

# 信用理論研究

第18号

2000年10月

---

## 大会報告および討論

春季大会共通テーマ 「平成大不況をめぐって」

平成不況の原因と現況

……………佐美 光彦（立正大学）

日本の90年代大不況をいかに把握するか

……………井村喜代子（慶應義塾大学）

秋季大会共通テーマ 「21世紀の国際金融システム——ドル・ユーロ・アジア通貨——」

国際金融のアメリカ化

……………春田 素夫（日本大学）

ECBとブンデスバンクのユーロ戦略

——軌跡と展望——

……………岩見 昭三（奈良産業大学）

アジア経済危機と国際金融システム改革

……………毛利 良一（日本福祉大学）

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                                 |      |
| 春季大会共通テーマ 「平成大不況をめぐって」                    |      |
| 平成不況の原因と現況                                |      |
| ……………佐美 光彦(立正大学)……………                     | (1)  |
| 日本の90年代大不況をいかに把握するか                       |      |
| ……………井村喜代子(慶應義塾大学)……………                   | (20) |
| 秋季大会共通テーマ 「21世紀の国際金融システム——ドル・ユーロ・アジア通貨——」 |      |
| 国際金融のアメリカ化                                |      |
| ……………春田 素夫(日本大学)……………                     | (38) |
| ECBと Bundesbank のユーロ戦略                    |      |
| ——軌跡と展望——                                 |      |
| ……………岩見 昭三(奈良産業大学)……………                   | (57) |
| アジア経済危機と国際金融システム改革                        |      |
| ……………毛利 良一(日本福祉大学)……………                   | (70) |
| 部会活動報告……………                               | (87) |
| 学会事務局報告……………                              | (91) |
| 会員著書・論文目録……………                            | (93) |

## 大会報告と討論

# 平成不況の原因と現況

佐 美 光 彦

(立正大学)

## I 平成不況の原因

平成不況が1991年ごろから始まり、多少の屈折を経ながら現在なお進行中であることは周知であろう。しかしここではその過程を省略し、主要な原因についてのみ説明する。

その原因は以下の二つであるが、それはともに悪循環的な因果連鎖であった。

第1は、不況とともに拡大した金融機関の経営悪化、その不良債権処理のための銀行の「貸し渋り」、その結果増大した中小企業の経営悪化と倒産、これによっていっそう増加する不良債権、という金融と実体との相互的悪循環である [ここでは、それをバブル崩壊連鎖と呼んでおこう]。

第2は、卸売り物価の持続的下落（デフレーション）が、97年後期からデフレスパイラルに発展した結果、大企業において設備投資の大幅な縮小・リストラが開始され、これによっていっそう需要減少と物価下落が促進される、という物価下落と投資収縮との相互的悪循環である [それをデフレスパイラル連鎖と呼んでおこう]。

この2要因は、1929年のアメリカ大恐慌をも特徴づけた要因であったから、平成不況が戦後最大の不況になったのも当然のことであった（したがって、平成不況を「大恐慌型不況」と呼ぶことが可能である）。だが、この2要

因については以下のような点に注意が必要である。

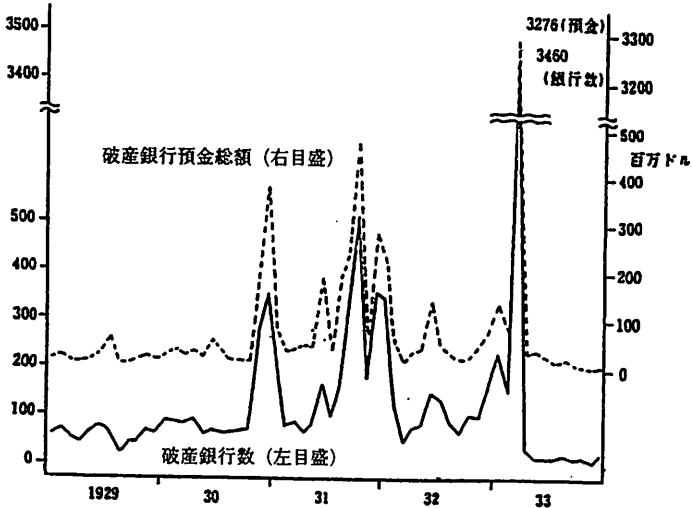
第1の要因について。大恐慌においては、激しい銀行倒産発生（図1参照）の主因が、大規模なデット・デフレーション（債務デフレ）の発生にあった。なぜならば、激しいデフレスパイラルによって物価および所得が急落し（図2、図3参照）、既存債務の元利返済が全般的かつ累積的に困難になっていった（この現象をI・フィッシャーの定義にしたがってデット・デフレーションと呼ぶ）からである。これに対して、いわゆるバブル崩壊の後遺症は副次的要因にとどまった。というのは、当時、アメリカの銀行は証券担保貸付や不動産担保貸付を行なう時、それらの時価のおよそ50%を担保価値としたので、株価や不動産価格が50%以下に下落し、その銀行資産が不良債権化したのは、31年半ば以降のことであったからである。

ところが、平成不況では、銀行の担保価値は時価の100%あるいはそれ以上（時には無担保）であったから、バブル崩壊と同時に銀行の不良債権が急増していった。これに対して、デフレスパイラルに伴うデット・デフレーションの進行は、まだ緒についたばかり（97年以降）であるから、その拡大の可能性は今後に残されている。以上の点は、両時期における銀行危機の内容の重要な相違であることに留意しなければならない。

第2の要因について。デフレスパイラルとは、史上はじめて大恐慌期に現れたデフレ現象であり、物価の下落と实体经济の縮小（とりわけ大企業の投資縮小・リストラ）との悪循環的進行であった。したがって、第1の悪循環も基本的にはこの収縮連鎖の結果にすぎなかった（したがって、M・フリードマンの著名な金融政策失敗説は、この因果関係を完全に無視する点で致命的欠陥を持っている）ことに注意しなければならない。

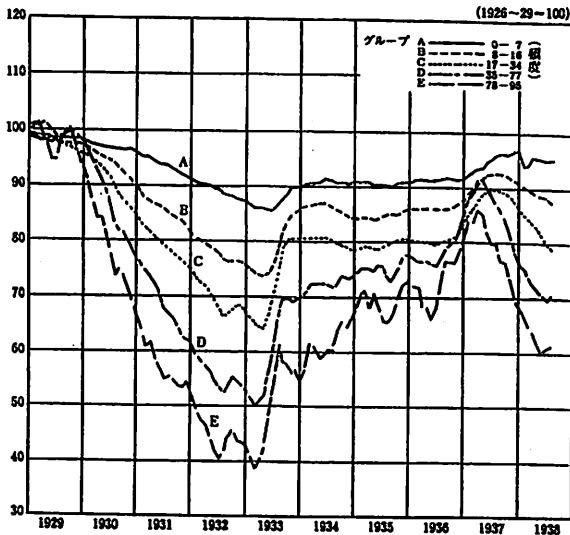
なお、デフレスパイラルが発生した原因は、寡占的大企業における商品価格および貸金率の下方硬直性が顕著になった点にあった。その理由はこうである。

〈図1〉アメリカの銀行破産 1929~33年



原資料はG.H.Moor, *Business Cycle Indicators*, Vol. II. および *Federal Reserve Bulletin*, Sep.1937.

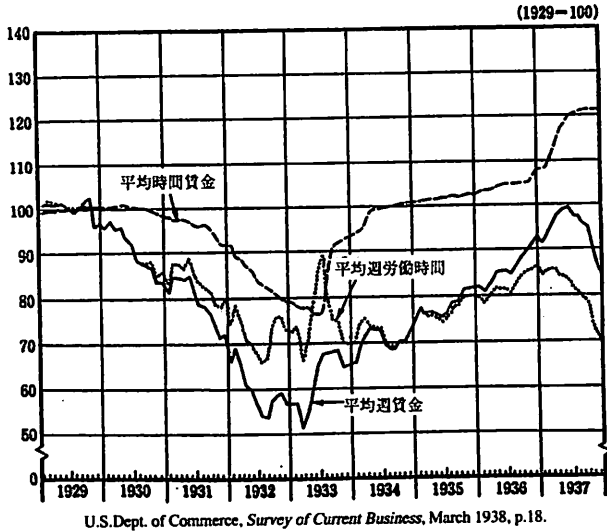
〈図2〉アメリカにおける商品グループ別卸売価格の変動 (月別)、1929~38年



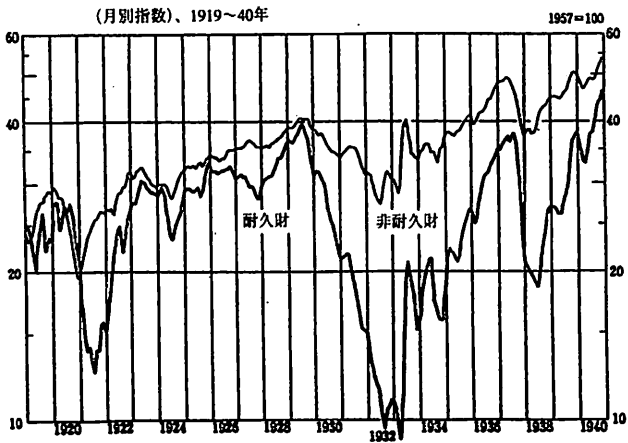
Group A~Eの区別は、731種類の商品の卸売価格について、1926~32年の7年間に価格変更が行われた頻度にしたがって分類されたもの。

National Resources Committee, *The Structure of the American Economy*. Part I, pp.147, 386-88.

〈図3〉アメリカ製造業の時間賃金・週賃金・週労働時間、1929~37年



〈図4〉アメリカの耐久財および非耐久財生産 1919~40年



景気下降・需要減少に直面した寡占的大企業は、商品価格をできる限り維持する（図2参照）ことによって利潤率を低下させないように対応する。また賃金率は、労働組合等の存在によって簡単には引下げられない仕組みが定着している（とくに31年後期まで大企業の賃金率は硬直的に維持された）。このため、大企業は、大幅な操業率の低下・パートタイマーの増大・失業者の排出（すなわち賃金率を相対的に維持しながら賃金支払い総額を大幅に圧縮する手段）等、要するに生産の激しい調整（=収縮）、大規模なリストラを強制された（図3、図4参照）。この結果、所得、したがって総需要は急減した。

これに対して、自由競争的な中小・零細企業は、生産調整よりも価格引下げ競争で対応した。したがって、これらの部門での生産減少は相対的に小さく、反対に価格が暴落し（図2、図4参照）、倒産も急増した。しかし、このことがいっそう総需要を収縮させ、大企業のリストラもいっそう進行せざるをえなかった。この結果、当時のアメリカの粗民間投資は史上例を見ないほど激しく縮小した（図5参照）。純投資どころか、原価償却投資さえほとんど0になった（記録上32年にはマイナスとなった）のである。

つまり、このような悪循環の発生は、寡占大企業と中小・零細企業の対応に大きな違いがあることをひとつの要因とした。その結果、両者の商品価格下落率に大きな格差が発生し、物価下落は競争的部門に集中したのである（図2参照）。逆に言えば、全部門一様な物価下落においては必ずしもデフレスパイラルは発生しない（1920年恐慌はその例である）ことに留意が必要である。

歴史的に言えば、このような物価機構の変質を介して、市場機能が均衡促進的なものから均衡破壊的なものに転化したのである（なお図6は、循環性恐慌における通常のデフレと大恐慌におけるデフレスパイラルの因果連鎖の違いを単純化して図示したものである）。平成不況の現局面でもこの均衡破壊的過

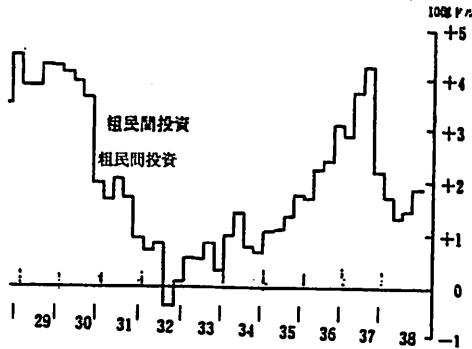


程が、後述するようにゆるやかであるが、確実に進行していることに注意しなければならない。

では、なぜこのような「大恐慌型不況」が日本経済に発生したのであるうか。以下ではその原因を世界資本主義体制の変質との関連で説明する。

〈図5〉アメリカの租民間投資 1929~38年

(四半期別)、1921~38年

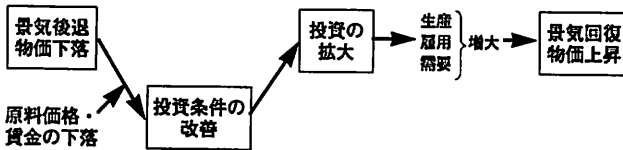


すべて季節変動調整済。

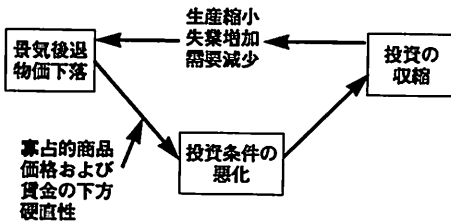
H. Barger, *Outlay and Income in the United States, 1921-1938.*

〈図6〉通常のデフレとデフレスパイラル

〈通常のデフレ〉



〈デフレスパイラル〉



## Ⅱ 世界資本主義（大恐慌回避）体制の変質

戦後、先進資本主義諸国に大恐慌回避体制が形成されたことは周知であろう。国内的には、銀行恐慌を起こさないための諸措置（預金保険機構、中央銀行の「最後の貸し手」機能の拡充、等）および不可逆的物価上昇の機構（＝インフレ体制。デフレスパイラルの発生を防ぐ役割を果たす）であり、国際的には、IMFを軸とするドル中心の固定為替相場制であった。ところが、この体制が70年代から80年代にかけて大きく変質し始めた。その大恐慌回避体制に生じた変質の特徴は、大きく見ると、次の3点に要約できる。

(i) まず固定相場制が変動相場制に移行した。その移行の理由は、①基軸通貨国アメリカのインフレが激化したため、ドルの対外金兌換が困難になったこと、②非基軸通貨国の一部で、国際資本移動の自由化が進化した結果、平価切下げのさい激しい投機が発生し、アジャスタブルな固定相場制の維持が困難になったことにあった。つまり、変動相場制は、アメリカ・インフレの世界的波及と国際資本移動の自由化とともに拡大した。

並行して国内的には、先進諸国においてインフレ体制の限界（インフレスパイラルやスタグフレーションの発生、財政赤字の膨張、生産性の停滞、等）が顕著になり、それらを克服するために新しい経済政策（市場主義的政策）が採用され始めた。その代表がレーガノミクスであり、その政策のひとつが規制緩和（小さい政府）であった。詳細は省略せざるをえないが、この政策は各種の経済問題（アメリカのいわゆる双子の赤字、途上国の累積債務問題、等）を生み出したが、物価上昇率の低下には成功し、事実上スタグフレーションを解消することに成功した。

これらの結果、80年代には先進諸国のほとんどすべてにおいて、低

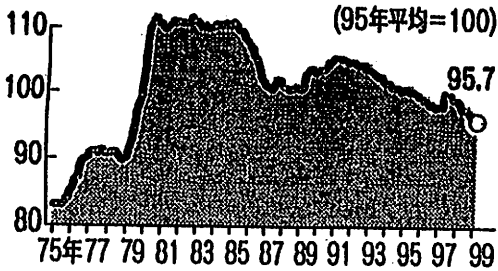
経済成長、低物価上昇率、規制緩和という世界が定着した。このような世界においては、貯蓄およびそれを基礎に形成される資金は、相対的に、設備投資金融に向かうよりも、価格差利潤を求める投機活動、しかも国際的規模での投機活動に向けられた。その主要な市場が為替・株式・不動産市場であり、それらを促進する金融手段も並行的に——金融自由化とともに——拡大した。こうして、80年代後半には多くの先進諸国でバブルが発生し、かつ崩壊した。

とりわけ日本では、大恐慌回避体制構築期に促進された特有の非競争的体制（いわゆる護送船団方式、等）が温存された結果、銀行の不良債権問題はすみやかに解決されず、事実上引延ばされ、ますます深刻化していった。

- (ii) 変動相場制においてもドルは基本的には基軸通貨の地位を保持し続けた。ドル預金（アメリカにとっての対外債務）をドル建てのまま外国市場で自由に運用できる、という史上最初のユーロ・ドル市場の形成が、それを側面から支える機能を果たした。

しかし、基軸通貨特権（基軸通貨国のみが、自国為替相場の変動から生じる不利益を負わない、したがって、自国の国際収支の悪化にも直接的影響を受けない、という特権）を制約していた対外金兌換制が外された結果、それ以後アメリカはこの基軸通貨特権を歯止めなく行使し始めたのである。その最大の現れのひとつが、經常収支の未曾有の悪化を基礎に85年から促進された大幅なドル安（円高・マルク高）、世界的低金利政策、等であった。したがって、それはアメリカ主導の経済政策であったが、並行して、規制緩和、金融自由化、等のいわゆるグローバリゼーション化も急速に促進された。とりわけ日本では、アメリカの金利を低下させつつ円滑にドル安を進行させるために、極端な金利の引下げ政策や積極的金融緩和政策がいわば半強制的に——

〈図7〉国内卸売物価指数の動き（「日経新聞」）



バブル経済の進行中にさえ——採用されていったのである。

このことは、日本において、バブル経済の異常な高まりを生みだしただけでなく、85～86年のいわ

ゆる円高不況以後、卸売り物価の長期的な下落をも導き始めた。

それは戦後はじめての出来事、より厳密に言えば30年代以来の出来事にほかならなかった。その主要な原因は、規制緩和に促進された価格競争の激化（いわゆる価格破壊現象）、円高による輸入商品価格の下落、デフレの脅威を認識しない（デフレは消費者に有利であるという安易な認識に基づく）通貨当局による物価下落の事実上の放置、等にあった。卸売り物価は、バブル高揚期における2年間ほどのゆるやかな上昇を別にすると、10年間以上も低下し続け、ピークから見るとすでに20%以上も下落してしまった（図7参照）。

だが、このことの意義は重大であった。というのは、デフレスパイラルの基本的原因であった寡占の大企業における価格および賃金率の下方硬直的機構は、日本においても、他の先進諸国においても、多かれ少なかれ存在し続けていたからである。ただ、戦後50年のあいだデフレスパイラルが発生しなかったのは、デフレ自体が阻止されていたので、物価下落に対する価格硬直的機構の反作用も作動しなかっただけのことであった。しかし、日本においては長期的物価下落とともに、デフレスパイラル発生の可能性が再現した。いわば、他国に先駆けて、意図せざる形で大恐慌回避体制の一角が外されたのである。

(iii) 現代の変動相場制は、基本的にはドルを中心とする国際通貨体制であると同時に、比較的少数の先進諸国の、いわば核だけが変動相場制を採用するという部分的な変動相場制であった。換言すれば、途上国の多くは何らかの固定相場制、とりわけドルに対するベッグ制を採り続けていた。これらの国は、このような事実上の固定相場制を維持するために、国際資本移動を多かれ少なかれ規制することを余儀なくされていた。

しかし、85年以降、アジアNIES、ついでASEAN諸国の急速な高成長が開始された。変動相場制においては、多国籍企業はその生産基地を国際経済上最も有利な諸国（低賃金、低為替相場、等々の国）に求めるので、これらの国に対する直接投資が急増し、それが国内の工業化・輸出産業育成政策等と結合した結果であった。しかも、90年代に入ると、この高成長に促進されて、先進諸国からの銀行資金等の短期資本も大量に流入し始めた。漸次拡大された金融市場における急速な規制緩和（資本取引の自由化）も、このことを促進した。とりわけアジア5か国（タイ、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン）では、経常収支の赤字を上回るほどの大量の外資流入が続き、これを基礎とする国内信用の膨張が、バブルを発生させる要因となった。しかも、それらの外国短資は国内では長期に運用されることが多かった。したがって、ひとたびバブルが崩壊し、大量の短資が引揚げられると、激しい銀行危機や信用収縮が引き起こされた。また、通貨当局は固定相場制を維持するために、下落する当該通貨を買い支えねばならなかったから、当局の保有外貨が激減した。しかも、ヘッジ・ファンド等の国際的投機機関が、投機目的で当該通貨を大量に売りあげさせた結果、為替相場は大暴落し、固定相場制は崩壊した。これが、97年7月から連鎖的に拡大したアジア通貨危機であった。

こうして、これらの国の通貨制度は事実上変動相場制に移行した。いわば市場の暴力的力を介してアジア諸国に変動相場制が普及したのである。したがって、これらの国の対外債務返済負担はますます増大し、銀行危機はいっそう拡大した。その上、IMFの救済融資に伴う誤った指導にも促進されて、これらの国では概して財政金融の引締め政策が展開されたので、短期的には経済政策がかえって实体经济の大幅な収縮を促進させることになった。これらの結果、アジア通貨危機はアジア経済危機に発展したのであり、このアジア経済の収縮が世界経済にも反作用し始めた。とりわけ平成不況進行中の日本経済にとって、その影響は深刻なものとなった。

こうして、(i) バブル崩壊の後遺症、(ii) デフレ経済の深化、(iii) アジア経済危機、等があいまって、平成不況は、97年後期以後、新しい段階に入り始めたのである。

### Ⅲ 平成不況の現況

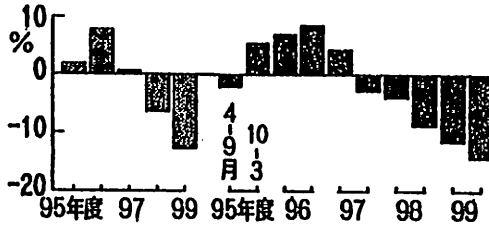
平成不況は、当初デフレを伴う「バブル崩壊連鎖」を主因に、中小企業の経営悪化、金融機関の不良債権増加の形でゆるやかに進行していた。しかし、94年から96年にかけての鉱工業生産やGDPの増加を評価した企画庁の「自律的回復」宣言を受けて、97年に橋本政権がいわゆる「財政構造改革」(事実上の増税)に着手すると、不況現象が一挙に拡大した。消費が減退し、企業倒産、失業が急増に転じた。このころからアジア経済危機に伴う需要減退が国際商品価格の下落を加速したことも加わって、卸売り物価も再び着実に下落し始めた(図7参照)。しかも、年末には大型金融機関の倒産が連続し、金融危機が発生した。これによって、中小企業向けの「貸し渋り」も一段と強化された(図11参照)。

確かにこの金融危機は、公的資金の導入（金融的セーフティネットの発動）によって恐慌化を阻止された。しかし、このころから大企業の大幅なリストラ（設備投資の縮小・合理化、雇用の削減、賃金カット、等）が開始され（図8、図9参照）、他方で、競争的中小企業を中心とする価格競争（他企業を押し退けて採算割れでも契約を取ろうとする競争）が激化した。両部門間の価格下落に明瞭な格差が現れ、「デフレスパイラル連鎖」が稼働し始めた。物価下落と大企業を含めた投資縮小（实体经济収縮）との悪循環が開始されたのである。もちろん、政府の需要拡大政策や金融システム安定化政策が発動され続けているので、デフレスパイラルはきわめてゆるやかにしか進行していない。だが、卸売り物価は現在でも下げ止まっていないのであるから、デフレスパイラルはなお進行中であると考えられる。とりわけ大企業の投資計画はすでに将来にかけての縮小を予定されているので、いわゆる投資マインドは冷えきったままである。

このような時、政府の需要拡大政策（公共投資拡張、減税、等）も、中央銀行の金融緩和政策も、ともに实体经济を拡大に転じさせるほどの効果をもたない。大企業を中心とする設備投資期待が収縮中であり、いわゆる過剰設備や過剰雇用が増大しつつあるからである。また民間消費も、給与総額がゆるやかであるが減少中であること（図9参照）、その上、将来の实体经济の収縮を予測することによって、生活防衛的にならざるをえないからである。かりに銀行の不良債権処理が完了したと仮定しても、それは实体经济拡張に直接に結びつくわけではないことに留意しなければならない。

