

金融・証券講座

貝塚啓明／志村嘉一／蠟山昌一 編

第Ⅰ卷

日本経済と金融・証券

金融・証券講座

貝塚啓明／志村嘉一／蠟山昌一 編

第Ⅰ卷

日本経済と金融・証券

東洋経済新報社

金融・証券講座 第1巻

定価 2000 円

昭和56年7月9日 発行

編者 貝塚啓明／志村嘉一
蠟山昌一

発行者 中井義行

発行所 東京都中央区日本橋本石町1の4 東洋経済新報社

郵便番号 103 電話03(270)4111(大代表) 振替口座3-6518

© 1981 〈検印省略〉 落丁・乱丁本はお取替えいたします。
Printed in Japan

3033-9145-5214

編者のことば

1970年代は世界経済の歴史にひとつの重大な転機をもたらした。すでに60年代にイギリスにはじまったスタグフレーションが、この時期に世界中に広がり、今や現代経済の体質と化そうとしているからである。日本経済もけっしてその埒外にあるわけではない。「20世紀の奇蹟」とまでいわれた日本の高度成長経済も、1973年の石油危機をさかいに、低成長経済へと転換を余儀なくされた。一部には強度のインフレと極端な不況に呻吟する欧米先進諸国と比較して、日本経済の依然たる柔軟さと成長性を見直す空気も強まっている。だが、たとえそうであるにせよ、少なくともかつての高度成長を支えた内外の諸条件は失われつつある。こうした事実からすれば、日本経済がすでにひとつの歴史の曲り角を通過したという事実を否定することはできない。

低成長経済への転換は、最近の金融市場の構造あるいは機能の変化にもっとも端的に現われている。大企業の設備投資——産業の高度化に傾斜していた高度成長金融が、財政主導型資本蓄積のための低成長金融へと方向転換したのに対応して、金融政策はもとより、金融市場構造もその機能も、大きな変化をとげようとしているのである。さらに、日本経済をめぐる世界経済あるいは国際金融の構造的不安、動揺といった外的条件も、このような国内金融の変化に増幅的な影響を与えつつあるといわなければならない。

この講座の主たるねらいは、まさにこのような最近における金融の動きを、構造、機能、政策等、広い角度から正確に把握しようとするところにある。その

ばあい、従来のように、狭義の「金融市場」と「証券市場」とを別個の対象として切り離すことなく、両者の有機的な関係と機能とを重視しつつ、ひとつの統一的市場として分析することに力を置いている。

ところで、すでに十数年前、『金融経済講座』（全5巻）と『証券経済講座』（全5巻）という二つの講座が、それぞれ別個に同じ東洋経済新報社から出版された。それらは高度成長期の金融市場と証券市場とをそれぞれ対象としたものであり、高度成長金融の構造・機能を分析し、その意義を明らかにする点で大きな成果をあげたものと評価される。しかし、上述のような理由から、低成長経済下の金融・証券はあらためて分析、検討されるべき時期にあるものと思われる。その意味で、本講座はこれら二つの講座を統合的に発展させたものと理解していただきたい。もちろん、高度成長期の金融と証券が別個に論じられたのには、それなりの客観的な理由があった。高度成長金融機構の中に組み込まれていた証券市場の特殊な地位がそれであった。しかし、低成長経済への移行は、もはや金融と証券の分離を無意味なものにしている。本講座はこうした現状認識のうえに立っているのである。

ところで、本書「第Ⅰ巻」は、本講座の第Ⅱ巻以下で展開される、金融・証券市場の各論的詳述に対する「総論」に相当するものである。すなわち、まず第1章では、石油危機後の日本の金融・証券市場が、世界史的にみた資本主義の発展段階の中で、どのような位置づけを与えられるものなのかという問題意識のもとに、金融・証券市場の現局面に歴史的枠組を与えている。それによって、読者は金融・証券の基礎的概念と同時に、その歴史的背景を理解するであろう。

