

論 説

現代わが国における金融システムの展開 —金融自由化に関連して—（下、その1）

古 結 昭 和

はしがき

第1節 高度経済成長と金融システム

- 第1項 戦後わが国の金融システム
- 第2項 高度経済成長下の信用創造メカニズム
- 第3項 高度経済成長による金融資産の蓄積
（以上第27号）

第2節 高度経済成長の終焉と金融システムの変革

- 第1項 ドル基軸国際管理通貨制の成立
- 第2項 石油危機と金融基調の変化
- 第3項 金融革新の内実
（以上第36号）

第3節 新しい金融システムの形成に向けて

- 第1項 新しい金融システムの基本条件
（以上本号）
 - 第2項 リスク・ヘッジと投機
 - 第3項 金融技術の展開
 - 第4項 世界金融システムへの統合
- あとがき

第3節 新しい金融システムの形成に向けて

現時点に立って考察すれば、金ドル交換停止および2度にわたる石油危機という1970年代の衝撃は、逆に、日本経済とりわけその製造業を大いに鍛えたといえる。というのは、日本はこの困難に対処するため、必死

に産業構造の転換をはかり、技術革新を促進して労働生産性の向上に努力した結果、1980年代の中ごろには、日本は世界超一流の製造業を持つに至ったからである。このことは、1985年9月の「プラザ合意」以降の急激な円高にもかかわらず、日本の貿易収支黒字がそんなに減少しなかったことをみてもわかる。日本はその後も強力な製造業を武器に輸出をのぼし、貿易収支の大幅黒字体質を完全に定着させた。1985年に日本はイギリスを抜いて世界最大の純資産国となり、さらに1987年には一人あたりGNPでアメリカを上回った。そして今日、GNPの規模で見れば、日本は自由世界のおよそ15パーセントを占める経済大国に成長した。しかしこの過程で、日米間に激しい経済摩擦が発生し、これが現在もまだ継続していることは周知の通りである。

そのうえ、1985年3月ソ連の「新思考外交」に端を発する東西冷戦構造の終焉は、1989年に入ってさらに劇的な展開を遂げ、東ヨーロッパ諸国では共産党政権の崩壊が相次ぎ、ついに同年11月、「ベルリンの壁」が開放されるという事態にまで発展した。ここから東西両ドイツの統一はもはや動かすことのできない現実となり、やがて1990年10月統一ドイツが成立した。これがまた1992年にその実現をめざすEC経済統合に巨大な影響を与えることはまちがいのないところである。

こうした東西緊張緩和の間隙を縫って、1990年8月、イラクがクウェートに侵攻、これを併合するという石油がらみの大事件が発生した。アメリカを中心に直ちにイラク包囲網が形成されたが、これが第3次石油危機にまで発展するのかどうかは現在のところ不明である（その可能性は少ないと思われるが）。そして現在、1991年1月15日を目前にして和戦いずれに決めるのか緊張が高まっている（1月17日ついに戦端が開かれたが、ここではこれ以上触れない）。

こうした世界情勢の変化は、もはや戦後体制が完全に崩壊したことを示している。世界はいまや新しい秩序を求めて胎動を始めた⁽¹⁾。その帰趨は容易には決しがたいが、いずれにせよ市場経済・民主主義を基調としてアメリカ、統一ドイツ、日本が重要な役割を演ずることは疑いのないところである。こうした展望のなかで、日本はいかなる役割を果たすべきか、ここに現代日本

の厳しい課題があり、日本の真価が問われているのである。

- (1) その金融的側面は世界的規模で発生した巨大な資金不足である。先進諸国ではいまのところ、十分な資金援助の能力をもつ国は日本・ドイツだけのようにある。だが、日本がこの要請にどのように応えていくかむずかしい問題である。

第1項 新しい金融システムの基本条件

さきにもたように、戦後わが国の高度経済成長を支えた、鎖国と規制を基軸とする金融システムは、いまや完全にその歴史的使命を果たし終えた。しかしだからといって、そのあとにくるものが全くの混乱であるというわけではない。それは開国と自由を基調とする新しい金融秩序でなければならない。現在のところ、日本はまだ完全にその状態に到達しているとはいえないが、その状態に向かって進んでいることはまちがいのないところである。しかし、「開国と自由を基調とする新しい金融秩序」といっても、それは一体どのようなものであろうか。またそれが備えているべき基本条件は何であろうか。

乏しい外貨の有効利用という制約のなかで国内経済の復興・成長を図らなければならなかった時期には、各種の金融規制もまたやむを得ない措置であった。しかし1980年代の初め以降、日本経済は外貨蓄積の面でも円貨貯蓄の面でもようやくそうした金融規制を必要としない段階に到達した。こうした金融資産の蓄積を背景に、金融の分野において市場原理（自由競争と自由金利）の導入が急速に進行した。これがすなわち、開国と自由を基調とする新しい金融秩序の幕開けであった。そしてその目標は、外貨の流入を自由化するばかりではなく、円貨の流出をも自由化して、外貨円貨が内外にわたって競合混在する新しい金融システムを形成するところにある。したがって、この新しい金融システムが円滑に機能するための基本条件は、自由競争を前提として、円貨外貨の自由交換および円貨自由金利でなければならない。本項では、こうした新しい金融システムの機能を理解するため、この2つの基本条件を考察する。それでは、まず円貨外貨の自由交換から始めよう。

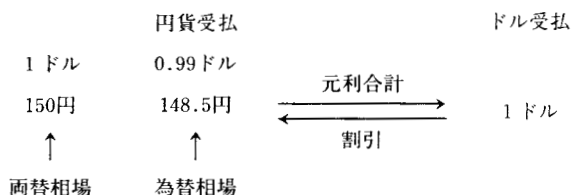
第1款 円貨外貨の自由交換システム

日本では今日、円貨外貨の自由交換はほぼ完全に実現されているが、本款ではとりわけ、その金融論的原理について考察しておきたい。なお簡単にするため、外貨はすべてアメリカ・ドルであると想定する。これは現在のドルの実力からして実態に即した当然の想定であるし⁽¹⁾、また実際には、円貨がドルを経由して他の外貨（マルク、ポンドなど）に変換されうることはいうまでもないことである。

円貨とドルの交換という場合、その原初の形態は円貨現金とドル現金の交換、すなわちその両替であるが、円貨現金がアメリカで通用せず、ドル現金が日本で通用しない以上、その実際の意味は乏しい。そのうえ、両替が意味をもつためには、円貨現金をアメリカへあるいはドル現金を日本へ輸送しなければならない。日本の立場からいえば、アメリカにおいてドル現金を取得することができればそれでよいのであって、日本にまでドル現金を持ち込む必要は少しもない。ということは、日本においては、ドル現金それ自体ではなく、アメリカにおいてドル現金を受け取ることのできる権利（証明書）を取得することができれば、それで十分である。あとはこの権利（証明書）をアメリカに送り、アメリカにおいてドル現金を受け取ればよいのである。そしてここにいる、「アメリカにおいてドル現金を受け取ることのできる権利（証明書）」がすなわちドル表示の外国為替＝ドル為替にほかならない。かくして日本においては、円貨現金とドル現金の交換（両替）ではなく、円貨現金とドル為替の交換（為替売買）が行われるのである。

