

# 信用理論研究

第 17 号

1999 年 10 月

---

## 大会報告および討論

### 春季大会テーマ「現代の通貨・金融危機」

メキシコの通貨・金融危機——ドル体制とNAFTA——

……………高懸 雄治（札幌学院大学）

アジアの通貨・金融危機

……………井上伊知郎（久留米大学）

通貨危機の国際連関

……………山本 栄治（甲南大学）

### 秋季大会テーマ「恐慌とバブル」

擬制資本と信用恐慌

——大恐慌期における現実資本と貨幣資本の価値破壊——

……………小林 真之（北海学園大学）

バブルと恐慌——日本のバブル発生過程を中心として——

……………一ノ瀬 篤（岡山大学）

金融危機の頻発とバブルの形成——アメリカを中心に——

……………川波 洋一（九州大学）

部会活動報告

学会事務局報告

会員著書・論文目録

---

## 目 次

### 大会報告および討論

#### 春季大会テーマ「現代の通貨・金融危機」

- メキシコの通貨・金融危機——ドル体制とNAFTA——  
…………… 高懸 雄治（札幌学院大学）…………… (1)

- アジアの通貨・金融危機  
…………… 井上伊知郎（久留米大学）…………… (15)

- 通貨危機の国際連関  
…………… 山本 栄治（甲南大学）…………… (30)

#### 秋季大会テーマ「恐慌とバブル」

- 擬制資本と信用恐慌  
——大恐慌期における現実資本と貨幣資本の価値破壊——  
…………… 小林 真之（北海学園大学）…………… (41)

- バブルと恐慌——日本のバブル発生過程を中心として——  
…………… 一ノ瀬 篤（岡山大学）…………… (54)

- 金融危機の頻発とバブルの形成——アメリカを中心に——  
…………… 川波 洋一（九州大学）…………… (77)

- 部会活動報告…………… (95)

- 学会事務局報告…………… (99)

- 会員著書・論文目録…………… (101)

## 大会報告と討論

# メキシコの通貨・金融危機

## ——ドル体制とNAFTA——

高懸雄治  
(札幌学院大学)

はじめに

1994年12月20日の早朝、メキシコのセラ・ブチェ蔵相は、対米ドル売りレートの上限を0.53ペソ（15.3%）切下げると発表した。だが、ドル買い圧力は納まらず22日に変動相場制へ移行、27日には1ドル=5.65ペソ（63%下落）と暴落の状況を呈し、翌95年末には1ドル=7.7ペソ（年平均6.42ペソ）となったのであった。

その後、セディージョ大統領はメキシコ経済危機の終息と経済回復を宣言（96年9月、大統領教書）、一般的にも「当初懸念されたほど大きな影響はなかった」といわれている。

この報告では、今回のメキシコ金融危機を通貨危機（ペソ暴落）と信用危機（金融システム破綻）との複合的危機と総括し、90年代エマージング・マーケットにおける金融危機の様相を論じることにしたい。

### 〈I〉メキシコ1994年——ペソ暴落前夜——

メキシコにとって、94年はまさに「悲劇と希望の1年」であった。サリーナス大統領最後の大統領教書は、この年に発生した武装蜂起、暗殺、誘拐、麻薬、脱税、金融スキャンダル等々の問題に触れた異例のものであった。その全ては、この年の元日の事態に象徴されよう。つまり、この日はNAFTA（北米自由貿易協定）発効による米国・カナダ・メキシコ三国の自

由貿易圏形成の日であり、近代化された「先進国メキシコ」を全世界にアピールする瞬間でもあった。

だが、その希望は暗転した。同日未明、チアパス州先住民の「サパティスタ民族解放軍」(EZLN)による突然かつ大規模な武装蜂起が発生したのであった。EZLNによる8日間わたる政府軍への攻撃は、メキシコ革命以来の大規模な戦闘へと発展したが、その背景には、この国の極端な貧富の格差とその拡大があった。NAFTAとEZLNこそは、この国の二つの顔を明快に表現しているといつてよい。

その後、与党・制度的革命党(PRI)の有力な次期大統領候補者(3月)と、PRI幹事長(9月)といった大物政治家が暗殺されたが、こうした事態はメキシコ史上初めてのことであった。さらには、メキシコ最大の銀行バナメックスの社長(3月)と、第2位の大手スーパー・チェーン、ヒガンテ・グループの専務(4月)の、財界人2名が誘拐された。

こうした事態が経済に与えた衝撃の大きさは、外貨準備高の減少にも対応しているが、失業率のかつてない悪化(都市、3.7%)、史上最悪の貿易収支の赤字(184億6,000万ドル)もその底流に存在する。他方では、億万長者の急増(資産10億ドル以上、90年1人→94年24人、世界第4位)と実質賃金指数の悪化(71.9、80年=100)という形で、貧富の格差が一層拡大していったのであった。

かくして、94年のメキシコは、NAFTA発効あるいはOECD加盟という「希望」への道とは裏腹に、反乱・暗殺・誘拐といった「悲劇」への道程が最も過激に進行したのであり、年明けのチアパス反乱は、年末のペソ暴落という決定的事態で幕を閉じたのであった。

## 〈Ⅱ〉通貨危機——ペソ暴落——

さて、問題のペソ暴落は、この年の12月に行なわれた第Ⅰ回米州サミット（マイアミ）におけるクリントン米大統領の開会演説（12月9日）から、約10日後のことであった。クリントンは、そこで「ラテンアメリカ経済の奇跡と繁栄と希望」を語っていたのであった。

メキシコは、12月22日に変動相場制へと移行したが、それまではフローティング・バンド制という準固定制を採用してきた。つまり、89年からクローリング・ベッグ方式を導入、91年11月以降は為替の売買値間の変動幅（バンド）を設定し、ドル買い（下限）は1ドル=3.0512ペソで固定、ドル売り（上限）は、毎日0.0002ペソ（92年10月以降は0.0004ペソ、年率4.7%）の割合で切下げ、現実の為替レートは、そのバンドの範囲内で市場が決定するというものであった。だが、ペソは94年の年初から売られ、3.1ペソ台から3.5ペソ台へと大きく変動していったのである。

ペソ暴落の直接的契機は、その直前の米国公定歩合引上げ（11月）、EZLN再蜂起（12月）などであったが、本来的契機はテソボノス（ドル連動の短期国債）の大量償還とそれへの対応困難という事態にあった。当時、テソボノス残高は非居住者保有分で165億ドル、それに対して外貨準備高は61億ドルであり、その後の償還予定をみても、到底対応出来ない状態になっていた。これに対して米国の対応は素早く、総額528億ドルの国際的な金融支援を組成し、またメキシコ側も、これに対応する形で、2度にわたる経済政策のプログラムを作成し提示したのであった。

さて、ペソ暴落の原因は何か。この点に関しては、以下の4点、つまり対内要因としての①ペソの過大評価、②経常収支の大幅赤字、対外要因としての①米国の高金利政策への転換、②証券投資の急激な流出入、という問題を重視したい。

第1は、ペソの過大評価である。すでに触れたように、メキシコの為替レートは、当時、下限は固定し上限は毎日小刻みに切下げる準固定制を採っていた。それは、為替レートの固定化による輸入物価の低価格化と国内物価の安定化、いわゆる名目アンカーを意図したものであった。さらにまた、国内貯蓄率、資本蓄積力の低さを外資導入によってカバーしようとするものであり、経常収支の赤字を資本収支の黒字によって補填するということでもあった。

だが、この固定化は、他方で為替の過大評価や貿易収支の悪化を促進することになる。したがって、ペソの過大評価については、暴落以前から問題視されていたが、メキシコ政府はペソ切下げの機会を失い、その結果、ペソ暴落という結末を招いたのであった。

第2は、経常収支の急激な赤字化である。メキシコの経常収支は、88年以降年々その赤字を拡大してきた。その主因は、90年以降の貿易収支の赤字拡大（輸入の増大）にある。それを促進したものとして、ペソの過大評価による輸入効果がある。すなわち、実質為替レートの切上げ傾向は、輸出入の相対価格を高め、輸出競争力の低下、したがって輸出の減少をもたらしたのであった。

同時に、国内経済の成長・安定化政策の推進は、国内の投資と消費の需要を急上昇させることになった。その背景には、NAFTAとして完結する市場の開放、貿易の自由化路線がある。メキシコは86年のGATT加盟後、段階的な規制緩和あるいは外資への開放を政策的に展開してきたが、その結果、輸入の増大は一層加速化してきたといつてよい。

第3は、米国の高金利政策への転換である。米国の景気回復は、91年4月から始まったが、それは、93年後半から本格化し、94年の実質GDP成長率は4.1%と84年以来10年ぶりに4%を超えた。そこで連銀は、物価対策としての金融引締め政策を行ない、94年2月から95年2月の1年間にFFレ-

トを7回(3%→6%)、公定歩合を4回(3%→5.25%)上げたのであった。しかし、インフレ懸念は根強く、長期金利は一時8%を上回る事態となった。

他方、メキシコの金利(短期)は、物価の安定もあって87年(102.8%)をピークに94年(14.7%)に至るまで年々下落傾向にあった。こうして、両国の金利動向の逆転傾向が94年当初からみられ、メキシコに流入していた外国資本および国内資本が、メキシコ国外へと逆流することになった。

第4は、証券(ポートフォリオ)投資形態による資本の急激な流出入である。メキシコの経常収支赤字は、資本収支の黒字でファイナンスされていたが、この黒字は、90年以降急上昇を遂げる。そしてこの黒字の内実は、証券投資の圧倒的増大をその特徴としていた。

これには、投資国・受入国双方の事情が重なっている。つまり、最大の投資国である米国側は、90年代当初はまだ低金利政策を採っており、公定歩合も物価上昇率よりも低く設定されていた。折しも、米国の投資形態は短期かつ高収益の投資信託や年金基金、ヘッジ・ファンドなどにシフトしていたが、それはさらに、より一層の高利回りを期待して国外のエマージング・マーケットへと流出していった。

他方、受入国としてのメキシコ側も、民営化あるいは資本・貿易の自由化、規制緩和化が急速に進行中であり、積極的な外資導入政策を推進していた。たとえば、金融の自由化は88年から開始されたが、それは金融仲介の効率性を改善し、信用統制や金利規制を廃止し、市場メカニズムを導入することであった。

89年には、外国投資家への国債購入が解禁、また「外資法施行規則」が発表されて、事実上の外資出資率100%が可能となる。その後、93年には「新外資法」を制定し、これによってエネルギー、通信、運輸、金融の各部門を除く一般業種に対する外資に内国民待遇を与え、無条件的に100%ま



で資本参加が出来るようにしたのである。

そしてまた、この国の公営企業民営化が急速に進展したことも外資導入に拍車をかけ、OECD加盟もそれを加速化したと思われる。なぜなら、金融・資本市場の規制緩和・改革・開放は、加盟の条件でもあるからである。メキシコはGATT加盟後、価格統制の緩和、トラック輸送・石油化学・水産業・鉱業・一次産品・通信等に対する規制緩和、も推進中であった。

かくして、対メキシコ投資の圧倒的部分は証券（ポートフォリオ）投資であり、それは、ラテンアメリカ地域の中でも極めて異常な大きさであった。メキシコ経常収支赤字のファイナンスとは、このような投機的かつ短期的な外国資本に依存していたといつてよい。

### 〈Ⅲ〉信用危機——金融システム破綻——

こうしたペソ暴落の通貨危機は、同時に国内民間銀行の経営不安・危機に連動するものであった。つまり、一方では、民間銀行の資金調達が国内貯蓄率の低さ、金利の高さ等もあって外国からの借入れに依存しており、その返済が重圧となっていたこと、また他方では、国内における過大な貸出と高金利によって、銀行貸出の多くが不良債権化したこと、である。当時、民間部門への銀行信用の供与は、ラテンアメリカとりわけメキシコで爆発的に増大した。その一大要因として金融（市場）の自由化・開放化がある。BISの95年版年報は「80年代末の金融部門の自由化と政府の銀行借入の減少に伴い、商業銀行は民間部門向け信用拡大の自由が拡大し、資金流入が十分不胎化されなかったことでその余地はさらに拡大した。長年にわたり家計部門や企業の銀行信用へのアクセスが制限されていたので、民間部門向け信用は急増した。その多くはそれまで抑制されていた金融仲介の正常な復活を意味した。しかし、信用の急増は民間貯蓄率の低下につながり、80年代のほとんどを通じてGDPの20%の水準にあった国内貯蓄率は

94年には14%まで下がった。さらに、高い国内金利は居住者によるドル建て銀行借入を増やすことになった。94年にさらに事態を悪化させた要因は、「信託基金と開発銀行による信用の急増であった」と指摘している。こうした過大で急激な貸付の結果、いわゆる不良債権の比率は2.0%（90年）から7.4%（94年）へと悪化し、銀行の貸倒準備金も不良債権の約50%に達した。この不良債権は、消費者ローンや住宅ローンの大きさにみられる如く企業部門はもとより家計部門においても深刻な事態となっていた。

かくして、ペソ暴落による為替差損の発生、高金利による不良債権化とマージンの縮小などによって多くの民間銀行に経営不安が表面化する。それは、クレミ、ユニオン、バンパイス、インテレスタタル、オリエンテ、オブレロ、インベルラットの7行が中央銀行の管理下に入ることになったことにも示されていよう。元来、メキシコの民間銀行は、ペソ危機以前から不良債権、低い収益性と預金準備率などが問題視されていたのであった。銀行の国営化（82年9月）が再民営化されるのは92年7月、当時18行であった商業銀行数も94年には36行と倍増になった。このように、メキシコの銀行業には約10年間にわたる国営化時代があったのであり、90年代当初の再民営化と同時に、ラテンアメリカ地域には金融の自由化および外国資本の急激な流出入の波が押し寄せてきたわけで、金融市場の攪乱に対応する術もなかった、というべきであろう。こうした状況の中で、メキシコ政府は以下のような金融支援措置を実施した。

第1は、「規制枠組の改善」である。95年2月、国家銀行証券委員会（CNBV）は金融機関に対して、不良債権の60%あるいは証券総額の4%の、どちらか多い額に相当する貸倒引当金の積立てを要求したが、この措置は、銀行の資本化、つまり増資の水準を高めるためでもあった。

第2は、PROCAPTE（暫定的資本化計画）で、同じく95年2月に導入された。ペソ暴落により、銀行の外貨建貸付の国内通貨価値を増大させ、

多くの銀行の自己資本比率が8%以下になったため、増資を行なう銀行に対する臨時的措置である。そのために、銀行預金保護基金（FOBAPROA）は、これら銀行が発行する劣後債を購入、株式への転換が行なわれた。

第3は、ドル流動性融資である。これは、民間銀行の対外債務を改善することを目的としており、これら銀行の救済はFOBAPROAを通じて中央銀行によるドル貸付を行なう。この貸付は、早期の返済を促進するために高金利であるが、17行に融資され、95年9月までにすべての関連銀行は債務の返済を完了した。

第4は、永続的資本化措置である。政府は、FOBAPROAを通じて銀行のポートフォリオ・ローンの一部を取得することによって、銀行にインセンティブを与えるが、銀行は、その収益で国債を購入する義務を負う。

第5は、FOBAPROAの直接的支援である。95年には6行がCNBVの介入を必要とし、FOBAPROAの支援を受け、2行が追加的信用を受けた。

第6は、投資単位（UDI）による信用再構成である。このUDIは、一定の実質価値での取引単位で、消費者物価指数に連動する。銀行は、その回収困難な貸出債権をそれぞれが設立した信託に移し、貸出期間を最長12年まで延長するもので、各信託は、UDI建て債務の発行により資金を調達し、この債務は政府が購入するというものである。

第7は、銀行債務者即時支援合意（ADE）である。これは、クレジットカード、小企業者、農業者、モルゲージの借り手などを対象として、高金利の負担を緩和するために、一時的に導入されたものであった。このADEの適用者には債権の取り立て、差し押さえなどの法的手段行使の一時中断、高金利以前時の水準の特別金利の適用、延滞金利や追加的担保の免除、住宅抵当や農業ローンのリスケジュール費用の銀行負担とファイナンス、などが講じられた。

以上が、銀行救済と債務者救済の概要である。メキシコ政府は、これま

で銀行の不良債権を事実上買上げ救済をしてきたが、その買上げ総額は98年初めの段階で450億ドルに達するということである。こうした金融システムの不安定・破綻は、金融自由化の下での過剰信用、企業・家計部門の過大借入、そして金融制度・行政の未整備・未熟の結果でもあるが、それはさらに、ペソ暴落後の金融引締め政策による高金利も加重されて、銀行の不良債権化と債務者の返済不能化を一層悪化させたといえる。

おわりに

さて、最後に、メキシコ金融危機に関して、以下の3点を指摘しておきたい。

第1は、80年代対外債務危機との関連である。82年の対外債務危機の場合、そこでの問題は、主たる資金供給の形態が先進国の民間銀行融資であり、その返済が高利によって不能化したことであった。それ以降、民間銀行の新規融資が極端に縮小した結果、90年代のメキシコ経済は、市場性、流動性および不特定性の高い証券投資に依存するようになる。

この点に関して、89年のプレイディ構想によるプレイディ・ボンドの役割は重要であった。なぜなら、その趣旨が「債務の証券化」の奨励であったからである。また、この構想は、IMF・世界銀行との合意とその実施を前提とした経済の構造調整を、つまりインフレの抑制、財政赤字の削減、公営企業の民営化、などを債務国に強要していた。メキシコへの適用は、長期国債発行による安定的な資金の確保、外国直接投資の増大、国外逃避資本の還流、エマージング・マーケット化と、メキシコへの信頼回復を促進したのであった。しかし、対外債務残高は、この90年代もそれほど好転せず、その対GDP比も95年59.3%、96年49.3%と89年以降最大になっている。90年代央後の今日、証券投資や国際金融支援という新たな債務問題が登場したといえる。

第2は、NAFTAとの関連である。メキシコの対米貿易シェアは、93年から96年にかけて、輸出で83%、84.9%、83.4%、83.9%、輸入で71.1%、69%、74.3%、75.6%。他方、メキシコの対米貿易収支は、91年から94年までは赤字であったが、95年、96年、97年は黒字となっている。NAFTAとの関係は微妙であるが、対米依存の極端化に変わりはない。

この間、メキシコは、GATT (86年)、APEC (93年)、NAFTA・OECD (94年) に加盟し、貿易・資本・金融上の自由化、規制緩和化を推進してきた。したがって、NAFTAはGATT加盟後の一連の新自由主義的政策の集大成であって、ペソ危機をより過激にした加速要因であり、この間のNAFTA「路線」にこそ原因があるといつてよい。

第3は、ドル体制との関連である。ペソ暴落による通貨不安は、南米、アジア、欧州の各国へと波及した。米国を中心とする国際的な緊急のメキシコ支援も、この点を意識してのことであり、何よりも米国自身のためでもあった。メキシコは、貿易・投資・通貨の面で圧倒的な米国への依存関係にあり、メキシコのNAFTA加盟は、米国による「囲い込み」的一体化ともいえよう。今日のドル体制は、南北間経済関係の一体化、とりわけ途上国経済の米国との一体化が一層促進されることによって、また、米国が自ら主導した市場化・民営化・証券化のグローバリズムによっても、その不安定性を増大するものと思われる。

今回のメキシコ金融危機の場合、その主役は外国からの証券(ポートフォリオ)投資であった。それは、90年代のグローバリズムの中で短期かつ不特定な投機的資本が、エマージング・マーケットとしてのメキシコへ大量に流出入したことを特徴としている。このことは「国際金融システムの新しい危機の形態」といってよいだろう。

### 〈語句の説明〉

深町 郁彌 (熊本学園大学)

資料4枚目の③のInternational Bond Issuesおよび⑥のInternational Equity Issuesという2表の“International”の範囲、内容を教えてほしい (Euro Security Markets 以外の分を追加して)。

【答】

③には中期のユーロボンドが入っており、⑥には米国預託証券 (ADR) が入っている。外国で発行した債券あるいは国内で発行した外債が入っているかどうか、今は分かりかねる (資料を調べたところ、⑥にはさらに、グローバル預託証券 (GDR) による取引が含まれている。しかし、③⑥ともそれ以上の注記等はなかった)。

下平尾 勲 (福島大学)

資料3枚目の図③でグラフが交差しているというが、%の比率が違うので、数字上は交差しても実際には交差しないのではないか。また、レジメ2ページで④「資本流入の急増」とあるが、「流出」の急増ではないのか。

【答】

その通りで、統計上の%が違うので実際には交差はしない。ただ、ここに両国の傾向が読み取れる。そしてこの傾向が、投機家に心理的影響を与えたと考えられる (なお、両国の物価水準が異なるので、その分をデフレートすると、統計・実際上もほぼ一致するのではないか)。

また、資本の流出ではないかという点は、より正確には資本の「流出入」だと考えている。「流入」としたのは、これを前提として流出という結果が生じたわけで、その出発点に重点をおいたからである。

西村 閑也 (法政大学)

資料1枚目の③で、億万長者の数を示しているが、これだけで貧富の格差が言えるのか。

【答】

これだけでは不十分であると思っている。この当時 (91~94年) は一種のバブルの時期で、不動産、株の急上昇や過大な銀行貸付などが生じており、成金の側面もみられた。一つの傾向として、この統計を示した。

### 山本 栄治（甲南大学）のコメントに対する回答

#### 1. ペソ危機に対するNAFTA効果について。

危機の終息は、NAFTA効果も大きいですが、これが発効に至る貿易・資本・金融の自由化の実績・結果によるものと考えている。

#### 2. ペソ危機の出発点、外資流出の時点はいつか。

危機そのものは対内・対外要因の複合であり、また証券投資は短期・浮動・投機的であるがゆえに、明確に確定できないが、外貨準備の激減の時期は3～4月、6～7月、11～12月でいずれも政情不安の時期に集中していた。

#### 3. IMFの構造調整の評価について。

貧富格差の拡大という点で基本的には批判的に考えているが、金融改革の推進などをアジアより率先して実践してきた結果、早期の経済回復が可能となったが、しかし、より重要なのは米国経済との一体化であった。

#### 4. ペソ危機のラテンアメリカへの波及の理由は何か。

メキシコ経済は、NAFTA路線もあって米国とより一体化しており、元来その影響力も大きかった。各国もメキシコ的新自由主義政策を志向してきたがゆえに、経済上の弱点（市場経済の未成熟、金融市場の脆弱性など）を共有していた。こうした点が理由として考えられる。

#### 5. メキシコは事実上のドル・ペッグから離脱できるのか。

メキシコおよびラテンアメリカは、とりわけドル依存度が強い。為替相場の安定によって、ハイパー・インフレに対抗せざるを得ず、強固な経済力を確立できないかぎり、何らかの形でドル連動（依存）を意識せざるを得ないであろう。

### 〈質疑応答〉

#### 下平尾 勲（福島大学）

レジメの2ページで、ペソ暴落の原因として① ペソの過大評価、② 経常収支の急激な赤字化、③ 米国の高金利政策の転換、④ ポートフォリオ投資形態による資本流入の急増をあげているが、いずれの原因が最も重要な項目と考えているか。

## [答]

4つの要因が複合していると考えるが、とくに④のポートフォリオ投資の流出入の問題が最も重要な要因と思う。途上国の場合は、先進国以上に外圧が大きい。なお、私は今回のメキシコ危機を通貨危機と信用危機の複合と捉えている。メキシコ危機については、ペソ暴落の通貨危機側面のみが語られているが、金融機関の破綻と救済が同時に進行しており、信用危機の側面はペソ暴落以前からその危険性が指摘されていたのであった。

熊野 剛雄 (専修大学)

資本流入と中央銀行の金融政策の関連について。資本の流入と通貨危機を結びつける環として、不良資産の形成の前に中央銀行が過剰準備を吸収することを怠ったことが一番問題だと思うが、どう考えているか。

