

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 — (上)

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
(以下次号)

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 石油危機と金融基調の変化
- 第2項 金融の国際化
- 第3項 業務規制の変容
- 第4項 金利の自由化

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

はしがき

周知の通り戦後わが国は、金融面においても厳格な規制をもって出発した。そしてこの金融規制体制は、戦後復興期および高度経済成長期において、概ね有効に機能したといえるであろう。しかるに昭和48年10月、わが国高度経済成長の終焉を告げる石油危機が勃発した。その後の混乱のうちにようやく、こうした金融規制体制もまた、高度経済成長と同じく、その歴史的使命を終えたことが明白となった。そしてここから、本格的な金融の自由化が時代の流れとなったのである。

わが国の金融自由化は、昭和50年代に入ってから徐々に進展してきたが、そのテンポは次第に急速になり、とりわけ昭和59年5月「日米円・ドル委員会報告」⁽¹⁾ およびこれを受けた大蔵省「現状と展望」⁽²⁾ が公表されて以来、その流れは一段と加速されている。そして最近の「前川レポート」⁽³⁾ においても、この方向が確認されている。

もちろんわが国金融自由化の帰趨は容易には決し難いが、しかし現時点に立って、これまでの基本線を確認しておくことは、今後の研究のためにも、決してむだな作業ではあるまいと考える。そしてその延長線上に、世界金融システムの重要な一環として、わが国現代金融システムの位置が与えられるであろう。

(1) 「日米共同（大蔵省・財務省）円・ドル・レート、金融・資本市場問題特別会作業部会報告書」昭和59年5月30日。

(2) 大蔵省「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」昭和59年5月30日。

(3) 「国際協調のための経済構造調整研究会報告書」昭和61年4月7日。

第1節 高度経済成長と金融システム

戦後のわが国経済を大きく時代区分すれば、戦後復興期（昭和20年代）・高度経済成長期（昭和30年代～昭和48年）・安定成長期（昭和49年以降）となる

であろう⁽⁴⁾。戦後復興期は、とにかく戦争によって破壊されたわが国経済を再建するのに全力が傾注された時期である。しかるにまたその反面では、まさにこの時期において、戦後わが国の高度経済成長を可能ならしめるその基本的枠組が形成されたといわなければならない。このことは金融システムについても例外ではなく、この時期に成立した戦後わが国金融システムが、やがて始まる戦後わが国高度経済成長を金融面から支えることになったのである⁽⁵⁾。

- (4) 昭和49年度において、わが国の実質国民総生産は戦後はじめて0.4パーセントのマイナス成長を記録した。ちなみにこの年度には、インプリシット・デフレーターは19.0パーセント上昇した。
- (5) 本稿では国民経済を産業界と金融界に二分してとらえ、金融界独自の実体と機能を表現するため金融システムという概念を使用する。

第1項 戦後わが国の金融システム

戦後わが国の金融システムは、昭和20年代から30年代の初め頃にかけて次第に形成されてきた。そしてこれは、わが国産業を速やかに復興・成長させるという時代の要請を受けて、主として重要な産業分野に優先的に低利安定資金を供給するという観点から構築された。このためにはもちろん金融の自由な働きに任せておくことはできないのであって、種々の方面からこれを規制しなければならなかった。しかるにこうした金融規制は結局、①対外金融規制、②業務規制、③金利規制に帰着するであろう⁽⁶⁾。

- (6) 金融規制の具体的内容は複雑多岐にわたり、それを詳述することはとうてい小論のよくするところではない。本稿においても残念ながらその詳細に立ち入ることはできず、その大筋を追うことで満足しなければならない。同じことが規制緩和・自由化の過程についてもいえる。しかし金融システムの論理構造とその変容を解明するという観点からみれば、本稿のような行き方もまた許されるのではないかと考える。

第1款 対外金融規制（外国為替管理）

戦後、わが国経済を速やかに復興・成長させるためには、必要な資材の輸入が不可欠であり、そのための外貨（実際には外国貨幣＝米ドルを受け取る権利

すなわち米ドル表示の外国為替、以下同じ) が貴重な存在であった。このため、経常取引・資本取引の両面において、居住者の外貨保有(受払)に強力な管理が加えられた(「外国為替及び外国貿易管理法」昭和24年12月)。ここでは、政府のみを唯一の例外として、居住者の外貨保有が原則的に禁止された。ちなみに、同時に非居住者の円貨保有が原則的に禁止されたことはいうまでもない⁽⁷⁾。

かくして、居住者が経常取引(輸出など)によって取得した外貨は、一定期間内に一定価格(対顧客買い相場)で、外国為替公認銀行(以下外為銀行という)を通して、政府に売却されなければならなかった。また逆に、居住者が経常取引(輸入など)のために必要とする外貨は、政府の許可を得たうえ⁽⁸⁾、やはり一定価格(対顧客売り相場)で、外為銀行を通して、政府から購入されなければならなかった。こうした外国為替管理のあり方は個別全面集中制度といわれる。ここでは外貨の集中相場(大蔵大臣売買相場)が公定されているうえ、外為銀行にさえ外貨保有が認められず、したがって外国為替市場は存在しえない。これが外国為替管理の最も極端な形である。

このように戦後わが国の対外金融関係は、貴重な外貨の有効使用という観点から、さしあたり円貨金融領域(国内)と外貨金融領域(海外)の遮断、すなわち金融鎖国体制をもってスタートしたのである。しかしこのことは、わが国が外国と一切金融関係をもたないということの意味するものではない。対外的な金融関係は原則として禁止されるが、わが国経済の復興・成長という観点からみて必要な事項については、外貨事情が許すかぎり、特定の条件の下に例外措置として禁止が解除(許可)された。金融鎖国体制とはこうした「原則禁止・例外許可」の体制をいうのである。

資本取引のうち外資導入については、特別法によって例外措置が構じられた(「外資に関する法律」昭和25年5月、昭和54年12月廃止)。ここでは、外国投資家の技術援助および外国投資家による株式・持分、受益証券、社債、貸付金債権の取得について、国際収支の改善に寄与する場合や重要産業または公益事業の発達に寄与する場合など 厳格な条件の下にのみこれが認可され、かつ果

実・元本の外貨送金が保障された。

こうした対外金融関係の「原則禁止・例外許可」体制は、わが国経済の復興・成長につれて、次第にその重点を当初の「原則禁止」から「例外許可」へ移していった。これが「外国為替の自由化」として知られている事態である。ここでは、その第一歩として基本的に重要な意味をもつ、外為銀行の外貨保有について一瞥しておこう。

昭和27年6月、外国為替管理方式は個別全面集中制度から、外為銀行に自己勘定による外貨保有を認める持高集中制度に移行した。これによってはじめ、外為銀行は本来の外国為替業務を展開することができるようになった。すなわち、本邦外為銀行は海外外為銀行に外貨当座預金勘定を開設し、買為替はこの預金勘定に受け入れ、また売為替はこの預金勘定から払い出すことができるのである。この場合、買為替は預金残高の増加となり、売為替はその減少となるが、売為替の範囲を拡大するため、本邦外為銀行には海外外為銀行から、この預金勘定に振り込む形式で、外貨を借り入れることが認められた。かくして本邦外為銀行にとっては、外貨当座預金と外貨借入が見合う形となり、そのネット残高を現金持高という。そして買為替>売為替であれば、ネット残高はプラス（預金）となり、これを買持という。また逆に買為替<売為替であれば、ネット残高はマイナス（借入）となり、これを売持という。しかるにある時点においては、まだ預金残高の変化に反映していない買為替・売為替があり、これを考慮に入れた持高を直物持高という。さらにこれに、先物買予約・先物売予約を合計した持高を直先総合持高という。そして持高集中制度とは、外為銀行に対して一定の範囲内において、直先総合持高（買持・売持）を認める制度にはかならない⁽⁹⁾。

これによって外為銀行には、マリー（自行内における買為替・売為替の相殺）およびカバー（外為銀行相互間における持高の調整）が可能となり、ここに外国為替市場（銀行間取引）が開始された。しかしこの時期には、直物相場・先物相場それぞれについて、集中相場（大蔵大臣売買相場）・対顧客相場とも公定されており⁽¹⁰⁾、銀行間相場の変動幅も小さかったので、銀行間取引が

