

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—— (中)

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

(以上本号)

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

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2節 高度経済成長の終焉と金融システムの変革

1950年代の中頃から1960年代の後半にかけて、多少の起伏を経験しながらも、わが国経済はひたすら高度経済成長路線をひた走ってきた。この間、わが国の実質国民総生産は年平均約10パーセントのテンポで拡大し、これは世界の各国のなかでも群を抜く高さであった。しかるに1970年代の初めに到り、

突如として世界経済変革の波が二度にわたりわが国経済を直撃することになった。すなわち、そのひとつは金・ドル交換停止を主要内容とするニクソン声明の発表（1971年8月）であり、もうひとつは第4次中東戦争に伴うアラブ産油諸国の石油戦略の発動（1973年10月）であった。この二つの事件を契機としてわが国経済は混乱に陥り、ついには高度経済成長の終焉を迎えることになった。そして同時に、これまでそれを支えてきた戦後わが国の金融システムもまた変革の波に洗われることになったのである。本節では今日の時点に立って、わが国金融システムとの関連で、この二つの事件の本質的モメントを確認しておきたいと思う。

第1項 ドル基軸国際管理通貨制の成立

本項の課題は、わが国経済の環境をなす世界貨幣システムについて一定の考察を加えることにある。そしてその中心となる論点は、戦後世界経済を主導してきたIMF体制の崩壊とその後の世界貨幣システムを理論的にどのように把握するかというところにある。本稿ではまだその詳細を展開することはできないが、少なくともその輪郭を示したいと考える。

まず、IMF体制を概観することから始めよう。戦後わが国経済の高度成長は、国際的にはIMF体制という環境の下で実現された。しかるに、このIMF体制は次のような構造をもっていたといわなければならない。すなわちこの体制は、アメリカによる在外ドルに対する金兌換の保障（金1オンス=35ドル）を土台とし、その上に支柱として加盟国為替平価の対ドル決定と固定相場制を採用し、さらにその上に、国際収支の一時的赤字国に対するIMF貸付やその基礎的不均衡に対する為替平価の変更などに関する具体的諸規定を展開するという形式で構築されている。そしてわが国も1952年8月、1ドル=360円の為替平価をもってこれに加盟した。

こうしたIMF体制についてはさまざまな評価がありうるが、戦後世界経済においてそれが果たしてきた機能からみて、わたくしはこれを制限的国際金為替本位制と規定しておきたい。ここで「制限的」というのは、いうまでもなく、①アメリカ国内においてはドルと金の兌換が停止されている、②金

と兌換される在外ドルは加盟国の通貨当局（政府・中央銀行）の保有分に限られている、からである。この意味では「制限的」といっても、それは金本位制にとってかなり重大な制限である。さらに本来、金為替本位制は一国の貨幣制度であって、金との兌換が保障されている外貨（外国）の存在を前提しているから、国際金為替本位制という表現はあるいは形容矛盾かもしれない。しかしIMF体制においては、アメリカのみを唯一の例外として、すべての加盟国がこぞって金為替本位制を採用しており、この意味では金為替本位制はすでに国際的な実質を備えていると考えることもできる。こうした観点から、ここでは一応「IMF体制は制限的国際金為替本位制である」と規定しておくが、この体制はおそらく金本位制の最後の形態であろう。というのは、この体制の維持はひたすらアメリカの在外ドルに対する金兌換の能力にのみかかっているからである。

この体制の下では必然的に、アメリカ・ドル（以下単にドルという）が国際流通において決済手段たる地位を占める。その理由はいうまでもなく、さきの制限内とはいえ、このドルだけが直接に金とリンクしているからである。換言すれば、このドルだけが国際的な兌換通貨であるからである。実際この場合には、ある加盟国がたとえば輸出代金としてドルを受け取ることは、間接的には輸出代金として金を受け取ることに帰着する。こうしたドルと金の同一性に対するアメリカの保障、これこそがドルに国際決済手段＝基軸通貨たる刻印を押す所以のものである。

アメリカがこうした保障をなしたしたのは、もちろん当時世界の金の相当部分がアメリカに存在したからである。戦後世界経済の出発点において、アメリカ経済は卓越した地位を占めていた。アメリカへの金偏在はその集中的表現であった。1949年末にはアメリカの金保有高（財務省保有分）は244億ドル（金1オンス＝35ドル）に達し、これは全世界の公的金保有高の約70パーセントに相当する大きさであった。

他方アメリカ以外の加盟各国は、原則として対ドル為替相場を固定的に維持するよう要請された。もちろんこれを自動的に達成するメカニズムは存在しないから、加盟各国はそれぞれ為替安定基金を設置して、ドルの売買に出

動しては為替相場の安定を図らなければならない。このためには、加盟各国は、為替安定基金のうちにその原資として必要なドルを保有しなければならないのであって、かくして金はアメリカが保有し、他の加盟各国はドルを保有するという構図ができ上がる。そして世界経済においては、アメリカの国民通貨であるドルが国際決済手段として流通するというしくみになっている。この状態は、論理的には、一国内において兌換銀行券が流通している状態と似ている。ここでも兌換が維持されているかぎり、兌換銀行券は決済手段（流通手段・支払手段）としては完全に機能するのである。⁽¹⁾

しかるに、加盟各国の国際収支は常に必ずしも均衡するとは限らない。国際収支の不均衡は、まず加盟各国相互間のドル貸借によって調整される。しかしそれでも調整しきれない一時的な赤字国に対しては、各種のIMF貸付が発動される。そして最後に、それでもなお調整しきれない構造的な不均衡に対しては、当該加盟国の為替平価を変更するという道が用意されている。⁽²⁾

