

日本の金融自由化に関する 米国サイドからの一試論*

トーマスF.カーギル

(訳者解説)

(本文)

1. はじめに
2. 金融変革の日米比較 — 変革過程にみる主要な相違点
3. 日本の金融システムの役割の再検討
4. 日本の金融自由化進展過程における諸問題
5. 日本の金融自由化が米国にもたらす利益

(訳者解説)

1970年代に入り、多くの先進諸国では、これまで機能してきた金融システムが円滑に動かなくなり、今後の発展にとってむしろ障害となるといふ事態が生じてきた。

ここに訳出したネバダ大学トーマスF.カーギル教授の論文“A U.S. Perspective on Japanese Financial Liberalization”は、わが国に先行して金融自由化を進めてきた米国の経験を踏まえ、米国の一学者として現在わが国において進行している金融システムの変革過程をどのように捉え、どのように受け止めているかを述べたものであ

る。同教授はいわば部外者の立場でわが国の金融システムの変革過程を観察しているわけであるが、そのためにわが国の金融自由化を巡る昨今の議論の中で必ずしも十分認識されていなかった問題点の指摘等もあり、わが国の金融関係者にとっても示唆に富む面が少なくない。

本論文の概要をセクション毎に要約すれば次の通りである。

まず2では、日米両国の金融変革の過程が様々な角度から分析され、両国間の主要な相違点が明らかにされる。すなわち、米国の金融変革の過程でとりわけ重要な役割を果たした誘因は、預金金

* 本稿は、著者が日本銀行金融研究所の海外客員研究員として滞在中にとりまとめたものである。本稿作成にあたっては、同研究所の鈴木所長はじめ賀来(現、調査統計局)、島、小池、久保、露口、Kermit Schoenholtz(同研究所海外客員研究員)の諸氏及び日本銀行ニューヨーク事務所南原駐在参事より有益なコメントを頂いた。しかし、事実認識等について問題があるとすればそれは全て著者の責任に帰すべきものであることを付記しておく。

(訳注) 本稿は、米国ネバダ大学リノ分校トーマスF.カーギル教授が昭和59年8月から同年12月初まで日本銀行金融研究所の海外客員研究員として滞在中に執筆した英文ペーパー“A U.S. Perspective on Japanese Financial Liberalization”を著者の了解を得て訳出したものである(金融研究所久保調査役が担当)。長文のペーパーであるために、読者の便宜を考えて本稿の冒頭部分に全体の要旨(原文にはない)を訳者解説として付しておいた。また原文には、米国の読者向けに「日本の金融自由化に関する年表」が付録としてまとめられているが、本稿では紙数の都合で訳出を省略した。なお、原文は当研究所の英文機関誌(Monetary and Economic Studies) Vol.3 No.2に掲載の予定。

利規制下での高インフレ・高金利の発生（その根因は金融政策運営の失敗）であったが、日本については高度成長の終焉、低成長経済への移行に伴うマネーフローの変化であった。つまり、米国の場合には金融面の変化が、日本の場合には実物面の変化がそれぞれ重要な役割を果たしたといえる。こうした状況の下で、米国ではいわば危機的状況の打開策として金融制度の変革を促進する立法措置が講じられたのに対し、日本はそうした危機的対策を必要とするような状況にはなく、従って金融変革のテンポも漸進的であった。また米国が立法で対応しようとしたのに対し、日本では、立法上の問題としてよりは規制当局による行政ベースの問題として捉えられてきた。このため市場と規制当局との間の軋轢も、これまでのところは米国に比べはるかに軽微なものに止まっている。金融変革の進展に伴い、旧来の規制下で温存されてきた特定グループの既得権益が脅かされ、その結果、これらグループの圧力によって変革が妨げられたり、ベースが乱れたりする傾向があるが、その代表的事例として米国では住宅金融が、日本では郵便貯金制度が挙げられる。

次に3.では、わが国の金融システムに関するこれまでの通説に対して近年提起されている二つの見解が吟味される。その一つは高度成長期のわが国の金融システムの評価に関するもの（Hamada・Horiuchi(1984)等）であり、いま一つは日本の金融システムの競争の程度に関するもの（Sakakibara et al.(1982)等）である。前者は、高度成長の要因としてこれまで一般に主張されてきた人為的低金利政策や高成長分野に傾斜した信用割当ての有効性に疑問を投げかけるものであるが、カーギル教授は、そうした視点に親近感を示しつつも、日本の金融システムが個人部門の貯蓄を企業部門に円滑に振り向けるといって結果的に高度成長に寄与した点はやはり否定し得ない事実であるとし、これまでの通説をそう簡単に退けるわけにはいか

ないのではなからうか、との見解を示している。一方、日本の金融システムは、高度成長期を通じて一般に考えられていた以上に競争的であった（米国よりも競争的）し、今日でもそうした状況が続いているとする後者の見解に対しては、具体的例証に乏しい上誤解に基づく面も少なくなく、極めてミスリーディングであると強く批判している。

4.では日本の金融自由化進展過程においてとりわけ重要な意味を持つと思われる問題点がいくつか取り上げられ、それぞれについて米国の経験を踏まえて検討が行われている。第一は、ディスクロージャー制度に関してであり、金融自由化の目的が直接金融ないし市場型取引の拡大にあるとするならば、そして今後銀行がより直接的に証券市場に関与していくことになれば、米国にみられるような有効なディスクロージャー制度を確立し、それを活用していくことがどうしても必要になるとする。第二点は、個人部門が金融システムを利用する場合の諸制約に関する問題である。すなわち、これまで個人部門は資金調達を制限されていたのみならず、利用可能な金融資産の範囲も市場金利より低利回りの規制金利商品に限られてきたが、今後金融システムの公正、効率性を高めていく上で、個人部門の運用・調達両面における市場利用の可能性をさらに高めていくことが重要であることが強調される。第三に、自由化の進展に伴って金融機関の経営リスクが増大するかどうかという問題である。特に米国の貯蓄金融機関と同様に長期固定金利貸出のウエイトが高い長期信用銀行において金利変動リスクが高まる公算が強いとみられ、その意味からも業態間の垣根を低め、同時に変動金利長期貸出の普及を図っていくことが必要である、としている。第四に、預金保険制度をどのような姿にもっていくべきかという問題である。預金保険制度をより競争的な環境に即応した形に改めるためには、保険基金の充実、一預金者当りの保険金支払限度額の引上げ等により預金保険機

能の強化を図るとともに、モラル・ハザードの発生を回避するため、金融機関に対しリスクに応じた保険料を課すような方法を検討していくことが肝要であるとしている。第五は、自由化の進展に伴う金融政策面への影響である。金融変革の過渡期においては、日本の政策当局は米国の場合よりも複雑な問題を抱えることになるかもしれない。日本では金融変革が漸進的に進められているため、新金融商品・サービスの導入は米国の場合に比べより緩やかなテンポでより長期に亘って行われると見込まれ、当局はそれに対して絶えず調整の努力を迫られるために、長期的視野に立った政策運営方針を打ち立てるのがそれだけ難しくなるからである。また内外金融市場間の自由化の進展の度合いが区々であれば、この面からも金融政策が複雑化するという問題があることが指摘されている。第六には金融のエレクトロニクス化が金融システムの構造やマネーサプライの定義やコントロールの面に重大な影響を及ぼす可能性があることが指摘される。第七点として郵貯を中核とする公的金融仲介機構の問題を取り上げ、金融仲介機構において公的部門を一般の市場から隔離したまま維持し続けようとすることは、効率的で適応性のある金融システムを実現するという目的に沿うものではないことが強調されている。最後に規制当局間の利害対立という問題が取り上げられ、日本においても自由化及び金融業務のエレクトロニクス化の進展に伴って、大蔵省、日本銀行、それに郵政省の間で、それぞれの利害対立の範囲がさらに拡大していくとの見方が示されている。

5.では、日本の金融自由化が米国にとってどのような利益をもたらすかを考察する。日本の金融自由化が米国側が主張していたように円・ドル相場関係の改善をもたらすかどうかは定かではない。両国間の為替レート問題は、基本的には米国の財政赤字の縮小、高金利の是正を通じ、米国の国内金融システムの中で解決されるべきものである。

一方、長期的にみた場合、米国は日本の金融自由化から次のような利益を享受し得る。第一に、日米両国間の独特の歴史的・文化的・経済的関係からみて、環太平洋地域における金融面の基盤整備を進める上で両国が責任を分かち合っていくであろうということ、第二に、円の国際通貨化が進展し、安定的な国際金融システムを維持する上での日本の役割が相対的に増大していくに伴って、この面での米国の負担がそれだけ軽減されること、第三に、米国にとって比較優位の分野の一つとみられる金融サービスの面で米国業者の対日進出が促進されると期待されること、である。

このように、本論文は金融変革のプロセス及びその影響等を日米比較という観点から整理分析したところにその独自性を認めることが出来る。金融変革が一つの国際的な現象となっている今日、こうした国際比較の観点をさらに米国以外にも拡げていくことがわれわれにとっての今後の課題であろう。

(本 文)

1. はじめに

1970年代を通じ、先進諸国は、自国の金融の制度的枠組みが本来の目的を達成し得なくなったことに気付いた。金融システム——金融市場、金融機関及び政府規制によって構成されている——が効率性を失い、新たな経済環境に適応出来ずに不安定なものとなり、あるいは崩壊しかねない、と考えられるようになってきたのである。同時に、金融政策当局も、金融政策の手段や運営方法が民間市場・金融機関によって惹き起こされた金融革新(financial innovation)によって攪乱され、インフレを招来することのないような適切な通貨供給を行うことが極めて困難になったことを感じ

1)
た。

多くの国々がそれぞれ経験しているこうした金融の制度的枠組みの顕著な変化は、金融変革 (financial reform) と呼ばれるようになっていいる。金融変革は、金融システム・金融監督機構を再構築しようとする市場と規制当局双方の努力を意味する。しかし、金融システム・金融監督機構が規制の変更を通じて再定義され、編成し直されることはあるにせよ、金融変革の過程において中心的な役割を果たすのはやはり市場のイノベーションや市場の力である。規制の変更は、市場が現行の金融システムに内在する矛盾を表面化させた後、はじめてそれに対応して講じられるものである。市場のイノベーションはまた、しばしば今後の規制のあり方を示唆するものである。

米国における金融変革の過程は日本のそれと類似した点が少ない。しかしより重要な²⁾のは、数多くの相違点もあるということである。この過程は日本では自由化 (liberalization) と呼ばれ、米国では規制撤廃 (deregulation) といっているが、いずれの言葉も両国で現実起こっている事実の正確な表現ではない。預金者の保護、金融システムに対する信認の確保、安定的で健全な金融システムの維持、金融政策の有効性確保といった観点から、これまで長年に亘って金融機関、金融市場に対して各種の規制が課せられてきた。今日規制撤廃あるいは自由化が強調されてい

るが、そのことは金融機関や金融市場を規制せずに野放しにしておこうということでは決してなく、規制の態様が変わることを意味するに過ぎない。より具体的に言えば、規制撤廃あるいは自由化は、金融機関や市場に課せられている各種規制のうち、競争を制限したり、一般的経済諸力から市場を隔離したりするような主要規制の緩和・撤廃を企図しているのである。

日米両国の経験は、少なくとも次の四つの理由から特に注目されてきた。第一に、日本及び米国は自由世界の二大国であり、両国経済とその他の自由世界経済との間にはそれぞれ重要な相互関係が存在することである。第二に、米国は国際金融システムの中核に位置しており、そのために米国の金融の枠組みの中で生じる主要な変化が世界各国に影響を及ぼすことである。第三に、日本は未だ国際金融システムにおいて重要な役割を果たしていないが、最近内外金融システムの一体化が急速に進展しており、また円の「国際化」を通じて日本の国際金融システムにおける役割がその経済力に見合う程度にまで高まっていくことである。第四に、今後何十年もの間、環太平洋地域が顕著な経済成長の可能性を持っていることである。この地域における日本の中心的な役割、それに米国と環太平洋地域及び日本との間の歴史的・文化的・経済的な関係の故に、日米両国の金融変革の過程が重要な意味をもったものとなっている。

1) 各国における金融変革の過程を総合的にサーベイしたものとしては、M.A. Akhtar (1983)、BIS (1983)、Federal Reserve Bank of San Francisco (刊行予定) がある。

2) 各国における金融変革の過程については以下の文献に記述されている。米国についての参考文献としては Thomas F. Cargill and Gillian G. Garcia (1982, 1985)、Thomas D. Simpson and Patrick M. Parkinson (1983)、John Wenninger (1983) がある。また日本に関する英文の参考文献としては Stephen Bronte (1982)、Thomas F. Cargill and Shoichi Royama (刊行予定)、Dorothy B. Christelow (1981)、Robert F. Emery (1984)、Federation of Bankers Associations of Japan (1984)、OECD (1984)、Charles Pigott (1983)、Royama (1983-84)、Eisuke Sakakibara (1984)、Sakakibara et al. (1982, 1983, 1984)、Yoshio Suzuki (1980, 1983a, 1983b, 1984 及び刊行予定分)。なお、Cargill (1985) 及び Sakakibara et al. (1982, 1983) では日米両国の金融変革の過程についての比較分析が呈示されている。

本稿の目的は、現在日本において進行している金融変革の過程に対し、米国サイドから一つの見方を呈示することにある。ここでは米国の経験を踏まえて、日本特有の問題のみならず日米両国の経験を対比し、それにかかわる数多くの問題点をも検討の対象とする。

本論に入る前にいくつかの留意点に言及しておきたい。第一に、現在なお進行中の変革過程を分析することは、たとえその金融システムにかかわる経済諸力や構造に精通していたとしてもやはり危険が多いということである。第二に、物の見方はある与えられた基準によって左右されるが、米国の経験が果して日本の金融変革を分析するに際しての適切な基準であるかどうかという問題である。第三に、分析者は変革過程の性格を誤って解釈しているかもしれない、また部外者であるために、日本経済の特質を十分に理解していない惧れがあることである。

しかしながら、こうした問題点があるにもかかわらず、日本の金融変革を米国的視点に立つてみることは有益な試みと考えることが出来る。第一に、ここでの分析は金融変革の国際比較に力点が置かれているが、そのこと自体が重要なことである。米国の金融変革の過程は、これまで国内的視点からのみ分析されることが多かったが、大方の先進国においても米国と同様の問題が数多くみられており、金融変革はいわば一つの国際的な現象になっている。第二に、金融変革は、各国が国際的な視点に立つて進めなければならないということである。金融システムに生起する事象が国により区々であれば、規制下のシステムから規制のより少ないシステムに向って資金をシフトさせるようなイノベーションが発生し、その結果為替レートの変動幅が拡大し、世界貿易が攪乱される。主要貿易国は貿易政策面で協調する必要があるのみならず、金融政策面での協調も同様に重要である。第三に、米国における金融変革は日本に比べ既に

