

ドルの過剰と日銀信用

—国際的管理通貨制度の研究—

宮 田 美智也

要 旨

アメリカの財政収支は昨年度黒字化を達成した。しかるに、日本では財政赤字が深刻である。本稿はその事実の持つ意味を明らかにすべく、ドル政策に対応する円政策のいかんという観点から日本の管理通貨制度の分析を目指す。

管理通貨制度下の国際通貨制度は変動為替相場制度の上に成り立ってはじめて論理的に整合的となる。事実、70年代になると、国際通貨ドルがその基礎とする為替相場制度は変動相場制度に移行する。背後にはドルの過剰供給があった。そうしてアメリカは80年代半ば債務国へ転落し、ドル政策の運営に一定の制約を課されるに至る。ドルを日米独を主軸に国際協調的に管理するというプラザ合意体制が、85年秋から86年初夏にかけて形成される。それは理論的に国際的管理通貨制度という内容を持つ。しかし、88年夏にはそこからドイツが離脱し、その制度は事実上日米2国によるドルの共同管理制度へと変質する。

日本の管理通貨制度（円政策、日銀信用供給）は当然国際的管理通貨制度に影響される。それを論じるために、まず日銀の信用供給方法が貸出、国債買い上げ及びドル買い上げの3つの方法として理論的に整理され、それらが国際的管理通貨制度段階的に、後2者を基礎としてその上部に前者の貸出が位置付けられる。そして、70年代前半と80年代後半における管理通貨制度の実際が考察され、最後に最大の債権国化した日本が俎上に載せられる。円建てではなくドル建ての債権国であることから、債務国アメリカへの付加価値移転（債務者利潤の発生）を強いられる立場にあることが導き出される。

目 次

- I. はじめに
- II. IMF体制の抱えていた論理的矛盾とその顕現
 1. IMF体制
 2. 金・ドル交換制度と為替平衡操作
 3. 金・ドル交換制度の廃止
- III. 変動相場制度への移行と日本
 1. 為替介入操作の役割の変化
 2. 国内均衡命題と国際均衡命題
 - その比較優位の転換—
 3. 国際均衡政策優先の政策運営の結果
- IV. アメリカの対外債務国への転落と米日
 1. アメリカに対する影響
 2. 日本に対する影響
- V. プラザ合意体制とその破綻
 1. プラザ合意体制とその理論的意義
 2. プラザ合意体制の推移
 3. プラザ合意体制の破綻とその理論的意義
 4. 総括
- VI. 日銀信用の供給ルートとその体系的位置付け
 1. 貸出ルート
 2. 国債買いオペ・ルート
 3. 外為買い上げルート
 4. 日銀信用供給ルートの体系的位置付け
- VII. 日銀信用供給の実際 (1)
 - 70年代前半の場合—
- VIII. 日銀信用供給の実際 (2)
 - 80年代後半の場合—
 - 1. 金融・財政政策の枠組みとその評価
 - 2. 設備投資の動向に現れた政策効果
 - その過剰化—
 - 3. 金融政策転換の挫折
 - 4. 日銀信用供給の動向
 - 5. 金融機関による信用創造
 - 6. 日銀信用と資産市場の活況の関係
- IX. ドル建て債権国日本とその孕む問題
 1. 論点の限定と方向
 2. 債務者利潤の発生
 - 対米所得移転—
 3. 債務者利潤の支払いとその結果
- X. おわりに

I. はじめに

アメリカの財政収支 (単年度の歳出と歳入の差額) は1998会計年度 (97年10月～98年9月) に69会計年度以来29年ぶりに黒字に転換した。99年8月4日、今後とも黒字が膨らむという見通しのもと、財務省はその黒字の使い道として既発国債の買戻計画を発表した。クリントン政権は国債や政府機関債などの政府債務約3兆6,000億ドルを2015年までに解消する目標を立てており、その計画はその一環とされる。経済開発協力機構 (OECD) の推計によると、99年 (暦年) の中央、地方を合わせた政府財政収支の国内総生産 (GDP) 比は、アメリカは1.9%の

黒字なのに対し、日本は8.7%の赤字である¹⁾。今年度末には約343兆円の国債残高を抱え込む日本政府の場合、財政収支の好転はまさに画餅であり、国債発行額増加の抑制さえ当面は望みえない実状にある。

しかしながら他方、周知のとおりアメリカは最大の対外債務国であり、日本は反対に最大の対外債権国である。対外債務国が財政黒字を謳歌し、対外債権国は財政赤字に呻吟しているわけである。これは相互に関係のあることなのか、それとも無関係なのか。この問いに解答を見出すには、アメリカのドル政策 (相場、金利政策) についてその対外的影響を日本の立場から追及していく必要がある。本稿はそれを試みる。

その作業は日本の管理通貨制度の分析へとわ

れわれを導くであろう。なぜならば、こうである。アメリカのドル政策はもちろん管理通貨制度の上に展開される。他方、その遂行に対する日本の対応は円政策となるが、それを成り立たしめるのは同じく管理通貨制度であり、本稿はそのような円政策を対米関係（ドルを基軸通貨とする国際通貨制度との関係）という視点から対象に据えることになるからである。アメリカのドル政策が国際的にドルの過剰と言われる状況をもたらし、また日本の円政策あるいはそれを基礎づける管理通貨制度とは、要するに日銀による信用供給の管理政策に帰着する。そこで本稿はドルの過剰と日銀信用と題される。

そして、そのドルの過剰と日銀信用をつなぐのが変動相場制度であり、アメリカの債務国への転落を契機として展開してくる国際的管理通貨制度である。国際的管理通貨制度とは日米独（西独）3カ国を主軸に基軸通貨ドルを国際的に管理しようという国際通貨制度のことを指している。それは85年9月のG5声明いわゆるプラザ合意を出発点として成立し、88年夏以降はそこからドイツが脱落した日米2極体制のものに変質する。しかし、そのような変遷が見られるとしても、それは変動相場制度がドルの過剰、アメリカの債務国への転落に対応して生み出した国際通貨制度であることには変わらない。以下ではそうした国際的管理通貨制度論の観点から日銀信用（日本の管理通貨制度）に光が当てられることになる。国際的管理通貨制度研究と副題をつけた理由である。それはつぎのような構成で進められる。

まず、国際通貨制度をIMF体制下で考察する（Ⅱ節）。その際の着眼点は（国民的な）管理通貨制度と（国際的な）固定為替相場制度の間に横たわる論理的矛盾である。管理通貨制度下の

国際通貨制度は変動為替相場制度の上に成り立ってはじめて論理的に整合的となる、これが主張される。事実、70年代になると、国際通貨ドルがその基礎とする為替相場制度は変動相場制度に移行する。これを扱うⅢ節では、その移行は日本の管理通貨制度の運営上どのような意義を持つのか、また日本に何をもたらすのか、こうしたことが究明される。

固定相場制度の崩壊はドルの過剰供給圧力（アメリカの国際均衡命題の軽視ないしは無視）による。しかし、その後もドルの過剰供給は止まず、アメリカは80年代半ば債務国へ転落する。それはアメリカのドル政策の運営に一定の制約を課す要素となる。Ⅳ節でそれを明らかにした後、Ⅴ節ではそれへの対応として形成される国際協調体制をプラザ合意体制と呼び、ドルを国際協調的に管理するという意味での国際的管理通貨制度の発足という理論的規定が与えられる。しかし、後にプラザ合意体制は破綻する。ドイツがそこから離脱したからである。それは国際的管理通貨制度の変質として捉えられる。

後続の3節はⅤ節での国際的管理通貨制度論を踏まえ、それとの関連で日本の管理通貨制度を分析する。すなわち、Ⅵ節では日本の管理通貨制度を理論的に対象に据える。日銀の信用供給方法が理論的に整理され、国際的管理通貨制度論的に体系付けられるであろう。つぎはその実証研究である。日銀の信用供給が国際的管理通貨制度段階的に具体化する、日本の管理通貨制度の実際の展開の検証だが、その典型的な例が70年代前半と80年代後半に見られることから、それぞれⅦ節、Ⅷ節でそれを試みる。最後は最大の債権国化した日本が俎上に載せられる。切り口はその債権の通貨建てのいかんという点である。具体的には、円建てではなくドル建てで

対米債権を蓄積してきたことに注目して論究される。国際的管理通貨制度とりわけ変質後のそれは、日本にとっていかに深刻な問題性を内包しているかが浮き彫りになるであろう。冒頭に提起した問題に対する答えはここで示される。

II. IMF体制の抱えていた 論理的矛盾とその顕現

1. IMF体制

論理的に考えた場合、管理通貨制度のもとでは為替相場制度は変動相場制度以外にはありえないであろう。価格標準の固定制を廃止するというのが、貨幣論次元での管理通貨制度の本質だからである。金本位制度であればこそ為替相場の固定制度も論理的に成り立つ。第2次大戦後の日本も、そしてアメリカもまた管理通貨制度の国であった。しかるに、そこでの国際決済上為替相場制度は固定相場制度がとられ、その上にドルを基軸通貨とする国際通貨制度が構築された。IMF（国際通貨基金）体制と言われるものにはかならない。

IMF体制は明らかに論理的矛盾を抱えている。国民的には管理通貨制度でありながら、それらを連結して成り立つ国際通貨制度は、管理通貨制度から論理的に帰結する変動相場制度ではなく、金本位制度に本来的な固定相場制度の上に組成されるという矛盾である。

それでは、なぜそのような体制が成り立ちえたのか。

2. 金・ドル交換制度と為替平衡操作

IMF体制を支えていたのは2本の柱である。それらが上で指摘したような論理的矛盾を覆い隠す役を果たしていた。第1の柱は、アメリカ

が金1オンス35ドルのレートで、その通貨ドルに対外的に公的機関には金との交換を認めるという金・ドル交換制度である。

この制度については、それはドルの兌換制ではなく、金との交換制であることを見落とさないことが重要である²⁾。と言うのは、そこへの着眼はその制度の人為性、つまりそれが金とドルを人為的につなぐ制度であるという、その本質を判然たらしめるからである。ドルは不換通貨であり、それと金とは本来（本質的に）別物なのだが、しかし両者はあたかも一体的であるかのように見せかける措置、そういうところにその本質がある。それゆえ、その人為性はそれだけでは完結しえない。（ドル）為替の平衡操作制度が合わせて導入（強制）されねばならない。もう1つの支柱である。論を進めよう。

為替相場制度が固定相場制度として成り立つには、金が世界貨幣として機能し、金現送点メカニズムが機能しなければならない。しかし、金・ドル交換制度は管理通貨制度のもとでそれと同じようなメカニズムが作動することを可能にする。IMF体制はアメリカ以外の国には為替市場への介入操作を義務づけていたからである。買い上げられたドルは（請求すれば）金に交換されうるという制度を背景に、買い上げ操作がドル相場の変動（下落）を一定の幅の中に収めることを可能にし、あたかも金現送点のメカニズムが働いているかのように固定相場制度が維持されてきた。

IMF体制の形成、日本に即して言えば、日本の管理通貨制度がドルを基軸通貨とする固定相場制度と並び立ったということだが、それが実現できたのはドルの金交換制度が敷かれ、その上でドル為替市場への介入操作が実行されていたからである。つまり、ドルの金交換制度が不

換通貨ドルを基準として建てられる円為替相場の固定制度を根底的に支えていたと結論できる。

3. 金・ドル交換制度の廃止

前項における結論は、ドルの金交換制度が廃止されるならば、固定相場制度は崩壊し、国際通貨制度は変動相場制度に基礎を置かざるをえなくなることを意味する。その過程を簡単に跡づけるのが本項のテーマである。

金・ドル交換制度の廃止への道は、価格標準の固定制から解き放たれたドルの対内価値と、35ドルが金1オンスに固定されたその対外価値との乖離（ドル不安・危機）の発生として始まる。しかも、それはIMF体制発足後の早い時期から始まっていた。

ヨーロッパの主要国が貨幣の対外交換性を回復したのは1958年12月であり、IMF14条国から8条国へ移行したのは61年2月であった。そのころを境として、国際的なドル不足の時代はドル過剰の時代へと移り変わる。ドル不安が顕在化するの、その間の60年10月のことである。ロンドン金市場価格が41.60ドルをつける。アメリカの短期対外債務残高が金の保有量を凌駕するのは61年であるが、その前年からドルの金交換性が危ぶまれたしたわけである。

しかしながら、周知のとおり、アメリカはその後ドルの対外流出に節度ある態度をとることはなかった。国際均衡命題を軽視ないしは無視して、その世界政策を遂行し続ける。60年代を通じてドル危機は繰り返される。そのつど国際的な金融協力（「ドル防衛策」）が試みられ、その間金・ドル交換はなんとか制度として命脈を保つ。一応はドルの対外価値の下落に対する歯止めとして働いていた、あるいは少なくともそのようなものとして位置付けられえた。それ

は裏返して言えば、アメリカの金保有量が減少していくということでもある。

こうして金・ドル交換制度は廃止へ追い込まれる。その具体的な一歩が68年3月の金の2重価格制の採用であった。貨幣用金（公的保有金）と商品としての金（民間市場の金）を峻別し、それによって前者のアメリカ保有金の防衛が企図される。しかし、アメリカからの金流出は止まなかった。従来通りのドル政策を遂行しようとするアメリカにとって、残された道は金・ドル交換制度の廃止以外にはなくなる。71年8月、それが選択される。

さて、ドルの金交換制度は（それを背景として機能する為替平衡操作制度と並んで）国民的な管理通貨制度と国際決済上の固定相場制度を繋ぐ接着剤であった。管理通貨制度と固定相場制度は本質的に相いれない制度だが、それらは金・ドル交換制度によって人工的に接ぎ木されていた。そして、その人工性を国際的なドルの過剰圧力が突き崩す。管理通貨制度はその本質に即して国際決済制度を作り上げねばならない。ここに変動相場制度が成立してくる。

そこで、次節の問題はつぎのように提起されることになる。変動相場制度への移行は日本にどのような対応を迫るか、そしてその対応にはどのような意味が含まれているか、またそのような対応の結果何がもたらされるのか。