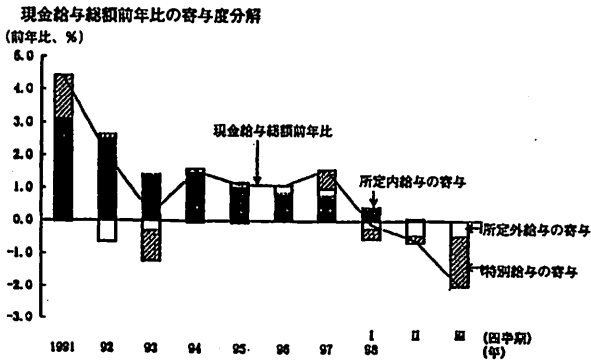
だから、経済企画庁が現在、不況の「底うち」感を強調できるのは、信用保証協会等による中小企業に対する特別信用保証や賃金助成の増大が、その倒産件数を相対的に減少させているからである（図12参照）。いわば、市場原理の徹底からするとまったく逆の政策、すなわち社会的過剰資本に対する温存化政策が、デフレスパイラルにおける価格下落の最も深刻な部

〈図8〉設備投資の伸び（全産業、前年同期比）（「日経新聞」）

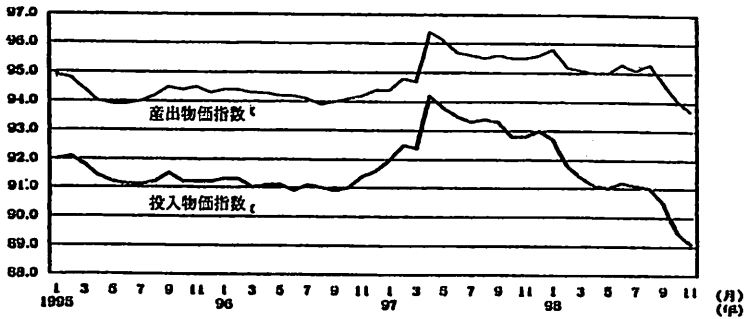


(注) 1. 98年度は実績見込み、99年度は当初計画。  
 2. 98年度10-3月は実績見込み、99年度4-9月及び10-3月は計画

〈図9〉賃金の動向（経済企画庁「日本経済の現況」平成11年版）



〈図10〉投入物価・産出物価指数（製造業総合）（経済企画庁「日本経済の現況」平成11年版）



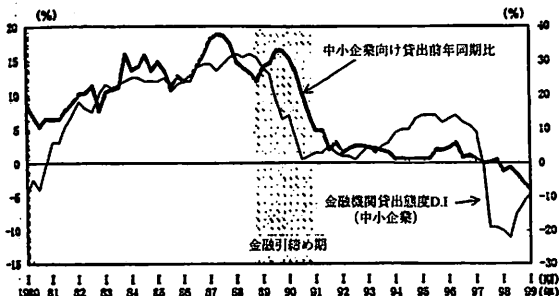
(備考) 1. 日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」による  
 2. 交易条件指数 = (産出物価指数 / 投入物価指数) × 100  
 3. 90年平均 = 100



分に働きかけ、それが一時的効果を發揮しているのである。

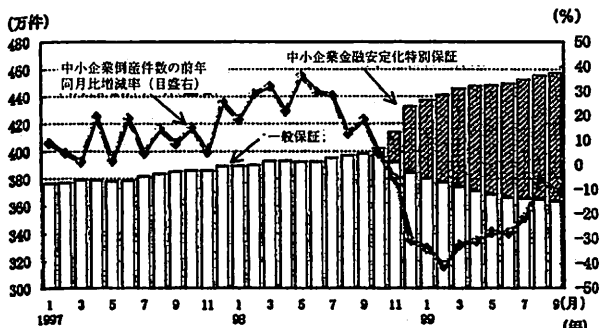
反対に、大企業の設備投資計画はすでに大幅な縮小を決定しているので、当分デフレスパイラルは進行せざるをえないであろう。しかも、所得が、ゆるやかであるが、確実に減少しつつあることは、デット・デフレの危険性さえ残されていることを示している。不況が底うちして反転するためには、大企業のリストラが効果を發揮し始め、民間設備投資が増大に転ずるまで待たねばならないであろう。

〈図11〉 中小企業向け貸出と金融機関貸出態度の推移 (経済企画庁「日本経済の現況」平成12年版)



- (備考) 1. 日本銀行「金融統計経済月報」より作成。  
 2. 中小企業向け貸出は、都市銀行、地方銀行、信託銀行、長期信用銀行の各四半期末残高合計の前年同期比。  
 3. 中小企業は、資本金1億円以下または常用従業員300人以下、(卸売業は資本金30百万円以下、または常用従業員100人以下、小売業、飲食店及びサービス業は資本金10百万円以下または常用従業員50人以下)の法人および個人企業のほか、「個人」を含む。

〈図12〉 増加する保証件数と減少する中小企業倒産 (経済企画庁「日本経済の現況」平成12年版)



(備考) (社)全国信用保証協会連合会「信用保証協会事業概況」、(株)東京商工リサーチ「倒産月報」により作成。

## 〈侘美報告へのコメント〉

小野 英祐氏（国士舘大学）

侘美氏は、1994年に大著『世界大恐慌——1929年恐慌の過程と原因——』を刊行され、これをふまえて昨年は、『大恐慌型不況』によって平成不況の解明を試みられた。そして今回は、こうした長年にわたる精力的なご研究に依拠されながらも、論点を「平成不況の原因と現況」だけに絞ってご報告いただいた。したがって論旨は簡潔かつ明解である。しかしそれだけに、私にとっては疑問点もまた鮮明に浮かび上がってきた。

まずは、氏の説く「バブル連鎖崩壊」についてである。この連鎖はレジュメの冒頭で簡潔に説明されているが、私には氏の主張されるように金融機関の不良債権の発生がただちに「貸し渋り」に直結したとは考えられない。換言すれば、「貸し渋り」の発生は、1997年以降のことと思われる。というのは、第一に、銀行等が自力で、つまり公的資金の投入をまつことなく、不良債権を処理するための唯一可能な方法は、業務純益を極大化することにしかない。そのためには将来における返済能力がかなりの程度確実と見込まれる借手を探しだし、積極的な貸出を図る必要がある。第二に、近年における銀行の貸出動向を追ってみても、上述の議論は実証できる。国内銀行の貸出残高の伸び率はたしかに91年末から鈍化するが、絶対額では97年2月まで延び続けている。しかし都市銀行に限ってみると、貸出額そのものも93年末から減少に転ずるが、減少幅は96年末までの3年間で1%程度でしかない。都市銀行の貸し渋りが顕著になるのは97年以降のことである。そして第三に、こうした動向の原因としては、以下が考えられる。ひとつには、96年12月に早期正措置の骨格が固まり、これが銀行等の自己資本比率引上げ志向を強めたこと、いまひとつには、一段の景況悪化に伴い、返済能力のある借手企業が激減したこと、である。

つぎに氏は、1929年のアメリカ大恐慌を規定する要因として、寡占的「大企業の投資縮小・リストラ」と、「自由競争的な中小・零細企業」における「価格引下げ競争」とに由来するデフレスパイラルを指摘し、この「均衡破壊的過程」が昨今の日本経済にもみられたとし、「平成不況」を「大恐慌型不況」と規定しておられる。確かに日本においても1980年代半ば以降、バブル最盛期の3年間を除けば、卸売物価の下落は激しかった。しかし商品種類別にみると、とくに化学製品、石油・石炭製品、鉄鋼・非鉄金属、電気機械などにおいて、円高不況以前から価格破壊ともいふべき現象が現出し、今日に及んでいる。そしてこれらの部門は寡占的大企業の蓄積領域であったということができよう。だとすれば「寡占的大企業における商品価格および賃金率の下方硬直的機構は、日本においても、他の先進諸国においても、多かれ少なかれ存在し続けていた」というご主張には首肯しがたい。現代のデフレ

スパイラルないし平成不況はむしろ他の要因によって、おそらくは情報技術革命の持続的な、そして凄まじい進展をもふまえて、説明すべきときはなかるうか。

### 【小野英祐氏のコメントへの答】

第一の論点について。報告では「貸し渋り」という用語を、括弧をつけて示したようにいわゆる「貸し渋り」として一般的に使用している。厳密にみれば、それには二つの概念が含まれる。ひとつは、貸出需要が（不況によって）減少するために貸出額ないし貸出増加率が相対的に減少することであり、他のひとつは、貸出需要があっても金融機関側が慎重になり、それに応じない場合である。小野氏は「貸し渋り」を後者の意味に限定して使用されているのであり、このような厳密な意味での「貸し渋り」が開始されるのは、氏の指摘されるように97年以降である、と考えられる（図11参照）。

第二の論点について。現代の寡占の大企業の競争形態はかなり複雑であり、その中には寡占間競争による価格競争の激しい部門も存在する。したがって、いわゆる寡占の企業の製品価格すべてが下方硬直的であるというわけではない。この点は29年の大恐慌期のそれと区別されねばならない（したがって、寡占部門＝価格の下方硬直化という一般化は避けられねばならない）。しかし、97年5月以降、たとえば産出物価指数下落率と投入物価下落率とのあいだにはっきりとした格差が発生したこと（図10参照）に見られるように、価格の下方硬直的な部門とそうでない部門との違いが現れ始め、並行して大企業の操業率の縮小および大規模なリストラが開始された。基本的には大企業側の投資の縮小は銀行の「貸し渋り」からは説明できないのであるから、平成不況深刻化の原因（デフレスパイラル化）は、このような価格機構の違いおよび賃金の下方硬直性の問題をも含めて説明されねばならないであろう。

### 〈質疑応答〉

川波 洋一氏（九州大学）

- ① デフレスパイラルの最初の契機である「景気後退・物価の下落」の原因は何か。29年大恐慌と平成不況のそれぞれについてご説明下さい。
- ② デット・デフレーションにおけるデフレートする債務とは何か。

【答】

- ① 景気後退の開始の原因は、循環性恐慌の場合と違い、それぞれ異なっている。大恐慌の場合は、複雑であるが、20年代半ばから始まる中小企業・農業の経営悪化が、株式ブーム抑制のための金利の引上げによって促進されたことにあった。したがって株式ブームの崩壊はそれに対する促進要因にすぎなかった。これに対して平成不況の場合は、バブルの崩壊そのものが直接の契機になったと考えられる。
- ② デット・デフレーションにおける債務は、資産デフレのようにデフレートされるのではなく、フィッシャーの規定により、物価および所得の減少によってその債務負担が増加することを意味する。

清水 徹氏（小樽商高）

- ① デフレーションの定義は何か。
- ② デフレを金融と離して実体経済の関係だけから説明できるのか。

【答】

- ① ここではデフレを最も狭い意味に使い、物価下落と規定している。
- ② デフレについては決して金融から離して説明していない。デフレがデフレスパイラル化する原因を、実体経済（物価と投資の相互悪循環的下降）から説明しているにすぎない。

建部 正義氏（中央大学）

大恐慌時のデフレスパイラルを価格の下方硬直性による物価の安定から説明され、平成不況を卸売物価の下落から説明されているが、両者を統一的に理解できるのか。

【答】

大恐慌では卸売物価はきわめて激しく下落した。だが、一部の製品価格すなわち寡占的商品価格はわずかしき下落しなかった（図2参照）。デフレスパイラルは価格硬直的なグループとそうでないグループとの価格下落格差を含むのが特徴である。平成不況ではこの格差がすでに発生しているが、物価全体の下落率はきわめて緩やかである。

木村 二郎氏（桃山学院大学）

- ① 寡占期の価格調整機構からストレートに大恐慌を説明するのは無理ではないか。
- ② 寡占期に物価下落が発生すれば、必然的にデフレスパイラルが発生すると主

張されているが、それでは、なぜ97年までデフレスパイラルが発生しなかったのか。

【答】

- ① 大恐慌の原因を決して価格調整機構の変化のみから説明していない。ここでは平成不況との関連で、デフレスパイラル化の共通の原因として価格機構を説明しているだけである。大恐慌の原因については拙著『世界大恐慌』を参照されたい。
- ② 寡占期に物価下落が起されれば必然的にデフレスパイラル化するとは言っていない。だから、デフレがデフレスパイラル化する条件を、97については具体的に説明しているのである。

高倉 泰夫氏（長崎大学）

- ① 製造業の比重が低い現在の経済において、デフレスパイラルが国民経済に与える効果を29年時と同じように考えてよいのか。
- ② 消費者物価は横道ないし上昇しているが、このことの意味をどう考えるのか。

【答】

- ① 当然に異なる。それだけでなく、経済政策が変化していることも、その効果の違いとして十分に評価しなければならない。しかし、非製造業にも、価格硬直的グループとそうでないグループが存在し、デフレスパイラルが発生することに注意が必要である。
- ② 消費者物価は、公共料金等をも含むので、卸売物価よりも上昇しやすく、また下がりやすい。これに対して、卸売物価は、いわば企業間取引における価格であり、景気循環に敏感であるから、景気変動との関連では卸売物価を取り上げる方が適切である。

小西 順人氏（山梨学院大学）

デフレスパイラル化を实体经济に限って説明されているが、实体经济は供給面だけでなく、需要面もあるのではないかと。

【答】

生産や投資は供給だけでなく、設備・原材料に対する需要や雇用所得に対する需要にも影響する。当然にそのようなものとしてデフレスパイラルを説明している。

吉田 暁氏（武蔵大学）

デフレスパイラルの危険を「不可逆的物価上昇機構」がこわれたことから説明されているが、日本についてその点がいまひとつ理解できない。

【答】

「不可逆の物価上昇機構」がこわれたと言っているのではなく、それが部分的にはころびたと言っている。日本の卸売物価の下落が開始された原因については、規制緩和、円高、物価政策におけるデフレ認識の甘さ、等を含めてもっと立ち入って分析する必要があると考えている。しかし、基本的には「不可逆の物価上昇機構」が存続しているのであるから、将来、長期的にはインフレが再現するであろう。

高山 満氏（東京経済大学）

デフレスパイラルに対する処方箋は「インフレ体制」の再構築ということか。

【答】

デフレスパイラルに対する処方箋、とくにそれに対する特效薬を見出すことは困難であるが、日本経済が、デフレスパイラルをひとたび脱した後において、長期的にはインフレ動向を復活させるであろうと考えている。

### 【井村喜代子氏（慶應義塾大学）の質問に対する答】

① 循環性恐慌におけるデフレと大恐慌におけるデフレの基本的違いは本文で説明済みである。

なお、循環性恐慌においては、好況期に物価が上昇し続け、いわば需要が供給を超過し続けたのであるから、その原因を「過剰生産」に求めることはできない。

それは、マルクスの言う「資本の絶対的過剰蓄積」（労働力商品や原料商品等の一種の供給制約）にあったと考えられねばならない。それゆえに循環性恐慌は、賃金ないし原料価格の下落の結果、比較的短期に収束されたのである。だから循環性恐慌下のデフレは、決して悪循環的デフレではない。それを悪循環的デフレとみなす見解は、循環性恐慌と大恐慌（崩壊恐慌）とを同一視するものにほかならない。

また90年代の日本の不況については、その全体をデフレスパイラルと規定しているのではなく、97年以降デフレがデフレスパイラル化したと説明しているのである。

② 両期の質が異なるのは当然であり、その質の差異は、株式投機の性格だけでなく、制度や政策のすべてを含めて説明されねばならない。その説明は本文全体で行われているとおりである。

# 日本の90年代大不況をいかに把握するか

井村喜代子  
(慶應義塾大学)

## はじめに

日本経済は1990年代、戦後最大かつ最長の大不況に陥りいまなお打開の展望はない。多くの論者は90年代大不況の基本を、“バブル”の破綻による膨大な不良債権発生から金融機関の経営危機→金融危機が生じたこととしている。たしかに膨大な不良債権による金融危機はこの大不況の重要な構成因であるが、しかしそれだけでは90年代大不況の全体像も基本的特徴も明らかにならない。次の基本的分析視角による分析が必要である。

(1) 第2次世界大戦後に資本主義は大きな変貌を遂げたが、1970年代初めの「金・ドル交換」停止→「戦後IMF体制」崩壊と先進諸国の持続的成長破綻→経済停滞化がさらに画期的な変化をもたらした。この変化を分析の基礎に据えなければならない。(紙数制限により要点の指摘のみとする。)

①「戦後IMF体制」では、(a) アメリカによる「金・ドル交換」と、(b) その他諸国の「固定レート」維持の義務とによって、不十分(とくにアメリカでは不十分)ではあるが、国際収支均衡化・為替相場安定の機能、通貨膨張・信用膨張や財政赤字に対する歯止め、インフレへの歯止めがあった。

「金・ドル交換」停止→「戦後IMF体制」崩壊は、上の機能、歯止めを取り除いてしまった。アメリカは「金・ドル交換」を停止することによって、(a) 国際収支問題にとらわれないで成長のための通貨・信用膨張や赤字財政を長期続けることを可能にするとともに、(b) アメリカ主導の金融

自由化・金融革新によって膨大な国際資本取引を行うことを可能とした。これによって膨大な投機的な国際的資本取引が恒常的に行われるという資本主義の歴史ではみられなかった事態が生じる基礎が生み出された。

通貨・信用膨張や赤字財政膨張への歯止めが除去されたことは、国家が恐慌爆発を阻止する力を格段と拡大した（中央銀行の「最後の貸手機能」の拡張、財政赤字の持続的拡大、その他公的資金発動）が、しかしそれは同時に企業・金融機関の倒産によって過剰資本をいっきよに破壊し、縮小した規模での再生産の条件を生み出す恐慌の機能を麻痺させ、不況・失業を長期化し、財政危機や中央銀行の資産悪化など、新しい難題を生み出すものでもある。

②上の①と同じ頃、先進資本主義諸国の持続的成長は破綻した。第2次大戦後、欧・日諸国はアメリカの大量生産型重化学工業（自動車、民生用電気・電子機器、合成繊維など）とアメリカ的大量消費・浪費型生活様式との普及に基づいて、これらの設備投資の群生を軸とする持続的成長を実現したが、1960年代中葉、国内外の市場の制限により設備過剰→成長鈍化となる。ヴェトナム戦争で一時持ち直すが、74・75年世界的な大不況を経て先進諸国はともに経済停滞・失業慢性化に陥ってしまう（日本は“例外的”成長）。

(2) 日本の90年代大不況を解明するためには、(1)のアメリカ主導で進む画期的な変化・新しい展開との関連を軸として、日本が80年代に世界では“例外的”に発展を遂げた所以と、その基礎上で生じた80年代後半の好況と“バブル”の特徴を明確にすることが不可欠である。これらをいかに把握するかが90年代大不況の把握を左右するからである。

## 第1節 日本の80年代の発展と80年代後半の好況と“バブル”

### (1) 80年代の日本の発展を生んだ三つの柱



①第1は、政府、とくに中曽根政権が米国レーガン大統領の新自由主義的政策に同調し、規制緩和・競争原理の導入、民間活力の活性化を掲げ、3公社の民営化、金融の自由化等を強行したこと、また日本独特の規制緩和・民活化として巨大規模の都市再開発と地域開発を推進したことである。

②第2は、世界に先駆けたME化である。その中心は、IC、ME機器、自動車などの輸出依存的産業が国際競争力強化のため、アメリカから導入したME基本技術の応用・ICの高性能化を進め、ME技術・ME機器の生産・流通分野への導入と、新しいME応用機器の開発（VTR、産業ロボット、ファクシミリ、ビデオカメラなど）を実現したことである。ME化はその特性上、広範な産業分野（金融業、情報・通信業、建設業、各種製造業、商業、サービス業）において多様なME設備を生み出し、ME設備投資を群生させた。このME化の躍進が対米中心に輸出の激増、貿易収支黒字の膨大化を推進した。

③第3は、金融自由化・金融革新が、貿易収支・経常収支黒字の膨大化と結合して対外投資、とくに対米中心に証券投資を激増したことである。

## (2) 以上の基礎上で80年代後半の好況と“バブル”

①80年代後半の好況の基本は、大規模設備投資（広義）を軸とした好況である。85年G5による大幅円高に対し、輸出依存的産業（自動車、IC、ME機器）が徹底的なME化＝省力化をはかる最新鋭設備投資を実施、円高を乗り切った。中曽根政権による金融自由化、3公社の民営化がME化と結合して金融、情報・通信、運輸で革新的ME設備投資を実施した。都市・地域開発政策は巨大規模の土木建設投資を惹起した。広範な製造業、商業、流通、サービス業にわたるME設備投資もあった。（88年度、日本の製造業の設備投資総額はアメリカのそれを上回る。）ME化＝省力化にもかかわらず、大規模輸出と広汎な設備投資が雇用を拡大したことと、ME情報処理システ

ムと低金利による消費者ローンの激増が、消費拡大を促し好況を支えた。

②80年代後半の好況において、世界一といわれる“バブル”が生じた。紙数制限のため、一般に見落とされている点を指摘するにとどめる。

第1は、この“資産価格高騰”の基礎に①のことがある点である。日本政府がG5以降アメリカの要求に従って超低金利・金融緩和（公定歩合は87年2月から史上最低の2.50%）を長期続けたことが“資産価格高騰”の重要原因の一つであるが、この超低金利政策も、輸出依存の産業が大幅円高に対抗してコストダウンと貿易収支大幅黒字を継続した（→①）からこそ、政府は国際収支・インフレの危惧もなく、長い間継続できたのである。また円高過程でのドル買い介入が円資金供給を増加し、エクイティ・ファイナンス拡大とともに、超低金利資金の大量調達と投機的取引を倍加した。

第2は、先進諸国とは異なり、日本の“資産価格高騰”では土地・住宅の価格高騰が大きな比重を占めていることである。

これに関し“バブル”の概念規定を明確にする必要がある。私は近年の“バブル”を「“金・ドル交換”停止後に特有な金融膨張のもとで、株式、土地・建物の価格が投機的取引と価格上昇との相互促進によってスパイラル的上昇を続け、实体经济の状況からいちじるしく乖離すること」と規定するが、これは日本の株式には適用できるが、土地・住宅には適用できない。

日本では敗戦後、国家の住宅政策不在のまま高度成長と企業活動・人口の都市集中が進んだため、深刻な住宅難が続き、80年代になっても大量の潜在需要（新規購入・買い替え）があった。したがって土地・住宅価格が上昇し始めると、低金利資金の借入れ（住宅ローン）が可能であれば、真の需要者＝居住希望者は値上がり前にと購入を急ぎ、それゆえにこそこれを見込んだ不動産業者・建設業者などが投機的な土地買い漁り・住宅建設に殺到する。さらに都市・地域開発政策が広大な土地買い漁りを煽った。日本

では住宅難ゆえに居住目的の購入と投機的買い漁りとは錯綜し、居住希望の国民が投機的取引によって高騰した土地・住宅を購入することを余儀なくされている関係が続いており、今回の価格高騰が始まる前にすでに実体経済の状況から「いちじるしく乖離」した「異常高値」である。(建売住宅の平均価格は勤労者の年間所得の約5倍で、先進諸国と比べ異常に高い。)日本の土地・住宅の価格は“バブル”と規定できない問題を含んでいるのである。

この日本独特の土地・建物の価格高騰は担保価値増大により巨額の低金利資金の調達を容易にし、株式や土地・建物の投機的取引を倍加し、全体の“資産価格高騰”を激化していった。

③ “資産価格高騰”は好況を倍加したが、「“バブル”による資産効果が好況を生み出した」という見解は事実に反した誤りである。

たしかに企業は激増するキャピタルゲインの一部を“益出し”し、担保価値増大により超低金利資金借入れを増大した。これらの一部は本来の企業活動の拡大に用いられた(好況にプラス)が、多くは土地や株式の投機的取引拡大に向かった。また乱脈経営、過剰交際費、政治献金、暴力団謝礼などに用いられ、歪められた最終消費拡大で好況を過熱させた。他方、大型消費の原因を「“バブル”の資産効果」とみる論者が多いが、統計からみてその主要原因はすでに指摘した雇用の大幅拡大であり、消費者ローンの激増である。個人(統計上個人業主を含む)では、個人事業廃業、地上げ、相続などで高騰した土地を売却し巨額の価格差益を取得した者があるが、そのかなりは代りの住居の購入に用いられ、巨額の売買差益を取得しすべてを自由にできたのは一部の大土地所有者に限られる。一般居住者にとっては、居住している持ち家の価格高騰はなんの有用性も収益ももたらさない。ただし居住者の資産家意識・富裕者意識を強め、“バブル”期特有の高級消費の宣伝のもとで消費者ローン・大型消費を促すよう作用した。

## 第2節 90年代不況の長期化・深刻化

### (1) アメリカの“情報通信革新”、対日反撃と日本の輸出依存的成長破綻

①アメリカは80年代後半、徹底的なリストラ、知的所有権の要求、日本の対米輸出の自主規制などによって対日反撃を強めた。さらにソ連・東欧“社会主義”諸国の崩壊→“冷戦”終焉の後、世界で唯一の軍事的・政治的覇権国となったアメリカは経済的覇権の再構築を急ぐ。この課題を担って登場したクリントン政権は軍事技術の民需応用・軍民両用技術の開発を目指し、“情報通信革新”の成功により情報インフラストラクチャー（NII・GII）→インターネット時代を生み出す。これによって世界におけるアメリカの圧倒的技術優位を再構築し、情報通信関連の設備投資を軸として持続的成長を実現した。雇用拡大・消費拡大がこれを支えた。