## [答]

その通りのことが、メキシコでは起こったといってよい。というのも、94年のメキシコは、特殊な政情下にあった。大統領交代(選挙)の年で、当時のサリーナス大統領は、金融引締め等の政策変更には消極的であり、現状維持的であった。同時に、経済は消費ブームが継続中で、住宅・消費者・自動車のローン等が過大に進行中であった。政府当局者は、消費拡大=景気拡大と考えており、したがって過剰準備の吸収等を重視せず、逆に、放置していたといってよい。

吉田 暁 (武蔵大学)

メキシコ金融危機に関し、指摘されている3点(報告要旨4ページ)について、問題指摘としては格別依存はないが、メキシコにとってどのような選択肢があり得たか考えるか。

## [答]

3点に共通しているのは、米国=ドルに一体化していくことである。メキシコ経済の米国からの離脱は容易ではない。それは、メキシコ経済全体(貿易・資本・通貨など)が歴史的・地政学的にもドルに組み込まれているからである。今日の米国的な新自由主義政策の国際的展開の中で、メキシコのとるべき選択肢を、私自身明快に提出できないでいる。

片岡 尹 (大阪市立大学)

メキシコとタイの危機における共通点・相違点について、どう考えているか。

## [答]

私は、両者の類似性を強調したいと思う。それはたとえば、貿易収支、証券投資、



規制緩和、ドル連動、通貨の過大評価、経済圏などに共通性があるのではないだろうか。なお、IMF調査（181ヶ国中133ヶ国で金融問題発生）による国際的な金融問題の多発という指摘も、類似的傾向を暗示しているように思われる。

**建部 正義（中央大学）**

民間資本取引にともなうホットマネーを規制する必要があると考えるか。その場合どのような方法が考えられるか。また、規制できないとすれば、メキシコ、アジア各国を含む世界各国はホットマネーにどのように対処すればよいのか。

**【答】**

結論的にいえば、規制する必要がある。今日の規制緩和の結果として、弊害をもたらしているわけで、そういう現実を放置できない。たとえば、量的制限、目的上の制限、違反に対するペナルティなど。かつてのNIEOでいわれた多国籍企業への規制が、今日のホットマネーに対しても考慮されるべきである（トービン・タックスの導入なども効果があるのではないか）。

**小林 真之（北海学園大学）**

アメリカ多国籍企業の国際分業体制とメキシコおよびアジア通貨危機、及び通貨危機収束の差異の関連について、どのように考えられるか。

**【答】**

メキシコのマキラドーラ（保税加工区）における米系多国籍企業の存在は大きい。それは電機、電子機器、繊維・衣料、あるいは非マキラの自動車・同部品等の比重は、メキシコ工業品輸出に大きな割合を占めている。ペソ暴落後の、メキシコの輸出増に果たした役割も大きかった。また、外国証券投資の増大も、その多くは米系金融機関によるものである。

## アジアの通貨・金融危機

井上 伊知郎  
(久留米大学)

はじめに

アジアの金融・通貨危機はどうして生じたのか。危機の発端となったタイに焦点を当て、その原因を解明することが本報告の目的である。

タイやインドネシアなどは、(1)ドルに連動する固定為替相場制度を採っていたために、ドル高への反転、人民元の切り下げ、円安への転化によって対外競争力を失い、大幅な経常収支赤字に陥った、(2)これが固定相場制度は維持困難とみた外資の急激な流出に結びつき、通貨・金融危機に至った、とする見解が有力のようである。つまり、タイなどは、ドルに連動する固定為替相場制度を採っていたために、中国や日本に対して対外競争力を失い、危機に至ったとする見解である。

報告者は、この見解は誤りであると考えている。もしそうであれば、問題は1995年に発生していて不思議ではない。プラザ合意以降、タイの経常収支赤字の対GDP比率が最も悪化したのは1990年であり、 $-8.5\%$ であった。この年、消費者物価上昇率も $5.9\%$ を記録し、最悪であった。タイの経常収支赤字の対GDP比率は、その後次第に改善し、1993年には $-5.1\%$ にまで改善した。しかし、それは1995年に再び悪化し、1990年の $-8.5\%$ にほぼ匹敵する $-8.1\%$ となった。消費者物価上昇率もこの年 $5.8\%$ を記録し、1990年の数値に並んだ。しかも、1994年末から95年初頭にかけて、メキシコ通貨危

機が発生している。1990年は措くとしても、前述の見解によれば、問題は1995年に発生してはおかしくはない。

問題は1996年に発生した。この年、タイの経常収支赤字の対GDP比率は-8.2%、消費者物価上昇率は5.9%であり、前年とほとんど変わっていない。重大な変化が生じたのは、実質GDP成長率である。それは、前年の8.7%から3.6%へと急低下し、過去12年間で最低となった。この実質GDP成長率の急低下は、経常収支の赤字拡大によって生じたものではない。実質GDP成長率の急低下をもたらしたものは何か。これが問われなければならない。

### 1. 世界貿易の急減速—1996年—

世界貿易の伸び率は、1993年の-0.9%から94年に14.2%、95年に19.4%と相当の高さを示してきたが、96年になると3.9%に鈍化し、世界貿易は急減速した。世界全体の米国、日本、EU三極への輸出、アジア地域、タイ、中国、香港への輸出、どれをとっても同様の傾向を示している。世界貿易自体が、1996年に急減速している。

タイの輸出も1996年に急減速した。タイの輸出の伸び率は1996年に-1.1%となった。過去5年間では、1991年24.9%、92年12.7%、93年14.4%、94年23.1%、95年23.4%と、かなり高い伸び率であったので、対前年比で輸出が減少したことは、輸出指向工業化戦略を採ってきたタイにとって衝撃的なことであった。米国、日本、EU三極、アジア地域、中国、香港などのどの輸入国・地域向けをみても、タイの輸出は1996年に急速に鈍化している。この1996年の輸出の急減速が、先に述べたタイの実質GDP成長率の急低下の根本原因と考えている。輸出の減少は、国内投資、所得、消費にマイナスの衝撃を与え、実質GDP成長率の急低下を引き起こした。タイの輸入もまた急減速した。

ここで重要なのは、中国と日本の輸出動向である。中国に目を転じると、中国の輸出も1996年に急速に鈍化していることがわかる。中国の米国、日本、EU三極向けの輸出、アジア地域、タイ、香港向けの輸出、どれをみても同様である。日本の輸出もまたそうである。日本の輸出の場合、1995年の後半以降円安に転じているので、価値額（ドル建て）だけでなく数量ベースでも確認する必要がある。しかし、数量ベースでも、日本の輸出は1996年に減少している。

中国も日本も、1996年に輸出を大幅に鈍化させるか、減少させている。したがって、タイはドルに連動する固定為替相場制度を採っていたために、ドル高への反転、人民元の切り下げ、円安への転化によって対外競争力を失い、大幅な経常収支赤字に陥った、とする見解は虚構といえよう。人民元の切り下げ、円安への転化によって、中国や日本は1996年に輸出を増大させてはいない。

アジア地域の輸出、米国の輸出、EUの輸出をみても、全く同じ傾向を見いだすことができる。すべて、輸出が1996年に急減速している。

タイの経常収支赤字に着目するから、人民元の切り下げや円安に関心を集中させる。中国人民銀行によると、人民元には貿易決済用に公定レート（1ドル＝5.8元）、調整レート（1ドル＝9元）、市場レート（1ドル＝11元）の三つの相場があった。この三つの為替相場が1994年1月に1ドル＝8.8元へ一本化された。30数%切り下げられたのは公定レートであり、加重平均すると、人民元の切り下げ幅は10数%であった。しかも、1994年1月より現在まで、人民元はむしろ6%ほど切り上がっており、差し引き5～6%程度の切り下げであったという。もし、中国の輸出を問題にするのであれば、1992年の初頭に鄧小平氏が深圳にやってきて南巡講話を行ったことの方がはるかに重要であると考えられる。天安門事件を契機として引き締めが行われたが、この92年の南巡講話によって、中国は対外開放政策を継続する、

ということが世界に宣言された。これで香港、台湾などからの直接投資が広東、福建を中心とする地域に激しく流れ込み、急激な輸出の増大が始まった。中国の輸出の伸びを重視するのであれば、対外開放政策の継続を確信させたこの南巡講話の方がはるかに重要であったと考える。人民元の切り下げに関心を集中させたために、これを完全に見失っている。しかし、そのような直接投資の要因があっても、1996年には中国の輸出の急激な伸び悩みが起こっている。

世界貿易が1996年に急減速したことが問題であった。このため、1996年にタイの輸出が減少し、タイの実質GDP成長率を急低下させた。国内投資、所得が鈍化し、それまでの生産、不動産取引、ローンによる個人消費などが過剰なもの・投機的なもの、すなわちバブルであったことが暴露され、商業銀行、金融会社などの不良債権問題が露顕した。1996年には、中国や日本も輸出を大幅に鈍化させるか、減少させた。タイの経常収支赤字は第一義的な問題ではなかった。メキシコは、1994年末から95年初頭に生じた危機から脱出するために、その後輸出を増大させた。しかし、1996年に生じた世界貿易の急減速と比較すると、それは第二義的なことであった。タイはパーツをドルに連動させていたために対外競争力を弱体化させたとしても、世界貿易に生じた急減速と比較すると、それも第二義的なことであった。

## 2. 固定為替相場制度がタイにもたらした問題

1996年10月に、報告者は次のように述べた。「タイ所在銀行の…対顧客為替売買額、すなわちドル・パーツ取引額の激増は、貿易取引の増大によっては説明できない。これは、主として、『顧客』がドルとパーツの間で対外資本取引を増大させたためと考えられる。国内の高金利でパーツを借り入れるよりも、BIBFなどのオフショアから低金利のドルを借り入れ、パーツ

に転換して使用することが増大した。…これらが増大するのは、対ドルのパーツ相場が固定相場制度のように将来ともきわめて安定しているであろうとの前提があるからである。こうして、タイに多額の資本が流入した。…タイの民間資本収支の…黒字額は、タイの経常収支赤字額を埋めて余りある。タイ通貨当局が対ドルのパーツ相場を安定させようとするれば、為替平衡勘定は買超とならざるをえない。こうして、タイの外貨準備高は増大してきた。インドネシアについても事情は同じである。…他方で、これは両国に重大な問題を引き起こしている。通貨当局は、為替平衡操作あるいは為替市場介入によって自国通貨を市場に供給し続けるために、国内の貨幣資本を増加させ、(1)物価上昇、(2)バブルの発生・金融システムの不良化、の危険性を増大させた。対ドルのパーツ、ルピア相場を安定させることは、タイ、インドネシアにとって最早桎梏に転化している。…対ドルで自国通貨相場を安定させることは、むしろ国内に重大な問題を引き起こし、アジア諸国にリジッドな対ドル相場安定化政策を放棄させるであろう。」(井上伊知郎「アジア通貨取引とタイ、インドネシアの為替相場制度変更(上)」【金融ジャーナル】第39巻第8号、金融ジャーナル社、1997年2月号所収、提出時期は1996年11月。1996年10月に行われた国際経済研究会での報告をまとめたもの。)

### 3. タイ通貨当局の対応と限界

固定為替相場制度はタイに過剰流動性をもたらした。タイ通貨当局は、過剰流動性が景気の過熱を引き起こし、物価上昇、経常収支赤字などのマクロ経済問題を悪化させることを警戒した。そこで、通貨当局は、中央銀行のLoan Window、Repurchase Marketでの取引、中央銀行Bondの発行などの手段を駆使して、金融市場における不胎化政策に取り組んだ。しかし、

それで景気の過熱を抑えることは必ずしも容易ではなかった。金融市場で過剰流動性を吸収すると金利が上昇し、さらに大量の外資が流入してきたからである。

通貨当局が重視したのは、むしろ財政収支黒字のもたらす効果であった。1988年以降の9年間、タイの財政は一貫して黒字であった。タイのマネタリーベース増加率とその主要変動要因を分析すると、為替平衡勘定を通じた「中央銀行の対外純資産」増を原因とするマネタリーベース増加率は例年40%を上回り、きわめて高いものであったことがわかる。これに対して、主に財政収支黒字による「政府の中央銀行預金その他」を原因とするマネタリーベース増加率は、例年かなり大きいマイナスとなっている。このため、タイのマネタリーベース増加率は、例年どうにか20%を下回る水準に抑えられてきた。財政収支黒字は、このようにマネタリーベース増加率を安定化しただけではない。直接に総需要を抑制する効果を持っていた。そこで、タイ通貨当局は、努めて財政を緩和させないように引き締め気味に運営してきた。しかし、財政というものはそれほど弾力的ではないし、引き締めるにしても政治的な抵抗にあって必ずしも通貨当局の思うままにならない面があった。

タイの商業銀行・金融会社の企業・家計向け債権増加率をみると、それは非常に高かったことがわかる。商業銀行・金融会社は、国内貯蓄に加えて近年BIBF（バンコクオフショア金融市場）から外資（ドル）を取り入れて、そのように高い債権増加率を可能にした。このような商業銀行・金融会社の活動は、タイの高度経済成長を促進したと同時に、過剰流動性を背景として問題も引き起こした。通貨当局によって不動産取引動向の代理変数と考えられている不動産登録手数料の推移をみると、1994年、95年に不動産取引がピークを迎えたことがわかる。実際、株式を上場している不動産開発業者だけの資産をみても、1993年1904億8300万バーツ、94年2807億

2800万パーツ、95年3518億1000万パーツと、非常に増大し、94年の場合47.4%、95年の場合25.3%の増加が生じている。これが商業銀行・金融会社の貸付によって促進されたバブルであった。

タイ通貨当局は、景気の過熱によって物価上昇、経常収支赤字が悪化することを警戒し、1995年に引き締めへ転じている。信用拡張を抑制し、海外短期資本への依存を減らそうとした。このために、外国銀行支店、BIBF、金融会社を含む金融機関に貸付計画を提出させる、乗用車向けの割賦信用規制を強化する、クレジットカード発行規制を強化する、商業銀行への短期非居住者パーツ預金に中央銀行無利子預金による7%の最低預金準備率を課す、貸付には国内預金をあてるように銀行を指導する、使用目的のない土地の購入や個人消費向けなどの、リスクの高い外貨建て銀行貸付には厳しい持高規制を課す、BIBFから国内への貸付最低限度額を50万ドルから200万ドルに引き上げる、などの措置がとられた。1996年に入るとさらに、中央銀行預金による7%の最低預金準備率を商業銀行、BIBFによる外貨建て海外短期資金取り入れにも拡大する、7%の最低預金準備率を金融会社によるパーツ建て及び外貨建て海外短期資金取り入れにも拡大する、使用目的のない土地、ゴルフコース、個人消費向けなどの、金融会社による外貨建て貸付にも厳しい持高規制を課す、などの措置がとられた。しかし、銀行部門を通じた外資の流入を抑制しても、非銀行部門が直接に海外市場から資金を取り入れ、金融引き締めの効果を尻抜けにすることができた。

大量の外資流入がもたらす圧力を緩和する方法として、他にタイ通貨当局が採ったのは居住者の資本輸出制限を緩和することであった。しかし、もともと投資に対して国内貯蓄が不足しているタイでは、大胆に採れる方法ではなかった。パーツの厳格な固定為替相場制度を弾力化することも考えていた。すなわち、パーツの変動幅制限の拡大あるいは変動相場制への移行である。これによってタイ通貨当局が意図したのは、(1)為替相場変動



のリスクを増大させ、投機的な短期資本流入を牽制すること、(2)為替平衡操作の必要性を低くし、自国通貨を国内市場に過剰に供給する危険性を低くすること、であった。しかし、この方法も実行せずに終わった。

### むすび

非銀行部門が直接に海外市場から資金を取り入れることに規制をかけることはできたであろうか。早めにそうすべきであったと思われる。しかし、外資に依存しないためには国内貯蓄が十分存在していなければならない。タイの貯蓄率は高いといわれているが、必ずしもそうではない。タイの国内貯蓄は、財政黒字、企業の利潤、家計の貯蓄によって構成されている。家計の貯蓄はその最も安定した重要部分になりうるはずであるが、タイの家計貯蓄の対GDP比率は、1989年の14.4%から1995年の7.2%へ傾向的に低下している。外資の流入を規制できる国は基本的に貯蓄余剰の国である。

タイの金融機関経営と通貨当局の監督が杜撰であったことが指摘されている。それは米国や日本などの先進国も同様であろう。むしろ、金融機関の競争が激化する金融自由化の進め方に十分な注意が必要であった。

1996年になると、世界貿易が思いがけないほどに急減速した。このため、タイの輸出が急減速し、実質GDP成長率が急低下した。国内投資、所得、消費が鈍化し、不動産取引、ローンによる消費などのバブルを崩壊させた。バンコク商業銀行の破綻は、タイが抱えている不良債権問題の氷山の一角にすぎないことが次第に明らかになっていった。1997年初頭に金融会社のファイナンス・ワンが破綻した。商業銀行、金融会社などの不良債権問題によって、タイの金融システムが信頼を維持することのできない深刻な状態に置かれていることがはっきりした。外資が急激に流出し、金融危機から通貨危機へと発展していった。多かれ少なかれ同様の問題を抱えていた

他のアジア諸国に、大量の国際資本移動を通じて、直ちに問題が波及していった。(井上伊知郎「アジア金融・通貨危機の原因をめぐって—タイを焦点に一」『月刊金融ジャーナル』第39巻第8号、金融ジャーナル社、1998年8月、を参照のこと。)

### 〈質疑応答〉

吉田 賢一 (工学院大学)

外資流入からパーツ転換・流通量の拡大によりインフレが生じ、入超から経常赤字が拡大するとの論理をたてられたが、そうすると、入超決済のためパーツ売り・外貨買いが生じインフレ収束にいたることになるのか。外資流入からインフレというのはいずれ、単に金利の変化に帰結するように私には思われるが。

【答】

全体的に評価すれば、タイはかなり物価上昇を抑えて、物価という点からすると、かなり成功と評価していいと思う。しかし、タイの基準からいくと、物価上昇について絶えず注意を払っていたわけである。というか、私の感で言えば、そこにあまりに注意を引かれて、バブルの方に対する注意がある程度散漫になったのではないかという評価をむしろしている。「入超決済のためパーツ売り・外貨買いが生じインフレ収束にいたる」ということであるが、入超決済の額を超える資本の流入があって、それがマネタリーベースを増大させるわけである。マネタリーベースの増大を抑制する要因として、財政黒字を重視したということを行っている。金利は、当然動いている。入超というのは、投資が拡大して機械、原材料、中間製品などという生産財の輸入が非常に大きくなって、これが貿易収支の赤字に結びついていく、ということである。

熊野 剛雄 (専修大学)

資本の流入と通貨危機を結びつける環として、不良資産の形成の前に中央銀行が過剰準備を吸収することを怠ったことが一番問題だと思うが。

【答】

熊野先生のご指摘はその通りであると思うが、タイの通貨当局はそれをやろうとしたし、実際やっている。ところが、不胎化政策が十分成功しないというところが問題であると思う。中央銀行によるLoan Window、Repurchase Marketの利用、Bondの発行などを行い、貸付可能な貨幣資本を吸収するわけであるが、なかなか押さえ

込むことに成功しない。その理由は、金利が上昇してそれを狙ってまた外資が入ってくるということで、吸収して不胎化政策を成功させることが困難であったということが一つ。したがって、その代替手段として財政の黒字を利用するということが一つ、それからもう一つ、タイからの資本の流出のための緩和を若干やったし、やろうとしたということである。つまり、入ってくるならば、出そうということである。その規制を緩和しようとしたという政策が一つ。それから、為替相場制度の弾力化を検討している。それから、もう一つ考えられるのは、外資の流入に直接規制をかける、例えばマレーシアのように。非銀行部門の外資の流入に直接規制をかけるということもありえる。いずれにしても、不胎化政策をやろうとしたし、実際にやったが、それに成功していないというように言えるのではないかと思う。

#### 下平尾 勲 (福島大学)

輸出の減少が通貨危機の契機とされているが、輸出減少の原因は何か。なぜ、どのようにして通貨危機になるのか。輸出増加に転じれば通貨危機がなくなるのか。

#### 〔答〕

第二の点についてお答えする。私は、本当はアジアの「通貨・金融危機」ではなく、「金融・通貨危機」と考えている。この場合、金融危機ということ。その際に、まず外資の過大な流入が、投資も非常に供給過剰になるほどに増えたとし、不動産、個人消費部門でのバブル現象も起こり、不良債権に結果するようなことが醸成されていたということが一つ。それが崩壊にいたる原因として、輸出の急激な伸び悩みが起こったということを考えている。両方の要因を重視しているということである。したがって、輸出が減退して、投資も減退、所得も減退して、個人消費も減退、全般的に経済成長率が3.6%にかなり急速に低下する、これは過去10年ぐらいてとってみると、タイでは初めてのことである。こうして、経済が停滞する。不動産部門は、需要が減退して資金のやりくりがつかないというところに追い込まれる。これが一つ。それから、生産的な、あるいは輸出に貢献するようなところに資本が必ずしも流れ込んでいなかったという、タイの将来に対する問題点が発生していたということがここではっきりする。いずれにしても、不良債権の破裂で金融部門がたいへんな問題を抱えているということが暴露されて金融危機になるわけである。したがって、輸出が増加に転じれば問題はなくなるのかということであるが、問題はなくなる。輸出が仮に増加に転じたとしても、金融部門の問題をそのことだけで解決できるほどに小さな問題ではなかったということ。日本のケースを考えれば、わかるように思う。通貨危機というのは、そうした金融危機の結果として起こったと考えている。

藤田 誠一（神戸大学）

1. 報告の初めに「原因は輸出の減少である」と述べられたが、報告の中心は資金流入とバブルの形成にあったと思う。この二つの関係について説明をお願いしたい。経常赤字＝（輸入－輸出）＝（投資－貯蓄）＝資金流入という関係は事後的には成り立つが、その因果関係は明確ではない。タイについて、資金流入（バブル）と輸出の間にどのような関係があったのかというのが質問の意図である。

2. 輸出の動きを説明するのは所得（世界、US、日本、アジア）なのか、価格（為替レート、物価）なのか。

【答】

質問の前半は答えたと思うが、後半については下平尾先生も質問されている。とりあえずOECDのデータをみて私が感じたのは、OECDのGDPはあまり減少していないということ。ただ生産指数が次のように伸び悩んでいる。93年、-0.3%、94年、5.1%、95年、3.4%、96年、2.6%。はっきりと急激な生産指数の減退が、伸び悩みが起こったとは評価しにくい。研究課題にさせていただきたい。

数阪 孝志（大阪市立大学）

タイの通貨・金融危機の一連の過程で、金利はどのように動いたか。為替相場の急激な下落に対して、通貨当局が金利政策の変更によって対応しようとしたのか、金融機関の破綻等の金融危機に対して金利政策を発動したのか、どちらの要因が顕著にはたらいたか。通貨・金融危機に対して、金利政策のような政策的反応には限界があると考えるか。

【答】

7月に結局変動相場制に行かざるをえない事態になるまで、通貨当局は、パーツ売りドル買いに対していかに為替相場を維持するかということで金利政策をおこなったと思う。その際に通貨当局が重視したのは、国内の金利による魅力を高めるということもあるかと思うが、投機的なパーツ売りに対する対応も重要であったかと思う。その際に、パーツを借りてそれを売ってドルを買うという投機的行動を牽制するために金利を急騰させた。つまり、投機のコストを非常に高めたというのが当初の対応だったかと思う。

片岡 尹（大阪市立大学）

メキシコ通貨・金融危機とアジア通貨・金融危機の類似点と相違点は何か。

【答】

相違点よりも類似点の方が大きいという点は高懸先生と同感である。ただ、誤解があるように思うが、タイの場合、貿易収支の赤字が問題であると言っているの

はなく、輸出の伸び悩みが問題であると言っている。輸入も減少している。だから、貿易収支の赤字あるいは経常収支の赤字でバブルが崩壊したとか、それで金融危機が起こったというには考えていないということである。不良債権問題の発生が原因だとして、それを爆発させた要因が何かという点で相違があるのではないか。

