

都留文科大学電子紀要の著作権について

都留文科大学電子紀要のすべては著作権法及び国際条約によって保護されています。

著作権者

- 「都留文科大学研究紀要」は都留文科大学が発行した論文集です。
- 論文の著作権は各論文の著者が保有します。
- 紀要本文に関して附属図書館は何ら著作権をもっておりません。

論文の引用について

- 論文を引用するときは、著作権法に基づく引用の目的・形式で行ってください。

著作権、その他詳細のお問い合わせは

都留文科大学附属図書館
住所: 402山梨県都留市田原三丁目8番1号
電話: 0554-43-4341(代)
FAX: 0554-43-9844
E-Mail: library@tsuru.ac.jp

までお願いします。

[電子紀要トップへ](#)

「金融経済の進展と日本経済」

A Study of Japan's Financial System since 1970s

糸井重夫

ITOI Shigeo

、はじめに

本稿では、1970年代以降の日本の金融経済の変質とバブルの発生・膨張・崩壊、および平成不況に至る日本経済についての金融の側面からの考察、さらには金融経済の進展に伴う金融システムの国際的ハーモナイゼーションという視点から、日米の金融制度改革と総合金融サービス業の展開について整理する。

、1970年代以降の日本の金融経済

1. 戦後日本の金融構造

金融制度は、その国の金融・経済の歴史的環境、経済構造や技術水準等によって、そのあり方が決定されるが、先進諸国の金融制度を整理すると、早くから工業国家として発展したイギリスに見られる「商業銀行主義」と、イギリスに遅れて工業化を開始したドイツに見られる「ユニバーサル・バンキング（総合銀行主義）」に大別することができる。イギリスにおいては、1760年代以降の産業革命による旺盛な資金需要に対応して、18世紀前半にはすでに長期資金の供給を行う証券の発行・流通市場が整備されており、銀行の業務は、原則として短期信用業務に限定されるべきであるとして、19世紀後半には「商業銀行主義」の理念がすでに確立していた。そして、このような「商業銀行主義」の理念の下、19世紀以降、長期信用業務と短期信用業務の棲み分けによる金融制度が徐々に形成されていったのである。これに対して、イギリスに約100年遅れて産業革命を開始したドイツにおいては、銀行は当初から産業金融・長期金融の分野に進出しなければならず、また会社の組織形態が有限会社中心であったために、長期信用業務と短期信用業務を分離するには至らず、両業務を兼営する「ユニバーサル・バンキング（総合銀行主義）」が発達したのである。

このように、先進各国の金融制度には、大別してイギリス的な「商業銀行主義」とドイツ的な「ユニバーサル・バンキング」があるが、わが国の金融制度は、このイギリス的な「商業銀行主義」の影響を受けつつ構築され、戦後は、米国のグラス・スティーガル法にならって導入された証券取引法第65条に基づいて、銀行等は一部の業務を除いて証券業務が禁止され、銀行と証券の棲み分けがさらに徹底されることになった。しかしながら、財閥解体や農地改革等の戦後の民主化政策によって地主層や資産家が没落するとともに、戦後

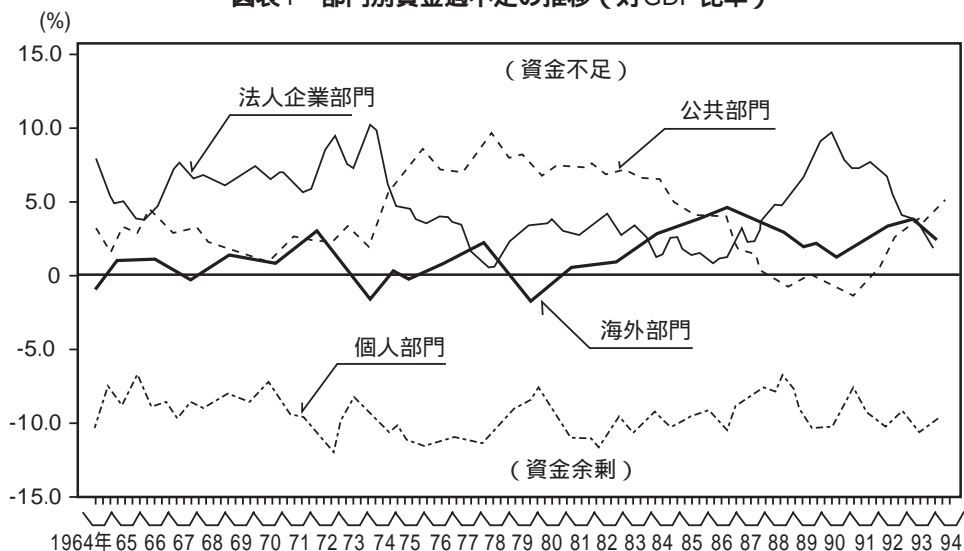
の激しいインフレーションによる金融資産保有・貯蓄水準の低下も手伝って、資本市場は未発達のままにとどまった。その結果、わが国の企業は、産業金融・長期金融の調達を銀行に依存せざるを得なかったため、わが国の金融構造上「間接金融優位」の状況を作り出したのである。さらに、信用システムの安定確保と保持育成の観点から、銀証分離、信託分離、内外市場分断規制等の業務分野規制や金利規制等により金融機関間の競争を制限するとともに、金融機関による産業支配を排除するために企業結合規制等も徹底して行われ、いわゆる「護送船団方式」による金融当局主導の金融行政が展開されたのである。また、高度経済成長期のわが国の金融構造は、「間接金融優位」とともに、規制金利体系の下で民間金融機関の資金不足を日銀借入れに依存する「オーバーローン」や、法人企業部門の銀行からの借入れ依存度が極めて高い状態を示す「オーバーボロイング」、さらには、恒常的に与信超過状態にある都市銀行と通常は受信超過状態にあるその他の金融機関とが分かれる「資金偏在」という特徴を示したのである。そして、「メインバンク・システム」の下での金融行政を通して、当局は日本の産業全体に目配りが可能になっていたのである。

2. オイル・ショック以後の金融構造とマネタリズムの台頭

a. オイル・ショック以後のわが国の金融構造の変化

このような、わが国独自の金融制度・金融構造は、1970年代のオイル・ショックとニクソン・ショックを契機として変質を遂げることになる。オイル・ショックを引き金とするスタグフレーションの発生は、一方では、拡張的財政金融政策の有効性に疑問を投げかけてマネタリストが台頭するきっかけをつくとともに、他方では、図表1に示されるよう

図表1 部門別資金過不足の推移（対GDP比率）



(注) 季節調整済み、3期加重移動平均(ウエイト 1:2:1)

(資料) 日本銀行調査統計局『経済統計年報』、経済企画庁『国民経済計算年報』

(出所) 日本銀行金融研究所『わが国の金融制度』

に、わが国の金融構造に大きな変化をもたらしたのである。すなわち、1970年代中頃から80年代中頃にかけては、スタグフレーションの発生に伴って法人企業部門での設備投資が手控えられたために、法人企業部門の資金不足が解消しているのに対して、スタグフレーション対策としての積極的な財政金融政策が展開された結果公共部門の資金不足が顕著になっている。そして、この70年代に、わが国の輸出企業は資金調達手段を徐々に銀行借入から市場調達へとシフトさせていたのであり、その意味では、貯蓄資金の受け入れは依然として銀行であったわけであるから、資金余剰主体から資金不足主体への資金の流れが変化してきていたと言える。それゆえ、わが国の銀行は、1970年代後半には貸付先を求めてラテン・アメリカ諸国への進出を加速させていったのである。したがって、すでにこの時期に、国内の貯蓄資金が銀行を通して国内の法人企業部門へと流れる、わが国の金融に特徴的な間接金融優位の金融構造に変化が起き、輸出企業は市場での資金調度を加速させるのに対して、銀行は貯蓄資金を海外で運用するという構造が顕著になってきたのである。そして、1980年代後半には、法人企業部門の資金不足に対する調達手段は、エクイティ・ファイナンスがその主流となっていったのに対して、邦銀は国際金融市場で米欧の金融機関を圧倒する活動を展開したのである。