日本は従来からのME技術の導入、新しいME機器開発が頭打ちになったうえ、“情報通信革新”ではアメリカに完全に立ち遅れてしまった。

②さらに異常円高が日本経済に大打撃を与えた。円は93年8月1ドル=100円台に高騰、95年4月79円75銭と戦後最高値を記録する。この背景には日本の貿易収支・経常収支の大幅黒字があるが、それだけではかかる短期に急激な高騰は生じない。アメリカ高官の円高容認・誘導発言があり、ヘッジファンドなどが巨額の投機的円買いに動いたことが原動力と考えられる。

日本の輸出依存的産業はG5の円高への対抗のために力を使い果たし、この異常円高にはもはや対抗できなかった。しかも円高対抗のさい輸出拡大を計画に入れてME化大規模設備投資を実施したので、対米輸出が頭打ち、若干減少となるとそれだけでも大きな設備過剰に陥るのである。自動車为代表例である。アジアへの輸出のシフトと直接進出に活路を求めた。

また異常円高は、ドルにリンクしていた東アジア諸国への輸出困難、東

アジア諸国からの繊維品、雑貨、農産物などの輸入激増によって日本国内の中小企業や農業に大打撃を与え、東アジアへの直接進出を強く促す。

以上の結果、日本はこれまでのように輸出拡大によって不況を克服することが不可能になる。同時に広範な分野にわたるアジア進出・産業空洞化によって国内生産縮小と雇用削減・失業増大が進み、不況要因が強まる。

## (2) 不良債権の長期にわたる存続・膨大化

膨大な不良債権の発生は、日本政府が“資産価格高騰”を長い間放任してきた結果に他ならないが、さらに注目すべきはこの不良債権が長期にわたって解決されないばかりか、かえって膨大化したことである。

その根本原因は、政府が90年代始め“資産価格高騰”抑制のために公定歩合引き上げ、“総量規制”措置をとったのを契機として地価下落・株価下落→一部不動産業者の経営破綻や不良債権発生が表面化したさい、政府はただちに公定歩合引下げ、“総量規制”廃止に転じ、一時凌ぎ的救済措置により問題を先送りにしたことにある。そのさい、政府・大蔵省・日銀は実態を徹底的に調査し、預金者の保護措置・正常融資先の保護措置をとったうえで、投機的乱脈経営の不動産取引業者やこれらに対し乱脈融資を行ってきたノンバンク・金融機関の倒産（容認）や厳しい処分を含め、不良債権処理の抜本的政策をとるべきであった。しかし政府は日銀特融や公的資金による株価維持操作（PKO）などの一時凌ぎ的救済措置の拡大で問題の先送りを続けた。政府が公定歩合引下げ・“総量規制”廃止に転じた後に、金融機関の不動産業、ノンバンクへの貸付けは再び増大を始めた。不良債権改善のための追加融資や、不良債権隠蔽のためのノンバンクへの不良債権移転である。住専（「住宅金融専門会社」）への融資、住専による融資も90年代に急増し、これが95年の住専破綻における不良債権額を膨大化した。

そればかりではない。金融機関は上の(1)で生じた製造業などの経営悪化した大口融資先に対して利払いや経営改善のための救済的融資を実施するが、不況長期化のもとで不良債権の傷口を拡大していく。

さらにまた中曽根政権以来の都市再開発・地域開発は90年代には不況対策と結合して大幅な拡大を続けたが、それを担った第3セクターの多くは失敗し、巨額の赤字累積・経営破綻が金融機関の不良債権を増大するとともに、地方財政赤字を膨張した。

### (3) 諸問題の悪循環による90年代不況の長期化・深刻化

90年代不況は、以上で指摘してきた諸問題、政府の誤った政策、さらには国際的通貨不安が悪循環しあうもとで、長期化し深刻化していった。

① (i) 輸出依存路線の行き詰まりによる、乗用車を筆頭とする大規模設備の過剰化・経営悪化、(ii) “資産価格急落”によるノンバンク、不動産業などの経営悪化・倒産と金融機関の不良債権の膨大化、(iii) 都市再開発・地域開発の失敗の諸結果が、大量の雇用削減・失業を生み、消費の大幅冷え込みによって乗用車・ME機器や住宅などの国内需要を大幅に縮小させ、これらがいっそう関連企業の経営悪化、土地・住宅の価格下落、金融機関の不良債権を倍加する……という悪循環となり、不況は長期化・深刻化した。

② また政府は円高対策、不況対策として、資本主義の歴史でも類例のない超低金利(93年2月2.50%、95年から現在まで0.50%)を長期継続しているが、実際は金融機関の保護・救済効果のみで、国民には預金利子の大幅削減と、年金基金等の赤字拡大や生命保険業の逆ざやによる将来不安を与え、消費の冷え込みを深化し、不況をかえって倍加する役割を続けている。

さらに橋本政権は景気が回復するという判断ミスにより97年4月消費税5%への引上げ・特別減税打切り・医療保険負担増を実施、消費の冷え込

み→不況深化に拍車をかけた。

③97年夏には、国際通貨危機がアジアを襲った。日本が輸出先の比重を対米から対アジアに移し、広範な産業がアジアへの直接進出を急増していった矢先であったので、アジア通貨危機→経済停滞は、日本の輸出の減退、アジア進出企業の経営悪化、閉鎖・撤退、および対外不良債権を生んだ。

④金融機関の不良債権は“資産価格急落”（“バブル”破綻）によるだけでなく、上の諸要因によって膨張していった。こうしたなかで97年～99年において北海道拓殖銀行・山一証券の破綻、さらには日本長期信用銀行・日本債券信用銀行の経営危機が発生、金融恐慌直前の様相を示す。

政府・日銀は未曾有の公的資金投入によって金融危機対策を行う。日銀の金融機関への資金供給条件の緩和、日銀特融の拡大、法的措置による公的資金投入枠の30兆円から60兆円への拡大などである。大量の公的資金投入にもかかわらず、長銀、日債銀は破綻、一時国有化となるが、なんとか金融危機は一応沈静化した。しかし金融危機が叫ばれ、政府の金融危機対策のもとで金融機関での人員大幅削減・店舗削減計画が出されたことは、一般民間企業の人員大幅削減・不採算部門の切捨て計画をいっきよに促進し、失業・将来不安による消費冷え込み→不況深化の悪循環を倍加した。

⑤以上の結果、先進諸国中最大の財政危機に陥る。長期にわたる国債発行の累増のうえ、90年代における国債発行に依存した不況対策の際限ない拡大、さらには金融機関への膨大な公的資金投入（実際の財政処理は遅れるが）の結果である。「金・ドル交換」停止→「戦後IMF体制」崩壊後の日本における不況対策・金融危機対策の結果＝新しい矛盾の現れである。

### (3) アメリカに振り回され、翻弄される日本経済

1980年代以降、日本はアメリカによって振り回され翻弄されてきたといっても過言でないが、このままでは今後いっそう翻弄されるであろう。

アメリカは近年ようやく“情報通信革新”で技術の圧倒的優位性を再構築し、これをめぐる設備投資を軸として持続的成長を実現できたが、丁度そのとき、かつて自らが強行した「金・ドル交換」停止以降の金融の自由化・国際化の生み出した投機的国際的金融証券取引の荒波に直面することになる。

80年代すでにアメリカのヘッジファンドや国際的投資運用機関は、膨大な資金力と元手の数十倍もの取引をするデリバティブによって世界各国の為替、金利、証券価格などの変動を操作しつつ、恒常的に投機的な為替取引、証券取引を行っていた。(92年イギリス・ポンド暴落、97年タイ・バーツ暴落→アジア通貨危機もアメリカのヘッジファンドによるといわれ、日本の90年代始めの株式高騰→急落や、円相場の操作への関与も噂されている。)世界全体の外国為替取引高は98年10月、財・サービス取引の約60倍となる(BIS調査)。ニューヨーク株式は80年代の経済停滞のもとですでに投機的取引を恒常化していたが、その基礎上で“情報通信革新”を契機として上昇を始め、95年4000ドル突破から4年後には10000ドル突破と、先に私が規定した“バブル”が強まっている。日本は公的・民間計でアメリカ財務省証券を世界一保有しており、日本の超低金利はアメリカの民間債券・株式の取得をも促進している。ニューヨーク株式暴落と、連動するドル急落に対しては、アメリカ国家はあらゆる手段を総動員してその阻止をはかるであろうが、国内外の膨大な資金によってこれだけ高騰したものを混乱なく阻止できるか疑問であるし、その過程で日本が大きな打撃を受けることは不可避である。

これもまた「金・ドル交換」停止→「戦後IMF体制」崩壊という画期的変化から生み出された新しい事態であって、内容は循環性好況における投機、過剰生産恐慌に先行した投機の破綻とは質を異にしている。

日本の90年代大不況が打開の展望の見えない原因の一つはここにある。



紙数の制約により、報告要旨に載せた統計資料はすべて省略した。なお、報告要旨で「参考文献」とした拙著は、その後『現代日本経済論〔新版〕—戦後復興、  
「経済大国」、90年代大不況』（有斐閣、2000年）として発刊したので、資料および  
内容の詳細は参照されたい。

## 〈井村報告へのコメント〉

小野 英祐氏（国士舘大学）

井村先生は、論題通り「日本の90年代大不況をいかに把握するか」という課題を  
追求しておられるが、そのさいの「基本的分析視角」を「金・ドル交換停止」に由  
来する「世界的な経済停滞化」ないし「世界的な持続的成長の終焉」に求められ、  
こうした方法に従って、IMF体制崩壊後に全世界で生じた経済諸現象を、骨太な  
因果関係の連鎖として整理されている。こうした分析作業のかかなりの部分は私にも  
納得できる。

しかし私にとって最大の疑問は、この「基本的分析視角」そのものにある。第一  
は、IMF体制の崩壊がその必然的結果として「国際収支均衡化、通貨・信用膨脹へ  
の歯止め・インフレへの歯止めの機能」を喪失させたというご主張に対する疑問で  
ある。確かに、多分に擬似金本位制的性格をもつIMF体制下では、この「歯止め機  
能」は働いており、したがってIMF体制崩壊後、各国はかかる「歯止め機能」から  
解放され、財政・金融政策のフリーハンドを格段に拡大しえたことはご主張の通り  
である。しかし肝心な点は、各国がこのフリーハンドを行使するさいの幅がかなり  
大きかった、という点にある。一方の極にはアメリカがある。同国はすでにIMF体  
制下でも、基軸通貨国の特権を行使して、短期的には戦争も福祉もという拡大路線  
を取りえたが、IMF体制崩壊後にはこの傾向が一段と増幅され、双子の赤字を膨脹  
させた。そして他方の極には、2度にわたる石油ショック期と円高不況期の日本が  
ある。むろん日本もこの期には財政スパンディングと財政赤字が急増したが、個別  
企業レベルでは厳しい省エネ投資や新鋭設備導入が強行され、全体としては金本位  
制下の不況末期にまごう徹底的な過剰資本処理が図られたのである。

第二は、IMF体制崩壊の結果として、「世界的な経済停滞化」が現出したとする  
ご主張に対する疑問である。確かに1973年以降になると、主要先進国の成長率は著  
しく鈍化した。しかしそれは、Angus Maddisonの推計値からも明らかなように、戦  
後～73年間に先進諸国において、資本主義史上類例をみない高成長が達成されたこ  
とに由来するものであり、またかかる高成長の原因はIMF体制そのものにあつたわ  
けでもない。詳述する余裕はないが、この期の高成長は他の要因から説明するべき

であろう。ちなみにいえば、73～79年の先進諸国の平均成長率は2.5%であり、これは自由主義段階はもとより、帝国主義段階と較べてみても遜色のないものであったことに留意すべきである。また先生ご自身も、IMF体制崩壊後の日本の輸出主導型高成長や、多分に情報通信革命に由来する「アメリカの反撃」の成功にも言及されている。だとすれば先生の真意は、「全世界同時的な」だとか、「全世界で一様な」高成長がみられなくなったという点にあるのかもしれない。しかしそのような高成長は資本主義史上みられたことがあったのだろうか。戦後～73年期の先進諸国間での「一様な」高成長でさえ、深刻な南北問題をはらみながら進展したのである。

ついでながら申し述べれば、第三に、公的資金投入に対する先生の評価にも疑問が残る。参考文献としてあげられた論文の中で、先生は公的資金投入によって「かえって不良債権が温存され不良債権の処理が遅れる」と主張されているが、私には納得できない。金融機関からの優先株購入であれ、劣後債購入であれ、公的資金が投入されれば、資本過小に陥った金融機関にとっては、不良債権の直接償却なり貸倒引当金の積み増しが可能になり、不良債権の処理は格段に進捗する。先生の強調されたかったのは、あるいは公的資金投入がまま惹起する金融機関のモラルハザードにあるのかもしれないが、これは不良債権処理とは次元を異にする問題である。モラル・ハザードに対しては、金融当局の権能強化や、司法当局による金融機関の民事・刑事責任の追及によって対処すべきであろう。われわれが資本主義社会の中で生きていかざるをえないかぎり、その最大の体制的難点をなす「恐慌と失業」の影響を極小化することが肝要であろう。

### [小野英祐氏のコメントへの返答]

①第1は、いくつかの論点を含むが、まず小野氏は「IMF体制下では」「歯止め機能は働いており」、「IMF体制崩壊後、各国はかかる歯止めから解放され、財政・金融政策のフリーハンドを格段に拡大しえたこと」は容認される。「しかし肝心の点は、各国がこのフリーハンドを行使するさいの幅がかなり大きかったと、いう点にある。一方の極にはアメリカがある。」といわれる。だがそのことは私も当然容認し強調している。私はアメリカが一方的に実施した「金・ドル交換」停止においてその「歯止め」の除去を狙ったと考えており、事実その後アメリカがもっともその「フリーハンド」を行使し膨大な貿易収支赤字・経常収支赤字を拡大し続けており、そのことが、その後の国際金融証券市場に大きな影響を与えたことを強調している。

ところが小野氏は上に続いてアメリカは「IMF体制下でも、……短期的には戦争

も福祉もという拡大路線を取りえた」といわれる。しかしヴェトナム戦争下のこのことは、アメリカの国際収支危機によって「戦後IMF体制」を崩壊させるのであり、私は1960年代後半は「戦後IMF体制」の崩壊過程であると考え、「IMF体制下でも」「取りえた」わけでは決してない。

②私は「戦後IMF体制」は「先進諸国の持続的成長」を支えた枠組みと考えるが、しかし「IMF体制崩壊の結果として」、「先進諸国の経済停滞」が生じたと考えてはいない。

「先進諸国の経済停滞」の原因について一言だけ。資本制生産では、経済成長を再現するためには、大規模な需要を新たに創出できる新産業・新生産物の開発か、旧設備の廃棄を迫る革新的生産技術の開発によって、設備投資が出現することが必要であるが、1960年代中葉以降、それらが出現しなかったのである。戦中、戦後、革新的技術開発はアメリカ主導で進んだが、アメリカの革新的技術開発が軍事技術開発に傾斜したことがこの基礎にあると考える。

なお小野氏が1973～79年の先進諸国の平均成長率2.5%のみを根拠にして、この時期を高成長期とされることは、まったく納得できません。1974—75年世界的大不況、その後のいわゆるスタグフレーション、失業問題の発生などをいかに把握されるのでしょうか。

③公的資金投入が不良債権の償却・処理に有効であるということを一一般論として主張されているのでしょうか。いかなる状況に対し、いかなる内容で、どれだけ投入されるかを抜きにして、公的資金投入の効果は論じられないと考える。

私が注目しているのは、90年代始め、“資産価格急落”により投機的な不動産取引業の経営悪化、不良債権発生が表面化したさい、不良債権処理の抜本的対策をとるべきであったにもかかわらず、東京2信組などの経営破綻に対する日銀特融の発動、公的資金による株価維持操作（PKO）などの一時便ぎ的救済措置によって問題を先送りしたこと、このため、その後金融機関のノンバンクや不動産業への融資、経営悪化の大口融資先への追加融資等が拡大し、第3セクターの経営破綻の拡大などにより、不良債権がいちじるしく膨張したこと、である。

## 〈質疑応答〉

伊藤 武氏（大阪経済大学）

①国家の赤字財政膨張や通貨・信用膨張への歯止めを除去したのは、兌換停止・不換制への転化によるのでないか。②「金・ドル交換」停止は、アメリカの経常収支赤字への歯止めを除去したことではないか。アメリカ以外の国も為替相場の制約

から大分自由となったが、国内金融政策は為替相場から自由になったわけではないか。

〔答〕

①私はまず金本位制崩壊・不換制移行によって、「歯止め」が一応除去されたと考えている。だが第2次世界大戦後、アメリカの経済力・軍事力の圧倒的優位性のもとで、“冷戦”下の国際協調によって構築された「戦後IMF体制」は、不十分なから「歯止め」をもったと考える。②はそのとおりと考えている。

吉田 暁氏（武蔵大学）

アメリカの圧力下で実行された規制緩和が今日の状況をもたらしたとされるが、それでは金融自由化は行うべきではなかった、ということになるのか。金融自由化にはそれなりの内的必然性があったと考えるが。

〔答〕

中曽根政権は、アメリカの圧力だけではなく、日本が巨額の貿易収支・経常収支の黒字を続けるもとの、金融自由化によって積極的に対外投資活動を拡大しようという政策意図をもって行ったと考える。

しかし、金融自由化を行うさい、為替の投機的取引に対する規制、デリバティブへの規制、銀行業と証券業との垣根規制など、日本も、諸国も、規制すべきものはかなりあったと考える。これまで資本主義諸国は、資本主義の歴史的教訓として投機を規制することの重要性を認識し、それなりの制度的規制を作ってきたことを忘れてはならないと思う。

高倉泰夫氏（長崎大学）

「アメリカ経済に過度に浸透し、アメリカに翻弄される日本経済」（井村）について、アメリカン・スタンダードの浸透は一種の「資本主義の文明化作用」と考えられないか。

〔答〕

アメリカ主導で進められたデリバティブ、ヘッジファンドなどが、新しいリスクを拡大しつつ世界全体にその投機的活動領域を広げていくことは、「資本主義の文明化作用」とはまったく異質のものとする。

深町郁彌氏（熊本学園大学）

変動相場制移行後の「ドル過剰」の状況を統計的にいかに捉えるか。その理由をいかに説明されるか。

〔答〕

私は、1970年代に出現した変動相場制は、国際収支均衡化・為替安定化の機能も秩序ももたず、本来的な意味では「制度」といえるものではない、ドルは実際には基軸通貨としての地位を維持している、ドル（価値）の基準、ドルの適正水準も存在しない、と考えている。したがってなにを理論的基準として「ドルの過剰」とみるかはますます明確でなくなっていると考える。

ただし、アメリカが膨大な貿易収支・経常収支の赤字を長い間継続し、年々巨額のドルを対外に流出しており、これが流入国で実体経済の活動に利用されないで、投機的利益を求めて膨大な為替取引や投機的証券取引に殺到しているのは、現在の「ドルの過剰」の代表的形態であると考えている。

なお私は、手持ち資金（元手）の何十倍もの取引を行うデリバティブが活発化している現在では、「流通ドル」、「国債流動性」自体の数量把握を検討すべきであると考えており、この点で上の把握についても未解決の問題を残している。

片岡 尹氏（大阪市立大学）

金融資産の削減もしくは破壊はどのようにして可能か。またそれは「良い」効果をもたらすか。

【答】

報告では「金融資産」は使っていません。「不良債権・不良資産」のこととしてお答えするとしても、日本では不良債権・不良資産とその削減・破壊において、不動産の占める比重が高いと考えていますので、失礼ですが省略させていただきます。

建部正義氏（中央大学）

「金・ドル交換」停止以降、世界経済は構造的な経済停滞下にあり、80年代の日本の好況、90年代のアメリカの好況は、そのなかで“例外的”現象であると理解されているのか。

【答】

そのように理解しています。ただし小野氏のコメントに対して述べたように、私は「金・ドル交換」停止→「戦後IMF体制」崩壊が、先進諸国の経済停滞の原因であるとは考えていない。経済停滞の打破は、新しい需要を創出できる新生産物・新産業の開発か、旧設備の廃棄を迫る画期的生産方法の開発かによって、設備投資が群生し生産拡大・雇用拡大を惹起することで実現される。80年代の日本はME化の躍進で、90年代のアメリカは“情報通信革新”で、“例外的”に、関連設備投資の群生の持続を軸として、生産拡大・雇用拡大が出現した。

毛利良一氏（日本福祉大学）

「日本経済再生への対抗戦略」として何が必要か。

①90年代におけるアメリカの対日反撃成功の理由は何か。日本の反撃には何が必要か。

②「市場原理主義的資本主義」が情報化技術革新において、「政府規制型資本主義」よりも優位性をもつと考えられるか。（その他は省略させていただく）

【答】

①アメリカの徹底したリストラ＝人員削減、不採算部門の閉鎖・売却、と優良分野への進出。日本への輸出自主規制などの厳しい要求。さらに93年、95年の異常円高。そして最終的かつ決定的なのは「情報通信革新」における勝利、日本の完全な立ち遅れ。

今のところはアメリカがコンピュータの基本ソフト、高度MPUで完全に凌駕しており、これまで日本が優位を保ってきたDRAM等の半導体製造でも韓国企業やアメリカ企業の躍進が著しい。当面のところ日本企業がアメリカに対抗できる可能性のあるのは、ゲーム機、DVD、次世代携帯電話、デジタルテレビ・周辺機器に限られており、「情報通信革新」における反撃は当分はほとんど期待できないと思われる。

②「市場原理主義的資本主義」と「政府規制型資本主義」という規定、対比は納得できない。文脈からすると、「市場原理主義的資本主義」はアメリカであり、それが情報化技術革新において、「政府規制型資本主義」＝日本？より優位性を持つかということのようである。アメリカの「情報通信革新」では、一部に競争のベンチャー企業による技術開発があるが、この基礎はアメリカの隔絶的な軍事技術の民需応用にある。軍事目的で開発された通信衛星による測位システムを応用したカーナビゲーション、ARPA netに根拠をもつインターネット、国防総省調達支援システムを応用したCALSなど。アメリカの軍事技術開発はまさに国家による強大な開発組織・膨大な資金投入によるものであって、「市場原理主義」とは相反する。

真田哲也氏（福島大学）

①アメリカの金融覇権強化の戦略は70年代から開始されたのか。S & L危機などを経て80年代に展開されたのではないか。②日本企業のアジア進出は、アメリカの反撃への対応という側面だけではなく、日本企業のグローバル戦略という面もあったのではないか。

【答】

①「戦後IMF体制」のもとでは、アメリカはドル防衛のために対外投融資規制を行い、ユーロ市場が国際的資本取引の中心的役割を果たしていたため、アメリカ金融業界の不満が強かった。私は、「金・ドル交換」停止のさいすでにアメリカは金

融自由化を世界的に推進し、国際的資本取引におけるアメリカの覇権強化をはかる政策目的をもっていたと考えている。対外投融资規制の撤廃は74年で、72年にはCMEで金融先物取引が開始されデリバティブの途が開かれた。その強力な展開は80年代に入ってからであるが。

②もちろん両面は認めているが、90年代前半ではアメリカの日本輸出に対する強い姿勢、とくに異常円高によって広範な分野での直接進出が促進された面が強かったと見る。

高山 満氏（東京経済大学）

世界経済の展望について、ヨーロッパ経済統合、とくにユーロ成立についてまったく言及されていないが、この位置づけなしにアメリカと日本、アジアの関係は説明できない。

【答】

まったくそのとおりです。ユーロ成立がアメリカへの対抗力をどれだけ持ちうるかという関心をもっていたが、いまのところ多様な内部矛盾や、アメリカ技術力・軍事力の圧倒的優位性のもとで強い対抗力も持ち得ない状況で、その位置づけは明確にできない。今後の課題としたい。

### 【侘美光彦氏への質問（一部のみ）】

①侘美氏は「平成不況」の基本をデフレスパイラルとされ、その内容について「デフレスパイラルとは、史上はじめて大恐慌期に現れたデフレ現象であり、物価の下落と実体経済の縮小（とりわけ大企業の投資縮小・リストラ）との悪循環であった」（報告要旨）といわれる。だが私はそれまでの循環性恐慌の基本は、過剰生産・実現困難による「物価の下落と実体経済の縮小……との悪循環」の進行する全般的過剰生産であったと考えている。ここでは循環性恐慌は対象ではないが、中心問題が、「悪循環」を生む物価下落の原因をいかに把握するかということである点だけを指摘しておきたい。