以上のような金融・証券に関する大きな歴史の流れの中で、現実の金融・証券市場をとりまく基本的な経済条件が、つぎに明らかにされなければならない。つまり、国際的な経済環境とそのもとでの日本経済の構造転換の実態を明らかにすることである（第2章）。低成長金融を規定する経済的諸要因がこれによって与えられることになる。

低成長経済下の金融・証券が、巨視的にみてどのような変化をとげつつある

か、また、その特徴は何であるかは、高度成長下のそれと比較することによって明らかにされる。第3章は、こうした視点から、前章の経済的基礎条件の変化に規定された金融・証券の実態を総括的に扱っている。

国債大量発行による公信用の膨張は、低成長金融の最大の特徴 といってよい。国債大量発行をもたらしている低成長経済下の赤字財政の実態とその行方は、金融・証券市場の現状と将来にとって決定的に重要な意味をもつ。とくに大量国債発行とその管理政策いかなが、そこでの基本問題となる（第4章）。

以上のような順序で、浮き彫りにされた現実の金融・証券をめぐる構造・機能上の諸特徴は、さらに国際的視点からの比較、検討を経る必要がある。本書の終章（第5章）では、従来の先進性対後進性あるいは優越性対劣等性といった国際比較に関する固定的な単純二元論を離れ、冷静かつ客観的な検討が行われている。

いわゆる「講座」の特色は、さまざまな筆者が、それぞれ異なる方法、視点によりながら、統一的テーマ、対象を分担し、執筆するという点にある。そこには異質なものがつくりだすモザイク的調和が求められる。本講座が、はたしてそのような意味での調和を生み出すのに成功しているか否かは、読者の判断、評価にまつ以外にない。

最後に、本講座の公刊にあたり、東洋経済新報社出版局の佐藤幸千賀氏に大変お世話になった。心からの謝意を表したい。

1981年4月

志村 嘉一

目 次

編者のことば

第1章 金融・証券の歴史的展開

志村 嘉一

1 はじめに	3
2 金融市場の歴史的展開	4
2.1 近代的金融の概念	4
2.2 貨幣市場の成立	6
2.3 資本市場の成立	8
2.4 金融市場の崩壊	11
3 現代資本主義と金融市場の再生	14
3.1 財政金融政策の登場	14
3.2 公信用の膨張	15
3.3 金融市場の構造変化	18
3.4 国際金融市場の再編と動揺	24
4 現代日本の金融市場	27
4.1 資本主義の後進性と金融の特徴	27
4.2 戦後金融の復活とその特徴	31
4.3 金融市場の現段階	36

第2章 日本経済の構造転換

柴垣 和夫

1 はじめに	39
2 国際環境の変化	39
2.1 変化の要因—IMF＝ドル体制の崩壊—	39
2.2 変化の帰結—国際不均衡の拡大—	46
3 日本経済の構造変化	51
3.1 成長率の低下と成長パターン	51
3.2 産業構造・貿易構造の変化	59
3.3 企業行動と企業金融	70
4 むすびにかえて	79

第3章 低成長経済下の金融・証券

浜田 博男

1 はじめに	83
2 低成長経済への移行と金融構造の変化	85
2.1 高度成長期の金融構造	85
2.2 低成長経済への移行と資金循環構造の変化	89
3 公社債市場と短期金融市場	99
3.1 大量国債発行と公社債市場	99
3.2 大量国債発行と短期金融市場	104
3.3 大量国債発行と金利自由化	107
4 低成長経済下の株式市場	108

第4章 低成長経済下の日本財政

和田 八束

——財政の“再建”と“改革”——

1 赤字財政の特質	117
2 財政水準と支出構造	122
3 税制をめぐる問題点	126

4	国債発行と国債管理	133
5	財政投融资の変質	143
6	地方財政の問題と分権化の方向	149
7	「財政再建」から「福祉型財政へ」	157
第5章	金融・証券の国際比較	黒田 巖
	——日本の特徴——	
1	分析の視角	161
2	金融市場の特徴	163
2.1	欧米における金融市場	164
2.2	わが国における金融市場	166
3	「金融構造」の特徴	170
3.1	オーバーローン，資金偏在	171
3.2	自己資本比率	174
3.3	直間金融比率	179
4	金融政策手段の特徴	181
4.1	公定歩合の役割	181
4.2	窓口指導の役割	184
5	公共部門の拡大	185
5.1	公共部門の金融活動の拡大	186
5.2	公共部門と民間部門との競合	189
5.3	拡大のマクロ経済的影響	192
6	おわりに	197