ちなみにいえば、ドル為替（一覧払い）の売買において、買い手は円貨現金を支払うが、しかしまだドル現金は受け取らない。ドル現金の受け払いが行われるのは、ドル為替がアメリカに到着してからである。したがってその間、買い手は売り手にドル現金を貸し付けていることになる。それゆえ、ドル為替相場は金利の要素を含み、郵送日数のドル金利相当分だけ両替相場から割り引かれるという関係になっている。この関係は、ドル為替が一覧払いではなく、期間付きである場合にも同じようにあてはまる。この場合には、

第1図 両替相場と為替相場（例解）



ドル現金の貸借関係は最初から明瞭であり、したがってドル為替相場は、貸借期間とドル金利による両替相場の割引価格に相当するのである（第1図参照）。

しかるに、ドル現金の受け払いが電信などによって円貨現金の受け払いとほとんど同時に行われる場合には、金利の要素は存在せず、ドル為替相場は両替相場と一致する。これがすなわち電信相場であって、ドル為替相場体系の中軸をなしている。したがって、第1図の両替相場を電信相場で置き換えてみれば、その現実的意味がいつそう明白になるであろう。

さて、ドル為替とはすなわち「アメリカにおいてドル現金を受け取ることのできる権利（証明書）」であるが、この権利を示す典型的な証明書がドル表示の小切手にほかならない。もちろんこれは一覽払いの場合であって、期間付きの場合には、ドル表示の手形ということになるだろう。しかるに、ドル表示の小切手は確かにドル現金それ自体ではないが、アメリカにおいてしかるべき銀行にこれを呈示しさえすれば、いつでもドル現金を引き出すことができるのであって、この意味ではこれがドル為替の概念にもっともふさわしい形態であるということができる。したがってまた、ドル為替に関する議論はまずこうしたドル表示の小切手を基軸に展開されなければならないのである。

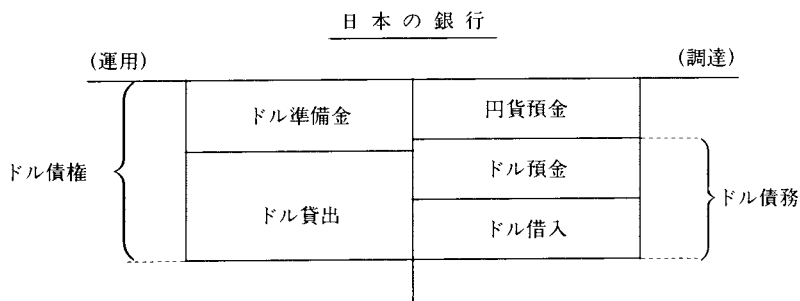
ドル表示の小切手は、アメリカの銀行に設定されたドル当座預金にその本拠をもっている。このドル当座預金を引き当てにドル表示の小切手が振り出され、これが日本に送られそこで売買されたあと、再びアメリカに送られそこで決済される、——これがドル為替制度の基本的しくみである。この場合、

このドル表示の小切手が日本においていかように売買されようとも、アメリカにおいては、同一の銀行内においてあるいは相異なる銀行間においてドル当座預金の口座振替がなされるだけである。そしてこの簡便性にこそ、こうした為替制度の秘密があるといわなければならない。

さてこうしたドル為替のしくみのなかで、日本の銀行はいかなる役割を演ずることになるのであろうか。日本の銀行はまずドル小切手を購入する。この場合、従来ドル小切手の売り手がアメリカの銀行に保有していたドル当座預金が、買い手の銀行の保有に振り替えられるだけである。そして売り手の預金口座には、代わり円貨が振り込まれるであろう。しかるに、日本の銀行はまたドル小切手を売却する。この場合には、日本の銀行の立場からみて、ドル為替と円貨預金がともに減少する。そして買い手がそのドル小切手をアメリカに送ればそこで決済される。しかし買い手がこれを日本の銀行に預金として預け入れると、ここにドル預金が形成される。同様のことは、日本の銀行が直接ドル小切手で預金を受け入れる場合にも起こる。この場合にも、アメリカの銀行に対するドル当座預金は、預金者から日本の銀行に移転する。そして、もしこのドル預金が当座預金であるとすると、預金者は日本の銀行にドル当座預金をもち、日本の銀行はアメリカの銀行にドル当座預金をもつという関係になる。ただし、日本においてはドル小切手は流通しないから、ドル預金を当座預金で保有する意味はほとんどなく、それはただ経過的なものにすぎない。それゆえ日本におけるドル預金は、定期預金がその基本の形態である。すなわち、預金者は日本の銀行にドル定期預金をもち、日本の銀行はアメリカの銀行にドル当座預金をもつという形になる。そして日本の銀行はいまや、ドル為替の売買（買残）およびドル預金によって調達したドル為替をドル貸出に当てることができる。

しかしドル貸出の考察はまだ早い。ドル為替を調達するもう1つの方法がある。それはアメリカの銀行から借入を受けることである。これはすなわち、アメリカの銀行の立場からみれば、信用創造である。というのは、アメリカの銀行は自行にドル当座預金を設定して日本の銀行に貸出をなすからである。これを日本の銀行の立場からみれば、日本の銀行はドル借入をなすと同

第2図 ドル為替の調達と運用1



時にアメリカの銀行にドル当座預金を保有することになる。日本の銀行はこのドル為替を貸出に当てることができる。ただしここで注意しておくべきことは、日本の銀行は決してこうしたドルに関する信用創造をなし得ないということである。日本の銀行が行うのは、ドルに関する信用媒介すなわち調達したドル為替をドル貸出に当てることだけである。

このように、日本の銀行は①ドル為替売買（買残）②ドル預金③ドル借入という3つの方法によってドル為替を調達し、これをドル貸出に当てるわけである。しかし日本の銀行はこうしたドル為替をすべて貸出に当てるわけではない。というのは、ドル為替のある部分は再び売却されうるし、またドル預金の払い出しやドル借入の返済にも備えておかなければならないからである。あるいは、ドル為替のなかには、貸出先を求めて待機中のもや貸出から回収されたばかりのものもあるだろう。かくして日本の銀行においては、このドル為替はとりあえず準備金と貸出に分割されるのである（第2図参照）。

ドル貸出の詳細についてはここではまだ展開することができないが、少なくともここで指摘しておきたいことは、日本の銀行を經由してドルが流通しているということである。このことは日本もまたドル金融システムの一環に組み込まれていることを示している。そしてここにはいうまでもなくドル金利体系が適用される。ドル貸出の経路は大別して3つに分かれるだろう。その主力は①非居住者に対するドル貸出である。これはドルが外貨であるとこ