具体的にデフレスパイラルといわれるさい、「85・86年のいわゆる円高不況以後、卸売り物価の長期的な下落」が始まったことを重視されるが、86年、87年の卸売り物価の大幅下落の折には、急激な円高騰で輸入価格はそれをはるかに上回る下落であり、消費手段の価格引き下げはごく僅かで、輸入商社や輸入原燃料を大量消費する企業が莫大な円高差益を享受した。また80年代以降では、ME化の躍進によるME関連機器・製品の生産性のいちじるしい上昇のもとで価格が下落している。これら

の物価低下は、企業にとって良い内容のものであるので、かかる物価下落がなぜ「実体経済の縮小」との「悪循環」を生み出すというのか、まったく納得できない。

それゆえ90年代大不況の基本をデフレスパイラルと規定されるばあい、いつの物価下落、どのような原因の物価下落によって生じたといわれるのか、をお伺いしたい。

②ごく簡単に。29年大恐慌との類似性が強調されているが、金本位制（動揺）下の株式投機と、現在のニューヨーク株式の投機的取引・株価高騰とは、質が異なると考える。



# 国際金融のアメリカ化

春 田 素 夫  
(日本大学)

はじめに

金融機関の離合集散や新しい取引システムの誕生など、アメリカでも、金融上の諸変化が目まぐるしく続いている。アメリカの地域的銀行構造に興味をもつ者として、「21世紀の国際金融システム」といういわば大きすぎる主題に、「国際金融のアメリカ化」という観点からアプローチしたい。

「金融のグローバル化」が「世界の金融のアメリカナイゼーション」だという議論は、すでに様々に展開されている。アメリカの強大な経済力・政治軍事力を背景にしたアメリカ金融企業の世界展開、その利益を推進する外交政策から、英語の共通言語化、IT実用分野での優位性、リスク・テイクへの積極性、など。本報告は、その種の議論の総括・検討でなく、地域的銀行構造を見る者の視点からのひとつの切り口の提示にとどまる。また、現に進行中の世界金融システムのアメリカ化の詳細にまでは立入れない。”

## 1. アメリカの“場”と地球の“場”の同型性

上記の視点からは、現代世界の金融システムがアメリカ国内の金融システムと同型 (homeomorphism, or isomorphism) なことが浮かび上がる。アメリカ

カでは、州毎に銀行法が異なり、しかも支店による地理的拡大が制限されていたから、分断された銀行制度のモザイクが出来上がり、金融システムの全国的編成が、銀行業によっては十分に果たされなかった。世界的に活躍する米銀も米国内ではローカルな役割に止まり、クロスボーダーで（州境をまたいで）全体を統合するシステムの編成は、イギリスやドイツ等の主要資本主義国には例を見ない証券市場の発達により、いわば表層的に達成された。ヨーロッパや日本に比して、銀行業が“発育不全”、証券業が“肥大化”したのである。全国的な支払システムの編成も、局地的・分散的な銀行がクロスボーダーで個々に“接続”して、編成されねばならなかった。<sup>2)</sup>

クロスボーダーの（国境をまたいだ）取引が急拡大している現在の世界の金融秩序がこれと同型といえる。各国ごとの様々な銀行制度のモザイクが形成されている。各地の金融センターに支店をもつグローバルな銀行があるだけ、リーグル・ニール法（94年）前のアメリカに比べてまだましともいえるが、世界に展開しつつ現地業務を本格的に扱うシティバンクのような例は僅かで、制度慣行の違いを越えての相互浸透には相当の困難がある。それゆえ、金融システムの統合度の進展は、証券への依存度が大きい。また、各国中央銀行が、地元銀行の既得権擁護のため、レジデント金融機関にその支払サービスを限定する状況のため、グローバルな支払ネットワークは、銀行がクロスボーダーで夫々の地のレジデント銀行に“接続”することで編成されている。つまりアメリカ流が幅をきかせている訳である。

「アメリカと世界の同型性」という一般的テーゼの提示のために、簡単な国際比較で、アメリカにおける銀行業の発育不全と証券業の肥大化を見る（表1）。ユーロ地域や日本と比べ米国では銀行への依存度が低く証券への依存度が大きいことが歴然である。日本で証券の比重が高いのは国債急増のためで、民間ではユーロ地域と変わらない。金融企業の世界ランキング（表2 a）では、株式時価総額で、多分に株価の水脹れによるが、米

表1. 米国・ユーロ地域・日本の金融特性

| 単位:ユーロおよび% | Euro area | U. S.  | Japan |
|------------|-----------|--------|-------|
| GDP        | 5,773     | 7,592  | 3,375 |
| 銀行預金       | 4,849     | 4,128  | 4,104 |
| そのGDPシェア   | 84.0      | 54.4   | 121.8 |
| 国内信用       | 7,477     | 6,132  | 5,120 |
| そのGDPシェア   | 129.5     | 80.8   | 151.7 |
| 国内債務証券     | 5,240     | 11,787 | 4,440 |
| そのGDPシェア   | 90.8      | 155.3  | 131.6 |
| うち民間部門     | 1,997     | 5,088  | 1,229 |
| そのGDPシェア   | 34.6      | 67.1   | 38.4  |
| うち公的部門     | 3,243     | 6,691  | 3,211 |
| そのGDPシェア   | 56.2      | 88.1   | 95.1  |
| 株式時価総額     | 3,655     | 13,025 | 2,091 |
| そのGDPシェア   | 63.3      | 171.6  | 62.0  |

出所: European Central Bank, *Monthly Bulletin*, August 1999

表2. 世界の金融企業番付

表2-a: 銀行企業の株式時価総額番付 (1999年6月末現在、単位百万ドル)

|   |         |      |
|---|---------|------|
| 1. Citigroup Inc., New York               | 160,565 | [3]  |
| 2. Bank of America Corp., Charlotte, N.C. | 127,922 | [4]  |
| 3. HSBC Holdings PLC, London              | 99,313  | [8]  |
| 4. Lloyds TSB Group PLC, London           | 73,798  | [32] |
| 5. Chase Manhattan Corp., New York        | 73,112  | [24] |
| 6. Wells Fargo & Co., San Francisco       | 70,658  | [43] |
| 7. Bank One Corp., Chicago                | 70,342  | [35] |
| 8. Bank of Tokyo-Mitsubishi Ltd.          | 66,610  | [5]  |
| 9. UBS, Zurich                            | 61,717  | [2]  |
| 10. ING, Brussels                         | 47,569  | [10] |

注) [数字] は資産規模での順位、a & b出所: *American Banker*, August 5, 1999

表2-b: 銀行企業の資産総額番付 (1998年末、単位百万ドル)

|   |           |
|---|-----------|
| 1. Deutsche Bank AG, Frankfurt            | 735,171.0 |
| 2. UBS Group, Zurich                      | 687,379.7 |
| 3. Citigroup, New York                    | 688,641.0 |
| 4. Bank of America Corp., Charlotte, N.C. | 617,679.0 |
| 5. Bank of Tokyo-Mitsubishi Ltd., Tokyo   | 579,791.7 |
| 6. HypoVereinsbank AG, Munich             | 540,851.1 |
| 7. ABN-AMRO Bank NV, Amsterdam            | 507,216.7 |
| 8. HSBC Holdings PLC, London              | 482,920.9 |
| 9. Credit Suisse Group, Zurich            | 475,017.8 |
| 10. ING Group, Amsterdam                  | 483,597.6 |

表2-c: 証券会社の株式時価総額番付 (1998会計年度末現在、単位百万ドル)

|  |        |
|--|--------|
| 1. Merrill Lynch (U.S.)                          | 67,695 |
| 2. Morgan Stanley Dean Witter (U.S.)             | 41,554 |
| 3. Lehman Brothers Holdings (U.S.)               | 32,754 |
| 4. Credit Suisse First Boston (U.S./Switzerland) | 30,281 |
| 5. Salomon Smith Barney Holdings (U.S.)          | 28,919 |
| 6. Goldman Sachs (U.S.)                          | 26,216 |
| 7. Bear Stearns (U.S.)                           | 20,100 |
| 8. Nomura Securities (Japan)                     | 17,274 |
| 9. Daiwa Securities (Japan)                      | 9,219  |
| 10. PaineWebber Group (U.S.)                     | 7,287  |
| 11. Donaldson, Lufkin & Jenrette (U.S.)          | 6,610  |
| 12. Nikko Securities (Japan)                     | 6,355  |
| 13. Warburg Dillon Read (U.S.)                   | 2,814  |
| 14. Deutsche Bank Securities (Germany)           | 2,758  |
| 15. Schroders (U.K.)                             | 2,724  |

出所: *Wall Street Journal*, September 27, 1999("World Business: Ten Years Later", <http://interactive.wsj.com/pages/wb99.htm>)

銀が上位にひしめいている。表2 bの資産総額では3位・4位に2行が残るだけになる”。表2 cの証券会社も、market capitalizationの水脹れはあるうが、M&A仲介などでの世界的活躍ぶりのニュースと合わせると、およそ、米証券会社の世界的重要性を示すものと見うる。

## 2. “アメリカ流”の特徴再説

アメリカと世界の「同型性」という作業仮説の観点からは、アメリカ流の次のような特徴が重要であろう。

1. 証券市場の特性：信用は、本来、フェース・トゥ・フェースの持続的顧客関係を基礎とする。銀行の対顧客関係ではその性質が残るが、証券市場では買手を選ばぬプレタポルテの取引になりうる。信用関係が“非対人的”市場取引に変換されるためには特有のメカニズムが必要である。銀行の総合的情報力に一体化されていたものを分解し、取引対象に擬制的コモディティ性を付与せねばならない。取引範囲の拡大に応じてその性格は強化される。取引の中枢では、金持ちクラブの取引所の会員業者を通し、“金縁”証券といった形式を整えるなどして、さながら“完全競争的市場”のごとき非対人的市場取引も実現される。証券の重要性の高さは、金融業のあり方に特有の構造をもたらすだけでなく、資金供給者・調達者のあり方（例えばコーポレートガバナンス）にも大きく影響する。

1の系 a. 透明性への要求：市場の大衆化に応じ、情報開示や内部者情報取引規制など、populist politics of envyに由来する基準・規制も幅をきかす。SEC委員長 A・レビットは、従来アナリストとの電話会議等で公開していた企業業績やM&Aの情報を、最初から大衆投資家にもアクセスさせよ、とまで言う。<sup>4)</sup>

1の系 b. 金融政策における公開市場操作の重要性：少数の大銀行が

全国制覇していれば、金融政策目的は、相当程度、銀行や短資業者との非公式接触でも果たされる。しかし、全部で1万をこえる銀行の3分の1とだけ接触する（80年法以前）各地区に別れた12の連邦準備銀行に、同様の手法が取れるわけがない。

2. 中央銀行の支払システムの時点決済（RTGS：real time gross settlement）：銀行間決済では、最近まで殆どの主要国中央銀行が期間決済（PMNS：periodic multilateral netting system）を採ってきたが、連邦準備制度は、発足後短期の試行錯誤の後、事実上今日のいわゆる時点決済方式（グローバル化時代のリスク対応上望ましいとされる）を採った。連邦準備は、2万5千を越す（21年ピーク3万1千の）銀行のコルレス関係による支払ネットワークに割込んで、小切手取立業務まで行い、全国的支払システムで中枢的役割を果たそうとした。取立に持ち込まれた小切手の遠距離送付には相当期間郵便を利用したが、資金振替えには1918年からリース回線による電信振替システムを構築した。RTGS（日銀でも最近漸く移行）では、限られた銀行間での仲良しクラブ的PMNSと違って、常時必要なバランス維持という非効率が生ずるが、連邦準備は、その回避のために、日中赤残（daylight overdraft, or intraday credit）を認め、他方、受け手には即時に完了性（finality）を与える、という方式を定着させた。今日の自動資金振替システムFedwireも、初めから全国的自動システムとして設計されたのではなく、各地区連銀が傘下金融機関の利便増大のため独自に進めたコンピュータ・システムを接続して徐々に統合化されたもので、この経験はEMU加盟国の多様な支払システムを接続するTARGETの設計にも役立ったとされる。

なお、このような観点からの「世界金融のアメリカ化」のイメージは、必ずしも、アメリカ資本（企業）の世界制覇や、ニューヨーク中心の世界金融の編成や、ではない。現在最重要の国際通貨ドルの国籍は明らかだし、政治力による企業活動のバックとして米政府が最有力なもの確かである。

ただ、現に、国際金融の中心はニューヨークであるよりはロンドンであろうし（もっとも、将来、ネットワーク上で24時間取引が進行する国際金融システムにとって、地球平面上のある地点が中心というようなことは無意味ともなろうが）、また、対外債権大国としては、独日も米国に劣らぬ地位を占める。末梢的ながら、アメリカ最大の証券取引ECN（electronic communications network）Instinetが現に英ロイターズの傘下にある、といったことも視野に入ろう。アメリカ資本やアメリカ企業ではなく、“アメリカ流”の世界化だ、というのがここでの基本テーゼである。

ドルが国際通貨だが、センターはむしろロンドンで、債権大国としては日本やドイツ、という点を表3で簡単に見る。表3 aは諸国の銀行（レジデンスで国籍ではない）の対外ポジションを示す。資産負債両面で英国が圧倒的に大きい。その殆どが外貨建てなのも特徴的である（外貨建て対内ポジションも大きい）。対外資産では日独が米国を越える。米国では対外資産負債の殆どが自国貨建てである。表3 bは銀行対外ポジションの通貨構成で、全体的にドルが重要だが、米国所在銀行の地位は大きくない訳だから、外貨建てでのドルの重要性が際立つ。英ポンドの地位は円より低い。表3 cの国籍別では、独日が米をしのぎ、英国は非常に小さい。国際金融におけるロンドンの地位の特異性が浮かび上がる。表3 dは証券発行（レジデンス）で、米国が跳び抜けて大きく、ドル建ての重要性も表3 eで分かる。表3 fの外為取引（直物・先渡し・直先スワップ）、表3 gのOTCデリバティブ（細目は主要なもののみ）のいずれも、英国が際立って高い地位にある。

### 3. 米国におけるモザイク的銀行制度の現況

94年リーグル・ニール法で、立法1年後に銀行持株会社の州際子銀行が、97年半ばからはその州際支店化が認められた。同法による州際化に抵抗し

表3-a: 銀行の対外ポジション 10億米ドル

| (March 1999)   | In all currencies<br>vis-à-vis all sectors |             | In foreign currencies<br>vis-à-vis all sectors |             | Local positions in<br>foreign currencies |             |
|----------------|--|-------------|--|-------------|--|-------------|
|                | Assets                                     | Liabilities | Assets   | Liabilities | Assets                                   | Liabilities |
| All countries  | 9,549.0                                    | 9,211.4     | 6,162.8  | 5,958.9     | 1,128.8                                  | 1,165.9     |
| Germany        | 822.1                                      | 852.7       | 279.2  | 367.7       | 62.7                                     | 35.9        |
| United Kingdom | 1,895.6                                    | 1,916.8     | 1,883.7  | 1,650.8     | 427.2                                    | 367.6       |
| Japan          | 1,137.3                                    | 568.3       | 684.7  | 319.3       | 170.8                                    | 254.3       |
| United States  | 775.3                                      | 997.2       | 80.6   | 101.4       | -  | -           |

出所: BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, August 1999

表3-b: 報告銀行国際ポジションの通貨区分 出所同上

| (March 1999)         | Assets  | Liabilities | 単位: 10億米ドル           |             |
|----------------------|---------|-------------|----------------------|-------------|
|                      |         |             | Assets               | Liabilities |
| Industrial countries | 7,770.4 | 7,522.6     |                      |             |
| A) Domestic currency | 3,353.3 | 3,214.1     | B) Foreign currency  | 4,417.1     |
| US dollar            | 694.6   | 895.8       | US dollar            | 2,485.3     |
| Euro area currencies | 1,786.1 | 1,629.7     | Euro area currencies | 867.9       |
| Yen                  | 472.6   | 249.0       | Yen                  | 337.5       |
| Pound sterling       | 211.9   | 266.0       | Pound sterling       | 197.2       |

表3-c: 所有国籍別国際ポジション 出所同上

| (March 1999)        | 単位: 10億米ドル |             |
|---------------------|------------|-------------|
|                     | Assets     | Liabilities |
| Reporting countries | 9,148.6    | 8,765.9     |
| Germany             | 1,735.3    | 1,629.2     |
| Japan               | 1,603.7    | 1,153.8     |
| United Kingdom      | 609.1      | 678.5       |
| United States       | 1,019.0    | 1,115.0     |

表3-d: 所在国別国際債務証券残高、単位: 10億米ドル

| (June 1999)    | Total   | Money Mkt Bonds &<br>Instrument Notes |         |
|----------------|---------|---------------------------------------|---------|
|                |         | Instrument                            | Notes   |
| All countries  | 4,684.1 | 220.8                                 | 4,463.3 |
| Germany        | 267.5   | 22.1                                  | 245.4   |
| Netherlands    | 379.4   | 19.1                                  | 360.3   |
| United Kingdom | 498.7   | 52.3                                  | 446.3   |
| United States  | 1,111.7 | 8.9                                   | 1,102.8 |

出所同上

表3-e: 通貨別国際債務証券残高 (単位: 10億米ドル) 出所同上

| (June 1999)          | Total   | Money Mkt Bonds &<br>Instrument Notes |         |
|----------------------|---------|---------------------------------------|---------|
|                      |         | Instrument                            | Notes   |
| Total issues         | 4,684.1 | 220.8                                 | 4,463.3 |
| Euro area currencies | 1,275.3 | 56.7                                  | 1,218.6 |
| Japanese yen         | 447.7   | 3.9                                   | 443.8   |
| Pound sterling       | 372.3   | 18.6                                  | 353.7   |
| Swiss franc          | 151.4   | 7.0                                   | 144.4   |
| US dollar            | 2,253.3 | 115.9                                 | 2,137.4 |

表3-f: 外国為替取引高 (98年4月平均日額: 百万米ドル)

|                | Gross turnover |           | Net turnover |         | US dollar | Deutsche mark | Japanese yen | Pound sterling |
|----------------|----------------|-----------|--------------|---------|-----------|---------------|--------------|----------------|
|                |                |           |              |         |           |               |              |                |
| Germany        | 106,003        | 94,281    | 80,794       | 82,145  | 7,738     | 7,313         |              |                |
| Japan          | 180,944        | 148,577   | 136,416      | 18,038  | 124,045   | 5,308         |              |                |
| Singapore      | 157,559        | 138,986   | 131,709      | 28,037  | 32,392    | 7,992         |              |                |
| United Kingdom | 798,170        | 637,309   | 558,215      | 205,577 | 91,355    | 114,817       |              |                |
| United States  | 404,787        | 350,883   | 315,872      | 121,642 | 85,788    | 35,880        |              |                |
| Total          | 2,350,018      | 1,981,619 | 1,704,956    | 602,734 | 407,194   | 211,855       |              |                |

出所: BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998*, May 1999

表3-g: OTC外貨デリバティブ・金利(単一通貨)デリバティブ  
98年4月平均日額: 百万米ドル 出所同上

|                | 外貨デリバティブ     |                      |                | 金利デリバティブ     |        |         |
|----------------|--------------|----------------------|----------------|--------------|--------|---------|
|                | Net<br>total | Outright<br>forwards | Forex<br>swaps | Net<br>total | FRA    | Swaps   |
| Germany        | 57,632       | 8,396                | 43,917         | 29,077       | 5,569  | 20,273  |
| Japan          | 91,650       | 19,477               | 61,744         | 31,623       | 868    | 17,612  |
| United Kingdom | 488,266      | 47,966               | 372,442        | 122,928      | 42,440 | 68,754  |
| United States  | 235,374      | 37,181               | 185,699        | 58,441       | 16,033 | 31,388  |
| Total          | 1,340,713    | 156,660              | 1,052,962      | 343,838      | 98,566 | 201,140 |

て制度からのオプトアウトを決めた州はテキサスとモンタナの僅か2州(いずれも時限立法)、期限が来たテキサスは99年春に州際銀行業を認める法律を制定し、残るはモンタナだけとなった。初めに触れたカンサスは、遅くまで単店銀行制度を守った州だが、連邦裁判所の強引な決定で支店制導入を余儀なくされ、オプトアウト法を成立させることも出来なかった。リーグル・ニール法以前からのスーパーリージョナルなどの州際化は、連邦政府の規制緩和でなく(救済のため州際子会社化を認める連邦立法はあったが)、基本的に州のイニシアティブによる(但し、ノンバンクでの州際化にはFRBや連邦裁判所が貢献している)。

近年の州際銀行合併の動きの紹介は省略する。簡単な銀行デモグラフィは表4にある。93年末から98年末の5年間で銀行数は2千あまり減少、単店銀行数は1348減って2892行になり、20年前の3分の1近くになった。ただ、本稿の論点からは、68年にまだ単店銀行が総銀行数の72%だった点に注目すべきである。

州際銀行化が進み、全米を覆う銀行が形成され始めたが、銀行として(銀行持株会社としてでなく)トップのバンク・オブ・アメリカについて、99年8月23日の「アメリカン・バンカー」では、まだ、the nation's *only coast-to-coast banking company* (強調引用者)という表現を使っている。39の外国にプレゼンスを持つが、国内では21州+DCである<sup>9)</sup>。もともと国内向けの銀行が合併して成立したこの銀行でも、進出している外国の数のほうが州の数より多いのである。マネーセンター・バンクを例にとれば外と内のギャッ



ブは遥かに大きい。

#### 4. 証券市場の取引システムの変化

さて、アメリカを見て世界を占う、という視点から、IT革命で進行中の金融システム上の諸変化のうち、証券市場の核心部分で生じている、取引所のあり方の変化を迫る事情を取上げたい。94—96年にNASDAQの過大マージンが問題化し、SECの競争促進方針が強められ（Order Handling Rules: 61 FR 48290）、旧来のInstinetの競争相手となる8社のECNが参入した<sup>6)</sup>。Island ECNがInstinetに次ぐ取引量を持つ有力業者である（表5参照）。事実上の取引所機能をネットワーク上で果たすもので、旧来の取引所は同等の規制を求めたが、当面、競争激化歓迎のSECは音無しの構えであった。ほ

表4: FDIC被保険銀行数・支店数

| 年    | 銀行数   | うち単店 | 支店数   | 参入数  | 非数合併 | 数済合併 | ペイオフ |
|------|-------|------|-------|------|------|------|------|
| 1968 | 13487 | 9773 | 19183 |      |      |      |      |
| 1973 | 13978 | 9201 | 26673 | 1109 | 591  | 11   | 17   |
| 1978 | 14391 | 8025 | 34791 | 1099 | 639  | 37   | 7    |
| 1983 | 14469 | 7434 | 40853 | 1319 | 1130 | 77   | 27   |
| 1988 | 13137 | 6221 | 46381 | 1592 | 2148 | 559  | 171  |
| 1993 | 10980 | 4240 | 52868 | 687  | 2160 | 509  | 120  |
| 1998 | 8774  | 2892 | 61957 | 861  | 2876 | 28   | 0    |

出所: FDIC (<http://www2.fdic.gov/hsob/>)

表5: ECN (現存9社)

ECN market share (Nasdaq, June 1999)

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| Instinet                      | 18.2% |
| Island ECN                    | 11.5  |
| REDI-Book                     | 1.2   |
| Brut                          | 1.2   |
| Archipelago                   | 0.9   |
| Bloomberg Tradebook (B-Trade) | 0.9   |
| Strike                        | 0.2   |
| Attain                        | 0.1   |
| Nextrade                      | na    |

出所: [cnnfn.com/1999/09/01/investing/q\\_ecnfuture/](http://cnnfn.com/1999/09/01/investing/q_ecnfuture/)

は時を同じくして、インターネットの普及とともに、チャールズ・シュワブ、フィデリティ、DLJディレクトなどが、ブローカー業務をインターネット上で提供するようになった。顧客の注文は最も有利に執行できる取引所やECNに自動的に接続され処理される。

ECNやオンライン・ブローカーの業務の急拡大を背景に、従来の取引所中心の取引システムが大変化を遂げつつある。NYSEやNasdaqが、対抗上、時間延長を計画（2000年問題のため実施はしばらく延期）し、公開株式会社化への動きなどを見せはじめた。不在会員も多いといわれる会員制組織をdemutualizeすることによって集権化し（意思決定を迅速化し）、IPOによる資金調達でのシステムの拡充や他のECNの買収を可能にするための計画といわれる。<sup>7)</sup>