かなりの長期間に亘って進展しており、このため日本の規制当局にとっても、その過程から得るところが大きいのではないと思われることである。第四に、部外者の分析を通して、日本の金融自由化を巡る昨今の議論の中で必ずしも十分認識されていない、あるいは取り入れられていない問題点が指摘される可能性があることである。部外者は十分な情報を持ち合わせていないかもしれないが、その反面、金融システムに深く染み込んでいる伝統的・制度的諸構造をそのまま受け入れるといった可能性もまたそれだけ小さい。

以上からみて、問題点はあるにせよ、米国サイドの視点に立った分析は試みるに価するものと考えられる。本稿は、以下の四つのセクションによって構成されている。2.では、日米両国間の金融変革過程の差異を明らかにし、3.では最近における日本の金融システムの再評価ないし「修正主義」的見解について論じる。4.では日本における金融変革過程のうち、いくつかの側面を取り上げて論評し、5.では日本の金融自由化が米国にもたらす利益について論じる。

2. 金融変革の日米比較 — 変革過程にみる主要な相違点

米国と日本の金融変革の過程を比較する場合には、次の五つの項目、すなわち(1)金融の制度的枠組み・構造、(2)金融変革の誘因、(3)同誘因に対する規制当局の対応、(4)市場と規制当局間の相互作用、(5)金融変革の過程にみられる各種の制約要因、に区分した上で検討することが適当であろう。もちろんこれによって全てがカバー出来るわけではないが、両国の金融変革を比較研究する上でこれらは有用なベースとなる。

(1) 金融の制度的枠組み・構造

金融仲介の構造の面で日米両国間にみられる主要な相違点は以下の通りである。第一に、日本の

民間金融機関の数が米国よりもかなり少ないことである。1983年現在で都市銀行13行、地方銀行63行、長期信用銀行3行、信託銀行7行、中小企業金融機関996、農林漁業金融機関4,404、それに数百のその他金融機関（保険会社、証券会社等）が存在している。一方、米国では、1982年12月現在、民間預金取扱金融機関に限ってみても約15,300の商業銀行、3,833の貯蓄貸付組合、386の相互貯蓄銀行、そして20,000の信用組合が存在する。さらにこれに加えて数多くの非預金取扱金融機関（金融会社、年金基金、保険会社、証券会社等）やSears, Roebuck & Companyのような金融サービスを提供する非金融機関が存在する。

第二に、金融仲介面で日本の銀行の方が米国の銀行よりも重要な役割を果たしていることである。ただ、日本の銀行市場にはかなりのセグメンテーション（市場分断）がみられる。すなわち普通銀行（都市銀行及び地方銀行）は、基本的には短期金融に重点を置いており、一方、長期信用銀行及び信託銀行は長期貸出中心の運用を行い、その原資も長期の資金に依存している。これに対して米国の商業銀行は、短期の商工業貸出に重点を置いているが、日本の銀行に比べ貸出先の範囲は多岐に亘っており、また資金の期間構造も運用・調達の両面においてより広範なものとなっている。

第三に、日本の金融仲介機構には、米国にみられるような免許・組織・監督規制の二重構造に起因する問題が存在しないことである。米国では1864年の国法銀行法制定以来、二重銀行制度が金融機構の重要な特色の一つとなっており、これが今日みられるような州際銀行業務制限や同業務に対する各州間の規制の不統一という問題を惹き起こしている。

第四に、日本では、政府が郵便貯金制度（訳注、以下郵貯と略記）、その他政府金融機関によって形成される公的金融機構を通じて金融仲介面で米国よりもはるかに重要な役割を果たしていること

である。1965年から1973年までの期間について、国内金融システムにおける貸し手から最終的借り手への資金循環経路をみると、民間預金銀行が全体の62.9%（上記期間中の平均構成比）、その他民間金融仲介機関（信託、保険）が11.9%、公的金融仲介機関が17.1%を占めていた（Suzuki（1983b））。その後、公的金融仲介機関は1973年以降そのシェアを拡大し、1982年には総資金の29.2%を最終的借り手に供給している。この公的金融仲介のシェア拡大は、主として郵貯の急増によるものであった。Sakakibara（1984）は、1953年から1978年までの期間に亘り、公的金融仲介の役割について日米比較可能な統計データを呈示している。それによれば、公的金融仲介のシェア（国内総貸出に占める政府金融機関貸出の割合）は、上記期間中日本が17.5%、米国が6.3%となっている。農業や住宅部門向けのごく限られた公的金融仲介を別にすれば、米国では金融仲介の大部分を民間金融機関が担っている。

第五に、日本では、銀行と証券会社との間の関係が米国よりも緊密であることである。日本にも独自のグラス・スティーガル法が存在するとしばしばいわれるが、それにもかかわらず日本の銀行は証券会社とともに国債の引受シ団を構成したり、社債・株式を保有することが認められている。これらはいずれも米国の銀行に許容されている証券業務の範囲を超えるものである。

第六は、日本の証券市場が米国に比べてかなり発達が遅れていることである。米国には、現物・先物取引の双方について広くかつ奥行きのある証券市場が存在している。それらの市場では、ごく短期から超長期に亘る期間構造が形成されている。市場参加者としては、政府や企業が主要な位置を占めており、また各種市場のうち特に政府証券市場は、証券市場全体にとっての基礎的な市場として、また金融仲介のための流動性のベースとして、さらに公開市場操作を通じる金融政策運営

の中心的な場として重要な役割を果たしている。一方、日本では、証券市場は近年に至るまで十分な発達をみていなかった。1970年代初頭までは、財政収支は均衡ないし小幅の赤字に止まっており、現実問題として国債消化を促進するために証券市場の発展を図るという必要性に迫られていなかったからである。企業も主要な資金調達手段として証券市場を積極的に活用するまでには至らなかった。事実、社債の発行はごく一部の企業にしか認められず、しかもこうした直接金融方式の資金調達を行うに際しては様々な制約が課されていた。短期金融市場、特に米国にみられるような国債あるいはTB市場、CP（コマーシャル・ペーパー）市場、BA（銀行引受手形）市場は、1985年初現在いずれも未だ存在していない。今日、主要な短期金融市場としては、既に戦前から成立しているインターバンク市場（米国のフェデラルファンド市場に類似）、1960年代後半に本格的に形成された現先市場、それに1979年に発足した大口CD市場が存在する程度である。ただ国債については、発行市場の発達は不十分ながら流通市場が1975年以降目覚ましい発展を遂げている。

日本にみられるこうした間接金融の優位は、両国の金融システムの最も重要な相違点の一つとなっている。日米両国について間接金融のウエイトをみると、1973年に日本が93.2%、米国が約75%となっている。もっとも日本においても1970年代初頭以降の金融自由化の流れの中で間接金融のウエイトは低下傾向を示しており、1982年時点では85.3%となっている。

第七は、監督規制構造の面で日米両国の間にかなりの差異が認められることである。米国における規制は元来リスクを一定の範囲に止めることを目的とし、とりわけ銀行間の競争を制限することを企図するものであった。競争制限的規制は主に間接金融の分野に向けられ、一方、直接金融の分野では徹底した市場監視とディスクロージャー

制度が実施された。米国における規制の構造と目的は、1930年代の銀行システム崩壊の影響を強く受けている。規制はまた、住宅優遇といった社会政策上の重要な一部分とも考えられるようになった。日本の場合も同様に規制が市場の制約要因として働いたが、少なくとも次の四つの点において米国とは異なったものであった。第一点は、規制、特に金利に関する規制や内外市場を分断する規制が米国よりもはるかに広範囲に亘るものであったことである。第二点は、規制が住宅金融や消費者金融の拡充を企図したものではなく、工業化の推進、輸出主導型の経済成長実現に重点を置くものであったことである。第三点は、金融面の規制は常に金融機関及び金融市場の健全性にかかわりを持つものであるが、健全性についての規制当局者の関心は米国の場合程顕著なものではなかったことである。米国における1930年代の大不況の経験、及びそれが金融規制に及ぼした影響を決して過小評価すべきではない。第四点は、米国においては二重銀行制度がとられていることもあって、金融規制当局間の重複が目立つことである。連邦、あるいは州それぞれの段階でもこうした規制機構の重複がみられる。連邦レベルの主要な規制機関としては、連邦準備制度（Federal Reserve System）、連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation）、連邦住宅貸付銀行制度（Federal Home Loan Bank Board）、連邦貯蓄貸付保険公社（Federal Savings and Loan Insurance Corporation）、全国信用組合出資保険基金（National Credit Union Administration）、それに証券取引委員会（Securities and Exchange Commission）がある。これに対して日本の規制構造はそれ程複雑ではなく、またより統合化されたものになっている。大蔵省と日本銀行が主要な規制監督機関であり、そのほかに郵便貯金に関して郵政省が規制当局の一つとして挙げられる程度である。この規

制構造面における日米両国間の差異は、それぞれの国の金融変革の過程にとって重要な意味を持つものである。

(2) 金融変革の誘因

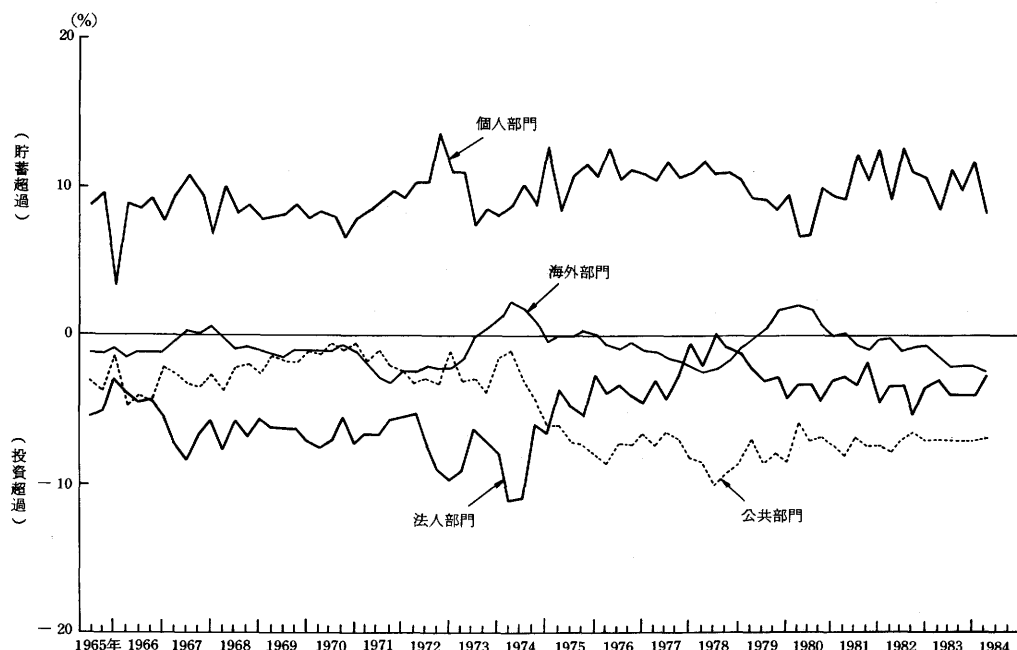
今日各国において金融変革の動向を分析する際、これを一連の共通した要因、すなわち高インフレ・高金利、金利変動幅の拡大、財政赤字、供給制約要因（サプライショック）、潜在成長過程の変化、コンピューター・通信技術の発達等に起因するものとして捉える見方が一般的である。日米両国の場合にも、上記諸要因ないしはそれ以外の共通の要因によって金融面の変革が促進されている点は疑いのない事実であるが、そうした変革を促す誘因を正しく理解する上で、両国特有の環境条件が重要な意味を持っている。

米国においては、金融変革は二つの政策の衝突によって必然的に発生した。第一に、規制は元来金融機関経営の健全性確保を目的として実施されたが、その後次第に住宅部門の振興を図るという社会政策としての意味合いを併せ持つようになったことである。貯蓄金融機関（貯蓄貸付組合、相互貯蓄銀行）は住宅金融の分野に好条件で資金を配分するよう規制された。これは、しばしば政府、住宅建設業者、住宅購入者、住宅抵当貸付専門機関の間の持家促進のための一種の社会的契約とみなされてきた。そうした具体例として、レギュレーションQによる預金金利上限規制、銀行と貯蓄金融機関との間の上限金利格差、貯蓄金融機関に対してのみ認められている住宅抵当優遇税制、貯蓄金融機関に対する資金運用面の制限及び預金利子にかかる所得税控除措置等が挙げられる。これらのうち、レギュレーションQによる預金金利規制と貯蓄金融機関に対する資金運用面の制限の持つ矛盾が1970年代の高金利、金利変動幅の拡大の下で一段と深刻化することになった（Carron（1982））。

第二に、これが最も重要な点であるが、1970年代を通じ連邦準備当局が適正な通貨供給の管理に失敗し、インフレを招いてしまったことである。過剰な通貨供給は、金融の量的指標よりも金利水準を重視した誤った政策運営と、財政赤字拡大の下で対政府信用増大の圧力に屈したことによってもたらされたものである。その結果、現実のインフレーションとインフレ期待の高まりによって証券市場の金利が上昇し、レギュレーションQが足枷的なものになった。金融機関の中でも特に貯蓄金融機関は、短期預金により資金を調達し長期の固定金利住宅貸付を行っていることから高金利の影響を最も強く受けた。1966年以前は、貯蓄金融機関はレギュレーションQによる金利規制の適用を受けていなかったが、1965～66年の金利高騰時に、同規制が貯蓄金融機関にまで適用されることになった。しかし、この措置によって貯蓄金融機関はかえって従来よりも大きな流動性リスクないしディスインターミディエーションの圧力に晒されることになった。この措置と、資金運用における制限措置とが相俟って貯蓄金融機関の経営問題を深刻化させ、他のどの分野にもまして金融システム全体の安定性を脅かすこととなった。