ろから当然であろう。また②居住者に対するドル貸出もありうる。この場合には、居住者はドルを円貨に転換して使用し、また円貨をドルに転換して返済することになる。さらには③日本・外国の銀行に対するドル定期預金がある。これはドル準備金に準ずる運用である。この詳細についてはまた別に論じてみたい。

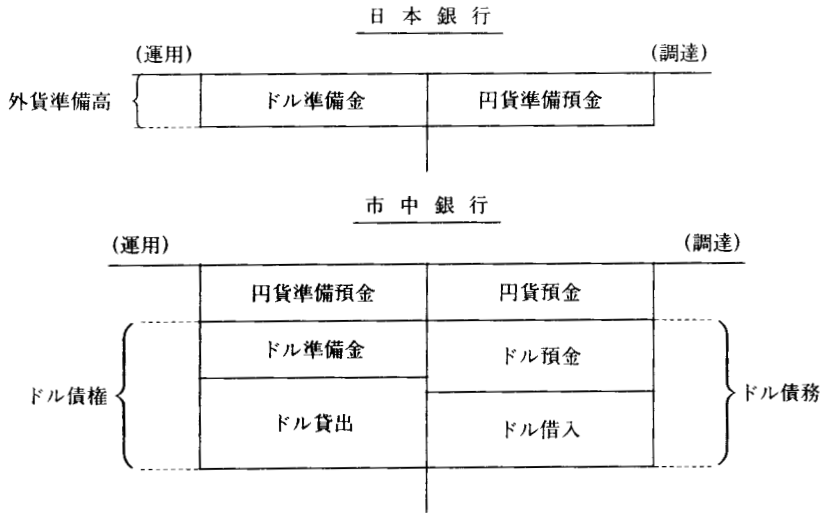
しかしこの状態では、日本の銀行は為替リスクを免れえない。というのは、第2図をみても明らかなおとおり、ドル債権とドル債務が一致していないからである。この場合には、ドル債権がドル債務を超過しており、日本の銀行はネットでドル債権を保有していることになる。しかるに、ドル為替の相場は変動常なきものであるから、この債権超過分について、もしドル為替の相場が上昇すれば為替差益がえられるが、逆にもしこれが下落すれば為替差損が生ずる。健全経営の立場からみて、日本の銀行がこうした事態を避けようとすることは当然である⁽²⁾。

ドル債権の超過分はまず、日本の銀行相互間（インター・バンク市場）において調整されるが、日本の銀行全体に対するドル債権の超過分はこの方法によっては解決されない。ここには、銀行組織の外部にこの問題を解決する機構がなければならない。そしてこれこそ日本の通貨当局（大蔵省「外国為替資金特別会計」、実務は日本銀行）にほかならない。通貨当局はドル資金・円貨資金をもち、短資会社を通してドル為替の売買に介入しては、ドル為替の過不足を調整するプールの役割を果たしている。

通貨当局がドル債権の超過分をすべて吸収すれば、日本の銀行にとってドル債権とドル債務が均衡し、日本の銀行は為替リスクを免れるであろう。しかしその反面、通貨当局が為替リスクを全面的に負担することになる。日本全体にとっての為替リスクが消滅しないものである以上、これはやむを得ないことである。ちなみに、通貨当局の保有するこのドル為替がすなわち日本の外貨準備高の基本部分である。なお詳しくみれば、これはさらに外為会計保有分と日本銀行保有分に区分され、この両者の間では適宜ドル為替の売買が行われている。

通貨当局と市中銀行の間のドル為替の売買は、日本銀行にある準備預金勘

第3図 ドル為替の調達と運用2



定を通して行われる。すなわち、市中銀行が通貨当局にドル為替を売却する場合には準備預金の増加となり、逆の場合には準備預金の減少となる。そしていま、市中銀行にとってドル債権の超過分が存在する場合、市中銀行は全体としてこれを通貨当局に売却し、準備預金の増加をみるであろう（第3図参照）。

しかしそればかりではない。これまでの議論は現在のドル債権・ドル債務に関する為替リスクについてであったが、このほかに将来のドル債権・ドル債務に関する為替リスクが存在する。たとえば、1年後にドル為替の受け払いが確定している場合、その円貨対価は未確定である。もちろん現在の円貨対価はその為替相場として確定しているが、将来の円貨対価がどうなるかはわからない。それがようやく確定するのは、将来ドル為替が受け払いされる時点である。それは現在の相場に比較して、上昇しているかもしれないし、また下落しているかもしれない。ここに将来のドル債権・ドル債務に関する為替リスクが存在する。そしてここから、この為替リスクを回避するため、

ドル為替の先物取引が成立する。

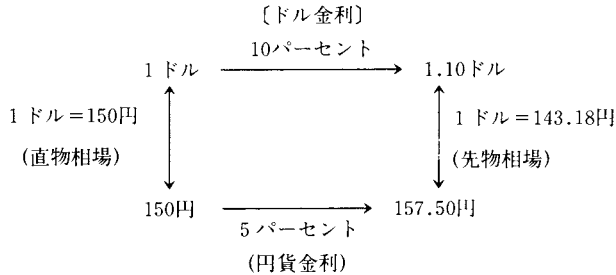
ドル為替の先物取引とは、将来のある時点におけるドル為替の売買を約束するとともに、その円貨対価を現在において確定しておく取引のことである。一般に先物取引という場合、期間中に反対売買による差金決済を認める本来の先物取引 FUTURES とそれを認めない先物予約 FORWARD に区分されるが、日本の外国為替市場で行われているのは、先物予約である⁽³⁾。この場合、現在において将来のドル為替の円貨対価を確定してその売買を予約しておくが、やがて期日が到来すれば、必ずその売買予約を実行しなければならない。しかしこれによって、将来のドル債権・ドル債務に関する為替リスクを回避することができるのである。

さてそうだとすると、ドル為替の売買市場には、現在のドル為替の円貨対価（直物相場）と将来のドル為替の円貨対価（先物相場）という2つの為替相場が成立することになる。それでは、この2つの為替相場はどういう関係になっているのであろうか。

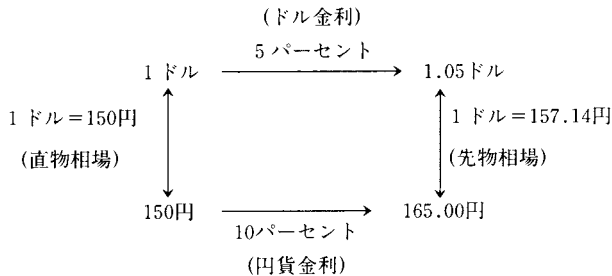
ドル為替の直物相場と先物相場は、実は金利裁定関係によって結びついているのである⁽⁴⁾。すなわち、ドル為替の直物相場はいつでも確定しているから、これを基本として、それぞれの期間ごとに、ドル金利で運用した場合と円貨金利で運用した場合の元利合計が一致するように、ドル為替の先物相場が決定されるのである（第4図参照）。ここでは、ドル金利と円貨金利の大小関係によって、先物相場は直物相場に対してディスカウントされたり(A)、プレミアムがついたり(B)することは明らかである。ドル為替の先物相場と直物相場がこういう関係になるのは、ドル先物の売買がドル直物の売買と深く結びついているからである。たとえば、Aのケースについて考えてみると、もしドル先物が1ドル=145円であると、ここでは直買先売が有利である。というのは、直物相場1ドル=150円でドル直物1ドルを購入して、これをドル金利10パーセントで1年間運用すれば、その元利合計は1.10ドルになる、そして先物相場1ドル=145円で売り予約を実行すれば、これは159.50円に相当する、しかるにこの間、同じこの150円を円貨金利5パーセントで運用しても、その元利合計は157.50円にしかならないからである。だからこの場合には必