NYSEの変革を促したのは、伝統的な取引所を迂回して取引を実現する強力な競争相手の出現だけではない。新しい時代を象徴する事例に、NYSEの最有力会員であるGoldman SachsとMerril Lynchが、NYSEのスペシャリスト制度の声高な批判者だったオンライン・ブローカーのMadoffと組んで、新たなECNの設立を企てた、といった動きも上げられる。10月半ばには、Morgan Stanleyもネット進出計画を発表した。

また、99年春のSECルール改定を受け、有力ECNの若干が正規の取引所としての認可を申請した。取引所になれば、自主規制上の条件充足が必要になる反面、独自の上場株式をもち、NYSE「ルール390」に抵触する銘柄の取引も可能になる<sup>8)</sup>。主要取引所のスペシャリストを結ぶIntermarket Trading System (ITS) への接続も可能になる。

取引所の営利企業化の流れの中で、規制の構造も、従来のように、SECの概括的な規制下で取引所や業者団体（NASD）を自主規制機関（SRO）とする構造から、自主規制と取引所機能との分離も検討せざるをえなくなった。ただし、SECは、財源問題もあろうが、中央集権的規制組織の編成に

は消極的である。

証券市場の中核での取引システムの変革の動きが、ヨーロッパにも、現在アメリカで生んでいるようなインパクトを生ずるかどうかが、確言は出来ないが、米系企業の進出への障壁を設けない限り、影響を遮断することは困難であろう。

### おわりに（見通し）

本報告は、これまでの動きを一定の視点からピックアップしたものに過ぎない。ただ、敢えて見通しを述べれば、アメリカ化の流れは、現時点で意気盛んないわゆるニューエコノミーの“強さ”の延長で考えられるのではない。バブル崩壊や続く不況、また何回かの循環があるとしても、続きうる動きであろう。ただ、資本主義がいずれもっと大きな成長の限界にぶつかる可能性もある。また、アメリカのシステムがより優れているからアメリカ流になるという見方ではないから、グローバルに金融統合の度合いが進めば、アメリカ型でなくなる可能性もあろう。19世紀に全国的支店を持つ5大銀行の成立でロンドン割引市場が被った役割変化との類推で言えば、アメリカで、今後ネーションワイドの大銀行の発展により国内の金融システムが先ずアメリカ型でなくなり、対応して、ニューヨーク金融市場は、国内向けでなく国際的なセンターとしての役割を中心とするものに変わる、というようなことも起こるであろうか。

## [注]

- 1) イメージの明瞭化のために、“アメリカの地域的な銀行構造に興味をもつ”ことの一例を示す。西部ネブラスカとカンザスは隣接した伝統的単店銀行州 (unit banking state) だが、80年代前半の農業不況により多数の銀行破産を経験した。ネブラスカは支店制導入による弱小農業銀行合併で破産の波をしのいだが、カンザスは単店制を維持し続け、破産が続いた。両州とも大不況期には単店制を守り抜いていた。その事情如何といったことを問題にする視点である。
- 2) 企業設立の法律が州毎に異なるのは銀行業に限らず全ての産業にいえろ。銀行業には、むしろ、州法の他に連邦法もあるから、統一基準という点で有利な条件さえある。従って、アメリカの金融論テキストに時にあるように、法律的「二元制度」をモザイク化の基本要因と見るのは正しくない。免許の二元制度の故ではなく、支店が制限されていたこと、同時に、銀行信用が基本的にフェース・トゥ・フェースの性質をもち、コモディティ (商品取引所での取引対象となる性質) になりにくいこと、この2つが、モザイク的分散性の基本的要因である。
- 3) 表の出所の *American Banker* 紙のコメントで興味深いのは、アメリカの銀行が強い、といわずに、諸外国は株主重視でなかったがアメリカ流に変わりつつあるから間もなく株式時価総額の番付でも上位に上るだろう、という言い方である。なお、その後、ヨーロッパや日本のささやかな株価上昇を受けて、すでに順位はかなり入れ代わった。
- 4) その後、12月に、委員会は新開示ルールを票決、証券価格に影響する情報を、一般に公表する前に、証券業者などの特定集団に「選別的開示」を行うことを禁ずる新規制導入の態勢に入った (*Wall Street Journal*, December 16, 1999)。
- 5) ノースカロライナのシャーロットに本拠を置くこの銀行は、もともと North Carolina National Bank (NCNB) から、その一帯のスーパーリージョナルのネーションズ・バンクとして急発展し、最近、昔のバンク・オブ・アメリカ (Bancameria Corp) と合併したものである。昔のバンク・オブ・アメリカの方も、戦後暫くは日本より経済規模の大きかったカリフォルニアで全州支店網をもつ銀行として世界最大規模を誇っていたが、もともとニューヨークのマネーセンター・バンクからは、貯蓄銀行的銀行で自分たちとは違う、と見られていた訳で、世界のトップといってもグローバルなホールセール・バンキングが主力だった訳ではない。

6) 事実上取引所機能を果たす取引自動執行システム企業について：

(1) 文献リストOECD (1996) で、当時は未だ取引自動執行システム企業 (この時期にはPTS [proprietary trading system] という用語が一般的) がアメリカ以外では一般化していないとされる (p.23)。

(2) 事実上取引所機能を果たしているが、従来、SECに全国証券取引所として登録されておらず、また登録証券業協会による運営でもない、自動執行取引システム (営利企業) についての、SECの最近のルールによる一般的な呼名はATS (alternative trading system) である。新しいルールは、ATSの規制基準を明確にするとともに、ATSが、取引所として登録したり、ブローカー・ディーラーとしてSROを兼ねる業者団体に属して営業することも可能にしている。

1998年12月8日公布、99年4月21日施行のSEC規則 (Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems - File name: 34-40760) の導入部の注1から： [1] The term "alternative trading system" is defined in Rule 300 (a), 17 CFR 242.300 (a). This term encompasses some systems that previous Commission releases called *proprietary trading systems*, *broker-dealer trading systems*, and *electronic communication networks*. (ゴシック・イタリック引用者)

SEC Concept Release: Regulation of Exchanges (17 CFR Part 240, File No. S7-16-97) の注1から： [2] Trading systems not registered as exchanges have been referred to in previous Commission releases as "*proprietary trading systems*," "*broker-dealer trading systems*," and "*electronic communications networks*." The latter two terms are defined in Rules 17a-23 and 11Ac1-1 under the Securities Exchange Act of 1934, 17 CFR 240.17a-23 and 240.11Ac1-1, respectively. The term "alternative trading systems" will be used throughout this release to refer generally to automated systems that centralize, display, match, cross, or otherwise execute trading interest, but that are not currently registered with the Commission as national securities exchanges or operated by a registered securities association. (ゴシック・イタリック引用者)

[1] の引用でThis term encompassesとあるように、ECNはATSの下位の概念で、新しいSECルールでATSが基本用語になったが、ECNの概念が重要でなくなった訳ではない。99年9月のレビットのスピーチ (文献Levitt) でもECNがもたらすインパクトに繰返し言及しており、alternative trading systemという言葉は1回出て来るだけである。

7) 取引所の公開株式会社化そのものはアメリカが先行している訳ではない。オーストラリアで98年10月に証取が営利企業化しており、ヨーロッパでもストックホルムなどすでに7つの取引所が営利企業になっている。ミューチュアルな組織で

あることを止めるという、このdemutualizationの問題は、東証やロンドン証取でも取組が始められている。Wall Street Journal, July 30, 1999

(<http://interactive.wsj.com/articles/SB933280063660244183.htm>)

- 8) 1999年12月2日、NYSEは、SECからの圧力もあって、長い歴史を持つRule390の撤廃を決定、それを受けて、SECも、12月8日、NYSE上場株式への会員業者以外による取引のアクセスを広げる新ルールを票決した。

## 〈文 献〉

Bank for International Settlements, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* (triennial: March-April 1995, April 1998), May 1996, May 1999.

——, [Euro-currency Standing Committee (ECSC) (of the central banks of the G-10 countries)], *Proposals for Improving Global Derivatives Market Statistics* (Yoshikuni Report), July 1996.

——, [Committee on Payment and Settlement Systems of the Group of Ten], *Report on Real-Time Gross Settlement Systems*, April 1997.

——, *The Global OTC Derivatives Market at End-June and End-December* (semiannual), since 1998.

Gilbert, R. Alton, "Did the Fed's Founding Improve the Efficiency of the U.S. Payments System?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May/June 1998.

Gilbert, Adam M., Dara Hunt, and Kenneth C. Winch, "Creating an Integrated Payment System: The Evolution of Fedwire", *FRBNY Economic Policy Review*, July 1997.

Levitt, Arthur, "Dynamic Markets, Timeless Principles", speech at Columbia Law School, September 23, 1999.

OECD, "A Revolution in Securities Markets' Structure?", *Financial Market Trends*, November 1996.

SEC, *The Impact of Recent Technological Advances on the Securities Markets*, 1997.

Summers, Bruce J. and R. Alton Gilbert, "Clearing and Settlement of U.S. Dollar Payments: Back to the Future?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October 1996.

## 〈質疑応答〉

山本 栄治 (甲南大学)

国際金融の中心はニューヨークよりもロンドンとのご意見だが、その根拠に国際貸付や国際債の数字を上げている。しかし、米国の国際金融業務の中心はオフバランス・シート取引(デリバティブ)ではないか。82年累積債務危機やBIS規制導入以後、オン・バランス取引からオフ・バランスへ変化している。その点どうお考えか。

〔答〕

オフバランス取引の統計的集計の詳細は知らないが、BISは包括的調査を3年に1回ほど行い、98年から半年毎の定期的発表を始めた。どのような統計作成を行うかについても相当の準備段階を経ているので、アメリカだけが過小評価されているとは考えにくい。その程度の理解で統計を見ているのだが、UKがUSより遥かに多い。ロンドン中心というのも、19世紀末と同じ意味ではなく、相対的位置づけにすぎない。

山本 栄治 (甲南大学)

問題は、(1) デリバティブ取引をどう認識するか、(2) 取引を行う金融機関が米銀中心ではないかで、そこに意見のずれがある。とりわけ、デリバティブの国際取引は上位銀行に集中し(80~90%)、米銀が圧倒的だ。しかも、90年代に急伸したのは、取引所取引でなく、OTCデリバティブ(相対でのデリバティブ)で、問題はそこにある。LTCMの例でも知られるように、取引所のプレーン・バニラなら市場価格で処分できるが、OTCでは相対取引だから売却価格は分からない。marked-to-marketが正確でない。危機に市場価格がどう激変するか分からない。売るに売れず、流動性不足で投げ売りになる。そのようなover-the-counterのデリバティブが中心で、しかも米系金融機関のシェアが圧倒的だ。そこをどう考えるかが問題なのである。

〔答〕

山本会員の提起に背反することを特に主張するつもりはない。ロンドン金融市場の“アメリカナイゼーション”といった表現があるように、土着でなく米系金融機関が確かに重要な役割を果たしている。ナショナルリティでなくレジデンスがロンドン、つまりニューヨーク中心ではない、と述べただけだ。ただし、21世紀を展望して、米系金融機関が中心であり続けるかどうかにはまではコミットしない。デリバティブについては、取引所取引の伸びは小さいが、デリバティブ市場全体に流動性を与える中心部分として機能していると思う。近年の急拡大がOTC中心であり、多くの問題をはらむ可能性も否定する気はない。表3-gで提示したデータは取引所での

くOTCのデリバティブである。

佐々木 仁 (名城大学)

米国の銀行構造の不全性と証券のカバーを軸にした論攻には首肯するが銀行構造強化機能もあったと思われる連邦準備銀行の成立はどう位置づけるか。

【答】

包括的お答えはできないが、支払いシステムの統合度を高める上で大きな役割を果たしたと思う。電信での全国的資金振替が、従来のコルレス関係による長時間の送金と対比して、決定的変化になった。フェデラルファンド市場が20年代に成立したこと、個々の連銀の収益資産管理ないし流動性調節が目的だったニューヨークでのオペが事実上マクロの影響を持ち、金融政策手段として認識されるようになったこと、など、資金振替の迅速化が金融システムの統合度を高める上で重要だったと思われる。

高倉 泰夫 (長崎大学)

報告要旨末尾に「グローバルに金融統合の度合いが進めば、むしろアメリカ型でなくなる可能性もあろう」とあるが、グローバルな金融統合は主に基軸通貨国アメリカを中心に進んでいる。そのアメリカでの金融技術の発展がそれを支える大きな要素で、その技術の普遍性がアメリカ型を一層グローバルに広げていくことにならないか。

【答】

ご指摘の面を否定するほどの意図はなかった。証券化は、情報処理技術の発達により、従来銀行業務に一体化されていたものをアンバンドルするプロセスだ、と見ると、技術的普遍性があり、米国銀行業の發育不全で証券業が伸びたという論理で済まないことはご指摘の通りだ。ただ、米国の証券業の発展には、そういう経済合理的面だけでなく相当程度銀行業の發育不全による面があり、現代世界の金融システムでも同様と言いたかった。さらに、技術的発展の面でも、アンバンドルされて専門業務が次々自立するにしても、個々の資金運用者・資金調達者との対顧客関係では、アンバンドルされたものをリバンドルして対応する能力のある金融機関が出て、市場取引よりフェーストウフェースの取引が重要になりうるのではないか。それが「アメリカ型でなくなる」ことの主旨である。

川波 洋一 (九州大学)

1. 国際金融の中心はロンドン、2. 債権大国はドイツと日本、3. 金融業のあり方はアメリカ流 (証券の重要性が高い)、という3論点の相互関連を明らかにされ



たい。(司会：報告の骨格に関わるので丁寧に答えて欲しい)

〔答〕

3者それぞれ事実上そうなっているという程度の認識だったので、関連をつめていなかった。取敢えず個別的にポイントを述べ直して見る。ロンドンが国際金融の中心なのは、先ず、歴史的事情が大きい。長らく国際金融の中心に位して蓄積されたノウハウの上に戦後ユーロダラー市場が発展し得た。次に、地理的条件。アジア市場の時間内にロンドンが開き、終わる前にニューヨークが開く。さらに、周辺に発達した資本主義国が多く、近隣との国際金融取引が活発なこと。50年代から他国の通貨で商売している訳で“ウィンブルドン化”など今に始まったことでないともいえる。そういう性格のセンター性である。債権大国の問題は、一つには日独経済の地位の相対的上昇とアメリカの相対的低下によるが、加えて、米国の巨額な経常赤字持続による対外純債務累積にたいし、ドイツは統一後少し様子が変わったが、着実に対外債権国としての地位を高めてきていたし、日本は、途上国債務問題への不安定化要因といえるほどに、経常黒字続きである。にもかかわらず何故アメリカ流が幅を利かすのか。依然アメリカが経済的・政治的に強力だとか、自国流を人類普遍の原理として推し進める外交政策の力もあるだろうが、今のグローバルな金融システムが、金融機関を通しての統合化に多くの制約を伴うので、証券市場への依存が高まらざるをえない、それがちょうど、銀行業の地理的拡大を制約されたアメリカと同型だ、という点に着目した。ただ、単に同型性だけでは不十分で、仮にシンガポールと世界が同型でも、シンガポールのシステムが世界化するとは言えない。世界化しようとすれば、高倉会員御指摘の、技術的合理性・普遍性をもつシステムの先進性のため、ということになる。アメリカ流は、進んだシステムだからでなく、圧倒的経済力を背景としながら、事実上今のモザイク的世界システムと同型なので普及の力を持つ、という主旨だ。

坂本 正 (熊本学園大学)

- ①世界全体として銀行システムでの統合力が弱いため証券市場を統合力にしている、そういうモザイク的状况とアメリカ型システムが同型なのでアメリカ型が普及し易い、というが、証券・証券市場のシステムの統合力の根拠を明らかにされたい。
- ②グラス・ステイーガル法がアメリカの金融システムにどう影響したか、同法によりアメリカの証券業が発展したと考えているか。また、現に銀行は証券業務を兼営しつつ海外に出ているが、G・S法との関係でどう考えるか。

〔答〕

金融システムにおける証券業の性格規定の理論的基礎を踏まえておかなければならない問題を提起されてしまった。弱みを意識はしていたが勉強が至らなかったの

で外から撫でるような答えになる。銀行信用は顧客の個別的情報を基礎に形成される。その信用関係の領域拡大に障害があり、分断されれば、別の形を取らねばならない。比喩的にいえば、マイクロソフトの法人化がワシントン州法でもアラウエア州法でも、製品の売却には問題がない。ブランド力やコモディティの基準品質があればよい。仮に生産者の直接的活動範囲が地理的に制限されていても、ディーラーが取次ぐことも可能で、広域的取引が成立する。証券業という言葉でこれに類しうる条件の形成可能性を含意させている。もちろん、具体的には、証券市場でも、南北戦争期の国債売り捌きや、有力金融業者による外国資本導入の活動や、大企業成立によるブランド力の形成、等々の下地があって徐々に広域的取引の条件形成がなされた。ともかく、証券には、発行企業の知名度や引受・格付け等により、ブランド力なり擬制的コモディティ性が付与される、と考えられる。本来フェーストウフェースの性質を持つ信用にこういう性質が与えられれば、広域的な“非対人的”市場取引というかたちで金融システムの統合に力を発揮しうる。金融機関が店舗の地理的拡張の制限を受けるような状況では、フェーストウフェースの関係を免れた、そういう手段が重要性を持つ。現在、金融機関は世界の金融センターに拠点をもつが、現地市場には容易に没透しきれない。ブランド名で売り捌かれる証券のかたちでより広い取引が行われ、それが厚みを増すことで、世界の金融の統合度が高められると考えている。

G・S法による分離が証券業のあり方に及ぼした影響は勉強不足で答えられない。海外活動では、ご指摘の通り、米銀は、米国内で“弊害あり”とされていたはずの証券業との兼営を、現地で認められていれば、内国民待遇で、積極的に行ってきた。アメリカで発展した証券業のノウハウを最大限活用して勢力拡大を果たしたと考えられる。

深町 郁彌（熊本学園大学）

米国は80年代から経常収支赤字・資本収支黒字を続け、98年末には約1.5兆ドルの累積赤字をもつ。反面、海外からの貨幣資本流入で株価は1万ドルを上回っている。他方、日本ではピークの89年末の38,915円の株価の半分以下である。こうした状況は変動相場制下でドルが基軸通貨であることで可能にされている。今後の米国の状況を予測されたい。

【答】

難問で、きちんとした議論は出来ない。危機論は活発だが、感覚的に、最大の債務国であることの問題性が、切実にならない。例えば財攻赤字では、第2次大戦後（国債残高/GNP比1.3）も波瀾なく収まったし、80年代にも“devastating”といった言葉を使う人もいたが、特段のことはなかった。国債累積などはインフレを起こ

せば簡単に帳消しになるが、対外債務累積も基軸通貨国には同じ事で、ドルが下がれば米国にとっての実質負担は軽くなる。問題は、混乱を起こすようなドル減価で、急激な“トリプル安”のような混乱がアメリカ経済にどんな衝撃を及ぼすかだが、当面の情勢では、被害はむしろ米国以外の足腰がまだしっかりしていない国ではないか。米国側が心配しなければならない状況ではないのでは、というのが感覚的な答えである。

高倉 泰夫（長崎大学）

ユーロが国際通貨として基盤を固めてくれば、基軸通貨としてのドルの地位は、資本移動を考えると、必ずしも安定的とはいえないのではないか。その際、アメリカはインフレや一方的為替レート低下を計ることはできず、周辺国が迷惑するだけだとはいえないのではないか。

【答】

ドル安になっても米国は困らない、だから、米国の側に歯止めはない、と考えた訳だが、確かに、ドル基軸通貨体制の長期安定が米国自身にとってどういう意味を持つかをつめた議論ではなかった。ユーロとの関係について付言すると、通貨への信任は当然通貨発行のされかたに依存する面があるが、貨幣には、いったん使用されれば、path dependenceとかhysteresisという流行語（説明原理というより逃げ口上の用語だが）で表されるような事態があって、よほどのことがなければシステムは変わらない。さしあたり、株価暴落・ドル暴落で対米投資国が大損害を被るようなことがあっても、システムが変わるところまではなかなか行かないのではないか。ただ、そういう事態が度重なり、他方、ユーロ圏が安定していれば、外貨準備をシフトする動きも強まるだろう。

# ECBとブンデスバンクのユーロ戦略

## ——軌跡と展望——

岩見 昭三  
(奈良産業大学)

はじめに

ユーロが発足してまもなく1年になるが、その評価は定まっていない。ユーロの対ドル相場下落、高水準の失業率等を根拠に否定的評価が下される一方で、決済システムの順調な機能、物価安定、ユーロ建て債券市場の活況等を根拠に、ECB当局者をはじめユーロの順調な滑り出しを強調する論者も多い。

本報告では、金融政策当局者がどのようなシナリオを想定してユーロ導入を推進したのかをまず明らかにし、これとユーロ発足後の実態的展開を対比することによって問題点を整理し、今後の展望のための素材を提供する。

この分析の前提として報告者が注目するのは、ドイツブンデスバンクである。同行は当初通貨統合に消極的であったが、遅くとも1995年後半以降通貨統合を積極的に推進する立場に転換した。この転換の根拠をまず検証する。同行がECB内の一つの有力な政策路線の核を形成しているという意味で、通貨統合後のECBの政策を評価、展望するさいの有効な資料を提供しうるからである。

## I. ブンデスバンクのユーロ戦略

### 概観——安定政策と通貨統合——

ブンデスバンクは通貨統合に反対の立場は採らなかったものの、当初通貨統合それ自体よりも、統一通貨にマルク並みの安定性を要求するほうに重点を置いていた。しかし、95年後半以降から通貨統合のメリットの強調が目立つようになり、通貨統合を積極的に推進する立場を明確にする。しかし、通貨価値の安定を図る安定政策の貫徹こそが通貨統合のメリット発揮の前提とされ、あくまで安定政策の貫徹にもとづく通貨統合の推進がブンデスバンクのユーロ戦略の原則となる。以下、具体的に安定政策貫徹と通貨統合推進との関連を見ていく。

### 反インフレ政策とユーロ

ブンデスバンクは、インフレ抑制を金融政策の最重要目標として掲げるのみならず、マネーサプライ・コントロールをそのための主要手段として活用すると言明している点において独自性を発揮している。しかし、実際は、1975～98年においてマネーサプライが目標圏内に収まったのは約半分にすぎない。とりわけ、90年代は乱高下が著しい。

問題は、90年代のマネーサプライのこの乱高下が、マネーサプライよりも優先された目標達成に伴う副産物だということである。この優先された目標とはマルク相場である。インフレ不安が増大した状況では、政策金利を引き締め基調にすることでマルク相場を上方に誘導し、輸入物価からインフレの抑制を図り、実際これによって全般的なインフレの抑制に概ね成功してきた。したがって、ユーロ発足後も、インフレ不安が増大した場合はブンデスバンクはECBに対してユーロ高を要求していくと考えられる。

### 貿易と通貨統合

このように、インフレ抑制の手段としてマルク相場の重要性が増すとと

もに、マルクに上昇圧力がかかり、90年代は93年と94～95年にマルクが上昇する。しかし、このマルク高期だけでなく、マルク高の修正期の96年においてもドイツのEU諸国への輸出が減少する。周辺国通貨の対マルクでの上昇が、周辺国のドイツ向け輸出を減少させ、輸出面から周辺国の景気低迷に作用したからである。

したがって、マルク高のみならずマルク安もドイツの輸出にとって制約要因となり、ここで貿易面から、為替相場の永続的固定を意味する通貨統合を要求する根拠が指摘できる。同時に、同行は、マルク安での経験を踏まえ、通貨統合後のユーロ安による輸出拡大政策を厳しく戒めている。

### 資本市場と通貨統合

通貨統合は、ドイツにとって、EU内におけるドイツの金融センター獲得と、ユーロ建て債券市場におけるドイツ国債のベンチマークとしての地位確保の絶好の機会である。これらによってドイツの長期金利が低下し、資金調達条件が好転する、というのが、ブンデスバンクが資本市場面から通貨統合に期待する効果である。しかし、資本市場金利が低下するための大前提は物価の安定である。したがって、通貨統合の資本市場面からの効果を発揮させるためにもブンデスバンクはECBに対して安定政策の貫徹を要求していくと予想できる。

