

イギリスの金融市場改革と Secondary Banking Crisis*

—わが国の「バブル」経済との比較研究という視点から—

清水正昭

はじめに——問題の所在

I ロンドン金融市場の変貌と CCC による市場改革

II CCC のもとでの信用膨張メカニズム

III CCC と不動産「バブル」の発生

IV Secondary Banking Crisis の勃発

むすび——Secondary Banking Crisis のインプリケーションと

わが国の「バブル」経済

はじめに——問題の所在

(1) 周知のように、イギリスでは1971年9月「競争と信用調節 Competition and Credit Control」(以下 CCC と略記)と呼ばれる、新しい画期的な金融調節方式が導入され、金融の自由化・規制緩和が開始された。ところがその直後、不動産「バブル」の現出とその破綻から1973年末に Secondary Banking Crisis と呼ばれる、「今世紀(20世紀)イギリス銀行制度最大の危急事態」⁽¹⁾が発生した。金融の自由化が進むなかで金融システムが非常に不安定化し、わが国の1980年代後半の「バブ

* 本稿の作成にあたり、筆者留学中、ロンドン大学 SOAS の Costas Lapavitsas 氏と意見を交換する機会を得た。記して謝意を表したい。もとより存在しうるであろう誤りは、すべて筆者のものであることは言うまでもない。

(1) Margaret Reid. *The Secondary Banking Crisis, 1973-75: Its Causes and Course*, Macmillan, 1982, p.vii. 括弧内の挿入は引用者。

ル」の発生・破綻ときわめて酷似した過程を経験したのである。しかしながら、「バブル」破綻後、不良債権問題の処理と長期にわたる不況に呻吟するわが国とは全く異なる経緯をたどった。

イングランド銀行は secondary banks⁽²⁾の経営破綻を契機とする信用不安の拡大を憂慮し、73年12月末にロンドン手形交換所加盟銀行等、大手商業銀行と協力して「信用管理委員会 (Control Committee)」——通称 the lifeboat (救命艇) ——を設立し、すばやく対応策を講じていった。その救済スキームは次のようなものであった⁽³⁾。

イングランド銀行は当初、secondary banksの経営危機は、預金の流出による「流動性不足」の問題であると認識していた。したがって、secondary banksから流出して大手商業銀行に預け替えられた預金を、secondary banksにリサイクルさせることによって対応しようとしたのである。しかしながら、secondary banksの信用は回復せず、「流動性問題 (liquidity problem) として始まったものが、支払能力問題 (solvency problem) になったことが次第に明らかとなった」⁽⁴⁾。したがって、それを放置しておけば、金融システム全体に対する信頼の喪失と全面的な信用不安へと発展する可能性が生じてきたので、「信用管理委員会」は一定の基準⁽⁵⁾を設けて、イングランド銀行と商業銀行が救済のための協調融資を行うこと

(2) Secondary banks または fringe banks と呼ばれる金融機関は、1967年会社法123条の規定に基づいて、商務省 (1970年10月より通商産業省) が一定の要件を満たしていれば「銀行」として許可した機関であり、法制上イングランド銀行の監督下にはなかった。日銀『調査月報』はその実態を「secondary banksは預金受入れ業務が制度上可能であったという点で、文字通り『bank (銀行)』としての性格を有する機関であった。もっとも『123条銀行』のうち、実際に小口預金の受入れ業務を行っていたのは極く一部と見られ、実態的にはこの面でも貸金業者との差異は小さかった」と指摘している。〔「1970年代初頭における英国中小金融機関の経営危機 (Secondary Banking Crisis) について」、同上書、1990年1月号、81頁〕

(3) Cf., The Bank of England, “The secondary banking crisis and the Bank of England's support operations”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Jun., 1978.

(4) *Ibid.*, para., 37.