Ⅲ. 変動相場制度への移行と日本

1. 為替介入操作の役割の変化

金・ドル交換制度の廃止以前から世界的には固定相場制度の混乱期（あるいは、変動相場制度への移行期）は始まっていたが、73年2月アメリカが変動相場制度に移行し、日本もそれに

続く。3月にはEC6カ国が共同変動制に移行し、以後世界的に（先進諸国間では）変動相場制度が定着する。

金とドルの交換制の停止とは、ドルはその対外価値の下落に対する制度的な歯止めをなくすことを意味している。アメリカの国際収支に対する節度のなさは、「ドルの垂れ流し」としてそれ以前から厳しく批判されていたが、アメリカは国際不均衡に対し「優雅なる無視」を決め込むことができた。債権国であり、しかもその債権がドル建てだったからである。金・ドル交換制の廃止後もアメリカにそのような態度を許す条件に変わりはない。ドルの国際的過剰は増進する。

アメリカの経常赤字、日本の経常黒字は当然ドルの下落、円の上昇に映し出される。問題は、アメリカは前述のような理由でそのような事態を「優雅」に「無視」できる立場にあるのに対し、それへの対応はもっぱら日本に押しつけられるところにある。前にも述べたように、IMF体制下でもドルの円相場下落は（上昇も同様に）一定限度に抑えるという義務が日本には課されていたが、変動相場制度のもとでも大蔵省・日銀はドル為替市場で介入操作を繰り返し、円相場の過激な変動（上昇）を抑えるよう努めなければならない。

しかし、為替介入操作としては共通しているが、それぞれの役割には変化が認められる点を看過してはならない。それはIMF体制下では固定相場制度を守るために必要であったが、いまや相場変動を円滑化し、その実体経済への影響を緩和するためのものになっている。

以上のように、ドルの対外流出つまりドルの過剰化は結局固定相場制度を崩壊せしめ、一般にその相場下落の圧力として働く。しかし、ド

ル建て債権国アメリカはその管理責任は負わず、対円相場との関連では日本が一方的に対応しなければならなかった。変動相場制下ではドル相場の変動、ここで問題なのはとりわけその下落だが、それが激しくなる局面があり、そこから受ける実体関係へのダメージを最小限にする（円高不況の回避）ために、まずは市場介入操作（ドル買い支え）が試みられる。変動相場制度への移行にともない、為替介入操作の意義も変化してくる。

2. 国内均衡命題と国際均衡命題

—その比較優位の転換—

本項の課題は、変動相場制度への移行後のアメリカのドル政策に対する日本の対応、具体的には為替介入操作を強いられること、これほどのような意味を持つかを解析することであった。着眼点を探し出そう。それは国内均衡命題と国際均衡命題の経済政策（金融・財政政策）運営上の優先度のいかんである。迂遠のようだが、金本位制度の場合から考察に入ろう。論点の歴史的体系性が明確になる。

貿易赤字や為替下落として現れる国際不均衡は、金本位制度の場合には金の対外流出を招来し（金準備の減少）、制度そのものの根幹を揺るがすという内容を持つ。そこにある政策命題は国際均衡（金準備高の防衛）であり、それだけと言っても過言ではない。国際不均衡の発生は通常国内不均衡（資本の過剰）を伴っているが、前者が金利の引き上げ政策を強制し、それを通じた金の海外からの流入の促進と輸入の抑制が企図される。そして、その過程は恐慌という形で過剰資本の急激な整理を結果し、その後起こる価値革命が国内均衡回復をもたらす動因となるであろう。金本位制度では国内均衡命

題は国際均衡追求の結果として達成されるという関係にある。

それでは、管理通貨制度の場合はどうか。そこでは国内均衡を政策の第1命題とし、それを国際均衡目的に優先させることができると言われてきた。事実、広く知られているように、管理通貨制度の採用を提言したケインズは、そのように考えていた。そこで、つぎにその実際を検討してみなければならない。(第1次)高度成長期の日本を例に試みよう。

周知のとおり、当時の日本の経済運営を制約していたのは国際収支の動向であった。「国際収支の天井」が成長政策の遂行を限界付けていた。しかも、その限界は国内均衡上の緊張が頂点に達する前に、外貨準備の減少・枯渇として現れ、政策の転換を強制した。その限りにおいて、国際均衡命題は管理通貨制度下においても相変わらず国内均衡命題に優先すると言わねばならない。しかし、この場合の国際不均衡が強制する景気抑制への政策転換、つまりは金融の引き締めだが、それは国内均衡の見地からは時機尚早なのであり、管理通貨制度下の国内均衡命題の金本位制度下の場合との違いは、ここから先に現れる。国内的には過剰生産状況に達しているわけではない以上、成長余地はあり、拡大再生産・蓄積は追求されうるからである。金融引き締めにもかかわらず、管理通貨制度はその程度に応じて信用の利用の続行を可能にする。他方、企業間信用が異常に膨張するといった特殊な金融現象が生み出されてくる。そうして早晩、国内不均衡(資本蓄積の過剰)が顕現する。

高度成長期の日本では以上のように、国内均衡命題は国際均衡命題から一定程度独立して追求されえた。管理通貨制度下の経済政策運営上前者は後者に優先させうると言われてきたのは、

そうした意味合いにおいてであった。

しかし、管理通貨制度は一般に国内均衡政策の国際均衡政策に対する優先を可能にするわけではない。管理通貨制度がそのような機能を果たしうるについては、固定相場制度が前提条件をなしていることを看過してはならない。ケインズもその管理通貨制度論においては固定代替相場制度を想定している。たしかに、その貨幣観は名目主義であり、周知のとおりである。しかし、為替相場は一貫して金を基礎とした考えられていた(国際協調による金価値の管理という主張もそこから生まれる)。

変動相場制度への移行後の日本の現実を見てみよう。固定相場制度のここでの視点からの意義が浮かび上がる。円高不況論が繰り返されることからわかるように、経済政策運営上国内拡大均衡追求は、国際均衡(ドル相場のいかん)を前提にしなければならなくなっている。変動相場制度という条件のもとでは、一定程度ではあれ、国際均衡命題から離れて経済成長を追い求めることはできない。

しかも、この場合の国際均衡命題による規制は、金本位制下のそれとは異なった力を発揮する。日本は産業構造の変化を強いられるからである。後述するように、これは国際的水平分業化の促進と言われることがあるが、しかしそれは一面的な見解というそしりを免れないであろう。ドル相場が貿易次元でよりもむしろ金融次元で決まるという現実、言い換えると国際的分業論的に(あるいは、ファンダメンタルズから判断して)妥当と考えられる相場よりも円高になりがちなのが替市場の現実ということだが、それから見ると、理論的な割り切り過ぎと言わざるをえないからである。不当に日本産業の疲弊を招くことが見落とされている。とにかく、その

ような内容を込めて、変動相場制段階では日本の国内均衡政策は国際均衡政策に規制されるようになっていくことができる。

さて、管理通貨制度は国内拡大均衡が国際均衡上の制約から一定程度引き離されて追求できるよう機能した。しかし、固定相場制度を前提としてのことであった。いまやその前提が崩れた。ドルを基軸通貨とする以外にない変動為替相場制度のもとでは、国際均衡政策が国内均衡政策に優先する位置を与えられねばならない。変動相場制度は国際均衡命題を国内均衡命題の基礎に位置づけさせるという論理を内包している。固定相場制度の時代には比較的劣位に置かれていた国際均衡要因（為替相場の動向）が、いまや日本の経済政策の運営をいわば前提付け、その手を縛る。

しかるに、変動相場制度はアメリカにはそのような制約を課さない。ここでそのことに言及しておかねばならない。アメリカはその通貨ドルの対外的な価値変動（下落）には頓着なく、ひたすら国内拡大均衡政策（あるいは、それを含めた世界政策）を追求することができる。アメリカは対外的に債権国である条件のもとでは、ドルの対外価値の下落について「優雅なる無視」を続けられる。これが変動相場制度のもとで対外債権国でもある基軸通貨国が享受できる特権とすることができる。それが行使される限り、ドルの過剰化に抑制がかかることはない。

以上のとおり、70年代半ば以降のドルの流入に対する日本の対応は、経済政策における国内均衡目的と国際均衡目的につき後者に比較優位を与えていることを意味している。それでは、そのような対応は日本に何をもたらしたであろうか。項を改めよう。

3. 国際均衡政策優先の政策運営の結果

変動相場制度への移行後日本はまずは為替市場への介入操作によってドルの過剰化に対応してきた。その過程で日本が受けた影響、あるいはそこで生じた変化を示すことが本項の目的である。ここではそのようなものとして3点を指摘し、その目的を果たすものとする。

第1は、日本は対外資産を累増させる。公的保有の外貨準備高は70年の439.9億ドルから80年2,523.2億ドル、85年には2,651億ドルとなっている。民間保有分の増加が目につくようになるのは80年代に入ってからであり、後に取りあげる。

第2は外国為替市場の構造変化である。これは日本に限られることではないが、外国為替市場は金融次元なканずく短期資本取引次元の取引の膨張によって格段に肥大化し、それが為替相場の決定に重要な影響を与えるようになってきているという、先に論及したことを指す。固定相場制度の時代ならば（あるいは、国際的水平分業論の妥当する世界ならば）、為替相場は貿易取引上の需給を基本として決まると考えるべきだとしても、じつのところ資本取引上の需給が為替市場を覆い隠してしまっている現状のもとでは、それが相場を大きく左右するようになる。そうしたことに鑑み、以下では為替相場は貿易取引ではなく、もっぱら資本取引の側面から対象視されることをここで断っておく。

第3は、これも日本だけのことではないが、金融市場・金融業務の対外開放つまり金融の国際化である。これは直接的には84年4月に発足した日米円ドル委員会を起点とし、それに促進されたのは間違いがないが、しかし底流にはアメリカの経常赤字の定着がもたらす、国際間を漂

流する大量のドルの圧力があつたこともまた疑いない。それが内外金融市場・金融業務を分析するという日本の金融規制を撤廃に追い込む。

内外取引を原則自由とする新外為法の施行は80年12月のことで、①83年6月非居住者向け短期ユーロ円貸付の自由化に始まるユーロ円市場の拡充（後の論述との関係でとりわけ指摘しておかねばならないのが、84年6月居住者向け短期ユーロ円貸付の自由化、85年4月非居住者向け中長期ユーロ円貸付の自由化、89年7月居住者向け中長期ユーロ円貸付の自由化）、②84年1月の外国為替取引における実需原則の撤廃、同年4月中長期円建て貸付の規制撤廃（短期のそれは77年6月）、同年6月ドルの円転換規制の廃棄などのほか、国債ディーリング業務の外国銀行への認可は84年10月に始まり、また③信託業務の対外開放は85年6月（業務開始は同年10月）、東証会員権のそれは同年12月であつた。

そして、この金融の国際化という論点からはさらに2つの論点が派生してくる。それを円の国際化との関連で扱うのが第1。しかし、この金融次元での円の国際化論はIV. 2. で取りあげる。

金融の国際化から派生する第2の論点は、「銀行の自己資本比率の国際的統一基準」いわゆるBIS（国際決済銀行）規制（88年7月）に関するものである。国際銀行業務を営む金融機関に対し一定の経営規律を求め、国際金融リスクの共同管理が果たされようとするわけで、その中身の政治性が指摘されることが多いが、しかし8%という数字の妥当性は別として、その規制の成立自体金融の国際化時代に必然的であることを見落としてはならない。つぎのとおりである。

一般に資本（企業）は借入によって負債を負う。ところが、銀行なる資本の場合、資産が負債によっても形成され、しかもそれがその本質

をなすところにその利子生み資本としての特徴がある。債務を貸し付ける（債権とする）ことによって利子を稼ぐ、これが利子生み資本としての銀行業務にはかならない。その場合、債務とはもちろん（当座）預金のことであり、それを創造することによって資産としての債権が得られる。

負債は返済されねばならない。しかも、銀行の負う負債の場合、それが要求払いである以上、返済の必要性は日常的に発生する。銀行には流動性リスクと言われる支払リスクが不可避なのである。銀行はそのため預金業務（貨幣取扱資本業務）を営み、また銀行間信用市場を結成し、最後の貸手として中央銀行を頼る。しかし、負債に対しては、最終的には資産が充当されねばならない。この点でも、銀行は他の資本とは異なる。その資産は借り手からの返済のいかに依存するというリスクを持っているからである。まずは資産が流動化（現金化）され、それが負債の返済に当てられるというのではない。つまり、銀行の資産には不良化（貸し倒れ）の危険が付随し、それが現実化して負債（創造債務）が償却されねばならないような時には、自己資本で対応される必要がある。見方を換えて言えば、銀行の自己資本は創造債務のいわば担保なのである。この次元での銀行の支払リスクは流動性リスクとは違う次元で、銀行を破綻させ、いわゆる金融システムなるものを動揺させる可能性を孕んでいる。

この銀行の最終次元での支払リスクは国際銀行業務においては国内銀行業務の場合に比して高い。そこでは国債でさえ支払不能に陥ることがある。前者に従事する銀行の場合、より高い自己資本比率が要求されるのは当然ということになる。19世紀末から20世紀初頭にかけてのこ

と、イギリスの株式銀行は国際銀行業務（対外引受業務）へ進出を果たすことができたが、それは銀行合同運動の中で合併差益（創業者利得）を獲得して自己資本の充実を成し遂げ、リスク負担能力を高めえたことに基づいていた³⁾。

さて、アメリカは変動相場制度移行後も基軸通貨国としての特権を思うままに行使し、国際的にドルを過剰ならしめてきたが、それは日本にとっていかなる歴史的意義を持ち、また何をもたらしたかという点について考究されてきた。しかしながら、そのような分析の対象に据えられたアメリカは、対外債権国という前提に立っていた。債権国だからドルの過剰を助長するような特権の行使も許された。それでは、それはアメリカが対外債務国に転落すると、その特権の行使に制約が働くようになることを意味しているのだろうか。そうだとした場合、どのような制約がかかるのか、アメリカの債務国への転落という事実の意味合いをつぎに析出し、合わせてその日本への影響にも論及することにしよう。