### 構造問題と通貨統合

ブンデスバンクは、通貨統合はEU内のあらゆる経済問題に対する万能薬ではない、として、失業等の構造問題や税制、社会保障制度の改革には独自の取り組みが必要であることを再三強調している。むしろ、これら諸問題の解決こそが通貨統合のメリット発揮の前提としている。もっとも、97～98年には、安定政策にもとづく通貨統合こそがこれらの構造問題の解決を促す、という論理も提示されるが、これ以上の展開は見られず、通貨統合後は、構造問題の独自の対処の必要性を指摘するにとどまっている。

## ユーロの国際的機能

通貨統合によってユーロ圏内での厳密な意味での外為取引が消滅するため、このかぎりでは準備通貨、為替媒介通貨、契約通貨としての国際通貨機能をユーロはマルクに比して短期的に低下させる。しかし、国際通貨機能の中長期的発展を規定するものとしてブンデスバンクが最も重視するのは、投資通貨機能である。この機能の発展は、ユーロ圏内への資本流入を促すことになり、長期金利の低下を通じて投資刺激効果を有する。ブンデスバンクによれば、物価の安定、金融市場の解放、政治的統合の進展が投資通貨機能の発展を規定するから、この点からも安定政策の貫徹をECBに対して要求していくと予想できる。

## II. ECBのユーロ戦略

ECBは、物価安定を金融政策の最優先課題とする点でブンデスバンクの基本路線を継承している。この目標達成手段としてマネーサプライ・コントロール政策に加えて直接的なインフレ・ターゲティング政策を併用している点ではブンデスバンクと異なるが、ブンデスバンク自身90年代にマネーサプライ・コントロール政策をかなり柔軟に運用するようになってきており、この相違は実際の運用においてはそれほど大きくない。

資本市場に関しても、物価の安定がユーロ圏資本市場の発展の前提としている点でブンデスバンクと認識を共有し、構造問題の解決こそがユーロのメリット発揮の前提としている点でもECBとブンデスバンクの見解は一致している。

ユーロ相場に関しては、ユーロ圏内外の景気が必ずしも同調しないのだから一定の変動は当然である、として恣意的な相場誘導策を斥けており、ユーロの国際通貨としての発展についても、「促進もしなければ、阻止も

しない]として中立的姿勢を表明している。とくに、ユーロの国際化の進展がユーロ圏内金融市場のvolatilityを増大させうる、というデメリットも指摘して、ユーロの国際化に対する慎重姿勢を崩していない点においてブンデスバンクよりも際立っている。

### Ⅲ. ユーロ発足後の展開とECBによる評価

ユーロ発足後の実態的展開に対してECBの当局者は肯定的評価を下している。

物価にかんしては、マネーサプライM3が若干参照値を上回っているものの、消費者物価上昇率は、99年8月時点で1.2%と上限の2%を大きく下回っており、この意味で安定政策の成功を裏付けている。

景気に関しては、99年第1四半期から回復傾向を示し始め、98年第4四半期の前四半期比の実質GDP成長率が0.1%であったのに対し、99年第1四半期、第2四半期はそれぞれ0.4%、0.5%の成長を達成している。これにもとづき、ECB総裁ドイセンベルク(W.F.Duisenberg)も、「経済活動の持続的な回復の見通しは良好」(99年10月7日会見)と楽観的な景気展望を示している。

短期金融市場では、決済システム(TARGET)のきわめて順調な滑り出しが、内外から高く評価されている。実際、各国の短期金利が統合後急速に低位に収斂する傾向にあることが、これを裏付けている。

さらに注目されるのが、債券市場の活況である。各国国債間でベンチマーク獲得をめぐる競争が激化した結果、国債の大量発行とそれに伴って国債先物取引、オプション取引が増大したことがその第1の特色であるが、第2に、ジャンボ抵当債という語が生まれるほど抵当債の発行が急増した。第3に、ユーロ圏内居住者ばかりでなく、非居住者によるユーロ建て債の



発行が増大し、その結果、第4に、ユーロ建て債券発行シェアが増大し、ドル建て債とシェア格差が縮小した。ECBの月報によれば、債券市場の「これらの構造変化はユーロの国際化の進展をもたらさうる」(99年8月号、p.39.) ことになる。

外為市場に関しては、99年当初から7月までのユーロ安が問題となるが、ECBによれば、これはアメリカとの景気格差、金利格差にもとづく循環的現象であり、ユーロ圏経済の弱さを表すものでもないし、構造問題の表出でもないことになる。

このようにユーロ発足後の成果を列挙したのち、ECBは、総括として安定政策の貫徹の意義を強調する。すなわち、物価が安定すれば長期金利が低位水準に落ち着き、これが成長促進と雇用増大の前提となる。したがって、安定政策の成功が他の経済領域の発展の基礎である、と。

#### IV. 問題点

ECB当局者が評価するようにユーロ発足後の成果は著しい。しかし、これらの成果を認めただけで伏在する問題点にも留意しておかねばならない。

第1に問題となるのは、99年前半の景気回復の内容である。第2四半期にかけて輸出の寄与度が上昇するが、この点はドイツにおいて典型的である。工業部門への新規発注状況を見ても、99年前半の景気回復が輸出主導であったことが確認できる。ドイツのユーロ圏内でのGDPシェア(98年で30.9%)を考えると、少なくとも景気の下支えをしたという意味で、ユーロ圏全体にとってもドイツの輸出回復の意義が大きくなる。

次にドイツの輸出回復の原因が問題となるが、ブンデスバンクによれば、年初来のユーロ安がこの輸出増を加速させた。これは、アメリカ、日本を

はじめユーロ圏外諸国への輸出が急増したのに対し、ユーロ圏内への輸出が停滞しているという事実から確認できる。

したがって、ユーロ安によるドイツを中心とするユーロ圏外輸出の増大が99年前半のユーロ圏全体の景気回復を大きく支えたことになるが、この意義は大きい。第1に、99年前半の景気回復が、ユーロ圏内企業の構造的な生産力上昇に必ずしも起因しないものだという点である。ブンデスバンクは、通貨統合以前においても、ユーロ安による輸出促進政策を厳しく批判していた。もちろん、ユーロ安はECBが誘導したものでなく、この批判に全面的に抵触はしない。しかし、結果的とはいえ、ユーロ安による輸出増大への依存が大きい景気回復という事実は、生産力構造の改革による競争力強化というユーロ導入の本来のシナリオがまだ十分に展開されていないことを意味するだけでなく、ブンデスバンクが警告していたように、このような競争力強化を遅らせかねない状況が進展していることを示している。第2に、このユーロ安による景気刺激効果が有効であるにせよ、この効果の一時的性格が問題となる。ECB当局者が再三強調するように、ユーロ安が循環的現象で景気回復とともに反転するならば、この景気回復自体が自らの一発展動力であるユーロ安を解消させる矛盾的構造を有するからである。第3に、このユーロ高への反転が緩慢でユーロ安による景気刺激効果がしばらく持続する場合でも、他の領域からユーロ高を求める圧力が増大する。通貨統合後のスペインをはじめとする中小諸国の景気拡大は、統合前からのユーロ圏内の長期金利の低位収斂に大きく依存しているが、この長期金利が99年当初以降上昇に転じている。この上昇が加速すればユーロ圏内中小諸国の景気回復の抑制要因となるため、長期金利の上昇を抑えることが早急な課題となる。このとき、ユーロ圏外からの資金流入を促すユーロ高政策が具体的日程に上ってこざるをえない。

第2に問題となるのは、大量起債されたユーロ建て債券の購入主体であ

る。宮島秀直氏の調査（「誕生後半年を経たユーロ建て債券市場の行方（下）」『金融財政事情』第50巻27号、1999年7月19日号、金融財政事情研究会）によれば、99年1～5月に発行されたユーロ建て債券の3/4は欧州機関投資家によって購入された。つまり、ユーロ発足前に予想された、ユーロ圏内への大量の資金流入というシナリオはまだ現実化していない。これは、ユーロ圏全体の国際収支からも確認できる。99年1～9月ではユーロ圏内への有価証券投資が1,712億ユーロであるのに対し、ユーロ圏外への有価証券投資が2,079億ユーロと計367億ユーロの流出超を記録している。しかも、前年同期のユーロ圏への有価証券投資の1,951億ユーロと比較して、ユーロ発足後ユーロ圏への有価証券投資が逆に減少している。

この、ユーロ建て債券の大半のユーロ圏内消化という事実は、ユーロの国際投資通貨としての魅力と機能がまだ十分に発展していないことを意味している。したがって、欧州機関投資家がユーロ建て債券の購入を控える事情が発生すれば、債券価格下落、長期金利の上昇加速という事態が予想でき、この場合、ユーロ圏への資本流入促進政策としてユーロ高を求める圧力が増大する。

第3の問題は、99年前半のユーロ安に関してユーロ圏内当局者間でも評価の違いがみられる点である。ECBのユーロ安に関する公式的立場は、アメリカとの景気格差、金利格差にもとづく循環的現象であり、ユーロ圏の構造問題と全く関係がない、とするものであったが、ブンデスバンクの月報99年8月号はこれとは異なる立場を表明している。「外国為替市場でユーロは年初来減価した。この原因の大半は、アメリカ経済とユーロ圏との成長格差と、それに由来する金利格差にある。しかし、一時的には、この他に、重要課題である構造改革と以前から取り組んでいる財政改革に関して、通貨統合参加国の前向きの姿勢に疑問が生じたことも原因の一つとなっている」（S.12.）。この表明は、2つの意義を有する。第1に、99年前半

のユーロ安の原因として循環的原因の他に構造的原因を認め、本来の許容範囲より逸脱したユーロ安にブンデスバンクが警告を発していることであり、第2に、99年前半にユーロ圏が景気回復傾向を示し始めたものの、構造改革と財政赤字の削減に十分な進展がみられないことを認め、この意味で、景気回復内容の脆弱性をブンデスバンク自身が示唆していることである。

## V. 展望

ユーロ発足後ECBは物価安定に関しては十全な成功を収めてきた。さらに、決済システムの順調な機能、景気回復、ユーロ建て債券市場の活況もそれ自体としては評価に値する。しかし、本報告で指摘したかぎりでも、景気回復内容、ユーロ建て債の消化構造、ユーロ相場に対する当局者間での評価の相違に問題点を内包している。これらの問題の存在は、安定政策に成功したもののその成功が他の領域にまだ十分に及んでいないことを意味する。

具体的問題としては、金利政策、為替相場政策に関しては、一方では、現在のEU域外輸出の増大に大きく依存する景気回復シナリオをさらに延長させるために、ユーロ高の抑制を求め、これは政策金利の据え置き圧力となって現われる。他方では、インフレ進展とこれに関連した長期金利の上昇加速が景気回復に抑制的に作用することを阻止するために、ユーロ高によってインフレ抑制とユーロ圏への資金流入促進を図るシナリオを推進する力が強まり、これは政策金利の引き上げ圧力となって現われる。この政策対立は、高位の失業率、財政赤字削減、税制の統一、労働市場改革、社会保障改革等の諸問題への対処とも絡んで、各国間のみならず各国内の各層の利害対立を巻き込んだ複雑な経路を辿ると予想できる。

【参考文献】拙著『EU通貨統合とドイツ——ブンデスバンクのユーロ戦略——』  
晃洋書房、1999年3月。

### 〈質疑応答〉

吉田 曉（武蔵大学）

1. ブンデスバンクはマネーサプライをコントロールしてきたとされるが、具体的には何を操作したのか。（清水徹先生〈小樽商業高校〉も同一趣旨の質問）
2. ECBはこれにインフレターゲットを併用しているという点で異なるとされるが、この場合の操作手段は何か。
3. ユーロ安による輸出拡大政策を戒めているということはよく分かるが、その理由がマルク安での経験というのは、ティートマイヤーの言によるものとしても論理的に筋が通らない。「ユーロ」後は、ユーロ圏内周辺国というものはないのだから。従ってユーロ安による輸出主導の景気回復が実現したのではないか。（構造問題への着手を遅らせるというマイナス面を伴いつつ）

〔答〕

1. 政策金利（公定歩合、ロンバート金利）の調整と公開市場操作が主な手段ですが、実際の機能においては、政策金利の調整のほうがマネーサプライへの影響が大きかった。その場合、たとえば政策金利の引下げが必ずしもマネーサプライの増大をもたらしたわけではなく、逆に長期金融資産への資金移動によってマネーサプライが減少することもあり、とくに90年代はマネーサプライの乱高下が目立つようになりました。
2. 操作手段は、基本的にブンデスバンクと同じで、政策金利の調整と公開市場操作ですが、ユーロ発足後M3が一貫して参照値を超過しているにもかかわらず、参照値の実現には神経質ではなく、4月には政策金利の引下げさえ実施しました。したがって、マネーサプライへのこだわりは、建前上はともかく実際の政策運営においては低下傾向にあると思われまます。
3. ユーロ安によるユーロ圏外輸出の増大によって、99年前半のユーロ圏とくにドイツの景気回復が大きく促進されたことは報告でも強調したところですが、私が問題にしたいのは、このような景気回復の持続性とユーロ圏経済の生産力基盤強化への影響です。一時的な為替相場要因に依存した景気回復は過渡的性格を有するばかりか、さらに生産力基盤改革へのインセンティブさえおびやかすおそれがあると思われまます。

岩田 健治 (九州大学)

長期金利は、①長期資金の需給に加え、②予想インフレ率や③将来の予想短期金利の平均によっても規定されると思いますが、レジュメでの「展望」は①を重視した見解と考えられます。しかし、ECBとしては、②のルート、即ち、長期金利上昇が予想インフレ率の上昇に基づくものであると判断した場合、「物価安定」という最終目標を守るために政策金利の引き上げに動くと思われます。そこで御質問ですが、ブンデスバンクやECBは、長期金利という指標を①長期金利の需給の指標として見ているのか、②将来の「インフレ」の指標として見ているのかを御教示下さい。

〔答〕

99年9月までは、長期金利の上昇を景気回復に伴った需給関係にもとづく正常なもののみなしていましたが、10月7日のドイセンベルクの会見においてはじめて、インフレ期待が反映されたものと認めるようになりました。したがって、早晚政策金利の引き上げによってインフレへの対抗措置を採るものと思われます。(実際、11月4日にECBは、インフレ不安増大を根拠に政策金利の引き上げに踏み切った。)

大矢 繁夫 (小樽商科大学)

ブンデスバンクは、80年代央からマルク国際化を積極的に推し進めます。これとユーロ導入(国際通貨マルクの放棄)とは、「国際通貨の非対称性によるドイツの金融政策の自律性、優位性」という点からみると、ブンデスバンクにとっては180度異なる路線だとみることができます。この「路線転換」の事情を、政治的要因も含めて、もう少し詳しく教えていただけないでしょうか。

〔答〕

EMS体制下でマルクの国際通貨化が順調に進展しえたかどうかを考えるべきだと思います。ブンデスバンクはマルクに対して安定政策を厳格に遂行してきたために、EMS諸国間で景気格差が拡大する状況下では他のEMS通貨に対してマルク高傾向になるのが不可避でした。その現われが92、93年の通貨危機です。これらの危機はEMS体制下でのマルクの国際通貨化の進展というシナリオが不可能なことを最終的に示しました。この通貨危機後も再び95年春にかけてマルク高が進展し、このマルク高期ばかりでなく96年のマルク安期でも、ドイツと周辺諸国双方にとって輸出額が停滞するという事態が生じ、これがダメオシとなって、域内通貨間の為替レートの固定つまり通貨統合がドイツ経済の発展にとっても不可避であると決断したと思われます。もちろん、貿易面だけが通貨統合を支持した原因ではなく、金融面でもドイツの金融センター確保とドイツ国債のベンチマーク獲得に目処がついたことも大きいと考えています。

**藤田 誠一**（神戸大学）

ユーロの国際的側面について質問します。

①EMSにおいては、ドル・マルク相場の変動がEMS域内のマルク対その他通貨の相場に影響していたため、域内貿易比率の高いEMSにとって為替相場は重要であったが、ユーロの導入によりGDPに占める貿易の比率が低くなった結果、為替相場の動きはそれほど問題ではないのではないのでしょうか。（物価への影響を除いて）

②マルクがEMS内の通貨の多様化に基づいた国際通貨であったのに対し、ユーロはそのような性質を持たず、ヨーロッパを中心とする地域通貨的な国際通貨になるのではないのでしょうか。

③①、②を考えると、ユーロとドルの為替相場はマルク・ドル相場以上に変動すると思われるが、ユーロの登場は国際通貨システムの安定にどう影響すると思われますか。

**【答】**

①たしかに、ユーロ圏内諸国の相互貿易はユーロの対外価値の影響を受けなくなると言うのはおっしゃるとおりです。しかし、99年前半のユーロ圏諸国の貿易動向をドイツを中心として見てみると、ユーロ圏外諸国への輸出の増大が大きく、これが停滞気味のユーロ圏内諸国間貿易を相殺して景気回復の大きな要因となっています。この圏外輸出の増大に対してユーロ安が大きく寄与したことはブンデスバンク自身認めるところです。したがって、輸出の限界的な部分の増減にユーロ相場は今なお大きな意義を有していると思われまます。

②ECB自身は、国際通貨としての地位をドルから継承させる役割をユーロに課しておりません。その意味では、当面ユーロ圏とその周辺国での国際通貨にとどまると考えられます。その場合、今後世界的な国際通貨に発展するかどうかのポイントは、資本取引課税問題がどう決着するかが大きく影響すると考えています。

③実際、99年のユーロ相場は大きく変動しております。しかし、景気格差を反映しているかぎりでは問題は小さいと思います。ユーロ圏の金融政策、財政政策においてユーロ圏内各国間で不協和音が発生した場合にはユーロ不信が増大し、国際通貨システムの不安定要因になると考えられます。

**山本 栄治**（甲南大学）

ECBの対外戦略は、ピナイン・ネグレクト策か相場安定策のどちらが基本方針なのでしょう。「強いユーロ」は資本流入を、「弱いユーロ」は資本流出をもたらします。問題は物価の安定が必ずしもユーロ相場安定と一致しない点にあります。また、イギリスのユーロ導入問題への展望についてどう考えておられますか。

## 【答】

ECB自身ユーロ相場の誘導政策を採らないと声明しており、この意味でビナインネグレクト政策と見てよいと思います。しかし、物価安定を最優先課題としていますから、この目標がおびやかされる事態が発生すれば、政策金利の引き上げによってユーロの下落を止め、輸入物価安定による物価安定政策を採る可能性が十分考えられます。

ユーロ安がポンド高に結びつき、イギリスの輸出の阻害要因になった場合と、ロンドンの金融センターとしての地位がユーロ圏諸国に奪われる可能性が増大した場合にイギリスのユーロ導入が現実化すると考えております。もちろん、後者の要因のほうが決定的要因になります。

深町 郁彌（熊本学園大学）

ドイツの経常収支の赤字、資本収支の黒字への転化が、ドイツ統一後の1991年から生じました。この変化とユーロ問題との関連はどうでしょうか。

## 【答】

ドイツの国債市場において非居住者の購入シェアが大きいことは有名であり、このため域外資金の流入を促進するために、ユーロ安定政策ないしユーロ高政策へのバイアスがかかることが考えられます。このかぎりでは、ユーロにマルク並みの安定性を求める要求であり、必ずしもユーロ導入の必然性に結びつかず、報告で申し上げましたようにさらに独自の要因が必要だと思えます。

御質問の経常収支の赤字との関連ですが、この点は、統一後経常収支の赤字が持続しているものの、貿易収支は現在でもなお黒字が続いているという、経常収支と貿易収支の動向の違いを念頭において慎重に考慮すべき課題だと思われます。

## 【追悼】

校正中、大学院時代の同期であり、かつ温かい「先輩」でもあった山本栄治氏が逝去された。本報告原稿を氏に捧げるとともに、御冥福をお祈り申し上げます。（7月25日）



# アジア経済危機と国際金融システム改革

毛利良一

(日本福祉大学)

## はじめに

本報告では、アジア経済危機以降に、活発になった「21世紀」「新しいミレニアム」における「国際金融システムのアーキテクチャ強化」をめぐる議論を概観する。必ずしも信用理論的でなく、むしろ国際政治経済学的なアプローチであるが、国際金融システムにおける「パクス・アメリカーナ」の再構築、「アメリカ基準の国際化」が進行していること、金融グローバル化とグローバル市場経済化にともなう国際資本の破壊力に対する対抗軸は現時点では形成されておらず、危機の再発防止にはほど遠いことを見る。

## I 「21世紀型」アジア通貨・金融危機の特徴

### 1) 金融のグローバル化

タイに始まり、近隣アセアン諸国や香港、台湾、韓国にも危機が伝染し、また長期不況にあえぐ日本で北海道拓殖銀行や山一証券が破綻を来した1997年には、「アジア型経済発展モデル」における政官財の癒着やクロニー（仲間内）資本主義、金融セクターの脆弱性を非難する論調がアジアを襲った。だが98年夏に国際金融危機がロシアやブラジルにも波及し、危

機の共通要因として銀行、機関投資家、ヘッジファンドなどによる国際短期資本移動の巨額化・迅速化がもつ影響力の大きさにも関心が集まるようになった。

1980年代の債務危機が、財政赤字、インフレーション、経常収支赤字の3点セットを伴っていたのに対し、アジア危機では、財政収支、物価などファンダメンタルズは良好だったが、経常収支赤字と資本収支の管理が問題となった。アセアン、韓国では、1996年までに短期の国際資本が大量に流入していたが97年にそれが急激に流出した。ヘッジファンドが先導し、ヘッジファンドに投融資を行い、また自らの勘定でもその行動を模倣していた大手銀行や機関投資家が巨額の資本を動かした。

## 2) 新興市場における適切な規制・監督を欠いた金融・資本取引の自由化、脆弱な金融セクター

アジア諸国では、国により遅い速いはあるが、全体として1990年代に金融・資本取引の自由化を加速させた。資本自由化の推進は、外国からの直接投資が中国にシフトしていくなかで、成長を持続させるための資金調達を容易にするためでもあったが、アメリカなど先進国やIMFなど国際機関からの外圧もまた働いた。しかし外からの圧力は自由化には力を注いだが、自由化の前提として必要とされる監督・規制の強化には政策当局や金融機関の注意を向けさせなかった。これは明らかに片手落ちであり、順序づけ・スピードに誤りがあった。

健全な監督・規制システムがなく、縁故資本主義の「暗黙の政府保証」のもとで、流入した外資は、不動産や株式市場、政権と結びつきの強いグループへの過大投資にむかった。バブルと不良債権がつくりだされ、国によっては通貨危機の前に大手企業と金融機関の経営破綻、金融危機が表面化していた。

### 3) 「事実上のドル・ペッグ」のもとでのヘッジなしの短期外貨債務への依存

アジア諸国の多くは、為替相場の高騰した国からの外国直接投資を受け入れ、輸出工業化を推進した。重層的追跡現象が生じ、中国などへ直接投資がシフトすると、先行した諸国もまた外資のリターンを保証して安定的な間接投資による経済成長を期待して、為替相場を固定制的に運用した。取引参加者は手数料を節約しヘッジをとらずに、金利差を獲得できたのである。通貨・金融危機に見舞われたアジア諸国はすべて、名目上はバスケット・ペッグとしながらも「事実上のドル・ペッグ」のもとで、ヘッジなしの短期外貨債務に依存していた。

国際短期資本は為替相場の下落を予想して自己実現的投機をかけ、対象の明確な分析を行わないでアジア諸国全般の成長性と高収益に期待していた投資家の群集行動をさそったので、通貨危機はタイからアセアン諸国へ、そして韓国など東アジア全域に伝染した。

### 4) IMF・世銀による緊縮政策と金融セクター改革など「アメリカ基準」による構造政策の同時追求

巨額の資本流出により外貨準備の枯渇したタイ、インドネシア、韓国から支援を要請されたIMFは、おおむね良好なファンダメンタルズのもとで生じた通貨と金融の複合危機に対して、従来通りの金融・財政の超緊縮政策を迫り、さらにIMF・世銀は協同して、政府・金融機関・企業のガバナンス、経済運営の枠組みを、競争、効率性、自由な参入機会、透明性、説明責任、普遍性という言葉で飾られた「アングロ・アメリカ基準」にもとづく市場原理主義への転換、資本の自由な行動を保証するシームレスなグローバル市場経済への統合をねらった構造政策の同時追求を指示した。