(5) その基準は、①今のところ支払能力に問題がなく、流動性の供給が行われるならば、支払能力を維持し続ける見込みがあること、②救済スキームの対象に指定されるにふさわしいだけの銀行業者としての特性をもち、かつ一般公衆から相当額の預金を受け入れていること、③必要な支援を期待しうるほどの利害関係を有する機関投資家が存在しないこと、の3点である。(*ibid.*, para., 28)

を決定した。救済融資は、イングランド銀行が融資額の10%を引き受け、残りを大手商業銀行が負担し、貸出金利は、インターバンク・レートに1.5~2.0%上乗せしたものであった。こうして、74年末までに融資総額は約12億ポンドに達したが、事態は予想外に深刻で、商業銀行がそれ以上の追加融資を躊躇するなか、イングランド銀行は単独で更に8,500万ポンドの融資を余儀なくされた⁽⁶⁾。結局、このスキームにより救済融資を受けた金融機関は26行に上り、そのうち8行が倒産もしくは清算に追い込まれた⁽⁷⁾。

しかし、こうしてイングランド銀行は政府、大蔵省とも相談・協議することなく、自主的な判断のもとにすばやく救済スキームを立ち上げ、大手商業銀行と密接に協力しながら lifeboat operation を実施したために、金融パニックの誘発は未然に阻止され、金融秩序の維持に「成功」したのである。

(2) 「バブル」経済破綻後の長期にわたる不況の中で金融システムが非常に不安定化しているわが国において、近年このイギリスの Secondary Banking Crisis がしばしば注目を集めている。それは、上述の経緯からも明らかなように、中央銀行の「最後の貸し手」機能という点から、彼我の金融政策の対比という形で論じられることが多い⁽⁸⁾。

しかしながら、そのためには検討しておかなければならない大きな問題が存在している。まず第一に、何故、ロンドン手形交換所加盟銀行をはじめとする大手商業銀行が巨額の救済資金を拠出して、積極的に lifeboat operation に協力したのか、という点である。「フィナンシャル・タイムズ」の記者として、当事者とのインタ

(6) *Ibid.*, para.43. 当初、救済融資の対象は secondary banks に限定されていたが、金融システムの動揺を防ぐために、それは更に不動産会社や建設・開発会社にまで拡張された。そのため M. Reid は、このような lifeboat operation に加えて、イングランド銀行の説得によってそれら企業と深く関係していたマーチャント・バンクやアメリカ銀行のような金融機関にも資金提供が求められ、それらを含めると救済融資の総額は少なくとも20億ポンドに達したと推計している。(“The secondary banking crisis — five years on”, *The Banker*, Dec., 1978, p.22)

(7) *The Bank of England*, *op. cit.*, Appendix I

(8) 勝悦子「イギリスにおける金融機関の不良債権処理について」(『証券研究』第110号, 1994年), 春井久志「金融の自由化・国際化と金融システムの安定性—イギリスのセカンダリー・バンク危機を中心に—」(『経済学論究』第49巻第4号, 1996年)等。

ビューをはじめ様々の有益な情報を提供し、Secondary Banking Crisis について取り纏めた唯一の書物を著している Margaret Reid は、この点について、もしこのような金融不安がアメリカ、フランス、そして「西ドイツ」で生じたならば、これらの諸国では全く異なる対応が取られたであろうとして、官民一体となって金融秩序を維持したイギリスでは「大銀行が全金融システムを保護するというより大きな利益のために、近年業務上、彼らと激しく競争してきた企業 (secondary banks) を守るために、しばしば救命艇の必要とする巨額の資金を躊躇することなく提供したというのは、銀行史上、最も特質すべき出来事の 1 つである」⁽⁹⁾と述べている。しかしながら、Secondary Banking Crisis においてロンドン手形交換所加盟銀行を中心とする「大銀行」の果たした役割をそのように理解することが果たして妥当なのであろうか。というのは、1974年12月初めには、Secondary Banking Crisis の濫觴として73年11月末に破綻した London and County Securities のメインバンクであり、また big four のひとつである NatWest までもがイングランド銀行から救済を受けているという噂が流れ⁽¹⁰⁾、株価が急落したように、実は交換所加盟銀行自身がこの「危機」の発生に深く関わり、それを放置しておけば自らが巨額の不良債権を抱え込み、深刻な金融パニックを惹き起こす可能性があったからではないのか、という疑問が生ずるからである。換言すれば、それは交換所加盟銀行と「激しく競争してきた企業」の問題というよりも、むしろ交換所加盟銀行それ自身の問題ではなかったのか、という点である⁽¹¹⁾。他方ではまた、このような交換所加盟銀行との関連が全く不明確なまま、この「危機」は secondary banks の特異な行動と政府の政策の誤りによって生じた、とする見解もある。例えば、春井久志氏は次のように指摘されている。曰く。「セカンダリー・バンク危機の直接の原因となったのは、次の5つの要因であった。すなわち、①セカンダリー・バンクの不動産貸付への偏重、②平行貨幣市場からの大口資金調達への偏重、③ポートフォリオの満期ミスマッチを積極的に生み出す金融機関の経営姿勢、④貸貸料規制のために導入された財政措置などの政府の誤操作、⑤その当時の不確実性を増大させた唐突な不動産業者への課税強化構想などの政策変更、である」と⁽¹²⁾。しかしながら、