IV. アメリカの対外債務国への転落と米日

1. アメリカに対する影響

一般に対外債務国は外国に政府資金の形成源泉を求めなければ、国内拡大均衡政策の追求ができない。そうでなければ、金利は暴騰し（クラウディング・アウト）、国内均衡が維持できないか、あるいはすでに存在するその不均衡がいつそう助長されるであろう。80年代半ばにアメリカはそのような債務国に転落した。80年には1,063億ドルの純債権を保有していたが、それは83年896億ドル、84年36億ドルと減じてき、85年1,119億ドルの債務超過に陥る。97年ではそれ

は1兆3,225億ドルに上っている⁴⁾。それに代わって、次項で取りあげるように日本は最大の対外債権国となる。アメリカの債務国への転落はアメリカにどのような影響を及ぼすか。

アメリカはその財政資金の調達源泉としての日本（外国）への依存度を高める。この場合、まず第1に、日本からはドルの変動、ことに下落が重大関心事となる。なぜならば、投資先の通貨ドルの下落は投資元本の切り捨てをもたらしかもしれないからである。ドルに転換された円（円投投資）は、再度円に転換されてはじめてその収益が確定する。債務国アメリカはこのような投資リスクを配慮しない限り、日本からの対アメリカ投資に抑止力が働くことになるであろう。アメリカもドル相場下落は放置できなくなり、その安定的推移を追求する必要に迫られる。これは日本にとって、ドル買い上げ操作によって対米協力が要求されるようになることを意味している。

債務国アメリカが日本からのドルでの投資を誘引しうるには、以上のように日本の投資家に対し投資元本の回収可能性を高めるほかにもう1つ、金利収益を魅力的にしなければならない。金利の対日格差の維持ということであり、ドル金利は円金利よりも高いことが必要なのである。そのためにはアメリカは日本（債権国）の協力を得なければならないが、これは見方を換えればドル金利も日本による（つまり国際的な）管理の対象になるということである。ここにアメリカが債務国に転落したことが持つ第2の歴史的意義がある。

とは言え、これには特有の困難が付随していることを見逃せない。金利の変動（景気の動向）は日米間で必ずしも同調的ではないからである。日本には金利政策の運営上深刻な選択を迫られ

ような局面が生まれるかもしれない。事実、後述するように、日本としては国内均衡の面で金利を引き上げるべき時でも、それに制約がかけられるというようなことにもなる。一般に金利管理に関する国際協調を進める場合には、関係諸国間での利害の対立がありうる。

以上、要するに、債務国になった結果、アメリカはドルの対日価値についてその低落を「優雅に無視する」というわけにはいかなくなり、自らもその安定化に乗り出す必要が出てくる（外国為替市場次元）。その上、対日金利格差に敏感にならざるをえなくなる（金融市場次元）。これらは一般的に言い換えると、アメリカにもその経済政策運営上国際均衡の強制力が働くようになったということでもある。

2. 日本に対する影響

以上ではアメリカの債務国への転落という事実につき、それはアメリカに何をもたらすかという視点から、そこに含まれる意味を考えた。つぎに日本に視点を移し、その日本への影響、それが日本にとって持つ意義を論じることしよう。最大の債権国への足取りを確かめることから始めよう。

日本が純債権国になるのは68年からである。その後、80年115億ドル、81年109億ドル、82年247億ドル、83年373億ドル、84年743億ドル、85年1,298億ドルと、85年までにアメリカに代わる最大の対外純資産残高の保有国になる。98年ではそれは1兆1,529億ドルに上る⁵⁾。97年アメリカの対外純債務1兆3,225億ドルを1,700億ドル弱も上回る額である。

さて、アメリカの債務国化の日本にとっての意義を考える場合、その対外資産の多くがドル建てであり、ストック面でのドルの内部化を強

めるということをもまず第1に指摘しなければならない。ドル建て債権の累積という事実をフロー的に資産の面で確かめておく。

公的保有分がドル建てつまりアメリカ国債で運用されていることは周知のところである。民間保有分については邦銀の対外貸付（短期を含む）の残高を見てみよう。円建ての割合はつぎのとおり、その推移に漸増傾向は認められるけれども、少ない（円建てにはユーロ円貸付は含まない）。80年は円建て91億ドル、外貨建て549億ドルで、シェアは14.2%対85.8%、85年は円建て352億ドル、外貨建て1,344億ドルで、シェアは20.8%対79.2%、90年では円建て1,083億ドル、外貨建て3,373億ドルで、シェアは24.3%対75.7%⁶⁾。また、81年度から外国証券投資を活発化させた生保について見ると、85年度には外国証券が運用総資産の8.7%を占め、89年度にはそれは最大の15.3%となっている。その89年度の場合、運用総資産111兆1,597億円のうち20.1%が外貨建てで運用されている⁷⁾。

以上のように、日本は80年代半ば以降最大の対外債権保有国となる。しかし、その債権を多くは円建てではなくドル建てで保有するというドル建て債権国なのであった。これは債務国通貨ドル価値の動向が日本のストック経済の内部に重要な要因として食い込んでいることを含意している。言い換えると、日本の対外債権はドルの利害をいわば体制内化している。それがアメリカの債務国への転落が日本にもたらしたものであり、債権国日本のストック面から見た姿であった。そのことがどういう問題を生み出すかは最終節で論じる。

ところで、前段で指摘された事実は、金融次元での円の国際化はきわめて不十分であることを意味している。ここで視点を換え、その事実

に円の国際化論の見地から接近してみよう。論脈はずれるが、一般にその点での1つの示唆を浮かび上がらせることができる。すでに明らかにされた外国為替取引の構造変化という事実を踏まえねばならない。

ある国民通貨が国際通貨となる条件を一般的に論じる場合には、まずはその国が貿易（世界経済）の中心国であることが指摘される。円の国際化に即して換言すると、貿易次元でその程度が尺度されるということである。実際、輸出や輸入について円建て取引がどの程度を占めているかが注目され、その拡大が追求されてきた（そして、ある程度の成果を上げることはできた）。しかし、変動相場制度下の現実では貿易次元でよりも金融次元での為替取引が圧倒的に多いのであり、そのことを踏まえると、そのような方法は妥当性を疑われねばならない。円相場の安定のためにその国際化を政策的に追求する上では、前者でよりもむしろ後者でのそれ（資本輸出を円建てで行うこと）を優先させるべきだったのではないか。つまりは、ドルの流入に対しては円の流出を対応させるという考えである。まずは金融次元での円の国際化の推進が、貿易次元での円の国際化の促進につながり、ドルの流出に対する抑制効果も働くということであり、それは従来（固定相場制度時代を引きずって）考えられてきた道筋とは逆の関係である。

論歩をもとに戻す。アメリカの債務国への転落が日本にとって持つ意味としては、第2に日銀に対する影響を考えねばならない。しかし、これは詳しくは後述することなので、ここでは結論を示す。アメリカの債務国化は金融政策の主体としての日銀の存在意義を希薄化させる可能性を含んでいる、こうである。簡単にその脈絡を示しておこう。

中央銀行の金融政策上の主体性は直接には、社会的再生産に内在的な（銀行信用・資本信用→）銀行間信用に基礎を置く。しかし、局面によってはその関連性は後景に退けられ、アメリカの債務国化を背景とする、円相場の管理・調整つまりはドル買い上げ操作や金利政策に関する国際協力といった国際的な不均衡の是正策の必要論が前面に出てくる。円建てではなくドル建て債権国の中央銀行としてはそれに抗しえず、信用供給の管理能力の停止に追い込まれ、結果的に信用供給は過大化する。投機が刺激され、国内不均衡の拡大は助長されるであろう。

V. プラザ合意体制とその破綻

1. プラザ合意体制とその理論的意義

アメリカの債務国への転落はドル為替市場、金融市場それぞれの次元で歴史的に新しい対応をアメリカに迫る。他方、それは債権大国となる日本に対し、その債権がドル建てであることから、ドルの利害の体制内化を促し、円を管理すべき日本銀行の存在意義を揺るがしかねないという可能性を孕んでいた。前節における主要な論点であった。続いて、その実際をフォローしなければならない。

アメリカは債務国への転落を契機として具体的な行動に出る。まず85年9月、ニューヨーク5カ国蔵相・中央銀行総裁会議（G5）での合意、通常プラザ合意と呼ばれるものがもたらされる。そこではドルの「秩序ある」下落を促すために、G5は「密接に協力する用意がある」とされ、アメリカはじつのところ、ドルの「秩序ある」下落のために為替市場への協調的介入を認めた。つぎに注目すべきは翌86年1月のロンドンでのG5である。と言うのは、ここでは

金融政策面でのG5間協調が議題に上ったからである。プラザ合意の成果（ドル下落）が背景にあるのだが、後述するようにその後間もなく国際的協調利下げが始まる。そして、その過程で開かれたのが、同年5月の東京サミットである。G5間で協調が進展していることを「歓迎」し、G7間では経済政策の「多角的な監視」をすることが宣言された⁸⁾。

以上のように、85年後半から86年の前半にかけて、アメリカ以外のG4ないしG6は経済政策運営上アメリカに対する影響力を確保するに至った。アメリカの債務国への転落がその根底にあったのだが、それを以下ではプラザ合意に始まることから、プラザ合意体制と呼ぶ。

関連して2つの事実も上げておかねばならない。まず、86年10月の宮沢・ペーカーの共同声明である。ドルが160円水準を突破しようという勢いを見せる市場状況に鑑み、その安定が謳われた。もう1つは、87年2月のルール合意である。これはドルが（予想外に）140円台に下落したにもかかわらず、アメリカの対日貿易収支が好転しない中で、各国は当面の水準で相場を安定させ、貿易不均衡の是正に努力するという（イタリアを除く）6カ国蔵相・中央銀行総裁会議での合意である。

さて、プラザ合意体制の成立は歴史的に重要な意義を持つ。理論的に見て、ドルの国際協調的な管理時代に端緒を開いたという意味を含んでいるからである。すでに述べたように、管理通貨制度は変動為替相場制度を必然化するとは言え、そこで基軸通貨として機能するドルの対外価値を国際的に管理し、それを通じて国際通貨制度の安定が模索されねばならない。プラザ合意体制はそのような国際的なドル管理時代の幕開けを刻印している。

2. プラザ合意体制の推移

プラザ合意体制は以上のように理論的に国際的管理通貨制度という意味合いを持つ。国際通貨ドルの国際的な管理ということがその内容であったが、国際的なドルの管理と言ってももちろん、中心をなす主体は日米独（西独）の3極である。その意味で、85年秋を期に国際通貨制度ドル体制は日米独によるドルの共同管理時代に入ったと言えることができる。本項ではその後の成り行きを検証する。まずドル相場の動きについて見てみよう。

ドルはプラザ合意以前から弱含みに転じ、当時240円前後をつけていた。それがプラザ合意後の協調介入が効を奏し、その1ヵ月余り後の10月末には210円水準へと13%も下落する。これはプラザ合意当時当局者が描いていた水準であった。短期間に目標が達成されたわけである。11月以降協調介入はほとんど行われない。しかし、それ以後は市場の圧力が働く⁹⁾。

市場の圧力とはもちろんドルの供給圧力にほかならない。すでに述べたように、86年10月には160円台、さらに87年2月には140円台になる。そして、その11月には121.15円と既往最高値を更新した後、その120円台水準はおおよそ88年6月あたりまで続く。7月以降130円台をつけるようになるものの、11月、12月にはまた120円台に回帰する。その後は89年から90年春にかけて、趨勢的に見て円安に転じる。この間の大蔵省・日銀の介入規模については後に触れる。

このように円高は85年9月下旬から88年一杯と、おおよそ3年2ヵ月余りにわたって続いた。その間2年数か月で円相場は2倍高くなったのであり、ドルの「秩序ある」下落と言うには余りにも急激な下落と言わなければならない。こ

れが外国為替市場次元における国際的管理通貨制度の現れであった。外国為替市場では貿易次元ではなく金融次元で相場が決まるようになっていると、前段で指摘したことが証拠づけられる。国際協調とは関係各国がそれぞれ責任を負うことでなければならない。国際的管理通貨制度はとりわけ日独両国への対米牽制力の分与という論理を内包しているはずである。しかし、以上のような外国為替市場の動向は、その論理にすこしも実質が伴っていないことを示唆している。ドルの管理に日本も共同的に参加する時代になったとは言え、その発行権はもちろんアメリカにある。

金利政策に関する協調行動に視点を移す。すでに見たように、プラザ合意に基づく市場介入が控えられたにもかかわらず、ドル相場は85年11月以後も下落を続ける。翌86年1月、前述したように金利の国際協調が論議されたロンドンG5が開かれる(18日～19日)ころ、円は202円程度にまで上昇する。円高対策(内需拡大策)として金融緩和が求められる。ロンドンG5直後の1月30日、日銀は公定歩合を5.0%から4.5%に引き下げる。これは日本単独の引き下げであった。協調利下げはその後に始まる。すなわち、同年3月7日、米独は同時に公定歩合を、前者は7.5%から7%へ、後者は4%から3.5%へ引き下げる。日本の引き下げはその3日後である。4.5%を4%に引き下げる。その後4月には日米が同率(0.5%)の引き下げを行って、アメリカは日独に対し3%の金利格差を確保する。

そうしてその年の夏アメリカは2度の引き下げを行い、日独との金利格差は2%に縮小する。それに対し、日本は11月に3%に、翌87年2月には2.5%に引き下げる。アメリカがドル安に歯

止めをかけることを約束したルール合意の見返であった。他方、1月に3%に引き下げていたドイツも、12月には同じく2.5%へと引き下げる。この87年の9月にはアメリカは引き締めに転じていた(5.5%→6%)ので、この12月の時点で日独両国との金利格差は3.5%に拡大する。

金利政策の3極間協調は以上のとおり順調に展開された。しかし、それは3極経済とも金利引き下げを要する局面にあったからにすぎない。破綻は翌年現実化する。項を改め、そこに論点を進める。