開始されたとはいえ、それはあまり活発ではなかった。銀行間取引（ドル）がようやく活発になるのは、昭和34年9月、先物相場が自由化されるとともに、集中相場が基準相場（1ドル=360円）の上下各0.5パーセントの水準にまで拡大され、さらに対顧客相場もまたこの範囲内で自由化されてからである⁽¹¹⁾。かくして銀行間相場もまた、この範囲内で自由に変動することになったのである。

このほかにも「例外許可」の事項が逐次増加してきたが、ここではとうていその詳細を述べることはできないので、「原則禁止」と「例外許可」を比較する概念図（第1図）を提示しておこう⁽¹²⁾。第1図は対外金融関係の「原則禁

第1図 対外金融関係の概念図

資産 負債 ・資本	居住者		非居住者	
	円貨	外貨	円貨	外貨
国内	○ A	× B	× C	× D
海外	× E	× F	× G	○ H

備考：○は自由，×は禁止を表わす。

止」の立場を表現している。居住者が国内に円貨資産を保有し、非居住者が海外に外貨資産を保有することができるのは当然である。それ以外はすべて禁止されているから、円貨金融システムは外貨金融システムから完全に遮断され、国内に閉じこめられていることになる。そして第1図において禁止されている領域について、特定の条件の下に自由化していこうというのが「例外許可」の方針である。しかるにこの「特定の条件」はきわめて多様であるから、「条件付・例外許可」の範囲もまた多様でありうる。しかし全体の傾向としては、「特定の条件」は次第に緩和され、「例外許可」の範囲が拡大してきたことは間違いのないところである。そして第1図のすべての領域が自由化されたとき、対外金融関係は完全に自由化されたのであって、円貨金融システムは外貨金融シ

システムに有機的に統合されていくであろう。

- (7) ここでいう円貨とは実際には、非居住者が本邦貨幣＝日本円を受け取る権利すなわち円貨表示の外国為替つまり円為替のことである。円為替は昭和35年7月、非居住者自由円勘定の創設と同時に導入された（政令）。
- (8) これは具体的には外国為替予算制度として実施された。外貨を必要とする居住者は予めその予算を提出し、政府の承認を受けなければならなかった。政府の承認がない場合には、輸入代金（外貨）の支払ができず、事実上の輸入制限であった。そこで昭和39年4月わが国がIMF 8条国に移行するのに伴い、この制度は廃止された。これによって輸入に伴う外貨支払制限は徹廃されたが（貿易自由化）、貿易外取引・移転取引（以上経常取引）および資本取引に伴う外貨支払制限は依然として存続した。そして、その規制体系は複雑をきわめていた。
- (9) 直先総合持高規制は当初にはなく（その必要がなかった）、昭和32年9月に導入された。また現金売持を認めると、外為銀行は外貨を借り入れ、これを売却して円貨に転換し、この円貨を貸出に回すかもしれない。これを円転換という。そこでこれを防止するため、当初から現金売持が禁止された。なお、この規制は昭和30年1月、直物売持の禁止に緩和された。
- (10) 昭和25年1月現在、ドル直物相場は次の通りであった〔貿易為替実務研究会編『体系・貿易為替実務事典』新日本法規、昭和55年（六訂版）〕。

（ドル直物相場）	電 信 売	電 信 買
集 中 相 場	360.35円	359.65円
対顧客相場	361.05円	358.95円

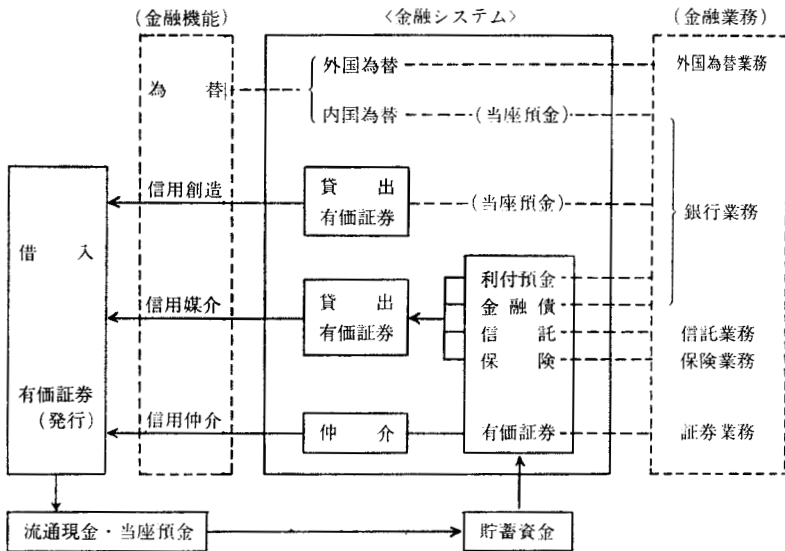
- (11) その後昭和38年4月には集中相場の開きがさらに上下各0.75パーセントに拡大され、同時に対顧客直物相場が自由化された。これに対応して為替平衡操作が導入された。すなわち相場安定のため、政府が日本銀行を代理人として銀行間市場に介入して、市場相場で外貨を売買し始めたのである。ちなみにその後、昭和46年8月28日～12月19日、集中相場が停止され変動相場制が実現したが、同年12月20日、多角的通貨調整の一環として基準相場が1ドル＝308円に改訂されるとともに集中相場の開きがその上下各2.25パーセントに拡大され、固定相場制に復帰した。しかし昭和48年2月14日、集中相場が再び停止され、再び変動相場制が実現し、今日に至っている。
- (12) ここでいう円貨資産・外貨資産にはそれぞれ、現金・当座預金・利付預金・信託・

保険・有価証券などがある。特に金融機関（市中銀行・信託会社・保険会社）の場合には、貸出・有価証券などがある。したがって、対外金融関係を本格的に研究するためには、これらを考慮に入れた詳細な図表を作成しなければならないであろう。ここでは一例だけ挙げておこう。本邦外為銀行が海外外為銀行に外貨当座預金を保有するというは、第1図ではF領域にあたる（ただしそのすべてではない）。また本邦外為銀行が海外外為銀行から外貨を借り入れるということは、海外外為銀行が本邦外為銀行に外貨を貸し出すのであって、第1図ではDの領域にあたる（ただしそのすべてではない）。このようにすべての「例外許可」の措置は、だれが、だれに、どうして、という三次元の要素によって規定されており、これがその統一的把握を困難ならしめているのである。

第2款 業務規制（機能的専門主義）

金融システムとは、種々の金融機能・金融業務が有機的に編成されたひとつの全体である（第2図）⁽¹³⁾。そして戦後わが国の金融システムにおいては、こう

第2図 金融機能と金融業務



した金融機能がそれぞれ金融業務として各種の金融機関に配分され、かつこの区分が厳格に守られるという形で編成された。逆にいうと各種の金融機関は、それぞれに配分された独自の金融業務によって、その特徴を発揮するものと期待された。かくして同種の金融機関は、その業務規定（いわば特権）によって異種の金融機関から守られ、金融業務をめぐる競争は抑制された⁽¹⁴⁾。このような金融機能の編成方式は、機能的専門主義と特徴づけることができるであろう。

こうした機能的専門主義の立場から、まず国営金融機関（郵便貯金・郵便振替、簡易生命保険・郵便年金、政府金融機関）に民間金融機関を補完するものとして、独自の位置が与えられた⁽¹⁵⁾。民間金融機関のなかではまず保険会社（保険業務、生命保険・損害保険）には従来からの位置が保障された。次に銀行・証券の分離により、証券会社（証券業務）が特別に保護育成された⁽¹⁶⁾。また中小企業専門の金融機関として、相互銀行・信用金庫（連合会）・信用協同組合（連合会）・商工組合中央金庫が組織され、労働組合や生活協同組合などを対象に労働金庫（連合会）が設立された。さらに農林漁業専門の金融機関として、農業協同組合（信用事業）・信用農業協同組合連合会・森林組合（貸付事業）・漁業協同組合（信用事業）・信用漁業協同組合連合会・農林中央金庫がつくられた。こうした中小企業専門金融機関（労働金庫を含む）や農林漁業専門金融機関には、その対象こそ限定されるが、銀行業務が認められている。ただし相互掛金業務は相互銀行の固有業務である⁽¹⁷⁾。また農業協同組合は共済（保険）業務も行なっている（共済農業協同組合連合会・全国共済農業協同組合連合会）。ちなみに、商工組合中央金庫・農林中央金庫にはそれぞれ、1年物割引債券・5年物利付債券の発行が認められている。