(9) M. Reid. *The Secondary Banking Crisis, 1973-75*, p.18. 括弧内の挿入は引用者。

(10) The Bank of England, *op. cit.*, para., 42.

secondary banks が跳梁することを可能にした「平行貨幣市場」(parallel market)の構造とその膨張メカニズムを、したがって又、その過程で基軸的な役割を演じた交換所加盟銀行の果たした独自の役割を明らかにすることなく、secondary banks が「大手商業銀行に取って代っ」て⁽¹³⁾不動産融資を積極化させた結果、「バブル」の発生と「危機」が生じた、というのはきわめて皮相な見解であると言わねばならない。それ故、これらの諸問題を明らかにするためには、先ず CCC 後の金融市場再編成の過程で、何故、いかなるメカニズムを通じて不動産「バブル」が発生したのか、換言すれば、近年、資産価格の急騰を招き、「バブル」を経験した国では、いずれも金融の自由化・規制緩和を行っているが、このような金融市場の再編成の過程で銀行行動がどのように変容し、何故、いかにして「バブル」が惹き起こされたのか、そのメカニズムと論理を明確にすることが不可欠なのである。そして、その点が明らかにされなければ、何故、ロンドン手形交換所加盟銀行が lifeboat operation に積極的に協力し、自ら巨額の資金を負担してまで secondary banks の「危機」を救済しようとしたのか、その最も肝要な点を理解することが困難となるであろう。

次に、それでは Secondary Banking Crisis が単に secondary banks だけの問題ではなくて、交換所加盟銀行へと波及する可能性を持った金融システム全体の「危

(11) もとより M. Reid は、Secondary Banking Crisis において交換所加盟銀行がまったく無関係であったと言っている訳ではない。むしろ逆に、交換所加盟銀行は secondary banks と不動産融資において「激しく競争し」、またインターバンク市場へも資金を拠出・運用していたと指摘している。しかしながら、問題は単にこれらの諸契機を断片的に指摘するだけにとどまらず、金融の自由化が開始された CCC 後の金融市場構造はどのように変質したのか、またそのなかで銀行の行動様式はいかに変容し、信用膨張メカニズムはどのような変貌を遂げたのか、そしてその結果、いったい何故、いかなるメカニズムを通じて「バブル」の発生と金融危機が現出することになったのか、そのメカニズムと論理こそが問われなければならないのである。さもなくば、Secondary Banking Crisis は単にイギリスにおいてたまたま発生した特殊的、偶発的な経済事象として矮小化されることになりかねず、Secondary Banking Crisis が、金融自由化のなかで不可避的に不安定化する金融システムの脆弱性を象徴的に表現した、その先駆的で普遍的な性格が看過されることになるであろう。

(12) 春井久志，前掲論文，11頁。

(13) 同上，8頁。

機」の問題であったとするならば、それにもかかわらず、何故イギリスにおいては、「バブル」破綻後、金融システムが非常に不安定化し長期不況に陥った日本とは異なり、それとは全く対照的な経緯をたどることになったのか、という疑問が生ずるであろう。換言すれば、それは、しばしば彼我の金融政策の対比として示唆的に言及されるように、単なる中央銀行の「最後の貸し手」としての政策運営の巧拙の問題として把握すべき事柄なのか否か、という点である。もとより、適切な金融政策によってパニックの激しさを緩和することは可能であろう。しかしながら、それによってパニックの連鎖波及をいつまでも阻止し続けることは不可能である。中央銀行といえども、そのバランス・シートが毀損し、通貨価値の安定性が損なわれる可能性が生ずるために、無際限なリスク・テイクを行うことはできないからである。それ故、secondary banks の破綻が金融システム全体へと波及し長期不況を惹き起こすか否かは、単に「最後の貸し手」である中央銀行としての金融政策の巧拙だけではなくて、不良債権を継続的に生み出し続ける実体経済との関連を検討することが不可欠なのである。さもなくば、長期不況からの脱却の方途すら容易に見いだし得ないでいる、今日の日本経済の抱える問題の深刻さの意味も理解することができないであろう。