#### 建部 正義 (中央大学)

民間資本取引にともなうホットマネーを規制する必要があるとお考えか。必要があるとした場合、どのような方法が考えられるか。また、規制できないとすれば、メキシコ、アジア各国を含む、世界の各国はホットマネーにどのように対処すればよいか。

#### 【答】

タイのケースから言うと、不胎化政策が必ずしも成功しないという点、引き締めようと思っても外部から自由に調達してバイパスされるといった経験から、やはり規制が必要ではないかと考えている。マレーシアのケースは、ほぼこれに該当するのではないかと思う。一方で、為替相場制度を弾力化するという方法があるが、やはり限度があるように思う。今回の危機によって国際資本が慎重になって、これまでのような行動をとらないのかもしれないが、弾力化するといっても、やはりそこには限度があるように思う。というのは、まず、80年代に入って国際資本取引が非常に大きな規模になったということである（この点に関しては、すでにあちこち私の論文で述べている）。それが私の考えのまず第一点にあるわけである。マルクの研究をした時もその点を重視した。

今回も国際的な資本取引が非常に大きい。それが当然一方に私の考えとしてあるわけである。タイのケースをとりあげたが、それが述べたような問題を引き起こした。その点ではインドネシアも、マレーシアも、非常に共通性があるわけであるから、それは直ちに波及していくという論理になっている、私の場合。しかしながら、95年の初頭、メキシコの問題が起こったときに、タイは、タイだけではないが、一時動揺する。しかし、国際資本側は自分の意図を自己実現できない。この時、タイは金利が急騰する。20%ばかりに市場金利は行くが、これに対して、通貨当局は、流動性を供給して押さえ込む。資本は、その後大きな量でタイ国内に再流入してきて、国際資本は、ヘッジファンド等も、自分の意図を自己実現できないわけである。したがって、国際資本の行動だけで問題を解くわけにはいかない。もちろん、一方で大量の国際的資本取引が80年代になって登場してきたという要因を言っている。他方、個別の国あるいは地域の共通の問題が、もう一方で在ると考えているわけである。

**小林 真之**（北海学園大学）

アメリカ多国籍企業の国際分業体制とメキシコ及びアジア通貨危機、及び通貨危機収束の差異の関連についてどのように考えられるか。

【答】

私も、高懸先生の考え方に近いように思う。我が国の場合がこの点で重要だと思う。日本の多国籍企業というのは、ここで言われる国際分業体制を十分、アメリカ企業ほどにやっていない。したがって、日本国内とアジア諸国との分業体制は今進んでいる過程で、その点で不十分で、日本への輸出が難しい。日本国内で不良債権問題自体を抱えているということもあるが、それを抜きにしても、日本がアジア諸国からアメリカのように輸入をするという段階にはなっていないということで、かなり違いがあるのではないかと思う。ただし、日本企業は、現地の企業に対して出資を増やしたり、融資したり、あるいは研修生を日本に引き受けたりすることによって、なんとか現地の困難を緩和しようと努力している点は認められると思う。

**西村 閑也**（法政大学）

一体、現在のこの危機というのは循環性の恐慌と考えておられるのか、それとも世界経済の構造の変化の狭間に起こった、つまり一度限りの危機と考えておられるのか。19世紀のペーリングズ恐慌から始まって、昔にもこういう資本の国際的な移動が途上国に恐慌を、バブルを発生させて恐慌を起こすというのはもう何度も繰り返されたことであるが、第一次大戦以前はそういう恐慌は先進国の実物資本の循環的運動によって引き起こされた世界恐慌であった。現代において、一体それはどう考えておられるのか。もし、循環的な恐慌だと考えておられるのであれば、将来もそういうことは繰り返されると考えるのか。実物資本の動きとの関連はどう考えられておられるのか。

【答】

私の報告の特徴からもほぼ感じられるかもしれないが、循環性の側面が非常に大きいのではないかと感じている。国際的な資本取引がそれまでと比較にならないほどに大きくなっているという点は構造的であると思う。だから、現地サイドの問題と国際資本の側と分けた場合、現地サイドの問題として、私は循環性の側面がかなり強いという感じを持っている。

**柴垣 和夫**（武蔵大学）

今の点に関連して、一方では確かに現在の国際通貨のシステムのことから来る特有の問題が伝染力という形であると思うが、少なくともASEANに関していうと、ある意味で資本主義の成立にともなう最初の循環性恐慌の始まりであると、こういう

性格を持っているのではないか。メキシコとか韓国になると、もう一段階先を行っていると思うので、別の要因があると思うが、少なくともASEANに関してこの10数年右肩上がりやってきた。それが初めて実体の経済の面でもかなり収縮しているわけで、それを国際通貨問題が増幅している、こういうふうに理解できるのではないかと、直感的に思えてきたが、どうか。

【答】

非常に同感である。最初の経済恐慌と考えていいのかどうかかわからないが、構造的な国際的な資本は促進・激化要因として捉えられると思うが、タイのケースをみていると、投資、消費、そして、投機にまでという過程をみていると、循環的な性格が強いのではないかと感じていたところである。

蔡 劍 波 (熊本学園大学)

発展途上国において外資を導入するとき、借款、証券投資、あるいは直接投資と、色々なルートがあるが、どのようなルートを中心に導入するかもそれぞれの国においてパターンが違う。タイにおいては、海外からの資金が商業銀行に入って、不動産あるいは商品に入る、あるいは商業銀行を通して金融会社に入って、そして不動産に行き、一部分は不良債権になって、あるいは生産部門に行っていない。図5をみたらわかるが、87年から92年までは直接投資が一番大きかった。92年から証券投資がぐんと増えて、それからバブルに入って危機につながったと思うが、この図は、タイだけでなくアジアに一般的な傾向ともいえる。このような外資導入のパターンの変化と今回の危機と関係があるのかどうか、お聞きしたい。

【答】

直接投資という形で資本を導入するということが仮にあっても、過剰な生産、それは不動産に限らず起こるわけであるから、その点についての注意が必要であるというのが一つ。それに対する教科書的な解答というのは、直接投資を促進して、つまり技術・経営等をもたらすものを促進して、あるいはできるだけ長期性の借入にして、というのが教科書的なことであろうが、今回の経験から考えると、過剰な場合、それは往々にして国内に刺激をもたらして、これが楽観を生んだり、実現可能な量をはるかに超える設備投資や生産をしたりするわけであるから、そういう面も、したがってどういう形態という問題もあるが、その量の適正ということもあると思う。

それから、今日、隠れた私の言いたいことがもう一つあり、時間の制限もあったので言わなかったが、国内貯蓄を増やすということである。そして、依存をなくすということである。アジアは貯蓄率が高いということであるが、それはGDP比で見ればそうであるが、必ずしもそう言えない。例えば、個人貯蓄という点で言えば、

タイは低い。何が貯蓄を生み出しているかという点、国家財政黒字である。これが一つ。それから企業利潤である。ただし、企業は業績のブレで貯蓄率は大きく変化する。個人の貯蓄率をいかに上げるかということが重要である。したがって、投資貯蓄ギャップを埋めて、貯蓄の部分を増やしていくことによって、外資依存を減らすということが重要であると考えられる。もしそれができれば、外資を規制することができる。次の段階である。私は、規制するということを考えているが、その背後には貯蓄率を増やして、規制が可能になるということが重要であると考えている。



## 通貨危機の国際連関

山 本 栄 治

(甲南大学)

### [1] 問題の所在

1990年代に入り通貨危機が続発している。92-93年のEMS通貨危機、94-95年のメキシコ通貨危機と中南米への伝染、そして97年の東アジア通貨危機と東ヨーロッパ通貨危機である。東アジア通貨危機が新たな段階へ発展したのは、10月の香港ドル危機が香港の株価大暴落を引き起こしたとき、それがニューヨーク株価暴落を招き、東京、ロンドンなど主要市場に波及して世界同時株安を生み出したことを契機にしてであった。これにより東アジア通貨危機は地域問題ではなく世界的な問題となった。アメリカは、タイ通貨危機には全く協力しなかったが、11月のインドネシア通貨危機対策には積極的に介入した。その理由は、東アジア通貨危機が国際金融恐慌および地域の安全保障問題へと発展する可能性をもちはじめたことを認識したからである。以後、アメリカは東アジア通貨危機対策に指導力を発揮する。12月には韓国までがIMFに緊急支援を要請した。東アジア通貨危機は98年に入っても収束せず、世界経済を混乱させる方向に向かっているように見える。

このように通貨危機が続発するのはブレトンウッズ体制末期（1970-73年）以来のことであり、また90年代の通貨危機は80年代前半の累積債務危機とも様相を異にしている。これは「ドル本位制」が国際通貨システムの

管理能力を喪失した結果なのだろうか。90年代の通貨危機の特徴は以下のように整理することができよう。①事実上の固定相場下で為替相場が過大評価されており、経常赤字が縮小せず拡大していった。②経常赤字は主にFPI (foreign portfolio investment: 対外ポートフォリオ投資) や短期資金 (ユーロ・マネー) といったボラタイルな資金でファイナンスされていた。③先進国の金利上昇、途上国の国内金融危機といったようにきっかけが何であれボラタイルな外資が突然流出し国際流動性=外貨準備が枯渇すると、固定相場維持への信認が失われ、為替相場は歯止なく下落する。

私に与えられたテーマ「通貨危機の国際連関」を考察する際、以下の順序で進めていく。第一に、「ドル本位制」下の国際収支調整問題とは何かを明らかにする。第二に、90年代の国際資金循環の特徴を分析する。第三に、国際資金循環を突然中断させた各国固有の要因ではなく地域 (あるいは世界) に共通した要因を分析する。

## [2] 「ドル本位制」下の国際収支調整問題

「ドル本位制」は、金本位法をもつ国際金本位制や国際協定をもつブレトンウッズ体制とは違って、いかなる制度的基礎ももたない「ノンシステム (nonsystem)」である。その意味は、国際収支の調整や国際流動性の供給をすべて市場 (外国為替市場と国際金融資本市場) にゆだねる「システムの民営化 (the privatization of the system)」により運営されるということである。このような「システムの民営化」を可能にした要因は次の二つであった。一つは変動相場である。もう一つは変動相場の下で進展した金融の自由化・国際化がもたらした金融のグローバル化と膨大な国際資本移動である (拙著『国際通貨システム』岩波書店、1997年、第6章を参照)。

「ドル本位制」下では国際収支調整問題への対応が先進国と途上国では異なる。先進国は経常収支不均衡に対し、調整の大部分は外国為替市場で決定される相場の変化を通じて達成され、残りは民間国際資本移動でファイナンスされる。他方、途上国は様々な形態があるにしても事実上の固定相場を採用していたので、経常収支不均衡に対する調整方法は民間国際資本移動でのファイナンス（と国内マクロ政策）であった。途上国の国際収支ファイナンスまでが民間国際資本移動で行われるようになったのは、70年代以降のことであり、それ以前はODAを中心とする公的資本だけであった。この変化の背後には、変動相場下で進展した金融の自由化・国際化がもたらした金融のグローバリゼーションと膨大な国際資本移動があった。

金融のグローバリゼーションはこれまで3つの段階を経て発展してきた。第1段階は70年代であり、それはユーロ市場を舞台に間接的な国際統合を発展させた。そして70年代の経常収支不均衡の特徴は、第一次石油ショックの影響もあって途上国に顕著に表れたことである（非産油途上国の赤字と産油途上国の黒字）。ユーロ市場を舞台にした国際資本移動は、非産油途上国（特にNICsや資源保有国）の国際収支ファイナンスを仲介するのに役立った。途上国の一部ではあっても、このときはじめて国際資金循環の環に加わることができたのである。だが、これらの国々の多くは、第2次石油ショックとアメリカのデスインフレ政策による世界不況と高金利により80年代前半に累積債務危機を顕在化させ、国際資金循環の環から外されてしまった。

第2段階は80年代であり、それは先進諸国間の証券市場の直接的な国際統合を発展させた。そして80年代の経常収支不均衡の特徴は、先進諸国に顕著に表れたことである（米国の赤字とに日独の黒字）。先進諸国間証券市場を舞台にした国際資本移動は、アメリカの国際収支ファイナンスを仲介するのに役立った。だが、ドル高と経常赤字拡大に耐えかねたアメリカは、

85年プラザ合意によりG7の国際金融協力を要請した。国際収支調整問題を市場にゆだねる「システムの民営化」路線が限界に突き当たったのである。しかし、国際金融協力を亀裂が入ると、民間資本流入が急減してドル暴落が進行し、87年10月のブラック・マンデーを生み出した。結局、アメリカの国際収支ファイナンスを支えたのは各国の公的資本輸出（外貨準備の急増）であった。

第3段階は90年代であり、それはエマージング・マーケットととして注目された一部途上国証券市場と先進諸国証券市場の直接的な国際統合を進展させた。エマージング・マーケットと先進諸国証券市場を舞台にした国際資本移動は、中南米や東アジアの国際収支ファイナンスの仲介に役立ったが、90年代後半には通貨危機を生み出した。次の問題は、エマージング・マーケットと先進諸国証券市場の統合による国際資本移動とは何か、またその特徴はどこにあるのかを明らかにすることである。

### [3] エマージング・マーケットと国際資本移動

途上国の多くは80年代累積債務問題に苦しんだ。特に国際資金循環の環から外された中南米諸国は「失われた10年」を経験せざるをえなかった。途上国への民間資本流入は、70年の58億ドル（公的資本流入は56億ドル）から80年には533億ドル（同351億ドル）へと急増したが、累積債務問題が発生したことにより85年には327億ドル（同367億ドル）へと急減し、90年になっても440億ドル（同519億ドル）で10年前の水準を抜かず低迷していた（The World Bank, *Managing Capital Flows in East Asia*, Washington D.C., 1996, p. 20.）。

しかし、累積債務問題を乗り越えて途上国が国際金融資本市場へ再びアクセスできるようになったのは意外に早く、89年5月米財務長官ブレイディ

が提案した債務削減案が実施されてからのことである。プレイディ提案は、同時に進行していたNAFTA構想との相乗効果もあって累積債務問題解決の糸口となり、90年代に一部途上国の証券市場がエマージング・マーケットとして発展する契機となった。加えて、IMFが課した経済構造調整政策（「ワシントン・コンセンサス」と呼ばれる経済発展の前提条件の整備：自由市場、物価の安定、均衡予算、固定相場、金融の自由化、国有企業の民営化等）の成果も再評価された。その結果、一部の途上国（中南米と東アジア諸国）において多国籍企業の直接投資が復活し、資本逃避していた国内資本が本国に還流し、そして先進諸国のFPIやユーロ・マネーが急増し始めたのである。こうして一部途上国は国際資金循環の環に再び加わることができた。

FPIは、広義の意味においては、エマージング・マーケットで直接購入される株式や債券だけでなく、海外で発行される株式（公募及び私募のアメリカ預託証券ADRsやグローバル預託証券GDRs）、外債、ユーロ・ボンドを含める。そしてFPIの投資主体は、先進諸国の生命保険や年金等の機関投資家、ミューチュアル・ファンド（特にカントリー・ファンド、インターナショナル・ファンド、グローバル・ファンド等）が大きなウエイトを占めている。これらの機関投資家は現在20兆ドル以上の資金を管理しており、そのファンド・マネージャーは常に高収益とリスク分散といった相反する目標を課せられている。この目標を達成する方法が国際分散投資の拡大である。彼らはその資金のわずか1%をエマージング・マーケットに振り向けるだけで2,000億ドルにも達するのである。さらに、ヘッジ・ファンド、proprietary traders、投機型ミューチュアル・ファンドが加わる。これら攻撃的な投機型ファンドの資本は合計1,000億ドル以上であり、5～10倍のレバレッジ倍率をもっている。例えば攻撃的な投機型ファンドはキャリー・トレード（carry trade）と呼ばれる巨額の円取引を行っている。彼らは円・ドル

相場が円高方向へに変化しないとの予想に基づき、世界最低金利の円を日本で大量に借り入れ、それを海外でアンカバーのドルに転換してアメリカや東アジア諸国にFPIが貸付の形態で持ち込んで高収益を獲得していた。この資金はヘッジしていないので逃げ足が非常に速いのが特徴である。

メキシコ通貨危機前の93年には、途上国への民間資本流入は1,610億ドル(90年の約4倍)に急増した。その内訳は、ネットのFPIが1,068億ドル(66%)、ネットのFDIが569億ドル(35%)、ネットのその他投資(主に長短銀行貸付)が-27億ドル(-1%)であった。地域別に見ると、アジアの民間資金流入は全体の1/3以上の595億ドルであり、その内訳はネットのFPIが238億ドル、ネットのFDIが352億ドル、ネットのその他投資が5億ドルであった。西半球への民間資金流入は全体の約2/5の617億ドルであり、その内訳はネットのFPIが611億ドル、ネットのFDIが134億ドル、ネットのその他投資が-128億ドルであった。アジアと西半球だけで途上国全体に流入した民間資本全体の約80%を占めたので、エマージング・マーケットとはこれらの地域の国々であることが確認できる。

東アジア通貨危機前の96年には、途上国への民間資金流入は2,352億ドルであり、その内訳はネットのFPIが587億ドル(25%)、ネットのFDIが1,059億ドル(45%)、ネットのその他投資が706億ドル(30%)であった。地域別に見ると、アジアの民間資金流入は全体の約1/2の1,068億ドルであり、その内訳はネットのFPIが201億ドル、ネットのFDIが580億ドル、ネットのその他投資が288億ドルであった。西半球への民間資金流入は全体の1/3の777億ドルであり、その内訳はネットのFPIが271億ドル、ネットのFDIが299億ドル、ネットのその他投資が207億ドルであった(IMF, *International Capital Markets: Development, Prospects, and Key Policy Issues*, 1997, p.28.)。

#### [4] 通貨危機の国際連関

途上国の多くが固定相場を採用するのは次の3つの理由からである。第一の理由は、自国通貨価値の安定が民間資本流入を容易にするからである。途上国が開発戦略を「外資導入・輸出志向型工業化」路線を採用する場合にはこの傾向が特に強くなる。第二の理由は、輸出促進のため自国通貨切り下げ以外で国際価格競争力を強化する方法として、主要国の中では最も弱い最大の輸出市場もつ国の通貨すなわちドルに事実上ベッグすることが選択されたことである。ドル・ベッグ採用策は85年のプラザ合意以後10年間の円高・ドル安傾向の中でその効果が確認され広く定着した。第三の理由は、小国や途上国が開放経済体制に移行するにはアンカーが必要だと考えられたことである。なぜなら、尻尾（国際資本移動や為替相場の変動）が犬（国内経済）を振り回すからである。

累積債務を抱えかつ経常赤字を継続させている国にとって、民間資本流入を維持するためには、債務支払能力と過大評価された固定相場のサステイナビリティを両立させる必要がある。だが、このサステイナビリティは、いつか貿易赤字から黒字への「転換」が発生するだろうとの期待に支えられている。そして、この「転換」がスムーズに行われるのか、それとも通貨危機といった突然の暴力的な強制力によって行われるかは、世界および国内の情況が規定する。

問題は「転換」が通貨危機の形で突然訪れるときである。カルボ&メンドーサはメキシコ通貨危機を「自己実現的予言危機（self-fulfilling-prophecy crisis）」論によって説明しようとした（G.A.Calbo & E.G.Mendoza, "Mexico's balance-of-payments crisis: a chronicle of a death foretold", *Journal of International Economics*, No.41, 1996）。この危機論は、92-93年のEMS通貨危機の分析から提案されたものであり、メキシコ通貨危機だけでなく東アジア通貨危機

にも適用できる。伝統的な通貨危機論はファンダメンタルズの悪化にその原因を求めるが、自己実現的予言危機論はファンダメンタルズが健全であっても通貨危機が起ころうと主張する点に特徴がある。例えば、東アジア諸国はメキシコ通貨危機の伝染効果を耐え抜いたのであるが、その理由を世界銀行は、低貯蓄・低投資の中南米諸国と高貯蓄・高投資の東アジア諸国の相違だと強調していた。しかし、高貯蓄・高投資であっても金融仲介がうまく機能せず、資産バブルや過剰投資を発生させれば、通貨危機を招くのである。

90年代の新しい通貨危機論においては、フローの不均衡（例えば、巨額の経常収支赤字や過大評価された為替相場）は、無関係ではないが、ストックの不均衡ほどには重要でない、と考えられている。つまり、途上国であっても金融自由化・国際化の結果、流動的な金融資産のストックとグロスの外貨準備との間に大きな不均衡が発生するので、固定相場体制は傷つきやすくなっているのである。巨額の民間資本流入は、管理体制が不十分であれば、国内で過剰流動性を生み、貸付ブームによる資産バブルや過剰投資を発生させる。バブルが崩壊すれば、内外の投資家はその後予想される大量の不良債権の発生とそれがもたらす金融システム危機や為替相場の切り下げを直観するので、巨額の資本（ストック）を一度に流出させようとする。そのきっかけがなんであれ、その国の債務支払能力や固定相場のサステナビリティへの期待が失われると、固定相場が維持不可能になるほどまでに外貨準備が枯渇し、通貨危機が発生する。また、資本流出を防ぐべく金利を上げるので株価も下落する。これがグローバル資本市場時代の国際資本移動の特徴なのである。それゆえ、中南米であろうと東アジアだろうと区別なく、固定相場採用国には常に通貨危機の可能性があることになる。



### 【参考文献】

- ① 拙稿「開発金融とエマージング・マーケット」、『証券経済研究』第9号、1997年9月。
- ② 拙稿「東アジアの通貨危機と円の役割」、『ジェットロセンサー』、1998年4月号。
- ③ 拙稿「解題－東アジアの国際金融と香港ドル」Y.C.ジャオ著（山本栄治訳）『国際金融センター・香港』東洋経済新報社、1998年9月。
- ④ 拙稿「世界デフレ回避のために日本がすべきこと－アジア通貨危機と円・ドル関係のゆくえー」『世界』1998年8月。

### 〈質疑応答〉

吉田 暁（武蔵大学）

発展途上国には名目的な「アンカー」としての固定相場制が必要だとの意見には賛成ですが、固定相場制の維持には必ず通貨危機の可能性があります。将来、途上国はどのような為替制度を採用するのでしょうか？

【答】

東アジアの途上国の為替制度は、短期的には外為市場の混乱が続くので現在の変動相場を続ける必要があるが、その後中期的には為替リスク回避を第1に考えた通貨バスケット（貿易のウェイトに従ったドル、円、ユーロの比重をもつ）・リンクに移行するのではないかと考えられる。そして長期的には、EUがマルク圏を形成した後に共通通貨「ユーロ」を導入したように、円圏を形成した後にアジア共通通貨を導入するのか、それとも直接にアジア共通通貨を導入するのか、どちらかの道をたどると考えられる。

坂本 正（熊本学園大学）

変動相場へ移行すれば、資本移動による通貨危機はおこらないと考えてよいのでしょうか？

【答】

変動相場では通貨危機のような突然の為替相場の暴落はおこらないが、短期的に

はボラティルな為替相場の動きにまた中期的にはオーバーシュートによるミスプライメントに悩まされる。さらに、変動相場は金融自由化・国際化を必然的に伴うことから、長期金利の変動が固定相場下と比較して頻雑にまた大幅におこる。つまり、小国の途上国では、変動相場は「尻尾が犬を振り回す」状態になりやすいと考えられる。

藤田 誠一（神戸大学）

もし国際資金が効率的に移動していると考えれば、グローバルな効率的な資源配分を実現していると考えられるのではないのでしょうか？もしそうなら、資金が流出することは流出国の側に何らかの問題が発生したのでありその意味ではファンダメンタルズの変化による資金流出だと考えられます。タイ、メキシコについて自己実現的な投機が原因とは言えないと思います。