以上に素描した想定がIMF体制の当初の構想であった、ということができる。こうした貨幣システムはそれなりの合理性をもち、世界経済において有効に機能するはずであった。そして事実、IMF体制発足以来1950年代の終り頃までは、アメリカへの金偏在と世界的なドル不足を背景に、この貨幣システムは順調に機能してきたといえる。逆にいえば、この貨幣システムはこうした背景においてのみ有効に機能しうるのである。というのは、もし何らかの理由で世界的なドル過剰が生ずれば、その過剰ドルは金に兌換されてアメリカの金保有を減少させ、このことがまた兌換規定（保障）を動揺させて金兌換を一層促進するという悪循環に陥るからである。この事態は一種の本位恐慌であって、一たびこれが発生すれば、アメリカはついには兌換停止に追い込まれることにならざるをえない。したがってこの貨幣システムが安定的に機能するためには、世界的なドル過剰が存在してはならないのである。

しかるに他方では、この貨幣システムにおいてはドルが国際決済手段たる機能を果たしているから、世界経済の拡大につれて、アメリカは国際収支の赤字によってドルを世界に供給しなければならない。しかしこのドル供給が世界的な過剰ドルを形成するのではないか。そしてここにこそ、この世界貨

幣システム＝IMF体制の最大のクリティカル・ポイントが存在する（流動性ディレンマ）。

そして実際1950年代の終り頃から、この体制は過剰ドルの存在に悩まされ始めた。これに対してアメリカはさまざまな対応策＝ドル防衛策を講じたが、総じて十分な効果を挙げることができず、曲折を経ながらも結果的には、1960年代を通して世界的なドル過剰が一層累増した。そうした過剰ドルの一部はさらに金に兌換され、アメリカの金保有高は1958年の205億ドルから1968年には104億ドルにまで急速に減少した。この過程は反面に激しい金投機（ゴールド・ラッシュ）を伴いつつ、体制の根幹たる兌換規定を動揺させ続けた。⁽³⁾アメリカはいまや国際収支の大幅黒字（国内経済の再編）かあるいは在外ドルに対する金兌換の停止かという瀬戸際に追い詰められたのである。

そして1971年8月、アメリカはついにこの事態に堪えきれず、在外ドルに対する金兌換を停止した（8月15日、ニクソン声明）。これによって、戦後の世界経済を貨幣面から支えてきたIMF体制＝制限的国際金為替本位制は事実上崩壊したといわなければならない。というのは、これによって、まさにこの体制を成り立たせていた土台が取り去られたからである。ドルが金為替＝国際決済手段たる規定を喪失した以上、もはや世界市場には固定的に金と結びつきたいかなる貨幣も存在せず、理論的には世界貨幣の規定が宙に浮いてしまったのである。

しかるに他方では、兌換停止下のドルが依然として世界市場において流通しているのであって、ここに世界貨幣をめぐる根本問題が提起されることになる。それはすなわち、制限的国際金為替本位制崩壊後の世界貨幣システムを理論的にどう規定するかという問題である。もう少し具体的にいうと、世界貨幣は必然的に金と結びついているのか否か、あるいは不換ドルは世界貨幣でありうるのか否かということになる。この問題をめぐる従来の考察では、世界貨幣＝金、兌換ドル＝金為替＝国際決済手段、という理論構成が採用されてきたように思われる。しかしこれではドルと金の結びつきが切斷されたとき、不換ドルは金為替ではないからもはや国際決済手段とはいえず、ただ世界貨幣＝金という空虚な規定が残るだけである。したがってこうした理解

では、現代の世界貨幣システムは完全なる「混乱」としてしか把握できないのではなかろうか。

しかしわたくしは、この「混乱」のなかを貫いて、これを相対的に安定させる代理システムが存在すると考える。これをあえて定式化すれば、世界貨幣＝不換ドル＝国際決済手段、すなわち、ドル基軸国際管理通貨制と規定されるであろう。これはいうまでもなく、世界貨幣＝金というメイン・システムに対する代理システムであって、もし将来金と結びついた兌換通貨Xが出現すれば、世界貨幣＝金、兌換通貨X＝金為替＝国際決済手段という本来の規定に復帰するかもしれない。ただわたくしの理解は、そうした金の復活が必然的なのではないということにある。つまりわたくしは、この代理システムに金から独立した自立性を認めるのである。そして、現代の世界貨幣システムに関する研究は、この代理システムのしくみとはたらきを探求する方向になければならないと考える。

さらにわたくしは、この代理システムの自立性を保障する根拠として、「国際的合意」を挙げておきたいと思う。この「国際的合意」の本質は、不換ドルを世界貨幣と認定し、これを国際的にコントロールすることによって、世界経済の秩序を維持しようとするところにある。そしてわたくしは、こうした「国際的合意」が成立するかぎり、現代の世界貨幣代理システムは有効に機能するのではないかと考えているのである。

「金の廃貨」と「国際的合意」の関連については、「貨幣の物神性」に関する根本的反省が必要である。わたくしの理解では、商品生産社会において貨幣が金に結晶するのは、そこでは現実に存在する人間と人間の協力関係が社会的に自覚されないからであり、またそのかぎりでのことにすぎない。しかるに国家がこの人間と人間の協力関係を証明・保障し、国民がこれを信用すれば、貨幣は必ずしも金に結晶する必要はない。このことは現在各国において、貨幣＝不換銀行券という規定を基本とする管理通貨制が有効に機能していることに示されている。