このように、1970年代以降、それまで恒常的に資金不足に陥っていた法人企業部門は、既存の設備で生産を維持して借入を減らした結果資金不足が解消に向かうのに対して、公共部門は、スタグフレーション対策としての積極的な財政金融政策を維持するために資金不足に陥ったのである。そして、建設国債や赤字国債の大量発行は、それまでの銀証分離等の業務分野規制に一石を投じることになり、これを契機として徐々にではあるがわが国の金融制度改革が動き出すことになる。また、この時期、金融機関活動が国際化し、企業の資金調達手段が変化してきており、この変化に対応した改革が求められていたにもかかわらず、金融制度改革の対応が遅れてしまった結果、その10年の遅れの膿が平成不況の真っ直中で表面化したことによって、1990年代の「日本版金融ビッグ・バン」では、企業結合規制の緩和をも含めた金融制度の抜本的な改革が実行に移されたのである。さらに、スタグフレーションの発生は、政策当局の景気浮揚策としての拡張的な財政金融政策の有効性に対する論争を巻き起こし、マネタリストが台頭する契機になるとともに、1980年代、先進各国ではマネタリズムに主眼を置く経済政策が展開されたのである。

b. マネタリズムの台頭

1981年のレーガン政権の発足に始まる「レーガノミクス」は、サプライサイド・エコノミクスとマネタリズムを融合させたものであり、供給サイドを重視して、財政構造改革としては投資不足と投資の源泉である貯蓄不足を税制改革と福祉制度改革によって是正し、金融政策としては裁量的な金融政策がインフレを惹起させるとの認識から、安定した通貨供給政策によりインフレの抑制を狙ったものである。そして、1979年8月にFRB（連邦準備制度理事会）の議長に就任したボルカーの課題は、スタグフレーションの発生によって慢性化した高いインフレ率を、マネタリズムに依拠したマネーサプライの安定によって低下させることであった。すなわち、マネーサプライ成長率とインフレーションの関係を断ち切り、インフレ期待の上昇を押さえ込むために、それまでのような間接的な利子率操作によってではなく、マネーサプライ重視の通貨・金融政策によって通貨価値の安定を

確保することであった。そして、このインフレーションに対するマネタリスト的な通貨・金融政策は、マネーサプライ目標値を公表することで、第1に、FRB自身の行動を規律づける強い強制力の効果を持ち、第2に、インフレ抑制を第1の政策目標にするというFRBの公衆に対する明確な意思表示として有効であると考えられ、この両者により期待インフレ率を抑え込むのに効果があるとされたのである。また、「レーガノミクス」は、第1に、政府支出の大幅削減、第2に、大幅減税、第3に、政府規制の緩和、第4に、安定的な通貨供給量重視の金融政策、を4本の柱として実施されたが、この財政制度改革と規制緩和による競争原理の導入が、1990年代の金融分野を中心とする米国経済の繁栄の原動力となったのである。

さらに、1980年代のサッチャー政権下のイギリスで展開された「サッチャリズム」では、一方で、経済再生の基礎である通貨価値の安定を確保するために、ハード・マネタリズムに依拠しつつ厳しい金融引締政策を実施して期待インフレ率の低下とインフレ期待の形成を抑制させ、他方で、証券市場での手数料自由化（「ビッグ・バン」）や公的機関の民営化等の規制緩和を推進させ、イギリス経済の再生が図られたのである。また、ドイツにおいては、1970年代にすでにマネーサプライ重視の通貨・金融政策に転換しており、規制緩和も漸次進められている。さらに、マネタリスト的なマネーサプライ重視の通貨・金融政策は、単一通貨の導入に伴って設立された欧州中央銀行においても踏襲されている。そして、この時期、わが国においても中曽根政権の下で、国鉄や電信電話公社の民営化に見られるような規制緩和が様々な分野で行われるとともに、オイル・ショック以降、日本銀行もマネーサプライの動向を注視する政策をとるようになったのである。

以上のように、1970年代のオイル・ショックにより引き起こされたスタグフレーションは、一方では、わが国の金融構造を変化させ、他方では、裁量的な財政金融政策の有効性に疑問を投げかけて、先進各国の規制緩和と、これに伴う産業構造の転換をもたらしたのである。すなわち、わが国の金融構造の変化の側面では、法人企業部門が資金不足を解消させ、輸出企業が海外資本市場での資金調達を増加させる一方で、貯蓄資金を大量に抱える銀行は、その貸出行動をそれまでの国内貸付から海外貸付へとシフトさせ、スタグフレーション対策としての拡張的財政政策の発動により、公共部門では資金不足が拡大していったのである。また、マネタリストの台頭に伴って、それまでの金利操作を中心とする裁量的な金融政策から、マネーサプライ重視の通貨政策へと政策当局のスタンスが変化し、供給サイド重視の観点から様々な分野での競争原理の導入や規制緩和が促されたのである。

3. ニクソン・ショック以後の日本経済

a. 変動相場制移行と国際的政策協調

オイル・ショックに加えて、1970年代のニクソン・ショックによる変動相場制への移行は、世界経済に大きな影響を与えた。すなわち、金とドルとの交換停止を宣言したニクソン・ショックに伴う先進各国の変動相場制への移行は、一国の金融政策が為替レートの変更を通じて他国の経済に強い影響を与えることを意味しており、国家間の経済的相互依存関係がさらに深化することを意味していたのである。例えば、ある国の金融緩和は、その

国の利率の低下に伴ってその国の通貨安、すなわち他国の通貨高をもたらし、他国の輸出企業に悪影響を与えることになり、金融の自由化・国際化が進展するのに伴って、このような他国の経済政策が自国の实体经济に大きな影響を与える状況はますます顕著になってくる。そして、現代の金融経済は、アジア危機に見られたように、国際間を移動する巨額な資金を運用する機関投資家の国際金融市場での活動のあり方によっては、外国為替相場の急激な変動を通して国家破綻をも引き起こす経済に変質してきているのである。そこで、急激な外国為替相場の変動に伴う国内経済に対する悪影響を回避するために、1980年代後半以降は、為替市場における先進各国の協調介入に見られるような国際的政策協調や、欧州連合における統一通貨「ユーロ」の導入による為替安定のような国際通貨制度改革が展開されてきているのである¹。

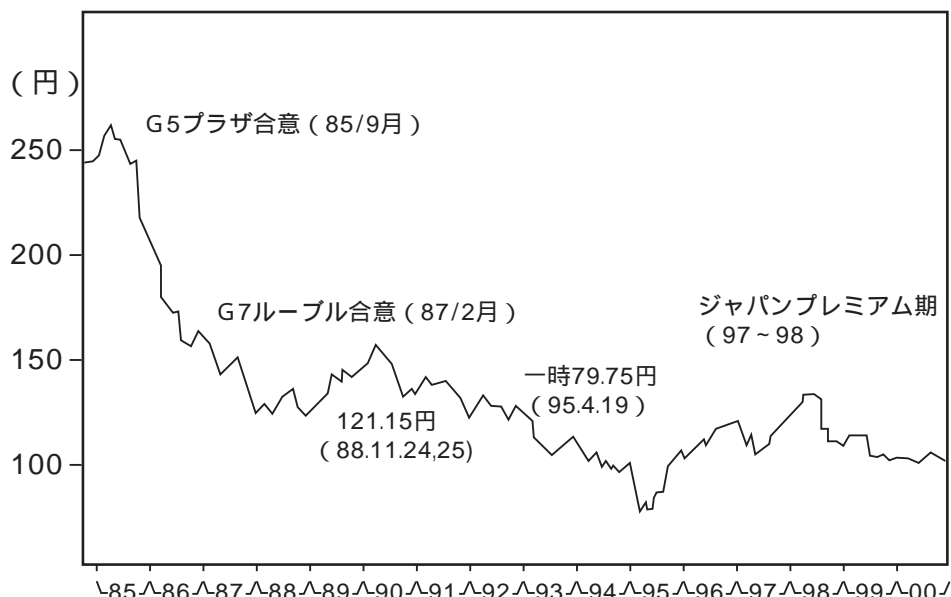
現代における国際的政策協調のルーツは、ドル高是正のために各国の政策当局が為替市場に協調介入することを決定したプラザ合意にまで遡る。1985年、ニューヨークのプラザホテルで開催された5カ国蔵相・中央銀行総裁会議では、レーガン政権下の高金利政策を転換して、ドル・レートをも米国のファンダメンタルズに照らして妥当な水準に戻すために、各国の金利差を維持しつつ、関係国の国内金利水準を低下させることが合意された。これは、外国為替相場に対する先進諸国の協調政策によってドル高を是正し、もって世界経済にマイナスなドル高による米国経済の後退に歯止めをかけることを狙ったものである。このプラザ合意によって、米国は、為替市場に対する各国の直接的な協調介入を通してドル相場をドル安に誘導しつつ、ドル高の原因となっている資金流入を減少させるために、国際的な資金移動に強い影響を与える米国とその他の国々の金利（長期市場金利）差を、各国の金利政策の協調行動によって是正させようとしたのである。図表2はプラザ合意以降の円ドル相場を示すが、プラザ合意直後には一気に円高・ドル安が進行し、米国はプラザ合意の目的を達成することができた。しかしながら、日本経済は、このプラザ合意により急激な円高不況に見舞われたのである。そして、1987年になると、これ以上のドル安は日本などの貿易黒字国の景気後退をさらに深刻なものにするとともに、米国サイドではインフレ圧力となることから、経常収支不均衡の是正という当初の目的にとってはマイナスに作用するとの認識の下、ルーブル合意により先進各国の協調利下げによる「ドル安誘導」が終了し、「ドル安是正」が合意されたのである。