このように、1970年代後半頃までには、金融諸規制の存在と金融政策運営の失敗とが重なって金融変革を促す強い圧力が生み出された。一方、日本の場合はかなり状況を異にする。金融変革の第一の誘因は、1973年に突如として生じた高度成長の終焉であり、低成長がマネーフロー面にもたらしたインパクトであった（第1図）。通貨の大幅供給によって景気刺激を狙った1970年代初頭の金融政策の失敗が金融変革への圧力として働いた面は確かに否定し得ない。しかしながら、日本経済の実物面の変化は、金融面の変革を促す要因として十分であった。高度成長の終焉により主要資金不足部門としての企業部門の地位は後退し

第1図 部門別投資超過（赤字）貯蓄超過（黒字）の対GNP比率



た。サプライサイドの突然の変化が資金需要曲線を左方へシフトさせ、企業の借入需要の減退と銀行依存度の低下をもたらした。また、高度成長の終焉により成長率の低下をカバーするために財政支出が増大する一方、税収が落ち込んで財政の赤字幅が拡大した。財政赤字は、高度成長の終焉に伴って、内生外生両要因によってもたらされた変化の反映である。これまで金融資産の利用が制約され、かつその利回りが規制されていたために家計部門が蒙った損失は所得の伸びでカバーされてきたが、高度成長の終焉はその伸びを鈍化させた。

日本の場合、金融変革を推進した要因は他にも存在するが、高度成長の終焉が最も重要であったと考えるべきであり、日米両国の状況を比較する際にはこのことが最も顕著な相違点になっている。米国の場合には金融面の変化が、日本の場合には実物面の変化がそれぞれより重要である。その意味で、日本の場合には金融変革の根因を金融政策の

失敗に帰することは出来ない。

(3) 規制当局の対応

金融変革の誘因に対する日米規制当局の対応姿勢には三つの顕著な相違点がある。第一点は、日本は米国ほど法律一点張りの社会ではないこともあって、金融変革が米国のような立法面の問題という形をとらずに進められたことである。これまでのところ、日本の当局は米国の1980年金融制度改革法や1982年預金取扱金融機関法のような広範かつ複雑な立法措置を講じていない。日本の金融変革は、主に大蔵省及び日本銀行による行政ベースの問題として進められてきた。もっともこの間、二つの注目すべき立法上の動きがみられた。きわめて大きな重要性を持つ1980年12月の外為法の改正と、それよりは重要度が落ちるが1981年5月の銀行法の改正である。これらの立法措置は、米国の場合とはかなり性格を異にしている。それは主として基本原則を明示したもの

であり、その具体化は行政行為の積み重ねに委ねられる。1980年の外為法の改正が重要なのは、内外資金移動の原則自由化を謳った点であるが、規制当局は1980年以降内外資金移動の自由化に関する一連の行政措置を講じてきている。1981年の銀行法の改正は、日本に進出している外国銀行に対する内国民待遇の原則を打ち出し、また銀行が行い得る証券業務の範囲を明確化したが、これらの原則もまた、今後行政措置を通じて現実具体化されていく。

第二点。一般に金融変革の過程では、政府は本質的に待ちの姿勢、受け身の姿勢をとるものであり、このため規制面の対応がどうしても危機対策的（crisis oriented）な性格を持つ傾向がある。米国の規制当局者は、恐らくは重要な規制の変更を成文化することに重点を置くためか、あるいは二重銀行制度の下で各種の目的や利害関係を調整する必要があるために、概して危機的な状況に至るまでなかなか行動を起こそうとしない。この点を例証するためには、前述の1980年法及び³⁾1982年法制定以前の米国経済の歴史を振り返ってみればよい。1971年には既にハント委員会報告で金融仲介機構の構造的諸問題が正しく分析され、それを踏まえて一連の政策提言（訳注、大口預金金利の自由化等）が行われている。これが具体化されていたならば、1970年代を通じてみられたような金融システムの不安定化は十分回避し得たと思われるが、現実には何ら手の打たれぬままに終わってしまった。1975年のFINE（Financial Institutions and the Nation's Economy）報告においても同様の分析と勧告が行われたが、これまた現実の規制変更をもたらすまでには至らなかった。1979年後半から1980年初にかけて深刻な経済問題が発生し、連邦準備制度からの離脱を求める銀行が相次ぎ、市場で生まれた各

種のイノベーションにより現行規制の形骸化が進行していることが認識されるに至って漸く真剣な変革への動きがみられるようになったのである。同様に、貯蓄金融機関の窮状は1980年前後の時点で認識されていたにもかかわらず、漸く本格的な改革が打ち出されたのは1982年夏、同業界が危機的な状況に立ち至ったことであった。こうした危機とそれへの対応といったシナリオは、次の二つの理由から日本の場合にはうまく当てはまらない。第一の理由は、日本の金融システムが現実の経済の動きとの間で深刻な相剋を経験したのは、1973年から74年にかけての高インフレの一時期のみであったということである。しかしそうした事態も日本銀行の金融政策運営によって速やかに是正され、その後もインフレを招来する惧れのない適切なマネーサプライ・コントロールが堅持され、1970年代の米国に典型的にみられたような市場金利と規制金利の大幅な乖離が回避されてきた。このように、日本の金融変革の過程は、米国の場合のように現行規制と現実の経済の動きとの間に生じる一連の相剋の物語という性格を持つてはいない。日本の場合には、変革を促す要因は比較的持続性があり、また米国の場合ほどダイナミックな形で生じたわけではないため、規制当局としても、米国では困難とみられるような「漸進的」あるいは「ソフトランディング的」なアプローチを採ることが可能であった。第二の理由は、金融構造面に手直しを加えるためのコストは日本よりも立法化・成文化を重視する米国の方が高くつく、ということである。重要な金融関係法案をタイミングよく立法化することが難しいために、構造変化の必要性和立法化との間にはラグが避けられない。従って、米国では、規制当局が有効な対応策を講じる前に変革を促す要因が蓄積されていく、といった可能性が日本に比べて大

3) この点を証明する米国金融史のサーベイとしてはCargill and Garcia (1985)を参照。

きいのである。

第三に、いかなる経済においても、規制の枠組みは規制の構造 — 金融システムにかかる諸問題に対する規制当局の反応振り、金融変革の過程における市場と規制当局との間の相互作用の強さや態様 — に影響を及ぼす。米国では規制機構が複雑多岐であり、金融仲介面で二重構造が存在していることから、自分達にとって最も都合のよい規制体系を探し求める（shop）が、市場参加者のイノベーションの場合はそれだけ拡大する。このため規制当局としても、足枷となった規制を処理する際に従来よりも極端な態度をとらざるを得ない。この結果、連邦・州当局間で衝突が起きる。もっとも連邦規制の枠組みの方が明らかに米国金融規制の中核的役割を担うものとはなっている。これに対し日本では、規制の枠組みが米国よりもはるかに統合化されており、規制機関の数も少ないため、この種の問題には直面していない。しかしながら、日本の規制の枠組みには、金融自由化を進めていく上でいくつかの問題点がある。この点については以下で論じることとする。

(4) 市場と規制当局との間の相互作用

金融変革の過程を定型化することは容易でないが、一応その大筋をまとめると以下の通りである。

〔第一段階〕 米国における高金利、日本における低成長経済への移行等、経済面で新たな動きが出現し、それに伴って現行規制が足枷となる。

〔第二段階〕 こうした足枷となった規制を回避するために、市場において新たな金融商品、金融組織あるいはサービスの導入等イノベーションが発生する。

〔第三段階〕 イノベーションの動きに対して規制当局は、まず最初にこうした規制回避的な動きを抑圧しようと努めるが、それが失敗に終わった場合には最も束縛の程度が強い規制の緩和に着手する。

〔第四段階〕 「自由化」、「規制撤廃」という言

葉はさておき、金融規制は、金融システムの健全性やそれに対する公共の信託を確保したり、金融システムを政府の個々の社会政策や産業政策と斉合性のとれたものとするものであり、適切な金融政策を運営するための基盤と考えられている。従って、自由化や規制撤廃は規制の量的な変化ではなく、規制態様の変化にかかわる問題である。

〔第五段階〕 コンピューター・通信技術の発達が、外生的要因として金融取引コストを継続的に低下させ、また金融イノベーションがもたらすと考えられる利益を増大させる。

〔第六段階〕 イノベーションにより規制の回避を図る市場の力と、金融システムの面に何らかの強制を加えようとする規制当局の意向とが衝突する。

これらは、殆どの主要先進国において金融変革の過程を特徴付けている要素である。上にみたようなプロセスが果して安定的なものかどうかについては相当に議論の分かれるところである。Edward J. Kane(1981) と Eugene F. Fama(1980) は、それぞれ違った観点から市場と規制当局との間の相互作用が持つ不安定性を強調している。外生的要因であるコンピューター・通信技術の発達が金融変革のプロセスを不安定なものにするという点については両者の間に見解の相違はない。Kane は、市場と規制当局との間の相互作用を、ある不特定かつ不安定な変革の過程において当局がイノベーションの動きを封じるために規制を行うと、それを回避するためのイノベーションが発生し、規制がさらにそれに追い打ちをかけるといった相互の繰り返しの過程と捉えている。Fama は、イノベーションが金融政策や物価の安定を目指した諸規制の有効性をいかに低下させるかを強調する。通貨のコントロールを目的とした支払準備制度や貸出の量的規制等のような規制であってもイノベーションを生み、

それに伴って金融システムの効率性が損われ、ひいては物価安定という政策目標を達成出来ずに終わってしまうというのである。

KaneとFamaは、過去及び将来におけるコンピューター・通信技術の発達を念頭において今日の変革過程の持つ注目すべき重要な諸相を指摘している。市場と規制当局間の相互作用の重要性を認識するのに彼らの立論を全て受け入れる必要はない。日米両国の事例の中にも、KaneやFamaが提起した問題が浮彫りにされているケースがいくつか見出される。米国における金融仲介機構の二重性は、イノベーションを起こし、有利な規制体系を求める自由度がより多く与えられた構造であり、従って市場と規制当局との間の衝突が生じる可能性もそれだけ大きくなる。近年におけるこの点での最も重要な事例は、連邦準備加盟銀行の同制度からの脱退問題とDue-on-Sale (DOS)条項に関する論争⁴⁾である。このうち前者は、連邦準備加盟銀行の中で、同制度から脱退し、相対的に準備積立負担が軽い州法銀行に転換する銀行の数が増加しているという問題である。こうした動きは1979年に至るまで顕著にみられ、この問題が1980年金融制度改革法制定の大きな誘因になっていたとみられている。この問題は、州法規制を連邦規制に代え、連邦預金保険の対象となっている全ての預金取扱金融機関に連邦支払準備規制を課すことによって解決をみた。

後者のDue-on-Sale条項の問題は、前者とは逆に厳しい州規制を回避するため州規制から連

邦規制へシフトする事例である。1978年にカリフォルニア州最高裁判所は住宅抵当貸付契約中の同条項は個人の財産権譲渡を制限するものであり、従って金融機関は同条項をポートフォリオ管理の手段として使ってはならないとの判決を下した。その結果、金融機関の中に州法免許から連邦法免許への乗り換えを企図する動きが出てきた。そこでカリフォルニア州最高裁判所は、上記1978年判決は連邦・州法免許の如何を問わず全ての住宅抵当貸付を行う金融機関に対して適用されるべきものとの見解を示した。1982年預金取扱金融機関法は、連邦法によって州法による同条項の適用禁止を覆し、同条項を巡る論争に結着をつけた。同法には、個々の州が連邦法の定めを拒否するループホールが残されているが、州の規制はあくまでも州法機関のみに適用される。

上に挙げた二つの事例は、いずれも米国の市場と規制当局間の相互作用を示すものであり、複雑多様な規制機関の構造が金融変革の過程にどのような影響を及ぼすものであるかを物語っている。米国の規制構造が連邦規制の優位という方向にシフトしていることは疑いのない事実である。しかしながらこの二重構造は今もなお重要な意味を持っており、規制撤廃、特に金融機関業務の地理的制限に関する規制撤廃問題に引続き少なからぬ影響を及ぼしている。

日本の場合には、以下のいくつかの理由から上述ほどの市場と規制当局間の衝突は経験していない。第一に、日本では規制機関の多様性や規制面の二

4) DOS論争とは、住宅抵当貸付契約において、抵当物件の所有権の名義が変更された場合に、金融機関はその時点で貸出を回収し得るという契約条項 (due-on-sale-clause) の適用を巡る問題である。1970年代に至るまで、この条項は、主として金融機関が新たな所有権者を信用供与に値しない者と判断した場合に貸付債権の保全を目的として用いられた。殆どの抵当貸付は、契約当初の金利で譲渡することが出来た。しかし1970年代には、DOS条項は新たな所有権者の信用度とはかかわりなく、既存の低利固定貸付債権をより高利の新規貸付債権に切り換える方策として活用された。

5) 国法銀行に対しては連邦準備制度への加盟が義務付けられている一方、州法銀行の場合は任意加盟とされている。

重構造がみられないことである。このため、より有利な規制体系を追い求める金融機関の能力も限られたものになる。第二に金融イノベーションの範囲も、日本の場合は次の理由から米国よりもかなり限定的なものとなっている。すなわち米国の金融システムは、市場参加者の行動様式を規定する比較的明示的な法体系によって成文化されており、また一般に個人主義的な価値観が強いこともあって、法文は守りながらも法の精神を回避する傾向が強い。

日米間の差異の特色は次のように言うことが出来よう。米国では、市場参加者がある行動を起こそうとするときに、それが法律によって明らかに禁止されていない限り自由に行い得ると考えるのに対し、日本の市場参加者は、行政当局が認めたものでない限り実行出来ないと考えている。また米国の市場参加者は法律の条文に対してさえも積極的にチャレンジしようとする。こうした点は、現在論議的になっているノンバンク・バンク問題からも明らかに窺える。銀行は、要求払預金の受入れ及び商業貸付業務を行う機関と定義されており、従って両業務のいずれか一方しか行わない機関は法律上銀行とみなされない（訳注、これをノンバンク・バンクという）。これによって現行の州際業務規制や業務分野規制を回避することが可能となり、また非銀行企業（保険会社や証券会社、さらに家具会社さえも）がノンバンク・バンク業務を営み、重要な連邦規制、特に持株会社による州境を越えた銀行買収の禁止を回避することが可能となったのである。1984年後半時点で通貨監督官の下に寄せられているこうしたノンバンク・バンク業務の免許申請は約320件にも達しており、そしてこの問題は未だ誰もが納得出来るような形で解決されるまでには至っていない（American Banking（1984））。こうしたタイプの市場と規制当局間の衝突は日本では起こりそうもない。日本では金融市場や金融機関の活動に対する継続的な