同様の論理が世界経済においても通用するのであって、国と国の協力関係に関する相互認識が深まれば深まるほど、世界貨幣が金でなければならない

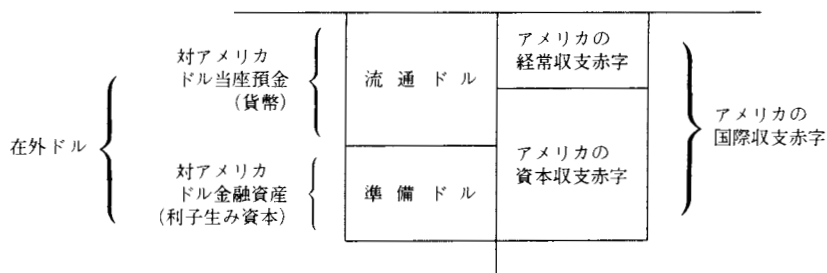
必然性は減少していく。そしてついには世界貨幣＝不換ドルと規定されたとしても、そこには何の不思議もない。ただ今日の世界には中央政府が存在しないから、こうした規定はただ諸国間の交渉とその結果たる「国際的合意」によってのみ成立し維持されるほかはないという点に留意しておくべきである。それゆえにまた、この代理システムを有効に機能させるためにも、こうした「国際的合意」の重要性を認識しなければならないのである。

金から最終的に離脱したこのシステムにおいては、「国際的合意」によって世界経済に必要な在外不換ドルの分量を調節しなければならない。この在外ドルはアメリカの国際収支赤字によって供給される。アメリカの国際収支赤字は経常収支赤字と資本収支赤字から構成され、また在外ドルは流通ドルと準備ドルに分割されるから、残高ベースでみた在外ドルの構成は大体第1図のようになるであろう。もちろんアメリカの経常収支・資本収支はさまざまな組合せをとりうるから、ここではその典型的な一例を示したにすぎない。また流通ドルと準備ドルの区分は貨幣と利子生み資本の区別に相当するから、その分割如何は基本的にはアメリカの金利水準に依存する。かくして、世界貨幣＝不換ドル＝国際決済手段という「国際的合意」に立脚して、アメリカが国際収支赤字・金利水準を管理して、必要に応じて流通ドルの分量を調節することができるかどうか、このシステムの一切がかかっているのである。

このシステムは常にひとつの危険性を内包している。それはすなわち、ドル・インフレーションである。アメリカの国際収支赤字が継続しているとき、アメリカがしかるべき準備ドルを引きつけるのに十分な高金利政策をとらないならば、当然流通ドルが拡大し、ドル・インフレーションが進行していくであろう。こうしたドル・インフレーション＝ドル減価は国際的な国富・所得の再分配を招き、世界経済を混乱に導くであろう。なかでも最も被害を蒙るのは、輸出商品のドル表示価格に比較して、輸入商品のドル表示価格の上昇が著しい諸国である。

IMF体制の動揺と崩壊に応じてドル・インフレーションが発現したが、ついに1973年10月、アラブ産油諸国の不満が爆発し、石油危機が勃発した。こ

在外ドルの構成 (残高)



《第1図》

これはもちろん世界的な大事件であって、決して単純な性質のものではないが、しかしその経済的側面、すなわちドル・インフレーションに対する反発という点を見失ってはならないと考える。

- (1) しかしここには常に兌換停止の危険性が存在するので、兌換銀行券は蓄蔵貨幣としては完全に機能するとはいえない。同様のことが金為替＝ドルについてもあてはまる。
- (2) 為替平価の変更はこの体制を長期的に運用していくためにやむをえない措置であるが、しかし同時にこのことが激しい投機の対象になることを避けることはできない。というのは、切り下げになると予想される通貨を売却して、切り上げになると予想される通貨を購入する、そして実際に為替平価が変更されたのち、その逆の売買を行えば、確実に利益をあげることができるからである。この場合だれが損失を蒙るのかといえば、それは為替平価を維持するため、切り下げ予想の通貨を買い支え、切り上げ予想の通貨に売り応じていった投機対象国の通貨当局である。このようにここでは、為替投機は投機資金運用者と投機対象国通貨当局の対決という形で行われる。
- (3) 兌換規定が厳存すればこそ金価格はその公定価格（金1オンス＝35ドル）に釘付けにされているが、肝心の兌換規定が動揺すれば、金の市場価格はその公定価格をこえて騰貴していく。ここでも金投機は投機資金運用者とアメリカ通貨当局の対決という形をとる。アメリカは金の二重価格制の採用、特別引出権（SDR）の創設などによって金投機＝兌換規定の危機に対抗しようとしたが、結局金保有の絶対的不足や国際収支赤字の継続によって、これを完全に回避することができなかったのである。

第2項 石油危機と金融基調の変化

本項では、1973年と1979年、2度にわたって勃発した石油危機が世界とわが国の経済・金融情勢にいかなる影響を与えたかについて概観する。

石油危機とはいうまでもなく、原油供給減少・途絶の不安であって、これは石油のうえに築かれた現代文明を震撼させるに十分な威力をもっていた。もちろん同じく石油危機といっても、第1次（1973年）と第2次（1979年）ではその直接的契機を異にする。すなわち、第1次の場合には第4次中東戦争がその契機となったが、第2次の場合にはその契機はイラン革命であった。しかしてその経済的結果はともに、原油生産の減少に比較して、原油価格の大幅な上昇であった。このことは当時、原油供給減少・途絶に対する不安がいかに強烈なものであったかを示している。