第4図 直物相場と先物相場の金利裁定関係

(A) ドル金利 > 円貨金利



(B) ドル金利 < 円貨金利



ず直買先売が生じて、直物相場上昇・先物相場下落がもたらされるであろう。

またもしドル先物が1ドル=140円であれば、直売先買が有利である。なぜなら、直物相場1ドル=150円で直物1ドルを売却して150円を取得し、これを円貨金利5パーセントで1年間運用すれば、その元利合計は157.50円になる、そして先物相場1ドル=140円で買い予約を実行すれば、これは1.125ドルに相当する、しかるにこの間、同じこの1ドルをドル金利10パーセントで運用しても、その元利合計は1.10ドルにしかならないからである。だからこの場合には必ず直売先買が生じて、直物相場下落・先物相場上昇がもたらされるであろう。

かくして、ドル金利と円貨金利ないしはその金利差を要因として、直物売

買と先物売買がバランスする、直物相場と先物相場のスプレッド（開き）が確定する。これがすなわち、1ドル=150円という直物相場に対する1ドル=143.18ドルという先物相場である。この場合、ドル金利10パーセント、円貨金利5パーセントであるから、ドル為替の先物相場は直物相場に対してディスカウントされ、その率は年4.546パーセントとなる。Bのケースでは、ドル金利5パーセント、円貨金利10パーセントであるから、ドル為替の先物相場には直物相場に対してプレミアムがつくが、その論理はAのケースと全く同じである。

こうしたドル為替の先物相場が存在すれば、ドル先物を売買することによって、将来のドル債権・ドル債務に関する為替リスクを回避することができる。しかしそうだとすると、これはまた現在のドル債権・ドル債務に関する為替リスクを回避する手段にもなりうる。というのは、直物ドルを売買すると同時に同額の先物ドルを反対売買しておけば、この期間中直物相場がいかように変化しようとも、それが予約の実行に影響を与えることはないからである。これがドル為替のスワップ取引といわれるものであるが、先物ドルの売買をなお詳しく考察してみよう。

たとえば、先物ドルを購入するということはどういうことであろうか。これはすなわち、将来のある時点において、約束の円貨を対価として、ドル為替を取得することができることを意味している。先物予約においては決して実際にドル貸付がなされるわけではない。かりに先物ドルの購入を予約したとしても、それによって何かが変わるということはない。ただそういう予約がなされたというだけである。しかし期日に予約を実行してドル為替を取得するとき、これは表面上単なる予約の実行であるが、実質的には同時にドル貸付の回収という意義をもっている。というのは、以前にドル貸付が存在すればその回収は予約の実行と同じ結果になるからである。ここから、ドル先物の購入とはドル貸付・円貨借入（予約時点）、ドル回収・円貨返済（予約期日）と考えればよいことが分かる。しかしこれはあくまでこういう意義をもつということであって、予約時点で実際にドル貸付・円貨借入がなされるわけではないことはさきに指摘したとおりである。したがって、ドル先物の

第5図 外国為替持高表

市 中 銀 行	
(買持)	(売持)
ドル準備金	ドル預金
ドル貸出	ドル借入
ドル先物買予約	ドル先物売予約

購入はドル債権にはちがいないが、ドル貸付に伴う本来のドル債権とは区別されなければならない。同様に、ドル先物の売却とはドル借入・円貸付（予約時点）、ドル返済・円貸回収（予約期日）であって、これもドル債務ではあるが、ドル借入に伴う本来のドル債務とは区別されなければならない。

かくして市中銀行が現在および将来のドル債権・ドル債務に関する為替リスクを回避するため、ドル直物の売買ばかりではなくドル先物の売買にも関与し、全体としてドル債権とドル債務のバランスを図ろうとすることは当然である（第5図参照）。

円貨外貨の自由交換システムのもうひとつの柱は円貨流出の自由化である。これはすなわち、非居住者が自由に円貨を保有・貸借・決済するシステムであるが、その考察は本質的にはもう終わっている。というのは、さきに考察した外貨流入の自由化のシステムにおいて、外貨＝ドルの位置に円貨を置いてみればよいからである。日本以外では円貨現金は通用しないから、非居住者にとって意味があるのは、日本において円貨現金を受け取ることができる権利（証明書）＝円為替でなければならない。円為替の典型例は円貨表示の小切手であるが、いうまでもなくその本拠は日本の銀行にある当座預金である。それゆえ、円為替が外国においてどのように転変しようとも、その結

果は日本の銀行における当座預金の口座振替に集約される。要するに円為替は、円貨金融システムが日本の国境を越え、外国にまで拡大していることの表現なのである⁽⁵⁾。こうした円貨金融システムの拡大は、一方では基軸通貨としてのドルの負担を軽減するとともに、他方では円貨がその負担を担うことである。この動きがどこまで進展するのかいまのところ予断を許さないが、基本的には円為替の拡大＝円の国際化が進展していく方向にあることはまちがいのないところである。

このように円貨外貨の自由交換システムは、日本における外国為替の円貨売買・外国における円為替の外貨売買を二極とし、外貨流入の自由化・円貨流出の自由化を二柱として構成され、円貨金融システムと外貨金融システムを接続する機能を果たしているのである。

- (1) ドルはいまでは金の裏付けを失い、主要国の国際的合意によって基軸通貨たる地位を保持しているにすぎない。したがってその地位は磐石のものとはいえないが、しかしアメリカは依然として世界最大の経済大国であり、ドルの通用力は他を圧している。ここ当分の間ドルの時代が続くものと思われる。
- (2) ここでは原理的に考察しているからドル債権・ドル債務の均等を前提としているが、実際にはその不均等を意識的に作り出すこともありうる。これがすなわち市中銀行の行方為替投機である。
- (3) 1989年6月、東京金融先物取引所が設立され、ここではユーロ円金利先物(3カ月)、ユーロ・ドル金利先物(3カ月)とならんで、ドル表示の円貨先物(100円につき)が取り引きされている。
- (4) この金利裁定関係が規定するのは直物・先物のスプレッド(開き)だけである。直物相場の絶対水準はまた別の要因によって決定される。これについては、国際収支説、購買力平価説、為替心理(投機)説などいろいろの考え方があり、今後の検討が必要である。
- (5) それゆえ、円為替は日本の市中銀行の信用創造によって供給することができる。これがドル為替と決定的に異なる点である。