当局の監視が重要な意味を持っており、これに伝統的なコンセンサス社会の特質や米国よりはるかに統合化された規制の枠組みが重なって、金融イノベーションや市場と規制当局間の衝突の範囲はより限られたものになっている。

(5) 金融変革の制約要因

今日に至るまでの日米両国における金融変革の経験は、効率性が高く適応力があり、しかも健全な金融システムを実現することは決して容易なことではないということを示している。両国に現存する各種の規制構造は、競争を制限したり、金融機関や市場の間に垣根を設けたり、特定の社会政策あるいは産業政策を支持することを目的として作られたものである。金融システムに新たな競争的要因を持ち込んだり、市場参加者に許容されるポートフォリオの範囲を拡大すると、旧来の規制下で温存されてきた特定グループの既得権益を脅かすことになる。これらのグループの利益擁護の圧力によって変革が妨げられたり、あるいは少なくともそのペースが低下させられることもあろう。日米両国ともこの種の問題に直面しているが、それを惹き起こしているグループはそれぞれ異なる。

米国では、住宅金融重視の社会政策的な考え方が、近年の変革により幾分下火になったとはいえ未だに強く残っている。今日の高水準かつ不安定な金利環境の下でも、変動金利付住宅抵当証券の普及により住宅抵当貸付の継続が可能となっている。この変動金利付住宅抵当証券は規制廃止が目指すところとコンシステントな市場サイドの一つの解決策としての意味を持っている。不幸なことに、米国の金融規制は金融システムの効率性を低下させるような形で引続き社会政策的な要請に迎合しており、そのために金融システムを必要以上に多くのリスクに絶えず晒している。現行税制の下では、貯蓄金融機関にとっては資産の大部分を住宅金融に振り向ける強いインセンティブがなお存在しており、1980年法及

び 1982 年法によって資産運用の多様化が認められたにもかかわらず、住宅抵当貸付の分野から離れて多様化を推し進めていく様子は窺われない (Federal Reserve Bank of Chicago(1983))。政府が住宅関連業界に対し引続き助成策を講じ、金融規制がそうした助成策の一部としての意味を持ち続けるであろうというしるしはいたるところにみられる。効率的な金融システムとは、最も需要の強い部門に資金が流れるようなシステムのことである。資金を配分しようとする試みは、どのような形を採ろうと効率的で適応性のあるシステムと相容れるものではない。

日本では、効率的かつ適応力のある金融システムを実現する上で郵貯が重大な障害になっている。郵便貯金は大蔵省資金運用部及びこれに依存する経済各セクターの主要な資金源になっている。大蔵省及び郵政省は、郵貯が郵便貯金利子の非課税扱い、定額貯金の半年複利の利子計算方式・据置期間(6か月)経過後の自由な払出し、等の優遇措置によって、民間の銀行システムの強力な競争相手になっている状況を容認している。さらに郵貯は貸付機能の拡充、新発国債の窓口販売、その他民間金融仲介機関により近似した機能を一般に果せるよう要望している。郵貯の肥大化は今後自由化を推進していく上で深刻な問題となっている。1983 年時点で、郵便貯金は個人預金総額の 30 %以上を占めている。こうした郵貯の資金規模の大きさと国内の隅々にまで約 23,000 にも及ぶ店舗を擁し、全国的なネットワークを張りめぐらしているという事実によって、郵貯は日本の金融変革に影響を及ぼす一大勢力となっている。郵貯及び郵便貯金に依存する各セクターの政治的重要性が、民間銀行の預金吸収能力の向上を図ろうとする努力を今後とも妨げる方向に働こう。米国の金融システムにおける住宅金融と同様に、日本では郵貯が引続き金融変革の進展にとっての制約要因として働くと思われる。

3. 日本の金融システムの役割の再検討

近年日本のエコノミスト達は、金融システム論に従来以上の関心を寄せている。米国同様、彼等はこの金融変革の過程が、歴史的・計量的・理論的な分析手法を重要な政策決定に応用する格好の機会を提供するものと考えている。このため、ここで既存文献をサーベイすることが必要となる。これらの文献が日本の金融システムに関する旧来の固定観念を再検討し、これに修正を加えているからである。この点に関し次の二つの問題が注目される。

第一は、高度成長期の日本の金融システムについての以下のような通説に対して、Hamada・Horiuchi(1984)、Kosai・Ogino(1984)、Horiuchi(1984)、Sakakibara et al.(1982, 1983, 1984)がいずれも異論を唱えていることである。その通説とは、当時の金融システムは特定の産業政策目的を支援するために広範囲に亘って規制され、監督されており、そうした高度に管理された金融システムが「人為的低金利政策」構造を支え、高成長分野に資金を配分し、低生産性分野への資金の流れを抑えることによって高度成長期の経済パフォーマンスの実現に重要な役割を果たした、というものである。上記エコノミスト達は、日本の金融システムが特定の政策目的の達成を企図したいわゆる“日本株式会社”の一翼を担うものであったとの通説的考え方に総じて強く反発している。

第二点は、Sakakibara et al.(1982, 1983)及びSakakibara(1984)において、上記のような議論をさらに進め、日本の金融システム、少なくともその中の銀行部門は、高度成長期を通じ一般に考えられていたよりももっと競争的であった、との見解が示されていることである。こうした見解はKosai・Ogino(1984)にも同様にみられる。Sakakibara et al.(1982, 1983)では、さらに、日本の銀行システムは米国のそれよりも競争的であったとし、高度成長が終焉した今日においても

なおそうした傾向が続いていることを示唆している。

これらの点は米国サイドからみても重要な問題である。第一の点は、特定の社会政策、産業政策を信用割当てによって支援することが出来るかどうか、それが望ましいかどうかにかかわる問題であり、同時に、日本の際立った高度成長の秘密に光を当てるものでもある。確かに従来の文献は日本における計画的な信用割当ての程度や有効性を強調し過ぎているのかもしれない。日本の金融システムがこれまで考えられていた以上に競争的であったという見解にもまたそれなりのメリットがあろう。しかし日本の銀行システムが米国のそれよりも競争的であったという見方は不正確であり、米国の金融機関や市場についての誤解と近年発達をみているコンテストブル・マーケットの理論 (theory of contestable markets—訳注、市場の構造が表面の形態としては寡占のままであっても新規参入の可能性が存在する限り競争市場と同様の市場成果を実現し得ると主張するもの) の軽視からくるものである。

それではこの二つの問題、つまり戦後日本の経済成長に果たした計画的な信用割当ての役割及び米国と日本の銀行システムの競争度合いについて議論を進めていこう。

(1) 金融システムと日本の経済成長

高度成長期における金融規制の役割を再検討することが求められていることは疑いない。日本の金融システムが、政府による特定の産業政策目標の達成を助けるように規制されてきたとの見解は、金融規制が持つそれ以外の目的や、異なった目的相互間に生じる矛盾を見落している。金融規制は、特定の社会政策あるいは産業政策を支持するためだけのものではなく、中央銀行による適切な通貨の

コントロール、預金者に対する銀行の受託責任を果すという意味での預金者保護、金融市場・金融機関経営の健全性・安定性の確保等々を目的として行われるものでもある。米国の場合と全く同様に日本⁶⁾の金融規制を単純な言葉で性格付けることは困難である。

1950年代に成立した金融システムは、戦前からの歴史的発展過程、銀行と借入企業との間にみられる財閥的関係の継続(財閥は公式には終戦直後の占領時に解体されているが)、戦後復興金融における貸し手サイドの高いリスク負担、政府証券市場の不在等の影響を強く受けてきた。Hamada・Horiuchi (1984) が指摘しているように、1950年代までに確立をみた金融システムは、当局の意図よりはむしろ日本の独特な経済・社会・文化的環境の結果であった。たとえ当時の金融システムが家計部門の多額の貯蓄を資金不足の企業部門に流し込むことによって経済成長を支えてきたとしても、政府資金の産業界への配分や、大蔵省の店舗規制や日本銀行の窓口指導を注意深くみると「……金融規制当局のスタンスは、高度成長の実現を直接の、あるいは唯一の目的としてきたわけではない。金融規制は数多くの目的を持っており、それぞれが様々な産業分野や官僚機構の利益を反映するものであった」(Hamada・Horiuchi (1984))。

Hamada・Horiuchi 論文にみられるような最近における高度成長期金融システム再検討の試みが、新たなしかも重要な視点を提供している点は疑いのないところである。金融規制は工業化以外にもいくつかの目的を持ち、マネーフローに影響を与えようとする政府の直接的な介入が常に成長促進策と斉合的であったわけではなかった、という命題は受け入れ難いものではない。しかし同時に、議論がそうした方向に進み過ぎて、金融規制が日本の

6) 金融規制の諸目的については Cargill and Garcia (1985) が論じている。また Kenneth Spong (1983) を参照のこと。

戦後の経済成長に果してきた重要な役割を軽視し過ぎるといった惧れもある。従って以下の諸点に留意しておく必要があろう。

第一は、高度成長期の金融システムには広範囲に亘って分野規制が行われ、金融機関や市場参加者の資産選択は厳しく制限され、金利も預金や金融債、新発社債については直接的に、銀行貸出については間接的に規制されていたことである。規制の多くはしばしば行動束縛的であり、また銀行信用に対してほぼ恒常的に超過需要が存在していたことについては十分な例証がある（Royama (1983-84, pp. 9~10, 30~31)）。このように広範囲に亘り、そしてしばしば行動束縛的な規制の存在にはある一定の目的関数がベースになっていたはずである。そうした目的関数にいくつかの変数が存在したことは認められようが、規制当局の政策の主たる狙いが工業化の目的に適った金融システムの維持にあったことを否定することは困難であろう。

第二に、仮に政府の直接的な資金配分が成長テンポのより緩慢な部門（第1表）に集中されていたのだとしても、また金融機関に対する店舗行政が主として中小企業向け貸出の促進を企図したものであったとしても、これらの措置はやはり成長過程において重要な役割を果たしたといえよう。農業、林業、漁業、電力等は日本経済にとって重要な基盤を提供するものであり、これら部門に対する直接的な資金助成は経済成長の目的にも合致していた。日本経済においては、米国の場合に比べ公的金融仲介がより重要な役割を果たした点については異論はない。しかしながら、政府資金の割当てが最も重点的に行われた部門は最も成長テンポの緩やかな分野であったということを強調するのは、分析の視点としてあまりにも狭きに過ぎる感がある。政府資金のかなりの部分を享受したこれら部門の役割については別途詳細な分析が必要であろう。

第三に、政府資金の供給が最も成長性の高い部門に直接向けられていたとしても、それは民間資

第1表 産業設備資金新規供給総額に占める政府資金の割合

		1954～67年平均 単位%
鉄 鋼	業	49.8(0.2) ③3
機 械	業	4.1(7.0)
化 学	業	10.4(4.7)
織 維 品	業	7.4(6.4)
農林水産業		14.8(1.2)
海 運①	業	50.0(0.5)
陸 運①,2	業	41.8(5.1)
電 力	業	15.5(1.7)
その他とも合計		26.8(4.4)
		18.8(3.1)

③1. 海運、陸運については、いずれも1964年中の株式による調達額は不明のため、上記割合は1964年分を除いて算出。

2. 1965～67年平均。

3. ()内の計数は産業整備資金新規供給総額中外資法に基づく外資の新規貸付額の割合（1957～67年平均）。

（資料）日本銀行資料及びHamada・Horiuchi (1984, p. 22)による。

金ほど重要な役割を果たすものではなかった、という説が仮に事実としても、そうした公的金融仲介はリスク軽減の面で重要な役割を果たしたとみることが出来よう。ある特定の産業あるいは企業の調達資金全体に占める政府資金への依存度がたとえ小さくても、政府資金の配分を受けているという事実は民間金融機関にそのセクターの重要性を認識させる情報としての意味を持った。さらに、調達面で政府資金に全く依存していなくても、特定の産業に対する政府当局の助成の姿勢は情報として重要であった。

第四に、周知の通り、日本においては金融規制は通貨コントロールの有効性確保という観点から実施されてきた。これは経済成長の促進という政策目的にも合致しており、日本の金融規制は工業化の推進を目的として行われたものではなかったということの論拠にはならない。

第五に—これが最も重要な点であるが—日本では大部分の金融規制が詳細な明文の法律のかたちをとらず行政ベースで実施されているため、各種の施策がどの程度行動を制約しているのか判断し難いことである。例えば、日本の金融システムにおいては、個人が消費目的のための資金調達の場合として金融システムを利用することは実際上制限されてきた。これまで消費者金融について特にこれといった明確なルールは示されていなかったが（今日もなお同様の状況が続いている）、普通銀行、長期信用銀行、信託銀行、その他の金融機関はいずれも一般に非企業向け貸出ではなく企業向けの事業貸出を行う機関と理解されていたという事実は、個人が資金調達の場合として金融システムを利用し得る道が事実上閉ざされていたことを示している。

以上、日本には特定の産業政策目標を支持することを企図した精緻な金融規制構造は存在しなかったという主張は、部外者の目からみても妥当のように思われる。日本経済は計画経済ではなかったし、今日もまたそうである。ただ同時に、日本の金融規制が、工業化、輸出主導型の経済成長、国際的に孤立した金融システム、個人部門の高貯蓄率等を促進した経済政策の主要な要素を形成するものであったとの見解もそう簡単に退けられるものではないと思われる。

(2) 日本の銀行システムの競争度

榊原他の論文では次の二つの議論が展開されている。その一つは、日本の銀行業は広範な規制の枠組みが存在するにもかかわらず一般に考えられている以上に競争的であったし、今日でもそうであるということ、第二点は日米両国の銀行業を比較すると、戦後殆どの時期を通じて日本の方が米国よりも競争的であったし、おそらく今日もそういう状況が続いている、というものである。

このうち第一の点についてはさほど異論はない。

というのも、金融イノベーションによって規制を部分的に、時には完全に回避し得るということ、また規制が足枷となっている場合でも、それは競争の形態を変えるだけであることをわれわれが知っているからである。例えば米国では要求払預金への付利が禁止されているにもかかわらず、銀行はインプリシット金利を支払っており、またRP運用により大口預金に事実上市場金利を付している。住宅抵当貸付のpoint system（訳注、貸付当初に貸付額の一定割合＜1 pointは1％に相当＞を一括引き徴収する制度）は同貸付の高利制限を事実上回避するものである。これらの他にもいくつか例を挙げることが可能であり、日本の銀行システムについても同様であろう。「人為的低金利政策」の有効性が拘束預金の調整という慣行によって損われたことはよく知られている。銀行が預金金利規制を回避するためにこれまでしばしばプレミアムを付けようとしたという例証もある。