執筆者紹介

索引

金融・証券講座

第Ⅰ巻

日本経済と金融・証券

第 1 章

金融・証券の歴史的展開

志 村 嘉 一

1 は じ め に

この章の目的は、現代金融、とりわけ低成長経済下の日本の金融・証券を世界史的な視点から、資本主義の歴史のなかに位置づけることである。もちろん資本主義の各発展段階における信用形態の変化・発展と、それに対応する金融市場の構造変化とを詳述することが、ここでの目的ではない。しかし、証券市場をも含めた広い意味での現実の金融市場は、過去の歴史的発展過程の延長線上に、さまざまな歴史的、経済的諸条件に規定されつつ形成され、機能してきたものである。したがって、金融市場の現実の姿を的確にとらえるためには、なによりもまず歴史的視点からみた現代金融の構造なり、機能的展開なりの諸特徴を明らかにしておくことが不可欠であると考ええる。

このよゝな考え方に立つ以上、現代金融をめぐる諸特徴を、過去の歴史的発展段階に対応するそれと関連づけ、比較するということをせざるをえない。そのためには、まず最初に資本主義の生成・発展・成熟段階、それぞれにおける信用形態・機能の変化、およびそれに対応する金融市場の構造変化が明らかにされる必要がある。これによって現代金融を特徴づける歴史的條件が明らかにされる。だが、日本の金融市場に的を絞るためには、さらに日本資本主義に固有な諸条件、とりわけその世界史的地位とか（日本資本主義の歴史的後進性）、さらに第2次大戦の敗戦によってもたらされた経済的諸事情（日本資本主義の

戦後の特殊性) という諸条件をも考慮する必要がある。

このように、やや迂遠とも思われる歴史的視点からの現状認識は、第2章以下でとりあげられる現代金融・証券に係わる多くの問題の所在を明確にするために不可欠である。現代金融の歴史的規定をまず最初に与える理由がここにある。

2 金融市場の歴史的展開

2.1 近代的金融の概念

金融市場が人間社会の中に一体いつ根をおろすようになったかという疑問に答えるのは、それほど容易ではない。金融とか金融市場ということばを、単純に貨幣あるいは資金の取引、貸借、ないしそのための市場というふうに理解すると、それは封建社会はおろか、はるかギリシャ、ローマの時代にまでさかのぼらなければならない。歴史的にみれば、たとえ部分的であれ商品の流通がみられたところでは、貨幣は一定の価値尺度、購買手段、富の蓄蔵手段等としての機能を備えたものとして流通していたからである。貨幣がたとえ部分的であれ、流通するようになれば、当然、貨幣の貸借という関係が発生してくる。一種の信用関係がみられたわけだし、それにともなって利子も発生したのである。それは遠くギリシャ時代にまでさかのぼれよう。アリストテレスが、貨幣は消費目的に使われるのだから利子を生むはずがないといって、貨幣不妊説を唱えたのは有名な話である。中世では、教会が利子を禁止しているが、これも同じような理由によっている。

ところで、このような貨幣の取引とそれにともなう信用関係、利子の成立等は、いずれも常識的には「金融」という概念で包括されている。だとすれば、われわれが「金融」を問題にするとき、このような時代にまでさかのぼる必要があるのか、という疑問がおきる。もちろん、その必要はない。つぎのような理由から、それは、もっぱら「近代的」金融市場を対象にするというわれわれの立場にとって、必要ないものなのである。