しかし銀行業務の中核部分を担当するのはあくまで銀行である。だがここでもまず、銀行・信託の分離により、信託銀行（信託業務）がつくられた⁽¹⁸⁾。信託銀行は銀行業務も兼営するが、その主業は信託業務にある。また金融の長短分離により、長期信用銀行が設立された。なお長期信用銀行が受け入れる預金は貸付先などの預金に限定される。そして信託銀行および長期信用銀行は、生

命保険会社と並んで、長期金融機関と位置づけられた。このため信託銀行には2年物・5年物の貸付信託が認められ、また長期信用銀行には1年物割引債券・5年物利付債券の発行が許された。そして短期金融の分野を担当するのが普通銀行（銀行業務）である⁽¹⁹⁾。かくして普通銀行には当初、最長でも期間1年の定期預金しか認められていなかった（昭和46年2月、1年6カ月物定期預金新設）。

普通銀行は「銀行法」（昭和2年、昭和56年改正）による銀行であって、わが国金融システムの中核である。これはさらにその活動範囲によって慣行的に、都市銀行（全国的活動）と地方銀行（地域的活動）に区分される。そしてこの都市銀行こそ、戦後わが国金融システムの核心中の核心であった。なおこのほかに、「外国為替銀行法」（昭和29年4月）による外国為替専門銀行（東京銀行）がある。この銀行には銀行業務が認められるほか、外国為替業務に関する免許が与えられ、さらに1年物割引債券・3年物利付債券の発行が許されている。そしてこの銀行も慣行上都市銀行に含められている。ちなみに外国為替業務について、その免許または認可を受けている金融機関は外国為替公認銀行（外為銀行）といわれる。

ここではその概略を指摘したにすぎないが、実際には各種金融機関の業務はその根拠法・施行令（政令）・施行規則（省令）・局長通達などによって詳細に規定されており、その機能的専門主義は徹底したものであった。それというのも、わが国経済を速やかに復興・成長させるためには、なによりもまず安定した金融システムが必要であり、このため各種金融機関の自主性を後回しにして、異種金融機関の間の業務配分を行政的に調整しなければならなかったからである⁽²⁰⁾。そして、このように専門分化した金融機関が全体として戦後わが国金融システムを形成し、その頂点に日本銀行が君臨していたのである⁽²¹⁾。

(13) 金融機能・金融業務の基本は第2図のように与えられるであろう。もちろん簡単な概念図にすぎないから細かい点は省略されている。しかしそれにもかかわらず、資金の流れの大筋と金融機能・金融業務の係わりが読み取れるはずである。こうした金融機能・金融業務と金融機関が具体的にどう組み合わせられているかという方式が、その

国・その時期の金融システムの性格を決定するのである。

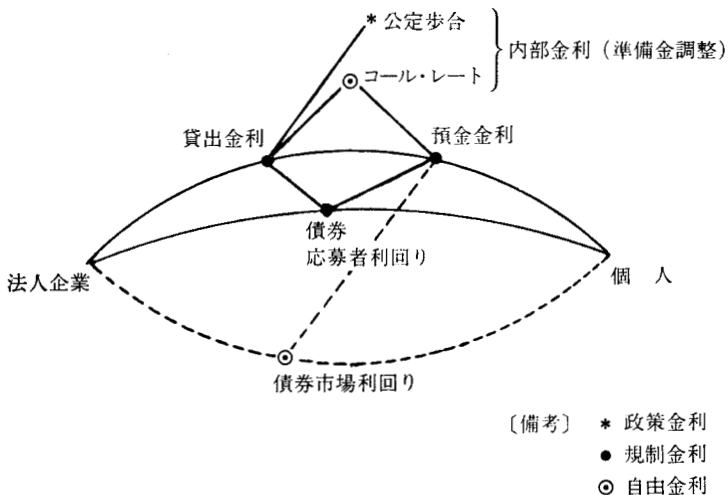
- (14) もちろんこのためには、各種の金融機関にそれぞれの利鞘が適度に保障されていなければならない。しかしこれは金利規制の問題である。
- (15) 政府は郵便貯金、簡易生命保険・郵便年金、厚生年金保険、国民年金保険などによって民間資金を吸収すると同時に、資金運用部資金、簡保資金、産業投資特別会計、政府保証債・政府保証借入金をもって財政投融资を行なっている。財政投融资には民間金融を補完する役割が与えられ、当初には量的補完に重点があったが、次第に質的補完（産業・生活基盤整備）にその重点を移してきた。
- (16) これはアメリカの1933年銀行法（グラス・スティーガル法）を直輸入したもので、アメリカの法制である。しかしヨーロッパにはこの規定がなく、のちにわが国の銀行・証券会社がヨーロッパに進出したとき、その現地支店・現地法人の業務調整が問題となった。
- (17) しかし相互銀行における相互掛金業務の比重は低下し続け、相互銀行は普通銀行化の様相を深めている。
- (18) 信託業務については、「普通銀行等ノ貯蓄銀行業務又ハ信託業務ノ兼営等ニ関スル法律」（兼営法、昭和18年3月）によって銀行業務との兼営が認められたが、戦後再びその分離が図られたわけである。その結果、銀行業務も営むが信託業務を主業とする信託銀行7行および信託業務も営むが銀行業務を主業とする普通銀行1行という形になった。なおこれ以外には信託会社は存在しない。
- (19) 上記兼営法により普通銀行には貯蓄銀行業務が認められた。これには普通貯金（複利預金・小額預金）、据置貯金、定期積金がある。なお昭和24年1月をもって貯蓄銀行は消滅し、昭和56年6月銀行法の改正とともに貯蓄銀行法は廃止された。しかし貯蓄銀行業務は普通銀行などに引き継がれ、銀行業務と一体化している。ただし、普通貯金は普通預金として一般的に行なわれているが、据置貯金は定期預金と融合し、定期積金は一部で行なわれているにすぎない。
- (20) ここでは行政的調整の各種金融機関の自主性に対する比重が問題である。そして業務規制の強さは行政的調整の比重に比例する。
- (21) このほかさらに、短期金融市場において短期資金の取引・仲介を営む短資会社（貸金業者）、証券市場において貸付業務を営む証券金融会社（証取法上の免許・承認）、不動産担保の長期住宅ローンを取り扱う住宅金融会社（貸金業者）などがある。また、預金者の保護と信用秩序の維持を目的とする預金保険機構などの存在も忘れてはならない。

第3款 金利規制（低金利政策）

わが国経済を速やかに復興・成長させるためには、金融システムが安定しているだけでは十分ではない。それに加えて、産業界に低利資金が供給されなければならない。かくして戦後わが国金融システムにおいては、業務規制と並んで、金利規制の体制がとられたのである。

戦後わが国の金利体系は、金融システムから法人企業への貸出金利、個人からの預金金利、金融システムの内部金利（公定歩合、コール・レート）を基本として、これに債券応募者利回り、債券市場利回りが展開するという形で形成された（第3図）。しかるに、産業界に低利資金を供給するということは、すなわち法人企業への貸出金利を人為的に引き下げることにほかならず、このためにはまた、個人からの預金金利を抑制しなければならない。そして同時に、債券応募者利回りもまたそれとバランスをとる形に規制されざるをえない。かくして戦後わが国金融システムにおいては、産業界に低利資金を供給するため、貸出金利・預金金利・債券応募者利回りが全面的に規制されたのである⁽²²⁾。

第3図 金利体系の模型



金利規制の根本には「臨時金利調整法」(昭和22年12月)がある。この法律に基づく大蔵大臣告示(日本銀行政策委員会決定)によって、預金金利(据置貯金金利・定期積金利回りを含む)および短期貸出金利(期間1年未満かつ1件100万円超)の最高限度が規制された。このうち預金金利はつねに最高限度に張り付いて決定された⁽²³⁾。しかるに相互掛金利回り(通達), 信託配当率(行政指導)⁽²⁴⁾, 郵便貯金(政令), 生命保険予定利率(行政指導)⁽²⁵⁾などについてはこの告示に規定がなく, それぞれ預金金利とバランスをとりながら別個に決定された。

また実際の短期貸出金利(短期プライム・レート)は, 告示の範囲内において, 公定歩合に連動する自主規制金利として決定された(昭和33年6月以降)⁽²⁶⁾。長期貸出金利(期間1年以上)は告示の範囲外にあるが, これについても実際には行政指導によって, 債券応募者利回りと関連して最優遇貸出金利(長期プライム・レート)が決定された⁽²⁷⁾。なお相互銀行・信用金庫・信用協同組合などの貸出金利は, それぞれ根拠法(業務方法書)によって規制されている。また, 政府金融機関の貸出金利が政府によって決定されることはいうまでもない(政策金融)。