しかしながら第二の論点は受け入れ難い。榊原氏は、日本の銀行業がこれまで、そして恐らく今日においても米国のそれより競争的である理由として次の諸点を強調している。第一に米国の州際業務規制及び州内の支店設置制限の重要性に比べて日本では特にこれといった地理的制限規制がないこと、第二に「構造—成果」分析のフレームワーク（structure—performance framework）を用いた米国の数多くの既存の研究をみると、地理的制限規制が銀行経営面に悪影響を及ぼしているのが窺われること、第三に米国の支店設置規制のない諸州と日本の東京及び大阪について、各地域所在の金融機関上位三行及び五行の預金シェアを比較すると、いずれのケースも米国の銀行市場の方が集中度が高いこと、第四に日本の金融仲介は米国に比べセグメンテーションの度合いが少さいということ、第五に、面積単位で比較すると日本の方が金融機関数、店舗数とも多いこと、第六に、米

国における直接金融の優位は必ずしもより競争的な環境を意味するものではないこと、米国では社債のうちかなりの部分は私募債であり、また公募債の多くが投資銀行により構成される引受団によって引受けられていることから、米国の証券市場は見かけ程競争的ではないこと、である。榊原氏が明示的に述べているわけではないが、証券引受団幹事の役割が日本のメインバンクのそれに類似するものであり、従って競争度という点では両者の間にそれ程の差異はないことが示唆されている。

日米両市場について比較可能なデータが欠如しているため、競争度を定量的に測ることが困難であるという点に異論はあるまい。ただ同時に、日本の銀行システムの方が米国のそれよりも競争的であるとする見解は以下の理由から退けられるべきである。すなわちこの見解のベースとして榊原氏が挙げる例証は説得力に乏しくその解釈に誤りが目立つこと、米国証券市場におけるディスクロージャー制度の役割を軽視していること、個人に対する米国の金融システムの開放度、銀行業界によって惹き起こされた金融イノベーション、国際的な競争等を見落していることである。このことは、米国の銀行システムが1980年法及び1982年法の制定以前から競争的あるいは効率的であったことを主張するものではなく、日本の銀行業がいかなる合理的基準に照らしてみても決して競争的・効率的なシステムの典型に近似するものではないということを言っているのである。以下上記の六つの論点について順次述べていくこととし、併せて、こうした修正主義的見解を退けるべしとの主張を支持するその他の論拠も紹介しよう。

第一の点については、米国の銀行に対する支店設置制限規制の役割が過大に評価されている。支店設置制限は、カリフォルニア、ニューヨーク等の大銀行が所在する主要州の多くにみられる原則であるが、一方、テキサスのような州では複数銀

行持株会社が同規制を回避しており、また過去十年の間に州レベルでの支店設置制限は緩和の一途を辿っている。州境を越える支店設置の制限については、新規に銀行を認可することについての当局の態度如何によってその重要性は大きく異なろう。州際銀行業務に対する規制は確かに存在する。しかし、同規制はこれまで銀行によって様々な方法で部分的に形骸化が進められてきた。1956年銀行持株会社法制定以前に増加をみた複数銀行持株会社を別にして、銀行はこれまで州境を越えたローン・プロダクション・オフィス（訳注、貸付案件の発掘を専門にした駐在員事務所）を設置し続けてきたし、ごく最近では同規制を回避するためにノンバンク・バンクの設立が企図されている。最も重要なことは、日本には支店設置を制限する明確な法的規制は存在しないものの、これまでの大蔵省の店舗行政は競争促進を目的とするものではなかった、ということである。都市銀行よりも地方銀行を優遇したのは中小企業への資金配分を確保することを狙ったものであった。このように、米国における地理的制限規制は過大に受け止められ、日本における店舗行政は過小に位置づけられている。

第二に、米国における「構造—成果」分析アプローチは、それによって何か分析が出来る程頼りになるものではなく、計量面及び理論面で種々批判を受けている。計量分析面の問題は深刻であり、それは推計方法、データ、銀行市場の適切な定式化、銀行サービスと代替的な金融サービスの提供主体の影響を適正に内生化し得ない問題、等にかかわるものである。さらに最近のコンテストابل・マーケットの理論や潜在的競争の理論（theory of potential competition、例えば Bailey (1981)参照）の発達によって、「構造—成果」分析フレームワークやそれに基づく実証分析の結果に対しても強い疑問が投げかけられている。R. Alton Gilbert (1984) は、最近「構造—成果」

分析についての既存文献に批判的な評価を下しているが、同論文を仔細に読むと、誰もが「構造—成果」分析フレームワークに基づく実証分析の結果を利用することに用心深くなるはずである。

第三に、上位三行及び五行の集中度の比較からは競争の度合いについて殆どこれといった手掛かりは得られない。集中度の比率をどのように解釈するかという一般的な問題点を別にしても、比較不可能な比率からは結論を導き出しようがない。ある州、あるいは標準的な大都市圏統計地域（Standard Metropolitan Statistical Area）でさえも米国における銀行市場の範囲を示す基準にはなり得ない。また銀行の集中度比率には、貯蓄貸付組合や相互貯蓄銀行、信用組合の預金が含まれていない。加えて、榊原氏の論文では米国の場合には商業銀行のみを対象としているのに対し、日本の集中度比率には、普通銀行の預金のほかにその他金融機関の預金が合算されていることについて何ら説明がなされていない。

第四に、日本の金融機関の間にみられるセグメンテーションの度合いは米国の場合程顕著ではないとの主張は極めてミスリーディングである。たとえ意味のあるセグメンテーションの指標を作成することが出来ても、競争度を規定する上ではそれ程の重要性はないであろう。両国の規制当局は、金融仲介市場に様々なセグメンテーションを課している。しかしここで重要な問題は、そうしたセグメンテーションが金融機関資金の需要者・供給者にとって利用可能な選択の手段にどのような影響を及ぼしているかということである。日本では、企業は資金調達手段として少数の都市銀行及びその他金融機関から借入れる以外には特にこれといった代替的手段を持っていない。一方米国では、企業は資金調達手段として恒常的に証券市場を利用しているほか、取引関係にある銀行及びその他金融機関の数も日本よりはるかに多い。米国では企業が銀行借入を行った場合

にも、日本の銀行の場合に通常みられるほど拘束預金を強く要求されることはない。起債市場を利用出来ない米国の中小企業も、資金の調達手段については日本の中小企業に比べはるかに選択の範囲が広い。米国においては個人は数多くの銀行や貯蓄貸付組合、相互貯蓄銀行、信用組合、金融会社等から融資が受けられる。金融会社は、日本のサラ金とは全く性格を異にする点も留意の必要がある。また米国において預金者が選択し得る金融資産の範囲も日本に比べ広い。要求払預金の取扱いが銀行に限られ、企業に要求払預金の代替勘定（NOW勘定）の保有が禁じられているにもかかわらず、米国の預金者は日本の場合に比べより大きな自由を享受している。貯蓄預金及び定期預金は全ての預金取扱金融機関によって提供されている。1970年代初頭以降、預金取扱金融機関は、ニューイングランド諸州において導入されたNOW勘定や、信用組合取扱いのシェア・ドラフト（出資金払戻指図書）、ATS（自動振替制度）等、要求払預金の代替資産を数多く提供してきた。これらの決済勘定は、いずれも1980年法が成立するはるか以前に導入されたものである。さらに大銀行は企業の預金を獲得すべく精力的に競争している。

このように、セグメンテーションの存在自体はそれ程重要な意味を持つものではない。また両国を比較するために、セグメンテーションの程度を表わす指標を作成することも困難であろう。要は金融仲介サービスを利用しようとする人々にとって利用可能な選択の範囲如何ということである。

第五に、日米両国の金融機関数の比較という点でも誤解を招き易い。どうしても金融機関の数を比べたいということであれば、対比すべき適正な基準はモンタナ州の広さ（Sakakibara et al. (1982, p.33)）ではなく人口1人当りの金融機関数である。榊原氏が、日本について貯金を受け入れることを理由に郵便局をそれに含めてみるのが適当であると信じているのであれば（但し預金者は資金調達源

として各自の預入額以上には郵貯を利用出来ない)、なぜ貯蓄国債を売っている米国の郵便局をこれに含めていないのか。なぜ金融会社を米国の金融機関数から除外したのか。こうした問題を別にしても、米国の預金取扱金融機関ないし預金取扱類似機関の数は、絶対的にもまた人口一人当たりでみても日本を上回っている。いずれにしても金融機関の数は競争度を表す基準としてあまり意味があるとは思われない。

第六に、榊原氏は米国の証券市場においてシ団引受や私募債の引受が重要な役割を果たしていることを理由に、米国の証券市場は実際にはそれほど競争的ではないこと、そしてそのことから米国の証券引受団幹事と日本のメインバンク制度との間に機能上大きな差異はないこと、を示唆している。これらの見方はいずれも正しくない。米国には、活発な流通市場機能を持った深くかつ広範な民間証券市場と大規模な政府証券市場が存在しており、このためシ団引受あるいは私募債についての制度的枠組みによって市場レート以外のレートが発生することは考えられない。米国証券市場の効率性は、十分にまた広範に活用されているディスクロージャー制度と、整備された証券市場で取引される企業について Standard & Poor's、Moody's、Value Line が下す公正な判断によって支えられている。また後者の点に関しては、米国の証券引受団幹事と日本のメインバンクとは比較になるものではない。有効なディスクロージャー制度が米国に存在し日本には存在しないという事実が、この二つの制度の存在意義と役割とを大きく異なったものになっているからである。

第七に、米国の金融システムは戦後の大部分の期間を通じて高度に国際化されているが、一方、日本の金融システムは最近に至るまで国際的に隔離されてきたことである。米国の銀行業においては、大口預金者や借入人が内外両市場に亘って活動し得たために、その競争度は高まらざるを得

なかったが、この点は日本にはなかった事情である。さらに、米国の規制当局は、外国銀行 — その多くは日本の銀行 — に対し米国の銀行と同等に競争することを容認している。事実1978年の外国銀行規制法(1978 International Banking Act) 制定以前はむしろ外国銀行の方が国内銀行よりも規制が緩やかな状況にあった。

第八に、既述のように、金融規制を回避しようとしたり、あるいはそれに挑戦しようとする潜在的な力は米国の方が日本よりも大きいことである。代替的な金融サービスを提供しようとする金融機関の潜在的な圧力が米国銀行業の競争度に影響を及ぼしている。過去何十年にも亘り米国の銀行は潜在的な競争圧力に少なからず晒されてきた。また、たとえ米国銀行業の構造が非競争的に見えたとしても、競争的な成果を実現し得ることがコンテストブル・マーケットの理論によって明らかにされている。米国の金融規制が法志向的であり、集团的コンセンサスが欠如していることから、日本に比べ、金融市場において競争によって実現される成果とは異なった結果が出た場合にそれに対抗する(コンテスト)力が生まれ易い。

上記の議論は、米国の銀行業が競争的であり、日本がそうではなかったということを示唆するものではない。両国の銀行システムにはいずれも競争制限的な規制が課せられていた。しかしその程度は米国の方が相対的に緩やかでより競争容認的であり、日本の場合よりも金融イノベーションを通じて規制の回避を行い易かった。1980年法及び1982年法の制定によって銀行業界内部の競争だけでなく銀行業界とその他金融サービスの提供主体との間の競争度も強まった。米国において効率的かつ競争的な金融仲介部門を確立するという目的が実現したわけではないが、日米両国市場間の競争度格差はさらに拡大した。

4. 日本の金融自由化進展過程における諸問題

日本の規制当局は、これまで金融変革の圧力に対して、注意深く、消極的で比較的冷ややかな対応をしてきた。しかしながらこうした状況はなにも日本に特有のものではない。米国をはじめどこにでもみられるものである。金融面の変革を促す圧力は1970年代初頭以降増大し続け、日本の当局は、金融システムがより自由な構造に適合したものとなることを認めてきた。本稿の付表（訳注、本訳では省略）は主要な変化を年代順にリストアップしており、事態がかなりの程度進展していることを示唆している。今日までの自由化進展の過程については次の二点を指摘することが出来よう。第一に—これが最も明白な点であるが—金融システムのうちで、これまで金融変革の恩典を既に受けてきた分野において今後ともさらに自由化を推進する必要があるということである。この点で特に内外金融の一体化の推進、各種金融市場資産（money market instruments）の拡充、公社債市場の発達、金利規制の撤廃が当局の重要課題となっている。これらの問題への対応を通して今後とも金融面の変革が進展していくことは疑いない。第二点は、米国において重要視されてきた多くの問題のうち、日本の自由化の過程では十分に認識されていないものが多いということである。以下ではこれらの問題点のいくつかについて検討していこう。

(1) 有効なディスクロージャー制度の発展

組織化された証券市場で社債や株式を発行する金融機関以外の企業や、連邦預金保険加盟の商業銀行についての有用で入手容易な財務情報は、大恐慌以来、米国の金融システムに対する信認、及び同システムの安定の重要な基盤となってきた。一

般に、財務のディスクロージャーは金融市場の効率性を高めるものと考えられている。規制当局が求める財務ディスクロージャーの他に、いくつかの著名な民間機関が詳細な財務分析を提供している。そうした分析は、市場参加者がある借入人の信用リスクについて考える際にその判断力を高める働きをする。さらにまた、公認会計士事務所は、一般に開示される財務諸表を作成するに当り、当局の定めた基準を注意深く守るよう要求されており、また会計士は全ての企業が財務諸表を作成する際に守るべき一般に知られた基準や手続を定める。証券取引委員会は、1984年末に Financial Corporation of America に対し四半期報を再度作成するよう命じたが、この決定は、米国でディスクロージャー制度に与えられている重要性を如実に物語るものである。

上記の事実は、米国のディスクロージャー制度に全く問題がないということではなく、同制度が企業や主要な金融機関に関する有意義な情報を提供していることを示しているのである。そうした情報こそ、深くかつ広い金融市場、あるいは数多くの人々による活発な市場参加のための必要不可欠の要件の一つである。