3. プラザ合意体制の破綻と その理論的意義

すでに示唆されたように、プラザ合意体制の行く末は日独2極がアメリカにどこまで協調できるか、逆に言い換えるとアメリカに対しどこまで牽制力を発揮できるかにかかっている。しかし、それが決して内実化されていないことは、相場政策に関してすでに指摘した。この点では、日本はアメリカに対し抑止力を行使できる立場にはないことを、ここで付言しておくべきであろう。後節で取り上げるように、日本の対米債権は大部分がドル建てであり、影響力を発揮するにも手段を持たないのである。

プラザ合意体制の破綻は金利政策の協調的運営の面で88年夏に現実化する。上述のとおり、その前年秋以降アメリカは引き締め期に入っており、日独両国ともその88年夏までに、それぞれの理由で金利引き上げを策していたが、アメリカは両国にその見送りを要請する。そして、広く知られているように、ドイツはそれを拒んで7月と8月にそれぞれ0.5%ずつ公定歩合を引き上げ、3.5%とする。他方、日本はアメリカの要請に応える。日本が金融引き締めに転じるの

は、翌89年5月以降のことである。

88年夏、ドイツは金利政策の国際協調体制から離脱した。それでは、その事実は国際的管理通貨制度論の観点からはどのように見るべきであろうか。それは理論的に重要な意味を含んでいる。プラザ合意体制本来の国際的管理通貨制度は変質したのである。その変質の内容はつぎのとおりである。

すでに繰り返し述べてきたように、国際的管理通貨制度とは基軸通貨としてのドルの（相場と金利の）、日米独を中軸とした国際的な協調的管理という意味の国際通貨制度であった。問題のドイツの行動からはいわゆるドル離れの意図を読み取ることができる。そのような試みはすでに緒についていたのだが、ドイツはここにヨーロッパ（ユーロ）に軸足を移すという決定的選択をした。それはつぎのことを意味する。すなわち、ドイツは国内経済運営上ドルの減価（アメリカの自己中心的なドル政策）によって翻弄されずにすむ（あるいは、翻弄されてもその程度は少なくなる）。他方、日本は手を携えてアメリカを牽制すべき協力国を失った。これは日本にとって極めて深刻な意味を持つ。すでに指摘したように、日本はアメリカに影響を及ぼす手だてを持たないからである。

4. 総括

以上3項にわたりプラザ合意体制の成立とその破綻を対象とし、国際的管理通貨制度の成立とその変質としてそれぞれの理論的な意義を捉えてきた。これは次節以下における考察を進める上で重要な論点なので、ここで項を設けて取りまとめをしておく。若干の論点も付加される。

変動相場制度はその上に成り立つ国際通貨制度が安定するには、本来（論理的に見て）基軸

通貨国に一定の制約を課さねばならない。言い換えると、それはその基軸通貨の国際的管理制度と一体的でなければならず、国際的管理通貨制度の成立によって自己に本来的な国際通貨制度を得ることになる。そして、そうなるための契機がアメリカの対外債務国への転落であった。それは80年代半ばのことであり、事実変動相場制度への移行後10年余りかかった85年9月から翌年5月にかけて、国際的管理通貨制度はプラザ合意体制として具体化される。その意味で、変動相場制度の成立した73年からプラザ合意体制の成った85～86年の間は、変動相場制度が国際的管理通貨制度を実現するにいたる歴史的に過渡期として位置づけることができる。その間はまた日本が経常黒字を累積して、アメリカに代わる債権国にのし上がる期間であった。

日米独3極を主軸とするドルの共同管理という意味での国際的管理通貨制度は、こうして成立した。それによって相互牽制の力が働き、債務国アメリカのドル政策に一定の歯止めがかかることが期待された。しかし、期待は裏切られる。その3年後にはアメリカは日独の国内均衡政策に対し自国のそれを優先的に遂行させたからである。ドイツはそこで国際通貨制度ドル体制からの脱却という歴史的に決定的な選択を下し、プラザ合意体制は破綻する。88年夏のことである。

それ以後、ドルの国際的管理制度は事実上日米2国による共同管理制度に変換する。ドル政策の日米間共同管理と言っても、もちろんその主権はアメリカにある。それが3極から構成されていればこそ、そのアメリカの主権の自由度に何らかの縛りをかけることもできるであろう。日本はここにアメリカの通貨政策を牽制するという点でのいわばパートナーを失ったのである。

VI. 日銀信用の供給ルートとその体系的位置付け

1. 貸出ルート

前節は理論的に言えば国際的管理通貨制度の形成とその変質論であった。本節の課題は、それを踏まえて日本の管理通貨制度を論じることにあった。

言うまでもなく、通貨円の管理は日本銀行による信用供給の管理を通じてなされるから、本節では日銀の信用供給方法に光を当て、それを国際的管理通貨制度との関連で理論的に整理し、体系的に究明することが目指される。まず、貸出（手形再割引、手形貸付）ルートが取り上げられねばならない。中央銀行成立の論理が教えるように、中央銀行信用（預け金設定）は本来的には銀行間信用の国民的に最終的な総括として、貸出形態で与えられるものだからである。取りかかろう。

銀行は所得貨幣を預金として集積する。それはその与える信用（銀行信用）の支払準備金とされ、しかもその信用の創造は支払準備金の形成に先行するというのが、この場合（振替的信用創造）の論理であった。その結果、銀行には債務リスクが生じるが、そのための支払準備金調達に国民的に最終的な依存先が中央銀行であり、その取引形態が貸出であった。銀行間信用（中央銀行預け金取引）は銀行信用（手形割引、当座貸越）を基礎として成り立ち、そして銀行信用（預金設定）は企業間流動資本取引（商業流通）に対して与えられ、その支払準備金は所得貨幣（一般的流通貨幣）から形成されるということから自明であるように、その貸出による中央銀行信用は社会的再生産に内在的に供給さ

れる信用にはかならない。

銀行は以上のように銀行信用なる信用を創造し、その総括者として中央銀行が存在する。その総括の方法が貸出であり、それは金本位制度下にあつては金準備高に規制される。貸出政策の運営を通じて金準備を防衛すること、これがその場合の中央銀行の使命であった。その点、金準備が外貨準備に疎外される管理通貨制度の現代では、国際均衡上まずはその外貨準備が防衛すべき対象とされ（固定相場制度段階）、ついで為替相場の安定化が指向される（変動相場制度段階）。資本主義の歴史的段階に即して国際均衡の度合いを測るメルクマールも変化する。しかし、金準備にしる外貨準備にしるその増減は為替相場の動きに媒介され、そのような意味では、中央銀行というものは一般に為替相場の安定という国際均衡命題を担っていて、それが現代では、その命題と国内均衡命題（貸出を通じた信用管理政策）との政策運営上の優先度の違いという点で、固定相場制度と変動相場制度との違いとなって現れたと言うこともできるであろう。とにかく、両命題は歴史貫通的に中央銀行の背負うべき命題なのである。言い換えると、こうである。

資本主義は歴史的に段階的な変化を遂げて独占段階（管理通貨制度）の現代があるのだが、再生産的に内在的とされる中央銀行の貸出形態の持つ本質は一貫して変わるところはない。そして、その貸出政策を国際均衡的に規制するのが、金本位制度段階では金準備高であり、管理通貨制度の現代では金準備高の外化形態としての外貨準備であり、最終的には為替相場であった。その現代的な意味は、貸出政策の主体（中央銀行）は同時に外貨準備の防衛や為替相場の安定政策を主体的に担わねばならないというこ

とである。

ところで、現代の銀行は銀行信用という範疇の信用だけではなく、資本信用なる範疇の信用を与えている。中央銀行の貸出は、現代ではそのような信用をも合わせて総括するという役目を担っている。論歩を進めよう。

資本主義が独占段階（金本位制度）に移行し、固定資本取引上の信用利用が社会的課題となってくると、（固有の）金融仲介機関が生まれてき、それも信用を創造するようになる。すなわち、独占段階では減価償却基金をはじめとして社会的に長期遊休する貨幣（蓄蔵貨幣の第2形態）が大量形成されるようになり、それが（社会的再生産過程から遊離して存在することから）預託先では「貸し付け可能な貨幣」として位置付けられ、その与える信用の支払準備金として機能しうるものとなる。そして、その場合の預託先が金融仲介機関であり、その供与する信用は銀行信用とは範疇的に異なるものとして資本信用と措定され、それを内容とする信用創造、つまり「貸し付け可能な貨幣」を支払準備金とする信用創造のことだが、それは銀行の営む振替的信用創造に対し現金的信用創造とされる。

しかし、独占段階の資本主義が（金本位制度段階から）さらに管理通貨制度段階に達すると、銀行と金融仲介機関は範疇的に区別しにくくなり、金融機関という範疇で両者は括られるようになる。銀行でも「貸し付け可能な貨幣」が形成され、したがってそこも資本信用を授与できるようになり、また金融仲介機関には所得貨幣が流入してきて、銀行信用の供給が可能になるからである。つまり、銀行信用と資本信用を渾然一体として供給する信用創造機関が金融機関とされるのが、現代にはかならない¹⁰⁾。

現代では中央銀行信用に昇華するのは、以上のとおり金融機関（銀行・金融仲介機関）が振替的・現金的信用創造として創造した信用なのである。その創造信用は再生産過程に基礎づけられ、したがってそれに対する最後の貸手として営まれる中央銀行の貸出もまた再生産に内在的である。

以上は現代の中央銀行信用の貸出による供給論にはかならない。言うまでもなく、それは日本銀行についても当てはまる。しかし、日銀の信用供給の方法はそれだけにとどまらない。つぎは、公開市場における買い操作による信用供給ルートに照準を移す。次項が国債買いオペ・ルートと題されるわけは、叙述の中で明らかになる。

2. 国債買いオペ・ルート

日銀が貸出ルートのほかにその信用供給のルートをつけ加えるのは、新金融調節方式としての政府保証債を対象とする買いオペが導入された62年11月である。しかし、このルートが本来的な意味を持ってくるのは、（65年の証券恐慌で画される）第1次高度成長後の66年1月に長期国債が発行されるようになり、そしてその1年後の67年2月から国債買い上げ（無条件買いオペ）が行われるようになってからである。国債が本来再生産に外在的な存在である以上、その買い上げによる日銀の信用供給が国民経済的に外在的であることはもちろんである。

そして、変動相場制度が定着し、国際的管理通貨制度時代への移行の過渡期の入口であった70年代半ばからは、手形市場ルートが設けられる。さらにドルの買い上げルートも巨姿を現してくるが、これは次項で扱う。

手形市場の創設は71年5月である。そこでは

優良企業振出しの手形を担保として金融機関が振り出した自己引受け、短資会社を受取人とする為替手形が、短資会社を介して売買されるのだが、それは理論的には手形再割引市場であり、その現代日本的な市場にはかならない。72年6月日銀はそれらの手形の買い入れ、売却を始める。短資会社との市場売買が中心だが、金融機関との相対取引も行われる。これは上述した国債買いオペが趨勢的な信用需要に対応して行われるのに対し、季節的な信用需給の調節という課題を担う。

国債買いオペと手形オペは公開市場における証券オペとしては共通する。しかし、国債買いオペによって供給される日銀信用の再生産的性格は外在的であるのに対し、手形オペは手形再割引の現代日本的な形態であり、前項で述べた貸出の範疇に含めて考えることができる。本項の題を国債買いオペ・ルートとし、証券オペ・ルートとはしなかった理由である。

なお、付言しておく。71年8月以降手形売出手制度が導入されているが、これは日銀を受取人であると同時に支払人とする日銀振出為替手形を売り出し、後述するようにドル買い上げによって過剰供給された信用を吸収する制度として創始された。オペとしての信用供給上の再生産的な性格は国債売りオペと共通する。しかし、これは短期オペ（期間1～3ヵ月）であり、手形オペに含めて理解すべき面を持つ。と言うのは、日銀がオペを通じて供給する信用の再生産的な性格は、便宜的だが、一般に短期オペと国債の無条件買いオペとに区別して整理するという視点もありうるからである。これ以後もオペ手段（対象、手法）の多様化が図られてきている¹³⁾が、そのような視点に立つならば、短期的な信用調節や市場間（銀行間市場と公開市場）

の金利裁定の円滑化を目的とする短期オペは、貸出に準じるものと位置付け、再生産に外在的な国債買いオペとは区別できる。

3. 外為買い上げルート

前項で指摘したように、70年代の半ばになると為替（ドル）の買い上げが日銀信用の供給ルートとして巨大化してくる。本項はそれを組上に載せ、つぎの3点の作業をする。まずこのルートが日銀信用供給ルートだという確認、つぎはその再生産的な性格の国債買いオペ・ルートとの共通性の確認、第3にそれら両ルートに対する信用創造論的な解明、これである。順次試みよう。

第1の課題が設けられるのは、つぎの理由からである。周知のとおり、為替平衡操作は日銀が大蔵大臣の代理人として、（外為資金証券の日銀引受けによってその円資金が形成される）外国為替資金特別会計を通して行い、直接日銀によるものとはされていない。（国際金融協力の場合は別として）日銀の行う外為取引は、対大蔵省（外為資金特別会計）との取引に限られる。たとえば、後者が外為資金証券を償還するために保有外貨を手放す場合に、その相手方となる場合である。それゆえ、日銀の資金需給実績ではその介入実績は財政資金の内数として示される。言い換えると、外為買い上げルートは日本の外為取引制度上は財政要因による資金供給ルートとして扱われている。

しかし、本節1. で明らかにしたように、理論的に見て、貸出政策の主体は同時に外貨準備の防衛や為替相場の安定政策の主体でなければならない。ここではそのように考える見地に立つ。為替買い介入は日銀による信用（ハイパワード・マネー）の供給にはかならない。そこで、