このように、ニクソン・ショック以後の変動相場制への移行によって、各国の金融政策は為替レートの変化を通して他国に影響を与えるようになり、この為替相場の急激な変動による实体经济への悪影響を回避するために、プラザ合意やルーブル合意等に見られたような、外国為替市場への先進各国の協調介入という国際的協調体制が成立したのである。そしてさらに、欧州連合では、為替変動による实体经济への悪影響を回避し、ドルに対抗し得る国際通貨の創設とマネタリズムに依拠した通貨政策を実施するために、単一通貨ユーロが導入され、また欧州中央銀行が設立されたのである。

ところで貨幣数量と物価水準・通貨価値の安定との間の安定的因果関係の存在、国家から独立した中央銀行による通貨価値の安定のための通貨の安定供給、といった貨幣数量説

1. 拙稿「金融経済の進展と国際的政策協調 マクロ経済理論の発展と国際金融システム再構築」(『松商短大論叢』第48号、松商学園短期大学、2000年)を参照。

図表2 ドル/円相場の長期推移
(東京外国為替市場終値ベース)



(資料) 日本銀行『経済統計月報』

の主張は、今日においてもマネタリズムの理論に受け継がれている。そして、財政金融政策の有効性に関してこのような貨幣数量説に従うならば、長期的には財政政策は無効であり、裁量的な金融政策も人々のインフレ期待の形成等によって物価水準上昇圧力になるので、通貨価値の安定にはある一定のルールによる貨幣供給量のコントロールが有効となる。すなわち、物価問題に対しては、一定のルールに従う貨幣供給量コントロール政策が、また景気停滞と雇用問題に関しては、市場メカニズムを有効に働かせるような市場競争原理の導入と、新市場開拓や雇用創出を促進させるような政府規制の緩和および職業安定所や職業訓練所等の整備が有効であると考えられる。したがって、マネタリズムの理論的主柱にある古典派的命題に従えば財政と金融は分離可能であり、変動相場制移行後の現代の国際金融市場においては、プラザ合意による通貨・金融（金利）政策の国際的協調体制の成立に見られるように、一国の財政政策を離れた金融政策の協調、さらには単一通貨の導入と通貨政策の国家からの分離もまた可能となる。つまり、欧州における単一通貨の導入と、マネタリー・ベース・コントロールを基礎とする欧州中央銀行による通貨政策運営は、プラザ合意に見られた金融政策の国際的協調をさらに強化したものとして理解することができる。そして、欧州連合においては、金融経済の進展に伴う国際的資本移動の巨大化に対して、ドルに対抗し得る通貨の創設とこれを支える巨大な市場の形成が、国際金融不安や為替変動リスクに対する有力な対抗手段と考えられたのである²。

以上のように、欧州単一通貨「ユーロ」の導入は、欧州連合を構成する国々の通貨の違

2. 拙稿「欧州中央銀行の設立とEUの通貨政策 貨幣数量説の発展と欧州中央銀行」(『松商短大論叢』第46号、松商学園短期大学、1998年)を参照。

いからくる為替変動による様々なリスクを、欧州域内において制度的になくすためになされた措置である。しかしながら、欧州統一通貨「ユーロ」は、導入以来、ドルに対しても、また円に対しても下落し続け、これを防止する目的で欧州中央銀行は金利水準の引き上げを試みたが、2000年の9月にはついにユーロ安是正のための日米欧の協調介入が実施された。もちろんこの背景には、単にユーロ安是正という目的だけではなく同年夏以降の原油価格の上昇が、ユーロ安と相まってさらに原油価格を割高なものとし、欧州経済を混乱させていることに対する配慮があった。しかし、この協調介入は、欧州連合域内の経済を考慮すると、ユーロ安是正のための金利の新たな引き上げは欧州経済にマイナスに働くため容易に実施できず、かといってユーロ安を容認すれば原油価格の上昇等の輸入物価の上昇により域内経済を混乱させてしまう。それゆえ、ユーロ安を是正し、為替相場の安定を確保するために、協調介入が実施されたのである。このことから、複数の国際通貨が存在する以上、プラザ合意以後の各国の政策協調による為替相場の安定確保のための国際的政策協調体制が依然として機能し、為替相場の急激な変動等に対する各国の連携がますます重要になってきていることを物語っている。

b. わが国の金融構造の変化とバブル

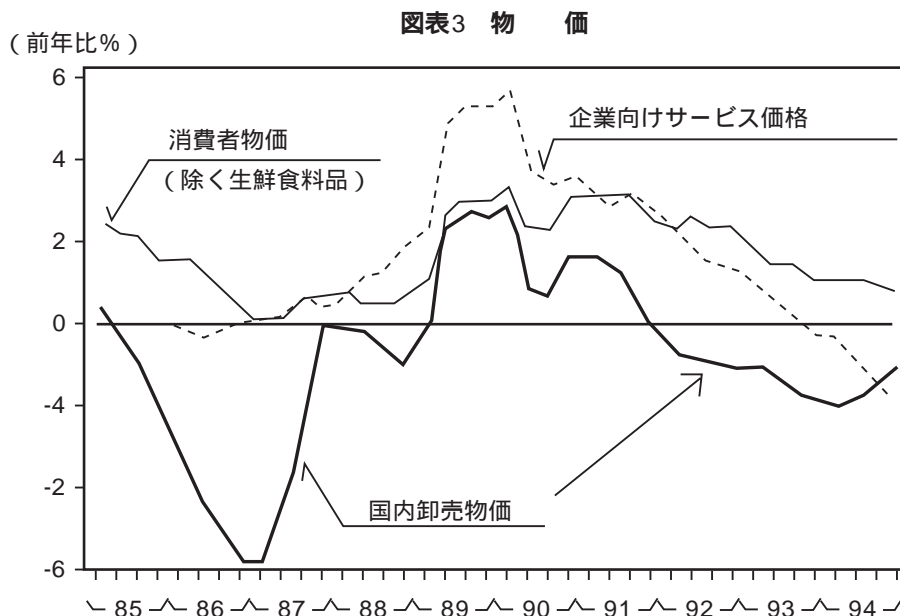
上記のように、1970年代の不況下のインフレ（スタグフレーション）をもたらししたオイル・ショックと、戦後の国際通貨システムの崩壊を意味するニクソン・ショックによって、わが国の高度経済成長を支えてきた政財官一体の護送船団方式による社会・経済システムは質的变化を遂げることになった。しかしながら、わが国の政策当局は、その後の約10年の間、日本経済の構造変化にもかかわらず旧態依然の経済政策と金融行政を展開してきた。その結果、護送船団方式により保護されてきた金融機関は、モラル・ハザードの問題を孕みつつ、貯蓄資金の運用先を求めて1970年代後半にはラテン・アメリカ諸国に対する融資、1980年代後半には土地・住宅関連企業に対する融資等を行い、徐々に不良債権を拡大させていった。そして、それ以後も、「飛ばし」や損失補填、粉飾決算や実質的な無担保融資等が横行し、このような銀行・証券会社等の金融機関が不良債権の公表や赤字決算を発表し、また北海道拓殖銀行の破綻や山一証券の自主廃業等に代表されるような、金融当局の金融保護行政から離脱したのは1990年代後半になってからであり、わが国は、バブル崩壊以後の産業構造の大転換期に、金融制度、金融行政、および金融機関規制監督制度の抜本的な改革を行うことになったのである。すなわち、まず1970年代の二つのショックにより企業の資金調達手段が多様化し、わが国の金融構造が変質してきたにもかかわらず、金融行政・金融制度の改革が遅れたために、日本経済は1990年代の戦後最大の構造不況の下での金融機関規制監督制度、および金融制度の抜本的な改革に迫られたのである。

さて、このようなわが国の金融構造の変化に伴って、金融機関（銀行）に貯蓄資金が集中し、この貯蓄資金の住宅金融専門会社を通じた不動産市場での運用のあり方が、1980年代後半以降のバブルの発生と膨張の一因になったと考えられるが、さらに、バブルの膨張の原因として、わが国の流通機構の構造上の問題と当時の政府主導の金融政策運営の問題を指摘できよう。すなわち、まず第1に、わが国の金融の特色である間接金融優位の構造から、銀行に集中する貯蓄資金の運用のあり方が、護送船団方式によるモラル・ハザードと相まってバブルの膨張を側面から助長したという、制度的・構造上の問題がすでに存在