とまれ、これらの諸問題を究明するためには、まず不動産「バブル」や Secondary Banking Crisis といった70年代初頭の一連の経済的混乱の背景を形成した、CCC によるロンドン金融市場の再編成の過程を一瞥しておくことから始める必要がある。

I ロンドン金融市場の変貌と CCC による市場改革

(1) ロンドン金融市場は、伝統的に短期商業金融業務（当座預金と当座貸越）を中心とする預金銀行（ロンドン手形交換所加盟銀行、スコットランド系および北アイルランド系銀行等）と割引商会等によって構成されている割引市場を基軸として機能してきた。しかしながら、1950年代後半以降、国内の需要調節手段として様々な金融規制政策が取られたために、預金銀行の業績は停滞することとなった。ロンドン手形交換所加盟銀行およびスコットランド系銀行（以下交換所加盟銀行と略記）

に課された規制とは次のようなものであった。まず第一に、直接的な貸出上限規制である。ことに1960年代初頭以降ポンド危機が再現するなかで、この貸出規制は交換所加盟銀行だけではなく、その他の銀行および主要な割賦販売金融会社や住宅金融会社にまで及んだ。しかし、相対的に規模の小さな、新しい金融機関の多くはこれらの規制を免れることができた。次に、元来、交換所加盟銀行が経営の健全性を示す指標として長い歴史の中で自ら遵守すべき規範として創りあげてきた「流動比率 (Liquidity Ratio) 規制」や「現金準備率 (Cash Ratio) 規制」が1958年に制度化され、それ以後イングランド銀行の同意なくしてその比率を変更することはできなくなったことである⁽¹⁴⁾。更に第三の規制として、1958年以降、交換所加盟銀行はイングランド銀行の求めに応じて総預金債務の一定割合を、イングランド銀行特別預金勘定に預け入れなければならない特別預金制度 (Special Deposits Scheme) の適用を受けた。この特別預金には大蔵省証券入札平均利回りに近い金利が付されたとはいえ、それは現金準備率規制や流動比率規制の現金や流動資産に繰り入れることができなかつたので、交換所加盟銀行にとっては大きな負担となった。そして最後に、交換所加盟銀行は長年にわたって預貸金金利協定の慣習に支配されていたことを付け加えておく必要がある。これは通貨当局による直接的な規制ではなかつたが、主要な預貸金金利はバンク・レートと一定の格差を持って連動することを取り決めた「金利カルテル」であつたので、通貨当局はバンク・レートの変動を通じて交換所加盟銀行の預金・貸出金利を規制することができたのである。ところが、この当時「交換所加盟銀行の預金口座に支払われたバンク・レートより2%低い預金金利は、ホールセール市場で得られる金利よりも一般的に低かつた。そこでホールセール市場は交換所加盟銀行の伝統的な預金業務の一部を引き寄せ始めた」⁽¹⁵⁾のである。

したがって、これら全ての結果は交換所加盟銀行の競争力の弱体化であり、その市場シェアの低下であつた。まず貸出残高の推移をみると (第1表)、とりわけロンドン手形交換所加盟銀行の急激なシェアの低下を看取することができるのであ

(14) 流動比率規制は当初30%とされたが、1963年に28%に引き下げられた。また現金準備率は1946年にロンドン手形交換所加盟銀行の間で8%とすることで合意し、その後1958年にイングランド銀行との紳士協定のもとに制度化された。

(15) M. Reid. *The Secondary Banking Crisis, 1973-75*, p.28.