第2款 円貨自由金利システム

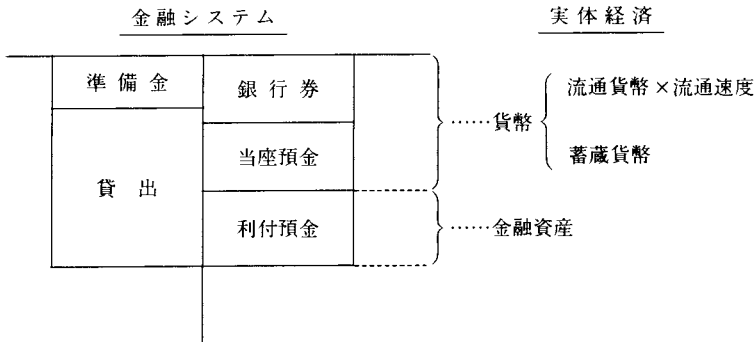
新しい金融システムが円滑に機能するためには、円貨外貨の自由交換システムとともに、もうひとつ円貨自由金利システムがなければならない。これによって、円貨金融システムは外貨金融システムと有機的に結合され、為替

相場と円貨金利をパラメータとして、世界的規模において資金の最適配分が実現されるのである。

貨幣の貸借には必然的に金利が付随しているが、問題はこの金利が市場の実勢を反映して自由に変動するかどうかということにある。日本でもこれまでさまざまな理由から金利は規制され、その自由な変動は制約されてきた。しかし高度経済成長にともなう金融資産の蓄積とともにその規制理由はますます希薄となり、最近金利の自由化が急ピッチで進展している。そして本款では、こうした金利の自由化が完成したシステムのデッサンを描いてみたいと思う。なおこの場合、外貨金融システムの自由金利を前提する。

金利は貨幣貸借＝金融の諸条件によりひとつの体系を形成する。こうした金利体系を考察するに際しては、まず金融システムの内外を区別することが肝要である。というのは、経済システムの唯中に金融システムが形成され、この金融システムがその他の経済システム（これを実体経済と規定しておこう）に必要な貨幣を貸出によって供給し、またそこから過剰な貨幣を利付預金によって吸収して、実体経済に流通する貨幣の分量を調節しているからである。この点からいえば、貨幣の供給に関わる金利が貸出金利であり、貨幣の吸収に関わる金利が預金金利である。そして当然のことながら、貸出金利>預金金利であって、この差すなわち利鞘が金融システムのコストと利潤の源泉になることはいうまでもない。こうした貸出金利、預金金利を金融システムからみて外部金利とすれば、金融システムの内部に形成される内部金利がある。これはまずコール・レートなど、市中銀行相互間で準備金を貸借するとき形成される準備金金利である。これは貸出金利、預金金利など外部金利とは相対的に独立して変動するが、しかしその変動を通して外部金利に影響を与えることはいうまでもない。さらに、内部金利ではあるが独自の重要性をもつ金利＝公定歩合がある。金融システムはその内部においてさらに中央銀行と市中銀行に分かれており、この中央銀行の市中銀行に対する貸出金利がすなわち公定歩合である。中央銀行は準備金の創出という点で完全独占銀行であるから、その貸出金利たる公定歩合は中央銀行の政策意思によって決定することができる。この意味では、公定歩合は内部金利であるとともに

第6図 金融システムと実体経済



政策金利であるといわなければならない。かくして、中央銀行が決定する公定歩合を中核として、金融システムの内部に準備金金利が成立し、さらに実体経済に対する貸出金利・預金金利が配置されるという形で金利体系の基本が形成されるのである（第6図参照）。

これだけで最も簡単な金融システムを描くことができる。実体経済はそれが円滑に機能するためにある分量の貨幣を必要とする。もちろんここで貨幣というのは、現代的にいえば、マネー・サプライすなわち実体経済に流通する不換銀行券および当座預金のことである⁽¹⁾。だから簡単にマネー・サプライという言葉を使ってもよいのであるが、しかしここでは、こういう意味をこめてあえて貨幣という古典的概念を使うことにする。あるいは貨幣という言葉の意味が変わったのだといってもよいかもしれない。さらに、実体経済はどれくらいの分量の貨幣を必要とするかという問題がある。これはいわゆる流通必要貨幣量の問題であるが、これについてはただ簡単に、完全雇用・物価安定が実現されている場合には、実体経済に必要なだけの貨幣が供給されているのだと想定しておこう。そのうえで、金融システムがいかにして実体経済にその必要とする貨幣を供給するかについて考察する。

金融システムは市中銀行の貸出＝信用創造によって実体経済に貨幣を供給する。この市場を貸出市場とすれば、ここに成立するのが貸出金利であるが、これも詳細にみれば貸出の個別的事情によってさまざまなパラツキがありう

る。しかしこれを全体としてみれば、貸出金利はその条件すなわち期間・担保・信用などによって整然とした体系をなし、変動するときにはこの体系全体が上下に変動するものと考えることができる。そして貸出金利の水準は实体经济の貨幣に対する需要と、それに対応する市中銀行の貸出余力によって決定される。この需要分析は本稿の範囲外として後の課題としておくが、ここで確認しておきたいことは、实体经济の貨幣に対する需要はそのまま実現されるのではなく、市中銀行の貸出余力という制約を受けるということである。ここで貸出余力というのは、市中銀行の準備金の余裕の程度のことである。かくして金融システムの側では、市中銀行の貸出余力と貸出金利は逆の関係にあって、市中銀行の貸出余力が減少するにつれて、貸出金利を引き上げ、貨幣に対する需要を絞り込まざるを得ないのである。また、逆の場合は逆である。

個別の市中銀行はそれぞれの預金高に対して必要な準備金を保有しなければならないが、それぞれの事情から準備金の過不足が生ずることがある。しかし、この不都合を貸出の増減によって解決することは事実上不可能である。そこで逆に、準備金を調整しようとするのが準備金市場（＝コール市場）である。ここでは準備金の短期貸借が行われ、期間別に準備金金利（＝コール・レート）の体系が成立する。準備金金利の水準は市中銀行の貸出余力を反映して敏感に変動する。準備金金利の上昇は市中銀行の貸出余力の減少を意味するのであって、これはまた貸出金利の上昇を呼び起こす。

しかるに、個別の市中銀行の準備金の過不足はこうして調整されるとしても、市中銀行全体としての準備金不足はどうなるのであろうか。市中銀行全体として貸出を削減するしかないのだろうか。しかしそんなことをすれば、实体经济はもうこれ以上成長できないことになるのではなからうか。ここで決定的に重要なことは、市中銀行全体の準備金不足は中央銀行の貸出によって補充されるほかはないという事実である。ここに政策金利として公定歩合が登場する根拠がある。しかるにここで、中央銀行が公定歩合で無制限に貸し応ずる場合、公定歩合は準備金金利の上限となる⁽²⁾。なぜなら、市中銀行はまず準備金市場で準備金の不足を補い、それでもなお不足する部分を中央銀