**[答]**

国際資金移動は国際金利差または収益率格差の存在によって引き起こされるが、信用リスクと為替リスクが考慮されなければならない。しかし、固定相場を採用する途上国の場合、為替リスクがなくなるので、信用リスクの評価だけとなる。途上国では実質金利が高すぎるので、採算の合う投資対象は少なく限られてしまう。東アジア諸国のように、経常赤字を上回る資本輸入が継続すると過剰投資となり、高い実質金利に見合う生産的投資が減少して不動産投資や株式投資に向かわざるを得ないのである。やがてファンダメンタルズに問題が発生し、信用リスクだけでなく為替リスクも顕在化する。その結果、外資が流出する。これは資本輸出国の側での信用リスク評価の不充分さに基づく非効率な資金配分であると考えられる。

深町 郁彌（熊本学園大学）

「ドル本位制」の「国際通貨システムの管理能力」の喪失とそのもとの「金融のグローバル化」とはどのような関係にあるのでしょうか？

**[答]**

変動相場下の「ドル本位制」は、国際通貨システムの基本的機能である国際収支の調整問題や国際流動性の調整問題を為替相場の変動と国際資本市場でのファイナンスによる解決をめざしたものであり、調整問題をすべて市場にゆだねるという意味で「システムの民営化」によって運営しようとするものであった。しかし、80年代後半以降、アメリカが債務大国に転落したことによって、基軸通貨国が資本輸出国になって安定的な国際資金循環を維持するといった中心国の責任を果たせなくなった。

アメリカは経常赤字を上回る資本輸入を行うことによってはじめて国際資金循環の中心国となることができ、国際通貨システムの管理能力を確保できる。そこでアメリカは、80年代は先進諸国、90年代は途上国諸国に金融の自由化・国際化を実施させることにより、各国証券市場とニューヨーク証券市場を直接統合させて世界中からの資本輸入ルートを確認しようとした。これがアメリカの側からみた金融のグローバル化の意図である。

だが、アメリカの資本輸入ルートが細ったり、途絶えたりすると、世界（特に途上国）は資金不足に陥る。なぜなら、国際資金循環の中心はまだアメリカであり、日本やドイツは直接投資以外のFPI（株式、債券、銀行融資といった対外ポートフォリオ投資）や短資移動においては途上国への独自の資本輸出ルートを構築していないからである。それゆえ、日本やドイツは対米資本輸出を通じてしか対途上国資本輸出を行うことができないのである。ドイツはEUを内部においては資金循環ルートを構築しているが、日本はそれに対抗するようなものをアジアにおいてすらもっていない。

このような国際資金循環は不安定な構造である。過度なドル高（84～85年、97～98年）の場合にはアメリカが資金を吸収し過ぎるし、過大なドル安（86～88年、94～95年）の場合にはアメリカに資金が集まらない。どちらの場合でも世界（特に途上国）に資金不足が発生し、通貨危機を招く。

その他にも多くのご質問をいただきましたが、紙幅の都合で割愛させていただきます。ありがとうございました。

# 擬制資本と信用恐慌

## —大恐慌期における現実資本と貨幣資本の価値破壊—

小林 真之  
(北海学園大学)

### I. 問題意識と課題

管理通貨制下における現代資本主義でもやはり銀行恐慌は起こり得ないと思われてきたが、バブル崩壊以降の日本では巨額の不良債権を抱えた銀行の信用不安は預金取付と銀行倒産現象を生み出している。銀行救済と公的資金の導入をめぐる政策論争が展開されているが、預金の公的保障を組み込んだ現代の信用制度と世界市場における競争原理の復位という相対立する二つの命題が銀行救済政策の展開を複雑にする背景にあるといえる。

本報告の課題は公的政策を要請するほどに経済的・政治的対立が先鋭化していた1929年大恐慌期のアメリカを素材にして、独占段階における信用恐慌の具体的形態を検討することである。とりわけ信用恐慌を媒介にした現実資本・貨幣資本の価値破壊と公的政策の関連に焦点をあてることにする。

### II. 信用恐慌・擬制資本への従来の接近

株式会社は現代の産業・銀行大企業がとる主要な会社形態であり、資本主義の運動は信用・擬制資本の運動を不可欠の一環とする景気変動の過程

として展開され、それは終局的に信用恐慌という形態をとって、過剰現実資本と過剰貨幣（擬制）資本の整理・淘汰がなされる。以下では擬制資本と信用恐慌に関する従来の研究を簡単に振り返ってみることにする。

### 1. 信用恐慌への接近

恐慌の必然性をめぐっては従来から、賃金上昇→利潤率低下の関係を重視する見解（資本過剰説）と消費の限界を重視する見解（商品過剰説）の二つが対立してきた。資本過剰説では恐慌を現実化させる契機として信用恐慌（利子率→利潤率）が重視されてきたが、実現論（商品販売の停滞→信用還流の遅延）を抜きにして利子率上昇を説得的に展開し得ない、と言う難点を克服し得ていない。他方、商品過剰説では商品実現の困難から利子率の上昇を説くことができるものの、議論が恐慌の必然性をめぐってなされたため、信用恐慌を媒介にした現実の恐慌過程の分析が軽視されてきた。また個別資本の「競争と信用」の論理次元で展開される恐慌論はあくまでも国際関係を捨象した抽象的な恐慌論であり、現実の恐慌論は資本主義諸国をその構成部分とする世界市場の場において、世界貨幣＝金の各互発射→利子率上昇→国際信用恐慌として展開されるべきである、というのが論争の重要な含意であり、そうした「プラン」の方法を踏まえた国際信用恐慌の研究は残念ながらきわめて数少ない。

次いで20世紀の独占資本主義下の恐慌に関しては、独占大企業の支配にともなう景気循環の変容として論理が展開されているものの、大企業における株式会社の普及と信用恐慌との関連に言及されることは少なく、1930年代の管理通貨制と信用恐慌の関連に論理が飛躍している。つまり資本過剰説では名目貨幣の創出による実質賃金の低下→利潤率の上昇として、また商品過剰説では政府のスベンディング政策による有効需要の創出→中央銀行による国債買オペ→インフレとして基本的論理が展開され、いずれも資

本蓄積の名目的側面が強調されている。インフレーションは現代資本主義の重要な一側面であり、それを強調することは妥当とは言え、資本価値破壊の現代的形態の追求といういま一つの重要な側面を欠落させていたことは、信用恐慌論の展開としては片手落ちといえるだろう。

## 2. 擬制資本への接近

株式擬制資本には3つの接近方法が考えられるが、これまで信用論研究者が主要なテーマとしてきたのは株式資本の利子生み資本（レントナー資本）としての側面である（第一の接近）。株式会社の資本動化を可能とするためには株式流通市場が不可欠であり、そのことを信用制度の側から見れば、株式を購入する利子生み資本の存在（金融市場）が株式会社を支えていることになる。金融市場論視角はコール・手形市場から株式市場へと分析対象を拡大させることにより、利子生み資本の概念を商業銀行の領域から外延化・豊富化させたという功績を指摘できるであろう。だが他面では株式（リスク性資本）と債券・預金（安全性資本）の違いが看過され、また金融市場という媒介項をもうけることにより金本位制から管理通貨制への移行の必然性を説くという積極的意図とは異なり、株式市場から債券市場（→中央銀行による国債買いオペ）への論理には依然として断絶がみられる。

擬制資本への第二の接近は議決権＝会社支配権をめぐるものである。株式会社の支配機構は専ら会社内部の問題として取り扱われ、信用論の側からは大株主の会社支配を与件として、中小株主のレントナー化と株式市場を媒介にした株式会社からの退出・参入として説かれてきた。このことは従来信用論が擬制資本を静態的に取り上げ、信用恐慌という動態的過程のなかで論じられることがなかったことを反映している。擬制資本の動態的扱いは株式市場における株価の騰落と所得の再分配として議論されてき

たにすぎず、会社支配権の移動という側面にまで及んでいない。

擬制資本の第三の接近は利潤（利子）を生むために機能している現実資本（設備・在庫）あるいは擬制的利子生み資本（貸付・投資）と対比される自己資本（資本金+剰余金）の問題である。産業企業では高い自己資本比率は固定経費（利子）の軽減と経営の安定性をもたらすものとして位置づけられる。他方、銀行企業では一覽払い債務である預金でもつて債権を取得するため、預金債務に対する現金準備（支払準備率）の視点がこれまで重視される傾向があり、株式銀行資本に言及する論者は少なかったといえる。そうしたなかで銀行資本に論及した従来の見解は大きく二つの系譜に分かれる。一つは株式資本を運用銀行資本と区別される経営銀行資本として位置づける見解である（高木暢哉、川口慎二氏）。原理論における銀行資本の必然性をめぐる宇野派の議論においても、銀行資本を「流通費用」の自立化したものとして把握されており、その意味で先の見解とほぼ同一の内容となっている（大内力、日高晋、岡本磐男氏）。第二は固定資本信用を供与する運用銀行資本として位置づけるヒルファアーディングの特異な主張であり、貨幣資本→銀行株式資本→産業株式資本→生産資本、という独自の金融資本概念に連なる論理の一環を担っている。このように銀行企業における自己資本問題は個別資本の視点から銀行信用を論じた研究者により取り上げられてきたが、その問題意識の違いから、信用恐慌と株式擬制資本との関連にまで論は及んでいない。

### Ⅲ. 大恐慌期の信用恐慌と減資政策

次に1930年代の大恐慌の進展のなかで擬制資本が示した運動を具体的に検証し、株式資本＝自己資本問題の位置づけを考えることにする。

## 1. 現実資本の価値破壊

利潤率（現実資本）が債務の元本・利子支払（貨幣資本）をなす水準以下にまで下落すれば、債務支払不履行→企業破産が生ずる。1930年代信用恐慌の特徴は、大企業の債務は主に社債からなっており、債務不履行の影響は債券価格の下落→投資家の資産価値の減価として現れていたことである。企業破産は清算および再編の形態を通じて過剰現実資本の整理・淘汰という役割を遂行するのであるが、1934年の連邦破産法の修正により、破産企業の動向は清算よりも再編の方向に向けられることになる。だが企業再編においても現実資本の整理・淘汰（利潤率の上昇）と債務削減（利子負担の軽減）が併せて行われるのが一般的であり、その意味で市場からの完全脱落を意味する企業清算と並ぶ現代の価値破壊の主要形態といえる。債務不履行となった企業はニューヨーク上場企業の17.6%（122社）を占めており、そのうち87社が再編され、新たに資本運動を開始している。

また企業再編における債務削減に随伴して行なわれる企業支配関係の変動にも注目すべきである。これは債権を切り捨てられた見返りとして社債権者が受け取る普通株、あるいは普通株の新旧交換を通じてなされる旧株主の地位低下（→完全廃棄）としてなされ、新会社における社債権者の支配株主への転化（社債→普通株）が生ずることになる。つまり資本活動は継続されたとはいえ、会社の支配権は信用恐慌の渦中において大きな変容を被っていたのである。

大恐慌期の第二の特徴は、現実資本の整理のために普通株の減資がかなり広範に大企業により採用されていたことである。つまり現実資本の過剰は一面では好況期に蓄積された利益を放出することにより整理されるが、競争力の低下した企業にあっては過去の蓄積では処理し得ず、普通株資本の減資により創出した剰余金で整理することを余儀なくされる。減資政策の第一の契機は優先株配当の延滞であり、そうした企業（120社）のうち



59社が減資政策を余儀なくされていた。また減資政策は証券取引税の節約・その他公的政策を契機としてなされており、そうした単独減資企業は123社に及んでいた。これにさきの債務不履行に伴う普通株資本の変更をも含めれば、大恐慌期の現実資本の価値破壊のかなりの部分は普通株資本を食い潰すことにより遂行されていたといえる。

## 2. 貨幣資本の価値破壊

現実資本の蓄積は貨幣資本（信用・証券）を媒介してなされるとすれば、恐慌局面における現実資本の価値破壊もまた信用恐慌を媒介にして現実化することになる。1920年代の大企業は主に内部資金・社債発行に資金調達を依存しており、大企業と銀行信用との直接的な貸借関係は希薄であった。したがって商業銀行の資金運用は証券あるいは不動産という擬制資本に大きく依存することになり、大恐慌期の利潤率下落は擬制資本価格の低下を通じて銀行資産の質的悪化をもたらすことになった。債務不履行の比率が高かったのは鉄道債・外債であり、前者は当時の機関投資家の主要資産を構成していたが故に、その影響は大きかった。また不動産担保融資に傾斜していた銀行には、農業地方の地方銀行だけでなく、中西部地域（シカゴ、デトロイト、クリーブランド）及びロス・アンジェルス等の都市部の大銀行も含まれていた。

他方、不況の進行に伴う企業・個人による預金引出は銀行による資産の強制売却と貸付の抑制・回収（「貸渋り」現象）を招き、支払手段の欠乏した産業企業の破産と証券価格の下落（→利子率の上昇）を招く事になる。個別銀行の支払準備を確保しようとする動きは企業破産と証券価格の下落を媒介にして他銀行の資産内容を悪化させることになり（銀行恐慌）、かくてデフレ・スパイラルの過程が進行することになる。信用恐慌によるそうした資本価値破壊の過程を阻止するため政府によりとられた政策は、①証

券評価基準の修正、②グラス＝スティーガル法による国債担保発券の許容、③RFCによる開業銀行への優良資産担保による融資、④鉄道企業へのRFC融資、であった。

だが担保適格資産を喪失した銀行は預金支払に対応し得ず、最終的には銀行破産に追い込まれることになる。破産銀行の一部は営業を再開しえたものの（国法銀行＝10%、州法銀行＝15%）、その多くは清算を余儀なくされている。破産銀行の債権者（預金者）は破産管財人から預金の65%程度の払戻しを受けているが、その原資は資産の強制的整理と株主の追加出資によっていた。資産の強制的整理は不良債権のみならず、正常資産においてもなされるため、信用の連鎖関係及び証券価格の下落を通じて取引産業企業及び銀行企業の連鎖倒産を招く契機となる。また国法銀行制度は株主の二重責任（Double Liability）制度を採用しており、株主は債権者を保護するために追加出資の義務を負っていた。だが現実には追加出資の義務を履行した株主は30%に満たず、それは預金者への払戻し額の9%を占めるにすぎなかった。このように銀行恐慌期の過剰信用整理は主に株主（株式資本の廃棄）・預金者（預金の減価）の私的負担のもとで遂行されていた（I. 銀行清算の場合）。

ところが1933年3月の緊急銀行法の通過により、破産銀行の処理は清算から再編に流れを大きく変えていく。旧銀行の正常資産のみが他銀行（合併の場合）、あるいは新銀行に移管され、不良資産は旧株主・預金者の負担のもとで整理されることになる。ここで問題となるのが新銀行に移管される正常資産に対応する預金の現金化、及び新銀行への資本金拠出であり、かくて公的政策が新たな形態で登場する。前者についてはRFCが閉鎖銀行への融資を認められることにより、新銀行における預金の現金化が可能となる。また後者については、銀行株価の低迷している状況においては新規株式の公募は不可能に近いと見られ、株式の出資者として想定されるのは旧株

主と旧預金者であり、旧預金者は解放される預金の一部を強制的に株式に転換させられる場合が多かった（預金債権→株式）。だがそうした再編銀行は連邦預金保険に加盟する条件として自己資本比率10%（自己資本/預金）以上を維持することが義務づけられたため、RFCに優先株・資本ノートを売却して、そうした条件を満足させることになる（Ⅱ．銀行再編の場合）。

さらに注目すべきは、RFCによる公的資金は閉鎖銀行の再編にとどまらず、存続銀行の資本金拡充のために注入されたことである。RFCによる公的資金投入は、第一に連邦準備制度非加盟銀行のFDICへの加盟条件（自己資本比率規制）の達成のためになされている。FDIC加盟申請時点における非加盟銀行（7456行）の自己資本比率をみれば、10%の条件を満たしている銀行は全体の65%にすぎず、5%以下の銀行は20%も存在していた。これはそうした弱小銀行が多額の不良債権（worthless+doubtful）を有していたことを反映しており、それは資産総額の10.5%に及んでいた。また公的資金は弱小銀行だけではなく、大銀行にも注入されていた。つまり連銀加盟大銀行においても不良資産の償却を余儀なくされており、貸付資産の損失は32～34年に4億ドルを超過していた。そうした不良資産償却は営業利益を消失させる規模のものであり、ニューヨーク大銀行を始めとして、多くの銀行は償却の財源を減資剰余金に求めることになる。公的資金は減資政策の採用により低下した自己資本比率を回復させるために投入されている。かくてRFCの金融機関への資金注入の性格は33年を境にして大きく変化し、銀行融資は10億ドルをピークに減少していくのに対し、優先株・資本ノートの購入という資本金充実のための公的資金投入が34～35年に9億ドル台にまで急増していく。

以上見てきたように、大恐慌期の大きな特徴は、産業企業・銀行企業を問わず、あらゆる領域の企業において減資政策が広範に実施されていたことである。産業企業において普通株の単独減資を実施していた企業は123

社、銀行企業（資産1000万ドル以上）は131行であり、ともにサンプル企業の18%を占めている。産業企業と銀行企業の大きな差違は、後者において公的な資本注入を伴ったことであり、そこに銀行企業の公共的性格が反映されていると見る事が出来よう。減資政策は信用恐慌の過程で株式大企業により不稼働資産あるいは不良債権を償却するさいにとられた政策であるとともに、社会総資本の見地からすれば、現実資本および貨幣資本の価値破壊が資本金の次元にまで波及するほどに深刻なものであったことの証左となろう。1930代の大恐慌期は本格的に自己資本比率及び預金の公的保障問題（連邦次元）を政策的議論の俎上に載せたが、今また装いを異にしながらも、同じ問題が再び登場しているところに現代の銀行大企業（資本主義）のかかえるリスクの増大をみる事ができる。

### 〈質疑応答〉

小野 朝男（和歌山大学）

バブルとは何か。景気の過熱（オーバーヒート）か、インフレなのか？それはなぜ、いつ発生したのか [3者共通]。

【答】

株式市場のバブルに関して言えば、株価を支える利潤的基盤が喪失したにもかかわらず、依然として株価が上昇する状態と規定出来る。20年代末のアメリカ株式ブームにおいては投機的要因が一般的に強調されているが、28～29年に増配、株式配当、株式分割などの形態で利潤が株主に還元されており、そのことが投資家の利潤期待を高めていた。だが29年6月頃には投資家の市場からの資金流出が生じており、それ以降の株価上昇は投機によりもたらされたといえる（投機の自立化）。

掛下 遼郎（松山大学）

20年代と現代のバブルの形成には、理論的・歴史的に何か重要な違いがあるのでしょうか。現代の商業銀行を中心とする金融機関の業務内容変化と関わらせて質問します。[3者共通]

**[答]**

20年代末に機関投資家として投資会社が登場してきたものの、20年代の株式投資の主要な担い手は富裕な個人投資家であった。商業銀行は預金として集積されてきた余剰資金をブローカーズ・ローンとして提供することにより、株式投機のための資金を提供していた。他方、現代では機関投資家が株式所有と売買の中心をなしており、とりわけ個人の非営利性の貯蓄がリスク性の株式投資の経路に流れ、そのことが個人金融資産に占める商業銀行預金のシェアを大きく低下させている。

**紺井 博則 (國學院大學)**

1. 「バブル化」・「バブル経済化」と表現する場合、何を指標（基準）として捉えているのか
2. 「バブル化」という問題は景気循環論上の局面（好況→好況末期）の問題としてとらえるのか、あるいは各国の金融システム・金融市場論レベルの構造としてとらえるのか？ [3者共通]

**[答]**

現代の経済問題は一国の金融市場レベルでは捉えることが出来なくなっている。世界経済次元における実物経済的関連（直接投資→貿易）の行き詰まりを基礎に踏まえた上で、国際金融市場における資金移動→各国の金融市場への影響として考察すべきであると思われる。もちろんその際には各国固有の金融システムの問題が反映されてくることになろう。

**建部 正義 (中央大学)**

現在の我国の信用不安をどのように認識されておられますか。信用恐慌、金融パニック、金融危機、のいずれでしょうか？またそのメルクマールをどの点に求められますか。[3者共通]

**[答]**

現代日本の信用恐慌は企業段階における信用連鎖の切断→連鎖倒産の次元から、より社会的信用を体現した銀行の信用不安→銀行倒産の次元にまで発展していると考えられる。その意味で信用恐慌が金融パニックの次元に発展しているが、政府の銀行救済政策（セーフティ・ネット）が銀行の連鎖倒産を阻止している状況と考えている。

**伊藤 武 (大阪経済大学)**

貴兄においては恐慌論と信用恐慌論はどのような関係にあるのか。また現実の恐

慌は「資本主義諸国をその一構成部分とする世界市場の場で国際信用恐慌として展開」するといわれるが、その現代的形態をどのように考えられていますか。兌換制下の1929年恐慌と現代の金融危機を、類似性はあるにせよ、同じように論ずることが出来ますか。

【答】

恐慌論は現実には信用恐慌論として展開されるべきであると考えます。そうした考えに立てば、「プラン」における個別資本の「競争と信用」次元で展開される恐慌論は「プラン後半」の展開を前提にした抽象的な信用恐慌論にとどまる。封鎖経済のもとでは基本的には利子率の上昇を説明し得ないからである。したがって現実の恐慌は<金移動→利子率変動>が展開される世界経済の場で、国際信用恐慌→世界恐慌として展開されるべきであろう。

小野 英祐 (国士舘大学)

1. 資本過剰説においてもく過剰人口の枯渇→部門間不均衡の是正不能→一部部門の商品価格と利潤の高騰→商品の投機的買付とその破綻→商品販売の停滞と「資本還流の遅延」→利子率高騰・信用引締と企業・銀行の連鎖的倒産>として、利子率上昇を説いているのでないか？

2. 株式会社と信用恐慌の関連について言及されることが少ないとされるが、ヒルファーディング及びそれを踏まえた諸説が散見されるのでないか？

【答】

1. 宇野派恐慌論においては部門間不均衡は基本的に資本移動によって調整される論理構造となっているのでないのか。「資本還流の遅延」を商品投機により説明されようとしているが、やはり利子率上昇を説くには無理があると思われる。

2. ヒルファーディングは株式企業のもつ特質に注目し、独占段階における信用恐慌論を展開した先駆者といえる。だがその後継者、あるいは本信研においてヒルファーディングの提起した論点をその全体像において継承し得たかとなると疑問であり、擬制資本(株式資本)と信用恐慌の関連については残された課題が多いといえるであろう。

木村 二郎 (桃山学院大学)

1933年3月を底にして、工業生産・GNPともにかなり急速な回復を米経済はとげたのですが、どういう意味で大恐慌期の資本の「自動回復力の喪失」といわれるのか？

【答】

従来、大恐慌期に資本の「自動回復力の喪失」という場合、政治的・階級的関係

が資本価値の全面的破壊を許容しえなくなる、という意味で使用されていたと思われる。だが「自動回復力の喪失」の経済的内容については、議論が余り詰められておらず、そのことが現代の経済分析（政策の評価）に不満を残す原因となっているのではないか。大恐慌期の問題についていえば、工業生産・GNPのようなフローの問題とともに、資本設備、金融資産のようなストックの問題をも考慮して、総合的に評価する必要があるだろう。

深町 郁彌（熊本学園大学）

貨幣資本の過剰という場合、現実資本価格総額あるいは貨幣資本の時価総額を越えるという意味においてですか？

〔答〕

貨幣資本の過剰とは「現実（貨幣）資本価格総額」を越えるという意味で使用していない。現実資本の蓄積を媒介するのは貨幣資本（信用・擬制資本）の蓄積であるのだから、資本蓄積の過程では両資本は並行して名目的に増減すると考えられる。したがって「過剰」という概念は社会総資本的な価値規定との関連で把握され、信用恐慌の過程では過剰現実資本→過剰貨幣資本の価値破壊が相互規定的に進行することになる。

平岡 賢司（熊本学園大学）

貨幣資本の価値破壊と関連して、RFCによる公的資金の注入について議論されましたが、信用恐慌時において連邦準備（FRB）がどのような対応策をとったのかについてご教示下さい。