世界の原油生産は戦後、メジャーズの支配下で多少の起伏があるものの、順調に増加してきた。この間、原油価格（標準油種＝アラビアン・ライト、1バーレルあたり、以下同じ）は1～2ドルで安定していた。しかるに1960年9月、メジャーズに対抗してOPEC（石油輸出国機構）が創設されて以来、原油価格の動きはにわかには風雲急を告げてきた。やがて原油価格の決定において産油国側が主導権を発揮ははじめ、1971年2月には湾岸6カ国とメジャーズの間で原油価格の引き上げに関するテヘラン協定が成立した。そして1972年1月には、金兌換停止によるドル減価に対処するためジュネーブ協定が締結された。さらに1973年6月には、変動相場制に対応するためジュネーブ補足協定が合意された。そしてこうした協定が適用されては、原油価格が次々と引き上げられていった。かくして産油国パワーの爆発とドル・インフレーション＝ドル減価の進行によって、原油価格の上昇はいまや時代の趨勢となったのである。ちなみに1973年10月1日現在、原油価格は3.011ドルであった。

しかるに原油価格引き上げの画期となったのは、1973年10月16日、折りからの第4次中東戦争における対イスラエル戦略の一環として、湾岸6カ国閣僚委員会の決定に基づいて一方的に実施された、生産削減を伴う原油価格の引き上げであった（5.119ドル）。ここにおいて産油国は、もはやメジャーズ

を相手にせず、原油価格の決定権を完全に掌握した。そして1974年1月には、原油価格はさらに11.651ドルにまで引き上げられ、結局、原油価格はわずか3カ月の間に約4倍になったことになる。これが要するに第1次石油危機であって、世界経済はこれにより大混乱に陥ったのである。

しかし原油価格の引き上げはまだ止まず、とりわけ1979年6月には、革命に伴うイランの原油生産減少を契機として、OPECの主導の下、原油価格が再び大幅に引き上げられた(14.546ドル→18.000ドル)。その後も原油価格は段階的に引き上げられ、そしてついに1981年10月には34.000ドルの水準に達した。この場合も原油価格は2年余りの間に約2.3倍に引き上げられたことになる。これが要するに第2次石油危機であって、これにより世界経済はまたもや大混乱に陥ったのである。結局原油価格は、第1次および第2次の石油危機を通して、1973年10月以降の8年間に約11.3倍に騰貴したことになる。

こうした原油価格引き上げの背景には産油国パワーの爆発とドル・インフレーション＝ドル減価の進行があり、その直接的契機はそれぞれ第4次中東戦争・イラン革命であったが、その経済的しくみはOPECによる国際価格カルテルであった。原油は現代文明にとって極めて重要であるとはいえ、国際的に取り引きされるひとつの商品であって、この意味では当然に価格法則にしたがう。それゆえその需給に大きな変動がなければ、その価格を大幅に引き上げることは事実上不可能である。OPECといえども、原油価格の大幅引き上げを実現するためには、原油生産のしかるべき削減を実施せざるをえないであろう。そしてそのかねあいのうえに、カルテル加盟諸国の収入の増加を図るのが国際価格カルテルの目的である。

したがって、こうした価格カルテルが成功するためには、その生産削減に実効性がなければならない。すなわちカルテル加盟諸国が、世界の原油生産において、それなりのシェアを占めていなければならない。そしてそのシェアが大きければ大きいほど、生産削減の価格上昇に及ぼす効果は大きいであろう。1973年には、OPECは世界の原油生産の55.4パーセントを占めていた。その後このシェアは漸減していくが、それでも1979年には、それは49.1パーセントを維持していた。OPECは世界の原油生産に占めるこうした

シェアーを背景に、その生産削減を武器として、2度にわたる原油価格の大幅な引き上げに成功したのである。⁽⁴⁾

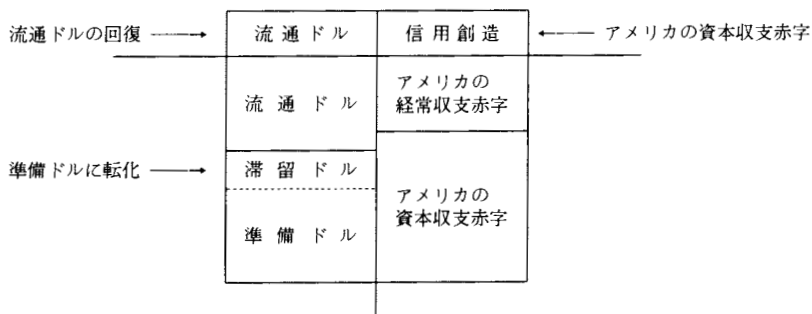
こうした原油価格の大幅な引き上げは、原油輸出国に大きな石油収入の増加をもたらした。しかしその一方では、その部分だけ原油輸入国の石油支出が増加したのであって、これは文字通り原油輸入国から原油輸出国への所得の移転であった。原油輸入国はその原油輸入の分量に応じて、その負担を分担することになる。ちなみに OPEC 加盟10カ国の石油収入は、1971年には103億ドルであったが、1973年には205億ドル、1974年には845億ドル、さらに1979年には1,749億ドル、1980年には実に2,483億ドルに達したのである。