していた。第2に、プラザ合意以後の急激な円高による輸入物価の大幅な下落にもかかわらず消費者物価が下がらないことから、流過程に蓄積された資金が不動産市場や資本市場へ流入し、バブルの膨張をさらに大きなものとした。そして、第3に、プラザ合意以後の国際的政策協調体制の下で、ドル防衛の名の下に金融当局が金利の低め誘導を長期化させ、消費者物価水準が安定していたため金融緩和による過剰流動性が長期にわたり発生した。以上の点が主要な問題点として指摘できる。それゆえ、1980年代のバブルの発生とその膨張は、すでに金融分野での構造上の問題や流通分野での構造上の問題が存在していたことを前提として、国際的政策協調に引きずられた政策当局の国際金融重視の観点からの金融緩和が、わが国の金融経済に強いインパクトを与えて発生したと整理できよう。そこで、以下では、1980年代後半以降の、バブルの発生と膨張について、プラザ合意以後のわが国の金融政策運営を考察しつつ整理することにしよう。

c. プラザ合意以後の金融政策とバブルの膨張

プラザ合意直後、わが国は急激な円高に見舞われる。円高は、本来、わが国の輸出産業にとってはマイナスに働くものの、消費者にとっては輸入物価の下落と消費者物価の低下によって円高（為替）差益をもたらす。しかしながら、図表3、および表1に示されるように、プラザ合意直後の1986年には輸入物価が37.3%下落し、国内卸売物価も5%以上、また総合卸売物価も9.2%もの下落を示しているにもかかわらず、消費者物価は前年比でほとんど変化していない。これは、何を意味するのであろうか。円高の場合、円建てやドル建てで決済を行う輸出入業者は大きな影響を受けるが、保護規制（特に参入規制）の強い産業



(資料) 総務庁『消費者物価指数』, 日本銀行『卸売物価指数』および『企業向けサービス価格指数』

(出典) 日本銀行『日本銀行月報』

表1 卸売物価の動向

(単位：%)

ウェイト	総合卸売物価			
	1000.0	国内卸売物価 796.76	輸出物価 116.90	輸入物価 86.34
84	0.4	0.3	2.2	0.6
85	3.3	1.7	6.5	9.8
86	9.2	5.4	13.3	37.3
87	2.0	1.6	4.5	0.4
88	0.7	0.6	0.2	3.5
89	3.6	2.7	5.6	10.7
90	1.1	1.2	1.3	5.2
91	1.2	0.4	4.8	10.7
92	1.5	1.0	3.7	4.2
93	3.2	1.8	8.1	12.4
94	1.6	1.3	2.7	1.5

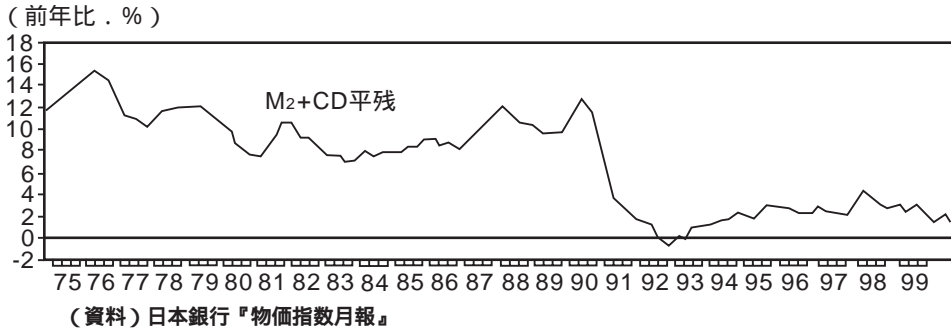
(資料) 日本銀行『物価指数月報』等

においては基本的には間接的な影響を受けるだけである。つまり、輸出産業では国際競争力を維持し続けなければならないため、生産性の向上と価格の下方圧力が常に働くが、公共料金等の規制産業や農産物等の保護産業においてはこの圧力が輸出産業に比べて相対的に働かないと考えられる。その結果、一方では、円高の進行に伴って輸入業者や流通業者等の利潤が拡大し、これを株式や不動産等の資産で運用することによってバブルを膨張させ、他方では、規制産業の下方硬直的な価格体系と、輸出産業の輸出促進に伴う円高の進行によって、内外価格差を一段と拡大させるとともに、さらには、円高の進行による損失を回避し、新たな市場を開拓するための輸出産業の海外進出を加速させてしまった、と整理できよう。とすれば、もっと早い段階から規制産業や保護産業分野での規制緩和、及び競争原理の導入が行われていたならば、円高による利益還元が最終的には消費者を含めたより広範囲に及ぶとともに、内外価格差を是正していたと考えられる³。

このように、プラザ合意直後の急激な円高は、わが国の経済・産業構造の歪みを背景に、円高差益の還元が消費者まで及ばず、輸入業者や流通業者の利潤として留まり、この資金が財テク資金にあてられることによって株価を押し上げ、わが国の企業にとって、エクイティファイナンスが有利な下地をつくったのである。このため、証券市場を通じて新たな財テク資金の調達が可能になり、これらの資金は、証券市場に還流するとともに、当時の不動産ブームと相まって金融機関を経由して土地投機に回されていった。そしてさらに、ルーブル合意を受けてのドル安是正、すなわち円高是正のための金融緩和が行われ、これ

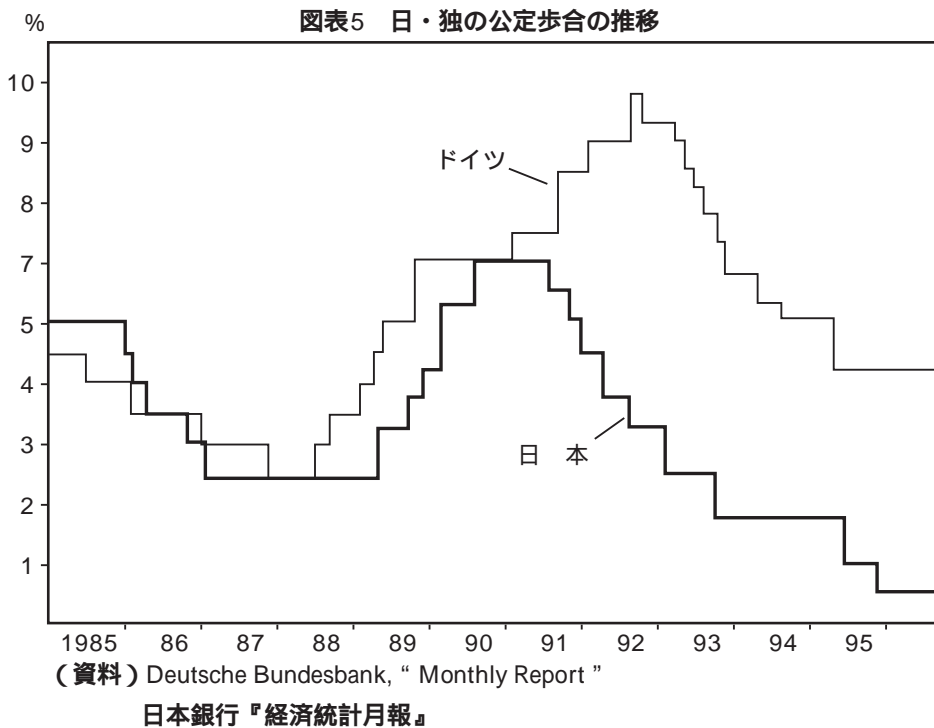
3. 野口悠紀雄『バブル経済学』(日本経済新聞社、1992年)を参照。また、宮崎氏は、円高利益の還元が国民生活全体に行き渡らなかったことに関連して、国内消費者物価が安定してるとはいえ内外価格差との関係では、プラザ合意以後の金融緩和に伴うマネーサプライの増加が「ドル安円高インフレ」をもたらしつつ資産インフレを引き起こしたと整理されている。(宮崎義一『複合不況』(中央公論社、1992年))

図表4 マネーサプライの動向



が相対的に長期に渡った結果、図表4に見られるように、マネーサプライの増加による過剰流動性を発生させ、株価と地価のさらなる上昇という資産インフレを引き起こし、バブルを膨張させていったと整理できよう。とすれば、日銀がなぜマネーサプライの増加を容認したのか、という点が問題となろう。

プラザ合意以来、先進各国は協調して為替市場に介入するという国際的政策協調体制の下にあったが、わが国は、ドルの大暴落を回避するために金融緩和を維持し、金融引き締めに移じたのはドイツから1年遅れた1989年である(図表5)⁴。この間にマネーサプライ



4. 拙稿「プラザ合意以後の日・独の金融政策 - 国際的政策協調体制の成立と日・独の金融政策運営」(『企業研究所年報』第16号、中央大学企業研究所、1995年)を参照。