中世封建社会以前の時代には、原則的に自給自足経済が支配的であり、商品経済は社会のごく一部に発展したにとどまった。したがって貨幣流通も限られた範囲にしかみられなかったのである。きびしい身分的制約のもとで農業を強いられていた大部分の人びとにとって、商品売買も貨幣取引もほとんど無縁にひとしかった。したがって、商品売買も貨幣取引もきわめて偶然的にしか行われず、社会全体を覆いつくすまでにはいたらなかったのである。貨幣取引ないし貨幣の貸借が行われるのも個別的、偶然的であり、そこから発生する利子も、一定の経済的根拠をもたない、きわめて高利のものであった。一般にいう高利貸がそれであり、前述のような利子を否定する考え方もここから出発していたのである。

このように、人間の生産活動に基礎を置かない、個別・部分的関係による偶然的な貨幣取引は、そのための統一的「市場」を形成するまでにはいたらない。このような前近代的な金融関係は、今日、われわれを取り巻いているそれと比較してみれば、いかに異質なものであるかがわかるであろう。それでは「近代的」金融関係、金融市場とはどういうものか。

何よりもまず、商品経済が社会全体、少なくともその主要な部分に行きわたっていることが基本である。商品売買にとまなう貨幣の流通は当然であるが、さらに、貨幣取引あるいは信用関係もまた社会全体に行きわたり、それが生産活動との結びつきのもとに展開されることが基本である。つまり、信用関係を利用することによって、生産活動がそれだけ拡大され、より多くの利潤がそれによってえられるという条件がなければならない。利子はこの、より多くえられた利潤から支払われることができるからである。自由な経済活動、生産活動が行われるかぎり、このような信用関係も当然それにとまなうて自由であり、相互の競争をつうじて拡大されつつ、しだいにひとつの統一された市場を形成するにいたる。近代的な金融市場の成立である。

これを具体的な世界史の過程に重ねてみれば、身分的關係を基礎に小生産者を寄生的に支配していた商人資本や高利貸資本に代わって、身分的に自由な賃労働者を使用する産業資本家や銀行資本家が登場した時代、つまり18世紀の産

業革命を経た資本主義成立の時代を意味する。金融市場の成立も、当然のことながらこの同じ時代に求められることになる。

2.2 貨幣市場の成立

産業革命を経て産業資本が成立すると、資本家相互の間で生産物の売買が行われる。通常は、それにとまって貨幣が流通するが、貨幣を利用しないでも商品売買が行われれば、貨幣を節約できるばかりか、商品流通や商品生産はそれだけ促進され、拡大されることになる。つまり、商品の売り手は買い手に対して一定期間にわたり貨幣の支払いを猶予し（信用供与）、その代わりに、買い手は一定期間後の支払いを約束した手形（商業手形）を振り出すという方法が利用されるわけである。商品売買にとまって、資本家が相互に与えあうこのような信用は、商業信用と呼ばれ、一般に商業手形という形をとる。この手形は、場合によっては受取人である商品の売り手が、今度は買い手として他の資本家と取引するさい、買入代金の支払いに当てることも可能である。このように、商業手形は貨幣の代わりに産業資本家の間を転々と流通する可能性もっている。18世紀から19世紀にかけてのイギリスは綿工業を基礎に資本主義を確立させたが、当時のイギリスでは、ロンドンをはじめ、ランカシャー等の綿工業地帯で、手形がさかんに流通するようになったのであった。

産業資本の確立による手形の流通は商業銀行制度の発展と相まって、18世紀後半以降急速にひろまっていった。ロンドンの個人銀行数は18世紀半ばには30行ほどであったが、世紀末には70行近くに増加した。一方、地方銀行の数も、この間急増し、18世紀70年代に150行ほどのものが、19世紀に入ると300行をこえ、1810年代にはさらに600行を超えるという急増ぶりであった。1694年に創設されたイングランド銀行を頂点とするこれら銀行は、それぞれ銀行券を発行すると同時に、預金蒐集、貸付、手形割引等を業務としていた。むろん、銀行によってそれぞれの地方の産業、経済事情を反映して、その業務の比重は異なっていた。地方銀行による銀行券の発行も、1810年ころをさかいに減少に転じ、イングランド銀行の発券にしたいに集中する傾向がみられた。