産油諸国の石油収入は、その一部がそれぞれ国内経済の近代化等に必要な資材・製品などの輸入に使用されたほか、さしあたり産油諸国の滞留ドルに転化する。ここで滞留ドルというのは、形式的には流通ドルであるが、実質的には使用されないドルのことである。この意味では、滞留ドルの部分だけ流通ドルが減少したことになる。これが実は世界経済に大きなデフレ効果をもたらした。すなわち原油輸入国の側では、経常収支赤字の拡大を通して、大規模なドル不足が発生したが、これがまた国際貿易の減少を誘発し、結果的には経済成長の大きな鈍化を招いたのである。

原油価格の大幅な引き上げは、かくして、原油輸出国の側に大量の滞留ドル、原油輸入国の側に深刻なドル不足をつくりだした。世界経済を崩壊させないためには、なんとかしてこの滞留ドルを再び流通ドルに転化させなければならない。これがすなわち、オイル・ダラーの還流問題である。この問題は世界の金融機関（広義）に新たな活動の機会を提供した。しかしオイル・ダラーを吸収してこれを活用するためには、従来の金融システムは変革される必要があった。かくして以後世界的に、金融自由化を目指す滔々たる流れが生じたのである。

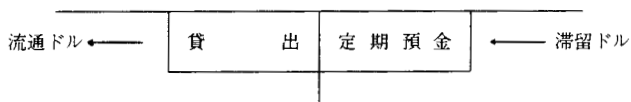
オイル・ダラーの還流については、理論上二つの場合がありうる。最も単純化した例で考察すれば、その第一の場合とはすなわち、ある産油国がその保有する滞留ドル（当座預金）をアメリカ国内の銀行において定期預金に転化させ、他方、そのアメリカ銀行がそれを引き当てに流通ドル（当座預金）

在外ドルの構成 (残高)



〈第2図〉

ヨーロッパの銀行

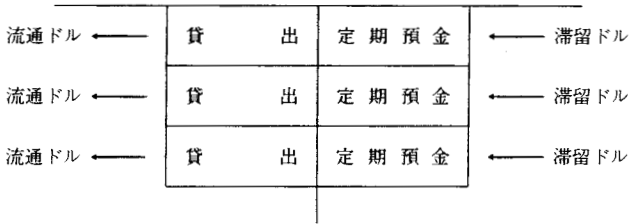


〈第3図〉

を創造してこれを外国に貸し出す場合である(第2図参照)。この場合には、まず滞留ドルが準備ドルに転化して流通ドルが減少し、それからアメリカの銀行による信用創造が行われて、流通ドルの減少分が回復されるとともに、在外ドルの総額が増加する。これが基本的に重要な場合であって、現代国際金融の原理をなすものである。もちろんここでいう信用創造は、範疇的にはアメリカの資本収支赤字に含まれる。

オイル・ダラー還流の第二の場合とはすなわち、ある産油国がその保有する滞留ドル(当座預金)をアメリカ国外(例えばヨーロッパ)の銀行において定期預金に転化させ、そのヨーロッパ銀行がその滞留ドル(当座預金)をアメリカ以外の諸国に貸し出す場合である(第3図参照)。この場合には、在外ドルの構成(残高)には何の変化もない。形式的な意味では流通ドルは依然として流通ドルであるが、しかし銀行の媒介によって実質的には、滞留ド

ヨーロッパの銀行



《第4図》

ルが流通ドルに転換される。つまり、さもなくば滞留している流通ドルが、これによって活性化されるのである。

この過程は条件次第では累積することがありうる(第4図参照)。この場合、ヨーロッパの銀行には貸出と定期預金が累積していくが、ここで特に注意しておくべきことは、これによって決して流通ドルが創造されるのではないということである。流通ドルの本源はあくまで、アメリカの銀行にあるドル当座預金である。アメリカ以外の諸国においてその保有者が変化したとき、当然アメリカの銀行において口座の振替がなされるが、これによって流通ドル＝ドル当座預金それ自体が増減することはない。したがってここでは、同一の流通ドルが何回にもわたって活性化されるのであって、理論的には、流通ドルの流通速度が高められると理解されなければならない。総じてこれが、ユーロ・ダラーの運動方式である。

このようにオイル・ダラーは、基本的にはアメリカの銀行またはヨーロッパ・日本の銀行を通して還流していくが、ここにその吸収と活用をめぐって、日米欧の銀行の間に激しい競争が展開されることになった。この競争の過程において、金融業務の世界的規模への拡大が進展するとともに、より魅力的な金融商品が次々に開発され、さらには新規の貸付先が開拓されるなど、総じて金融システムの変革・改編・自由化が進行したのである。

原油価格の大幅な引き上げは、原油輸入国の側に経常収支赤字と並んで、もうひとつの大きな衝撃を与えた。それはすなわち激しいインフレーション

であった。

原油はまず精製されたうえ、原料・燃料として多方面の生産に入り込んでいくから、その価格上昇はコスト上昇としてそれぞれの需要に応じて生産の各段階に波及していき、最終的には消費財の価格上昇に帰着する。これはいわば価格体系の再編であって、原油価格が上昇した以上、価格メカニズムの上からもやむをえない動きである。

しかし事態はそれだけでは終息しないのであって、消費財の価格上昇に直面した労働者は、従来の生活水準を維持するため、賃金の引き上げを要求するにちがいない。しかるに賃金の上昇はまた、中間段階を経て、最終的には再び消費財の価格を引き上げるであろう。つまりここでは、物価上昇と賃金上昇のスパイラルが生ずることになる。そしてこれにいわゆる「便乗値上げ」が加わって「インフレ・マインド」が醸成され、ここに激しいインフレーションが引き起されたのである。