こうした貸出金利・預金金利の規制に実効あらしめるためには, もうひとつ債券応募者利回りにも規制が加えられなければならない。前者は間接金融金利の規制であり, 後者は直接金融金利の規制である。法人企業にとって債券発行は借入と競合し, 個人にとって債券応募は預金と競合する。そして金融機関にとっては, 債券応募は貸出と競合する。さらに金融債を発行する金融機関にとっては, 債券発行は預金と競合する。かくして債券応募者利回りは, 貸出金利と預金金利の中間に規制されなければならないが, 実際にはそれは債券としての共通性と発行主体の格付を考慮して, 管理価格方式によって⁽²⁸⁾, 狭い範囲内に微妙な差をもって決定されたのである(四畳半金利)⁽²⁹⁾。

このように, 戦後わが国の金融システムにおいては, 貸出金利・預金金利・債券応募者利回りが規制されるとともに, これに各種の金融機関に金融業務を行政的に配分する業務規制が加わり, 各種の金融機関にはそれぞれの利鞘が保

障された。この結果、同種の金融機関の内部においても、金利をめぐる競争は抑制され、競争は専らそれぞれの分野における取り扱いの規模（資金量）をめぐる序列競争として展開されることになった。こうした金融行政のあり方は護送船団方式といわれる。

内部金利のうち公定歩合はいうまでもなく、日本銀行政策委員会専決の政策金利である。戦後わが国の金融システムにおいては、公定歩合は、低金利政策の重心として、低位に決定された。このため容易に市中銀行の日本銀行への過度の依存が生じた。そこで日本銀行はこれを防止するため、高率適用制度を採用した。これは市中銀行ごとに貸出限度額を設定し、貸出がその限度額に達するまでは低位の公定歩合を適用するが、その限度額をこえる貸出についてはより高位の公定歩合を適用するという制度であった。昭和37年11月、これまでの高率適用制度にかえて、貸出限度額適用制度が採用された(新金融調節方式)⁽³⁰⁾。これは従来と同じように市中銀行ごとに貸出限度額を設定するが、高位の公定歩合を廃止して、限度額をこえる貸出は原則として行なわず、やむをえずこれを行なう場合には公定歩合の4パーセント高の罰則金利を取るという制度である。しかしこれもまたひとつの高率適用制度であるといえるかもしれない。

公定歩合の決定・変更は、市中銀行にコスト効果を及ぼすばかりではなく、経済界全般に日本銀行の政策態度を表明するものでもあった(アナウンスメント効果)。

短期金融市場金利とりわけコール・レートについては、戦後「臨時金利調整法」に基づく大蔵大臣告示によって、「翌日物」のみについてその最高限度が規制されていたが、これも昭和32年5月に廃止された。その後も自主規制(申し合せ)・日本銀行指導下の短資会社間協定(建値方式)が行なわれてきたが、その指導水準そのものは、比較的といえば、市場実勢を反映して変更されたのであって、この時期にコール・レートは半ば自由化されたといつてよいであろう。

コール・レートは本来、金融システム内部の金利として、完全に自由化されてもよいのであるが、これがなされなかったのは、この時期資金偏在のため、

コール市場が準備金調整市場として十分には純化されず、貸出・借入市場のような様相を呈していたからである。

短期金融市場の多様化が図られ、手形売買市場が導入されたのは、昭和46年5月になってからであった。そしてここでもまた、手形売買レートについて建値方式が採用された。しかしこれによって不十分ながら、コール・レートと手形売買レートの間金利裁定関係が働くようになった。

しかるに戦後わが国の金融システムにおいて、債券の市場利回りのみが真に自由金利であった。換言すれば、これには規制を加える必要がなかったのである。というのは、債券の市場利回りは既発債券の売買において成立する金利であるが、既発債券の売買とはすなわちその所有変更であって、これはその発行主体にとって元利金の支払先の変更以外どうでもよいことだからである。つまり債券応募者利回りが低位に規制されているかぎり、たとえ債券市場利回りが自由であっても、その発行主体に低利資金を供給するという低金利政策の目的は十分に実現されたのである。しかし他方では、債券の応募者は売却損なしにその債券を売却することができないのであって、戦後わが国の金融システムにおいては、債券市場利回りが自由であっても、債券売買市場はほとんど発達せず、ただ何らかの理由で売却損を負担して売却された債券が売買されるのみであった⁽³¹⁾。

㉒ 貸出金利を実勢水準より低位に規制すれば、そこに借入に対する超過需要が生ずる。同様に、債券応募者利回りを実勢水準より低位に規制すれば、そこに債券発行に対する超過需要が生ずる。そこでこうした超過需要に対して、一方では日本銀行信用の操作によって貸出・債券応募を管理的に増加させながら、他方では選別によってこの超過需要を削減するという手法がとられた。また預金金利が規制されたのは、市中銀行に一律に利鞘を保障するためである。

㉓ 預金金利の最高限度は当初告示によって預金種類ごとに細かく決定されていたが、昭和45年4月以降、告示による規制を簡素化してその範囲内で、日本銀行がガイドラインとして預金細目金利を決定・公表し、市中銀行にこれを遵守することを要請するという方式に改正された。なお信用金庫、農業協同組合などに対しては、定期預金などについて0.1パーセント高、普通預金などについては0.25パーセント高の特例が認められている。

- ㉔ 信託配当率（金銭信託予定配当率・貸付信託予想配当率）は当初告示の範囲内であったが、昭和36年4月以降その適用から除外された。
- ㉕ 平準保険料と自然保険料の関係から、生命保険会社には必然的に責任準備金が生ずる。生命保険会社はこの責任準備金を運用するわけであるが、これには予定利率が想定されており、責任準備金に予定利率を乗じた部分は保険金の支払に当てられる（逆にいうと、予定利率によって平準保険料が割り引かれる）。そして運用利率が予定利率をこえるとき、生命保険会社には利益が生ずるが、これを利差益という。
- ㉖ 短期貸出金利は当初公定歩合と関連をもたなかったが、昭和33年6月以降公定歩合と連動（同幅変更）するようになった。そして昭和34年3月、アメリカのプライム・レート制にならって、標準金利制（貸出金利の下限決定）が導入された。さらに昭和45年10月以降、公定歩合の一本化に伴い、標準金利は公定歩合の0.25パーセント高と決定された。
- ㉗ 具体的には、最優遇貸出金利（貸出金利の下限）は5年物利付金融債応募者利回りの0.9パーセント高に決定された。
- ㉘ これはある大手証券会社（事業債の場合）あるいはそれぞれの発行主体（その他の債券の場合）が、諸般の事情を考慮したうえ発行条件（債券応募者利回り）を決定し、これが市場に受け入れられる方式である。
- ㉙ 同時に、債券の発行・売買に関連する諸手数料、すなわち募集取扱手数料・売買取扱手数料・引受手数料・売出手数料・委託売買手数料（以上証券会社）および募集受託手数料・担保付社債信託報酬（以上受託銀行）なども規制された。
- ㉚ これと債券売買オペレーションの重視が新金融調節方式の二本柱であった。その目的は日本銀行の市中銀行に対する貸出を抑制し、今後債券買いオペレーションによって成長通貨を供給しようとするところにあった。
- ㉛ この時期債券流通市場で売買されたほとんど唯一の債券は、加入者引受電信電話債券（昭和28年1月～58年2月）であった。これは電話を設置する者が必ず引き受けなければならない債券であったが、引受と同時にこれを売却する者が多かった。というのは、その売却損は電話設置コストの一部と観念されたからである。

第2項 高度経済成長下の信用創造メカニズム

前項でみたように、戦後わが国の金融システムは、対外金融規制の下、厳格な業務規制と金利規制をもって形成された。それではわが国高度経済成長期において、この金融システムはどのように機能したのであろうか。本項ではそのうち信用創造メカニズムについて考察してみよう。

わが国高度経済成長の基軸条件は、法人企業による高水準の投資であった。もちろん法人企業には減価償却資金・蓄積資金など貯蓄資金が存在したが、それだけではとうてい旺盛な投資を賄うことができず、法人企業部門はつねに大幅な資金不足の状態にあった。これに対して金融システムの側からは、主として市中銀行が貸出＝当座預金設定すなわち信用創造によって、低利安定資金を供給していった⁽³²⁾。ここにまず、戦後わが国金融メカニズムの根本的特質があった。