の増加と過剰流動性が発生し、バブルの膨張と資産インフレを引き起こしたと整理できるが、先に見たように、資産インフレの発生にもかかわらず、この時期の消費者物価水準は円高の進行に伴う輸入物価の下落で相対的に安定していた。それゆえ、日銀は、物価の安定という政策目標を達成させているのであるから、あえて金融引き締めに転じる理由がなかったといえる。しかしながら、わが国の産業構造・制度的欠陥を考慮するならば、さらに1970年代以降のマネーサプライ重視の政策運営への転換を想起するならば、消費者物価水準が安定しているからといって、マネーサプライの増加を政府・日銀が容認したのは妥当な判断であったのか疑問が残る。というのは、指数としての物価水準は、選ばれた一定のバスケットの調査により決められるため調査対象外の品目の価格変動は捨象されてしまうのに対して、マネーサプライの増減は、貨幣に対する需要の変化を反映させたものであり、いかなる商品取引動向の変化も反映するのであるから、バブル期のように物価水準が安定しているにもかかわらずマネーサプライが増加しているということは、内生的貨幣需要を想定すれば、物価指数に反映されない株や不動産などの資産価格の高騰が原因であると考えるのが妥当であり、また外生的貨幣供給を想定しても、日銀の外国為替市場での円売りドル買い介入によるマネーサプライの増加を不胎化政策により吸収しない限り過剰流動性を発生させ、これが資産インフレの主因であると考えるのが妥当である。それゆえ、政府・日銀がマネーサプライの増加にもかかわらず、金融引き締めに転じなかったのには疑問が残るのである。そこで、この日銀の政策運営をプラザ合意以後の国際的政策協調との関係で整理するならば、単に経済的要因だけではなく政治的要因が存在していたことが明らかとなる。すなわち、プラザ合意に基づく政策協調はきわめて政治的色彩の強いものであり、バブル期の日銀の政策運営は、国内物価の安定を背景に国際政治・国際金融に引きずられ、国内的なマネーサプライの増加や資産価格の高騰に留意しつつも、国際的政策協調の優先と基軸通貨ドルの暴落を防止するための低金利政策を長引かせ、結果としてバブルの膨張を容認してしまったと整理できる⁵。そして、このような政府主導の金融政策を是正し、日銀の独立性と政策の透明性の確保の観点から、日本銀行法の改正が行われることになったと考えられるのである⁶。

以上のように、輸出産業と規制・保護産業という二重の産業構造、護送船団方式による金融保護行政、拡張的な財政金融政策が、1970年代のオイル・ショックとニクソン・ショックに伴うマネタリズムの台頭と変動相場制への移行によって、変革・修正をせまられていたにもかかわらず、当局が旧態依然の対応を1980年代を通して行った結果、バブルの発生・膨張とともに、1990年代の深刻な平成不況が引き起こされたと整理できる。そこで以下、バブル崩壊以後の1990年代の平成不況の特色について金融経済の進展との関わりで整理することにしよう。

5 . 太田超『国際金融 現場からの証言』(中央公論社、1991年)を参照。

6 . 三木谷良一・石垣健一編著『中央銀行の独立性』(東洋経済新報社、1998年)を参照。

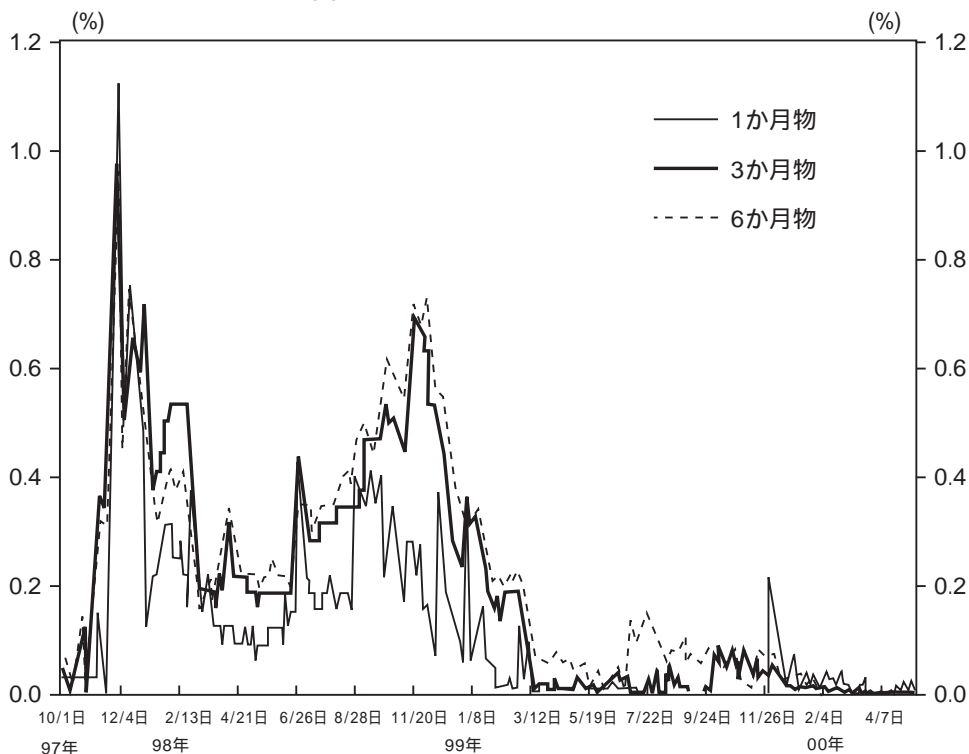
、バブル崩壊以降の日本経済と金融制度改革

1. 地価・株価の下落と日本経済

a. 信用不安とジャパン・プレミアム

1990年の株価の大暴落に象徴されるバブルの崩壊は、地価の下落と相まって、日本経済を戦後経験したことのない構造不況へと引きずり込んだ。すなわち、わが国の金融機関は他の先進諸国に比べて株式の持ち合い割合が高く、含み資産の自己資本に占める割合が相対的に高くなっていたが、急激な株価の下落は、自己資本に占める含み益の時価会計での

図表6 ジャパン・プレミアム



(注) ジャパン・プレミアム = 東京三菱銀行オファーレート - パークレイズ銀行オファーレート

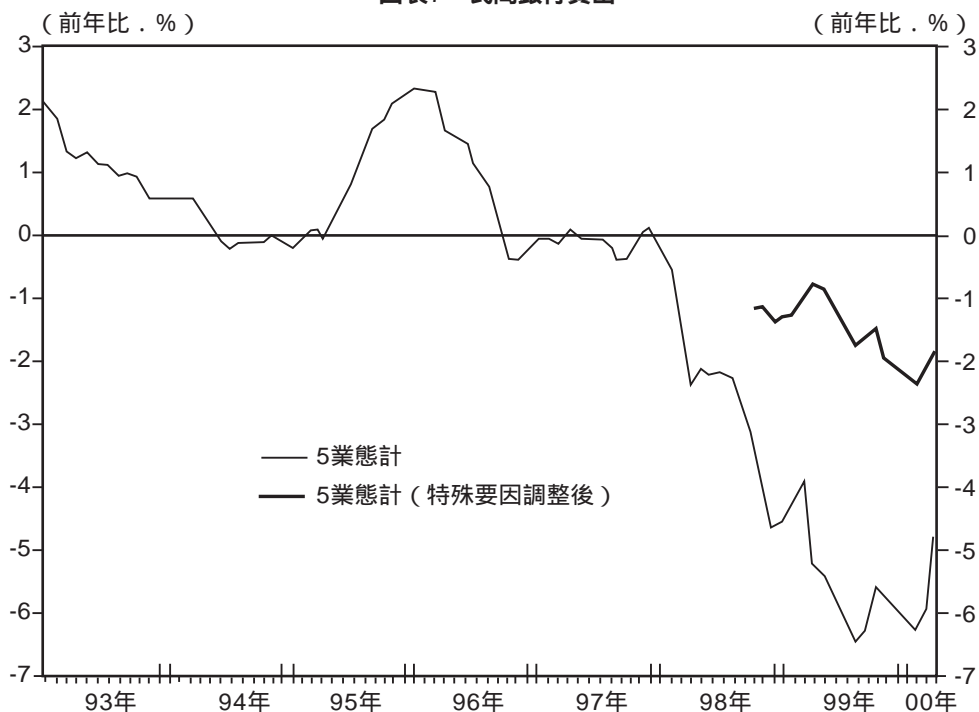
(資料) British Banker's Association

(出所) 日本銀行『日本銀行調査月報』

7. このBISの自己資本比率規制は、米英が中心となって導入されたものであるが、これは1988年当時、邦銀の国際金融市場での優位が顕著であったため、銀行経営の健全化とともに自己資本比率が低かった邦銀に対する封じ込め策でもあった。また、このBIS規制では、一定程度自己資本に含み資産を組み込むことが了承されたが、自己資金に有価証券等の含み資産を組み込むと、1990年代のわが国の経済が株価の下落で翻弄されたように、株式市場等での価格変動によって銀行経営が左右されるため、本来はこのような有価証券を自己資本に組み込むべきではなからう。拙稿「金融規制の緩和と金融機関行動 自己資本比率規制の強化に伴う事前的金融規制の緩和を中心に」(『法学新報』第105号第6・7号、1999年)を参照。

減少を通して、国際決済銀行（BIS）の自己資本比率規制（BIS規制）をクリアするのを困難にし、銀行経営に大きな影響を与えることになる⁷。また、地価は下がらないという土地神話の下で、融資額の算定基準としての地価に応じた貸付を行ってきた銀行等の金融機関に対して、地価の下落は、銀行融資に対する不動産の担保価値の低下を通して、融資額の算定基準が不安定なものになることを意味していた。その結果、銀行は、株価の下落に伴う含み資産の減少とこれに連動した自己資本の低下によって、自己資本比率規制の8パーセントをクリアするために、分母の資産である貸付を抑制させるとともに、地価の下落による不動産の担保価値の低下に応じて、企業に追加担保の提供を要求するなどして、いわゆる「貸し渋り」現象を引き起こした。さらに、1997年の三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の相次ぐ破綻をきっかけとして、わが国の護送船団方式による不透明な金融行政やモラル・ハザードの問題が表面化し、このことが、わが国の金融システム全般への不信を生み、金融機関の市場での資金調達を不利にするジャパン・プレミアムを発生させたの