インフレーションとはもちろん「物価の持続的上昇」のことであるが、その過程においては価格上昇の差異による所得再分配が進行する。つまりここでは一方にインフレ利得、他方にインフレ損失が対照的に生ずるのである。もしこれをそのまま放置すれば、投機が横行するだけでなく、生産意欲が阻害され、ついには経済の土台が破壊されてしまうであろう。したがって激しいインフレーションに襲われた諸国は、なんとしてもこれを抑え込まなければならないのである。

しかるに、原油価格上昇に原発するこのインフレーションは、当初から複雑な性格をもっていた。すなわちこの場合、激しいインフレーションは当然抑圧されなければならないが、しかしそのなかで原油価格上昇に起因する価格体系の再編（物価上昇）は容認されなければならない。これはつまり、原油輸入国が原油価格上昇のコストを負担しなければならないということである。もっとはっきりいえば、原油輸入国は生活水準を切り下げなければならないということである。これはいうまでもなく、原油輸入国にデフレ要因を持ち込むものであって、この意味では、原油価格の上昇は原油輸入国に、インフレ要因とデフレ要因を同時にもたらしたといわなければならない。かく

して原油輸入国は、インフレとデフレ＝不況が同時に存在して、インフレ対策を強行すれば不況が深刻化し、また不況対策をとればインフレが亢進するというジレンマ（スタグフレーション）に追い込まれたのである。⁽⁵⁾

この問題を合理的に解決するためには、原油輸入国が、強力なインフレ対策によって激しいインフレーションを防止しながら、産業構造の転換・技術革新を押し進め、それによって原油価格の上昇によるコスト負担を軽減しつつ、それに対応する需給構造＝価格体系を構築すること以外にはありえない。

この意味ではわが国経済は、まことに模範的ともいえるやり方でこの事態に対処したといわなければならない。なかでも特筆すべきことは、石油消費の効率化を目指す産業構造の転換・技術革新にそれなりに成功したことである。まさにこのゆえに、石油危機を切り抜けたあと、多くの分野においてわが国製品の技術的優位が確立されたのである。このことはまた、この石油危機がわが国の国民にいかに大きな心理的影響を与えたかを示している。わが国は石油危機に直面して驚愕し、改めてわが国は資源の乏しい国であることを思い知らされ、こういう危機に際しては産業構造の転換と技術革新を以て対処する以外に方法がないという点で国民的合意を形成した。われわれは、こうした心理的要因が石油危機の克服過程で大きな役割を果たしたことを忘れるわけにはいかないのである。

すでにみたように、石油危機＝原油価格の上昇はわが国から原油輸出国への所得＝購買力の移転であって、わが国には大きな有効需要の不足が発生した。この問題に緊急に対処するためには、もちろん政府支出を拡大すること以外にはありえない。かくしてわが国においても膨大な財政赤字が生じたのであって、その資金調達のために発行された大量の国債がわが国従来の金融システムを根底から動揺させたのである。

(4) 価格カルテルのポイントは、代替財・生産シェア・内部結束にある。最近では、石油代替エネルギーの開発、アウト・サイダーの増産による生産シェアの低下、生産制限をめぐる内部結束の乱れなどから、OPECは弱体化しつつあり、原油価格も低下傾向にある。

(5) 石油危機のもつこの二面性を把握しておくことが基本的に重要である。原油

価格の上昇は石油関連製品の価格を引き上げると同時に、全体として有効需要を削減する。ここにスタグフレーションの根源があったといわなければならない。

第3項 金融革新の内実

従来のがわが国金融システムは金融鎖国、業務規制および金利規制によって特徴づけられるが、このシステムがわが国経済の高度成長期にきわめて有効に機能してきたことは疑いのないところである。しかるに、1970年代に勃発したドルと金の交換停止および石油危機という世界的大事件に際会して、このシステムは大きく変革されることになった。その基本はいうまでもなく金融の自由化ということであるが、本項ではその論理の大筋を跡づけておきたいと考える。

すでにみたように、1971年8月ドルと金の交換が停止されたが、その必然的帰結は外国為替に関する固定相場制の崩壊と変動相場制の成立であった。固定相場制は一旦崩壊後、1971年12月のスミソニアン合意において復活したが、これも所詮は一時的な弥縫策にすぎず、わが国の場合1973年2月のドル危機に際して変動相場制に移行した(西ヨーロッパ諸国は同年3月)。ドルと金の結びつきが切断された以上、ドル信認の失墜は避けられず、これはやむをえないなりゆきであった。そしてこの事態は、1976年1月IMF総務会暫定委員会によって公認された(キングストン体制)。

固定相場制の下では、加盟国(アメリカ以外)はそれぞれ為替安定基金(ドル)を保有し、これをもって外国為替市場に出動して、外国為替相場=ドル相場を為替平価を中心とする一定の範囲内に維持する義務が課されている。この制度は国際取引を円滑に遂行するうえで有効に機能するが、しかし加盟国の経済力の変化を為替相場に反映させるうえで弱点をもっている。この場合には為替平価の変更ということになるが、これは激しい投機なしには行われえないのである。

固定相場制が変動相場制に移行するということは、為替相場を一定の範囲内に維持する義務が免除されることを意味する。逆にいえば、為替相場水準

の管理が加盟国の自主性に委ねられるということである。これによって加盟国は、激しい投機を回避しつつ、経済力の変化を為替相場に反映させることができるようになる。⁽⁶⁾しかしその反面では、為替相場の変動がより頻繁かつ大幅となり、国際取引の安定性が損なわれる懸念が生ずる。ましてや加盟国が互いにその自主性を発揮して、為替相場の引き下げ競争に突入すれば、それだけでも世界経済は壊滅するであろう。