行からの借入で賄うからである。準備金市場としては、これが正常な形である。中央銀行は公定歩合を操作することによって、準備金金利の上限を決定することができる。

金融システムはまた利付預金（＝定期預金）によって実体経済から過剰な貨幣を吸収する。この市場を預金市場とすれば、ここに成立するのが預金金利である。ここでも預金金利はその条件すなわち期間・種類などによって整然とした体系をなし、変動するときにはその体系全体が上下に変動すると考えることができる。そして預金金利の水準は、貸出金利との比較において、市中銀行に適正な利鞘を保障する水準に決定される。貸出金利が変動したとき、それに対応して預金金利が変動することを保障するのは、市中銀行の競争＝預金者の選択である。

かくして、この最も簡単な金融システムは、完全雇用・物価安定を実現するため、公定歩合→準備金金利→貸出金利→預金金利という金利連関を使って、実体経済に流通する貨幣の分量をコントロールすることができることを示している。

このように、この金融システムはきわめて柔軟に実体経済からの貨幣需要に対応するのであるが、しかしここに一つの制限がある。それはすなわちこれまでのところ、銀行貸出にせよ利付預金にせよ、利子生み資本の貸出形態＝債権が期間中かかる状態で固定されているということである。これはミクロの立場からみて非常に不便なことにちがいない。というのは、余裕があるとみて債権を取得したとしても、その後どんな理由で急に貨幣が必要になるかわからないからである。しかるにこの制限は、やがて債権の商品化によって解決される⁽³⁾。債権の商品化とはすなわち、債権と貨幣の交換つまり債権の売買を公認＝制度化するということである。みればわかるとおり、これは債権の売り手にとっては貨幣回収の意義をもち、その買い手にとっては新規の債権取得と同等の意義をもっている。これによってミクロの立場からみて、債権がもつ固定性という難点が解消されることは明らかである。そうであれば、最初から債権の売買可能性を前提とする債権・債務の関係が形成されることは自然の勢いである。しかるに債権・債務の関係は本来貸手と借手の二者関

係であるが、この債権が第三者に自由に売買されるということになれば、この関係を形式化する用具＝証券とそれが発行・売買される市場＝証券市場およびその発行・売買を仲介する業務＝証券業務が不可欠である。かくしてこの現象は債権の証券化と把握される。

債権の商品化は貸出の固定性を打破して金融の円滑化・効率化をもたらすが、しかしその反面では債権の価格如何という問題が生ずる。債権の売却は貨幣回収の意義をもっているが、貨幣回収そのものではない。債権の価格次第によっては、売却益・売却損が発生するかもしれない。そこでここでは、債権の価格規定について考察しておこう。

債権の価格は二様に規定される。この区別は債権期間中利子の授受があるかないかの区別に対応する。そしてその期間中利子の授受がない場合、債権の価格は割引価格と規定される。またその期間中利子の授受がある場合、債権の価格は擬制価格と規定される。金融実務においては、利子の計算について単利法・複利法いずれの計算も用いられているが、総じて短期については単利法、長期については複利法が用いられている。ここでは割引価格・擬制価格それぞれについて単利法・複利法に基づく債権価格の決定式を列挙しておこう⁽⁴⁾。なおこの場合、額面金額(円)： G 、確定利子(円、額面金額×表面利率)： B 、残存期間(年)： t 、流通利回り(最終利回り)： i 、債権価格(円)： F_n とする。逆に債権価格 F_n が与えられると、それに対応する流通利回りが計算される。ただし、債権の擬制価格(複利法)に対応する流通利回りの計算はきわめて困難である(ここには示していない)。

債権の割引価格(単利法)

$$F_1 = \frac{G}{1 + it}$$

利回り

$$i = \frac{G - F_1}{F_1 t}$$

債権の割引価格(複利法)

$$F_2 = \frac{G}{(1 + i)^t}$$

利回り

$$i = \sqrt[t]{\frac{G}{F_2}} - 1$$

債権の擬制価格 (単利法)

利回り

$$F_3 = \frac{Bt + G}{1 + it} \qquad i = \frac{B + \frac{G - F_3}{t}}{F_3}$$

債権の擬制価格 (複利法)

$$F_4 = \frac{\frac{B}{i} \{ (1+i)^N - 1 \}}{(1+i)^{N-\frac{a}{12}}} + \frac{G}{(1+i)^{N-\frac{a}{12}}} - B \times \frac{a}{12}$$

(ここで、将来利払い回数： N 、前回利払いからの経過月数： a である)

しかるにまた割引価格 (単利法) においては、割引率という概念が使用されることもある。割引率： j とすれば、債権の割引価格と割引率は次のように規定される。

債権の割引価格 (単利法)

割引率

$$F_1 = G(1 - jt) \qquad j = \frac{G - F_1}{Gt}$$

利回りと割引率の計算式を比較すればすぐにはわかるとおり、この両者は次の関係で結ばれている。

$$j = \frac{F_1}{G} \cdot i$$

こうした債権価格の決定にそれこそ決定的な役割を果たすのは債権の買い手である。債権の売り手はもちろんこれをできるだけ高い価格で売却しようとするが、債権の買い手にとっては、この債権を購入しなければならない必然性はない。買い手は何なら新規に債権を設定してもよいのである。買い手には、既存債権を購入するか新規債権を設定するかの選択権がある。かくして債権価格の決定に際しては、買い手の意向が強く反映せざるを得ないのである。ここからまた、期間ごとに貸出金利＝流通利回りという関係がでてくる。

同じことが債権の応募者利回り（発行価格）についてもいえる。ここで応募者利回りというのは、債権が新規に設定されるときに適用される利回りであって、さきの式の債権価格を発行価格、残存期間を当初期間と置いて計算される。応募者には、新規債権に応募するか既存債権を購入するかあるいは別の新規債権を設定するかの選択権がある。かくして債権の新規設定に関しては、その応募者利回りは流通利回り＝貸出金利に一致する。こうして期間ごとに、貸出金利＝流通利回り＝応募者利回りという関係が成立するが、これが債権の商品化に伴う基本原則である⁽⁵⁾。

しかるに、債権の流通利回りは貸出金利との関連で時々刻々と変化する。しかし債権の応募者利回りは一旦決定されたならば、その期間が終了するまで変化しない。それゆえ、発行時点においてこそ応募者利回りは流通利回りに一致しているが、やがて応募者利回りと流通利回りは乖離する。ということは、債権価格と発行価格が乖離するということである。そうだとすると、債権の売却によって貨幣を回収するといっても、債権価格の如何によっては、発行価格を回収できるとは限らない。債権価格＜発行価格ならば、売却損を負担しなければならない。しかし逆に債権価格＞発行価格ならば、売却益を得ることができる。こうした売却損益は債権の商品化に伴う新しい範疇である。