市中銀行の貸出金利はその実勢水準より低位に規制されたから、そこにはつねに超過需要が存在し、市中銀行の側からたえず貸出の選別が行なわれた。しかし優良な貸出先企業を確保しておくことは市中銀行にとって死活的な重要性をもっているから、市中銀行の間には優良な貸出先企業の確保をめぐる激しい競争が展開された。そして市中銀行は、確保した優良な貸出先企業との間に安定した取引関係を築こうとした。他方企業側でもこれに応じたので、ここにわが国独特のメイン・バンク制度が成立した。同時に預金歩留率を高めて準備金を節約するため、市中銀行には貸出先企業の範囲を拡大するばかりではなく、これを組織化する必要があった⁽³³⁾。かくして、有力なメイン・バンクを中核とする企業グループが形成され、発展したのである。

しかし同時に他方では、貸出に伴う拘束預金（歩積み預金・両建預金など）の設定による貸出実効金利の引き上げが常用された⁽³⁴⁾。当局は市中銀行に対してしばしば拘束預金の自粛を要望したが、これを根絶することはできなかった。思うに、こうした貸出実効金利は貸出金利規制に対する市場メカニズムの側からの反逆であり、その必然的随伴物である。

貸出金利の低位規制によって、法人企業の側にオーバー・ボロウイングが生じたのに対応して、市中銀行の側にはオーバー・ローンが生じた。ただしここで市中銀行のオーバー・ローンというとき、その二つのレベルを区別しておく必要がある。すなわちそのひとつは個別市中銀行（マイクロ）レベルのオーバー・ローンであり、もうひとつは市中銀行全体（マクロ）レベルのオーバー・ローンである。

マイクロ・レベルのオーバー・ローンとは、ある個別市中銀行における貸出（派生的預金）と準備金（本源的預金）のアンバランス（準備金不足）と規定される。ここで派生的預金というのは貸出の増加によって形成される預金であり、本源的預金というのは準備金の増加をもたらす預金である。したがってまた、貸出の回収は派生的預金の減少となり、準備金の減少は本源的預金の引き出しとなる⁽³⁵⁾。そしてここで準備金不足というのは、預金の全体（本源的預金＋派生的預金）に対する準備金の比率（預金準備率）が必要な水準に達していないことをいう。この必要預金準備率は、理論的には決定されず、経験的にのみ決定されるが、通常それをこえる水準に法定されている（「準備預金制度に関する法律」昭和32年5月、昭和34年9月発動）。しかしてマイクロ・レベルのオーバー・ローンは、主として個別市中銀行の貸出超過から発生したのである。

しかるにマクロ・レベルにおいてみれば、ある個別市中銀行が準備金不足の状態に陥ったとしても、他の個別市中銀行が準備金過剰の状態にあるかもしれない。そうだとすると金融システムの内部において、この準備金の過不足を調整するメカニズムが必要となる。そしてこれこそ本来の短期金融市場（コール市場）にほかならない。

しかし戦後わが国の金融システムにおいては恒常的に、都市銀行の準備金不足・その他の市中銀行の準備金過剰という資金偏在がみられた。これは貸出金利規制下で主要大企業のメイン・バンクとして都市銀行の貸出が大幅に拡大されたことと、預金金利規制下でその他の市中銀行にも貯蓄資金を吸収する機会が保障されたことの結果であった。しかしそうであれば、コール市場はもはや単純な準備金調整市場であるとはいえず、貸出・借入市場たる様相を呈することになった。そこでコール・レートも完全に自由化されるというわけにはいかず、日本銀行の指導下に置かれたのである。

しかしコール市場におけるこうした準備金調整も、結局は部分的なものに止まらざるをえない。というのは、個別市中銀行の準備金過不足のほかに、市中銀行全体の準備金不足が存在するからである。これがすなわち、マクロ・レベ

ルのオーバー・ローンである。ここでもミクロの場合と同様に、マクロ・レベルのオーバー・ローンとは、市中銀行全体における貸出（派生的預金）と準備金（本源的預金）のアンバランス（準備金不足）と規定されるであろう。このうち市中銀行全体の貸出（派生的預金）は個別市中銀行の貸出（派生的預金）をすべて合計して計算されるとしても、市中銀行全体の準備金（本源的預金）とは何であろうか。市中銀行全体の準備金の増加をもたらす本源的預金とはいかなる預金であろうか。これが準備金の市中銀行間移転によるものでないことだけは確かである⁽³⁶⁾。

これには基本的には三つのルートしかありえない。すなわち、①流通現金の収縮、②財政収支の払超、③国際収支の黒字、である。これらの要因によって形成される預金はいずれも、市中銀行全体に準備金の増加をもたらすマクロの意味における本源的預金にほかならない。しかし反対に、①流通現金の膨張、②財政収支の受超、③国際収支の赤字、などはそれぞれ準備金（本源的預金）の減少要因となる⁽³⁷⁾。かくしてかりに、①流通現金一定、②財政収支均衡、国際収支均衡、の状態にあれば、マクロの意味における本源的預金はどこからも生じてこないのである。これではむしろ、マクロ・レベルのオーバー・ローンは必然的であるといわなければならない。

それでは、市中銀行全体の準備金不足はどうなるのであろうか。ここで真に刮目すべきは、市中銀行全体の準備金不足は日本銀行信用によって補填されるほかはないという一点である⁽³⁸⁾。そしてここに日本銀行の中央銀行たる意義があり、日本銀行が実施する金融政策の根拠もまたここに存在する。かくして、市中銀行全体の準備金不足は金融政策を媒介として日本銀行信用によって補填され、このメカニズムが市中銀行全体の貸出を支えていたのである。

そうだとするとここに、コール市場における準備金調整と日本銀行貸出の関連をめぐる問題が生ずる。金融理論からいえば、まずコール市場において市中銀行間の準備金が調整されたのち、なお不足する部分が中央銀行貸出に求められるわけであるから、公定歩合はコール・レートの上限でなければならない。しかしこれでは低金利政策と矛盾してしまうので、このメカニズムを採用する

ことはできなかった。かくして低金利政策の要請から公定歩合は低位に決定されたのであるが、これは逆に準備金不足の状態にある市中銀行の日本銀行貸出への全面的依存を招来した。そこで日本銀行はこれを防止するため、こうした市中銀行に対して、一方ではしばしばその貸出の抑制を指導する（貸出増加額規制）とともに、他方では日本銀行の貸出を制限した（高率適用制度・貸出限度額適用制度）。この結果そうした市中銀行は、その限度額まで日本銀行借入を利用したうえ、なお不足する部分をコール市場に求めたので、公定歩合（低位）はコール・レートの下限となった。

かくしてコール・レートは公定歩合を下限として変動したが、その上限は貸出金利と競合関係にあった。というのは、コール・レートが上昇して貸出金利をこえれば、次のようなメカニズムが作動したからである。すなわち、まず取手・市中銀行にとっては、コール・マネーの部分について逆鞘となってコスト圧力が加わり、このため貸出の抑制、コール・マネーの抑制が図られる。また出先・市中銀行にとっては、貸出よりもコール・ローンの方が有利となるのであって、貸出の抑制、コール・ローンの積増が促進される。かくしてその結果は、貸出の抑制およびコール・レートの低下である。こうしてコール・レートは、長期的には、貸出金利をこえることができなかったのである。また同時にこのメカニズムは、市中銀行の貸出超過を抑制するための自動装置でもあったといわなければならない⁽³⁹⁾。

このように、わが国高度経済成長下の金融メカニズムは、基本的には、市中銀行の貸出（信用創造）を基軸として、その準備金不足を日本銀行信用によって補填しつつ、またコール・レートの変動を活用しながら作動したといつてよい。

しかるにここでひとつ補足しておきたいが、それは市中銀行の債券応募・保有についてである⁽⁴⁰⁾。市中銀行は貸出と並んで債券を保有しており、この両者が市中銀行信用を構成する。しかしすでに指摘したように、債券応募者利回りと債券市場利回りの関係から、応募債券の市場売却には売却損が発生した。それゆえ市中銀行が債券に応募しても、その応募債券の市場売却を期待でき