〔答〕

1931年のヨーロッパの金融恐慌の進展につれてアメリカからの短期資本流出→金流出が激増していったが、連邦準備制度はその発券規定（40%金準備+商業手形の割引）の故に、信用収縮を阻止する政策を取ることに大きな制約を課せられていた。そのため商業銀行は預金引出しの増加に対応して、第二線準備である国債を売却することを余儀なくされるが、国債価格の下落は商銀にキャピタル・ロスを招き、公信用の動揺をもたらすことになる。1932年2月のグラス・スティーガル法は国債を発券担保として許容することで、連銀に大量の国債買いオペを可能とし、信用デフレの一層の深化を妨げる役割を果たしている。

吉田 暁（武蔵大学）

減資は破綻（に近い）企業・銀行を整理・再建する場合、実態に合わせてバランス・シートを調整する会計的な手法であり、かつ新旧株主（再建の場合、新資本の

注入が不可欠)間のバランスを取る手段であって、「政策」といえるようなものではない。

また減資剰余金(差益)は帳簿上瞬間にあらわれるものであって、ニュー・マネーではない、と考えるが如何。

**【答】**

減資剰余金により不良資産の償却を行うことは帳簿上の操作であって、ニュー・マネーの供給ではない、という点は同感である。

だが減資政策には支配株主の利害=意図が反映されていることに注目することも、重要な論点であろう。それは債務不履行→企業破産の場合の処理と比較すれば、事態は明確に成る。つまり企業破産の場合には旧株主の地位は低下し(最終的には廃棄)、経営陣が交替するのが一般的である。だが30年代の減資政策にあっては、旧株主(支配株主)の利害が温存されたまま、減資剰余金で不良資産を償却し、新規資金を公的・私的に調達する事が行われている。私的資本による銀行新株発行は株主引受けでなされ、その限りでは株主間の比例的持ち分関係に変化が見られない。そうした実態を踏まえれば、30年代の減資政策は支配株主の利害関係が強く反映されているという意味で、減資「政策」と言えるのでないだろうか。



## バブルと恐慌

### —日本のバブル発生過程を中心として—

一ノ瀬 篤

(岡山大学)

共通論題は巨大に過ぎるので、報告を「日本におけるバブル形成のプロセスもしくはメカニズム」に絞る。筆者はすでにバブル形成過程に関する従来の代表的諸説を吟味しているので<sup>1)</sup>、その点の詳述は避ける。本報告では従来諸説に欠けていた、バブル形成期における為銀の短資取り入れの分析に力を注ぐ。

バブル形成過程における為銀短資取り入れの動向を分析することによって、バブル本格化段階に生じている「一見した場合の矛盾的现象（パラドックス）」（後述）も解明可能と考える。【本稿では報告当日用いた統計表の大半は割愛】

#### (1) バブル形成の初期段階：円転規制撤廃からプラザ合意まで

バブル形成の初期段階、すなわち円転規制撤廃（1984年6月）からプラザ合意（1985年9月）までの時期を、以下では「第1期」と呼ぶ。計数上は1984年第3四半期初めから85年第3四半期の終了まで（15か月）とする。報告者は株価については、すでに1984年からバブルが発生していると見る<sup>2)</sup>。ここでは84年からの株価高騰がバブルであるか否かの議論は省くが、2年続いて日経平均株価が20%近く上昇するのは、戦後日本経済史では稀有の事態であり<sup>3)</sup>、83年の19%上昇に続く84年の20%上昇はこの意味で異常であった。85年にはさらに19%上昇し、異常度は極めて高くなった。証券取

引所上場株式時価総額のGNPに対する比率は84年にすでに56.1%という史上最高値（従来のは最高値は1972年の52.3%）を記録しているが、85年には61.8%に達した<sup>4)</sup>。

株価高騰の基礎に企業利益の漸次的上昇と利率の漸次的低下があったことは、疑いを容れない。景気は第二次石油危機による低迷が82年に底に達し、83年からは回復に向かっていった。「主要企業経常利益」は、82年の4.97兆円のボトムから、83年6.12、84年7.64兆円へと、順調に回復した<sup>5)</sup>。

長期利率（10年物国債利回り：月末値平均）は、82年の7.6%から、83年7.4%、84年6.5%、85年5.9%と順次低下している。コール・レート（日次値の年中平均）も、82年の6.9%から83年6.4%、84年6.1%、85年に少し上昇して6.5%となったが、86年には大幅に低下して4.8%となっている<sup>6)</sup>。

第1表 国際収支動向：1980-90年 （億ドル）

年	経常収支	長期資本収支	短期資本収支	誤差脱漏	総合収支	金融勘定	
						外貨準備増減	その他
1980	-107	23	31	-31	-84	49	-133
81	48	-97	23	5	-21	32	-53
82	69	-150	-16	47	-49	-51	2
83	208	-177	+0	21	52	12	39
84	350	-497	-43	37	-152	18	-170
85	492	-645	-9	40	-123	2	-125
86	858	-1,315	-16	25	-448	157	-605
87	870	-1,365	239	-39	-295	392	-688
88	796	-1,309	195	28	-270	162	-452
89	572	-892	208	-220	-333	-128	-205
90	358	-438	215	-208	-72	-78	6

（出典）日銀『経済統計年報』平成5年、330-331頁

しかし、このようなモデラートなファンダメンタルズの変化のみで、上述した84年、85年の異常な株価高騰を説明するには、無理がある。86年以降の一層の急騰にも共通する他の重要要因があるのではないか。国際収支に目を転ずると、83年以降85年に至るまで、次の現象が目につく（第1表）。

- ・ 経常収支の大幅黒字
- ・ それを上回る規模の「長期資本」流出超過
- ・ 84年からの「金融勘定」の「その他」における巨額のマイナス値  
（為銀短資の取り入れ超過）

一見したところ、経常黒字を上回る長期資本輸出が行われたので、その原資確保のために、為銀が海外から短資を取り入れたに過ぎないように見える。果たして事態はそれにとどまるのか。

再び株式市場に目を向けよう。第2表を見ると、84年以降株式の「買い」に回った主勢力は法人部門のうちの「全国銀行」<sup>7)</sup>であることが明白である。株価を上げた「立役者」は全国銀行であった。第2表は金額ベースになっているが、株数ベースで見ても、84年から全国銀行の買い越しが同様に飛躍的に大きくなっている（株数については第2表と同じ【年報】参照）。さらに、全国銀行の中で主な買い手は信託銀行（特金・ファントラー以下ではTFと略記一が主体）であったこともほぼ確実である<sup>8)</sup>。

ところで、何故84年以降、全国銀行の株式買い越しが驚くほど増加しているのだろうか。第一の原因は前述したファンダメンタルズの良化による株価上昇であろう。TFの資金拠出者は株価上昇気流に乗ってキャピタル・ゲインを掬い取ろうとした<sup>9)</sup>。しかし、「飛躍的」増加の原因としては、これだけでは弱い。質的には同じ事に帰着するが、第二の原因として、資金源の拡大を挙げるべきだろう。すなわち、海外からの資金流入が、飛躍的増加のより重要な鍵と思われる。

第2表 投資部門別株式売買代金（差引代金ベース）の推移（100億円）

総合証券売買代金								
		自己	委託	「委託」の内訳				
				法人		証券会社	個人	外国人
				内全国銀行				
1981	21	-3	24	61	24	-5	-42	11
82	33	-4	37	52	25	0	-33	18
83	54	-4	58	73	46	-1	-86	73
84	1	-12	13	212	115	-2	-6	-192
85	53	-16	69	258	153	-8	-94	-87
86	53	-18	71	638	426	-10	-178	-379
87	-23	-101	78	927	559	2	-131	-719
88	150	-195	345	691	417	-15	-335	5
89	111	-382	493	935	541	-11	-266	-165
90	38	-44	82	192	-120	7	137	-255

（出典）東京証券取引所『証券統計年報』1996年、206-209頁

84年6月には円転規制が撤廃された。この結果、為銀（以下、個々の為銀ではなく、部門としての為銀、つまり為銀全体を念頭に置く）は直物ベースの持ち高規制から解放されて、直先総合持ち高をスクエアにしておけばよいだけになった。したがって、海外短資を取り入れてこれを自ら円転しても、直物で売り持ちとなった分は、商社などを相手として先物で買いを建てておくことによって、規制に抵触しない形になった。逆に言えば、為

銀としては短資を取り入れて、これを国内で運用することが容易になった。第1表を見ると、84年から「金融勘定」の「その他」が急増しているが、これは6月からの円転規制撤廃が効いていると見てよい<sup>10)</sup>。「第1期」の15カ月間（1984年7月－85年9月）では、為銀の短資取入れ額は円換算で約4.5兆円の巨額に達している。

では「第1期」において、為銀が短資取入れを増加させている「積極的」誘因は、何であったのか。誘因は、この時期と「第2期」以下の時期とでは、異なっている。この時期には、円高期待は強固ではなかった。しかしこの時期、アメリカ（→ユーロ）短期金利とアメリカ（→ユーロ）長期金利に大きな差（2.2-2.5%）があった<sup>11)</sup>。為銀はこれを利用して、短期借り・長期貸しを行い、利ザヤを稼ぐことができた。これが第一の誘因である。この時期には、後続諸時期と異なり、為銀自らの対外証券投資が大いに増加（約2.8兆円）している<sup>12)</sup>。いわゆる「外・外」投資である。しかし、この誘因は円転規制撤廃によってはじめて生じた、とは言いがたい。円転規制下でも生じうる性格のものであった。たまたまこの時期、アメリカの長短金利差が相当に開いたため、と言うべきだろう。

第二の誘因は、まさに円転規制撤廃によってもたらされた。為銀は取り入れた海外短資を自ら円転してこれを資産市場（とくにTF）に投じることが出来るようになった。この場合、直物では売り持ち（資金ポジションでは外貨過剰）になるが、前述のように、円転規制撤廃後は、これを商社などを相手方とする先物買いで相殺しておけばよい（総合持ち高でスクエア）。また、自ら円転せず、一般企業にインパクト・ローン（以下ではILと略記）で貸し出した場合でも、円転規制撤廃後は、後続諸操作の融通性が高まる<sup>13)</sup>。そのために為銀は企業からの資金需要がある限り、取り入れに積極的となる。企業は借り入れたILを円転してTFに運用できる。（ILについては、後述）

以上（第二の誘因）を要するに、円転規制撤廃によって為銀・一般企業が外国から短期資金を借り入れて国内資産市場に投資することが容易になり、これが折からの株価高騰を承けて積極的に行われ、それがまた株価高騰を生む、という循環現象が生じるようになった、ということである。

実際には、この「第1期」には、為銀の取り入れた海外短資（約4.5兆円）の最大部分は前記（脚注11に対応する箇所、参照）のように為銀の対外証券投資の原資となり（約2.8兆円）、残り1.7兆円の大半は、為銀自らの円転によってTFに流れたと見てよい<sup>14)</sup>。

第3表を見るとこの「第1期」においては、信託銀行の金銭信託・金外信託（主体はTF）の増加分に占める「全国銀行」のウェイトが他の時期に比べて著しく高い。「その他」部門（一般企業、他）によるTF預託は僅少である。この時期、後に見るようにILも大いに増えたが、企業はまだこれをTFにはあまり運用していない。他方、生保はこの時期、まだ銀行からILの取り入れを認められていない<sup>15)</sup>。

さて、TFもまた84年から急増しはじめた<sup>16)</sup>。84年からの急増はいわゆる簿価分離が原因とは言えない。企業や個人が直接に株式を買わずに特金・ファントラを通すようになった理由は簿価分離であるが、この会計措置は80年のことである。「84年から」特金・ファントラが激増した理由には、84年9月から生損保に対して株式特金を認めた、等の事情もある<sup>17)</sup>。しかし上に述べたように、海外短資が為銀によって円転されてTFに投じられ、これが84年からの「全国銀行」（特に信託銀行）の巨額買い越し（脚注8、参照）につながったという事情を重視すべきだろう。

第3表 TFの成長とその預託者 (億円：フロー)

	金銭信託 + 金外信託	全国銀行	生命保険	信用金庫	その他
第1期 (15カ月: 1984.7- 85.9)	55,588  (3,706)	11,980  (799)	20,317  (1,354)	18,493  (1,233)	4,798  (320)
第2期 (18カ月: 1985.10 -87.3)	178,074  (9,893)	13,839  (769)	35,742  (1,986)	30,095  (1,672)	98,398  (5,467)
第3期 (21カ月 1987.4 -88.12)	184,042  (8,764)	24,603  (1,172)	29,234  (1,392)	19,488  (928)	110,717  (5,272)
第4期 (12カ月: 1989年)	126,789  (10,566)	1,880  (157)	15,050  (1,254)	1,287  (107)	108,572  (9,048)

(出典) 日銀『経済統計年報』各号 ( ) 内は1カ月当たりの数値

(2) バブルの膨張（本格化段階）その1：プラザ合意からルーブル合意まで

以下では、プラザ合意（1985年9月）からルーブル合意（1987年2月）までの時期を「第2期」とする。計数上は、1985年第4四半期ははじめから87年第1四半期終了までの18か月で代置する。「第2期」はバブル本格化の第一段階である。

株価の対前年上昇率は86年30.5%、87年41.7%、88年16.3%、89年26.0%と、驚異的な高騰を記録する。4年連続の年率ほぼ20%を超える上昇が、戦後経済史における新記録であることはいうまでもない。83年から起算すると、実に7年連続して年率20%内外の上昇が続いていることになる。少なくとも現時点からみると、異常の極みの感がある。

地価は、すでに83年から東京の都心部商業地で顕著な上昇が始まっていたが、3大商工業圏全体で異常上昇が始まったのは、86年からと見てよい。

83-85年、とくに84-85年から助走的上昇を始めていた株価が、なぜ86年から「本格的に異常」な上昇に転じたのか。地価が急騰しはじめたのは、何故なのか。以下では、(1)におけると同様、海外短資の流入に焦点を当てて考察する。

#### ①ILの急増

第4表を見ると、ILが86年以降、爆発的に増加していることが分かる。先に見た第1表の「金融勘定」の「その他」（為銀短資取り入れ額の純増減）の動向が、バブル本格段階においては、何よりもILの動向に規定されているらしいことは、両者の動きがほぼ平行的であることから、推測できる<sup>18)</sup>。

前節(1)で、為銀短資取り入れの増加と、その株価高騰との関係を指摘したが、それはIL増加と株価高騰との関係を示唆している。とくに今考察している「第2期」においては、主としてはILの急増が株価高騰に重要な役割を果たしたと見られる<sup>19)</sup>。ILが円転されて資産市場に投下され、そ



れが株価・地価を押し上げたのである。

第4表 ILの動向 (単位:億ドル)

年	実行額	残高
1981	576	203
82	2,062	274
83	2,776	367
84	4,100	466
85	5,102	527
86	7,537	1,194
87	11,849	n.a.
88	17,225	n.a.
89	15,894	n.a.

(左表で省略した詳細の説明)

- ・第4表はすべて、短期ILと長期ILを合計した数値。
- ・実行額、残高とも邦銀、外銀の合計。短期、長期ともに、84年以降は邦銀が圧倒。
- ・実行額、残高とも、短期の方が圧倒的に額が大きい。残高では当然のことながら、実行額に比べて長期の比重が相対的に大きくなっている。

(出典)『大蔵省国際金融局年報』各号「IL等の取入れ」の項。「年報」は87年以降については、残高を示さなくなった。

これまでは、ILが資産市場に投下された、と述べてきた。しかし指摘しておかねばならないのは、企業がILとして借り入れた資金を「直接」TFに投じることなく、通常の業務に用いたとしても、生じる結果は上記と大差がない、ということである。つまり、企業としてはILによって資金全体に

余裕が出来るので、余資をTFに回しうる。この意味では、IL自体がTFに用いられるか否かは、さほど重要ではない。それによって企業の資金が全体として豊富になるか否か、が重要なのである。

ILは1979年以降、急速に規制が緩和されたが、とくに80年12月施行の「新外為法」で、邦銀の短期IL供与も自由化された（すでに79年6月から許可されていたが、申請が必要だった）ことが大きい。ILの主流は邦銀の短期物だからである。円転規制撤廃以降、為銀にとってILの供与がいっそう容易になったことは、すでに見た。（脚注13、参照）ILは新外為法施行以降、実行ベースでも残高ベースでも一貫して増加しているが、円転規制撤廃の84年における急増と、86年以降の怒涛のような増嵩が目立つ。

ILの額は半端ではない。ふたたび第4表を見ると、IL合計は、激増の始まった86年を例にとると、実行額で実に7,537億ドル、すなわち86年の平均為替相場（1ドル=168円）で換算すると約127兆円である。残高の年間増加額でも約667億ドル、すなわち約11兆円に達している。この11兆円という額は、同年の「全国銀行」の株式買い越し額（約4.3兆円）をはるかに上回っている。

さて86年以降、ILが急増したのはなぜか。為銀としては、円転規制撤廃以降、ILへの取り組みがいっそう容易になったことはすでに見た。しかし、企業が借りてくれなければ、銀行にILを供与する姿勢があっても、取引は成立しない。企業は何故、この時期に驚くほど巨額のILを取り入れたのか。考察の手がかりとするために、ILのメカニズムの基礎部分を見ておく。

ILでは、一般的には借り手は銀行に対して直ちに借りた外貨を売り、入手した円を国内で使用する。この時、借り手企業は先物の買い予約を銀行との間で結んでおく場合が多いが（バブル本格期では全体の70-80%、と言われる<sup>20)</sup>）、先物買い予約を結ばない場合（オープン）もある。

上記の「オープン」の場合、この「第2期」にILを取り入れる動機は非

常に強い。プラザ合意によって円高が予測され、実際に進行していたので、ヘッジなしでドルを借りておくと、返済時に為替差益を入手できる可能性が高かった。この時期におけるIL激増の原因の一端はここにあるだろう。

しかし、「第2期」のILの7割はヘッジつきの堅実型であった。これが主流となるのは、いかに円高期待が強くとも、その成否はあくまで不確定であり、思わぬ差損を回避するためには、やはり直物売りを先物買いでカバーしておくのが賢明と思う企業が多いからである。このヘッジつきのILもまたこの「第2期」に大増加しているのはなぜか。ヘッジつきの場合、企業が為替差益を得ることは、難しい。アメリカの金利水準の方が高い当時の状況下では、先物にディスカウントがついており、たしかに企業としては直物売りと先物買いとの差額を入手できた。しかし、それは日米金利差と均衡する傾向が強く、往復手数料を加えると、ディスカウントで全費用をカバーすることはできなかつたであろう<sup>24)</sup>。

なぜヘッジつきのILも、この「第2期」に増加したのか、本格説明は今後にまたねばならないが、おそらく先にも示唆しておいたように、バブル経済に独特の悪循環が企業を巻き込み始めていたのだろう。

つまり、株式・地価が上昇しつつあるから、借りられる限り外国からでも借りて資産を買い込み、キャピタル・ゲインを得ようとしたのである。ここで重要なのは、「円高不況」に対応するための、1986年の4度にわたる公定歩合引き下げである（結局、5%から3%へ）。85年には、為銀の短資取入れ額はトレンドから見ると停滞気味であり、為替も2月からドル安気味であった。また、株価も上昇してはいたが、動きはマイルドだった。しかし、86年の公定歩合連続引き下げで、株価は一挙に上昇し始め、このためILも、TFも激増し始めた。そして、それが株価をまた押し上げるといふ、悪循環となったのである。その裏では、後述③のメカニズムで、円高が一層進展することになる。

大企業は、86年頃から株価の高騰に乗って、エクイティ・ファイナンスを活発化させていた。銀行にとって、これは主要な借り手を失うというばかりでなく、資金調達市場で預金の資金源を奪われるという、二重の意味で脅威であった。銀行は資金源の面では、ILを最大限活用すると同時に、貸出面では、周知のように不動産関連業や中小企業（両者は大いに重なる）に貸し出し先をシフトさせた。

中小企業や不動産関連業は、ILを中心として銀行から容易に借り入れることが出来るようになったので、急騰を始めた株式（TF）に、そして新たに土地に、資金を投下し、株価・地価を螺旋的に引き上げたのだ。

## ②ILと対外証券投資の激増

従来の諸研究では、バブル膨張期の対外証券投資の激増と国内バブルとの関係が明確ではない。本稿ではこの問題の解明も、課題の一つである。

対外証券投資（その主要部分は、対米）は、先の第1表からも推測できるように、83年から一貫して盛んであるが、とくに85年からは、異常とも言うべき増加ぶりを示している<sup>20)</sup>。対外証券投資の主な担い手は生保を中心とする機関投資家である。日本の機関投資家は、円投型で伝統的に直利志向であった。内外金利差を直視し、為替リスクにヘッジを掛けることは、比較的少なかった<sup>21)</sup>。

ブラザ合意までの時期、生保などが対米証券投資を増やしたことは、簡単に首肯できる。ドル高傾向がほぼ維持され、日米金利差が非常に開いていたからである<sup>22)</sup>。しかし、ブラザ合意以降、日米長期金利差が縮小し（「第1期」の平均5.2%に対して「第2期」は平均3.2%）、かつ円高が急進展した（将来においてもその継続が予測されるような）時期に、何故に猛烈な対米証券投資の増加が生じたのかは、一つの謎である。「一見パラドックス」現象と言ってよい。

原因の一つとして日米金利差の継続を挙げることが出来る。ブラザ合意

以降、金利差は縮小したが、なおかなりの開きが残った。しかし、もとよりこの要因は弱い。(金利差が「縮小」したのに、対米投資は「急増」しているのである。) 第二の要因は、アメリカの金利が低下し、かつプラザ合意によって将来もしばらくは低下が継続すると予測されたので、長期国債のキャピタル・ゲインが期待できたことである。これが生保など機関投資家が、滔々たる円高の奔流に抗してでも、対米証券投資を継続した一つの重要な理由であろう<sup>25)</sup>。

しかし、第三の要因もある。上述のILの急激な増加が関連する。ILが増えれば、為銀は直物ベースでは買い持ちになるので、銀行としてはドルがダブついてきて、これを売らねばならない。そこで、機関投資家等に売る。後者は、ドル安懸念はあるものの、上述のように金利差とキャピタルゲインが期待できる。しかも、為銀としては何としてもドルを売らねばならないので、手数料を引き下げたり、他の見返りを与えたものと思われる。生保などはこうしてドル安懸念をおしてでも対米証券投資が出来る<sup>26)</sup>。かくして、金利差縮小、円高進展下で、対米証券投資の激増が生じる。

以上の意味で、対米証券投資は、海外短資大流入の結果、破滅的な円高が生じることを防ぐ安全弁になっていた。

### ③ILと円高の急進展

①で見たように、86年からのILの流入は怒涛のようであった。この結果、為銀としては直物ベースで猛烈なドル過剰(為銀は貸したドルを直ちに買い取らされる)状態に追いやられる。インター・バンク市場ではドル売り一辺倒となる。巨額のILが継続する限り、この状態は続く。これこそが、プラザ合意以降の円高急進展の現実的推進力であっただろう。上記②で見たように、この結果、為銀は対顧客市場で生保などに対米証券投資のためのドル売りを迫られたのである。

(3) バブルの膨張(本格化段階)その2: ルーブル合意から1988年末までルーブル合意(1987年2月)から88年末までをバブル膨張の「第3期」と呼ぶ。計数上は1987年第2四半期初めから88年末までの21か月とする。この時期、とくに87年は、バブル絶頂期である。株価は対前年42%も上昇し、地価も3大圏では住宅地・商業地ともに対前年47%の暴騰を記録した<sup>27)</sup>。

この時期の株価、地価の上昇メカニズムについては、「第2期」で述べたことがほぼ妥当する。すなわちILの増加、それによるTFの成長、その裏面で進行する円高、がそれである。(なお、この時期、大企業のエクイティ・ファイナンスによる資金調達も株価高騰の新たな要因として登場している。海外発行ワラント債等も巨額化(89年がピーク)したが、国際収支上は「西建て」のものが多い点は注意を要する。経済企画庁「平成5年版 経済白書」)