以下ではこの外為買い上げルートを日銀信用供給の第3のルートと位置付ける。

ところで、このルートの場合外為とは事実上ドルであった。しかも、それは前述したとおり、貿易取引次元ではなく圧倒的に資本取引次元で供給されるドルであった。換言すると、日銀信用供給ルートとして外為ルートが注視される必要が生まれる背景には、資本取引とりわけ短期資本取引がドル為替市場取引の大部分を構成するようになったという事実がある。そして、その限りで、このルートの信用供給上の性格は国民経済的に外在的である。再生産的に見て、国債買い上げルートと同じ性格を持つ。

さて、現代日銀の信用供給の形態は再生産論的立場からは、以上のとおり貸出形態、国債買い上げ形態及び外為買い上げ形態の3つに整理することができる。残された課題は再生産に外在的な後2者に対する信用創造論的な照射である。

貸出形態で行われる国民経済に内在的な現代の中央銀行信用の供与は、金融機関に対する振替的信用創造のみならず現金的信用創造の支払準備金の供給であったが、その場合はその供給は再生産過程の需要に対応していた。それに対して、日銀が国債やドルを買い上げることによって設定する日銀預け金は、それらの売り手の金融機関にとってはいわば再生産（日本経済）の外部から供給された「貸し付け可能な貨幣」ということになる。なぜならば、買い上げられた国債やドルは直接には再生産の内部から生まれたものではないからである。

外在的ルートから日銀預け金の供給を受けた金融機関は、それを支払準備金とする信用の創造能力つまり現金的信用創造能力が付与される。外在的ルートを通じて供給されるハイパワード・マネーというのは、フィリップス説に倣

って言えば、「本源的預金」に相当する預金にはかならず、国債やドルの買い上げは日本経済（金融機関全体）にとってそれを増やすことになる。

4. 日銀信用供給ルートの体系的 位置付け

以上3つの日銀信用供給のルートについて検討を加えてきた。その際重視されたのは再生産論的な見地に立つことであった。最後はそれら再生産論的に整理され、取り出された3ルートを論理的に体系化し、位置付けねばならない。まず国債買い上げルートを貸出ルートとの関係で取り上げよう。

日銀による国債買い上げ方式が導入された経緯がヒントになる。財政法が日銀による国債引受けを禁止しているもとでは、国債はその市中消化を強制され、引受けシンジケート団が組成される。しかも、人為的な低金利政策の維持を命題として、引き受けられた国債の流動化は行政指導的に禁止される。その発行はシ団金融機関にとって信用（債権）の拘束・固定化（その日銀預け金勘定の政府勘定への移転）を意味し、その創造債務リスクの負担能力を低下させる。そこで、大蔵省・日銀としてはその削減された信用リスク負担能力をもとに戻してやらねばならず、発行後1年経過した国債に限り、日銀がそれを買い上げるという方法がとられた。

それは（最初の1年間を別とすれば）金融機関に対しその支払準備金（日銀預け金）を補充し、創造信用に対する支払能力を回復させる役割を果たす。すなわち、金融機関は国債引受けによって創造債務の支払能力（振替的信用創造能力と現金的信用創造能力の一体化した信用創造能力）を低下させるが、日銀の国債買い上げ

(現金的信用創造能力の付与)によってそれを取り戻せる。言い換えれば、後者の国債買い上げによる日銀信用供給は、貸出によるそれ(振替的・現金的信用創造能力の創出)を下支えするという関係にある。

事実、それら2つの日銀信用供与形態のそうした論理的な位置関係は、一般的に現代の資本主義における国債の発行(公信用)の意義という点からも説明できる。すなわち、現代では公信用は資本主義の体制内に組み込まれ、それによるハイパワード・マネーの散布(有効需要創出政策)なしでは資本主義は資本主義たりえない。中央銀行の貸出はこの公信用ルートを通じる中央銀行信用の基礎の上に展開されるというのが、中央銀行信用の供給形態という点から見た現代資本主義の論理である。

それでは、ドルの買い上げルートはどうであろうか。この場合は国際的管理通貨制度の持つ歴史的な意味が手がかりとなる。国内経済はドル相場の安定(国際均衡)に拘束されて運営されるというのが、それであった。ドル相場の安定を担うのは(前段で断ったような意味での)市場における大蔵省・日銀の買い介入取引であり、国際的管理通貨制度とはそのようなドル買い上げによる日銀信用供給の方法が、その方法上規定的になるということである。

したがって、結論はこうなる。国際的管理通貨制度のもとでは、それまでに日銀信用供給の規定的方法として導入されていた国債買い上げのほかに、ドル買い上げも同次元の方法としてビルト・インされ、貸出ルートはそれらの上部に体系上位置付けられる。再生産的に内在的なルートと外在的なルートという2つから構成されるようになった日銀信用供給のルートは、並列的ではなく、論理的に立体的な関係にあるこ

とが強調されねばならない。

しかし、そのように言う場合、国債買い上げ及びドル買い上げという国民経済的に外在的な日銀信用供給の方法は、通常時はいわば水面下にあることをつけ加えておく必要がある。それらは平常時にはいわば潜伏していて目立たないことで共通している。逆に言い換えれば、通常は水面下で機能しているが、時に浮上して自己の存在を主張する。そのルートによる日銀預け金の供給がある限度を越えてしまい、そうしてすぐのちに明らかにすることだが、金融機関の現金的信用創造能力が不当に拡大され、国内不均衡が助長されるような時にほかならない¹²⁾。ある限度とはもちろん結果的にしかわからないが、国民的な再生産規模(実質経済成長の規模)の要求するそれを指す。

VII. 日銀信用供給の実際(1)

— 70年代前半の場合 —

日銀信用供給についてその3つのルートを対象に据えた前節での考察は、国際的管理通貨制度論の観点からは外為買い上げルートが最も重要な意味を持つことを理論的に明らかにしていた。そこで当然、その外為買い上げルートに視角を向け、日本の管理通貨制度の具体的展開を国際的管理通貨制度論的に照出することがつぎの課題となる。以下それを扱うについては便宜上、貸出及び国債買い上げの両ルートは合わせて金利政策ルートと呼ぶ。そこから供給される日銀信用とは要するに、資金需給実績上で日銀信用として示されている信用のことである。

ところで、外為ルートがここでの視角から捉えられるには、前節の論述から知られたように、それが水面から浮き上がり、自己顕現するよう

な時に限られる。国際的管理通貨制度への移行の過渡期も含め過去を振り返ってみよう。外為ルートはこれまで2度、国際的管理通貨制度段階的にその存在を知らしめていることがわかる。まず最初は70年代前半において、つぎは80年代末においてである。本節は前者の例を検討の舞台に載せ、後者は次節で扱う。

70年が明ける前から円の切り上げ必至という状況のもとで、円高不況が懸念され、71年度財政支出は対前年度伸び率21.8%増（実績）と、著しく拡大される。公定歩合も70年10月に0.25%引き下げられて6%にされて以来、金融も緩和の過程に入っていく。71年には1月、5月、7月とそれぞれ0.25%ずつ切り下げられる。そのような中、8月15日にニクソンによって金とドルの交換制度の停止が打ち出され、切り上げ差益を見込んだ海外からのドル取り入れは、それを機に一挙に大量化する。1ドル360円の固定相場を死守しようとして当局によるドルの買い上げが進められたからである。言うまでもなく、そのドルの買い操作は円の切り上げ後その売り手（商社を中心とする法人企業）に対し巨額の為替差益をもたらす。ちなみに、閉鎖寸前の情勢に陥った外国為替市場が、変動幅制限を暫定的に停止し、変動相場制度に移行した8月28日の相場は342円前後であった。

そこに生じる差益の本質は何か。それは投機利潤であり、再生産的に見てその内部に現実資本として入り込むという性質を持たない。投機取引がその資本としての利用にふさわしいという属性のものである。事実、それは資産（土地・株式）市場における投機に火をつけることになる。

この時のドル買い上げ操作はそのような意味で、その売り手に円切り上げ差益をいわば投機

補助金として得さしめたと言っていることができる。もっとも、そうして散布されたドル代わり金もそれが不胎化されるならば、その投機刺激効果も減殺されるであろう。前にも触れた手形売出手制度は、そのような手段として導入された。しかし、それはわずか3,000億円を回収したにすぎず、日銀のその点での行動はきわめて不十分であった。71年の外為買い上げは4兆3,998億円に上るのに対し、同年の金利政策ルートを通じた信用は1兆9,196億円の回収超になっている¹³⁾が、これは前者が金融機関の預金増加を通じて日銀預け金増加をもたらし、それが日銀借入金の返済に当てられた結果にすぎない。

日銀はドル代わり金の不胎化に対し徹底した態度をとらなかった。それどころか、日銀はその後も金融緩和政策を進める。71年12月及び72年6月、それぞれ1%ずつ公定歩合を引き下げる。通貨切り上げは経常黒字国には当然のことだが、しかし円の切り上げを回避すべく、調整インフレ論が説得力を増しつつあったことが、その背景にあった。「日本列島改造」内閣の成立は72年7月である。財政支出の拡大（その対前年度伸び率は72年度23.5%、73年度23.6%。いずれも実績）も重なる。72年、73年の金利政策ルートによる日銀信用は、それぞれ2兆2,223億円、5兆7,204億円という巨額である¹⁴⁾。

金融機関の貸出与力は増強され、「過剰流動性」と言われる状況が現出する。全国銀行貸出金（残高）の伸び率（対前年同期末比）の高さがそれを証明する。それは71年第2四半期末に20%に上昇して以来72年最終四半期末と翌73年第1四半期末に頂点（25%超）に達し、同年第4四半期末に20%を切るまで、連続して10四半期にわたって20%を上回っている¹⁵⁾。この事実はその間資産市場において燃え上がっていた投

機の火に油（金融機関の信用創造）が注がれ続けたことを意味している。

金融の引き締めが始まるのは、73年4月からである。この時公定歩合は0.75%引き上げられて5%にされ、以後5月、7月、8月と計2%引き上げられる。これは上で確認したように、全国銀行の貸出金伸び率の動向に反映されている。しかし、投機の一般化（生活必需品への投機の波及）は進行を止めなかった。石油危機はそのような時10月に起きる。そして、その石油危機を契機に、投機の一般化が決定的に促され、それを介してインフレの発生がもたらされる。73年度、74年度の卸売物価の（対前年度比）上昇率はそれぞれ22.6%、23.4%、消費者物価の場合はそれぞれ16.1%、21.8%であった。12月には公定歩合は一挙に2%引き上げられて9%とされ、その戦後最高水準は75年4月に0.5%引き下げられるまで維持される。

以上が70年代前半における国内均衡の破壊過程である。ドルの買い上げ形態による日銀信用の供給が、固定相場制度を護持しようとする（国際均衡の防衛を旨とする）政府の態度に強制されて大々的に行われたことが、すべて（インフレに現象した徹底的な国内不均衡化）の発端であった。言い換えると、70年代前半における国内不均衡拡大の契機は、1ドル360円という固定相場の防衛（円高回避）を内容とする国際均衡追求（為替相場維持）政策の強行であった。変動相場制度への移行の胎動期という意味で、国際的管理通貨制度への移行の過渡期に生じたことであり、歴史的な過渡期一般に見られる混乱と言えなくはない。

80年代後半における国内均衡の徹底的な破壊もまたそのような変わり目に起こったという側面を持つ。すでに論じたように、国際的管理通

貨制度の成立は73年春からの10年余りの過渡期を経た85年秋のことであった。しかし、それはその後3年経った88年夏までに、事実上日米間という意味の国際的管理通貨制度にその内実を変える。国際通貨制度上日米と並んで3極のうち1極を構成すべきドイツが、そこから身を引いたからである。80年代後半における国内不均衡の拡大は、とりわけ資産市場におけるブームの泡沫化に象徴される形で、そうした国際的管理通貨制度の内部における変容を背景として急進展する。続いて、その不均衡拡大のメカニズムを摘出しなければならない。その際重要なことは、これまでのように日銀信用の供給と再生産の関係を重視し、しかも国際的管理通貨制度論の見地を離れないことである。節を換えよう。

VIII. 日銀信用供給の実際（2）

— 80年代後半の場合 —

1. 金融・財政政策の枠組みとその評価

プラザ合意がなった85年半ば当時の日本では、いわゆる臨調・行革（「行財政改革の推進」）路線が敷かれていた。90年度までに特例国債の発行をゼロにし、国債依存度の引き下げに努めるという目標が掲げられ、政府歳出の抑制が求められていた。円高に直面しても経済政策としては表向き財政政策には依存できない。

そこでまずは金融政策が動員される。86年に入るや4月下旬までに3次にわたる公定歩合の引き下げが行われる（5%→3.5%）。しかし、その間の円高が景気の足取りをますます重くし、しかも円高にもかかわらず経常黒字減らしに効果が現れないことも加わって、ついに9月、「総合経済対策」が打ち出される。公共投資等の拡

大、民間活力の活用の推進など8項目からなる、当時としては過去最大の事業規模のもの（3兆6,000億円強）で、内需拡大とそれを通じた調和ある対外経済関係の形成が謳い文句であった。その上、11月に第4次公定歩合引き下げが行われ、翌87年2月にはそれはさらに2.5%とされる。これは89年5月まで維持されるのだが、前にも指摘したように、アメリカとの協調的な金利政策という側面を持っていた。そうして5月、「緊急経済対策」が発動される。公共事業等の施行促進、公共投資等の拡大（公共投資5兆円）や減税（1兆円）がその柱であった。

ブームを呼び込む政策的枠組みがここに揃う。86年2.5%だった実質経済成長率は、87年4.4%、88年6.2%、89年4.7%、90年4.8%と推移している。しかし、88年（半ば）以降のそれは泡沫性（資本の過剰性）を含んでいることをあらかじめ指摘しておく。それを証明するのがこれからの課題となる。以下、その作業を進めるにつき、まずは上に示された政策的枠組みに評価を下し、分析を深める糸口としよう。