銀行券はもともと商業手形の機能的限界を止場する信用通貨として登場したものである。つまり、商業手形は商品の売買にともなって発生し、流通するものだから、その流通範囲は自ら限られてくる。また金額も個別の商品売買額に応じて決められるから大規模かつまちまちである。しかも期限付きの貨幣支払いを約束しているにすぎないから、その流通性には限度がある。商業手形が「金」に代わって十分な貨幣機能を果たせない理由がここにある。こうして銀行券つまり銀行の手形が商業手形に代わって登場することになる。銀行は商業手形を買い取る（割引く）という形で自らの手形（銀行券）を振り出すのであるが、この手形は預金として蒐集した金貨幣を支払準備とした一覧払いであり、額面金額も任意に決められるから、商業手形にくらべてはるかに流通性の高い、一般的な信用通貨として流通することになる。しかし、地方銀行の発行する銀行券は、なお流通範囲の地方性とか信用度の低さという限界を備えていたから、国内に一般に通用する統一的通貨制度が必要であった。1844年のピール条例は、事実上イングライン銀行に発券権限を独占的に集中させることをねらったものであり、いわゆる金本位制確立の基礎をなしたのであった。

こうして資本主義の確立に対応して、19世紀半ばにはイギリスに近代的金融市場が成立した。商業金融を軸とする新しい貨幣市場は、手形市場あるいは割引市場として成立し、手形ブローカー、手形ディーラーがそこで中心的役割を演じたのである。すなわち、地方銀行は手形割引、コールローン等で資金運用を行い、これら手形業者がその仲介役を果たす、という形であった。そして手形市場が資金不足の状態に陥った場合、イングランド銀行が手形業者をつうじて手形再割引による資金供給を行ったのである。手形市場はイギリス国内の資金配分機構の役割を果たし、イングランド銀行が、いわゆる「最後の避難所たる貸し手」(Lender of the last resort)として市場に対する信用供与を行ったのであった。手形業者は商業銀行とイングランド銀行とを仲介しつつイギリス貨幣市場にとって緩衝機能を果たしたのである。

2.3 資本市場の成立

19世紀のイギリスで手形市場を中心とする貨幣市場が成立したのに対して、世界的にみれば後進国であったドイツに資本市場が典型的な形で成立した。19世紀70年代の大不況をさかいに世界経済は大きな転換をとげたのであり、資本市場の成立はまさにそれに対応していたのである。大不況をさかいに、イギリスの世界における工業独占の地位は崩れ、重工業の発展と独占体の成立を軸とする新しい資本主義がドイツに生まれてきたからである。

綿工業ではイギリスにくらべて遅れた立場にあったドイツは、1830年代以降、鉄道建設をきっかけに、石炭、鉄鋼、機械等の重工業を急速に発展させた。とくに50年代と70年代はじめの企業勃興と生産の伸びはいちじるしかった。このようなドイツにおける重工業の発展は、株式会社制度の普及と確立を基礎にしていたのである。イギリスの綿工業が主として個人産業資本家の経営によっていたのとは対照的であった。

ドイツで株式会社制度がもっとも広く普及し、重工業発展と結びついたのには、それなりの理由があった。また何よりも、巨大な設備と巨額な資本を必要とする鉄道業や重工業はもともと個人企業には不向きな産業であり、多数の出資者に頼らなければならないという性格のものである。しかも、イギリスとちがってドイツでは資本の原始的蓄積が不徹底にしか行われず、貨幣資本の蓄積も乏しかったという歴史的事情があった。株式を発行して社会的に散在する資金と各種の資本を結合、集中し、株式資本に転化させざるをえないという必然性が存在していたのである。

もちろん、株式会社の成立はドイツにみられたよりもはるかに以前から、イギリスやオランダ等でみられた。17世紀はじめには、オランダ東インド会社が設立されているし、18世紀から19世紀にかけてはイギリスでも鉄道、運河、銀行、保険業等に株式会社がみられるようになり、株式取引も特定の市場で行われるようになった。しかし、これらの産業はもともと製造業とちがって資本主義産業の基礎とはなりえない流通過程に係わるものであり、その株式売買も各