しかし、「第2期」と異なる要素がある。新たな、説明すべき要素は、ルーブル合意によって日米金利差は拡大したのに、何故円高がますます進展したのか、これとバブルとの関係如何、という問題である。ここでも「一見パラドックス」現象に出くわす。しかし、87、88年における海外短資の激しい流入(第1表ベースでは、87年9.9兆円、88年5.8兆円:いずれも第1表の「その他」のドル額に円・ドル相場中心値の年平均値を乗じた)を見ると、この謎は解ける。前節の③で見たメカニズムを想起しよう。

海外短資の大流入は、こうして、この時期にも円高をもたらすと同時に、円転資金の国内資産市場への投入によって、株価・地価を押し上げたのである。円ドル相場を、もっぱら日米金利差と対米証券投資の動向で説明しようとする場合には<sup>28)</sup> 上記はパラドックスであるが、短資流入を注視すれば、説明の困難は解消する。

いま一つ、これは「第1期」と共通する点だが、特金・ファントラの資金預託者が次第に全国銀行、生保、信金から「その他」にシフトしている

こと、を指摘しておきたい。これは特にインパクト・ローンの利用者が次第に一般企業、とくに中小企業や個人にまで裾野を広げていったことに呼応している。〔大蔵省国際金融局年報〕各号の「インパクト・ローン等の取入れ」参照)

#### (4) バブル崩壊の予兆：1989年

バブル膨張の「第4期」は1989年である。膨張は続いているが、崩壊の予兆が見られる。89年に入ると86-88年に見られた円高レジーム（インパクト・ローンを中心とする為銀の短資取入れの増大→円高&円転資金の資産市場〔株式では特金・ファントラが中心〕への投下→株価・地価上昇）が崩れてくる。

89年に入り、年初からアメリカ短期金利が急上昇した<sup>29)</sup>。日米短期金利差は「第2期」の1.9%、「第3期」の3.7%に比べて、4.3%にも開いた。（いずれも年平均値）西ドイツも1月に公定歩合を0.5%引き上げ、4.0%にした。これを反映して、日本のインパクト・ローン実行額は、80年に解禁されて以来はじめて、前年比で8%ほど減少した。

円相場は年初から、なだらかながら、ほぼ1方向的に下落した。資産市場ではユーフォリアに陥った一般企業や富裕な個人が、特金・ファントラを通じる株式投資（前掲第3表）や土地投資を続けていたが、株価の上昇傾向は少し鈍っていた。円下落は、総体としてインパクト・ローン導入を不利にし、こうして軽度ながらこれまでと逆の循環を生んでいた。特金・ファントラの原資も国内資金の比重が急速に高まった、と見られる。

日銀は物価上昇傾向や、為替下落への配慮から（政策委員会議長談）、5月に漸く公定歩合を0.75%引き上げて3.25%とし、10月、12月にも各々0.5%引き上げて、年末には4.25%とした。

周知のように、年明けの大発会で株価はアメリカ公定歩合引上げの噂な

どで暴落し、2月には日銀の第4次公定歩合引上げの噂などで、さらに大暴落を演ずる。経済はこれ以降、全く新たなレジームに入る。年の半ばから為替は再び円高に向かうが、プラザ以降の円高とは、全く異なるタイプの円高期を迎えるのである。

### (結び)

円転規制撤廃以降、為銀を通じて海外短資が大流入した。これが資産市場、資産価格に大きな影響を与えた、と見るべきでだろう。流入短資が直接に資産市場に向かわず企業の通常業務に用いられたとしても、間接的に企業の利用可能資金を豊富化する限り、資産市場への効果には大差がない。

この外資流入が、86年以降の公定歩合連続引き下げによる金利低下と結びついて、82年の景気の底から回復しつつあった資産価格を、86年以降異常高騰に導く。

なお、プラザ合意以後、日米金利差が縮小したのに対米証券投資が激増し、それにもかかわらず円高が急進展したこと、さらにルーブル合意以後、日米金利差が拡大し対米証券投資が継続したにもかかわらず、円高がさらに進んだこと、この二つの「一見パラドックス」現象は、上記の海外短資の大流入を注視することによって、説明が容易になる。

注：

- 1) 一ノ瀬篤「バブル形成に関する代表的論議：論点整理－泡沫の期(1)－」  
〔岡山大学経済学会雑誌〕第29巻第3号、1997年12月
- 2) 一ノ瀬篤「バブル初期段階の株価高騰について：1983-85年－泡沫の期(2)－」  
〔岡山大学経済学会雑誌〕第30巻第1号、1998年6月
- 3) 過去には1959-61年、1972-73年の2度の先例があるのみであり、いずれも株価暴落に終わっている。
- 4) 脚注2の拙稿、第1表
- 5) 脚注2の拙稿、第2表



- 6) 脚注2の拙稿、第3表
- 7) 都銀、地銀、信託銀、長信銀の合計
- 8) 東証「証券統計年報」では、「投資部門別株式売買高・売買代金」(東証第一部)の表において、1985年以前については「全国銀行」の内訳を示していない。しかし、86年以降は信託銀行を分離表示するようになった。86年以降について見ると、「全国銀行」の買い越しの9割が信託銀行によるものである。84-85年も同様であろう。
- 9) 山一証券等は特金に介在して、いわゆる「営業特金」を企業に推奨し、特金膨張の一大原因となった。
- 10) 実際、日銀「経済統計年報」の「外国為替公認銀行対外短期資産負債高」表を見ると、7月から対外短期債務超過額が増えている。
- 11) 脚注2の拙稿、第5表
- 12) 日銀「経済統計年報」1985年53頁、86年45頁
- 13) たとえば企業がILを返済(現実には円で)すると、為銀は直物では売り持ちになる(詳細は略)。円転規制下では、為銀は元の外資借入れを返済するなどの措置をとらねばならないが、撤廃後は持ち高・資金ポジション調整の自由度が高まった。
- 14) TFへの資金委託は、3年程度の長期にわたることが多いとされるが、この「期間ミスマッチ」はILの借りつなぎで対処できる。
- 15) 「厳しい条件がついた生保のIL導入」(『週刊金融財政事情』1987年7月6日、10頁)によると、生保へのIL認可は1987年6月から。
- 16) 第3表と同じく、TFの代理値として、信託銀行の金銭信託・金外信託を用いる。その純増額は82年2.07兆円、83年1.2兆円、84年2.9兆円、85年5.5兆円、86年13.3兆円、87年13.3兆円、88年8.1兆円、89年12.7兆円、90年-2.6兆円、91年-0.6兆円、である。84年からの急増はあきらかである。
- 17) 二上季代司『日本の証券会社経営—歴史・現状・課題—』(東洋経済新報社、1990年)、141頁
- 18) 但し、一般的には両者の動きが大きく乖離することはあり得る。
- 19) 前述のように「第1期」には、為銀の取り入れた短資は、量的にはILとしてよりも、為銀自らの対外証券投資と、為銀自らのTF運用に向かった、と見られる。
- 20) 「IL為替差損判決」(『週刊金融財政事情』1987年3月9日、26頁)
- 21) ヘッジつきでILを取り組む企業にとっては、先物ディスカウント>往復手数料+日米(ユーロ)短期金利差というのが、ユーロ市場から短資を借り入れても採算が合うための条件である。筆者の試算では、この時期、この条件は満たされていない。ただし、実際界では手数料や貸出金利を表向きのレートより引き下げ

- て、企業にとって条件を有利にし、貸出を拡大した可能性はある。平成元年版『大蔵省国際金融局年報』は、「(ILの) 実行額が増加した要因としては」「為銀、とりわけ都市銀行によるILのセールス等」という表現を用い(151頁)、銀行の「販売」努力に言及している。
- 22) 日銀『経済統計年報』各号
- 23) 経済企画庁『平成5年版 経済白書』, 234頁
- 24) 「第1期」15カ月間の日米長期金利差(平均値)は5.2%もあった。
- 25) 経済企画庁『平成5年版 経済白書』は、これを「円高による為替差損は保有資産の含み益で吸収可能であり、むしろ為替差損を前提にした高利回りの債券購入は、資産のキャピタルゲインをインカムゲインに転換するコンバーターの役割を担っていた」(234頁)と難解な表現で説明している。生保の「インカム配当原則」に関連する。
- 26) 政府から生保業界へのドル支持協力要請があった、とする論者もある。
- 27) 国土庁土地鑑定委員会編『地価公示 平成9年』, 828頁
- 28) 鈴木淑夫『日本の金融政策』(岩波新書、1993年)はこの観点が強い。但し、鈴木がパラドックスを指摘しているのではない。
- 29) FFレートは年平均値で9.2%にはねあがり、長期国債利回りとは0.7%ほどの逆ざやになった。

## 〈質疑応答〉

\* 3報告者に共通の質問については、質問文の中心点のみを記し、文体は「である」調に統一させて頂いた。〈答〉の項での【 】内はこの文章執筆時点での補足。

**共通質問：**小野朝男、紺井博則、掛下達郎3氏の、バブル概念の基本(景気加熱インフレとの関係)、理論上の位置づけ(指標もしくは基準、景気循環上の問題か各国システムの問題か)、史的段階に照応する区分(20年代のバブルと80-90年代のバブル形成のちがいが、管理通貨制度、変動相場制への移行にともなう商業銀行の変容との関係)にかかわる質問に対して。

### 〔答〕

バブル概念についての考えを述べることで、答に代えさせていただく。具体的に株式を例にとると、株価が現実の配当と利子率のみで規定されているなら、これら

をファンダメンタルズとして、そこからの乖離をバブルとしてもよいが、現実には株価は配当ではなく経常利益等を基礎として形成されており、これを反映して理論上も多くの場合、経常利益を基準にしている。経常利益には有価証券売却益、評価益が含まれる。ファンダメンタルズに、すでに説明すべき株価が含まれる。理論上の堂々めぐりとなる。

さらに営業利益の場合でも、景気過熱時の異常な増益は、後の利益水準を基礎とすると、バブル要素を含むことになる。利子率はとくに然り。不自然な低金利の維持は、後に暗黙裡にバブル利子率と見なされる。ファンダメンタルズといえども堅固なものではない。ともに没理論的なら、むしろ過去の史的基準（どんな場合、後に暴落が生じているか）による方が賢明。なお、平均株価の上昇率や上場株価時価総額の対GNP比などは、必ずしも没理論的ではない。

**共通質問：**建部正義氏の、現状を何と見るか、という質問に対して。

**【答】**

正面から考察してはいないが、金融危機と理解している。

居城 弘（静岡大学）

事前配布レジメの最後の部分（一ノ瀬「不況から恐慌へ？この問題では「恐慌」をパニック、それも金融上のパニックという限定された意味で用いる」）について補足的な説明をお願いしたい。

**【答】**

事前には、現状を何と見るかも提示するつもりだったが、バブル考察で手一杯になってしまった。補足するほどの材料がなく、申し訳ない。

大矢 繁夫（小樽商科大学）

最近の佐美氏の「大恐慌論」は、80年代後半以降の卸売物価の下落に着目し、それは戦後初めての経験だとし、そしてその原因は、80年代における、それまでの規制と保護と寡占による物価の下方硬直性を壊した新保守主義・新自由主義の経済政策にあるとしているように思える。このような、いわば「現実資本蓄積の面」における戦後枠組みの重大な変化ということと、「貨幣資本蓄積」の面におけるバブル・バブル崩壊との関係は、どのように整理できるだろうか。報告者の「バブルとレーガノミクス」という問題にもなるが。

**【答】**

現実資本の運動を基礎とした景気循環論との関連でバブル論を展開することは、

当面、手に負えない。少し論点を曲げることになるが、たとえば野口悠紀雄氏のバブル論は、バブル現象を通常の景気循環に過剰に帰せしめており、不況からの回復が早いと予測していた。結果的には失当。今回バブル膨張と崩壊は、通常の景気循環現象をはみ出す部分が多い。さしあたり金融面の考察に絞ったゆえんである。【執筆時点で振り返ると、ご質問の趣旨を正しく捉えていない。氏の意図はむしろ資本主義の変質とバブルの関係にあったらう。】

**木村 二郎**（桃山学院大学）

円転規制の撤廃は資金流入ルートの多様化であり、バブル膨張の原因ではなく条件（資金源泉）にすぎないのではないかと。株投機のインセンティブ（株価高騰予測）の存在が基本原因ではないかと。「外生的貨幣」論よりも「内生的貨幣」論の方が説得的と思われるが意見をお聞きしたい。

**【答】**

基本的にはそのとおりに考えている。株価上昇の開始という基盤があって、そこに円転規制撤廃等による外貨が流入した。【報告レジメ1頁の「ファンダメンタルズの良化」はそれを示す。ただ、バブル膨張を未曾有の規模にしたという意味では、円転規制撤廃等はバブルの「原因」と言える。】

**毛利 良一**（日本福祉大学）

プラザ合意のねらいについて。協調利下げによって金利格差を（極力）維持し、資本流入の継続を図りながら、秩序あるドル安をめざし、景気拡大をねらったものであった。その後、米国の低金利要請にたいして西ドイツが抵抗して、ブラックマンデーを招来し、日本は受け入れてバブルを激化させた、と思うが。

**【答】**

後段については異論がない。ただ、金利格差を（極力）維持し、というのがプラザ合意の趣旨であったと言われると、どうだろうか。プラザ合意は、抽象的文面なので判断は難しいが、金利格差の維持は、果たして合意の目標だったのか。【この論点は興味深い。問題は、公式文書でも非公式文書でも介入のみが論じられ、金利については触れられていない点。アメリカは介入のみで漸次的ドル安誘導を果たせると考えていただろうか。】

**藤田 誠一**（神戸大学）

報告レジメ6頁の「パラドックス」について。この時期にはむしろドルをソフトランディングさせながらアメリカの赤字ファイナンスのための資金流入（アメリカへの）を必要としたのであって、パラドックスとは言えないのではないかと。

## 【答】

金利差縮小がブラザの意図であったか否かは、上で見たように論争点だが、少なくとも結果的に金利差が「縮小」したときにアメリカへの資金流入が「激増」したという現象は、パラドックスではないか。

## 熊野 剛雄（専修大学）

報告者はバブルを株価の高騰だけに限定して論じているが、土地投機と区分して論じる事が出来る根拠を何等示していない。改めてその理由をお伺いしたい。

バブルのキッカケは円転規制解除であり、為銀の短資取り入れという「量」と株価という「量」の相関関係の存在を主張している訳だが、定量的主張をするのであれば他の量との関係を排除する根拠が示されなければ余り意味をなさないのではないか。

尚報告者の第4表でも1980年代末以前（ブラザ以前）は短資は流出超だし、資金循環表でもおそらくそうであろうと思うが、それにもかかわらず為銀の短資取り入れが国内のマネーサプライにそのまま正の相関を持っていると主張する根拠は何か。

## 【答】

他の量（とくに地価）を排除しているのではない。円転規制撤廃後、地価が直ちに上がらなかったのは、地価上昇には伝播のためのタイムラグがあるため。結果的には「直ちに」上がったのは株価であったにすぎず、地価にも後に影響。短資流入と為替やマネーサプライとの間には、一義的な関係はない。報告中でも簡単に言及したように、様々なケースがある。たとえば報告対象のバブル膨張期には短資流入が円高に結びついているが、90年半ば以降は、巨額の短資流出のもとで、円高が生じている。

## 高倉 泰夫（長崎大学）

(1) 「外貨→円転円資金は資産市場へ→資産価格上昇」という過程と、「交換された円は財・サービス市場から引き上げられ、外貨に姿を換えて海外へ」という過程が連続して起こることで「資産価格上昇と一般物価安定」をもたらしたとされているが、資産市場のみを円転の貨幣が通過して一般物価については商品流通から貨幣が引き上げられるというのは、かなり都合のよい仮定ではないのか。そのように明確に区分された世界をいつもタイミングよく海外証券投資に向かうといえるものだろうか。何か別の要因が働いたのではないかと思われるが。

(2) 1973-74年に商品についても投機が起ったのは、一つには海外証券投資が大巾に行われなかったためなのか。二つのバブルで物価上昇が起った前回と、起らな

かった今回との相違は何によるのか。

**【答】**

(1) 一般的に、海外資金は資産市場に流れねばならない、などということはない。ただ、この時期、株価が上昇しつつあったので、海外から取り入れた資金を有利に運用する場はここだ、ということで投じられたにすぎない。【他方、海外に向かった国内資金は、具体的には主に生保の「円投」型投資によるものなので、その分、自然に国内の商品・サービス流通から脱落する。】

(2) 今回バブル期には強烈な円高が国内物価を抑制した。

**山本 栄治 (甲南大学)**

円転規制とインパクト・ローンの重要性を指摘されるが、インパクト・ローンは、ユーロ・ドル・インパクト・ローンとユーロ円・インパクト・ローンのどちらを意味するのか。

また特金・ファントラへの投資資金源は、インパクト・ローンよりも、エクイティ・ファイナンス (例：スイス・フラン建て転換社債など) からの円転による払込みの方が重要ではないか。

**【答】**

前者については、ユーロ・ドルのインパクト・ローンと理解している。ユーロ円であれば、いわゆる両建てとなり、報告の趣旨と矛盾する。後者については、エクイティ・ファイナンスの膨張はかなり後 (とくに87年から) と理解している。特金・ファントラの主たる原資はインパクト・ローンではないか。【エクイティ・ファイナンスが原資になったこと自体は否定しない。】

**吉田 暁 (武蔵大学)**

国際資金移動に注目すべき、というご趣旨に異論はないが、(1) 特金・ファントラの増大が「純粋な」国内信用によっても可能であったとは考えられないか。対外短期借入に依存しなければならないような国内信用拡張への制約条件があったのだろうか。(2) 円転規制撤廃後では、この面からの資金流入の景気拡大効果を金融政策で抑制することはできない、と考えられるか。

**【答】**

(1) 可能であり、一般的には少しも制約条件はない。報告は、「この時期の」特金・ファントラ膨張の資金源を問題にしている。84年からの特金・ファントラの急膨張は同時に生じている外資の大流入で説明するのが妥当だろう。特金の簿価分離措置は1980年のこと。(2) ご質問の趣旨が理解できず、申し訳ない。【後に理解。「抑制できる」と考える。金利操作は有効】

藤田 誠一（神戸大学）

金利差が縮小したにもかかわらず円高とあるが、金利差と関係があるのは直先スプレッドあるいは為替レートの子想変化率であって、為替レートの水準ではないのではないか。

また、レジメ10頁脚注2)のカバーをとらない投資家についての説明で、「為替リスクを捨象する」とされるのはなぜか。

【答】

前者について。国際金融には明るくないが、金利差がある場合、先に現実の資金移動が生じるからこそ、スプレッドが生じる。スプレッドの後行性に注意すべきではないか。【現実の資金移動が生じると、為替の水準が変化するはず。ご質問の趣旨を延長すると、レーガノミクス下のドル高の説明は困難にならないか。】

後者について（レジメ9頁?）。これは報告者の表現が悪い。「仮に為替リスクを捨象すれば」という意味。（後に続く、報告者の「主観的に捨象・・・しているから」という表現が特に誤解を招く。「主観的にいったん捨象」と言うべきだった。）現実には捨象していない。脚注5)のご参照を乞う。

岡崎 守男（桃山学院大学）

質問ではない。必要があれば、特金・ファントラについて、公表されることが少ない資料を手持ちしているので、提示してもよい。（その後、岡崎氏から特金・ファントラへの預託者内訳、等の資料説明があった。）

# 金融危機の頻発とバブルの形成

## —アメリカを中心に—

川 波 洋 一

(九州大学)

### 1. はじめに

大恐慌以後こんにちまで、少なくとも大恐慌規模の恐慌は発生せず、代わって金融危機が何度も発生するようになったことが、管理通貨制度下の現代資本主義の特徴である。一連の金融危機の発生に三つの傾向がある。一つは、アメリカ国内において頻発した金融危機は発生の度ごとにその震度を大きくし、その中で「最後の貸し手」機能の発動、危機の封じ込め策あるいはセーフティーネット装置が大掛かりになってきたということである。二つめは、とくに1980年代から90年代にかけて、金融危機の発生が、アメリカ国内から南米、日本、ヨーロッパ、さらには新興市場全体へと国際的な広がりを見せていることである。三つめは、90年代の金融危機においては、危機の発生に先立ちバブルが形成されそれが破裂するかたちで金融危機が連鎖的に波及していく傾向が見られたことである。

金融危機という事象を基軸にしてこの三つの傾向を統一的に捉えるとすれば、世界経済の中心にいたアメリカ国内で金融危機の頻発とそれに対する「最後の貸し手」機能の発動との相克の中で危機の震度が拡大するとともに、73年の変動相場への移行を根本的契機とする国際資本移動の拡大を通じて危機が国際的広がりを見せ、新興市場におけるバブルと危機の連鎖的発生を呼び起こしながら、最後の砦であるアメリカにバブルと金融危機



の危険性が忍び寄りつつあるという構図を描くことができる。このような把握に立てば、現代の金融危機は、アメリカ経済と金融市場を考察の中心に据え、かつそれを新興市場の危機と対比させながら分析することが必要であることが明らかである。本稿では、停滞する新興市場（とくにアジア）と、長期にわたる景気拡大と株高を享受してきたアメリカとの対照性に注目しながら、アメリカ経済におけるバブルの形成と危機の内包について考察する。

## 2. 90年代のアメリカ経済とバブル形成

景気拡大と株価上昇という、90年代のアメリカ経済にあらわれた変化は、基本的には、新しい技術による生産の向上と企業収益の顕著な増加によって惹き起こされたものである。このほか、次のような安定要因が指摘された。すなわち、94年のインフレ予防的利上げとデスインフレ傾向の定着、雇用不安と労働市場の流動化による賃金上昇圧力の低下あるいは単位あたり労働コストの低下、情報技術の発達による在庫調整の効率化、需要にあわせた設備投資の調整、95年半ば以降のドル高、企業の国際的競争と生産の分業の進展、電気通信などの規制緩和、財政赤字の漸次的削減による長期金利の低下と民間設備投資の拡大といった要因である。

ここでは、このような一時的要因のほか景気回復を準備した条件として、非金融企業・金融機関両面における大規模なリストラがあったことを重視したい。アメリカ企業は、1980年代末から90年代初めの停滞期に、生産設備、経営手法、雇用の各部門において果敢なリストラを断行した。たとえば、比較優位分野への経営資源の集中的投下、特定分野の子会社化や連結財務諸表からの分離＝分社化（スピンオフ）、M&Aを通じるベンチャー企業の取り込み、さらにはアウトソーシングといった方法で、ダウンサイジ

ング、コスト抑制、収益力向上の努力がなされた。また人員リストラ計画(GMやIBM、マグダネル・ダグラス社)、リエンジニアリングによる組織構造の抜本的改革(フォード社)が断行された。また、1980年代から断続的に進行し、1989-91年のS&L危機においてそのピークを迎えた金融危機の過程で、数多くの金融機関が淘汰されていった。その間、アメリカの金融機関においてはリスク上昇に相反する効率性の低さが意識され、分社化と部門別収益管理、不採算資産の売却、リテールの重視といった効率性重視の経営が志向された。こうした金融、実体経済両部門におけるリストラは、90年代における景気拡大の基礎条件を形成した。これが、90年代における景気拡大のもっとも重要な要因であった。加えて、アメリカ企業は、更新投資、省力化・合理化投資のみならず、能力増強を目指して生産設備を中心とする投資を行った。そうした投資の中心になったのは、情報通信革命の急速な進行の中で行われた情報化投資であった。アメリカ企業は、これによってさきに述べた種々の企業システムの再構築を可能にする技術的基盤を確立しようとした。さらに、ダウンサイジングや雇用リストラ、労働組合組織率低下等の要因によって、労働市場における競争激化と賃金上昇圧力低下が生じている。こうした企業・金融機関のリストラ、安定成長の継続に加えて、持続的な物価安定を基礎条件にして、アメリカの株価は上昇していった。