第1表 貸出残高の推移

(100万ポンド 括弧内は構成比)

	ロンドン手形交換所加盟銀行	スコットランド系銀行	その他銀行	合計
1960	3,042.4 (85.2)		527.7 (14.8)	3,570.1 (100)
1961	3,111.2 (84.3)		579.5 (15.7)	3,690.7 (100)
1962	3,385.1 (83.9)		650.5 (16.1)	4,035.6 (100)
1963	3,837.5 (84.1)		727.4 (15.9)	4,564.9 (100)
1964	4,392.2 (83.7)		854.7 (16.3)	5,246.9 (100)
1965	4,478.3 (83.5)		883.4 (16.5)	5,361.7 (100)
1966	4,463.8 (82.8)		926.7 (17.2)	5,390.5 (100)
1967	4,837.7 (72.4)	517.8 (7.8)	1,325.5 (19.8)	6,681.0 (100)
1968	4,951.5 (70.5)	510.9 (7.3)	1,557.4 (22.2)	7,019.8 (100)
1969	5,240.7 (69.0)	539.3 (7.1)	1,814.5 (23.9)	7,594.5 (100)
1970	5,673.8 (66.0)	603.8 (7.0)	2,313.0 (26.9)	8,590.6 (100)

注1) 11月末の計数。

2) 1967年以降は、居住者に対する貸出。

(出所) *Bank of England Quarterly Bulletin*, 各号より作成。

ろう。全イギリス銀行協会加盟銀行の貸出残高に占めるロンドン手形交換所加盟銀行のシェアは1960年には85.2%であったが、別けても60年代後半にはその低下の速度を速め、1970年には66.0%にまで低下している。そして、それに代わって「その他銀行」(マーチャント・バンク、イギリス系海外銀行、外国銀行在英支店等)が急速にそのシェアを拡大した。他方、ポンド建預金総額に占めるその割合をみても、1959年には交換所加盟銀行はイギリス銀行部門の全預金の85%を占めていたが、1968年にはそのシェアは75%に低下した。そしてその間に、引受商会、海外銀行、その他の銀行の預金が約10億ポンドから30億ポンドへと3倍に増加した。またこの間に、ユーロ・ダラー市場が急速に成長したが、交換所加盟銀行は外貨建預金を有利に運用することを困難にした現金および流動比率規制によって、外貨建預金の相当量を直接取り入れることが抑制されたので、ポンド建および外貨建預金総額に占める割合は50%にまで低下したのである⁽¹⁶⁾。

このように50年代後半以降、交換所加盟銀行の業績が停滞したのに対して、「そ

の他銀行」, 即ち, マーチャント・バンク, イギリス系海外銀行在英店舗, 外国銀行在英支店等が飛躍的な発展を遂げた。そして, これらの銀行の発展は, 従来の伝統的なイギリスの金融市場構造に大きな変化を惹き起こした。その構造変化とは, 従来の伝統的市場の外部に, これらの銀行の短期資金ポジションを調整するための短期金融市場として, 地方公共団体市場, インターバンク市場, CD 市場, ユーロ・ダラー市場等のいわゆる並行市場 (parallel market) または第二市場 (secondary market) と呼ばれる新たな金融市場が成立し, それが伝統的市場の資金取引量をも凌駕するまでに発展したことに表されている⁽¹⁷⁾ (第 2 表)。そして, この並行市

第 2 表 並行市場の発展 (1960—75年)

(100万ポンド)

	地方公共 団体預金	地方公共団 体抵当証券	ポンド建		他通貨建		インターバンク預金 (ポンド) (他通貨)	ユーロカレ ンシー預金	ファイナンス ハウス預金
			C	D	C	D			
1960	846	2,106	—	—	—	—	270	633	n.a.
1961	1,112	2,319	—	—	—	—	312	749	n.a.
1962	1,178	2,685	—	—	244	266	960	337	
1963	1,398	2,958	—	—	360	342	1,280	390	
1964	1,762	3,115	—	—	404	448	1,786	494	
1965	1,798	3,480	—	—	500	628	2,122	654	
1966	1,807	3,843	—	81	593	835	3,002	669	
1967	1,918	4,076	—	249	865	1,475	4,384	597	
1968	1,952	4,667	166	597	1,180	1,848	7,139	612	
1969	1,982	5,165	442	1,541	1,692	4,151	11,994	636	
1970	1,982	5,659	1,089	1,650	1,880	5,431	15,283	688	
1971	2,067	5,854	2,242	1,924	2,103	6,300	17,605	823	
1972	2,564	5,900	4,926	3,072	4,450	8,824	25,460	437	
1973	3,553	6,531	5,983	4,429	7,688	14,160	39,017	477	
1974	4,258	8,063	4,318	5,088	8,596	15,612	47,451	459	
1975	4,058	9,073	2,979	6,419	7,039	18,996	63,368	415	

(資料) *Financial Statistics and Bank of England Quarterly Bulletins.*

(出所) J. Grady and M. Weale, *British Banking, 1960-85*, Macmillan, 1986. p.115.