金利引き上げと構造改革の導入は、アジア経済に対する国際投資家の信頼を回復するどころか悪化させたため、為替相場の下落と資本流出の悪循環

環は続き、また企業および金融機関の外貨建債務の返済負担が増大したことから経営破綻が増大し、通貨・金融危機は経済危機に、そして国によっては政治・社会危機に発展した。伝統や制度条件の異なる地域での市場原理への社会の編成替えは、権益のシフトや社会変化のスピードについていけない層の不満を生み出し、社会のあつれき・対立を激化させた。こうしたなかでマレーシアは、IMF型緊縮政策に傾いた時期もあったが、金利引き下げによる景気回復を図るため、98年9月に国際資本移動規制策、固定相場制を導入して、意図的にグローバル資本主義からの部分的遮断を図り、グローバリズムの潮流に一石を投じた。

#### 5) 危機予防・伝染防止のための国際金融システム改革の必要性

上で見たような事態は、資本主義中枢アメリカにおける大手ヘッジファンドLTCM（ロングターム・キャピタル・マネージメント）の事実上の破綻と、ニューヨーク連銀の音頭による大手商業銀行の融資による救済にまで行き着いた。国際金融界でも、アジア危機から教訓を引き出し、危機予防、伝染防止のための国際金融システムを改革することの必要性が叫ばれるようになった。

## II 国際金融システム改革

### 1. 機関別、国別の議論の概況

以下では、現実的な政策上の影響力を持っている国際機関や、政府および会議、シンクタンクにおける議論を紹介する。主要なアクターとして、IMF（国際通貨基金）、世界銀行、BIS（国際決済銀行）、G7（先進7ヶ国サミット、蔵相・中央銀行総裁会議）、IIF（Institute of International Finance 国際金融協会）、アメリカ政府、日本大蔵省、そしてUNCTAD（国連貿易開発会議）およびECLAC（ラテンアメリカ経済委員会）などの議論を取

り上げたい。論理整合的かつ善意であっても、現実の政策動向に大きな影響を与えるに至っていないアカデミズムの議論は、資本自由化を除いて、小論ではフォローしていない。

IMFは改革論議の中心であり、5つの重点領域で問題提起を行い、実行に移している。まずアジア危機の原因がクローニー資本主義と金融セクターの脆弱性にあったとの認識から、①透明性、国際基準、サーベイランス、②金融システムの強化を強調している。③資本自由化では、秩序と順序づけの必要性を認めつつも、推進のためにIMF協定を改定する意図をもっている。④「公的資金による民間金融機関救済」批判に対して、民間の応分の負担を求め、⑤システム問題として、為替相場レジーム、資本供給機能の強化、IMFの制度改革、重債務低所得国むけ取組を提起している。

アジア危機対策において、金融セクター改革、制度改革、社会セーフティ・ネット構築などでイニシアティブを発揮した世界銀行は、国際金融システム改革では裏方にいる。国際基準とよい慣行およびその評価と実行の方法の開発にあたって、国際基準設定機関への支援・協力をおこない、各国が脆弱性の源泉を除去し制度構築と能力形成を進めるため、よい慣行の採用のため技術支援と訓練を提供し、債券市場、住宅金融、貯蓄機関、年金基金、農村・マイクロ融資機関など多様な資本市場育成につとめる、としている。

BIS（国際決済銀行）とくにバーゼル銀行監督委員会BCBSは、国際銀行システムの国際基準形成の中心機関となってきた。1970年代変動相場制移行後、国際決済の取り決めは通貨関連からシステム関連に替わり、BISと中央銀行総裁会議の非公式な諮問機関としてBCBSの重要性が増大してきた。後者は機動的な合意形成を保証するためにメンバーをG10に限定し、専門性と秘密のベールに包まれて重要な国際決定をおこなう。決定を各国に強制することはできないが、合意を世界基準として普及させていくうえ

で、先進国は紳士協定の形で決定にしたがっている。BISに参加していない国では、近年、IMFと世界銀行によるサーベイランス（監視）、コンサルテーション（政策協議）や技術支援、金融支援とそのコンディショナリティ（付帯政策条件）によって普及が図られている。

G7（先進7ヶ国首脳会議）は、国際官僚による技術的対応ではなく、大改革のため政治的決断が求められるとき重要である。99年6月のケルン・サミットでは6つの重要分野について提案を行っているが、IMFなど国際機関のあり方、資本勘定の自由化と規制、高レバレッジ機関の規制、社会政策に関しては、IMFと温度差がある。主要先進国のなかでは、アメリカの見解はIMFおよびBISの提案の中に反映されているため、独自の発言は少ない。最近の日本は必ずしもアメリカの追随者ではなく、IMFコンディショナリティ批判、資本規制容認、地域協力重視、円を含めた通貨バスケットなどで発言しているが、アメリカの一人勝ちとユーロ誕生のなかで日本の沈没を回避するあがきとも取られかねず、また主張内容と日本経済の実態とのギャップが大きすぎて説得力を欠いている。

そのほか、会員企業300社を擁し世界の主要な金融機関のロビーであるIIF（Institute of International Finance, 国際金融協会）は、「民間の応分の負担」に反発している。発展途上国の声を反映する国連、国連貿易開発会議UNCTAD、国連ラテンアメリカ経済委員会ECLACなどは、「民間の応分の負担」の推進などで発言しているが、国際投機資本の破壊力に対抗する軸の形成にはほど遠い状況にある。

## 2. 国際金融システム改革をめぐる論点

### 1) 透明性の向上、国際基準

IMFなど国際機関が、改革で最初に取り組んだ課題は、各国政府、金融

機関、一般企業、国際金融機関における透明性の向上、国際基準の整備であった。IMFのSDDS（特別データ公表基準）強化、スタッフ・ペーパーや金融支援国の趣意書（Letter of Intent）などIMF自身の情報公開、IASC（国際会計基準委員会）、バーゼル銀行監督委員会、IOSCO（証券監督者国際機構）、IAIS（保険監督者国際機構）などで基準作りが進捗した。

こうした動きの背景には、情報の透明性が高まれば、合理的判断により市場はうまく機能するとの考え方がある。しかし①96年4月から実施されながらSDDSがアジア危機で早期警戒システムとしては機能しなかったのは、情報を評価する能力の欠如に問題があった、②情報のタイムラグ、金融市場における情報の非対称性は避けられず、情報カスケードと自己実現的投機は避けられない、との声もある。

## 2) 金融システムの強化、高レバレッジ機関

国際金融界では、先進国における貸し手側金融機関の監督システムの強化、新興市場諸国における借り手側金融機関の監督システムの強化・改革が必要であることについて、基本合意がある。金融システムの強化では、バーゼル銀行監督委員会による「銀行監督のためのコア諸原則」「新たな自己資本充実度の枠組み」が重要である。後者では、①リスク・ウェイトの変更と評価における外部機関の利用、②オフバランスシート項目はコミットメント以外のものは現行の掛け目を変更しないが、コミットメントのある1年以内のものはゼロから20%にすることが提案されている。

規制枠組みがこれまでなかったデリバティブやヘッジファンドなど高レバレッジ機関についても、モニターおよび規制のギャップを埋める必要がある。IMFはヘッジファンドを小規模で均衡回復的な投機を行う機関とみなし、アジア危機の導火線の役割を演じた訳ではないと考えていた。バーゼル銀行監督委員会報告書（99/01）は、間接的アプローチとして、金融機関が高レバレッジ機関と取り引きするにあたってリスク管理を徹底する

必要性を強調している。また高レバレッジ機関にたいする直接的アプローチとして、免許制、適格性の審査、最低所要自己資本、リスク管理にかかる最低基準などいくつかの形態があるとした上で、定義の困難、オフショア金融センターに立地していることから法的影響力の行使に問題があるため、政治的イニシアティブによる政治・立法・司法機関を巻き込んだ検討作業が必要だと述べている。

政治的イニシアティブでは米英の決断が重要となる。オフショアセンターの多くが英領に位置するから、イギリスの動向が注目される。98年11月に英国蔵相は、オフショア金融センター監視の強化と情報開示基準の遵守について発言したが、英国銀行協会幹部は、英国の金融機関にとってもっとも将来性があるビジネス拠点となるオフショアセンターの規制強化には強硬に反対するとの声明で一蹴した。アメリカはヘッジファンドについて、大統領作業部会報告書を99年4月末にまとめた。そこでは、直接規制にまではまだ踏み込もうとしていないが、従来 of 市場規律任せの態度をかえ、情報開示および報告義務、市場本来の機能を守るための規制、システミック・リスクを軽減するための規制を強化し、新規の立法措置を含めオフショア金融センターに対しても一定の取組が必要であることを認めた。

G7ケルン・サミット(99/06)でも、すべての市場参加者の透明性を向上させるための措置、オフショア・センターに国際的に合意された基準やコードを遵守させるための方策の検討が盛り込まれた。ヘッジファンドなど高レバレッジ機関、およびオフショア金融センターの規制問題では、とくに米英両国政府に政治的決断をせまる包囲網をいかにして形成するか、が鍵となろう。

### 3) 資本移動の自由化

これまで資本移動の自由化は、①潜在的便益はコストを上回る、②経済発展の必然的な一段階、として推進されてきた。しかし97年夏以降の新興



市場諸国における危機の一因は、短期資金の大量かつ急速な流出入にあったことから、短期的あるいは投機的な資本移動への対応を図る必要が生じた。そして推進派は、新興国に自由化を押しつけたことを反省することなく、新興市場国の資本自由化はよく順序立った方法で、各国ごとにケースバイケースで進めるとの立場に宗旨替えをした。またチリのような資本流入規制はある条件で認めても、流出規制には反対している。またIMFは97年4月の暫定委員会および同年9月の香港総会で、国際資本移動の自由化をIMFの中心目的に置き、IMFの法的権限が資本移動におよぶように協定を改正することで合意している（アジア危機後、表立った発言は控えられている）。

他方、99年6月のG7では、資本流入規制については、「各国が国内金融システムにかかわる制度・監督上の環境を強化する過渡的な期間において正当化されうる」とし、さらに資本流出規制について、長期的により大きなコストをもたらしうると述べつつも、「一定の例外的な状況では必要となりうる」ことを認めた。日本大蔵省は、かねてから国際会議やIMF暫定委員会において秩序および順序に配慮した資本自由化を主張しており、またマレーシアの資本流出規制は成功と評価しているところから、G7で日本の主張がある程度認められたとも言えよう。

#### 4) 民間セクターの関与（応分の負担）

国際金融における民間資本の役割が飛躍的に拡大しているが、国際的な支払い不能危機では倒産関連手続きが存在せず、債権者が債務の回収に走り、再生可能企業も倒産に追い込まれる事態がある。またIMFや政府間支援など公的資金が投入されてモラル・ハザードを助長しており、危機に際し民間債権者に対し適切な負担を求める仕組みを構築することは、危機の予防・解決にあたって喫緊の課題である、との考えが勢いを得てきた。UNCTAD「貿易開発報告1998」や、G22報告書（98/10）もこの問題を重

視している。現在検討されている民間関与強化策には、①IMFの支援策の合意にあたり、民間部門の融資残高の維持や借換を条件とすること、②民間銀行と緊急クレジット・ライン (Contingent Credit Line) を締結すること、③より秩序ある債務整理のアレンジメントのために、集団行動に関する条項 (Collective action clauses) を債券発行時の契約に盛り込むこと、などがある。IIF (国際金融協会) はこれに抵抗している。

### 5) システム問題

システム問題としてひと括りにされている、為替相場レジーム、資本供給機能の強化、IMFの制度改革、重債務低所得国むけ取組については、IMFはそれほど積極的ではない。

為替相場制度：アジア通貨・金融危機は、事実上のドル・ペッグを採用して外資流入を図っていた諸国において、95年以降の円安・ドル高の進行のもと、経常収支の悪化を背景に為替相場下落の予測が生じ、これが自己実現的な投機を呼んで大量かつ急激な資本流出を引き起こして発生した。そこで、①主要通貨間において為替変動の安定化を図っていくことが必要、②新興市場諸国においてマクロ政策と整合的な適切な為替制度を選択することが危機防止のためには不可欠である、ということになる。しかし文面上のコンセンサスはあってもIMFや欧米諸国のスタンスは抽象的である。アメリカは国際マネーフローの「新帝国循環」により変動相場制下のドル高に利益を感じ、欧州は通貨統合にかかわる諸問題の対処で他をかまうゆとりはない。これに対して、日本大蔵省は、①先進国においても変動相場制移行後の為替相場の乖離と乱高下は実物経済に非常に大きな影響を与えており、為替相場の安定に向けた何らかの取り組みを検討する必要がある、②円の国際化を視野に入れ、新興市場国においてはその通貨を緊密な相互依存関係にある先進国の通貨バスケットにペッグし、実質実効為替レート、国際収支の動向等に応じてペッグを調整すること、を主張しているが、同

調する政府・民間機関はアジアにおいても少ない。

資本供給機能の強化、地域協力：危機の予防・解決にあたっては、IMFを中心とする国際的な資金供給機能を強化することが必要である、との合意のもと、1999年1月22日、資金規模45%増の第11次増資が発効した。また新規借入取り決め（NAB：New Arrangement to Borrow）が98年11月17日に発効し、さらにIMFの予防的クレジット・ライン（CCL）も99年4月に創設された。

日本は地域協力についても積極的である。97年10月には総額1000（うち日本500）億ドルのアジア通貨基金構想を発表したが、即日、IMF専務理事、世銀総裁から「IMFがある以上、個別の基金は必要ない」、米国財務長官から「米国の国益に反する」とのコメントを食らって、頓挫した。翌98年10月、中長期150億ドル・短期150億ドルの、システムを変えない二国間支援である新宮沢構想が、滑り出した。地域協力機関の問題では、地域ごとに貿易・投資などの厚みを持った経済の集合が見られ、また資金の出し手がアジアを同質的と見なして資金を引き揚げるなど、地域バイアスが存在することは否めない。マーシャル・プランの例もあるように、相互監視システムでも地域限定的な集まりが有効性を持ちうる。さらに世銀は米州、アジア、アフリカ、欧州に地域的姉妹機関を持っており、とくに中南米では米州開発銀行の融資額が世銀より多いことも留意されるべきであろう。

IMFサーベイランスおよび組織運営改革：IMFのサーベイランス強化やIMFプログラムおよび手続きの改善、およびIMFの暫定委員会の恒常化、世銀との重複の回避など、議論が行われている。

おわりに

「アングロ・アメリカ基準」による透明性向上、情報公開、監督・規制

の強化は、先進国では改革に取り組む政治的イニシアティブがあれば、IMFやBISの提起する新しい手法が導入され機能してゆくことになる。しかし、もともと制度的条件や文化が異なる発展途上地域では、新しい制度が社会に受容され根付いていくためには、人材育成や法的基盤の整備なども必要であり、相当の時間が必要となり、その間あつれきを生み出さざるをえない。

こうした改善策の金融危機予防対策としての限界は明らかである。情報の非対称性はなくならないし、情報判断力が急に高まるわけではない。また営利組織の業務展開・革新は規制のスピードを上回るのが常である。国際基準の導入にエネルギーを注いでも、他と比べて不十分と判断されれば、投機対象とされうるのである。

金融グローバル化の受益者かつ推進者である高レバレッジ金融機関、および温床であるオフショア金融センターについては、これまで情報公開や規制策は採られてこなかった。当事者およびそれを抱える政府当局が消極的であったからである。議論が始まったことは前進であるが、間接アプローチ、すなわち透明性の向上とヘッジファンドなど高レバレッジ機関に融資を行う金融機関に対する監督強化にとどまっており、直接アプローチの採用を真剣に検討する必要がある。BISも指摘するように、政治的イニシアティブによる政治・立法・司法機関を巻き込んだ検討作業が必要であり、そのためには国際世論の盛り上げが欠かせない。金融の世界ではもともと熟達した英国ですら、1992年のボンド投機でヘッジファンドに敗れた。デリバティブによる積み上げの規模、したがってまた危機連鎖における投げ売りの破壊力は巨大であることを、肝に銘じておくべきである。

2つ目の課題、秩序ある資本自由化は、高レバレッジ機関の規制、それに資本自由化と規制、に関連する。国際投機資本の破壊力への対抗軸の形成が必要だが、現時点ではまだまだ容易な課題でもなさそうである。国際

機関や先進国側での情報公開や自主規制が望めないのであれば、開放小国の適応力と国際資本の動かせる資本規模とのギャップからして、発展途上国は捩乱的な国際資本移動を規制せざるをえない、ということになる。

3つ目の課題、為替相場レジームについても、現状では合意が得られる方向にない。異なる発展段階、経済構造、国際関係をもつ国々にとって望ましい為替相場制度と水準は異ならざるを得ないのだが、国際資本移動の自由、金融政策の自律性、為替相場の安定の三者鼎立はなりたない。経済および金融のグローバル化のなかでは、為替相場制度の枠組みが与えられ選択肢は限られているが、安定的でかつ外的ショックに脆弱でない為替相場を構築するには何が必要か、を模索する必要がある。

4つ目。IMFと世銀の支援政策については、役割分担の明確化と協業の問題だけでなく、IMFの緊縮的なマクロ安定化政策の中身について、また世銀の構造調整の政策内容、および範囲、スピードと順序についても、深められる必要がある。

最後に、日本の国際金融における位置と役割について、若干の思いを記しておきたい。アジア危機対策および国際金融システム改革の論議において、日本の主張に首肯できる点が多い。それは新古典派の市場原理主義や「アングロ・アメリカ基準」が、透明性、競争、効率性、市場開放、利益極大化を優先する一方、発展途上国の文化、歴史、市場の成熟度、制度枠組み、発展段階、共生関係を無視ないし軽視しているのに対し、日本政府・大蔵省は比較制度史的視角をとり入れて、途上国の発展段階・能力にあわせた対策、経済実体を重視する政策、社会関係における格差の是正に配慮した政策を主張しているからである。資本規制、コンディショナリティの内容、バスケット・ベッグ、地域間協力などの主張においても、そうである。

しかし残念ながら、主張と実態の間の乖離が大きすぎて、説得性をもた

ない。90年代のバブルの崩壊、長期不況のなかで、高度成長期には顕在化しなかった日本の金融および経済社会の問題点が表に出てきた。事態を開するスピードが遅すぎ、またあまりにも問題が多すぎる。政治におけるイニシアティブが欠如しており、問題が真正面から取り組まれることがない。透明性、情報公開、腐敗、談合、監査、監督体制など、アメリカ基準の尺度でなくても、落第点しかつけようがない状況が厳然としてある。アジア諸国の反面教師としての見本に事欠かない状況に陥ってしまっており、むしろマレーシアや韓国における政治的イニシアティブこそが、日本に何をなすべきか、どう振る舞うべきかの検討材料を与えてくれている。

第2次大戦後の高度成長の成功、とりわけ1980年代後半のプラザ合意以後の円高の時期を、日本は不況を経験せず、实体经济のインフレにもならず、対外関係では最大債権国化で乗り切ったという自信過剰が、日本を花見酒経済にしてしまったのである。80年代後半には、致命的な3つの経済政策の失敗があった。①低金利政策の継続によるバブル、②BIS自己資本規制において株式含み益を自己資本に算入するという見通しの低さ、③非自国通貨による最大債権国化、である。対外資産規模が、円ドル相場のボラティリティに振り回される債権国は歴史上初めてである。円の国際化にしても、円の使い勝手の悪さ、新外為法のもとでの外貨使用の拡大、経常収支黒字の持続のもとでは、掛け声の大きさだけでは進展は望み得ないであろう。

## 〈質疑応答〉

川波 洋一（九州大学）

国際金融システムの安定性の確保にとって、各国中央銀行（とくに米国連銀）はどのような役割を果たしうるか。例えば、LTCM救済とその後の処理について、連銀を中心とする米国通貨当局の「最後の貸し手」機能をどう評価するか。

〔答〕

IMFと世銀だけを強調しているのではなく、中央銀行総裁会議としてのBIS、米国連銀を含めたワシントンの動向として議論している。LTCM救済では、米財務省「21世紀の金融業」で示された破綻金融機関の市場からの退出とその影響の回避という方向ではなく、公的資金の投入はなかったもののニューヨーク連銀の音頭による大手金融機関の救済融資という形がとられた。

高倉 泰夫（長崎大学）

「バクス・アメリカーナ」は、「情報・通信革命」「金融革命」をその再構築の主要な装置としているのか。そうだとすれば、これらの技術は変化が激しいので、「バクス・アメリカーナ」は長期的・安定的とは言えないのではないか。

〔答〕

バクス・アメリカーナの道具としては他にもあるが、「情報・通信革命」は世界的に産業革命に匹敵する社会的インパクトを持っている。アメリカはそれをシステムとして推進する力量、企業や社会に取り込むスピード、統合力においてリーダーシップを発揮してきた。この力量は侮れない。

山本 栄治（甲南大学）

金融グローバル化が歴史的必然であるとすれば、次善の策として国際資本移動の過大性やボラティリティをできるだけ抑制させることが必要である。その際、（特にカリブ海諸国の）オフショア金融センターの規制が重要だが、BIS規制などで可能だろうか。円キャリーで財務省証券を購入し、それをベースに低い証拠金でOTC（相対取引）によってデリバティブを積み上げていくやり方が、不安定性を増大させている。

〔答〕

現在議論されている規制策は、金融機関が高レバレッジ機関と取引するにあたってリスク管理を強化する間接的アプローチが中心である。高レバレッジ機関にたいする直接的アプローチとして、免許制、適格性の審査、最低所要自己資本、リスク

管理にかかる最低基準などいくつかの形態があるが、定義の困難、オフショア金融センターに立地していることから法的影響力の行使に問題があり、政治的イニシアティブによる政治・立法・司法機関を巻き込んだ検討作業が必要である。98年11月に英国蔵相は一步踏み込んだ発言したが、直後に英国銀行協会幹部から、オフショアセンターは英国の金融機関の将来性があるビジネスの拠点であり、規制強化に反対すると一蹴された。市場規律主義にゆだねてきた米国で、米大統領作業委員会報告(99/04)は一定の規制強化に転換したが、まだ間接アプローチの議論の段階である。UNCTADでは、オフショアセンターを媒介する取引の重要性について議論があまり進んでおらず国際世論の喚起が必要である。

清水 徹(小樽商業高校)

現在、国際通貨は三極体制(ドル、ユーロ、円)になっており、これが好ましいと考えているが、21世紀では、単一世界通貨(世界共通通貨)が誕生するのか、円やユーロが国際基軸通貨になる可能性があるのか。

【答】

為替相場の変動や取引量に関連して三極という表現があるが、決済通貨、介入通貨、媒介通貨機能においてはドルが支配的である。ヨーロッパでマルクがドルの地位を没食してきており、今後ユーロの役割が増大すると予想されるが、アジアではドルが基軸通貨である。円借款もディスバース後ドルに代えられ、日系企業間取引でもアジア危機後ドル建て取引に切り替える例が増大している。円がドルに取って替わる可能性はさきわめて低い。「好ましい」方向につつての議論は、実現を可能にする客観的条件および政策力量とセットで考えたい。

深町 郁彌(熊本学園大学)

金利の変動、為替相場の変動が、変動相場のもとでどのように激しくなったのか。作用する要因は何か。(ローカルだがマルクが基軸通貨化して2極になり、金利先物は別として円の為替ヘッジ、カバーが増大していることが、ボラティリティ増大のポイントではないか。修理方法の前に、修理困難になっている状況を明確にすべきだろう。10年ほどのあいだに日本の為替差損は50億ドルにもなり、経営破綻の大半は為替から生じている。円の国際化にはほど遠いが、ワシントンではなく東京でどうするかを考える必要がある。)

【答】

想定問答集で準備していなかった不勉強な分野でのご質問で、明快な回答ができない。(テープを聴き直して、ご意見の輪郭がわかってきた。今後の研究課題にさせていただきます。)



木村 二郎 (桃山学院大学)

グローバル化、IT革命、メガバンクの出現などにより、各国の金融監督当局レベルでは、金融の不安定性は防止できなくなっている。将来、国際的に強力な規制・監督当局を設立する必要がある、かつせざるを得なくなるのではないか。

【答】

現在、国際金融機関や先進国の会議で議論されている方向では、監督・規制のために新たに国際機関を設立するという議論は出ていない。IMFと世銀が、BISなどと協力しながら、業務の重複をさけて比較優位を持つ分野でリーダーシップを発揮することを求めている。新機関をつくる政治的イニシアティブで合意できるのであれば、既存機関でも監督・規制の強化は可能であり、屋上屋や業務重複を回避できると思われる。

坂本 正 (熊本学園大学)

アジア経済危機対策としてアメリカ的基準による金融セクター改革、国際金融システム改革が進んできたとのことだが、アジア経済にアメリカ的基準に適合した市場構造が定着していくのか。