債権の商品化は、形式的には、手形、債券、株式と展開する。手形は商品の信用売買に伴って発行される貨幣証券である。その売買は手形割引といわれており、その売買には割引価格が適用される。手形割引は本来銀行貸出の一形態であるが、ここで注意しておきたいことは、債権商品化の論理に従って割引手形の売買市場が形成されるということである。これはいうまでもなく、コール市場と並ぶもうひとつの準備金市場＝手形売買市場にほかならない。ここでは手形売買レートが成立するが、これはコール・レートと金利裁定関係に立つ。中央銀行はこの市場に出動して手形売買操作を行い、準備金金利をコントロールすることができる。

しかし債権の商品化を展開する本来の形態は、債券の発行と流通である。債券とはすなわち売買可能な債務証書にほかならない。債券には割引債券と

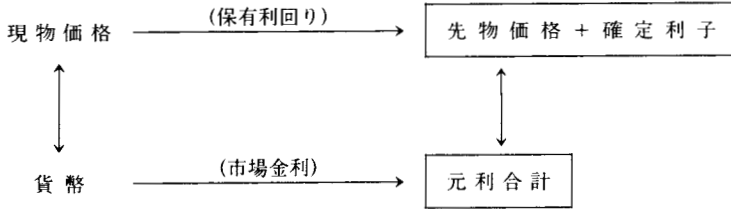
利付債券があり、それぞれ債券期間中の利子授受の有無に対応している。そしてその発行に際しては応募者利回り(発行価格)、その売買に際しては流通利回り(債券価格)が成立する。この場合、割引債券には割引価格、利付債券には擬制価格が適用される。同様に、市中銀行に対する定期預金もまた商品化される。というのは、定期預金は市中銀行に対する債権にほかならず、ここにも債権商品化の論理が適用されうるからである。ここから売買可能な定期預金すなわち譲渡性預金が形成される。これも金融論的には債券の一種である。

こうした債券の展開によって債権の証券化は飛躍的に発展する。債券は貸借関係を形式化し単純化することによって、金融市場への参加者を拡大し、金融市場の公開化を促進する。そしてまた金融市場の公開化はこれまで分断されていた個別市場を単一市場に統一する。たとえば、これまで貸出市場、預金市場、準備金市場はそれぞれの性格からまったく別の市場として分断されていたが、それぞれの市場に債券が出現すると、金利裁定関係を原動力として、たちまちのうちにこれらの市場はひとつの市場に連結されてしまう。もちろんこうしたことが成立するためには、統一市場を維持するにたただけの最も信用がありかつ期間別に多様な債券が大量に存在しなければならない。この要請に応えるものはすなわち国債である。大量多様に存在する国債こそ債権の証券化→金融市場の公開化の担い手である。

しかるに、株式は債権商品化の論理だけからは解明されない。というのは、株式は本来出資であって、債権ではないからである。しかしそれにもかかわらず、株式価格には債権商品化の論理が適用されるのであって、株式の理論価格は配当を市場金利で資本還元して与えられる。そしてこれに投機の要因が加わって株式の市場価格が決定される。株式市場は金融システムの中でも重要な役割を果たしていることはいうまでもないが、ここではこのことを指摘するだけに止めておく。

さきにみたように、流通利回り＝市場金利の変化は債券価格の変化に反映する。つまり、債券価格は市場金利とともに変動常なきものである。そうだとするとここに、債券価格の変動に関するリスクが存在するのであって、こ

第7図 債券の現物価格と先物価格の金利裁定関係



のリスクを回避しようとする衝動が動き出す。ここから債券先物市場が形成される。ここでは債券先物市場におけるリスク回避のしくみを原理的に考察しておこう。

債券価格は流通利回り＝市場金利を反映して変動する。債券を売却する立場からみれば、債券価格の変動には無関心ではおれない。というのは、額面金額100円につき98円で購入した債券が売却するときには95円になっているかもしれないからである。この場合には、3円の売却損がでるのであるが、同時に他の手段によって3円の売却益が得られるならば、このリスクは回避されたことになる。そしてまさにこうした手段を提供するものが債券先物市場にほかならないのである。

債券先物取引とはすなわち、将来のある時点における債券の売買を約束するとともに、現在においてその対価を確定しておく取引である。しかもこれはその期間中に反対売買による差金決済を認める本来の先物取引FUTURESである。こうした先物取引を考察する場合、そのポイントとなるのは先物価格の決定である。これは現物価格との金利裁定関係によって決定される⁶⁾。ここでは一例として、利付債券の1年先物の価格決定について考えてみよう。この場合、先物価格は、債券の保有利回りと市場金利が均等化するように決定されるであろう(第7図参照)。ここで債券の保有利回りというのは次の式で与えられる。

$$\text{債券の保有利回り} = \frac{\text{先物価格} - \text{現物価格} + \text{確定利子}}{\text{現物価格}}$$

いま現物価格：100円，確定利子：6円，市場金利：10パーセントとすれば，この債券の先物価格は104円である。なぜこうなるかといえば，債券の先物売買と現物売買が市場金利を媒介として緊密に結びついているからである。もし先物価格が106円であれば，保有利回り>市場金利となって，現買先売が有利である。この結果，現物価格上昇・先物価格下落がもたらされるであろう。また逆に先物価格が102円であれば，保有利回り<市場金利となって，現売先買が有利である。この結果，現物価格下落・先物価格上昇がもたらされるであろう。かくして保有利回りと市場金利が均等になるように，現物価格と先物価格が決定されるほかないわけである。現物価格：100円，先物価格：104円というのは，そのひとつの均衡状態を示したものである。この場合，先物価格は現物価格に対して4円のプレミアムがついているが，これは市場金利が表面利子率を上回っているからである。逆に表面利子率が市場金利を上回っている場合を考えてみよう。たとえば，表面利子率：10パーセント，市場金利：6パーセントとすれば，現物価格：100円，先物価格：96円となるであろう。この場合には，先物価格は現物価格に対して4円だけディスカウントされることになる。

このように，先物価格は現物価格と金利裁定関係によって結びついているから，この両者はほぼ連動して変化する。そうであれば，現物先物のスワップ取引によって債券現物の価格変動リスクを回避することができる。たとえば，債券現物を購入すると同時に同額の債券先物を売却しておけば，かりに期間中現物価格が下落しても，先物価格もまたほぼ同様に下落しているから，債券現物の売却損は債券先物の買戻益でほぼ補償することができる。しかしその反面では，かりに期間中現物価格が上昇した場合，先物価格もほぼ同様に上昇しているから，債券現物の売却益は債券先物の買戻損でほぼ相殺されることになる。同じことが債券現物を売却すると同時に同額の債券先物を購入する場合にもいえるのであって，この場合にも，現物価格と先物価格の金利裁定関係によって債券現物の価格変動リスクが回避されることには変わりはない。