まず、87年2月の公定歩合引き下げは国内均衡という点では不要な引き下げであった。と言うのは、景気は前年末には底を打っていたのではないかと見られるからである。日銀短期経済観測での主要企業（原則として資本金10億円以上の上場会社）の経常利益の動きを見てみよう（第1表）。非製造業の場合その前期比伸び率は増減を繰り返していて、そこから有意な情報を得ることはできない。しかし、製造業の場合にはその点明確である。86年度上期までマイナスであった前期比伸び率は、その下期以後プラスに転じ、87年度は20%台の増加を示し、好景気を裏付けている（その後、88年度上期以降はつきりと低下している）。したがって、87年5月

の緊急経済対策もその意味では無用な対応であったということになる。しかし、これもまた前者の場合と同じく、国際的管理通貨制度に拘束された政策であった。依然として解消されない経常黒字を前に、さらなる円高を避けるには内需拡大策が追加される必要があったからである。

2. 設備投資の動向に現れた政策効果

—その過剰化—

前項の考察結果からつぎの質問が出てくる。実体的には景気は回復軌道に乗り出しているのに、その浮揚政策が追加された場合どうなるであろうかと。

設備投資の動向が手がかりとなる（第1表）。明らかに、製造業の動きが全産業のそれを特徴づけている。そこで、製造業の場合の前年度比増減率に注目しよう。86年度的大幅減の後87年には小幅減に回復を示し、88年度は28%増と急伸、88年度も22.1%、90年度でもまだ19.6%という伸びを見せている。そうした趨勢は日銀短観での全国企業についても認められる¹⁶⁾。

すでに確認したように、対象となっている主要企業は88年度に入ると、経常利益の対前年度伸び率を低下させていた。しかるに、同年度も28.0%、89年度22.1%、90年度19.6%という高い増加率で設備投資が続行されている。90年度上期の場合その経常利益の対前年度伸び率はマイナス2.1%であった。これは88年度以降高い水準で進められてきた設備投資が消費購買力に対して過剰になっていることを意味している（現実資本の過剰化の進行）。87年2月の金利政策、同5月の緊急経済対策は主要企業の設備投資意欲を過剰にかき立てる働きをしたと言わねばならない。

第1表 主要企業の設備投資⁽¹⁾・経常利益の推移 (前年度比増減率)

(単位: %)

年度	設備投資	経常利益	設備投資	経常利益	設備投資	経常利益
	全産業		製造業		非製造業	
1985	9.0	-4.0	13.2	-14.5	4.5	19.0
86	-0.9	-11.2	-11.9	-28.7	12.3	17.0
87	1.7	18.8	-2.2	42.4	5.4	-5.0
88	18.0	26.1	28.0	36.9	9.5	9.7
89	15.0	9.2	22.1	12.4	10.9	3.8
90	16.7	0.7	19.6	-1.6	14.7	4.6

注1: 設備投資は工事ベース。

出所: 日銀『経済統計年報』『企業短期経済観測』1992年版, 284ページ。

3. 金融政策転換の挫折

しかし、そのようになる前に金利政策の転換を求める動きがなかったわけではない。日銀内部では87年6月以来金利引き上げへの合意が形成されつつあり、9月には年末には引き上げることが合意されていたと言われているからである¹⁷⁾。前項1.で考察したとおり、87年度には景気は頂点に達していたことからして、当然のことであろう。しかし、その直後の10月、国際均衡（国際金融秩序）破壊要因（ブラック・マンデー）が突発して、それを粉碎する。国際的管理通貨制度の制約が覆いかかるのである。ドルの暴落を防ぐ上で低金利政策の続行（対アメリカ金利格差の維持）を強制される。ブラック・マンデーで一時頓挫した株式市場も、また土地市場もその好況を88年に持ち越すことができた。

そうして88年夏、金利引き上げは対アメリカ金利格差の縮小をもたらし、ドル売りを誘うという理由から、その見送り要請がアメリカからなされ、先に述べたとおりそれは受け入れられる。低金利政策の変更に対する強い制約が喧伝され、いわゆる低金利の永久神話が信憑性を持つてくる。土地市場を含む擬制資本市場が一段と活気づくのは、理論的にも当然であった。実

際、日銀にしても一貫して、低金利政策を忠実に実行する。87年1兆596億円だった金利政策ルートによる日銀信用は、88年、89年にはそれぞれ2兆5,713億円、5兆5,864億円に上った¹⁸⁾。

日銀は国際的管理通貨制度が発する制約に縛られて、金融政策転換に挫折した。実体関係には金融引き締めに転じるべきであったにもかかわらず低金利信用を供給し続け、それが資産市場のとくに88年以降の活況を刺激する。以上のとおりである。しかし、そのような日銀の低金利信用の供給と資産市場の動向との関係は、以上の限りではまだ証明されたことにはならない。金融機関の信用創造の拡大がその媒介をなしているのだが、それが扱われていないからである。そこに視点を進めねばならない。

4. 日銀信用供給の動向

すでに検討したように、金融機関の信用創造はその支払準備金を最終次的に日銀信用に依存することができた。そこでまずは日銀信用供給の全体像を掴まねばならない。日銀信用は貸出、国債買い上げ及び外為買い上げの3つのルートから供給されるが、前項3.で示されたのは、金利政策ルートと呼ぶことにした、前2者を合わせたルートからのものだけであった。外為買い上げルートをここで取り上げねばならない。

まず、東京外為市場におけるドルの円相場の動向を一瞥しよう。プラザ合意以後のその上昇軌道は88年1月に120.45円をつけるまで趨勢的にはほぼ一直線に続いている。とりわけ160円ラインを突破して明けた87年（86年末、159.10円）は、そこから120円台に到達するという急激な上昇の過程にあり（12月11日、130円台を突き破り、同年末、123.50円）、その高原状態は88年11月まで維持される（11月24日、121.15円）。しかし、以後は弱含みに推移し、前にも指摘したように90年4月2日に一時160円を割り込むまで下落していく。

つぎは日銀による為替代替り金の供給状況を確認しておく。86年2兆1,155億円、87年5兆4,273億円、88年8,042億円のそれぞれ供給超過、89年2兆9,325億円の回収超過である。なお、89年は3月までは小幅だが、供給超過であり、回収超過は4月以降90年4月までのことである¹⁹⁾。

以上から日銀の為替市場介入は円相場の動きに符合して行われていることがわかる。すなわち、①87年の急激な円高過程では5兆円をはるかに上回る大規模なドル買い操作が行われている。②88年は円相場が120円台で推移し、過度な変動が生じなかったことから、買い介入は8,000億円台の小規模にとどまった。③89年には一転して3兆円に届こうという規模の売り介入が行われた。①は円高不況が、③は経常黒字拡大がそれぞれ懸念された結果であろう。また、②は120円台が当局が当時受け入れていた目標相場であったことを示している。

さて、ここで、以上で取り上げた外為ルートと金利政策ルートの2つの日銀信用供給ルートを合体させて見よう。まず、87年について重要な事実が浮かび上がる。すなわち、5兆4,273億円ものドル買い上げがなされ、その上さらに1

兆596億円の信用が後者のルートから追加されているというそれである。これは続く88年、89年の動向から見て、そのドル代わり金が不活化されていないことを意味する。と言うのは、88年はドル買い介入額は8,000億円台にすぎなかったが、そのほか2兆5,700億円余の低金利信用が追加されているし、89年には3兆円弱の規模の売り介入が行われたものの、他方で5兆5,864億円もの低金利の信用供給がなされ、結局は2兆6,500億円余の供給超過になっているからである。第2は、先に指摘した日銀の低金利政策態度はこの場合にも変わらず確認できるということである。両ルートを通じた日銀信用は88年は3兆3,755億円、89年は2兆6,539億円に上ることになるからである。

要するに、金融機関には87年以来巨大な信用創造能力が留保されていること、そして88年夏以後も継続された低金利政策もまた、その信用創造能力を増強するということが明らかになった。範疇的に区別して言えば、前者は現金的信用創造能力、後者は振替的・現金的信用創造能力のことである。

5. 金融機関による信用創造

続いて、そのような信用創造の実際を見てみることにしよう。金融機関（全国銀行）の貸出金（残高）の増加状況を調べればよい。第2表のとおりである。その対前年同期末比で見た伸び率は、86年は第1四半期末11.8%から少しづつ伸びてその年末にはほとんど13%に達し、87年はその13%水準が第3四半期末まで維持される。そして、その第4四半期末から伸び率は低下し出して、88年第3四半期末から翌89年第1四半期末までの3四半期は10%台で推移している。ところが、その89年は第2四半期以後一転

第2表 全国銀行の貸出金残高の伸び率
(対前年同期末比) (単位：%)

年	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
1970	18.6	20.7	22.5	24.2
71	24.1	23.2	24.5	25.6
72	25.3	24.1	20.9	16.6
73	14.9	13.7	11.8	10.8
85	13.8	12.9	11.6	12.7
86	11.8	12.3	12.5	12.9
87	13.1	13.7	13.5	12.6
88	12.1	11.6	10.8	10.3
89	10.6	22.6	24.3	23.5

出所：日銀『経済統計年報』『全国銀行銀行勘定』各年版。

して、20%台前半の高い伸びを示している。

とすると、疑問が出されよう。なぜなら、87年における金融機関貸出金の伸び率はたしかに前年のそれと比べて1%高い程度のことであり、その年は確保された現金的信用創造能力は必ずしも行使されていないように見えるからである。89年第2四半期からは20%を越えるという高い増加率となっているものの、88年でもそれは比較的安定した数字となっている。

それでは、その現金的信用創造能力はいかに処理されたのか。80年代後半以降の金融機関の営む貸出には、じつは第2表でその伸び率を計算された貸出金以外のものもある。ユーロ円取引に注目しなければならない。金融の国際化はすでに日本の信用制度の深部に及んでおり、その流れに乗った金融機関は信用創造活動の場を拡大することができた。金融機関の貸出の伸びを見る場合には、ユーロ円貸付、具体的には邦銀海外店のユーロ円貸付をも視野に入れる必要がある。国内から海外に送金された円が、国内向けに貸し付けられるもので、ユーロ円インパクト・ローンと呼ばれる。

前述したように、居住者向け短期ユーロ円貸付の自由化は84年6月のことだったが、邦銀海

外店によるその貸付金残高は、2年後の86年6月で6,270億円である。それが87年6月には2兆7,390億円へと、4.4倍の増加を見せ(87年の1年間で見てみると、前年末が1兆720億円で87年末が5兆1,800億円だから、4.8倍増である)、88年6月にはさらに2.2倍増の6兆1,141億円、89年6月8兆7,390億円とまさに急激増している(88年、89年の各1年間ではそれぞれ1.4倍増、1.5倍増である)。その89年は5月に中長期ユーロ円の貸付も自由化されたので、その年末で見ると、短期が10兆9,550億円、中長期が2兆2,830億円で、合計13兆2,380億円の巨額に上る残高を示している(第3表)。

第3表 邦銀海外店の居住者向けユーロ円
貸付金残高の推移 (単位：10億円)

年月	短期	中長期	合計
1986. 6	627		627
12	1,072		1,072
87. 6	2,739		2,739
12	5,180		5,180
88. 6	6,141		6,141
12	7,488		7,488
89. 6	8,720	19	8,739
12	10,955	2,283	13,238

出所：『第14回大蔵省国際金融局年報』平成2年版、142ページ別表70。

もちろん、以上のようなユーロ円貸付がすべて現金的信用創造によるものと考えられているわけではない。日銀は外為ルートを通じて供給した信用創造能力を削ぎ取らなかったのだが、その結果として、80年代半ば以後金融国際化の中で国際業務に乗り出した金融機関は、ユーロ円インパクト・ローンにまずはその現金的信用創造活動の対象を見出す。そして、とりわけ88年夏以降に顕著になることだが、日銀の低金利政策ルートを通じて振替的・現金的信用創造能

力を補強される。邦銀海外店によるユーロ円貸付が88年、89年と急増し、また全国銀行の国内貸出金が89年第2四半期以降著しい伸びを示したのは、そのためである。

6. 日銀信用と資産市場の活況の関係

いよいよ前項3. から持ち越されていた問題を論究できる地点に到達した。日銀信用ととりわけ88年夏以降の資産市場の活況の分析がそれであった。この問題はつぎのように言い換えることができる。とくに88年夏以降について創造された信用はいかなる機能を果たすか。その銀行信用はどこに向かうであろうか。再度の確認になるが、それを扱う場合に重要なのは、再生産論的な視角に立つことである。

考察に入るに先立ち、思い起こすべきことがある。そのころ以後主要企業にあっては経常利益の伸びが低下し出し、他方設備投資は一貫して堅調であったという事実である。その含意はすでに指摘した。すなわち、現実資本に転化した信用（銀行信用・資本信用）は、生産された価値を実現してその中から返済されるはずのものだが、そのような循環に円滑性が欠け出したにもかかわらず、他方で現実資本の形成が続けられていた、こうであった。言葉を換えよう。

信用と返済の循環とは貨幣資本と現実資本の循環のことであり、前者の循環の不円滑化は現実資本の過剰の顕在化のみならず貨幣資本の過剰の顕在化を意味する。貨幣資本は現実資本への請求権であり、後者の形成は前者の供給なしにはありえないからである。つまり、88年後半は現実資本の過剰化とそれに対応する貨幣資本の過剰化という景気過熱状況に入っていたが、それにもかかわらずさらなる現実資本の形成が進められていた。

したがって、先の設問はこうなる。そのような状況の中で日銀の低金利信用が供給され続けるとどうなるかと。明らかにしよう。

現実資本の蓄積には信用（貨幣資本）が供給されねばならない。すでに過剰の域に達していた現実資本が、日銀の低金利信用に刺激された金融機関の信用創造機能によってその形成を促される。貨幣資本の過剰の累積的形成が現実資本の累積的過剰化と同時に進む。しかし、状況はそこにとどまらなかった。日銀の低金利信用に基礎づけられた信用供給の圧力はなお強く、供給された信用（貨幣資本）は土地市場を含む擬制資本市場、つまりは資産市場に向かうに至る。投機利潤が目指される。