これとは対称的に日本の金融システムには有効なディスクロージャー制度は事実上存在しない。上場企業が提供している財務情報は内容不十分であり、詳しい知識を持った者にとってさえ分析評価が困難である。その上税制面の複雑さも手伝って、公表利益率は、企業経営の実態を表わす意味のある情報とはなっていない。例えば日本において子会社の勘定と親会社の勘定とを連結することが要請されたのは1977年以降のことであり、また1983年までは連結決算は企業の自主的な判断に任されていた（大蔵省（1977）、日本証券経済研究所（1983））。これはまことに重大な欠陥である。こうした状況は日本の主要な金融機関についてもほぼ同様である。銀行は毎年度事業報告書

を大蔵省に提出することを義務付けられているが、開示すべき内容は米国ほど広範なものではない。また当局に提出された情報の多くは一般が利用出来ないものである。

有効なディスクロージャー制度が存在しないということが、社債市場の未発達、東京株式市場の投機的性格、メインバンク制度の重要性、金融仲介面の特徴である長期的な顧客関係等の原因の一つになっている。確かに金融システムは米国型の財務ディスクロージャー制度を欠いたまま機能してきた。しかし、金融自由化の目的が、民間部門の資金需要者に対する直接金融の役割を拡大することにあるとすれば、こうした状況がいつまでも続くはずはないとみられる。

有効な財務ディスクロージャー制度は、広範かつ奥行きのある社債市場が成立するための必要条件の一つである。さらにまた、特に銀行システムが今後より直接的に証券市場に関与していくことになれば、規制当局は、銀行のリスク度を適正に評価するため少なくとも主要金融機関についてはこれまで以上に継続的に情報を入手していくことが必要になろう。日本の金融システムは、いつまでも顧客関係やメインバンク制度、あるいは行政ベースのリスク評価に依存し続けることは出来ない。金融システムをさらに市場型(market oriented)のものにしていくことが自由化の究極の目的とするならば、ディスクロージャー制度の改善は、その目的の一部とならなければならない。

(2) 個人部門が金融システムを利用する場合の諸制約

Sakakibara (1984a)等の論文は、日本では消費者金融や住宅金融(以下では両者を消費者信用と総称)が金融仲介面において重要な役割を果たしてこなかったことを指摘している。日本の消費者信用供与額の対GNP比率は、1978年時点においてもなお米国の68.1%に対して17.5%に止まってい

る。もっとも企業の従業員が自社からしばしば資金を借入れることを考慮すると、上記比率は消費者信用供与額をかなりの程度過小に評価していることになる。しかしながらこれまで日本の金融システムが個人部門にとって主要な資金調達源ではなかった点は疑う余地がない。こうした状況が果して個人の市場利用を制限するインプリシットな規制の結果なのか、あるいは個人の側の自由な選択の結果なのかという点については少々問題のあるところである。多分いずれの要因も重要であろう。個人部門は資金調達の機会を制限されていたのみならず、金融資産の選択範囲もこれまで極めて限られたものであった。個人にとって利用可能な金融資産(銀行預金、金融債、信託、郵便貯金)は、しばしば拘束性のある上限金利規制の下に置かれている。事実、金融資産の選択範囲が限られていたことで、土地や住宅の取得コストの高さのある程度まで説明出来るかもしれない。日本の家計部門について金融資産のポートフォリオモデルを構築しようとする場合には、金融資産代替財として土地及び住宅を考慮する必要がある。Hugh Patrick (1984)は、日本の金融システムにおける公正の問題を取り上げ、日本の金融システムは個人が資金調達の場として利用するのを制限し、多額の個人貯蓄を企業部門、特に大企業部門に流し込むことを陰に陽に企図するものであったと述べている。表面的にみただけでも、Patrickのこの見解が正しいことが分る。日本の金融システムにおいては、近年の消費者信用の拡大やクレジットカード利用の普及にもかかわらず、金融資源に対する個人の取り分(claim)にはなお低い優先権しか与えられていない。このように、個人の市場利用可能性が限られたものに止まっているために近年サラ金が急成長したという面もある。サラ金はいわば合法化された高利貸しに過ぎず、先進国のイメージに全くそぐわない(The Economist (1984, p. 26))。

個人部門に対しては他部門と同程度の市場利用が認められていないという状況は、現在の自由化進展過程でも続いている。消費者信用は推奨されるには至っておらず、工業化、経済成長に必要な資金をより効率的に配分するために金融システムの自由化を図るべきであるといった見解が支配的である。最近のサラ金業務の一部に対する規制措置は個人を念頭に置いたものではあるが、サラ金が消費者金融について極めて高率の利息をとることが依然として認められている。資金運用面においても、個人は大企業と同程度の恩典を受けていない。新たな自由金利商品（CD、現先及び現在検討中のMMC<訳注、85年3月に発足>）はいずれも取引最低単位（通常1億円）が大きく、事実上殆どの個人にとって利用不可能なものになっている。より小口の金融資産は規制金利体系下に置かれており、1975年以降上限金利が従来に比べより頻繁に変更されるようになったものの、これまで個人が喪失した期待利子所得はかなりの額にのぼるとみられる。さらに規制当局は、まず最初に大口預金を自由化し、小口預金の自由化はその後の検討課題にするとの考え方を示している。

個人部門の市場利用が制約されたものになっていることについては、次の二点を考慮する必要がある。第一は、産業や経済成長を助成し続けることは個人にとってあまりにも不公正であるということである。この点については、戦後の数十年間は確かにこうしたやり方が必要であったし、また高度成長と実質所得の増加によって個人の損失がカバーされてきたとする有力な議論がある。しかし、今日の状況下ではこの議論もそれ程意味のあるものではなくなっている。第二点は金融資産の一部を規制したままその他の部分を自由化するというやり方は非効率であるということである。もし規制が拘束的なものであれば、個人や金融システムは持てる資源を全て規制回避のために振り向けるであろう。こうした規制回避の動きによつ

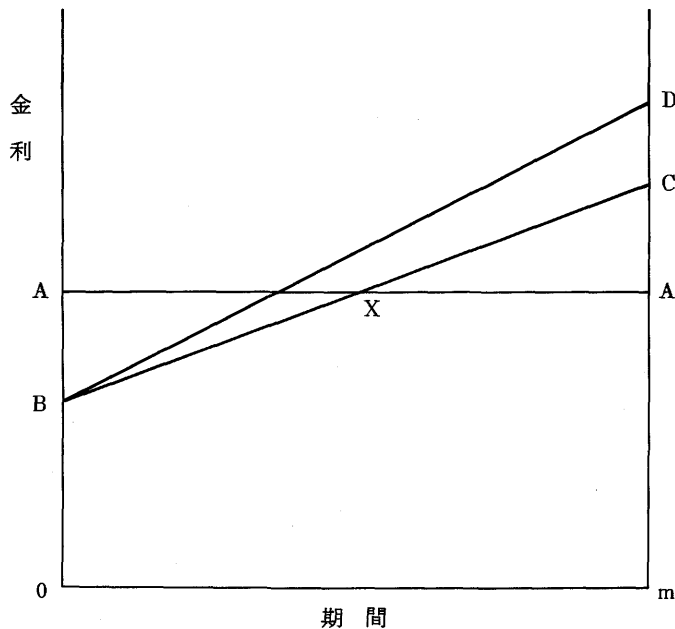
て金融機関や金融市場は、これまで経験しなかったような新たなリスクに晒されることになる。規制回避行動が費す資源の機会費用は大きい。小口預金金利は規制し、大口預金（CD）に対しては市場実勢を反映させようとした米国の試みを詳しく検討すれば、全ての預金を自由化すべきことを当局も確信するはずである。また、たとえ規制が拘束的でなくても、規制当局の貴重な資源は預金の上限金利を絶えず変更することに費やされている。

日本において個人部門が戦後の高度成長実現に大きく貢献してきたことは明らかである。そして個人の金融システム利用制限が産業の発展を助成してきたことも同様に事実である。効率性と公正の理論は、今日の自由化の過程において個人部門により大きな役割を与えるべきことを示唆している。

(3) 金融機関経営面におけるリスクの増大

米国の貯蓄金融機関は、近年に至るまでその資金を主として長期固定金利の住宅抵当貸付に集中するよう規制されてきたが、一方、資金調達面では市場金利の動きに一段と敏感となった短期資金への依存度を急速に高めざるを得なくなった。貯蓄金融機関は、特に資金の運用・調達期間のミスマッチングという問題を抱えていたが、1960年代半にこれまで経験したことのないリスクに直面した。貯蓄金融機関の資金コスト抑制を企図して、議会は1966年にレギュレーションQの上限金利を貯蓄金融機関の預金にまで拡張適用した。しかしながら貯蓄金融機関を市場の圧力から隔離しようとするこの試みは失敗した。預金者は預金を引出しこれをより高利回りの金融資産に移し替えようとしたが、こうして金利上限規制は貯蓄金融機関を流動性リスク、あるいはディスインターミディエーションに晒すこととなった。ディスインターミディエーションの動きは幾度かの金融逼迫期

第2図 期間mの長期固定金利貸出金利の決定



(資料) George G. Kaufman, Eleanor Erdevig (1981)

において特に深刻であり、当時の金融システム全体の基盤を脅かした。こうした部分均衡の下で発生するディスインターミディエーションに対処するため、規制当局は1978年に貯蓄金融機関に対して市場金利連動型の期間6か月のMMC（最低預入単位が1万ドル）の発行を認めた。しかし貯蓄金融機関は引き続き長期固定金利の住宅抵当貸付を行うよう規制されていたため、この措置は単に問題を従来の流動性リスク及びディスインターミディエーション・リスクから金利変動リスクに変換するものに過ぎなかった。

金利変動リスクは、長期固定の貸出金利がいかにして決まるかを検討することによって最もうまく説明することが出来る。長期貸出金利は現在の預金コスト、貸出の期限が到来するまでの間の預金の予想コスト、貸出債権の管理コスト、貸倒れ発生の可能性というコスト、そして利鞘によって決定される。第2図において、AAは貸出期限m時点に至るまでの貸出金利を示し、BCは0時点

の預金金利とm時点に至るまでの預金金利の予想される軌跡を表わすものとする。管理コスト、貸倒れ、利鞘は無視する。たとえ預金金利が結局は貸出金利を上回ることになったとしても、ABXとCXAが等しいことから、その貸出は採算が合うことになる。しかしながら、もしBDが現実の資金調達コストの軌跡を示すものだとするれば、当該貸付は採算割れとなる。

このように、金利変動リスクは現実の資金コストが当初の予想資金コストから乖離し、その結果資産のポートフォリオから得られる収益が低下するリスクである。資金の運用・調達期間が大きく喰い違い程、また調達資金が金利感応的である程、この金利変動リスクは大きくなる。貯蓄金融機関はとりわけこの金利変動リスクの影響を受け易い業態であり、法制面の手直しや金融イノベーションの多くはこの金利変動リスクの軽減を目的として行われてきた。

日本の金融機関も米国の銀行が経験したほどでは

ないが、流動性リスク、金利変動リスクを経験してきた（取引先が大企業の場合には大口預金の現先市場への流出であり、また個人の場合については預金の郵便貯金へのディスインターミディエーション）。1979年の大口CDの導入は、米国における1978年のMMC導入と全く同様の趣旨で、増大する流動性リスクに歯止めをかける目的で実施された。そして米国同様、このCDの導入によって銀行預金の市場金利感応度が高まったが、これまでのところそれは深刻な問題となっていない。銀行の調達資金総額に占める市場金利連動型負債の割合は15%程度に止まっており、運用は引続き短期の企業向け貸出が中心である。長期信用銀行も、資金運用・調達の双方とも基本的には長期であるため、これまでさほど深刻な流動性リスクや金利変動リスクを経験していない。

内外における自由化の進展に伴って金融機関の経営リスクは今後さらに増大すると見込まれるが、日本の規制当局はこの点を十分に認識していないようである。当局が金融機関の特定の調達資金についての金利を規制しようとする限り、より規制の度合いの少ない資産、あるいは規制を全く受けていない資産に向って資金シフトが生じる誘因が残るわけであり、金融機関を増大する流動性リスクに晒すことになる。仮に預金金利が一斉に自由化されれば、長期信用銀行のような金融機関は、制度上何らかの手直しが講じられない限り金利変動リスクに晒されることになる。その場合の金利変動リスク対策としては第2図でみたようにいくつかのアプローチが考えられる。第一は、BDのような軌跡が現実に発生しないよう、預金に金利規制を課すことである。しかしながらこれは効果的ではなく、新たなディスインターミディエーションを惹き起こすだけである。第二に、預金の期間を長期化

することである。しかしながら、金利が弾力的に変動するより自由化された環境の下では、長期固定金利の預金によって資金を調達することは従来以上に難しくなるだろう。第三に金利変動リスクの軽減策として金融先物市場を活用することである。しかしながらそのためには、長期貸出に見合う適当な金融先物資産が必要となるが、現在のところ日本にはこうした金融先物市場は未だ成立していない。第四に、資金運用期間を実質的に短縮するために、変動金利付きの長期貸出を導入することである。第五に、資金の運用・調達期間をより良く対応させるため、金融機関に対し資産の多様化を認めることである。

上記のうち後の二案は、米国において特に貯蓄金融機関について実施されてきた。日本において自由化がさらに進展し、金融機関が市場の力に晒されるにつれて、当局は金融仲介機構の重要な特徴の一つである業態間の垣根を低め、同時に変動金利長期貸出の普及を図っていくことを要請されよう。長期信用銀行は本来長期固定金利貸出を行っているため、金利変動リスクは特に同業態において深刻な問題となろう。それに対して都市銀行及び信託銀行は、本来的に変動金利貸出を行っている。

(4) 預金保険制度

日本の預金保険制度は1971年に、米国の制度⁷⁾を範として設立された。米国の場合と同様に、日本の預金保険制度も、より競争的な環境に十分適応出来なくなっている。預金保険制度には次の三つの基本的な問題点が存在する。すなわち保険基金の確保、リスクを反映しない保険料率に伴うモラル・ハザード、預金者一人当りの被保険額である。

部分的支払準備制度の下では、保険基金がいく

7) 預金保険の問題について数多くの参考文献を付した全般的なサーベイとしては、William R. Keeton(1984)がある。

らあっても不十分である。預金保険制度の基本的な存在意義は一行あるいは数行の金融機関が倒産した際に、一般の信託を維持すると同時に倒産した機関の預金者を保護することである。米国の預金保険公社（訳注、以下FDICと略記）といえども仮に数多くの銀行が同時に倒産した場合には、預金者の支払要求に到底応じ切れないであろう。しかしながらFDICの目的は、まさにそうした事態の発生を未然に防止することにある。日本の場合、保険基金はFDICに比べはるかに不十分であり、一つの中規模機関が倒産しただけでも基金は枯渇してしまうであろう。