ず、それを期限到来まで保有し続ける必要があった。かくして市中銀行にとっては、債券応募・保有はその期間対応の貸出と同じことであった。ただし、日本銀行が債券買いオペレーションの対象に指定した債券（利付金融債・政府保証債）は格別であった。この対象債券は、債券売買オペレーションに際して、それぞれの市中銀行と相対取引で売買された⁽⁴¹⁾。

利付金融債の応募者利回りは長期貸出金利と預金金利の中間に決定されたから、利付金融債を発行しない市中銀行がこれに応募することが可能であった。これによって、応募・市中銀行も発行・市中銀行もともにそれぞれの利鞘を確保することができた。これは金融システムの内部において短期預金を長期貸出に転換するメカニズムであった。

昭和40年度に戦後はじめて、長期利付国債（赤字国債）が引受シンジケート団方式によって発行された。その後昭和41～49年度には毎年度、長期利付国債（建設国債）が同じ方式で発行されてきたが、当初から市中銀行その他の金融機関には保有国債の市場売却禁止の措置がとられた。しかし発行後1年経過の国債は日本銀行債券売買オペレーションの対象債券に指定され、発行規模も小さかったので、発行された国債はほとんど1年経過後日本銀行に売却された⁽⁴²⁾。

③ ここで市中銀行というのは、ただ単に普通銀行に限らず、およそ銀行業務を営むすべての金融機関をさす。銀行業務の核心は信用創造にある。

④ 一定時点における当座預金(A)は、一定期間経過後には、自行内滞留部分(B)と準備金流出部分(C)に分解する。当然に $A = B + C$ である。そして、このAに対するBの比率を預金歩留率という。預金歩留率が高まるということは、準備金が節約されるということである。たとえば、Xに対して当座預金を設定して貸し出したとしよう。そしてXはこの当座預金を引き当てに小切手を振り出してYに支払うとしよう。ここでYが自行に当座預金の口座をもっていれば、この小切手の授受は自行内の口座間の振替で決済されるのであって、当座預金は自行内に滞留する(B)。そうでなければ準備金の流出となる(C)。

⑤ 市中銀行の側からみて、拘束預金（定期預金）の部分は実質的に貸出金額から控除されるが、それには預金金利を支払わなければならない。ちなみに、歩積み預金とは手形割引に伴う拘束預金、両建預金とは貸付に伴う拘束預金のことである。また明示されない拘束預金（にらみ預金・当座預金）も行なわれたといわれる。貸出実効金利

は次の算式によって計算される。

$$\text{貸出実効金利} = \frac{\text{貸出金額} \times \text{貸出金利} - \text{拘束預金} \times \text{預金金利}}{\text{貸出金額} - \text{拘束預金}} > \text{貸出金利}$$

- (35) ここで派生的預金・本源的預金というのはそれぞれ貸出・準備金を表わす機能概念であって、実体的にはかかる区別は存在しない。それゆえ、貸出によって設定された当座預金が現金で引き出されても、それは本源的預金の減少と考えるのである。派生的預金が減少するのは、貸出の回収（返済）の場合だけである。
- (36) ミクロ・レベルではとにかく自行の準備金の増加となる預金はすべて本源的預金であるが、マクロ・レベルではそれが他行の準備金（本源的預金）の減少に起因する場合にはそれは本源的預金とはならない。というのは、それは準備金の配置変更にすぎず、これによっては市中銀行全体の準備金は少しも増加しないからである。
- (37) この三つの要因は実際にはそれぞれ相異なる組合せをもって一体化して作用している。
- (38) 市中銀行の信用創造（当座預金設定）および日本銀行の信用創造（準備預金設定）という信用創造の二重構造こそ金融メカニズムの核心である。なお市中銀行・日本銀行の貸出および債券保有を合わせてそれぞれ市中銀行信用・日本銀行信用という。
- (39) 日本銀行にはコール・レートの高位誘導によってこのメカニズムを利用することができた。
- (40) わが国高度経済成長期全般を通して、債券市場とりわけその流通市場は低調であった。債券を貸出から区別する特徴は何よりもその自由売却可能性（同時に価格変動リスク）にあるが、肝心の流通市場が低調ではどうしようもなかった。昭和31年4月に債券の取引所取引が開始されたがあまり安定せず、昭和37年3月一部中断された。その後、昭和41年2月に債券の取引所取引が再開されたが、さしたる展開をみせなかった。
- (41) 昭和37年11月、新金融調節方式の一環として債券売買オペレーションの重視が打ち出されたが、当時債券市場は大半が閉鎖されていたので、それは理論価格かつ（売戻し・買戻し）条件付で行なわれていたにすぎない。しかし昭和41年2月以降、それは政府保証債に対して市場価格かつ無条件で行なわれるようになった（ちなみに利付金融債は対象債券から除外された）。
- (42) 昭和42年1月、長期利付国債が債券オペ対象債券に指定され、以後その主流となった。しかしそのほとんどは市場売却が禁止されていたから、その市場価格は形式的なものにすぎなかった（国債隔離政策）。

第3項 高度経済成長による金融資産の蓄積

わが国高度経済成長下の金融メカニズムの核心は、市中銀行と日本銀行の二

段階にわたる信用創造であった。しかるにこうした信用創造はまた、他方ではさまざまな国民貯蓄すなわち金融資産を生み出した。本項ではこうした金融資産が蓄積されていくメカニズムを考察してみよう。これは信用創造メカニズムの裏面をなすものである⁽⁴³⁾。

法人企業からの旺盛な資金需要に対して、市中銀行が貸出＝当座預金設定すなわち信用創造をもって答えたことは、すでに何回も指摘したところである。それでは、こうして設定された当座預金はその後どうなるのであろうか。ここでは大きく分けて二つの場合が考えられる。すなわちそのひとつは、この当座預金が当座預金として同一市中銀行の内部であるいは相異なる市中銀行の間に転々と流通していく場合である。ここでは当座預金は、手形・小切手を手段として流通していくのであって、この当座預金は購買手段・支払手段すなわち広義の流通手段と規定される。しかし問題は、この当座預金がすべて流通手段である必要はないというところにある。すなわち、当座預金にも流通に必要な分量という基準があって、これをこえる当座預金は流通手段という規定を脱出して蓄蔵貨幣の形態をとるのである⁽⁴⁴⁾。そして金融理論が教えているように、蓄蔵貨幣は利子生み資本に転化するものであって⁽⁴⁵⁾、その最も典型的なものが利付預金であるとすれば⁽⁴⁶⁾、さきの蓄蔵貨幣の形態にある当座預金は利付預金に転化するといわなければならない。つまりここでは、貸出によって形成された派生的預金は当座預金と利付預金に二分される、という規定を確認しておきたいわけである。

もうひとつは、この当座預金が現金で引き出される場合である。この当座預金の一部が現金で引き出されたとき、かりに流通に必要な現金の分量に変化がなければ⁽⁴⁷⁾、その引き出された部分に対応する現金が当座預金あるいは利付預金として市中銀行に還流してくるであろう。かくして引出＝新規預金の場合には、派生的預金＝当座預金＋利付預金、という規定が成立することがわかる。しかし引出≠新規預金の場合にはどうなるのであろうか。この場合には、引出と新規預金の相違する部分について本源的預金（マクロ準備金）の増減と規定されるべきである。たとえば、引出＞新規預金であれば、その引出の超過

分について、本源的預金（マクロ準備金）の減少＝流通現金の増加となる。また逆の場合は逆である。かくして、本源的預金を考慮に入れることによって、派生的預金＝当座預金＋利付預金、という規定が維持されることになる。

派生的預金＝当座預金＋利付預金、この定式を考察してみると、ここでは貸出によって設定された当座預金の一部が利付預金に転化しているわけだから、信用創造はその部分だけ削減されていることがわかる。そして市中銀行にとっては、この部分について、貸出と利付預金が両立していることになる。このことはすなわち、市中銀行がこの部分について信用媒介機能を果たしていることにほかならない。要するに、市中銀行が利付預金を受け入れるということは、その部分について、信用創造を削減し、それを信用媒介に切り替えるということなのである。したがって市中銀行が実際になした信用創造は、派生的預金と利付預金の差額部分すなわち当座預金の部分に限定されるわけである⁽⁴⁸⁾。