図表7 民間銀行貸出



- (注) 1. 総貸出平残ベース。
 2. 5業態は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行
 3. 特殊要因調整後計数は、貸出の実勢を見るため、貸出債権の流動化による変動分、為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、貸出債権の償却による変動分、旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構向け貸出への振り替わり分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、試算結果については幅を持つ必要がある。

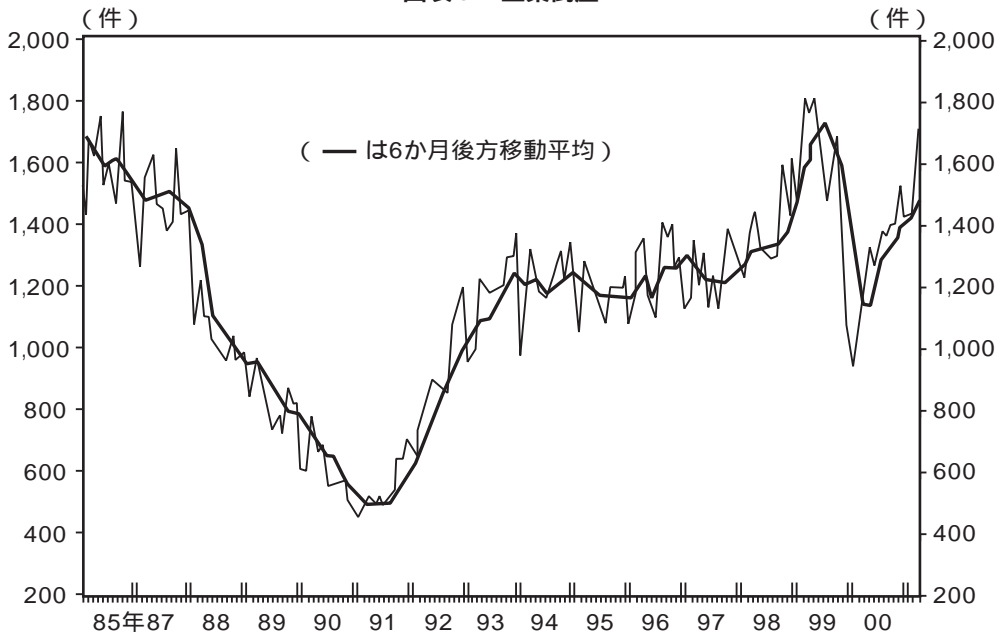
(資料) 日本銀行『貸出・資金吸収動向』等

(出所) 日本銀行『日本銀行調査月報』

である。

図表6は、1997年以降のジャパン・プレミアムの動向を示したものであるが、1997年11月の山一証券の自主廃業や北海道拓殖銀行の破綻以降、ジャパン・プレミアムは急騰して1パーセントを超え、98年の半ばにかけて沈静化したかに見えたが、その後は再び上昇し、本格的に落ち着きを取り戻すのは1999年になってからである。また、図表7は、民間銀行貸出の推移を示したものであるが、ジャパン・プレミアムが発生していた1997年末から1999年初旬にかけて、民間銀行の貸出が急速に減少し、ジャパン・プレミアムがほぼ解消した1999年初旬から若干遅れて民間貸出の減少幅も改善してきていることが分かる。さらに、図表8は、プラザ合意以後の企業倒産の件数を示しているが、倒産件数はバブルの絶頂期まで減少し、バブルの崩壊とともに増加に転じ、93年から97年までは膠着状態にあったが、ジャパン・プレミアムが発生した1997年に若干遅れて翌年には再び急増し、景気をさらに後退させたのである。

図表8 企業倒産



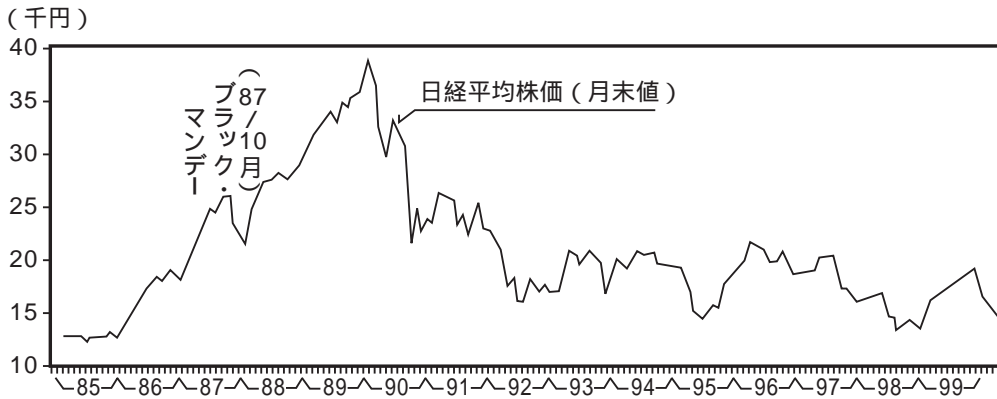
(資料) 東京商工リサーチ「倒産月報」
(出所) 『日本銀行調査月報』

このように、1990年代のいわゆる平成不況の特徴は、株価・地価の下落という資産デフレに伴って金融収縮が起きるとともに、金融機関の相次ぐ破綻による信用不安やジャパン・プレミアムのような資金調達コストの上昇等を引き起こしたところにある。したがって、景気回復には、株価や不動産等の資産価格の上昇と、金融システムの安定がきわめて重要な意味を持っている。以下、この点について考察することにして。

b. 株価の下落と“貸し渋り”

図表9に見られるように、1990年の株価の急落以降、わが国の株式市場は低迷を続けている。その原因としては様々な要因が考えられようが、基本的には証券市場における需給

図表9 株式市況



（資料）日本銀行『経済統計月表』

のアンバランスがある。バブルの膨張期にわが国の企業は、個人株主の増加を伴う株価の上昇に対応して、資金調達コストの面で有利なエクイティ・ファイナンスによる資金調達を増加させたが、このエクイティ・ファイナンスにより株式が大量に市場放出され、バブルの崩壊以降は個人株主の市場離れと法人企業部門での株式の持ち合い解消、また自己株式の消却が行われなかったこともあって、市場では供給過剰の状態になった。そして、この株式市場での需給のアンバランスによる株価の下落が、金融機関の含み資産を減少させ、銀行業界においては自己資本の減少による貸し付け行動の抑制と貸し渋り問題、証券業界においては運用成績の悪化から損失補填や飛ばしの問題、保険業界においては運用成

表2 証券取引所に上場された会社の株式所有構造（1990-91年）

（単位：％）

	米 国 ²	日 本	ドイ ツ	英 国
金融機関				
銀行 ¹	0.3	25.2	8.9	0.9
保険会社	5.2	17.3	10.6	18.4
公的・民間年金	24.8	0.9		30.4
投資信託，その他	9.5	3.6		11.1
合 計	39.8	47.0	19.5	60.8
非金融機関				
企 業		25.1	39.2	3.6
家 計	53.5	23.1	16.8	21.3
政 府		0.6	6.8	2.0
海 外	6.7	4.2	17.7	12.3

（注）1．銀行持株式会社の保有分を含む。

2．米国の計数は、企業が保有している株式を除いて統計が算出されている。

（出典）深尾光洋・森田泰子『企業ガバナンス構造の国際比較』（日本経済新聞社、1997年）40ページ。

表3 筆頭株主の属性

(単位：%)

	米国企業	日本企業
機関投資家	71.7	12.9
取引先（金融機関）	1.9	35.6
取引先（金融機関以外）	1.9	9.4
親会社・グループ会社	1.9	30.7
創業者一族	15.1	5.4
一般投資家	5.7	2.5
その他	1.9	3.5
合計	100.0	100.0

(出所) 企業行動に関する調査研究委員会『日米企業行動比較調査報告書』(1988年9月)