かくしてここでもまた、為替相場に関する「国際協調」が絶対に必要である。「国際的合意」によって金から離脱したドルが世界貨幣と認定されたことに対応して、ここでは為替相場水準の決定や変更に関して「国際協調」がなされなければならないのであり、こうした「国際協調」はドル基軸国際管理通貨制の重要な一環である。こうして世界貨幣・為替相場について、全面的に金への依存から脱却して、これを国際的な合意・協調によってコントロールしようとする現行のシステムが形成されたのである。1971年12月のスミソニアン会議以降、為替調整に関する国際会議（IMF・G5など）が重要な意味をもってきたことについては周知の通りであろう。

こうした国際環境において石油危機を契機として、わが国の金融自由化はいかに進展したのであろうか。

すでにみたように、石油危機の克服過程においてわが国の製造業は徹底的に合理化され、コンピューターを導入したメカトロニクス製品を中心に、高度の産業・技術体制を築き上げた。こうした、あれば便利で使いやすかつ故障の少ない、しかもアフター・サービスの完備したわが国製品は世界中から歓迎され、わが国の輸出は大きく拡大した。こうして原油価格の上昇にもかかわらず、その克服過程においてわが国の経常収支黒字は完全に定着したのである。

このことは戦後わが国の悲願がついに達成されたことを意味しており、戦後わが国の経済政策が全体として成功したことを示している。ということはすなわち、この目的のため、金融鎖国によって貯蓄を国内に閉じ込め、業務規制によってこれを各種金融機関に分担管理させ、金利規制によってこれを法人企業に低利安定資金として供給するという従来の金融システムはもはや

必要ではなくなったということでもある。これが1970年代の後半以降、わが国において金融自由化が急速に進展した背景をなすのである。

石油危機の勃発に際してオイル・ダラーの還流問題が発生したことはすでに指摘したが、わが国においてはそればかりではなく、経済の高度成長によって国内に蓄積された膨大な貯蓄＝金融資産がようやく利回りに目覚め、海外への運用にも眼を向け始めた。ここに金融開国＝対外金融関係の自由化への気運が大きく盛り上がってきたのである。しかるに当時はまだ、金融開国＝対外金融関係の自由化といっても、それは「原則禁止・例外自由」の例外範囲が拡大されることであった。しかしいつまでもこうした方法で対処するわけにもいかず、1979年12月、これまでの方針を転換して「原則自由・例外禁止」の立場から、「外国為替及び外国貿易管理法」が全面的に改正された（施行は1980年12月）。改正法はこれまでの自由化を継承し、これをさらに徹底させたものであって、ここにわが国の対外金融関係は基本的に自由化されたのである。

これによって、居住者による外貨＝ドル資産の保有および非居住者による円貨資産の保有が原則的に自由化されたのであって、いまやわが国には円貨金融システムとドル金融システムが混在することになった。そしてこの2つのシステムを繋ぐ媒介環こそ外国為替市場におけるドル相場にほかならない。ドル資金を円貨金融システムで運用するためにはそれを円貨に転換しなければならないし（円転換）、また円貨資金をドル金融システムで運用するためにはそれをドルに転換しなければならない（円投入）。こうしたドルの需給は当然ドル相場に影響する。さらに、この2つのシステムにはそれぞれ独自の金利体系（円貨金利とドル金利）が成立するが、この金利差はドルの直物相場と先物相場の金利裁定関係によって解消される。かくしてわが国の円貨金融システムは、円貨とドルの自由交換システムすなわち外国為替市場を通して、世界の金融システム＝ドル金融システムに組み込まれることになったのである。

しかしそれだけではない。というのは、円貨金融システムはすでにわが国の範囲を越えて拡大しているからである。それは単に非居住者がわが国に円

貨資産（非居住者円）を保有しているということだけではない。いまや非居住者は外国に円貨資産（ユーロ円）を保有している。ユーロ円の規模はまだかなり小さいが、そのしくみとはたつきはユーロ・ダラーと同じであって、ただ信用創造の主体がわが国の銀行である点で異っているだけである。⁽⁷⁾

このように金融開国＝対外金融関係の自由化とは要するに、外国為替管理を自由化して、わが国の国内にドル金融システムを公認するとともに、円貨金融システムを国外にも拡大していくということである。こうした円貨金融システムがこれからどのような展開を遂げるか、大いに注目しておきたいところである。

すでにみたように、石油危機＝原油価格の上昇はその反面においてわが国の有効需要を大きく削減し、わが国の経済に相当のデフレ効果を与えた。そこで政府はやむなく国債の大量発行に踏み切ったのであるが、これがまたわが国従来金融システム、とりわけ業務規制・金利規制に甚大な影響を与えた。というのは、従来の枠組の下ではこれだけ大量の国債を消化することができなかったからである。この問題は特に赤字国債の発行が開始された1976年度以降深刻となり、そしてついには規制緩和＝自由化の大きな流れが作りだされたのである。

国債の大量発行はまず、銀行・証券の業務分担問題を引き起した。すなわち大量に発行される国債の消化をめぐる、証券会社のほかに銀行などにも募集の取扱い業務（窓口販売）および自己売買業務（ディーリング）を認める必要が生じた。つまり銀行にも証券業務の一部を認めようというわけである。これはいうまでもなく従来からのシステムの変更であるから、銀行業界と証券業界の利害が絡んで多くの紛議が生じた。そして結局、証券会社には国債担保貸付制度・中期国債ファンドの創設などを認める見返りに、公共債（国債・地方債・政府保証債）に限り銀行にも証券業務を認めるという相互乗り入れの形で決着した。折りから1981年6月、「銀行法」が54年ぶりに全面的に改正されたが、銀行の行う証券業務に関する規定もこのなかに定式化されている（施行は1982年4月）。もちろん、銀行業務を行う他の金融機関についても、同様の措置がとられた。