貸出によって形成される派生的預金は、ただ回収（返済）によってのみ消滅する。しかし実際には、一方ではたえず貸出が行なわれ、同時に他方ではたえず回収が行なわれているから、派生的預金の残高は貸出と回収の差額に依存することになる。しかるに成長しつつある経済においては、貸出が回収を大きく上回るのが通例であり、派生的預金の残高は着実に増加する。しかし流通に必要な当座預金の分量は同じテンポでは増加しないから、結局利付預金が増加することになる。これが経済成長下において、市中銀行に利付預金が蓄積されていく金融メカニズムである。わが国高度経済成長期においても、このメカニズムが働いたことはいままでもない。

しかしここで注意しておくべきことは、蓄蔵貨幣（貯蓄資金）が転化していくべき利子生み資本すなわち金融資産はなにも利付預金に限定されているわけではないということである。厳密にいうと、利付預金はその一部にすぎない。このほかにも、いくつかの金融資産が存在する。いまこれを大きく分類すれば、①利付預金、②信託、③保険、④債券、⑤株式、ということになるであろう。もちろんこうした大項目はそれぞれの内部に多くの中項目・小項目を含んでおり、その最末端に金融商品といわれる項目が位置している。そしてこの金

融商品が現実には、独自に設計された魅力をもって、互いに競合し合いながら、貯蓄資金を誘惑しようとしているのである。わが国 高度経済成長下においても、それなりに多彩な金融商品の体系が存在したが、しかしやはり業務規制・金利規制による固定性を免れることはできなかった⁽⁴⁹⁾。

市中銀行の取り扱う利付預金が信用創造を削減する形で信用媒介資金となることはすでに指摘した。これに対して信託銀行（信託勘定）が取り扱う信託資金は、典型的な信用媒介資金である⁽⁵⁰⁾。すなわち信託銀行は種々の信託商品を通して集積した貯蓄資金をもって信託資金を形成し、これを貸出・債券保有に運用していくのである。この場合貯蓄資金は信託資金を経由して運用資産に転化していくだけであるから、信託資金の形成・運用は信用創造の削減とはならず、信託資金は典型的な信用媒介資金であるといわなければならない。要するに、利付預金は信用創造の削減となるが、信託資金はその削減とはならないわけである。かくして貯蓄資金が利付預金と信託資金に分化したとき、信託資金の部分について、利付預金による当座預金の減少が減少するのであって、相対的にはそれが増加するのである。同時にこの媒介によって、当座預金の活性が高められるであろう。これが信用媒介の効果である。

保険会社は種々の保険商品の保険料によって貯蓄資金を集積し、保険資金を形成する。そして保険会社は、この保険資金をもって保険金の支払いにあてる。これが本来の保険業務である。しかるにその保険資金に残余部分が生ずる。これは将来の保険金支払に備えるためのものであって、責任準備金といわれる。そして保険会社は、この責任準備金を貸出・債券保有に運用するのである。この場合には、貯蓄資金が責任準備金を経由して運用資産に転化していくのであって、保険会社はこの部分について信用媒介機能を果たしていることになる⁽⁵¹⁾。この機能については、さきの信託の場合と同じ議論が当てはまる。

債券保有には三段階の区別がある。すなわちその第1は市中銀行による債券保有であって、これはその貸出と同じく信用創造である。その第2は信託銀行（信託勘定）・保険会社による債券保有であって、これはその貸出と同じく信用媒介である。そしてその第3は個人・法人企業による債券保有である。この

場合には貯蓄資金が直接的に運用資産に転化するのであるが、この転化においても信用創造は削減されず、媒介効果が存在する。これがすなわち直接金融といわれる金融方式であって、この過程が証券会社に仲介されることはいうまでもない。そして、貯蓄資金の転化形態として問題になるのは、この第3の場合だけである⁽⁵²⁾。

株式は金融資産としてはかなり異質な存在である。というのは、株式は単純な利子生み資本とはいえず、その本質は擬制資本化された利潤生み資本にほかならないからである。それはいわば利潤生み資本と利子生み資本の統一体なのである。したがって株式保有がある場合、その規定された部分について利潤生み資本の増加が生じており、ここには償還という概念が存在しないのみならず、むしろ経営参加の問題が生じてくる。しかしあえてそれを無視して、株式・配当関係だけに注目するところに、金融資産としての株式という観念が成立するのである。しかるに株式価格は理論的には配当を市場金利で除して決定されるが、実際には配当・市場金利などについての予想が混入してくるため、それは激しく変動する。かくして株式は、売却益を期待できる妙味があるがその反面売却損を蒙るかもしれないという、きわめて危険な金融資産であるといわなければならない⁽⁵³⁾。

このほか債券保有・株式保有については、受益証券を発行して個人の小口資金から大口の信託資金〔信託銀行（信託勘定）〕を形成し、専門委託会社がこれを債券保有・株式保有に運用していくという証券投資信託がある。これは貯蓄資金のニーズに応じて設定されうるといふ利便性をもっており、多様な展開を見せているが、ここでは指摘するだけに止めておく。なおこれも基本的には直接金融であるが、しかしそこには間接金融の性格が加味されているとみることができであろう⁽⁵⁴⁾。

これまでの議論は大体次のように整理されるであろう（第4図）。

第4図 派生的預金の展開

$$\begin{array}{l}
 \text{(信用創造)} \quad \text{(信用媒介)} \\
 \text{派生的預金} + \text{媒介効果} \\
 \\
 \begin{array}{cccc}
 \text{市中銀行} & \text{信託銀行} & \text{保険会社} & \text{(証券会社)} \\
 \hline
 = \text{当座預金} + \text{利付預金} + \text{信託資金} + \text{責任準備金} + \text{債券保有} + \text{株式保有} \\
 \hline
 \text{流通手段} & \text{蓄蔵貨幣} & = & \text{金融資産}
 \end{array}
 \end{array}$$

しかるにこの定式は派生的預金に関するものであるが、これを補足するものとして、本源的預金（マクロ準備金）に関する次の定式が存在していることに注意しておくべきである。

$$\text{本源的預金} = \text{流通現金減少分} + \text{財政収支払超残高} + \text{国際収支黒字残高}$$

本源的預金は本来、市中銀行が成立したときに、流通現金の一部を預金として受け入れて形成されたものである。それ以降本源的預金と流通現金は、一方の増加は他方の減少という形で結びついている。この意味では、本源的預金は現金流通のプール機能を果たしているといつてよい。しかるに財政収支払超残高（日本銀行対政府信用）は政府が民間流通に現金を散布している残高であるが、流通現金の分量に変化がなければ、これも本源的預金に帰着するほかはない。そしてその残高の増減は対応する本源的預金の増減によって調整されるであろう。最後に国際収支黒字残高とは、国内流通に流入してきた外貨の残高である。しかし外貨は国内では流通しないから、この外貨は円貨に転換されて円貨預金となるが、この預金は本源的預金である。というのは、市中銀行には外貨準備金が形成されているからである⁽⁵⁵⁾。そしてその残高の増減はやはり、本源的預金（外貨準備金）の増減によって調整されるであろう。

しかしこうした本源的預金についても、本源的預金＝当座預金とすれば、派生的預金＝当座預金と全く同じ論理に従う。そして実際には、本源的預金と派生的預金は区別されず、一体となって機能しているのである。しかしてさきの定式の左辺に本源的預金、右辺にその存在形態（流通手段・蓄蔵貨幣＝金融資産）を加えてもよいのである。ただし本源的預金の規定要因をみてもわかると

おり、本源的預金は経済成長につれてどんどん増加するというものではない。高度経済成長を支えた金融面の支柱はやはり派生的預金にちがいないのである。

しかるに、本源的預金の規定によって、民間の対政府信用を考察することが可能になった。というのは、財政収支はすべて現金で決済され、したがってまたその金融収支も現金で行なわれるからである。すなわちここでは、もはや派生的預金は通用せず、本源的預金をもって対処するほかないわけである。

政府は「歳入＋借入」で規定される民間からの財政収入を「歳出＋貸付」として民間に支出する。そしてこの対民間収支の受払超は日本銀行対政府信用の減増で調整される。しかしそれでも、民間の対政府信用が残る。

民間の対政府信用は三つの段階に分けて考察されるべきである。すなわちその第1は、市中銀行の対政府信用であって、市中銀行は本源的預金として受け入れた準備金を政府に貸し付ける。これはすなわち市中銀行による信用の媒介にはかならない。その第2は、信託銀行（信託勘定）・保険会社がそれぞれ信託資金・責任準備金の一部を政府に貸し付ける場合であって、これもまた信用媒介にはかならないが、この部分について当座預金に関する媒介効果は消滅する。同時に本源的預金は払い出されて、市中銀行の準備金は政府に移転する。そしてその第3は、個人・法人企業の対政府信用である。これは個人・法人企業が市中銀行から本源的預金を現金で引き出して、これを政府に対する信用にあてるのであって、実はこれのみが真に貯蓄資金の転化形態すなわち金融資産（郵便貯金など）となるのである⁽⁵⁶⁾。