このような信用の流れは再生産論的に見て必然的である。実体経済がすでに膨張し切っている中で供給され続ける信用は、価格差益を拘う取引（投機取引）に運動の場を求め、その差益（投機利潤）を返済の源泉とする以外にないであろうからである。信用が供給され続ける限り、資産市場における取引は投機化を刺激され、その泡沫化（過剰貨幣資本の自己累積運動）は進む。資産市場は88年半ば当たりまでは景気の趨勢（実体経済）を反映した動きを示していたと言えるとして、それ以後そこから乖離し始め、泡沫化する。そして、それは実体経済の悪化（現実資本の累積的過剰）を覆い隠して全体を覆う。

しかし、その覆いが破れるのは、その泡沫的ブーム（過剰貨幣資本の自己再生産）が再生産的な基礎（現実資本の蓄積＝剰余価値の生産）を持たない以上、当然であった。その時創造信用（金融機関）はじつはみづからは回収の基盤を持たなかったこと（ブームの泡沫性）を思い知る。90年代に入ると、明らかになることであ

る。支払能力を持たない「現実資本」(過剰設備)と、その一方に回収できない債権の山(不良債権の大量化)が築かれている。

IX. ドル建て債権国日本とその 孕む問題

1. 論点の限定と方向

85年9月のプラザG5声明は日米独の3極体制でドルを協調的に管理するという枠組みの形成へ道を開く。そして、その翌年5月の東京サミット宣言を区切りとして、その枠組みつまりプラザ合意体制、理論的には国際的管理通貨制度が成立した。しかし、その体制、制度は早くも88年夏以後変容し、日米2極によるドル管理制度に移行する。ドイツがそこから抜けたからである。そのような推移は日本にどのような影響を及ぼすか、これを検討するのが本節の目的である。ただし、論点はつぎのように絞られる。

Ⅲ節では変動相場制成立後のドルの国際的過剰なる状況を日本の側から透視し、それは金融・財政政策遂行上国内均衡政策よりも国際均衡政策が比較優位を得るようになることを意味し、ドル建て債権の累増、東京外為市場における取引内容の変化、そして金融の国際化をもたらすということが究明された。言うまでもなく、そうしたことは88年夏以降でも変わることはない。それぞれの持つ意味合いが一層強くなるだけである。しかし、それらのなかでドル建て債権の累増だけは、新しい問題を提起する。すでにⅣ節で指摘したように、85年以降日本をそれまでとは異なる地位に押し上げ、ドル建て債権大国に導くからである。しかも、その場合の主たる債務国はアメリカであり、その事実は重大な意味を含む²⁰⁾。それが摘出される必要がある。

本節はそれを狙いとする。

それを果たすに当たっては、日本における対外純債権がドル建てであることと国際的管理通貨制度とはどのような関係にあるのか、抽象的に結論を述べておくのが好都合であろう。それを具体的に検証するのが以下の課題となるわけで、論点の展開される方向が予示できるからである。

一般に国際協調という場合、該当事項にかかわる痛み分け(責任分担)は関係諸国間で平等であるべきだが、こと日米間に限ったドルの相場や金利の管理の場合には、日本にとって債務国アメリカの利害の優先が避けられない。対米債権を円建てで保有しているならば、債務者アメリカに対して対等でありうるであろうが、実際はドルをそのストック経済の内部に抱え込んでいるからである。ドルの協調的管理と言いながら日本にのみしわ寄せが来る、そのしわ寄せが円建てではなくドル建ての対米債権国日本が内包する問題性の現れにほかならない。

2. 債務者利潤の発生

— 対米所得移転 —

国際的管理通貨制度段階に入ってから日本は2度の円高期を経験している。最初はその制度の始まりを刻印するプラザ合意の後3年数か月間である。すでに示したように、その間円はおよそ240円から120円まで2倍も値上がりした。国際協調的な円高政策の遂行によって始まったのだが、しかしその間の過半はドルの過剰供給の圧力に起因する円高なのであった。

これはプラザ合意体制下での円高と見なすことができる。以下では円高の第1期と呼ぶ。趨勢的に見たつぎの円高期つまりその第2期は、プラザ合意体制が破綻し、国際的管理通貨制度

が変容した後のおおよそ90年4月から95年4月までの5年間である。ドルは89年以後高めに転じ、90年4月2日には一時160円を割り込む（終値159.95円）という水準に達していた。しかし、そのころ以後ドル安が始まる。90年から91年前半にかけて戻り高を見せるものの、95年4月19日の史上最安値（79.75円）へ向け、ドルは傾向的に下落していく。この円高の第2期においても円は160円から80円へと、第1期の場合と同じく2倍の値上がりをしていることが注目される。

第1期における円高が金融次元での取引に規定され、(貿易財の購買力平価や生産性上昇率格差など)ファンダメンタルズを反映していなかったことは指摘した。それは第2期の場合にも言える。80円を突破するほどのドル安は、アメリカの利害に沿うことではあってもけっして日本の望むことではない。それでは、アメリカはどのような意味でドル安政策を追求するのか、あるいはドル安はどのような意味でアメリカに役立つのだろうか。結論を先に示す。アメリカは日本から価値収奪できる。ドル安は日本からアメリカへの国民所得の移転をもたらす。説明をしよう。

言うまでもないことだが、対米債権に転化した日本の経常黒字（国民所得の一部）は、円建てではなくドル建てである以上、ドルの減価（ドル安）につれて目減りせざるをえない。それは資本取引の次元で言えば、アメリカは日本からの輸入資本の元本を一部切り捨てていることを意味する。債権者から債務者に所得が移転し、債務者利潤が発生するのは、一般にインフレに媒介されてのことだが、アメリカが債務国化したブラザ体制成立以降では、ドル安の場合にも日米間では本質的に同じことが起きる。

そこで、つぎの問題はそのような利潤をアメ

リカはどのように実現し、他方日本はそれをいかに負担しているかということである。日本に関する後者の設問には次項を用意し、ここでは前者に答える。

まず考えられるのは、アメリカ輸出企業に対する輸出刺激と日本の場合にはその反対の輸出抑制である（第4表）。まず円高第1期について。アメリカの場合、一貫して貿易赤字だが、明らかに収支尻は好転している、つまり赤字幅が縮小しているのに対し、日本の場合は貿易黒字を続けながらも、黒字額が漸減していることがわかる。86年～89年の輸出の対前年伸び率を年次順に示しておくと、日本は19.1%、9.6%、15.6%、3.9%であるのに対し、アメリカは3.8%、11.9%、26.9%、12.9%である。

第2期についても、日本の場合、黒字幅の縮減という第1期と同じ傾向が看取できる。しかし、アメリカはドル安の利を生かしていないように見える。しかし、これは、アメリカ経済は成長が輸入増加を引き起こしやすいという、広く知られている特徴を持っていることに関係がある。事実、アメリカの輸出の対前年増加率は91年7.1%、92年6.3%、93年3.7%、94年10.3%、95年13.9%と順調な伸びを見せているのに対し、輸入の対前年伸び率もまた順次-1.7%、9.0%、8.9%、14.2%、11.9%というように推移している（第4表）。つまり、ドル安の第2期にアメリカの輸入が抑制されなかったのは、そのようなメカニズムが働かなかったということではなく、アメリカの輸入超過型体質とでも言うべき経済構造のためである。日本ではドル安は輸入を促進する。輸入の増加率を同じように示せば、0.7%、-1.6%、3.6%、13.9%、22.1%である（同）。

つぎは財政収支（中央政府）の推移に目を向

第4表 日米の輸出入⁽¹⁾の動向

(単位: 百万ドル, %)

年	貿易収支尻		貿易収支尻の前年比 ⁽²⁾		輸出の伸び率		輸入の伸び率	
	日本	アメリカ	日本	アメリカ	日本	アメリカ	日本	アメリカ
1986	82,743	-155,137	36,644	-21,489	19.1	3.8	-2.4	8.5
87	79,706	-170,320	-3,037	-15,183	9.6	11.9	18.3	11.0
88	77,563	-137,116	-2,143	33,204	15.6	26.9	25.3	8.3
89	64,217	-129,110	-13,235	8,179	3.9	12.9	12.5	7.3
90	52,213	-123,395	-12,004	5,715	5.0	8.2	12.2	4.9
91	77,787	-86,633	25,574	36,792	9.5	7.1	0.7	-1.7
92	106,639	-105,760	28,852	-19,127	8.0	6.3	-1.6	9.0
93	120,620	-138,665	13,981	-32,905	6.6	3.7	3.6	8.9
94	121,770	-176,694	1,150	-38,029	9.6	10.3	13.9	14.2
95	107,150	-187,320	-14,620	-10,626	11.6	13.9	22.1	11.9
96	61,749	-256,952	-45,401	-69,632	-7.3	6.9	4.0	6.6
97	82,402	-210,322	20,653	46,630	2.5	10.2	-3.0	9.4
98	104,443	-261,856	25,041	-51,534	-7.8	-0.9	-17.2	5.0

注1: 輸出はFOB価格, 輸入はCIF価格で計算。

注2: 貿易収支尻の前年比は好転・悪化(ー)を表す。

出所: 日銀「国際比較統計」「貿易額の推移」1996年版, 139, 140ページ; 99年版, 151, 152ページ。

第5表 日米中央政府の財政収支の推移

(単位: 億円, 百万ドル, %)

年	財政収支尻		公債依存度 ⁽¹⁾		収支尻/国内総生産	
	日本	アメリカ	日本	アメリカ	日本	アメリカ
1986	-84,062	-221,245	15.7	22.3	-2.5	-5.1
87	-57,605	-149,769	10.0	14.9	-1.6	-3.2
88	-40,161	-155,187	6.5	14.6	-1.1	-3.1
89	-52,496	-152,481	8.0	13.3	-1.3	-2.8
90	-48,772	-221,194	7.0	17.7	-1.1	-3.9
91	-42,865	-269,359	6.1	20.4	-0.9	-4.6
92	-85,675	-290,403	12.2	21.0	-1.8	-4.7
93	-135,453	-255,113	18.0	18.1	-2.8	-3.9
94	-137,645	-203,104	18.7	13.9	-2.9	-3.0
95	-166,283	-163,899	21.9	10.8	-3.4	-2.3
96	-223,680	-107,450	23.8	6.9	-4.4	-1.4
97	-167,070	-21,943	21.4	1.4	-3.3	-0.3
98	-340,000	69,246	-38.6	—	-6.9	0.8

注1: 公債依存度は財政赤字/歳出。ー印は黒字を示す。

出所: 日銀「国際比較統計」「中央政府の歳出入・財政規模」1996年版, 91ページ; 99年版, 109ページ。

けてみよう(第5表)。収支尻(歳入と歳出の差額)はアメリカの場合, 円高第1期, 第2期いずれにおいても明らかに好転の動きを示している。赤字幅の縮小傾向が明確である。それに対する日本の場合はどうか。その悪化は第2期に著しく, アメリカと対照的であることがよくわかる。しかし, 第1期についてはそれが悪化

しているようには見えない。それはどのように解すべきか。歳出抑制の旗が掲げられ, 他方ブームとその泡沫化に伴う歳入の増加が見られたという特殊な事情があったためであり, その悪化は91年, 92年とずれて現れる。歳入と歳出の対前年増加率の動きを見れば歴然とする。それはつぎのとおりである²¹⁾。前の数字が歳入,

後の数字が歳出の伸び率を表す。85年5.8%, 3.0%, 86年8.5%, 1.2%, 87年14.9%, 7.6%, 88年10.6%, 6.5%, 89年5.5%, 7.1%, 90年6.2%, 5.2%, 91年2.9%, 1.8%, 92年-6.5%, -0.1%。

円高の第1期, 第2期を通じた一般に円高期がアメリカに何をもたらすか, (若干の論点も付加して) つぎのように取りまとめることができる。対日債務の目減りはアメリカにとってまずは輸出企業に対し輸出刺激的な働きをし(自動車や半導体産業などの「製造業の復活」), それが(情報技術産業の成長と相まって)好況を契機づける²²⁾。そして, 好況はアメリカの場合輸入の増加を誘発する傾向が強いので, 貿易収支の改善は目に見える形では現れないが, 歳入増加を通じて政府財政収支の好転を帰結する。これは言い換えると, ドル安のもたらす債権者日本の損失は, 債務者アメリカにとってまずは輸出奨励金となり, その利益がアメリカ国内経済を好循環に導き, その政府の税收増加として実現されるということである。

ドル安のもたらす債務者利潤発生メカニズムは以上のように説明できる。そこで, その第1期と第2期の中間期の意義も自明となる。それは89年から90年春にかけてのつかの間の円安期, 正確には円高休止期に当たるが, 債権者日本が債務者アメリカに献呈すべき付加価値の蓄積に努める時期, これがその存在意義である。アメリカは90年, 91年と景気低迷期を過ごした(実質成長率はそれぞれ0.8%, -1.0%)が, 第1期の円高が生み出した債務者アメリカの利潤は, そのころには食いつくされたのである。つぎの債務者利潤機会が設けられる必要がある。それが円高第2期の意義にはかならない。

3. 債務者利潤の支払とその結果

一般に国際的管理通貨制度は日本に対しアメリカへ債務者利潤を拠出させるよう働く。日本は債権国でありながら債務国アメリカのドル政策に有効な影響を与えうる独自の手だてを持たず, 唯一その道と考えられるドイツとの対米共同戦線の組成も, ドイツのドル体制からの離脱によってかなわなくなる。それでは, 日本はアメリカへの所得移転をどのように負担しているのか。あるいは, 日本はアメリカの政府債務減(財政収支の好転)に帰結すべき輸出奨励金をどのように捻出したのか。この設問に答えるために本項は設けられた。

一般にドル安は金融次元では言うまでもなく日本に為替差損をもたらし, そのドル建て金融資産を損削させる。円建て換算では債権元本の一部切り捨てが生じるということである。そして, それは産業次元ではつぎのように現れる。これを指摘する場合には, 円高の第1期, 第2期ともドル下落は金融次元のドル取引に主導され, 実体経済関係を反映したそれではなかったことを踏まえねばならない。実体経済的には行き過ぎたドル下落であり, 日本の実体経済に不当に不利な影響を与えずにはいないからである。