### 3. 国際的信用制度と危機の内包化

#### 1) 90年代のアメリカ経済と国際資金循環の構造

本稿では、アメリカの景気拡大・高株価が進展するにつれて新興経済圏に危機と停滞が蔓延していくという対照性に注目している。この現象を説明する論理として重要なのは、アメリカを中心とする資金の先進国循環で

ある。80年代のレーガノミクス下の高金利とドル高政策によって、アメリカへ集中された資金は、そこからの資本輸出を通じて世界中に放出されるという資金循環構造が定着した。この資金循環構造は、90年代におけるアメリカの景気回復と株価の上昇を契機とするアメリカへの資金流入、さらにはアメリカからハイリターンを求めての新興経済圏への資金フロー（直接投資および銀行貸付・証券投資）を通じてさらに拡大した。この資金フローは、アメリカを中心とする先進国から新興経済圏への資金の流れに注目すれば、新興経済圏諸国（とくにアジア）における投資の拡大→経済成長を支えた。その帰結は、アジア新興経済圏における生産の拡大→過剰投資→過剰生産→金融バブル→バブルの崩壊→金融危機の連続的発生、であった。他方、この資金フローは、資金余剰国からアメリカへの資金の流れに注目すれば、アメリカの高株価を増幅した要因であった。とくに、1997年に始まったアジアの金融混乱を契機に、アメリカへの資金流入と株価上昇はいっそう加速された。欧州、アジア、日本が金融システムの不安定性や株価の低迷によって苦しむなかで、アメリカを中心とする資金の偏在が生じつつあるといえる。世界最大の黒字国である日本についてみれば、国内の貯蓄をため込んだ機関投資家はこの低金利下において少しでも高い利回りを求めるインセンティブにかられている。しかも、バブル崩壊以後現在までの株価の低迷のなかで株式の含み益は完全に枯渇している。このような低利回りと含み益の枯渇という事態が進展するなかで、国内機関投資家は積極的に国内債券や株式を買いにくい状況が生みだされた。いわば、日本の低金利が国内の貯蓄を海外に押しやり、米国の金利低下と高株価をもたらすという構造が作り出されたのである。このような状況は、日本以外にもイギリス、ドイツ、オランダ、中国・香港、台湾といった国々にもあった。とくに、1998年2月の時点で、日本とイギリスは、外国人保有の合衆国債務のほぼ半分に相当する6000億ドルの国債を保有している。また、

中国・香港、台湾といった巨額の外貨準備を抱える国も、やはりまたそれを合衆国国債の形態で保有している。これらの国々は、米国金融市場と自国金融市場とのあいだに存在する金利格差およびドル相場の上昇をにらみながら、米国債への投資を増やしていった。

## 財務省証券の主要海外保有者

10億ドル

Country	1996年末	1997年末	1998年2月
イギリス	190.6	286.9	304.9
日本	286.4	300.7	296.9
ドイツ	72.5	91.2	92.0
オランダ	63.9	61.6	54.7
OPEC	44.0	52.5	50.7
スペイン	46.4	53.9	49.8
中国	46.6	47.3	47.7
香港	24.9	37.3	36.5
シンガポール	39.2	34.9	33.9
台湾	32.0	29.8	30.7
スイス	31.3	25.6	26.9
ベルギー・ ルクセンブルグ	14.0	27.0	25.8
カナダ	26.9	25.2	25.4
メキシコ	19.9	18.0	18.2
フランス	9.6	8.1	11.1
タイ	16.9	9.9	8.8
韓国	9.9	5.2	6.4
その他	160.4	162.9	166.8
統計	1135.4	1278.0	1287.2
うち公的保有 (パーセント)	599.2 (52.8)	594.4 (46.5)	590.1 (45.8)

原資料：合衆国財務省

出典：

## 2)バブル形成の特質とリスクの内包化

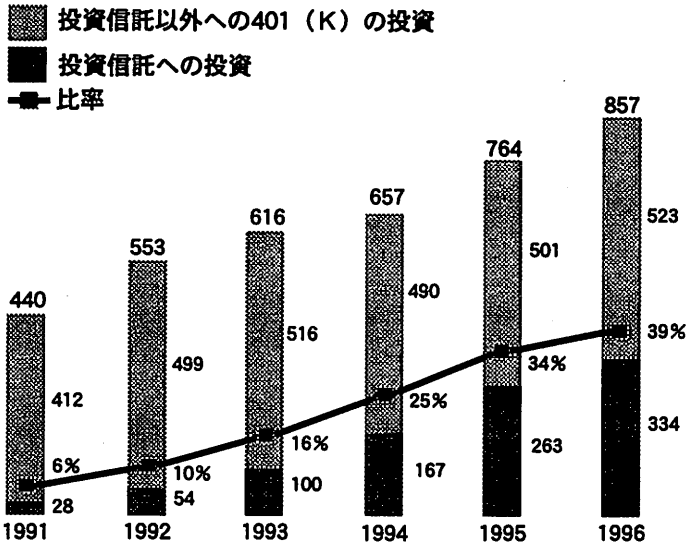
経済の回復および相対的な高金利がアメリカへ資本を引き寄せ、さらに流入資本の増大が、さらなる株高とその資産効果を通じた实体经济の拡大をもたらすという好循環は、アメリカ経済にバブル的要素を内生させるかたちで進行していった。

新たな経営形態のもとでインフレなき経済成長が持続すると、その持続期間が長ければ米国企業の成長性に対する楽観論が次第に強くなっていく。その楽観論が、米国企業の堅実な収益によって支えられていけばいるほど株価上昇への期待が高まってくる。しかも、株式市場へ流入する資金が、国内の貯蓄（図-1を参照）だけでなく海外からの流入資金によって膨れ上がると、国内において資金余剰が増幅され、長期金利の低下にむすびついていく。金利の低下は、さらに株価を押し上げる要因として作用する。こうして、資金流入と金利の低下（ただし資金余剰国との金利格差は維持されている）が進展していくと、株価が实体经济から次第に乖離していく。その指標は、国債利回りに対して株式利回りが下方に乖離していくことによって示される。すなわち、株価がファンダメンタルズからあまりにも乖離して上昇していく結果、株式利回りが急速に低下していくのである。それは、行き過ぎた株式ブームが進展していることの証拠である。

アメリカでは、この基盤のうえに信用制度の各部面において多くのリスクが内包されていった。まず、第一に、株式市場の異常な熱狂を作り出した資金的基盤の一つが、ミューチュアル・ファンドの拡大であった。確定拠出型企業年金や個人退職勘定を通じるミューチュアル・ファンドの拡大によって高株価が支えられたことは、逆に株価の大幅な下落は逆資産効果を通じて家計消費やアメリカにおける資金循環に劇的な影響を及ぼす可能性があるということの意味する。逆資産効果が発生するリスクは、個人投資家の裾野が広がれば広がるほど、制御不能となる。第二に注目すべきは、

図-1

投資信託に投資された401 (K) プラン資金  
(10億ドル)



原資料：ICI (投資会社協会)

商業銀行のエクスポージャーである。長期の株高による資産効果によって住宅をはじめとする不動産取引が活発化し、さらに将来の収益拡大期待から商業用不動産取引にも多額の資金が流入した。そのルートの一つは不動産投資信託 (REITs) に対する銀行融資である。90年代には、これに加えて、株高を背景に、不動産会社が株式市場を通じて資金調達を行う傾向が強くなった。不動産市場の活況の根底には長期にわたる高株価の持続という事態があり、これに銀行融資が絡んでくるという構図が作り出された。これは、株式市場と不動産市場との連繫強化を意味する。この連繫の輪に銀行制度が絡んでくればくるほど、銀行制度のバブルへの関与が深まるこ

とになる。さらに米国の銀行はアジア諸国に対してドル建てのみならず現地通貨建てでかなりの金額の融資を行っており<sup>3)</sup>、そこにまた大きなリスクを抱えている。銀行のバランスシートのリスクに影響を及ぼす要因として指摘しなければならないのは、米国のヘッジファンドに対する融資の拡大である。ヘッジファンドは、国際金融市場ないし新興市場においてハイリターンを実現するためにハイリスクをいとわず果敢な投資を行ってきた。ヘッジファンドは、投資信託の仕組みを使って国内において資金を集中する。だが、この資金集中方法には限界があるので、集中した資金で株式を購入し、それを担保に銀行から資金借入を行い、それでさらに株式を購入する。株価が上昇したところでさらに大きな額の借入を行い、あとはこのプロセスをくり返ししながら、借入額を膨らませていき、レバレッジ比率を高めていった。こうした投機的したがってハイリスクな資金運用に銀行制度が深く関与していたのである。

高利回りをねらう投資資金は、低格付け→高リスクをいとわずジャンク債(格付けがBBBに満たない債券)に向かった点もリスクの内包化を惹き起こしている。ジャンク債は信用力に乏しい米国の低格付け企業や海外企業による資金調達手段として積極的に利用された。そうしたハイリスクの投資対象に対しては、ハイリターンをねらう投資信託が積極的に資金運用した。ジャンク債の市場規模が5000億ドルに達することによって、米国の広範な投資家(とくに個人投資家)は、ジャンク債の価格変動リスクにさらされるにいたった。また、銀行のバランスシートに間接的にかかわるリスクとして、デリバティブの引き受けがある。たとえば、デフォルトのリスクのみ売り買いするクレジット・デリバティブの取り引きでは、韓国の銀行がリスクを引き受け、また、97年夏のアジア危機以後は、ジャパンプレミアムのために、邦銀が引き受けていた。クレジット・デリバティブについては、もっとも引き受け能力の脆弱な銀行がリスクを引き受けるという皮肉

な現象が生じている。

以上のように、アメリカ経済は持続的景気拡大と高株価を実現しながらも、その内実では信用制度の各レベルにおいて、多くのリスクを内包しつつある。

#### 4. バブルの国際的波及と金融危機包囲網の形成

アメリカにおけるバブルの形成とその崩壊の危機の深まりとは対照的に、アジアを中心とする新興経済圏諸国は連鎖的危機に見舞われていった。ここで考察したのは、二つの領域におけるこの対照性のもつ意味である。

新興経済圏においては、金融危機に先立ちバブル現象が連続的に発生した。その理由の一つは、直接投資の増大による新興経済圏における工業化の進展とそれを支える資金流入の増大である。80年代後半から90年代にかけて、貿易摩擦回避のための貿易相手国での工場建設（日米間）、市場統合の進展とクロスボーダーでの直接投資の増大（EUの場合）、さらにはブラザ合意後の急速なドル安の進展下なされた生産拠点の海外移転（日本、西ドイツ）によって直接投資の急増が見られた。とくに新興経済圏危機との関わりに注目すれば、先進国から新興経済圏への直接投資増大はそのもつとも根底にある要因であった。だが、生産能力の拡大のためには、生産技術と資本を必要とした。技術は進出企業による新興国への導入に依存するにしても、投資資金は自前で調達する必要がある。金融深化が進んでいない新興経済圏諸国は、国内貯蓄が不足し、いきおい外資の導入に依存せざるをえない。そのために必要なのは、新興経済圏諸国内における金融自由化であった。また、先進国が金融自由化を急速に進め、また国際資本移動が活発化しているなか、途上国のみが閉鎖的な金融体制をとることは許されなかった。このような圧力によって金融市場開放要求は、新興経済圏諸



国にまで及んできた。その帰結は、新興経済圏諸国への急激な資本流入であった。先進資本主義国だけでなく新興経済圏諸国においてオフショア市場が開設され、それらが相互に連携を強めるようになったことがさらにこのような資本の流れを大きくした。年率10%を越える経済成長のなかで、オフィス需要・建設需要が拡大するにともなって、不動産需要も大きく膨らんだ。それに対しては、銀行、ノンバンクの融資拡大が積極的に応え、それに応じて不動産価格も上昇していった。これらの金融機関は、その資金調達をオフショア市場あるいは外資系金融機関からのドル建ての短期借入に依存した。株式市場および不動産市場の価格上昇がトレンドとして確立し、それを支える資金的基盤もあるとすると、そこに広範な投機が生じてくるのは必定であった。金融市場が活況を呈する一方で、実体経済部門はまた別の問題を生み出していた。すなわち、豊富な資金的基盤と優遇策に支えられた旺盛な投資の帰結として、自動車、鉄鋼、石油化学、半導体などの部門で過剰設備と製品の過剰供給が顕在化した。企業は、そのために生じる収益の悪化を短期的収益を求めての金融取引への依存によって打ち消そうとした。こうして、新興経済圏諸国において、本格的なバブルに火が点いた。バブルの形成の根底には、現実資本蓄積の過剰とさらにそれを上回る貨幣資本蓄積の過剰が存在していたことが明らかである。この過程で、大手金融機関は短期のドル建て債務を抱え、しかも資産は長期でかつハイリスクであった。大企業がオフショア市場や資本市場に傾斜していくなかで中小金融機関が相対的に高いリスクをとりながら、個人顧客市場や不動産市場に傾斜していった。しかも、バブルにひきずられて上昇した実質賃金によっても企業収益は圧迫されていた。さらに、好景気と外資の流入の結果、経常収支の赤字が構造的に進行していた。このように、マクロ的な経済指標が悪化する一方で、ミクロ的にも企業収益の悪化、金融機関の資産の質の低下、資産に対する負債のミスマッチが構造的に進行して

いくと、何かのショックが作用すると、以上のプロセスは一気に逆転しかねない危険性ははらんでいた。そのきっかけは、金融当局による引き締めでも、外資系ヘッジファンドの通貨アタックでもなんでもよかった<sup>9)</sup>。このショックは、極度に膨張したバブルに強烈に作用せざるをえない。金融取引のもっとも敏感な部分である不動産企業を圧迫し、それが貸し手金融機関の資産の不良化を連鎖的に惹き起こし、一気にバブルの崩壊と实体经济の悪化を引き起こした。

新興経済圏への国際資本移動の帰結は、国内の過剰生産と各新興経済圏諸国内の資産バブルであった。この特質がもっとも強烈に表れたのがアジアであった。そこでは、大量の不良債権がのこり、金融システムの機能不全を惹き起こした。バブルの形成とその過程における現実資本蓄積の過剰と貨幣資本蓄積の過剰が一般的・構造的であるからこそ、金融危機は連鎖的に広がっていき、アメリカ経済を包囲しつつあるのである。

## 5. むすび

1990年代に発生した金融危機の特徴は、金融バブルの国際的波及とその連鎖的破裂を通じて、新興経済圏諸国に金融危機が伝染し、唯一繁栄を享受するアメリカ経済を包囲しつつあるという現象が生じたことである。この事態は、その根底において80年代のアメリカ経済の動向とつながっている。二次にわたる石油ショックを経験するなかでアメリカ産業の衰退は著しく顕在化した。アジアと欧州諸国（その代表は日本と西ドイツ）は対米輸出で大きな黒字をため込んだ。特に、アメリカの再生をねらったレーガノミクスは、逆に強いドル・減税政策・軍事費増大のなかで財政赤字の拡大をもたらした。この赤字は、黒字国が米国債を購入するというかたちで埋め合わされた。これによって、貿易収支に加えて経常収支の赤字はさら

に拡大した。財政赤字を埋め合わせるための資本を引き付けるためにも、米国は高金利を維持せざるをえなかった。だが、貿易赤字の拡大により、貿易摩擦が政治問題化し、アメリカ政府は80年代後半からはドル安政策への転換を余儀なくされた。このために、日本を初めとする先進諸国の直接投資が拡大した。アジアNIEs、ASEANを中心とするアジア新興経済圏諸国はその潜在成長力をさらに発揮し、軒並み二桁台の成長率を記録することになった。アジア新興経済圏諸国が経済成長のセンターとして台頭してくるとともに、アメリカの金融機関は高金利を利用して世界中から集めた資金をこうした地域に向けて運用しようとした。高金利で集中した資金は、高い利回りが見込める地域に向けて運用せざるをえなかった。レーガノミクスによる双子の赤字構造に陥ったアメリカは、世界中から資金を調達し、その一部を株式市場に向かわせると同時に、他の部分を世界の新興経済圏にハイリスクを顧みず運用するという、メリーゴーラウンドの対外金融取引を行わざるをえなかった。米国を中心とする世界的金融仲介パターンの確立である。

1980年代に確立したこのような構造が90年代において存続するだけでなくさらに増幅されて現れた。1989-91年のS&L危機の克服以後、アメリカは財政健全化の方向へ向かった。加えて、80年代における企業・金融機関のリストラの成果もあってTB利回りを初めとする金利は低下していった。情報関連を中心としてではあるが、アメリカ企業の国内投資は復活し、着実な景気回復軌道に乗っていった。企業収益の改善と個人消費の回復のなかで株価は上昇し、引き続き赤字であるとはいえ財政赤字は健全化に向かっていった。ただし、日欧と米国との金利差は残っており、アメリカへの資金流入とアメリカを中心とする世界的金融仲介構造は残っていた。アメリカの金融機関は、高利で集めるので高利で運用せざるをえない。アメリカの金融機関に欧州・日本の金融機関が加わってドル資金が積極的に供与され

ていった。全世界的にこのような金融仲介機構が構築された帰結は、全世界的な過剰投資・過剰生産・製品の供給過剰であった<sup>9)</sup>。鉄鋼、自動車、半導体などの過剰生産は、それらの実現困難と借金返済のために高利の短期借入へのシフト→短期的収益を求めて不動産融資への傾斜→バブルの形成を必然化させていった。こうして、先進国に付き物であった金融バブルは大量の国際資本移動を通じて新興経済圏にも輸出されていった。こうして膨らんだバブルを破裂させる引き金は、通貨アタックでも資本逃避でもあるいは国内の金融引締めでも充分であった。本稿では、引き金が強力に作用すれば一気に金融システムの瓦解と実体経済の停滞を引き起こさざるをえない構造的要因そのものを問題にした。

注：

- 1) 95年以降、米国の国債発行額のうち外国人による購入の占める割合が100%を越え、このうち公的部門の占める割合が40%を占めている。その意味で、合衆国政府債務のかなりの部分が純粋に投資目的ではない外国の公的資金によって支えられている。こうした民間および公的マネーの米国への流入は、同国の実態経済活動に必要な規模を超えており、その一部は株式市場に向かって株価を釣り上げ、他の部分は新興市場に向かって投機的運用を行っている。いわば、国内におけると同様に、国際的にも異常な資金循環が発生しているといえることができる。米国内および国際市場における異常な資金循環構造を作り出した要因の一つは、世界最大の債権国であり、1,200兆円の個人貯蓄（企業部門まで含めると4,000兆円）を保有する貯蓄大国日本の超低金利政策である。
- 2) Cf., Sobol, D.M., "Foreign Ownership of U.S. Treasury Securities: What the DaShow and Do Not Show", Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol.4, No.5, pp.2-3.
- 3) 米銀は、ドル建ての貸付のほか、BIS統計にあらわれない現地通貨建ての貸付を保有しているといわれている。1997年6月末の時点で、その残高は、香港向け14億3百万ドル、インドネシア向けが7400万ドル、マレーシア向けが11億5千万ドル、フィリピン向けが15億6700万ドル、シンガポール向けが12億8800万ドル、台湾向けが13億6300万ドル、タイ向けが20億2300万ドルといわれている。Cf., Nanto,

D., "The 1997-98 Asian Financial Crisis" *CRS Report for Congress*, February 6, 1998, p.22.

- 4) この金融市場開放圧力の背景には、「ウォール街・財務省・IMF」複合体があった。Cf., Wade, R. and F. Veneroso, "The Asian Crisis: The High Debt Model vs. The Wall Street-Treasury -IMF Complex", The Russel Sage Foundation, 1998.
- 5) 通貨アタックは、新興経済圏諸国の経済実態と制度・政策とのズレを狙って仕掛けられた。Cf., International Monetary Fund, *World Economic Outlook: Financial Crises; Causes and Implications*, May, 1998, p.37.
- 6) Cf., Uchitelle, L., 'Global Good Times, Meet the Global Glut' *New York Times*, Nov,16,1997.

### 〈質疑応答〉

高倉 泰夫 (長崎大学)

「アメリカの金融機関は短期で調達し長期で運用することが全般化したために金融危機が頻発した」(レジュメP. 12)としているが、それではその長短の齟齬を危機とし、またしないのはどこにその要因があるといえるのか。

〔答〕

報告者は、アメリカの金融危機の根本原因は金融機関における資産と負債のミスマッチにあると考えている。これは、このミスマッチが生じた要因についてのご質問だと解釈する。基本的には、金融機関が競争に促進されて長期の資金運用にシフトし、それを支える資金的基盤が短期金融市場を通じる市場性資金であったということが要因であった。

深町 郁彌 (熊本学園大学)

「アメリカにおける管理通貨制度にかんして、金・ドル交換のプレトンウッズ体制と変動相場制のあいだにどのような違いがでてくるのでしょうか。本日は今日のアジア金融危機、ロシアの危機、アメリカの証券市場の崩落についてふれられたので、質問いたします。

金・ドル交換の存在ということは米国の基軸通貨ドルの供給、そして国内の現金通貨供給にどう作用してくるとお考えですか。

〔答〕

先進国だけでなく新興経済圏にまで金融バブルが発生し、その破裂とともに国際

間において金融危機が連鎖的に発生した点に、90年代の特徴があると考えている。金融危機とバブルの連鎖性の原因は、80年代以降（90年代に入ってからさらには急激に）国際資本移動が拡大したことに求められる。そして、さらにその基礎には、1971年の金・ドル交換停止、73年の変動相場制への移行という要因があったと考える。とくに、市場性負債への依存度上昇のために、銀行信用が要求払預金に対する準備となるべきベース・マネーの供給から乖離することが重要である。また、金・ドル交換停止は、アメリカの金融節度喪失を対外的に追認するものであった。大量の国際資本移動がなければ、新興経済圏まで巻き込んだバブルと金融危機の連鎖的発生は生じなかったのではないかと考える。しかも、アメリカを中心とする世界的金融仲介の過程で新興経済圏まで巻き込んで現実資本蓄積の過剰と貨幣資本蓄積の過剰が展開した。アメリカの高株価の景気拡大は、このような不均衡のうえに乗って展開していると見ている。

#### 建部 正義（中央大学）

現在の我が国の信用不安をどのように認識しておられますか。信用恐慌なのか、金融パニックなのか、金融危機なのか、いずれでしょうか。また、そのメルクマーをどの点に求められますか。

#### 【答】

現在の我が国の状況は、信用恐慌の入り口には立っているが、まだ本格的な信用恐慌ではないと考えている。連鎖的な支払不能と預金取り付け、大型金融機関の連鎖的倒産が生じれば、信用恐慌と捉えるべきだと考えるが、現時点ではそこまでいっていない。

#### 掛下 達郎（松山大学）

20年代のバブルと80年代、90年代のバブルの形成には、理論的・歴史的に何か重要な違いがあるのでしょうか。国内的な管理通貨制度への移行と国際的な変動相場への移行にともなう商業銀行を中心とする金融機関の業務内容の変容を念頭に置いて質問いたします。

#### 【答】

20年代には大恐慌によって徹底的な価値破壊が行われたのに対し、管理通貨制度下の現代においては「最後の貸し手機能」の大規模化とセーフティネットの拡充によって価値破壊が完全になされないという違いがある。現代では、このことが、貨幣資本蓄積の非伸縮的拡大を引き起こし、バブルと金融危機がそのマグニチュードを大きくしながら何度も発生する要因の一つとなっている。商業銀行とのかかわりで言えば、徹底的な価値破壊が行われないという上述の要因のほか、短期金融市場

を通じる市場性資金調達への依存度が高まったために、その業務が次第にハイリスク化・長期化していったことが重要である。

**紺井 博則** (國学院大学)

①「バブル化」、「バブル経済化」と表現する場合、何を指標(または基準)としてとらえておられるのか。②「バブル化」という問題は景気循環論上の局面(好況→好況末期)の問題としてとらえるのか、あるいは各国の金融システム、金融市場論レベルの構造としてとらえるのか。