わが国の高度経済成長は、金融面では、市中銀行の貸出＝当座預金設定すなわち派生的預金の形成（信用創造）を基軸として展開してきた。しかるにこのたえず増大する派生的預金は、これまでみてきたようなメカニズムを通して、たえず流通手段と蓄蔵貨幣（貯蓄資金）に分化したが、その増加テンポが必要流通手段の増加テンポをこえていたので、そこにたえず増大する貯蓄資金を生み出した。この貯蓄資金はつねに利子生み資本に転化することを求めていたが、そこには同時にこれを可能ならしめるさまざまな金融商品が金融機関ごと

に用意されていた。しかしこれらの金融商品は厳格な業務規制・金利規制を受けており、その体系はかなり固定的なものであった。しかしそれにもかかわらず、貯蓄資金が着実に増加していたので、各種金融機関・各個別金融機関はこの制約の下でも、その利鞘を保障されかつ相互にバランスをとりながら、その業績を伸ばしていくことができたのである。これがわが国高度経済成長下の金融メカニズムの実態であった。

かくして、わが国高度経済成長の金融面における総結果は、すなわち膨大な貯蓄資金＝金融資産の蓄積であった。この貯蓄資金＝金融資産はやがて利回りに目覚め、より有利な運用を求めて蠢き出した。その象徴的な表現が郵便貯金(定額貯金)の著増であった⁽⁵⁷⁾。こうしてわが国経済は、その金融面において、利回り志向を高めた膨大な貯蓄資金＝金融資産を抱え込むことになったのである。これが各種の金融規制を桎梏と感ずることはもはや時間の問題であった。昭和50年代に入ってから急速に進行した金融自由化の淵源も実はここにあったといわなければならない。

- (43) 前項の信用創造メカニズムと本項の金融資産蓄積メカニズムが一体化しているところに、わが国高度経済成長下の金融メカニズムが成立していたのである。
- (44) 貨幣＝金貨の想定下においては、全貨幣は流通手段と蓄蔵貨幣に二分される。そして流通に必要な貨幣の分量は貨幣流通法則によって決定される。しかるに管理通貨制度の下においては、貨幣(マネー・サプライ)＝現金＋当座預金と規定されるが、ここでも同様に貨幣流通法則が成り立つ。ただしここではそれがさらに、現金の流通法則と当座預金の流通法則に分化しているのである。
- (45) 蓄蔵貨幣が流通手段に転化するのには二つのルートがある。その区別は貨幣の貸借を経由するかどうかにある。そして貨幣の貸借を経由する場合、蓄蔵貨幣は利子生み資本に転化する。なおここでは貨幣の貸借＝資本の売買と規定され、この事態は資本の商品化といわれる。
- (46) 理論的には貨幣と利子生み資本の区別が大切であって、貨幣(現金・当座預金)には利子が付かない。かくして利付預金はすべて利子生み資本である。たとえ普通預金のように要求払預金であっても、利付預金であるかぎりには利子生み資本である。普通預金の期間は本来未確定であって引出時点において確定されるものと考え。かりに当座預金にも利子が付く事態になれば、それはすでに貨幣ではなく利子生み資本であ

- る。わが国高度経済成長期においては、利付預金とりわけ定期預金が主要な金融資産であった。
- (47) 流通に必要な現金の分量は現金の流通法則によって決定される。しかしこのことは現金と当座預金の転換がないことを意味するわけではない。現金と当座預金はつねに相互に転換し合っており、そのなかを貫いて現金の流通法則および当座預金の流通法則が成立しているのである。概括的にいえば、法人企業と個人の取引には現金が流通し、法人企業と法人企業の取引には当座預金が流通する。
- (48) 信用創造の意義はそれが信用貨幣＝当座預金を創造するところにあるが、ここにおいてそれは二重の意味をもつに至った。すなわち、総信用創造（派生的預金）と純信用創造（派生的預金－利付預金）が区別されるのである。しかしここで重要なことは、利付預金が派生的預金の転化形態にはかならないということである。なおこのことは、市中銀行の発行する金融債（許可されている場合）についてもあてはまる。
- (49) しかしこのことは金融資産の蓄積を何ら妨げるものではない。蓄積貨幣はいずれにしても金融資産に転化するのだから、ここではその手段・金利が行政的に設定されていたにすぎない。金融資産には安全性と有利性という互いに排除し合う性質があるが、この規制された枠組のなかでも、当初のうちはその選択において安全性が重視されたが、次第に金融資産の蓄積が進むにつれて、その選択の重点が有利性に置かれる傾向がみられた。これがやがて利回り志向の爆発となって金融自由化へと繋がっていくのである。
- (50) ただし、信託銀行が信託勘定の信託資金に銀行勘定の貸出を対応させれば、その信託資金は市中銀行の利付預金と同じ論理に従う。なおここにいう信託銀行には信託業務を兼営する市中銀行1行が含まれる（以下同じ）。
- (51) 保険会社には損害保険会社と生命保険会社がある。もちろんどちらにも責任準備金が存在しているが、保険の性格上、損害保険会社の責任準備金が短期性資金であるのに対して、生命保険会社の責任準備金は長期性資金である。したがってその運用にもそれを反映したちがいがあり、損害保険会社は短期金融機関、生命保険会社は長期金融機関と位置づけられてきた。
- (52) しかもマクロ的にみると、貯蓄資金の転化形態とみることができるのは、新発債券への応募の場合および金融機関からの既発債券の購入の場合だけである（しかし実際には債券売買市場はほとんど機能していなかった）。
- (53) かくして株式売買市場はつねに激しい投機に晒されているが、その本質は貯蓄資金の配分変更である。投機が貯蓄資金をこの市場に誘引すると株式価格が上昇し、これが一層貯蓄資金を誘引し、ここに株式ブームが生ずる。そして貯蓄資金の流入が途切れると株式価格の上昇が止まり、株式ブームは崩壊する。そしてそこに生ずるのは大規模な貯蓄資金の配分替えである。

- 54) ヨーロッパ・アメリカには会社型の投資信託もあるが、わが国には、委託者・受託者・受益者によって構成される契約型の投資信託が導入された（「証券投資信託法」昭和26年6月、経済的内容は会社型も契約型も同じ）。実際には、証券投資信託協会が全体的な業務規程や自主ルールを定めている（これが投資信託に関する業務規制・金利規制をなす）。そして具体的には、委託者と受託者の間に個別に締結される投資信託約款に基づいて運営される。こうした投資信託は、証券投資のもつ危険性と有利性を調和させようとするくふうである。なお証券投資信託委託業務は大蔵大臣の免許を必要とする。（簡単化のため第4図においては、投資信託資金は信託資金に含まれているものとする）。
- 55) これによって市中銀行（外為銀行）には、円貨準備金と並んで外貨準備金が生ずる。この外貨準備金の一部はまた、政府（外国為替資金特別会計）に売却されて、円貨準備金に転換する（その逆もありうる）。政府はさらに保有外貨の一部を日本銀行に売却して、円貨を調達する（その逆もありうる）。かくして、市中銀行（外為銀行）・政府（外国為替資金特別会計）・日本銀行に存在する外貨の合計がわが国の外貨準備金をなすのである。
- 56) つまり、対政府信用は蓄蔵貨幣（貯蓄資金）にとって、本源的預金と並ぶもうひとつの運用形態なのである。こうして政府が金融システムに組み込まれ、ここに国内（円貨）金融資産の蓄積メカニズムが完成するのである。
- 57) 定額貯金は預入金額が定額（現在6種類）、期間が最長10年の郵便貯金であって、一種の利付預金といえる。しかもこの定額貯金には、据置期間（6カ月）経過後にはいつでも引き出せる利便性と、預入期間に応じた利率（5段階）の半年複利で金利が計算される有利性がある。そして長期（3年以上）においては、定額貯金の利回りは定期預金の利回りをこえていた。わが国において金融資産の蓄積が進むにつれて、定額貯金のこの特性が次第に認識され、その著増をみたのである。これはわが国において、金融資産が利回りに目覚めてきたということの何よりの証拠である。

（以下次号）

（昭和61年9月15日）