(出典) 深尾・森田、前掲書、42ページ。

續の悪化による予定利回りの低下等の問題を引き起こし、一層の個人株主離れと持ち合い解消売りによって株価の低迷をさらに長期化させたのである。

表2は、バブル崩壊直後の日米欧の株式所有構造を示したものであるが、わが国の銀行による株式所有は他の4カ国を圧倒しており、いかに自己資本を株式の含み益に頼っていたかが分かる。また、保険会社による株式所有の割合も米独に比べると高くなっており、さらに金融機関全体での株式所有割合は米独に比べてきわめて高く、証券市場に上場されている会社の株式の約半分は金融機関所有になっている。このことから、株価の下落が銀行業界と保険業界に如何に大きな影響を与えたかをうかがい知ることができる。さらに、表3は、バブル膨張期の日米の筆頭株主の属性であるが、米国に比べてわが国は、金融機関と親会社・グループ会社の割合が高くなっている。このことは、わが国の6大企業集団に代表される多くの企業グループが、株式持ち合いを通して相互の結びつきを強固なものとしていたことを示すものであり、さらには、このような企業の安定した株式相互保有が株式市場で売買される株式数を限定的なものにし、株価の上昇とこれに伴う金融機関の含み益の増加をもたらすことによって、放漫経営やモラル・ハザードに象徴させるわが国金融機関のバブル期における行動を決定づけていたと考えられる。それゆえ、バブルの崩壊とそれ以降の株式市場の低迷が金融機関の含み益を減少させ、さらに株式持ち合い解消の売りが金融機関の含み資産をより一層減少させることによって、わが国の金融機関はその活動のあり方を大きく転換する必要に迫られたのである。また、1990年代後半になると、銀行は、BIS規制を達成するために含み資産価値の減少分貸出を抑制させる必要があり、またバブル期の放漫経営によって企業経営の審査能力が低下したため、貸出行動に慎重になった。その結果、地価の下落に伴う追加担保要求と相まって、中小企業に対する“貸し渋り”現象を引き起こした。さらに、株式市場の低迷により運用成績が悪くなった証券会社は、一任勘定や損失補填、飛ばし等の不正行為を行い、これが発覚することによって国際金融市場でのわが国の金融機関にたいする信用力を低下させ、山一証券のように自主廃業に追い込まれる企業が現れるとともに、ジャパン・プレミアムを発生させてわが国金融機関の資金調達をさらに困難にしていっていったのである。

このように、バブルの膨張期に企業はエクイティー・ファイナンスによって資金を調達したが、バブルが崩壊してしまうと市場での発行済み株式数が増加しているために、需給関係の悪化から株価は容易に上昇してこない。そして、株価の下落とともに金融機関の含み益が減少し、これに伴ってBIS規制の達成が困難になるため、国際業務を行う銀行は分母の貸出量を抑制させようとし、結果として“貸し渋り”現象を引き起こすことになる。また、地価の下落に伴って担保価値が低下した結果、銀行の追加担保要求等により平成不況をさらに深刻なものとしたのである。そして、このように大量に発行された株式を吸収するためには投資信託等の市場型間接金融の整備が必要となり、市場を中心とする資金調達とリスク分散型のファンドによる資金供給という市場型間接金融への転換を見込んで、金融機関活動の多様化のための金融持株会社の解禁を含む様々な制度改革が、「日本版金融ビッグ・バン」として展開されているのである。また、株式市場や不動産市場の低迷による日本経済の長期不況（平成不況）に対して、上記のような規制緩和と金融システム改革とともに、株式市場の需給のアンバランスを是正するための公的資金の投入による株価維持策（PKO）や自己株式取得規制の緩和⁸、不動産の流動化を促すための住宅取得に係わる様々な減税と優遇措置⁹、さらには金融政策の側面からのコテ入れとしての“ゼロ金利政策”等、様々な側面からの対策が講じられている¹⁰。このような、バブル崩壊以降の日本経済の動きを整理すると、一方では、1970年代以降の金融構造の変化に対応した市場型間接金融の育成と、そのための金融機関活動の多様化・多角化を促すための金融市場および金融制度改革という側面と、他方では、情報通信技術の急速な発達によるわが国の産業構造の大転換という側面の二面性がある。また、このような日本経済の歴史的な変革期にあって、IT（情報通信）革命が進展したことが、ネット取引等の金融取引の多様化や金融派生商品の開発、さらには金融技術革新をも促しているのである。さらに、これまでのような護送船団方式や、地価と株価に依存するわが国の金融機関行動のあり方についても、市場型間接金融の整備やBIS規制等による経営戦略の転換を通して変革を迫られている。そして、平成不況の特徴である株価・地価の低迷による金融的側面からの景気の収縮を回避するために、この産業構造および金融制度の転換に伴う暫定措置として、上記の土地流動化策や株価対策が講じられたのである。

さて、このようなわが国における金融経済の進展は、わが国の金融システムをどのように変えていくのであろうか。この点について、金融機関の組織形態の多様化の観点から、

-
- 8 . 1998年、相次ぐ金融機関の破綻に伴う金融不安と株価の著しい低下を受けて、自己株式取得に関する特例法が2年の時限立法で成立した。また、それまで商法は、平成不況の深刻化に対応してたびたび改正されている。
 - 9 . 1998年、金融機関等が貸借対照表上で事業用不動産の再評価を認める、土地再評価に関する特例法が2年の時限立法で成立し、住宅ローン控除制度の拡大緩和や住宅取得資金の贈与の上限の引き上げ、不動産取得税の緩和措置など、土地流動化と住宅需要喚起の施策が相次いで実施された。
 - 10 . ゼロ金利政策は2000年の夏に解除されたが、この政策を維持するか解除するかを巡って、資産デフレに伴いに本経済がデフレ・スパイラルに陥るのを防止するためにはゼロ金利政策を続行し、マネーサプライの増加を通して政策的にインフレを発生させるべきである、という調整インフレ論も主張された。インフレは貨幣の価値を時間とともに低下させるため、将来消費に対して現在消費を促す効果がある。したがって、デフレ・スパイラルに経済が陥らないためには、インフレを政策的に発生させて、消費活動を活発にさせるべきである、と主張されたのである。

わが国の金融持株会社の解禁と米国の金融サービス現代化法の成立に絞って考察することにしよう。

2. 日米欧の金融制度改革

a. わが国の金融制度改革

1990年代の日本経済は、企業の資金調達や金融機関の貸出行動が株式市場や不動産市場の動向に強く依存し、日本経済全体の回復には株価と地価の上昇が不可欠であるという経済、すなわち金融的側面が生産活動に強い影響を与える経済に変質してきている。このわが国の金融経済の新たな段階に対応して、政府は、これまでの「護送船団方式」や競争制限的な分離行政を転換し、競争原理の金融分野への導入によって様々な金融サービスの提供を可能にするため、金融持株会社解禁等の企業結合規制の緩和や、イトーヨーカ堂やソニーの金融分野への参入等の業務分野規制の緩和により金融再編を促している。また、明確なルールの採用や、有用な企業情報の早期開示を通して、これまでの保護行政に代わる市場規律の整備と競争促進型の金融システムの構築を試みている。そして、1997年の橋本政権下で立案された「日本版金融ビッグ・バン」構想は、戦後の銀行を中心とした間接金融から、1970年代以降の市場を経由した直接金融への資金移動の変化に対応して、一方では、様々な金融商品の開発と総合金融サービスの提供を目して業務分野規制と企業結合規制の緩和を促進させ、他方では、明確なルールと公正な市場の構築を通して国際的に通用する市場の構築を目指すものとなっている。

ところで、1997年6月に成立した「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律の一部を改正する法律」により純粋持株会社が解禁されたのに伴って、金融の世界においても国際的な金融自由化の流れに対応した金融機関の経営効率化を図るとともに、様々な金融商品の開発や総合金融サービスの提供には持株会社方式が有効であるとして、同年12月、「持株会社の設立等の禁止の解除に伴う金融関係法律の整備等に関する法律」が成立し、金融持株会社が解禁となった¹¹。そして、以後、わが国の金融機関の合併・業務提携が頻繁に行われるようになり、国境を越えた、また銀行・証券・生保・損保の垣根を超えた提携の動きが加速してきており、金融機関の競争はまさに国際舞台での競争になっている。

このように、わが国における金融制度改革は、持株会社方式により金融機関の経営多角化を促し、新たな市場の開拓と自助努力による経営の効率化を通して、様々な金融商品の開発と総合金融サービスを可能にするとともに、わが国の金融の市場型間接金融へのシフトを円滑に行い、国際社会で通用する金融機関の育成と金融市場の構築を目指して行われている。また、このようなわが国における金融制度改革に対して、1999年末、米国においても1933年銀行法の改正が行われて金融持株会社の設立が可能となり、欧州のユニバーサル・バンキングに対して、日米は金融持株会社方式により総合金融サービスの提供を展開することになった。

11. この金融持株会社解禁に伴う問題点については、拙稿「金融持株会社解禁と規制監督制度の再構築 - 日米欧の金融機関規制の比較検討 -」(『企業研究所年報』第19号、中央大学企業研究所、1998年)を参照。

b. 米国の金融サービス現代化法

米国においては、1933年銀行法のいわゆる「グラス・スティーガル法の壁」により、商業銀行業務と投資銀行業務（証券業務）の分離が規定されたが、連邦準備制度理事会はこれまでレギュレーションYの非銀行業務の範囲を拡大することによって金融環境の変化に対応してきた。しかしながら、1998年春、シティー・バンクを傘下におくシティーコープと、証券会社のソロモン・スミス・バーニー社、保険会社のトラベラーズ社を傘下に持つトラベラーズ・グループ社が合併の意向を公表し、同年9月、条件付きとはいえ承認されたことは、単に銀行業務と投資銀行業務・証券業務の分離行政の転換にとどまらず、保険業務を含めた総合金融サービス業の本格的な展開を示唆していたという点で、戦後の米国の金融行政の大きな転換を意味していた。このような合併を認めた背景には、米国金融機関の活動範囲・市場範囲がグローバル化し、競争相手が米国金融機関にとどまらずに外国の金融機関をも考慮しなければならなくなり、特に競争相手として、総合金融サービスを提供する欧州大陸のユニバーサル・バンクやわが国の金融持株会社を想定した場合には、米国においても何らかの形で総合金融サービスを提供していかなければ国際競争に勝ち残れないという危機感があったものと思われる。そして、今回ようやく米国においても金融持株会社制度が解禁となり、銀行・証券・保険を含む全ての金融サービスの提供が、子会社を通じて可能になったのである。