かくして円貨自由金利システムとは，ただ単に貸出市場，預金市場，準備

金市場が整備され機能しているばかりではなく、債権の証券化が進み、現物市場・先物市場を含む公開市場（オープン・マーケット）が形成され、同時にシステム全体にわたって金利裁定関係に基づく円貨金利体系が成立しており、実体経済からの貨幣需要に対応する金利変化が精密機械のように瞬時にして全体にゆきわたるような金融システムである。ここでも金融システムの基軸は市中銀行の当座預金設定および中央銀行の準備金創出という二重の信用創造であることには変わりはない。ただここでは、従来の市中銀行の当座預金設定＝対民間貸出、中央銀行の準備金創出＝対銀行貸出という狭い限界が打破され、債権の証券化・公開市場の形成を前提として、市中銀行・中央銀行による手形・債券の売買が貨幣を調整する上で重要な役割を演ずることになるのである。

- (1) 厳密に言えば、貨幣＝マネー・サプライにはいわゆる補助貨幣が含まれる。いわゆる補助貨幣は政府が発行するものであって、中央銀行が発行する不換銀行券とは本質的に異なるものである。しかしいわゆる補助貨幣は同じく現金としてほとんど不換銀行券に準ずる動きをするのでここでは特にとり上げない。必要があればまた独自に論じてみたい。ちなみに今日では補助貨幣という言い方は法的には正確ではない。というのは、補助貨幣というのは本位貨幣が存在してこそ補助貨幣であるが、日本にはもはや本位貨幣が存在しないからである。「通貨の単位及び貨幣の発行等に関する法律」(昭和62年6月1日、施行昭和63年4月1日)によれば、いわゆる補助貨幣だけが貨幣である。
- (2) 低金利政策などによって公定歩合を低位に維持しようとするれば、中央銀行は市中銀行に対して貸出限度額を設定しなければならない。というのは、市中銀行は必要な準備金をまず中央銀行から借り入れ、それでも不足する部分を準備金市場で調達しようとするからである。かくしてこの場合には、公定歩合は準備金金利の下限になる。戦後わが国の金融システムにおいてはこういう状態であった。
- (3) これはかつて利子生み資本の商品化として論じたものである(拙稿「利子生み資本の商品化とその諸形式」『高知論叢』第18号、1983年)。本文では「債権の商品化」という言葉を「利子生み資本の商品化」と同じ意味に使用している。商品化されるのは債権であって、債券はその具体的な存在様式である。
- (4) 本文に列挙したものは債権の理論価格ともいうべきものであって、実際にはこれに、次注にいう特殊な事情が加わってその市場価格が決定されると考えな

ければならない。

- (5) これはあくまで基本原則であって、たとえ期間が同一であっても、この三者がいつでも自動的に均等化するわけではない。貸出・既存債権・新規債権にはそれぞれ特殊な事情（債務者の信用、担保の状況、投機の要素など）があり、金利＝利回りは微妙にそれを反映する。したがってここではただ、他の条件が同一ならば、金利裁定関係によって、この三者は均等化するはずだといえるだけである。
- (6) さきにも述べたように、この金利裁定関係が規定するのは現物・先物のスプレッド（開き）だけである。現物価格の絶対水準はまた別の要因によって決定される。その主導的要因は金利水準であり、その副次的要因は投機である。

第3款 機動的専門主義

世界経済はいまひとつの統合に向かって進展している。もちろんこの動きは一直線ではないしさまざまな逆流もありうるが、しかしそれにもかかわらず、基本的な方向としては統一に向かっていくことはまちがいない。その金融的側面として、日本においても内外金融システムの一体化が否定しがたい重みをもって進行している。それは、円貨外貨の自由交換を前提とする外貨流入・円貨流出の自由化、円貨自由金利を前提とする債権の証券化・市場の公開化と把握することができるであろう。そしてその過程を貫流するのが金利裁定という金融上の基本原則である。もちろん個別市場の特殊な事情によって特異な個別金利が成立する可能性も否定できないが、しかしそうしたことはあくまで例外であって、各個別市場が金利裁定関係によって単一の円貨金融システムに統一されるのみならず、これがまた円貨外貨の自由交換システムによって外貨金融システムに連結されているというところまで視野を拡大しておく必要がある。そしてそのうえに、主要各国の内外金融システムが一体化した世界金融システムの展望が開けてくるのである。

こうした世界金融システムにおいては、それこそ地球的規模で貨幣の調達と運用が行われるのであって、そこでは従来の金融業務の再編のみならず、新しい金融業務・金融手法が必要とされることはいうまでもない。その詳細はまた別稿に譲るほかはないが、ここでいえることは、このことが個別の金融機関に対してたえず自己変革を強制しているということである。世界を舞

台とする貨幣の調達と運用において、円貨外貨の自由交換と円貨自由金利を基軸とする競争に打ち勝つためには、個別の金融機関は常に自己の業務を洗い直し、新しい業務に備えなければならない。こうした努力の積み重ねによって、金融機関の新しい分業体制が確立していくにちがいない。こうしてこそ、世界的規模で貨幣を最適に配分するという金融システムの目的を効率的に実現することができるのである。これは新たな機能的専門主義といってもよいが、しかしこの専門主義は従来のように法律・行政指導によって規制され保護されたものではなく、個別の金融機関の自己判断＝自己責任に基づく創造的なものであって、あるいはこれを機動的専門主義と名付けてもよいかもしれない⁽¹⁾。

従来の規制的な専門主義を解体して選択自由な専門主義に移行していくためのルートはさまざまであろうが、ただ肝心なことは金融の分野規制を徐々に緩和して、それぞれ独自の金融業務を工夫する金融機関の自由選択を保障することである。しかしだからといって、ただやみくもに分野規制を全廃すればよいというわけではなく、この過程において金融システムが混乱に陥らないよう十分に注意しなければならない。さらには競争に敗れ経営の破綻した金融機関の事後処置についても整備しておかななければならない。ただ、従来のように経営を破綻させないということではなく、破綻した場合の事後処置を考えておくというところにこの機動的専門主義の特質がある。こうしてこそ、自由競争のメリットが金融システム全体にゆきわたるのである。

かくして、円貨外貨の自由交換、円貨自由金利、機動的専門主義を3本の柱として新しい金融システムが形成されるといわなければならない。

- (1) 金融システムにおいて必要とされる金融業務には、大きく分けて、外国為替業務、銀行業務、証券業務、信託業務、保険業務などがある。そしてこうした業務を営むための資格要件を厳密に規定しておくことは当然に必要であるが、個別の金融機関に対して個別の金融業務や業務対象を割り当てる必要はもはや存在しないと考える。要するにルールを共通にして、個別の金融機関に自由選択を保障すること、これが機動的専門主義のエッセンスである。そしてここにいう「共通のルール」はさらに世界的レベルにおいて調整され、「世界

共通のルール」が形成されていくことは必至である。最近のB I S規制(1992年までに自己資本比率8パーセント以上達成)などその嚆矢というべきである。