一般に円高が雇用(生産拠点)の海外移転や製造業から非製造業への資本移動をもたらすよう作用するのは避けられない。国際的水平分業論の立場から見て, そのような産業構造の変化は経常黒字国には当然のことである。しかし, 上で指摘したような理由による円高の場合にも, そのような見方をするのは正しくない。その場合には産業構造に変換を迫る圧力は行き過ぎ, 産業の空洞化をもたらすからである²³⁾。輸出企業に必要以上のいわゆるリストラや廃業を迫り,

それを疲弊させるという不当な圧力が働くと思えなければならぬ²⁴⁾。そこに生じた空洞は、一時ドル高に転じれば埋まるというようなものではない²⁵⁾。そのような日本産業への空洞化圧力はプラザ合意体制の成立以降作動している。

そして、その結果日本では歳入不足が拡大化する一方、景気刺激政策の出動が促進される。金融の緩和化と財政の赤字拡大が必然化する。すなわち、91年7月(6.0%)以来95年9月(0.5%)までに9次にわたって公定歩合が引き下げられる。他方、92年3月緊急経済対策が提起され、同年8月に総合経済対策として総事業規模10兆7,000億円(当時史上最大)の補正予算が組まれて以後、95年9月に総事業規模14兆2,200億円の経済対策が打ち出され、その間総額60兆円にも及ぼうという大型の経済対策が取られ続ける。国債の累積が帰結する。

こうしてアメリカの好循環に対し日本の不況、それに対応する国債の増加が結果する。日本がアメリカに債務者利潤として献呈した国民所得は、いわゆる赤字国債に形骸化し、実体(社会的資本)的基盤を持たない請求権に姿を変える。債務国アメリカはドル安という手段を使って対日支払いを免れ、しかしその分を債権国日本は最終的債権者たる国民には支払わねばならず、その財源が国債に求められたというわけである。日本の対米債権としてのドル建て金融資産は目減りしたのだが、それは後代の世代が肩代わり負担するという関係が浮き彫りになる(第5表における公債依存度の欄参照)。

もちろん、90年代に入ってから金融政策、経済対策発動の原因は、アメリカのドル安政策にのみ帰せられるべきではない。それはいわば追加的要因である。90年代はⅧ. 6. での論述が示唆しているように、景気循環論的に80年代

末ブームの崩壊(資本過剰の顕在化)後の恐慌段階にあると見なければならぬ。とは言え、同じくⅧ. 3. で明らかにされていたように、そのブームを泡沫化(資本過剰の巨大化)させる発端となったのは、88年夏以降アメリカの金利政策に協調的に続行された低金利政策であった。そして、いまは指摘だけにとどめざるをえないが、このブームの破綻は90年代後半に表面化する金融システムの動揺に連なるのであり、その安定化のために財政資金が投入されているのは、周知のところである。ここでもまた国債の増発に行き着く。

ともあれ、基軸通貨国が債務国になり、しかも債権国がその自国通貨を基軸通貨化しえない以上、基軸通貨国(債務国)による債権国の価値収奪は起こりうる。88年夏以後の2極体制の国際通貨制度つまり日米共同のドル管理制度はそのような内容を含んでいる。基軸通貨国アメリカの国際通貨制度上の特権は、アメリカが債務国に転落したとしても、基軸通貨国であり続ける限り留保されうる。債務国になると、一定の制約が働くようになるのは事実だが、アメリカは依然として対外債務をドル建てで保有でき、そのことは債権国(日本)に対しドル政策遂行上いわば盾となりうるからである。債権国がその対米資産をドル建てで持ち、しかもそのドルが弱含みである以上、アメリカは債権国から債務者利潤を得る機会を持ち続けることができる。

X. おわりに

ドルを国際協調的に管理するという意味での国際的管理通貨制度は、変動相場制度が要求する国際通貨制度であった。その制度はしかし、日本にとって2点で深刻な問題を生起せしめた。

それらを確認しつつ、つぎなる課題を見出す手がかりとしよう。

まず、日銀の信用供給に関し、ドル買い上げルートがドル相場の動向によっては日銀の金利政策の主体としての主体性を脅かすに至るということである。日銀の信用供給ルートとして再生産に外在的なドル買い上げルートが巨大化して、内在的なルートの影が薄くなり、前者からの供給量が全体を左右するような局面が生まれる。その場合、供給された信用（ハイパワード・マネー）を中立化（吸収）する政策が果敢に実施される必要があるが、それは円高局面でのことであり、金融は緩和される必要があることも手伝って、後手にまわってしまうことになる。そのような政策の積み重ねが現在のゼロ金利政策を生んでいるのではないか。

もう1つは、アメリカのドル政策は日本から国民所得を移転せしめ、債務者利潤を獲得する手段となりうるということである。日本の対米債権はその多くがドル建てであり、アメリカの利害をいわば体制内化しているところにその淵源があった。債権国日本が債務国アメリカから受けているドル価値下落による価値収奪は、産業の次元では産業の（2重の意味での）空洞化であったが、金融の次元では債権の大量不良化となって現れ、金融機関への財政資金の投入（国債の増発）を結果しているのではないか。

とにかく、こうしてわれわれは90年代日本の金融動向を研究の正面に据えなければならないところに到達した。

注

- 1) 日本経済新聞、1999年7月10日、8月5日。
- 2) かつてIMF体制を金為替本位制度と見なす意見があった。それはドルの金交換を兌換と強弁することから生まれる謬説にはかならない。
- 3) 宮田美智也『ロンドン手形市場の国際金融構造—アメリカとの関連における研究—』（文眞堂、1995年）226—

227ページ。

- 4) 5) 日銀『国際比較統計』『国際流動性』1988年版、128ページ；同、99年版、168ページ。
- 6) 第14回『大蔵省国際金融局年報』平成2年版、142ページ別表6。邦銀は対外債権の多くを外貨建てで保有しているというだけではない。国内債権もまた外貨建て（インパクトローン）で保有する割合が高い（伊豆久『日本とドイツの銀行の国際的ポジションの推移』『証研レポート』No. 1492（1992年11月）、45ページ）。
- 7) 第35回『銀行局年報』（大蔵省）昭和61年版、272ページ別表244；第39回『銀行局年報』平成2年版、282ページ別表223。その後の外貨建て運用の数字も上げておくと、95年は5.5%、96年は7.4%と低下している（『金融年報』平成9年版、272ページ別表205）。
- 8) 詳しくは、近藤健彦『プラザ合意の研究』（東洋経済新報社、1999年）第1章、参照。
- 9) 同、第2章第1節、参照。
- 10) 宮田『銀行信用と振替的信用創造—信用創造論の体系（1）—』（『金沢大学経済学部論集』第19巻第1号、1998年12月）；同『資本信用と現金的信用創造—信用創造論の体系（2・完）—』（同、1999年3月）、参照。
- 11) 対象はFB（81年5月）、CD（86年3月）、CP（89年5月）、TB（90年1月）などへ広げられ、国債については現先取引も導入されている（87年12月）。また、97年11月からは現金担保付き国債借入れ（レボ）オベも始められ、99年3月には社債などを担保とする手形買入れオベが実施されている。
- 12) 以上の分析は、日銀の信用供給の方法に対し「内在的か外在的か」という角度から接近するのはよいとしても、それを二者択一的に捉えようとする見解の誤りを示唆している。わが国では70年代初めと90年代初めにいわゆるマネー・サプライに関する論争が起こっているが、それは以上のような管理通貨制度（日銀信用の供給方法）の歴史的な段階把握をもとに総括される必要がある（建部正義『貨幣・金融論の現代的課題』大月書店、1997年、第6章は、そのような把握、認識に欠けている）。それらの論争が起こった背景には、当時はとりわけ外為市場を通じる外在的な日銀信用の供給ルートが、その内在的な供給ルートを抑えて前面に出てきたという歴史的な状況があった。

事実、国債買い上げによる日銀信用の供給は、70年ぐらいいまでの第2次高度成長期を通じて（発行高も小規模であったことも手伝って）、結果的に、経済成長に見合っ必要とされる範囲内の現金的信用創造を可能にする程度にとどまった。また、後述することだが、70年代前半のインフレが経験されたことによって、70年代後半以降はそのルートの利用が抑制された限りで、日本経済にとってドル買い上げの場合のような外在的な本性を現すことはなかった。再生産に規定されない信用供給の自己運動が展開される源にはならなかったということである。

それに対して、ドル買い上げの場合はその現金的信用創造能力の拡大が再生産過程の要求する限度を越えやすく、その外在性を発揮する。それでは、なぜそのようなことが起こる傾向があるのか。2つの理由が考えられる。

第1はすでに指摘したように、資本取引としてのドル為替取引がその市場取引の大部分を占めるようになっていくということである。金融取引次元で流入してくるドルの代わり金(日銀預け金)は、ハイパワード・マネーとしては国民経済の必要とする量とは関係がなく、それゆえそれを得た金融機関の貸出能力は、国民経済的に内在的要因化して拡大再生産を帰結するというよりもむしろ投機を刺激し、拡大させることになる。もっとも、日銀としてはそのような金融機関の行動を抑制する、つまりドル代わり金を吸収する政策手段を持てはいる。しかし、その供給は円相場の上昇局面でのことであり、その点では金融緩和が必要とされていることから、その中和化に遅れたり、それが不十分となったりすることは避けられない。これが第2の理由である。

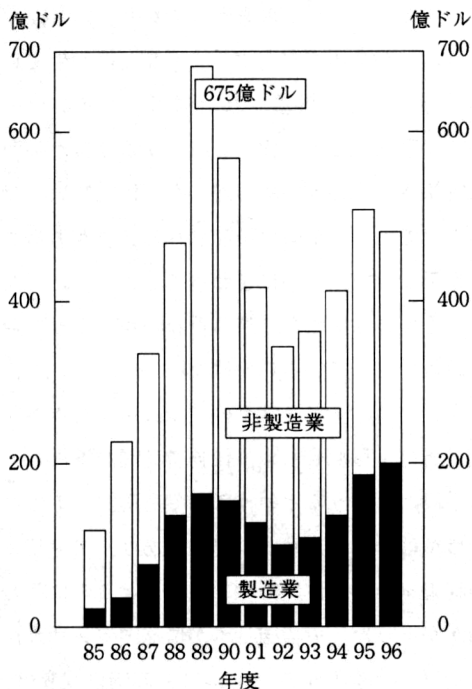
ドル代わり金に基礎づけられた金融機関の現金信用創造能力は、以上のような理由で再生産過程(利潤の生産)ではなく、価格差を求めた資本運動(投機取引)に向け発揮されがちとなる。

- 13) 日銀『経済統計年報』1984年版, 15, 16ページ。
- 14) 同。両年における外為取引も見ておくと、72年1兆7,397億円の買い超過, 73年1兆8,840億円の売り超過である。その後74年, 75年はいずれも売り超過で、合計1兆62億円で(同)。
- 15) 後掲の第2表, 参照。
- 16) この日銀短観における全国企業の場合も、主要企業の場合と同じく製造業の推移で代表させることができる。中堅企業(従業員数300~999人), 中小企業(同50~299人)いずれも86年度はマイナス(-13.9%, -10.2%)であるが、87年度に大きく回復させ(12.9%, 8.0%), 88年度には30%前後(30.4%, 29.7%)と高い伸びを示し、とくに中堅企業の場合には89年度の増加率が4.7%(中小企業は10.9%)と低かったこともあってか、90年度でも27.4%の伸びであることが注目される(中小企業は15.1%) (日銀『経済統計年報』1996年版, 287ページ)。
- 17) 佐藤章『ドキュメント金融破綻』(岩波書店, 1998年) 338ページ。
- 18) 日銀『経済統計年報』『資金需給』1992年版, 58ページ。
- 19) 同『資金需給実績』1990年版, 33ページ。
- 20) 伊豆「金融の『国際化』と『協調』利下げ」(『証研レポート』No. 1501, 1993年8月, 50ページ)は、外貨建てで対外純資産を保有するという日本の資本供給国としての「特異」性を指摘している。また、吉川元忠『YENは日本人を幸せにするか』(NHK出版, 1997年)第2章; 同『マネー敗戦』(文春新書, 1998年)は、ドル下落による対日債務の切り捨てはアメリカの通貨戦略であることを暴き出し、本節の作成上有意義な示唆を与えられた。
- 21) 第5表に同じ。
- 22) さしあたり、篠原総一「検証・米国経済——マクロの視点」(日本経済新聞(やさしい経済学), 1999年8月15日-20日, 23日-25日); 鈴木直次「検証・米国経済——ミクロの視点」(同, 1999年8月26日-31日, 9

月1日-3日); 増淵勝彦『「成長」のアメリカ経済』(日本貿易振興会, 1999年)参照。

- 23) 当面している時期における海外直接投資の動向は図のとおりである。

なお、99年7月13日付け日経新聞の報じたつぎの事実も付記しておく。国内と国外の営業損益を開示した上場企業(433社)の収益の海外依存度を集計した日経新聞社によると、海外子会社の利益の全体に占める割合は98年3月期23.7%, 99年3月期28.4%, また海外の営業利益が国内のそれを上回る会社はそれぞれ62社, 91社である。



出所: 第27回『わが国企業の海外事業活動』(通産省) 1999年3月, 6ページ(第1-(1)-1図「わが国対外直接投資の変遷」から抽出して転載)。

- 24) 日銀『調査月報』(「円高下の経済調整について」)(昭和62年2月号)は、ブラザ合意後の円高による産業構造の変化を実証している。その際、それは「産業の空洞化」という「極めて曖昧な」概念で懸念されることがあり、実際「大きな痛みを伴う」ことには違いないが、「わが国がより水平的な分業体制を実現すること」がより「喫緊」事なのだと言っている(26-27ページ)。当面している円高が貿易次元でよりもむしろ資本取引次元でもたらされていることが見逃されている。不当な「痛み」を強いられるところが問題なのである。
- 25) 80年代前半のドル高政策は逆にアメリカ産業の空洞化を生んだことは周知のとおりである。しかし、それはアメリカがみずから選択した政策の結果であった。

(金沢大学 教授)