モラル・ハザードの問題はさらに重要で、しかも十分な基金が確保された後にも残る問題である。現行の一律保険料率制度の下では、預金保険制度は、数多くの金融機関に対してリスクを助長していることになる。それは金融機関をリスクテイキングな行動に走らせ、預金者も（少なくとも被保険預金の範囲内においては）取引先金融機関に対して節度を求めようとするインセンティブを持たなくなる。米国では、金融機関のリスク水準の差異に対応するため、資産の質的規制や厳格な監督が行われてきた。しかし、近年の経験は、これらが効果的なリスク監視方法ではないことを示している。各預金保険機関に対しては、リスクに応じた保険料率を課す方法の検討にエネルギーを投入することが望まれよう。もしそうした制度が例えば1970年代後半に成立していたならば、米国の大手銀行はこれ程までに非産油発展途上国向け貸出を拡大しなかったであろう。

日本の300万円という一預金者当たり保険金支払限度額は、やや低いように思われ、銀行預金の相当部分が現時点でカバーされていないことを示している。

このように、現行預金保険制度が抱える基金不足の問題、そしてより重要な点として、リスクを勘案しての保険制度の改正は、日本の金融自由化の

過程において極めて高い優先度を与えられるべきである。さらに、300万円という一預金者当たりの保険金支払限度額は引上げられるべきであろう。

(5) 通貨管理上の問題

殆どの国において、金融変革は通貨管理面で深刻な問題を惹き起こしているが、日本でも特にそうした傾向がみられる。従来、日本銀行は、金融仲介面における規制の構造を背景として、有効な通貨管理を行ってきた。通貨管理は、銀行間のコール・手形市場に対するコントロール、銀行の貸出限度を設定する窓口指導、及び公定歩合の変更、に基礎を置くものであった。公定歩合は常にインターバンク市場の金利よりも低く維持され、都市銀行がインターバンク市場において資金の取り手であったことから、日本銀行は都市銀行に対して信用割当てを行い、またこれを通じて貸出及び通貨量のコントロールの有効性を確保し得る立場にあった。マネーサプライの年間の伸び率及びインフレ動向から判断して、通貨管理の構造が有効なものであったことが分ろう（Friedman (1983)、及びSuzuki (1983b)）。しかし、こうした従来極めて有効であった構造は今や急速に変化しつつある。大企業はもはや銀行貸出に依存しておらず、また金融仲介における銀行の役割は1970年代半以降低下傾向を示している。同時に、新発の短期政府証券市場が未発達のため、弾力的な公開市場操作の実施が妨げられている。米国では公開市場操作が最も有効な通貨管理の手段である。日本銀行は、より自由化された状況の下で通貨管理のための新たな環境整備を検討すべき必要性を強調しているが、大蔵省は広範な政府証券市場の出現に対して極めて消極的なスタンスをとっている。

日本銀行は自由化の進展に伴って金融政策の枠組みを変えていくことの必要性を正しく認識している。しかしたとえ活発な短期政府証券市場が成立したとしても、日本銀行はいくつかの困難な問題

を抱えている。

自由化は金融政策運営面で過渡的な問題及びより長期的な問題の両方を惹き起こしている。公衆が新たな資産選択機会に対応していくにつれて、過渡的な問題が深刻化する可能性があることについては殆ど異論がない。過渡期を通じて通貨乗数及びマネーサプライ指標の動きに大きな変化が生じる。連邦準備当局はNOW 勘定、スーパーNOW 勘定、MMDA といった新金融商品の相次ぐ導入やその他の金融システム内の変化に対応するため度々調整を余儀なくされた。しかしながらそうした困難にもかかわらず連邦準備当局は、過渡的な期間は比較的短く（数か月）、しかもコントロールし易いものであることを知った。

日本銀行も、少なくとも一度は金融変革の影響を考慮して政策運営面で調整を行ったことがある。1979年、日本銀行はマネーサプライ指標を改訂し、CDをこれに含め、以後日本にとって適当なマネーサプライ指標として、 $M_2 + CD$ を重視し続けている。同時に、今後日本銀行はこれまで連邦準備当局が経験してきたよりもさらに深刻な過渡期の問題に直面するであろうと信じる理由がある。金融変革に対する「漸進的」な行政主導型のアプローチの下では、新金融商品及びサービスの導入は米国の場合に比べより緩やかなテンポでまたより長期に亘って継続的に行われるであろう。この漸進的なアプローチは、日本銀行に絶えず一連の調整を強いるものであり、そのため金融政策が複雑化し、長期的な視野に立った政策運営方針を打出すのがそれだけ難しくなる。さらに、内外金融それぞれの自由化の度合いの関係が過渡期の諸問題に影響を及ぼそう。例えば、これら二つのセクター間の自由化の度合いの格差が甚しければ、通貨管理の面で予想し難いような複雑な事態が生じることもあろう。

自由化のより長期的なインプリケーションは、さらに深刻なものである。Fama (1980) の見解は、

近い将来についてはあてはまらないかもしれないが、金融変革は事実通貨管理の面で種々の困難を惹き起こす (Cargill and Garcia (1982, 1985))。日本の場合、この長期的な問題は次の二つの理由から米国よりも一層深刻なものになるかもしれない。第一に、日本銀行が、金融政策の運営に当っては金利が支出活動に及ぼす影響というフレームワークをより重視すべきだとのケインジアン的な考えに傾きつつあるように見受けられることである。しかしながら、自由化が進展するに伴い、基礎的諸関数の確率論的変動 (stochastic variation) は恐らく増大しよう。第二に、日本銀行が金融政策の効果波及過程における金利の役割を重視するにつれて、そしてこれまで長年に亘って金利をコントロールしてきた経緯もあるだけに、日本銀行が量的金融指標よりも金利を目標として重視する方向にひかれる可能性があるとみられることである（特に長期に亘って量的金融指標を計測することが困難となる場合）。

（金利の支出活動に及ぼす影響）

Akhtar (1983) 及び鈴木 (1983, 1984) は、いずれも金融政策の効果波及過程において金利の支出活動に及ぼす効果を重視することの妥当性を説いており、また両者とも日本において実質総支出の金利弾力性が上昇していることを指摘している。事実、Akhtar は、実質総支出の金利弾力性の上昇は、全ての経済社会における金融自由化の予想された結果とみるべきであり、IS曲線の金利弾力性を上昇させるもの、と論じている。同時に、自由化はLM曲線の金利弾力性を低下させ、この二つの効果が相俟って、ケインジアン的な分析フレームワークの下で金融政策の所得安定化機能が高まるとされる。IS、LM曲線が望ましい方向に変化するという上記の議論は説得的である。しかしながらこれら曲線の確率論的変動もまた増大するであろう。最近の考え方では、規制の強さが区々な金融システム環境の下では市場が規制

を回避することが容易になるとともに当局による再規制の試みも活発に行われ、その結果、LM曲線の変動幅が拡大するという点が強調されている。最近の研究によれば、1970年代央以降、金融政策運営のベースとして従来通りの通貨需要関数を用いることには問題が多くなっていることが示されている。鈴木(1984)は、日本においては通貨需要関数は安定性を保っていると主張する。しかしながら、鈴木氏が示しているような従来型の通貨需要関数が導き出す結果に関しては次の三つの問題点が指摘出来る。第一に、通貨需要関数の安定性を検証する際にしばしばChow-Fisherテストが用いられるが、同テストは、二組の時系列データによって計測されたパラメーター間の統計的差異を検証するだけのものである。適正な期間区分を決定するのが難しいという問題点を別にしても、同テストは金融変革の過程を通じて発生すると見込まれる通貨需要関数の長期に亘る累積的な動きの類を検証する場合には適当でない。漸進主義が広く一般に受け入れられたアプローチとなっている日本では特に然りである。可変係数モデルに基づいた他の手法の方がより適切であろう。第二の問題点は、ここ数年の間にみられる消費者信用やクレジットカード利用の急速な拡大を考慮すると、日本においては過去の通貨需要関数は将来の指針としてあまり役立たないとみられることである。クレジットカードが通貨需要に影響を及ぼすという見解については、理論的、実証的な論拠を示すことが出来る(Garcia(1980))。さらに重要なことに、今後数年の間に日本において本格的な電子資金振替システム(訳注、以下EFTシステムと略記)が稼働するであろうことを考慮すれば、将来における通貨需要関数の安定性は疑わしい。

(金利と量的金融指標)

金利の支出活動に及ぼす効果及びIS/LM分析のフレームワークを重視した新たな金融政策の枠

組みに関する最近の議論は米国サイドからみていろいろな意味で興味深い。自由化された状況の下でも、日本銀行は支出面に及ぼす金利の効果を通じて引続き金融政策の有効性を確保し得る、との考え方は明らかにケインジアン的であるが、一方で日本銀行は、通貨量の変化がもたらす短期的、長期的な影響についてはマネタリスト的な考え方を受け入れているようにみえる。

米国の経験は、金利に重点を置き、ケインジアン的な間接的政策効果波及経路に依存することの危険性を如実に物語っている。支出の決定にかかわる金利は実質金利であるが、中央銀行が実質金利をコントロールすることは困難である。中央銀行が影響を及ぼすのは名目金利であり、また通貨供給量の伸び率の変動に起因する流動性効果、所得効果、そしてフィッシャー効果を考慮すると、名目金利の動きを通じて実質金利の動向を読み取ることは難しい。さらに支出面に及ぼす金利の効果のみを重視すれば、その他の、そして実質的にはより重要な意味を持つ通貨と所得との関係を見落してしまうことになる。

日本銀行は金融政策の運営に当り、中間目標の設定という枠組みをかねて受け入れてきた。しかしながら日本銀行は、インフレを招く惧れのない適正な通貨供給の伸びを維持していく上で今後新たな課題に直面することになるだろう。

日本銀行は、今後ますます二つの中間目標—金利と量的金融指標—の存在に起因する新たな問題と対決することになるだろう。これまでは金利が厳しく規制されていたために、金利を中間目標としても意味がなかった。金融自由化の進展に伴って、日本銀行はこれまでよりも弾力的に操作方式を選択出来ることになるだろう。と同時に、金利規制と人為的低金利政策に深くかかわってきた日本銀行の過去の経験が先例となって、同行の政策スタンスが、1970年代の連邦準備当局とほぼ同様に金利重視の方向に流れ、米国同様の好ましからざる結果

を招来するということが起こらないとも限らない。

(6) 金融のエレクトロニクス化

日本は、米国に比べはるかに急速なテンポで金融 EFT 化の時代に移行しつつある。米国では、技術はあるが、州際銀行業務の禁止や各種の州内支店設置等に関する制限が規制面で障害になっている。日本はこうした問題に直面しておらず、もちろん技術も持ち合わせている。1985年に予定されている高度情報通信システム（訳注、以下 INS と略記）、つまり光ファイバーによる全国的な通信システムの導入によって、金融システムの構造や、マネーサプライを定義しまたそれをコントロールする日本銀行の能力に劇的な変化がもたらされる可能性がある。現段階ではこうした INS の影響についてそれ程詳細な検討は行われていない。というのも今後どの程度のスピードで EFT が採用されていくかという点について、数多くの不確定要因が存在するからである。EFT システムを実現する上で日本には米国にみられるような規制面の障害はないものの、それ以外の問題点がいくつか存在する。個人の金融取引の秘密保持がかなり重視されており、EFT システムが採用されれば個人の金融取引情報が詳しく分ってしまうという惧れが、同システム発展の一つの大きな制約要因になりかねない。

(7) 公的金融仲介機構の問題

日本の金融仲介機構において政府は重要な役割を果たしているが、特に 1970 年代後半以降、そうした傾向は一段と顕著になっている。1956 年から 1975 年までの間、貸出の増加率は政府金融機関と民間金融機関との間に殆ど差はなかったが、1976 年から 1982 年までの間では政府金融機関 16.6 % に対し民間金融機関 9.3 % となっている（Federation of Bankers Associations of Japan (1984)）。最終的借り手への資金循環経路に占

める公的金融仲介のウェイトは、1965 年から 73 年の間が 17.1 % であったが、1982 年には 29.2 % にまで上昇した。政府金融機関の数は多い。しかし、郵貯は最も大きな論議的になっており、またこうした大きな公的部門の存在の下で効率的で適応力のある金融システムを達成することが如何に難しいかを示している。

郵便貯金は、その資金の唯一の利用者である資金運用部の主要な原資となっている。これらの資金は、公社・公団、地方公共団体、特殊法人、それに数多くの政府金融機関（日本輸出入銀行、日本開発銀行、国民金融公庫等）に配分され、戦後の経済成長に重要な役割を果たしてきた。郵貯は、今や民間銀行と強い競争関係にある。郵便貯金に対しては規制面で各種の優遇措置が講じられているが、経済の中で政治的に重要な地位を占める部門の多くが郵貯によって集められた資金に依存しているという事実は、そうした規制面の優遇措置が今後も続くであろうことを示唆している。

金融仲介面でこのような大きな公的部門の影響を引続き維持しようと努めたり、公的金融仲介機構を市場の力から隔離しておきたいと考えることは、効率的で適応力のある金融システムを実現するという目的に沿うものではない。米国においては住宅金融が金融変革の制約要因として働いた。日本では、郵貯及び公的金融仲介機構一般が米国より大きな役割を果たしているということが、日本の金融自由化にとって、少なくとも米国同様の重大な制約要因となっている。

(8) 規制当局間の利害対立

規制の構造は金融変革の過程のみならず目的にも影響を及ぼす。米国の状況は、規制当局が複数存在することによる同国特有のものである。しかし日本においても現実に規制当局間の利害対立がみられ、今後そうした傾向はさらに強まってくるとみられる。現在では、日本銀行と大蔵省が二