1999年11月12日にクリントン大統領が署名して成立した「金融サービス現代化法」は、法案の成立に尽力した三人の議員の名をとり、「グラム・リーチ・ブライリー法」と呼ばれている¹²。また、同法の諸規定は、原則として、立法後120日から18ヶ月の間に発効するので、遅くとも2001年春頃までには施行されることになる。この「グラム・リーチ・ブライリー法」の特徴としては、第1に、一般に「グラス・スティーガル条項の壁」と呼ばれる1933年銀行法中の第16条、第20条、第21条、第32条の4条のうち、銀行と投資銀行・証券会社との相互関連を原則禁止とする第20条、および銀行と投資銀行・証券会社相互間の役員の兼任を原則禁止とする第32条を撤廃したことである。また、同法第16条および第21条は証券会社の業務範囲を定めているが、今回の「グラム・リーチ・ブライリー法」により「金融持株会社」が認められたため、実質的な意味はなくなっている。第2に、この「金融持株会社」の設立を認めて、銀行・証券会社・生命保険会社・損害保険会社等の全ての金融業態の子会社を傘下に持つことを通して、各事業体間の相互関連を許容し、総体として総合金融サービス業の展開を認めたことである。「金融持株会社」に対する規制監督当局としては、通貨監督官局との調整の結果、連邦準備制度理事会が中心となることが決まったが、金融持株会社が行う金融業務は多岐に渡るため、証券取引委員会や州の保険規制当局等が業務の内容に応じて適宜規制するという機能別規制体制が確立された。第3に、「金融持株会社」は傘下の子会社を通じて顧客の様々な個人情報入手できるよう

12. 「金融サービス現代化法」ないしは「グラム・リーチ・ブライリー法」の概要については、V. ジェラルド・コミジオ、マーク I. ソコロウ、高橋宏明「グラス・スティーガル法廃止に伴う米国新金融法制について」(『国際商事法務』、国際商事研究会、Vol. 28・No. 2、2000年)および、吉川満「米国「金融サービス現代化法」の成立」(『商事法務』、商事法務研究会、No.1546、2000年)を参照。

になるため、顧客情報の保護およびプライバシー保護の規定を相当程度盛り込むとともに、今後も検討することにした。そして、第4に、米国の「金融持株会社」は、わが国の「金融持株会社」とは異なり、金融業を営む金融機関と非金融機関間の相互関連については従来通り原則禁止している。すなわち、わが国の場合、産業と金融の分離規制を一挙に撤廃し、非金融業を営む業態から金融業への参入を認めることにしたが、米国においては、産業と金融の分離が依然として厳格に行われているのである。

以上のように、米国においては、金融市場規制および金融機関規制の緩和とともに、金融持株会社形態による銀行・証券・保険の相互参入が可能になったことから、今後ますます総合金融サービスの提供が期待されるとともに、国際市場を視野に入れたハイブリッド型の新商品の開発競争にも拍車がかかることになろう。したがって、今後は、複雑化する新商品取引を如何に規制していくのか、また、個人情報の管理およびプライバシーの保護対策を如何に行っていくのが議論の中心になってくると思われる。また、わが国の金融持株会社の解禁とともに米国においても金融持株会社が解禁になったことは、先進諸国の金融制度が日米型の金融持株会社と欧州型のユニバーサル・バンキングに収斂してきたことを意味している。

3. 総合金融サービス業の展開

上記のように、現代の国際経済は、金融経済のグローバル化に伴って通貨・金融政策の国際的協調の重要性が増してきており、各国の金融政策は景気変動に対して裁量的に運営するのではなく、一定のルールに従うべきであるというマネタリズム（新古典派）の理論が台頭することによって、この政策協調が可能になってきていると考えられる。そして、通貨・金融政策および金融・資本市場におけるルール・規制の統一化、市場の透明性・公平性を確保することによって、各国の金融機関の自由な経済活動を促すために日米欧においては「ビッグ・バン」に代表されるような金融機関規制および金融・資本市場規制の緩和が1970年代以降漸進的に進められてきているのである。そこで、国際的な活動を展開する金融機関（銀行）に対しては、国際統一基準として国際決済銀行によるBIS規制が1988年に導入されており、金融規制の緩和については、欧州においては銀行・証券の兼営のユニバーサル・バンクをさらに発展させた保険業務も行う「アルフィナンツ」が議論されており、わが国においても金融持株会社の解禁とともにさまざまな規制緩和が行なわれ、また、米国においてもグラス＝ステイーガル法の改正とともに、銀行・証券の垣根を越えた金融持株会社形態による総合金融サービスが可能になってきている。そして、このように見てくると、金融経済が進展してきている現代の国際金融においては、通貨・金融政策の協調体制の構築と金融・資本市場の平準化の下に、金融機関が自己の能力に応じて自由に活動できる体制・市場の整備をいかに行なうかということが各国の政策当局の重要な課題になってきていると考えられ、また、金融機関は、自由な競争市場で自己の組織形態や参入市場を自由に選択し、多様な業務を行う総合金融サービス会社や専門に特化した専門金融会社への転身を求められているのである。

さらに、BIS規制の導入等による自己資本比率規制の強化は、銀行を中心とする各国の金融機関の経営行動を効率的なものにするとともに、経営戦略上、業務の多様化・多角化

を金融機関に迫ることになる。その結果、銀行を中心とする金融機関は、収益性の高い分野への参入を企図して業務分野規制の緩和を要求するとともに、この参入をより効率的・効果的に行うために企業結合規制の緩和についても要求するようになる。そして、先進各国の金融機関は、日米のような持株会社方式（金融持株会社）により、またEU諸国におけるユニバーサル・バンク方式により、子会社ないしは本体で多様な金融業務を展開して金融各分野への参入を加速させる。また、各国の金融機関は、合併や提携、子会社化を通して金融グループ化を進め、金融各分野にまたがる新商品の開発と総合金融サービスの提供を行うことによって、国際的な金融機関間競争に対応しようとしているのである。その意味では、先進各国の金融システム改革は、国際的な提携をテコとして自分の不得意な分野の補強や新規分野への参入を促すものであり、先に述べたように、総合金融サービス業の展開を円滑に行い、国際金融市場で勝ち残る金融機関を育成するための改革と見ることができよう。

、むすび

これまでの考察から、われわれは、1970年代以降の金融経済を次のように整理することができよう。第1に、1970年代の二つのショック以降のわが国の金融経済は、わが国の金融構造の変化や、金融機関活動のグローバル化に対応するBIS規制の導入等によって、金融機関活動が不動産や有価証券等の資産価格の変動に規定され、金融的側面が実体経済に強く影響を与える経済に変化してきている。第2に、国際的資金移動の巨大化に伴う急激な外国為替市場の変動が、国内経済に対して悪い影響を与えることから、先進各国は、外国為替市場での協調介入を通してこれを是正するという国際的政策協調体制を成立させ、通貨・金融政策の国際的な結びつきをますます強めてきている。第3に、1980年代のわが国は、マネーサプライの動向に注視しつつも国際的政策協調の名の下に国際金融を優先させてバブルを発生させ、バブルが崩壊した以降は、わが国特有の産業構造と金融経済の変質に対する対応を誤った結果、戦後類を見ない長期不況（平成不況）に喘いでいる。そして、第4に、変動相場制への移行とマネタリズムの台頭によって、財政と金融の分離、および経済政策の相互依存度が高まったため、1990年代の先進各国の金融制度改革は、金融のグローバル化と総合金融サービス業の展開をより一層促すためのものであり、金融システムの国際的ハーモナイゼーションを加速させる側面をもっている。

以上のように、1970年代以降の日本経済、および国際金融を整理すると、金融の自由化・国際化に伴って、国家間の相互依存関係は緊密化し、ますます金融制度や金融規制監督制度の国際的ハーモナイゼーションが促されるとともに、国際金融市場で業務を行う金融機関に対する国際的な統一基準の導入や、戦後のブレトンウッズ体制に代わる新たな国際通貨システムの構築が不可欠になってくるのは明らかである。さらに、アジア危機に見られたような、外国為替相場の急激な変動に伴う破綻国に対するIMF（国際通貨基金）等の国際金融機関の活動のあり方についても、国家主権との関係で問題になってこよう。これらの点については、あらためて検討することにしたい。