**【答】**

①については、アメリカを念頭において言えば、国債利回りに対して株式利回りが下方に乖離していくことがバブルの指標であると考えている。90年代のアメリカのバブルは、この株式市場のバブルを基礎にして生じていると考える。また、日本や新興経済圏で生じたバブルについては、実需にもとづかない投機的な金融資産(土地も含めて)取引が発生し、それが信用取引によって支えられて発生した点に基準を求めることができる。

**木村 二郎** (桃山学院大学)

バブルの膨張・収縮あるいはリスクの累増・表面化の根本原因は何か。またこのプロセスは永続的に繰り返すのか、どこかで壁にぶつかるのか。

**【答】**

壁にぶつかるかと考える。その、指標は、「最後の貸し手」機能の中心にいえる中央銀行のバランスシートが悪化し、救済機能が果たせなくこと、および財政的にチェックがかかることにある。ただし、そこに達する以前に金融システムにはかなり緊張しかつセンシティブな状態が生まれ、何かのきっかけ(大型金融機関の倒産、株価の急落など)を契機に一気に瓦解が発生する可能性はある。

**小野 朝男** (和歌山大学)

バブルとは何か。景気の過熱(オーバーヒート)か、インフレーションなのか。それは、なぜ、いつ発生したのか。

**【答】**

景気の過熱やインフレーションとは異なる。資本主義の歴史の中で、バブルは現実資本蓄積の停滞とそれを隠蔽するための投機を含む金融操作が大々的に行われ、しかもそれが信用の拡張によって支えられる状況が現れた時に発生するという傾向があった。バブルの指標については、前述の木村氏に対する回答を参照されたい。

下平 尾勲 (福島大学)

金融危機の発生との関連で設備投資の問題をどのように位置づけるのか。

**【答】**

今回の金融危機の根底には、新興経済圏における過剰投資、過剰生産、したがって過剰供給→商品の実現困難があったと考えている。それを造り出したのではアメリカを中心とする世界的金融仲介と新興経済圏の経済成長であった。



## 部会活動報告

[北海道部会]

- (1) 日時 1998年3月28日(土)午後2時より  
場所 北海学園大学研究棟10階会議室  
報告者 宮下 郁男氏(旭川大学)  
論題 「合衆国企業合同期における英米資本関係の展開」
- (2) 日時 1998年7月11日(土)午後2時より  
場所 札幌大学中央棟2階第1会議室  
報告者 北林 雅志氏(札幌学院大学)  
小島 基男氏(札幌大学)  
大矢 繁夫氏(小樽商科大学)  
論題 「小林真之『株式恐慌とアメリカ証券市場』北大図書  
刊行会によせて」

**[西日本部会]**

- 日 時 1999年3月28日(日) 午前9:00~12:00
- 場 所 熊本学園大学本館4階第二会議室
- 報告者 中塚 晴雄氏(九州大学)
- 論 題 「投資銀行のパーティシペーション・シンジケートとニューヨーク外債市場——第一次大戦期から1920年代にかけて——」
- コメンテータ 平岡 賢司氏(熊本学園大学)

## 学会事務局報告

1. 98年度本学会大会は以下のように開催された。

春季大会 1998年5月5日

開催担当校 東京経済大学 大会準備委員長 藤井速実氏

テーマ「現代の通貨・金融危機」

報告者および論題

「メキシコの通貨・金融危機——ドルとNAFTA」

高懸雄治氏 (札幌学院大学)

「アジアの通貨・金融危機」

井上伊知郎氏 (久留米大学)

「通貨危機の国際連関」

山本栄治氏 (甲南大学)

司 会

片岡 尹氏 (大阪市立大学) 紺井博則氏 (國學院大學)

秋季大会 1998年10月26日

開催担当校 大阪市立大学 大会準備委員長 片岡 尹氏

テーマ「恐慌とバブル」

報告者および論題

「擬制資本と信用恐慌——大恐慌期における現実資本と貨幣資本の  
価値破壊——」

小林真之氏 (北海学園大学)

「バブルと恐慌——日本のバブル発生過程を中心として——」

一ノ瀬篤氏 (岡山大学)

「金融危機の頻発とバブルの形成——アメリカを中心に——」

川波洋一氏 (九州大学)

## 司 会

坂本 正氏（熊本学園大学） 高山洋一氏（大東文化大学）

2. 理事会は5月4日、5日および10月25日、26日の4回開催された。

○5月5日の大会において1999年～2001年度の理事の選出（投票による）がおこなわれた。選出された理事は以下の通り。

（アイウエオ順、敬称略）

飯田裕康、一ノ瀬篤、太矢繁夫、片岡 尹、川波洋一、坂本 正、  
高山洋一、建部正義、西村閑也、深町郁彌、吉田 暁

○10月25日の理事会に先立ち上記新理事による推薦理事の選出をおこな  
い、以下の通り選出した。（アイウエオ順、敬称略）

居城 弘、小野朝男、小野英祐、木村二郎、久留間健、小西一雄、  
小林 真之、佐々木仁、下平尾勲、高山 満、永田裕司、平勝 広、  
村岡俊三、山本栄治

代表理事に深町郁彌会員を互選し、上記下線付きの諸会員を常任理事とす  
ることとした。なお、以上の理事の任期は、1999年1月1日より2001年12  
月31日までの3カ年である。

なお、会計監事は、相沢幸悦、紺井博則両会員にお願いすることとした。

3. 1998年度理事会で承認された新入会員は以下のとおり。（受付順。敬称略）

清水 徹（小樽商業高等学校）

徳永潤二（立教大学・院）

井村喜代子（慶應義塾大学）

今井祐之（一橋大学・院）

山村延郎（九州大学・院）

（文責 飯田）

## 会員著書・論文目録（自1998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
青山 和司	『アメリカの信託と商業銀行』	日本経済評論社	1998年1月
石橋 貞男	電子マネーと貨幣の本質	和歌山大学『経済理論』 285号	1998年9月
一ノ瀬 篤	バブル初期段階の株価高騰について：1983—85年—泡沫の期（2）——	『岡山大学経済学会雑誌』第30巻第1号	1998年6月
	バブル本格化段階における為銀短資取入れと株式市場：補足考察——泡沫の期（3）——	同上 第30巻第2号	1998年9月
伊藤 誠	〈書評〉寺地孝之著『近代金融システム論』	関西学院大学商学研究会『商学論究』	1998年6月
	POLITICAL ECONOMY OF MONEY AND FINANCE 共著	MACMILLAN	1998年
	『日本経済を考え直す』	岩波書店	1998年11月
	現代資本主義のグローバル化と経済体制の多様化	東京経済大学『東京経大会誌』第207号	1998年2月
	『共産党宣言』の経済学と社会主義論	『経済と社会』1998年冬季号第12号	1998年2月
	廣松物象化論と労働の評価問題	『情況』1998年4月号	1998年4月
	ソ連経済の経験とこれからの社会主義	社会主義理論学会編『二〇世紀社会主義の意味を問う』	1998年4月
井上伊知郎	グローバリゼーションのもとでの日本資本主義とアジアの経済危機	『情況』1998年11月号	1998年11月
	現代世界と『共産党宣言』一五〇周年	『思想』1998年第12号	1998年12月
	為替媒介通貨ドイツ・マルク成立の背景をめぐって——田中見解への疑問——	久留米大学『比較文化研究所紀要』第18輯	1996年9月
	アジア通貨取引とタイ・インドネシアの為替相場制度変更（上）	『金融ジャーナル』	1997年2月
	アジア通貨取引とタイ・インドネシアの為替相場制度変更（下）	『金融ジャーナル』	1997年3月
日本の銀行間外国為替市場におけるアジア通貨取引	久留米大学『産業経済研究』	1996年9月	

- |       |   |  |          |
|-------|---|--|----------|
|       | 国際通貨に関する若干の資料<br>—各国中央銀行による外国為<br>替市場調査(1995年4月)より          | 久留米大学『産業経済<br>研究』                          | 1996年6月  |
|       | 国際通貨に関する若干の資料(続)<br>—各国中央銀行による外国為<br>替市場調査(1995年4月)より       | 久留米大学『産業経済<br>研究』                          | 1996年9月  |
|       | 国際通貨に関する若干の資料(完)<br>—各国中央銀行による外国為<br>替市場調査(1995年4月)より       | 久留米大学『産業経済<br>研究』                          | 1997年9月  |
|       | 〈書評〉岩田健治著『欧州の金<br>融統合—EECから域内市場完<br>成まで—』                   | 『金融ジャーナル』                                  | 1996年8月  |
|       | アジア金融・通貨危機の原因を<br>めぐって—タイを焦点に—                              | 『金融ジャーナル』                                  | 1998年8月  |
| 岩田 健治 | 投資通貨の脱ドルと欧州金融・<br>通貨圏の形成                                    | 『証券経済学会年報』<br>第33号                         | 1998年5月  |
|       | EU通貨統合と欧州資本市場   | 『世界経済評論』第42<br>巻第9号                        | 1998年9月  |
|       | 第5章欧州中央銀行と金融政策  | 相沢幸悦編著『欧州<br>通貨統合と金融・資<br>本市場の変貌』日本<br>評論社 | 1998年12月 |
| 植田 欣次 | 日本勧業銀行大阪支店と農工銀<br>行—戦間期の宅地抵当金融の<br>考察                       | 『地方金融史研究』第<br>29号                          | 1998年3月  |
|       | 杉本正幸の「不動産金融体系」<br>の特質(1)                                    | 『創価経営論集』23巻<br>2号                          | 1998年11月 |
| 大谷禎之介 | 関于「資本論」第3巻馬克思的<br>原稿出版的幾点思考                                 | 『馬克思恩格斯列寧斯<br>大林研究』第4号                     | 1997年    |
|       | 「貨幣資本と現実資本」(「資本<br>論」第3部第30—32章)の草稿<br>について                 | 『経済志林』第64巻第<br>4号                          | 1997年3月  |
|       | ソ連の「社会主義」とはなんで<br>あったか                                      | 『中央大学経済研究所・<br>研究会報』第55号                   | 1997年8月  |
|       | 『資本論』第2部第8稿の執筆<br>時期について—MEGA第2部<br>第11巻の「付属資料」の作成の<br>ために— | 『経済志林』第65巻第<br>4号                          | 1998年3月  |
| 大島 重衛 | 金融機関類型の一視点  | 『金沢経済大学論集』<br>32巻1号                        | 1998年7月  |

- |       |   |                       |              |
|-------|---|-----------------------|--------------|
| 掛下 達郎 | 「アメリカ商業銀行の割賦信用(1)、(2)——管理通貨制度における商業銀行業務の変容——」 | 【松山大学論集】第10巻第4号、第5号   | 1998年10月、12月 |
| 片岡 尹  | メキシコの対外債務と金融改革(1)                             | 【経営研究】49-1            | 1998年5月      |
|       | メキシコの対外債務と金融改革(2)                             | 【経営研究】49-2            | 1998年7月      |
| 金井 雄一 | 〈書評〉川波洋一著『貨幣資本と現実資本』                          | 【金融経済研究】第13・14号       | 1997年11月     |
|       | 「1930年代のイギリス経済と『もう一つのケインズ革命』への道」              | 【土地制度史学】第159号         | 1998年4月      |
|       | 〈書評〉寺地孝之著『近代金融システム論』                          | 【金融財政】第9077号          | 1998年6月      |
|       | 「労働党政権下のBOEの金融政策」                             | 【金融財政】第9091号          | 1998年8月      |
|       | 「為替平衡勘定の歴史的意義」                                | 【佐賀大学経済論集】第31巻第3・4合併号 | 1998年11月     |
| 川合 研  | 19世紀末のアメリカにおける小切手決済制度の発展                      | 【金融経済研究】第15号          | 1998年10月号    |
| 河合 正修 | 【戦時財政金融】                                      | 時潮社                   | 1998年3月      |
| 川本 明人 | 金融危機とビッグバン                                    | 【損保企画】No.674          | 1998年4月      |
|       | 金融危機とリスクマネジメント                                | 【危険と管理】第29号           | 1998年10月     |
| 小林 真之 | アメリカ証券市場と銀行制度                                 | 北海学園大学『経済論集』45-3      | 1997年12月     |
|       | 信託会社の破綻と1907年恐慌                               | 北海学園大学『経済論集』45-4      | 1998年3月      |
|       | 〈書評〉須藤功著『アメリカ巨大企業体制の成立と銀行』                    | 【金融経済研究】15号           | 1998年10月     |
|       | 【株式恐慌とアメリカ証券市場】                               | 北大図書刊行会               | 1998年2月      |
| 坂口 明義 | 〈翻訳〉M. アグリエッタ著『成長に反する金融システム』                  | 新評論                   | 1998年2月      |
|       | 貨幣重視ケインズ主義の主要仮説——H. リーゼによる貨幣機能論の展開——          | 【東北学院大学論集経済学】第138号    | 1998年9月      |
| 真田 哲也 | 信用制度の基本問題(4)                                  | 福島大学『商学論集』第66巻第3号     | 1998年3月      |
| 清水 正昭 | 「バブル」発生の金融メカニズム——銀行行動の分析を通じて——                | 【千葉商大論叢】第36巻第1号       | 1998年6月      |



- |       |   |   |   |
|-------|---|---|---|
| 清水 徹  | <p>利率とインフレーションに関して——我国とラテンアメリカ諸国を事例に——</p> <p>健康で豊かな生活に関する高福祉的経済分析と総合——我国とOECD加盟諸国を対象に——</p> <p>ラテンアメリカ諸国に見るハイパー・インフレーションの理論と現実——インフレ収束政策の成功要因の検討——</p> | <p>緑ヶ丘学術研究会編『経済学論纂』1997—1998年度合併特集号</p> <p>緑ヶ丘学術研究会編『経済学論纂』1997—1998年度合併特集号</p> <p>緑ヶ丘学術研究会編『経済学論纂』1997—1998年度合併特集号</p> | <p>1998年 8月</p> <p>1998年 8月</p> <p>1998年 8月</p> |
| 鈴木 健  | <p>『メインバンクと企業集団』</p> <p>金融再編と独占的結合</p> <p>90年代金融恐慌で企業集団は再編される</p>   | <p>ミネルヴァ書房</p> <p>『日本の科学者』Vol.33、No.12</p> <p>『エコノミスト』</p>  | <p>1998年 5月</p> <p>1998年12月</p> <p>1998年11月</p> |
| 高倉 泰夫 | <p>〈書評〉高木彰『現代経済学の基礎理論』</p> <p>固定資本と資本制経済</p>  | <p>『立命館経済学』</p> <p>長崎大学『経営と経済』</p>  | <p>1997年 8月</p> <p>1998年 9月</p>                 |
| 高山 洋一 | 〈書評〉坂本正著『金融革新の源流』   | 熊本学園大学『海外事情研究』（第26巻第1号）   | 1998年 9月  |
| 武井 邦夫 | 『茨城の思想』（編著）   | 茨城新聞社   | 1998年 8月  |
| 竹田 聡  | バブルの膨張・収縮と企業の両建て「財テク」   | 『年報 財務管理研究』第8号  | 1998年 6月  |
| 建部 正義 | 電子マネー再論   | 中央大学『商学論纂』第39巻第3・4号   | 1998年 3月  |
| 津田 和夫 | 『巨大機関投資家』   | 講談社（現代新書）   | 1990年 5月  |
|       | 『巨大銀行の構造』   | 講談社（現代新書）   | 1993年 7月  |
|       | 『現代銀行論入門』（二訂）   | 経済法令研究会   | 1999年 4月  |
|       | 第10章 コーポレートファイナンス   | 吉野昌甫編『新国際金融論』有斐閣  | 1993年 9月  |
|       | 第4章 公的金融システムの改革   | 数阪孝志編『日本型金融システムの転機』東大出版会  | 1998年 7月  |
|       | わが国企業によるワラント債の諸問題   | 日本証券経済研究所大阪研究所『証券経済』179   | 1992年 3月  |

	証券市場におけるわが国銀行の役割	日本証券経済研究所 大阪研究所『証券経済』188	1994年6月
	社債規制緩和と投資勧誘の諸問題	『証券経済学会年報』 第31号	1996年5月
中塚 晴雄	ニューヨーク外債市場の形成過程——英仏第一次大戦債を契機として——	日本証券経済研究所 『証券経済研究』第11号	1998年1月
	投資銀行の外債引受過程——モーゲイジ債と財務代理勘定について——	九州大学大学院『経済論究』100号	1999年3月
	マーチャント・バンクの外債引受過程——外債担保と財務代理勘定について——	九州大学大学院『経済論究』100号	1999年3月
	投資銀行の外債引受業務とニューヨーク外債市場	九州経済学会『九州経済学会年報』第36集	1998年11月
中村 泰治	景気停滞の原因について	浦和短期大学『浦和論叢』第20号	1998年6月
中村 太和	『検証・規制緩和』	日本経済評論社	1998年6月
西倉 高明	『基軸通貨ドルの形成』	勁草書房	1998年6月
野田 弘英	経済成長と信用創造	東京経済大学『東京経済学会誌』207号	1998年2月
深町 郁彌	国際金融の証券化と資本の移動	東京経済大学『東京経済学会誌』207号	1998年2月
	EUにおける証券市場の国際統合	『熊本学園大学経済論集』第5巻1・2号	1998年10月
福光 寛	1997年11月の金融パニックについて	『立命館経済学』第46巻第4号	1997年10月
	日本における資産証券化の展開(上)	『成城大学経済研究』第142号	1998年10月
	外人投資と日本の株式市場	『証券経済学会年報』第33号	1998年5月
藤田 誠一	対称的な国際通貨制度構築の試み	神戸大学『経済学研究年報』44	1998年3月
	EU通貨統合：非対称性と国際通貨論の視点から	『信用理論研究』第16号	1998年5月
	EMUと最適通貨圏	『国民経済雑誌』178巻2号	1998年8月
	欧州通貨統合とユーロの将来	『神戸経済同友』311号	1998年9月

- |       |   |                              |          |
|-------|---|------------------------------|----------|
| 前田 淳  | 東南アジア金融・通貨危機と国際的マネーフロー  | 北九州大学『商経論集』第34巻第1号           | 1998年11月 |
| 前畑 雪彦 | 紙幣流通の独自の法則について——不換制の貨幣理論の形成のために——   | 『立教経済学研究』第51巻第4号             | 1998年3月  |
| 松井 安信 | 日本銀行の独立性・序論   | 札幌学院『商経論集』第14巻第4号            | 1998年3月  |
| 松浦 一悦 | 古典的国際金本位制の安定条件について～M.Panicの見解を中心に～  | 『松山大学論集』第9巻第5号               | 1997年12月 |
|       | 古典的国際金本位制の安定条件について(2)～周辺国からみた金本位制の長期的存続要因～  | 『松山大学論集』第10巻第1号              | 1998年4月  |
| 松本 朗  | 日銀特融はインフレマネーの供給になるのか  | 行財政総合研究所『行財政研究』No.35         | 1998年2月  |
|       | Difference between the Appreciation or the Depreciation of Yen and the Overvaluation or the Undervaluation of Yen | 愛媛大学経済学会『愛媛経済論集』第17巻3号       | 1998年3月  |
|       | 円高・円安の分析視角——外国為替相場変動の2要因に基づいて——   | 『信用理論研究』第16号                 | 1998年5月  |
|       | 地域経済から見た金融ビッグバン   | 基礎経済科学研究所『経済科学通信』第87号        | 1998年7月  |
|       | 金融ビッグバンの概要とその背景   | いよぎん地域経済研究センター『調査月報IRC』第122号 | 1998年8月  |
| 三谷 進  | アメリカ投資信託の展開と信用制度——両大戦間期を中心に——   | 『金融経済研究』第11・12号              | 1997年3月  |
|       | アメリカ投資信託におけるピラミッド・システムの形成——両大戦間期を中心に——  | 『証券経済研究』第9号                  | 1997年9月  |
|       | アメリカ投資信託とピラミッド・システムの構造——1920年代から1930年代における金融システムと資本市場の変化——  | 名城大学『名城商学』第47巻第4号            | 1998年3月  |
|       | アメリカ投資信託の国際的展開——1960年代におけるファンド・オブ・ファンズの形成——   | 名城大学『名城商学』第47巻第4号            | 1998年3月  |
| 宮田美智也 | イギリスにおける銀行範疇の成立過程——イギリスにおける銀行制度の成立(1)——   | 『金沢大学経済学部論集』第18巻第2号          | 1998年3月  |

- |       |  |   |           |
|-------|--|---|-----------|
|       | イギリスにおける銀行間取引組織の成立過程——イギリスにおける銀行制度の成立(2・完)——     | 【金沢大学経済学部論集】第18巻第2号                         | 1998年3月   |
|       | 銀行信用と振替的信用創造——信用創造論の体系(1)——                      | 【金沢大学経済学部論集】第19巻第1号                         | 1998年12月  |
| 毛利 明子 | 貨幣の価値尺度機能と価格                                     | 【桜美林エコノミクス】                                 | 1998年12月  |
| 毛利 良一 | 債務危機・構造調整・社会開発                                   | 西川潤編【社会開発】                                  | 1997年2月   |
|       | 〈書評〉田坂敏雄著【パーツ経済と金融自由化】                           | 【経済】  | 1997年7月   |
|       | 世界銀行における開発経済学の展開                                 | 名古屋大学大学院国際開発研究科 Discussion Paper No.65      | 1998年2月   |
|       | アジア通貨・金融危機と「日本モデル」「東アジア・モデル」の再検討                 | 日本福祉大学福祉社会開発研究所「[転換期の日本経済を検証する]研究プロジェクト報告集」 | 1998年3月   |
| 山口 重克 | 【商業資本論の諸問題】                                      | 御茶の水書房                                      | 1998年11月  |
| 山村 延郎 | ドイツ信用制度におけるアルフイナントの源流——総合金融戦略への道程——              | 九州大学大学院【経済論究】102号                           | 1998年11月  |
| 山本 幹夫 | ニューヨーク株式市場の株価高騰とバブル化の諸要因——外国資本の流入と債券市場からの資金の流入—— | 【京都文化短期大学紀要】第28号                            | 1998年3月   |
| 楊枝 嗣朗 | 近代初期ロンドンをめぐる国際的多角決済システム——イギリス初期銀行業の貨幣制度的背景(3)——  | 【佐賀大学経済論集】第31巻第2号                           | 1998年7月   |
| 吉田 暁  | 第1編第2章 戦後の歩み                                     | 全国銀行協会連合会【銀行協会五十年史】                         | 1997年4月   |
|       | 金融システムの危機とセーフティネット                               | 信用理論研究学会【信用理論研究】第15号                        | 1997年5月   |
|       | オーバーローン論再考                                       | 東京経済大学【東京経大会誌】No.207                        | 1998年2月   |
|       | 金融ビッグバンについて上・下                                   | 国際労働運動研究協会【国際労働運動】No.322、323                | 1998年8—9月 |
| 吉田 賢一 | 利子率の変動と貯蓄・投資理論                                   | 東京経済大学【東京経大会誌】第207号                         | 1998年1月   |

- |   |   |          |
|---|---|----------|
| 変動為替相場制と購買力平価説<br>——管理通貨制下の為替相場の研究<br>(その2) ——  | 地方金融史研究会編<br>『地方金融史研究』第<br>29号 (社団法人全国<br>地方銀行協会) | 1998年3月  |
| 貨幣供給の内生性とインフレーション——<br>建部正義著『貨幣・金融論の現代課題』に寄せて—— | 中央大学『商学論叢』<br>第39巻第5・6合併号                         | 1998年5月  |
| 貨幣と信用——貨幣金融経済研究<br>(その1) ——                     | 『工学院大学共通課程<br>研究論叢』第36-1号                         | 1998年10月 |
| 貨幣と信用 (承前) —— 貨幣金融<br>経済研究 (その1) ——             | 『工学院大学共通課程<br>研究論叢』第36-2号                         | 1998年12月 |

信用理論研究 第17号

---

1999年10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
〒108-0073	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
〒112-0001	東京都文京区白山5-13-7 TEL03(3946)4800(代表)

---