(16) The Bank of England, "The operation of monetary policy since the Radcliff Report", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Dec., 1969. p.450.

場の特徴は、伝統的市場と対比すると、まず第一に、融資が無担保であること、第二に、この市場には「最後の貸し手」が存在しないこと、更に、この市場では通貨当局が資金流入に対する直接的な監督権を有しないため自由金利市場であり、また、市場参加者に対する各種の規制が存在しないことであった⁽¹⁸⁾。

(2) このように従来 of 伝統的市場の外側に、自由で開放的な並行市場が60年代に急成長を遂げ、その後半には、ユーロ・ダラー市場を中心として並行市場は更に発展した。そして、この厚みを増した並行市場の基礎上で、新たに1967年会社法123条に基づいて設立され、貸金業者法 (the Money Lenders Acts, 1927) の適用から除外されて銀行業務を営むことを許可された、いわゆる secondary banks が台頭したのである⁽¹⁹⁾。Secondary banks は極く一部では小口預金の受入れ業務を行っていたとみられるものの、主として並行市場からの資金調達 (預金の受入れ) に依存して活動しており、並行市場の成長と secondary banks の発展とは分かちがたく結びついていた。

もとより交換所加盟銀行といえども、このような新たな市場の発達とそこでの新たな業務分野の拡大を傍観していたわけではない。しかし、交換所加盟銀行の並行市場への参入は、ようやく60年代後半から子会社の設立等を通じて間接的な形態で行われるにとどまった。交換所加盟銀行は、金利協定や流動比率規制等の制約から高利・大口預金を直接受け入れることは制限されていただけでなく、「預金銀行は取引仕法の相違 (secondary market では無担保取引、割引市場では担保取引) を主因に secondary market 資産 (他行預け金、地方公共団体への預け金等) の保有にきわめて消極的であった」⁽²⁰⁾ からである。他方、金利水準自体は割引市場のそ

(17) 広渡潔氏は1975年のロンドン短期金融市場の規模を推計して、「伝統市場」が111億2,500万ポンドであったのに対して、「併行市場」は1,092億6,900万ポンドにも達したとされている。(「イギリスの金融変革—内外短期金融市場の一体化と伝統的分業関係の見直し—」『東京銀行月報』第37巻第3号, 1985年3月, 13頁, 第2表参照。)

(18) Cf., Paul Einzig. *Parallel Money Markets*, Vol. I, Macmillan, 1971, p. 6.

(19) もとより正確には、すでに1967年会社法123条が制定される以前に並行市場で「銀行業務を営む」「特殊な会社」(M. Reid. *The Secondary Banking Crisis, 1973-75*, p.49) が存在しており、1967年会社法123条はそれを「銀行」として追認したにすぎない。しかしながら、その後、この条項に基づき新たに銀行免許状を取得しようとする「会社」が殺到し、1970年までに87社以上が、更にまた、1973年9月末までに都合133社が新たに免許状を取得した。(ibid., pp.50, 54~7)

れを上回ることが多かったとはいえ、競争的な市場である並行市場で活動している「その他銀行」の預貸金利鞘は、通常、預金銀行のそれよりもかなり小さかった⁽²¹⁾。それ故、そのような預貸金利幅の狭い枠内で銀行業務を行っている「その他銀行」は、収益性の低い割引市場資産（コールローン、TB、商業手形等）の保有を極力圧縮しようとしていた。このため、伝統的市場と並行市場との間で円滑な資金移動が妨げられ、両市場間の金利裁定が十全に機能しなかったのである。その結果、「公定歩合操作、公開市場操作等割引市場を通じて機能するイングランド銀行の伝統的金融政策の効果の secondary market への波及は著しく制約され、かつ大きなタイム・ラグを伴うものとならざるをえな」い⁽²²⁾、という新たな深刻な問題に直面することとなった。