【答】

アジア危機国からのIMFあて趣意書に見られるように、情報開示や監督・規制強化が進められ、アメリカの会計事務所やコンサルタントが政府や金融機関の顧問となり、また欧米からの投資や買収なども進んだ。文化・制度枠組みの異なるアジアでの、危機のさなかの改革はあつれきを生んでおり、定着までにはじぐざくが予想される。

【付記】

図表や参考文献を含め、詳しくは毛利良一「国際金融システム改革の主要課題」『日本福祉大学経済論集』第20号、2000年2月、をご参照ください。

## 部会活動報告

**[北海道部会]**

- (1) 日 時 1999年3月27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 山口 博教氏(北星学園大学)  
論 題 「国際債券市場としてのフランクフルト証券取引所——  
生成過程と歴史特性——」
- (2) 日 時 1999年7月24日(土)午後2時より  
場 所 小樽商科大学札幌サテライト(6階ホール)  
報告者 浅田 政広氏(旭川大学)  
小林 真之氏(北海学園大学)  
論 題 「浅田政広著『北海道金鉱山史研究』(北大図書刊行会)  
によせて」

**[関東部会]**

- 日 時 1999年12月4日(土)午後2時より  
場 所 大東文化会館1F特別会議室  
テ ー マ ふたつの現代貨幣・信用論を巡って  
1. 山田喜志夫著『現代貨幣論』(青木書店)  
——報告者:秋山 誠一(國學院大學)  
2. 久留間 健著『貨幣・信用論と現代』(大月書店)  
——報告者:前畑 雪彦(桜美林大学)

\*著者の山田喜志夫さんをご病気で出席されませんでした。久留間健さんは出席され、報告者、部会参加者と共に活発に討議が行われました。

## 【西日本部会】

|        |   |
|--------|---|
| 日 時    | 1999年3月28日(日) 午前9:00～午後0:00                               |
| 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)  |

## 【関西部会】

|         |                        |
|---------|------------------------|
| 日 時     | 1999年4月17日(土) 13:30～   |
| 場 所     | 大阪市大経済研究所野村記念室         |
| (1) 報告者 | 野崎 哲哉氏(三重大学)           |
| 演 題     | 「今日の金融システム改革と日本版ビッグバン」 |
| (2) 報告者 | 久富 健治氏(神戸山手大学)         |
| 論 題     | 「銀行と環境問題」              |

## 学会事務局報告

### I. 99年度本学会大会は以下のように開催された。

春季大会 1999年5月31日(月)

開催校 慶應義塾大学 大会準備委員長 飯田 裕康氏

大会テーマ：平成大不況をめぐって

報告者および論題

平成不況の原因と現況

侘美 光彦氏(立正大学)

日本の90年代大不況をいかに把握するか

井村喜代子氏(慶應義塾大学)

コメンテーター

小野 英祐氏(国士館大学)

司 会

下平尾 勲氏(福島大学) 坂本 正氏(熊本学園大学)

秋季大会 1999年10月25日(月)

開催校 福島大学 大会準備委員長 下平尾 勲氏

大会テーマ：21世紀の国際金融システム

報告者および論題

国際金融のアメリカ化

春田 泰夫氏(日本大学)

ECBとブデスバンクのユーロ戦略—奇跡と展望—

岩見 昭三氏(奈良産業大学)

アジア経済危機と国際金融システム改革

毛利 良一氏(日本福祉大学)

## 司 会

村岡 俊三氏 (関東学院大学) 小西 一雄氏 (立教大学)

## II. 理事会は5月30日、31日および10月24日、25日の4回開催された。

○未定であった会計監事を相沢 幸悦氏 (長崎大学)、紺井 博則氏 (國學院大學) に委嘱することとした。

なお、今期理事会は以下の会員によって構成されている。名簿記載に不備があり、ご迷惑をおかけいたしましたことお詫びいたします。

(アイウエオ順)

○飯田 裕康、居城 弘、一ノ瀬 篤、大矢 繁夫、小野 英祐、  
小野 朝男、片岡 尹、○川波 洋一、木村 二郎、久留間 健、  
小西 一雄、小林 真之、坂本 正、佐々木 仁、下平尾 勲、  
高山 満、○高山 洋一、○建部 正義、永田 裕司、西村 閑也、  
平 勝広、◎深町 郁彌、松田 清、村岡 俊三、吉田 暁

(◎印は代表理事、○は常任理事)

## III. 1999年度理事会において承認された新入会員は以下の通り。

小西 順人 (山梨学院大学商学部)

神野光指郎 (福岡大学商学部)

松田 岳 (立教大学大学院)

由里 宗之 (中京大学商学部)

## IV. 物故会員

後藤 新一会員

(文責 飯田)

## 会員著書・論文目録（自1999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 | 『北海道金鉱山史研究』   | 北海道大学図書刊行会                        | 1999年2月  |
|       | 『鉱工業』   | 北海道大学図書刊行会<br>田端宏監修『稚内市史』第2巻第11章  | 1999年1月  |
|       | 『金融』  | 北海道大学図書刊行会<br>田端宏監修『稚内市史』第2巻第13章  | 1999年1月  |
| 一ノ瀬 篤 | 『バブルの形成について<br>——代表的論議の吟味と論点の展開——』                  | 『証券経済学会年報』34号                     | 1999年5月  |
|       | 『バブルと恐慌』  | 『信用理論研究』第17号                      | 1999年10月 |
|       | ‘The Bubble and Monetary Policy in Japan 1984-1989’ | 『岡山大学経済学会雑誌』第31巻第3号               | 1999年12月 |
|       | 『激動期の日本銀行金融政策：1971-1989年』（共著）                       | 大学教育出版                            | 1999年10月 |
| 伊藤 誠  | 〈共著〉 <i>Political Economy of Money and Finance</i>  | Macmillan Press Ltd. St. Martin's | 1998年11月 |
|       | 〈編纂〉『現代資本主義のダイナミズム』                                 | 御茶の水書房                            | 1999年10月 |
|       | 〈共編著〉『進化する資本主義』                                     | 日本評論社                             | 1999年2月  |
|       | 『現代資本主義と貨幣・金融システムの不安定性』                             | 埼玉大学経済学会<br>『社会科学論集』              | 1999年3月  |
|       | 『「資本論」（1867～94年）多様な経済システムの可能性を読む』                   | 朝日新聞社アエラムック「マルクスがわかる」             | 1999年10月 |
|       | 『現代の資本主義と社会主義』                                      | 御茶の水書房『季刊アソシエ』                    | 1999年12月 |
| 井上伊知郎 | 『アジアの通貨・金融危機』                                       | 『信用理論研究』第17号                      | 1999年12月 |
| 岩下 有司 | 『調整インフレ論と低利・百年国債の日銀引き受け』                            | 中部経済問題研究会<br>『中部経済問題研究会会報』第6号     | 1999年1月  |
|       | 『日銀引き受け・100年国債の発行を』                                 | 実業之日本社『実業の日本』3月号                  | 1999年2月  |
|       | 『平成不況に見る循環と構造』                                      | 基礎経済科学研究所<br>『経済科学通信』第89号         | 1999年3月  |
|       | 『平成不況と国債の日銀引き受け』                                    | 政治経済研究所『政経研究』第72号                 | 1999年3月  |

- 岩田 健治 「EUの通貨統合」 上川孝夫、藤田誠一、向壽一編著『現代国際金融論』（第16章）有斐閣 1999年4月
- 「国際的資金フローの形態変化と欧州域内取引所統合」 『ユーロ導入と金融・証券市場』（第7章）日本証券経済研究所EU通貨統合と証券市場研究会編 1999年5月
- 「欧州における取引所統合の新たな動き——日本の取引所改革への一視点」 『国際金融』第1025号（5月1日号） 1999年5月
- 「欧州経済・通貨同盟と株式市場——取引所統合の新段階」 『証券経済学会年報』第34号 1999年5月
- 「EUの通貨統合——ESCBによる一元的金融政策の課題と展望——」 『日本EU学会年報』第19号 1999年9月
- 〈書評〉星野郁『ユーロで変革進むEU経済と市場、21世紀に向けた欧州の構造改革』 『國學院経済學』第47巻第3／4合併号 1999年7月
- 岩見 昭三 「EU通貨統合とドイツ——ブンデスバンクのユーロ戦略——」 晃洋書房 1999年3月
- 大谷 禎之介 〈共著〉P.チャトパディヤイ『ソ連国家資本主義論——マルクス理論と資本の経験』 大月書店 1999年4月
- 「信用制度下の流通手段」および「通貨原理と銀行立法」（『資本論』第3部第33章および第34章）の草稿について』 『経済志林』第67巻第2号 1999年11月
- 大友 敏明 「流通手段の前貸と資本の前貸——古典派信用論の分解——（上）」 『山梨大学教育人間科学部研究報告』第49号 1999年3月
- 「流通手段の前貸と資本の前貸——古典派信用論の分解——（下）」 『山梨大学教育人間科学部紀要』第1巻第1号 1999年12月
- 大矢 繁夫 「ドイツ・ユニバーサルバンクの株式市場へ関わる位置と能力——1990年代の構図——」 小樽商大『商業時究』 1999年7月
- 掛下 達郎 「アメリカ商業銀行の割賦信用——管理通貨制度における商業銀行業務の変遷——」 『松山大学論集』第10巻第6号 1999年2月
- 片岡 尹 「金融の証券化、投資の機関化と金融流通の拡張」 『経営研究』第50巻1・2号 1999年7月
- 鎌倉 孝夫 「究極の“擬制”経済——世界金融恐慌の危機——」 長岡新聞社 1999年7月



- |       |  |                            |          |
|-------|--|----------------------------|----------|
|       | 「日銀の国債引き受け——その歴史といま——」                     | 『進歩と改革』                    | 1999年6月  |
|       | 「金融大再編成は何をもたらすか」                           | 『進歩と改革』                    | 1999年11月 |
|       | 「現代帝国主義の危機」                                | 『社会評論』                     | 1999年秋号  |
|       | 「市場の自由と規制」                                 | 『進歩と改革』                    | 1999年12月 |
|       | 「金融大恐慌は起きるか」                               | 『進歩と改革』                    | 2000年1月  |
|       | 「臨界に近づく金融恐慌の要因」                            | 『進歩と改革』                    | 2000年2月  |
|       | 「戦時財政なみの危機の日本財政」                           | 『進歩と改革』                    | 2000年3月  |
|       | 「現代資本主義分析に関する若干の論点」                        | 『社会科学論集』<br>埼玉大学           | 1999年3月  |
| 川島 信義 | 「ジェイムズ・スチュアートの利子論」                         | 『経済論集』(熊本学園大)第5巻3、4合併号     | 1999年3月  |
|       | 〈書評〉「サー・ジェイムズ・スチュアート、小林昇監訳『経済の原理』」名古屋大学出版会 | 『経済学史学会年報』第37号             | 1999年11月 |
| 川波 洋一 | 「恐慌とバブル：金融危機の頻発とバブルの形成——アメリカを中心に——」        | 『信用理論研究』第16号               | 1999年10月 |
|       | 「管理通貨制度と金融危機の構造」                           | 『経済理論学会年報』第36集             | 1999年10月 |
|       | 「現代金融危機とマルクス信用論の理論的射程」                     | 『経済学史学会年報』第37号             | 1999年11月 |
| 川本 明人 | 「企業の国際化と国際金融」                              | 上川孝夫、藤田誠一、向薨一編『現代国際金融論』    | 1999年4月  |
|       | 「金融機関の国際化と国際業務」                            | 上川孝夫、藤田誠一、向薨一編『現代国際金融論』    | 1999年4月  |
|       | 「外国為替の基礎知識」                                | 中央経済社                      | 1999年10月 |
| 神沢 正典 | 「国際金融のすべて」(奥田宏司、横田綾子との共編)                  | 法律文化社                      | 1999年4月  |
|       | 「インドネシア通貨危機の政治経済学」                         | 『阪南論集 社会科学編』第34巻第3号        | 1999年1月  |
|       | 「発展途上国と開発金融」                               | 上川孝夫、藤田誠一、向薨一編『現代国際金融論』有斐閣 | 1999年4月  |
|       | 「変容する国際金融機関」                               | 上川孝夫、藤田誠一、向薨一編『現代国際金融論』有斐閣 | 1999年4月  |

- 「グローバル・ファイナンスと資本の構造的権力」  
 「阪南論集 社会科学編」第35巻第2号 1999年9月
- 〈書評〉山本栄治編「アジア経済再生——通貨危機後の新たなシステム構築に向けて——」  
 日本貿易振興会「世界経済評論」 1999年11月
- 工藤 章 「20世紀ドイツ資本主義」 東京大学出版会 1999年10月  
 「現代ドイツ化学企業史」 ミネルヴァ書房 1999年4月
- 久留間 健 「貨幣信用論と現代」 大月書店 1999年10月
- 小西 順人 「固定相場制」期における金現送点と為替レート(1)  
 ——L.H.Ifficerの新データをめぐって——  
 山梨学院大学「商学論集第24号」 1999年2月
- 小林 賢齊 「概説 経済学原理」 青山社 1999年7月  
 「『エコノミスト』誌と『ロンドン・ノート——「信用・架空資本」論によせた一備忘録——」  
 『武蔵大学論集』第46巻第3・4号 1999年3月
- 小林 真之 「擬制資本と信用恐慌」 『信用理論研究』第17号 1999年10月  
 「米商銀と預金者保護政策」 北海学園大「経済論集」 1999年9月472
- 坂口 明義 「貨幣経済の安定性条件とは何か——H.ヘルの国際通貨論(その1)——」 『東北学院大学論集経済学』第140号 1999年3月  
 「重商主義的な経済政策戦略について——H.ヘルの国際通貨論(その2)——」 『東北学院大学論集経済学』第141号 1999年9月  
 「貨幣信認と現代通貨制度：M.アグリエッタ、A.オルレアンらの最近の仕事について」 『RICE』第15号 1999年9月
- 柴垣 和夫 「資本と企業の経済理論補遺」 『証券経済研究』No.19 1999年5月
- 島田 悦子 「欧州経済発展史論——欧州石炭鉄鋼共同体の源流——」 日本経済評論社 1999年8月  
 「フランス国有鉄鋼会社ユジノール・サシロール社の民営化政策——EU単一大市場形成の中で——」 『経済論集第24巻第2号』東洋大学 1999年3月
- 清水 徹 「世界各国に見るインフレーションに関する分析と統合——IMFデータを基に(1980年~1999年)——」 『経済学論叢』緑ヶ丘学術研究会編 1999年8月

- ‘Economic Analysis and Synthesis with regard to the Insurance System for Medical Treatment; Comparing with the Other Industrial Countries since 1997.9.1 Revision’ 『経済学論纂』 緑ヶ丘 1999年8月  
学術研究会編
- 〈書評〉 小川英治著『国際通貨システムの安定性』 東洋経済新報社 (1998年6月25日) 『経済学論纂』 緑ヶ丘 1999年8月  
学術研究会編
- 清水 正昭 『「バブル」の発生と銀行行動』 青木書店『現代経済と金融危機』 (経済理論学会年報第36集) 1999年10月
- 関根猪一郎 「金融ビッグバンと中小企業」 『同友こうち62』 1999年1月
- 高懸 雄治 「世界金融危機とカジノ資本主義」 『北海道経済』 1999年1月号 1999年1月
- 「メキシコの債務問題と金融危機」 法律文化社 (奥田宏司、横田綾子、神田正典編『国際金融のすべて』) 1999年4月
- 「新自由主義と途上国経済」 『経済』 1999年5月号 1999年4月
- 「メキシコの通貨・金融危機——ドル体制とNAFTA——」 『信用理論研究』 第17号 1999年10月号
- 高瀬 恭介 『新版 金融変革と銀行経営』 日本評論社 1999年4月
- 武井 博之 〈書評〉 キング&ハワード『マルクス経済学の歴史上・下』 大阪経済法科大学『経済学論集』 2000年3月
- 竹田 聡 「株価指数先物と金融不安定性」 『国際経済論集』 (浜松大学) 第6巻第2号 1999年12月
- 「企業の両建て運用と貨幣の所得流通速度：1970年以降の年次データによる実証分析」 『国際経済論集』 (浜松大学) 第6巻第2号 1999年12月
- 建部 正義 『はじめて学ぶ金融論』 大月書店 1999年2月
- 「電子マネーの虚像と実像」 花輪俊哉編著『金融システムの構造変化と日本経済』 中大学出版部 1999年3月
- 「電子マネーの光りと影」 『経済』 1999年7月
- 田中 素香 「EU通貨統合の方式をめぐって」 証券経済研究所『ユーロ導入と金融証券市場』 所収、第1章 1999年5月
- 「E通貨統合はなにをねらっているか」 『世界』 1999年2月
- 「ユーロの真価が発揮されつつある欧州市場」 『世界』 1999年10月

|       |                                    |                         |          |
|-------|------------------------------------|-------------------------|----------|
| 谷田 庄三 | 〈書評〉「西村林著『現代消費経済論』」                | 『農林水産月報』                | 1999年6月  |
|       | 〈報告〉「二十一世紀における消費経済学の課題（統一論題）」      | 『消費経済学会年報』              | 1999年10月 |
| 津田 和夫 | 『現代銀行論入門』                          | 経済法令研究会、1995年12月改訂版     | 1999年4月  |
|       | 「公的金融システムの改革」『日本型金融システムの転機』第4章（所収） | 東京大学出版会（共著）             | 1998年7月  |
| 津田 和夫 | 「証券市場におけるわが国銀行の役割」                 | 『証券経済』第188号             | 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』31号           | 1996年5月  |
|       | 「日本の金融制度と銀行経営」                     | 『桃山学院大学総合研究所紀要』         | 1999年3月  |
|       | 「抵当証券をめぐる諸問題」                      | 『桃山学院大学総合研究所紀要』         | 1999年9月  |
|       | 『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  |
| 丹羽 重省 | 「富本銭に関する一考察」                       | 『三重法経』No.111（三重短期大学法経科） | 1998年3月  |
| 野田 弘英 | 「再生産と信用」                           | 『埼玉大学社会科学論集』第97号        | 1999年3月  |
|       | 「シュムペーター理論における『経済発展と独占』」           | 『熊本学園大学経済論集』第5巻第3、4合併号  | 1999年3月  |
| 橋本 暁子 | 〈研究ノート〉「フランスの金融政策」                 | 『国土館大学大学院紀要』第14号        | 1994年3月  |
|       | 〈研究ノート〉「19世紀後半におけるフランスの銀行」         | 『国土館大学大学院紀要』第15号        | 1995年3月  |
|       | 〈研究ノート〉「第一次大戦前におけるフランスの綿工業」        | 『国土館大学政経学会政経論集』創刊号      | 1998年3月  |
| 濱田 康行 | 「北方圏諸国に見る地域活性化の新動向——北米編——」         | 北方圏センター                 | 1999年3月  |
|       | 「中小企業21世紀への展望」（共著）                 | 同友館                     | 1999年4月  |
|       | 「新事業創出促進法を読む」                      | 『商工金融』第49巻第4号           | 1999年4月  |

- |       |   |                                     |          |
|-------|---|-------------------------------------|----------|
|       | 「ベンチャー企業の“定義”をめぐって」                                 | VENTURE FORUM No.168                | 1999年6月  |
|       | 「ポストビッグバンの中小企業金融」(共著)                               | 中小企業リサーチセンター                        | 1999年9月  |
|       | 『北海道の20世紀』(共著)                                      | 北海道新聞社                              | 1999年12月 |
|       | ‘Japanese Venture Capital Investment in the Future’ | 中小企業研究機構<br>【JSBRI Report】          | 1998年3月  |
|       | 〈提言〉企業融資円滑化への課題                                     | 【金融ジャーナル】                           | 1998年4月  |
|       | 「今後の共同組織金融機関の経営について」                                | 【信用組合】45巻6号                         | 1998年6月  |
| 濱田 康行 | 「金融環境の変化と中小企業金融」                                    | 【保険公庫月報】7月号                         | 1998年7月  |
|       | 「北海道経済の未来を求めて」                                      | 【商工ジャーナル】9月号                        | 1998年9月  |
|       | 「ビッグバンと共同組織金融機関の対応」                                 | 安田原三、伊藤孝司<br>編『変革期の共同組織金融機関』地域産業研究所 | 1998年    |
| 原 薫   | 「わが国のインフレーション—最近の問題(補4)—」                           | 法政大学経済学会『経済志林』第67巻第2号               | 1999年11月 |
| 平 勝廣  | 「最終決済なき国際通貨制度」と「通貨の商品化」——変動相場制の帰結——                 | 【同志社商学】第51巻第2号                      | 1999年10月 |
| 深町 郁彌 | 『国際金融の現代』   | 有斐閣                                 | 1999年12月 |
|       | 「プロジェクトファイナンスについて」                                  | 【熊本学園大学経済論集】                        | 1999年3月  |
| 福光 寛  | 「株式市場をめぐる神話」  | 【成城大学経済研究】第144号                     | 1999年3月  |
|       | 「資産証券化の意義について」                                      | 【金融構造研究】第21号                        | 1999年5月  |
|       | 「新たな段階に入った日本の資産証券化」                                 | 【成城大学経済研究】第145号                     | 1999年7月  |
|       | 「変貌するコーポレートガバナンス」                                   | 【成城大学経済研究】第147号                     | 1999年12月 |
| 藤田 誠一 | 「ユーロの誕生とEUの金融システム」                                  | 【経済セミナー】                            | 1999年1月  |
|       | 『現代国際金融論』(共編著)                                      | 有斐閣                                 | 1999年4月  |
|       | 〈書評〉西倉高明『基軸通貨ドルの形成』                                 | 【国民経済雑誌】180巻3号                      | 1999年9月  |

- |       |   |                                      |          |
|-------|---|--------------------------------------|----------|
|       | 「電子マネーと欧州単一通貨ユーロ」   | 経済学経営学学習のために                         | 1999年10月 |
| 前畑 雪彦 | 「不換制の貨幣理論——価値尺度と流通手段・紙幣流通法則——」  | 『桜美林エコノミックス』                         | 1999年12月 |
| 松浦 一悦 | 「欧州通貨制（EMS）における周辺国の対内・対内均衡調整問題」   | 『松山大学論集』第11巻第2号                      | 1999年6月  |
| 宮田美智也 | 「資本信用と現金的信用創造——信用創造論の体系（2）——」   | 『金沢大学経済学部論集』                         | 1999年3月  |
| 毛利 良一 | 「アジア経済危機とIMF・世界銀行」  | 『経済』                                 | 1999年5月  |
|       | “Japan's Troubled Economy: The Impact on East Asia,”  | Asian Perspective, Vol.23 No.2       | 1999年6月  |
| 毛利 良一 | 「アジア経済再生への模索——IMF・世界銀行支援による経済改革の功罪」   | 『日本福祉大学経済論集』第19号                     | 1999年8月  |
| 森垣 淑  | 「EUについて——その歴史的意味——」   | 『駿河台法学』                              | 1999年10月 |
| 山田喜志夫 | 「現代貨幣論——信用創造・ドル体制・為替相場」   | 青木書店                                 | 1999年9月  |
| 山村 延郎 | 「ドイツ信用制度におけるアルフィナンツ戦略の生成」   | 『九州経済学会年報』第37集                       | 1999年12月 |
| 由里 宗之 | 「米国中央部の大都市圏における小銀行存続の空間的様相——ミネアポリス・セントポール都市圏を事例として——」   | 『中京商学論叢』第45巻2号                       | 1998年12月 |
|       | 「1990年代の米国における『銀行再編』過程の空間的検討——その歴史的意味ミネアポリス・セントポール大都市圏の小銀行・大手行を事例として——」                                 | 大明堂「成田孝三編『大都市圏研究』                    | 1999年3月  |
|       | 'Japanese Regional Banks' Strategy toward Mutual Funds based on the experiences of U.S. regional banks' | ABA Stonier Thesis Series #396400    | 1998年6月  |
| 楊枝 嗣朗 | 「近代初期イングランドにおける商人の手形取引・金融業務」  | 『佐賀大学経済論集』第31巻6号                     | 1998年3月  |
| 吉田 賢一 | 「レーガノミクスの経済的帰結——管理通貨制下の為替相場の研究（その3・完）——」  | 地方金融史研究会編『地方金融史研究』第30号（社団法人全国地方銀行協会） | 1998年3月  |
|       | 「国際経済と国際金融——貨幣金融経済研究（上）（その2）——」   | 『工学院大学共通課程研究論叢』第37-1号                | 1998年10月 |

信用理論研究 第18号

---

2000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<br>慶應義塾大学新研究室<br>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<br>TEL03(3946)4800(代表)   |

---