このことは銀行と証券会社の間で業務が再配分されたことを意味するのであって、従来の業務規制＝機能的専門主義が動揺していることを示している。金融環境の激変とともに、各種金融機関はもはや従来の規制＝保護のうちに安住していることは許されない。各種金融機関はそれぞれに新たな業務分野を開拓しまた新しい金融商品を開発して、収益を確保するとともに、金融システムに占める自分の位置を再確立するよう求められている。ここで行われているのは、金融業務（調達・運用）の大規模な更新と再配分であって、各種金融機関は基本的にはそれぞれの選択によって固有の業務を形成していかなければならないのである。最近相互銀行がこぞって普通銀行に転換したが、これもまたこうした文脈において理解されなければならないであろう。

国債の大量発行はまた、金利規制をも直撃した。というのは、従来の規制金利の枠組のなかでは、この大量の国債を発行＝消化することは不可能であったからである。

これまで国債は引受シンジケート団方式によって発行されてきたが、ここでは証券会社に割り当てられて広く一般に販売される部分を除き、銀行などの引受分については行政指導によってその売却が禁止されていたのである。その理由は、こうした措置によって国債の価格を高位に保ち、国債の応募者利回り（規制金利）をその流通利回り（自由金利）よりも低位に維持するところにあった。これこそ人為的低金利政策の典型的なケースである。そしてこうした措置の代償として、発行後1年を経過した国債については、日本銀行が必要に応じてこれを銀行などから購入することにしてきた。国債の発行が少量であるうちは、こうしたしくみは有効に機能していたのである。

しかるに国債の発行が大量になると、このしくみは忽ち機能不全に陥る。何よりもまず日本銀行は、銀行などの保有する国債を1年を経過したからといって購入し続けることはできない。もしそのようなことをすれば、ハイ・パワード・マネーが氾濫して、一大インフレーションの温床が形成されるであろう。そうだとすれば、国債のより多くの部分を直接国民一般に引き受けてもらえばよい。ここから国債の銀行窓口販売という方法が出てくるのであって、これが業務規制の体制に風穴をあけたことはすでに述べたところであ

る。しかしそれにもかかわらず、銀行などはなお大量の国債を引き受けなければならないという問題が残る。

日本銀行がやがて購入するというような代償措置なしに、銀行などに対してその保有する国債の売却を禁止することは不可能である。もしそのようなことをすれば、銀行などの経営は圧迫され、ついには資金繰りが行き詰ってしまうであろう。それゆえここではどうしても、銀行などの保有する国債の売却が解禁されなければならない。そして事実、この禁止措置は弾力化されやがて事実上撤廃された。こうしてわが国にもようやく本格的な国債市場が成立したのである。

ところがここにもまた新たな問題が発生する。というのは、国債の応募者利回りはその流通利回りよりも低いから、債券価格は発行価格を下回り、銀行などにとって国債の評価損・売却損が発生するのである。これでは銀行などは新規国債の引受に応ずるはずもなく、国債の発行はこの面からも困難に達したのである。

この問題を合理的に解決するためには、国債の流通利回り（自由金利）を基準としてその応募者利回り＝発行条件を決定すること以外にはありえない。国債の応募者利回りに関するかぎり、これはすなわち金利規制の否定であり、金利の弾力化・自由化である。以後滔々たる流れとなる金利の自由化の淵源は、実にこの国債応募者利回りの弾力化・自由化にあったといわなければならない。これはやがて譲渡性預金（自由金利）の創設を嚆矢とする定期預金金利の自由化に波及し、この過程は現在も進行中である。

要するに、金融鎖国・金融規制を特徴とする戦後わが国の金融システムは、もはや完全にその歴史的使命を終えたのである。そして将来、わが国の金融システムは、自由金利を前提として、かつ世界金融システムのひとつのセンターとして形成されていくであろう。そこではやはり、信用創造機能をもつ銀行業務を中心としてシステムが編成されるであろうが、同時に各種金融機関がそれぞれ独自の金融商品を持ち、また独自の業務形態をもつであろう。これらはもはや規制＝保護によって保障されるのではなく、相互の厳しい競争によって達成されるであろう。そして現在は、そうした将来の金融システ

ムへの移行期なのだと思えてならないのである。

- (6) このことは変動相場制においては為替投機が行われないということを意味するのではない。ここでもやはり為替投機が行われるが、ただそれは投機家と通貨当局の対決という形をとらない。投機は専ら投機家相互の間で行われるのである。この意味では、変動相場制によって通貨当局はフリー・ハンドを得たといえるであろう。
- (7) 「非居住者円」は非居住者がわが国に対する輸出代金を円貨で受け取るとき、またはわが国の銀行から円貨を借り入れる（これはわが国の銀行からみれば信用創造である）ときに形成される。その当初の姿は非居住者のわが国の銀行に対する当座預金である。そしてこうした「非居住者円」がわが国以外の銀行に預け替えられると、それが「ユーロ円」となる。いずれもその後種々の円貨金融資産に転化することはいうまでもない。こうした「非居住者円」「ユーロ円」がどれくらいの規模に達しているかが「円の国際化」の指標であろう。