大規制当局として存在しており、郵貯を管轄する郵政省がこれに加わっている。

規制当局間の対立は存在し、自由化の過程に影響を及ぼすとみられる。第一に、大蔵省は、銀行と郵貯間の競争に起因する利害衝突を内部的に抱えている。郵貯は資金運用部の原資の大部分を供給しており、従って大蔵省としては郵貯の役割を低下させることには消極的であり、郵貯機能の拡充を容認しようとする傾向が強いともみられる。同時にこうしたスタンスは、郵貯や証券会社によって市場シェアを蚕食されている民間銀行の利益と衝突する。大蔵省はまた、内部的にも銀行・証券間の利害対立問題を抱えている。第二に、日本銀行と大蔵省の間にも数多くの重要な対立点が潜在している。日本銀行は急速な円の国際化やユーロ円取引の自由化が通貨に対するコントロールを弱めることを懸念している。大蔵省はより急速な国際化に対して前向きの姿勢を示しているが、それは恐らく同省が最近の米国の圧力をより敏感に受け止めているからであろう。金融機関経営の健全性を如何に確保すべきかという点についても両者の間に見解の相違がみられる。大蔵省は預金保険制度を自身の管理下に置く形で機能を拡充すべきことを主張する。これに対して日本銀行は、金融システムの安定性を確保するためには中央銀行の最後の貸し手としての役割の方がより効果的であると考えている。ただ両当局とも、どのようにすれば被保険銀行に対して、リスクをベースにした一律でない扱いが出来るであろうかということを真剣に検討してきたわけではない。日本銀行は弾力的な公開市場操作を実現するためにTB市場の育成を進めようとしているが、一方大蔵省は新規国債の全てを市場で決まる金利によって発行することに消極的な姿勢を示しており、現行のTB日銀引受け及び国債のシ団が引受けた国債を一定期間保有すべきことという取極めがもたらす便益を引続き維持したいと考えている。

第三に、最近に至るまで郵政省は郵貯の監督機関としての役割を別にして、それ以外は規制当局者間の利害対立という面で主役を演じることはなかった。しかし、INSがEFTシステムの基盤を提供することになれば、ここ数年の間にこうした状況は急激に変化しよう。郵政省はINSの主要な規制当局であり、それ故に金融面でも主要な規制機関の一つとして登場してこよう。そうした段階で、大蔵省、日本銀行、そして郵政省の間の利害対立の範囲は急速に拡大することになるだろう。

米国の場合、規制撤廃という言葉は現在起こっていることを正確に表現していない。規制の態様が変わっているだけで、規制の量そのものは変化していないからである。規制当局自身の利害関係を考慮した場合、規制当局が最後まで止めたくないと思うのはやはり規制行為である。米国における規制理論についての理解からすれば、規制の存在意義を特定の市場の失敗(market failures)の是正に求める伝統的な考え方は明らかに狭過ぎる。規制は当初、大恐慌時の銀行システムの崩壊といった市場の失敗から生れたものであるかもしれない。しかしながら、規制当局の目的関数は市場の失敗論が示唆するよりもはるかに複雑である。規制当局は、公衆の利益に関心を持っはいるが、しかしより重要な点は、彼らが特定の利益団体の影響を受け易く、しかも自己の保身に気をとられているということである。この点は日本の場合にも少なからず当てはまる。規制当局間の利害対立の問題は重要であり、金融自由化の過程に影響を及ぼすであろう。

5. 日本の金融自由化が米国にもたらす利益

本稿のしめくくりとして、日本の金融変革が米国にもたらす利益について若干論じることが恐らく適当であろう。というのも、米国が日本の内外両市場に亘る自由化を公の問題に仕立てるという途

を選んだからである。米国側は日本に対し、国内金融市場の自由化、外国金融機関に対する市場開放、円の国際化促進についてかなりの圧力をかけてきた。1983年の米国財務省と日本の大蔵省の会合及び1984年5月に発表された作業部会報告書は、この米国側の圧力の強さを物語っている。

内外両面に亘る自由化が日本にとって利益になる点は疑う余地がない。米国が享受する利益は、短期的にみた場合とは反対に長期的にはより重要な意味を持つ。そして、近年米国が日本にかけてきた圧力は、主に経済外的要因によって説明出来る。

上記作業部会報告及びその他の自由化措置（訳注、同時に発表された大蔵省の「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」を指すとみられる）に示された具体的提言の短期的な影響に関しては、Jeffrey A. Frankel (1984) 及び Richard Freeman (1984) によって論評が加えられている。そこでの一般的な結論は、対外的な自由化によっても円に対する需要はそれ程大きなインパクトを受けないとみられる、日本の国内市場は既に相当国際市場と一体化されてきている、内外資金の交流は1980年以降相当に拡大している、というものである。従って米国財務省当局のスタンスや、米国側が日本の金融自由化を通してもたらされると主張していた円・ドル相場への好ましい影響といったことを理解することは困難である。

米国財務省は、Hugh Patrick が数年前に下したアドバイス (Patrick (1984, p.193)) に従ってこなかった。Patrickは、米国の政策当局者は日本の金融変革に過度に影響を及ぼそうと試みるべきではない、米国の圧力はほんの限界的な意味しか持たないであろうし、日本の金融変革はいずれにせよ進展するであろう、そして米国は日本の政策当局者によってスケープ・ゴートに仕立てられる

だけのことであろう、と述べたのであった。

今回の米国の対日圧力は、Patrick が指摘するように考え方の浅い点はあるものの、主として政治的要因に基づくものである。貿易収支の大幅赤字、そしてその大部分を対日赤字が占めているという事実は、米国政界にとって深刻な問題を提起している。自国の経済問題に対する責任を他国に転嫁することは常に易しい。そして残念なことに、米国は国内の高金利及び財政赤字の問題よりもむしろ日本の自由化問題に注意を向けてきた。円・ドル相場は、短期的にも長期的にも日本の金融自由化によってそれ程大きな影響を受けるものではない。この問題はむしろ財政赤字の縮小と高金利の是正を通じ、米国の国内金融システムの中で解決されるべきである。

しかしその一方で米国は、日本の内外両市場に亘る自由化の進展によって、長期的にみて次のような相当の利益を享受し得る。第一に、日本が環太平洋地域における一大金融センターになるためには、より自由な金融システムを整備することが唯一不可欠の条件であること、そして日米両国間の独特な歴史的・文化的・経済的關係からみて、この地域の金融面の基盤整備を進める上で両国は責任を分かち合っていくであろうということである。

第二に、円が国際的な準備資産の一つとして登場し、安定的な国際金融システムを維持する上で日本の役割が総体的に増大していくに伴って、戦後の大部分を通じて米国が担ってきた負担が軽減されるであろうということである。一国が国際金融システムを維持しようとするには、自由主義諸国及び一部共産圏をも含めた諸国の経済的相互依存関係はあまりにも大きくなり過ぎている。

第三に、米国としては、自国の金融サービスを日本に輸出する可能性がそれだけ増大するという利益が見込まれることである。金融サービス業は米国にとって比較優位の分野の一つとみられ、も

し当局によって規制されなければ、米国が供給する金融サービスは日本経済の中にかんがりの程度入り込むであろう。この点で1981年の銀行法の改正は特に重要な意味を持つものであり、これを契機に米国金融機関の対日進出が一段と進展することが期待される。今後ともその成り行きが注目されるところである。

以 上

【参 考 文 献】

- [1] 大蔵省銀行局 『銀行局年報』、1984年
- [2] 大蔵省証券局 『証券局年報』、1977年
- [3] カーギル T.F., G.G. ガルシア 『アメリカの金融自由化』東洋経済新報社、1983年（英文1982年）
- [4] 経済企画庁 『昭和59年度版経済白書』、1984年
- [5] 鈴木淑夫 『現代日本金融論』東洋経済新報社、1974年（同1980年）
- [6] ————— 『日本金融経済論』東洋経済新報社、1983年（同刊行予定）
- [7] ————— 「日本における金融革新と金融政策」、『金融研究』第3巻第3号、日本銀行金融研究所、1984年10月
- [8] 日本証券経済研究所 「日本の証券市場」、1983年12月
- [9] Akhtar, M.A., Financial Innovations And Their Implications For Monetary Policy: An International Perspective, Bank for International Settlements, Basle, December 1983.
- [10] American Banking, "Court Rebuffs Fed on Authority over Nonbanks," September 27, 1984.
- [11] Bailey, E.E., "Contestability and the Design of Regulatory and Antitrust Policy," American Economic Review 71, May 1981, pp. 178-83.
- [12] Bank for International Settlements, Financial Innovation and Monetary Policy, March 1983. Papers presented at a meeting of central-bank economists, November 9-10, 1983.
- [13] Bank of Japan, "Stepped-up Capital Movements In and Out of Japan and their Effect on the Japanese Financial Market," Special Paper No. 112, Research and Statistics Department, March 1984.
- [14] Bronte, Stephen, Japanese Finance: Markets and Institutions, Euromoney Publications Limited, London, 1982.
- [15] Campbell, Tim S. and Horvitz, Paul M., "Reform of the Deposit Insurance System: An Appraisal of the FHLBB and FDIC Studies," Contemporary Policy Issues 6, Western Economic Association International and California State University Long Beach, Long Beach, May 1984, pp. 56-68.
- [16] Cargill, T. F., "Financial Reform in the U.S. and Japan: A Comparative Overview," presented at the Federal Reserve Bank of San Francisco Pacific Basin Financial Reform Conference, December 2-5, 1984, and forthcoming in a proceedings publication.
- [17] Cargill, T.F. and Garcia, G.G., Financial Reform in the 1980s, Hoover Institution Press, Stanford, Calif., 1985.
- [18] Cargill, T. F. and Royama, S., "Japanese Banking and Corporate Finance in Transition," to be presented at the Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, May 1985.

- [19] Carron, A. S., The Plight of the Thrift Institutions, The Bookings Institution, Washington, D.C., 1982.
- [20] Christelow, D. B., "Financial Innovation and Monetary Indicators in Japan," Quarterly Review, Federal Reserve Bank of New York, Spring 1981, pp. 42-53.
- [21] The Economist, "For shame," September 8-14, 1984, p. 26.
- [22] Emery, R. F., The Japanese Money Market, D.C. Heath and Co., Lexington, Mass. 1984.
- [23] Fama, E. F., "Banking in a Theory of Finance", Journal of Monetary Economics, 9, January 1980, pp. 39-57.
- [24] Federal Reserve Bank of Chicago, "The Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982," Economic Perspectives, March/April 1983.
- [25] Federal Reserve Bank of San Francisco, Pacific Basin Financial Reform Conference, December 2-5, 1984, Proceedings, forthcoming.
- [26] Federation of Bankers Associations of Japan, Banking System in Japan, Federation of Bankers Associations of Japan, Tokyo, 1984.
- [27] Frankel, J. A., "The 1984 Campaign for Liberalization of Japanese Capital Markets," paper presented at an International Symposium, Tokyo, August 27-28, 1984, Ministry of Finance and the Japan Center for International Finance.
- [28] Freeman, R., "Aspects of Recent Japanese Financial Market Liberalization," paper presented to the Committee on Asian Economic Studies, May 11, 1984, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- [29] Friedman, M., "Monetary Variability: United States and Japan," Journal of Money, Credit and Banking 15, August 1983, pp. 339-43.
- [30] Garcia, G. G., "Credit Cards: An Interdisciplinary Survey," Journal of Consumer Research 6, March 1980, pp. 327-37.
- [31] Gilbert, R. A., "Bank Market Structure and Competition: A Survey," Journal of Money, Credit and Banking 16, November 1984, pp. 617-44.
- [32] Hamada, K. and Horiuchi, A., "The Political Economy of Japanese Financial Markets," presented at the Japan Political Economy Research Conference, Tokyo, August 1984.
- [33] Horiuchi, A., "Economic Growth and Financial Allocation in Postwar Japan," University of Tokyo, Working Paper, August 1984.
- [34] Kane, E. J., "Accelerating Inflation, Technological Innovation and the Decreasing Effectiveness of Banking Regulation," Journal of Finance 36, May 1981, pp. 355-67.
- [35] Kaufman, G. G. and Erdevig, E., "Improving Housing Finance in an Inflationary Environment: Alternative Residential Mortgage Instruments," Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, July/August 1981.
- [36] Keeton, W. R., "Deposit Insurance and the Deregulation of Deposit Rates," Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, April 1984, pp. 28-46.
- [37] Kosai, Y. and Ogino, Y., The Contemporary Japanese Economy, The Macmillan Press Ltd., London, 1984.
- [38] Organisation for Economic Co-operation and Development, Japan 1984, OECD Economic Surveys, July 1984.
- [39] Patrick, H., "Comment," in The Future of the International Monetary System, Agmon, Tamir; Hawkins, Robert G.; and Levich, Richard M. (eds) D.C. Heath and Co., Lexington, Mass. 1984, pp. 186-93.

- [40] Pigott, C., "Wringing Out Inflation: Japan's Experience," Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco, Summer 1980, pp. 24-42.
- [41] _____, "Financial Reform in Japan," Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco, Winter 1983, pp. 25-46.
- [42] Report of the Working Group of the Joint Japan-U.S. Ad hoc Group on Yen/Dollar Exchange Rate Issues, May 1984.
- [43] Royama, S., "The Japanese Financial System: Past, Present, and Future," Japanese Economic Studies 12, Winter 1983-84, pp. 3-32.
- [44] Sakakibara, E., "The Japanese Financial System in Transition," in The Future of the International Monetary System, Agmon, Tamir; Hawkins, Robert G.; and Levich, Richard M. (eds), D.C. Heath and Co., Lexington, Mass., 1984, pp. 157-85.
- [45] Sakakibara, E. and Feldman, R., "The Japanese Financial System in Comparative Perspective," Journal of Comparative Economics 7, March 1983, pp. 1-24.
- [46] Sakakibara, E. Feldman, R. and Harada, Y., "The Japanese Financial System in Comparative Perspective," presented to the Joint Economic Committee, U.S. Congress, March 12, 1982, U.S. GPO, Washington, D.C., 1982.
- [47] Sakakibara, E. and Kondoh, A., Study on the Internationalization of Tokyo's Money Markets, Japan Center for International Finance, Tokyo, June 1984.
- [48] Simpson, T. D. and Parkinson, P. M., "Some Implications of Financial Innovation in the United States," in Financial Innovation and Monetary Policy, Bank for International Settlements, March 1983, pp. 272-301.
- [49] Spong, K., Banking Regulation: Its Purpose, Implementation, and Effects, Federal Reserve Bank of Kansas City: Kansas City, 1983.
- [50] Suzuki, Y., (1983a) "Interest Rate Decontrol, Financial Innovation, and the Effectiveness of Monetary Policy," Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, June 1983, pp. 1-18.
- [51] _____, (1983b) "Changes in Financial Asset Selection and the Development of Financial Markets in Japan," Bank of Japan, Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, October 1983, pp. 29-54.
- [52] Wenninger, J., "Financial Innovation in the United States," Financial Innovation and Monetary Policy, Bank for International Settlements, March 1983, pp. 232-71.