イングランド銀行は、ユーロ市場と密接な関係のある並行市場への介入・規制は、国際金融市場としてのロンドン市場の地位の低下を惹き起こしかねないものとして、これを極力回避しようとしたが、このような「金融市場における二重構造の定着による金融政策効果の減殺」⁽²³⁾という新たな事態に直面して、いつまでもこれを放置しておく訳にはいかなくなった。そこで1971年5月に、イングランド銀行はCCCと題する文書において金融調節方式の改革を提案し、関係金融機関との協議を経た後、9月から新金融調節方式を導入し、市場改革に乗り出したのである。その内容は、大略、次のようなものであった。まず第一に、最低準備比率（Minimum Reserve Ratio）の導入である。従来、交換所加盟銀行にのみ課されていた現金準備率および流動比率規制を撤廃し、これに代えて全銀行（ロンドン手形交換所加盟銀行、スコットランド系銀行、北アイルランド系銀行、マーチャント・バンク、外国銀行、イギリス海外銀行、イギリス連邦銀行、その他銀行）および大手割賦販売金融会社に対して、ポンド建預金等の債務を対象に12.5%以上の流動性の高い適格準備資産の保有を義務づけた。ここに適格準備資産というのは、イングランド銀行預け金（特別預金を除く）、割引市場へのコールローン、TB および満期1年未満の国債、イングランド銀行再割適格地方公共団体手形、イングランド銀行再割適格

(20) 日本銀行「英国の新金融調節方式について」（『調査月報』1971年10月号）、7頁。

(21) 脚注(50)（後出）参照。

(22) 日本銀行「英国の新金融調節方式について」（前掲）、7頁。

(23) 同上。

商業手形（但し、その適格準備資産への算入は対象債務総額の2%まで）である。第二に、全銀行および大手割賦販売金融会社に対する特別預金制度の適用である。1958年以降交換所加盟銀行に導入された特別預金制度が、最低準備比率を課されたすべての金融機関に適用されることになった。第三に、預貸金金利協定の廃止である。交換所加盟銀行は、これまで1世紀以上にわたって主要預金・貸出金利をバンク・レートに連動させるという金利協定を維持してきたが、これを廃止し、自由化することになった。第四に、市中貸出規制の撤廃である。戦後のイギリスでは、事実上、国内総需要の主要な調節手段は、イングランド銀行の指導による市中金融機関の対民間貸出規制と、通商産業省による割賦販売条件（頭金比率および賦払期間）の規制であった。しかし、この改革によってイングランド銀行は、これまで頻繁に活用してきた直接的な貸出規制を廃止（但し、必要と認める質的指導は存続）することになった。なお、割賦販売規制は一旦撤廃されたが、1973年12月には再び復活し、70年代全般にわたって存続した⁽²⁴⁾。第五に、割引商会によるTB共同入札制度の廃止である。従来、割引商会は、毎週TB入札の際、統一価格による共同入札を行ってきたが、これを廃止し、競争入札を行うように改められた。金利の自由化が、割引市場にも及ぶこととなったのである。またその資産構成に関して、総資産の50%以上をTBなど特定の公的部門債務の形で保有することが、新たに義務づけられた。そして最後に、国債価格支持政策の廃止である。イングランド銀行は、原則として市場からの中・長期国債（残存期間1年超）の無条件買入要請には応じないこととなった。国債価格支持政策の継続は、最低準備比率や特別預金制度による流動性規制効果を減殺することになるからである。

このように、CCCは伝統的割引市場と並行市場との統合を進め、各種金融機関相互間の対等かつ自由な競争を促進して金融機構の効率化を図るとともに、金融調節は直接規制ではなくて、市場メカニズムを有効に機能させることによって達成しようとする画期的なものであった。そのために、金融政策は国内信用の一部にすぎない銀行貸出ではなくて、金融機関全体の流動性ポジションを直接の対象とし、それへの働き掛けを通じて市場の金利構造を間接的にコントロールしていこうとした

(24) 齊藤美彦『リーテイル・バンキング—イギリスの経験—』（時潮社、1994年）表IV-1（96頁）参照。

のである。こうして、交換所加盟銀行は、制度上インターバンク市場やCD市場へ直接進出できるようになり、貸出上限枠にも金利上限枠にも拘束されずに、並行市場や消費者信用市場、住宅金融市場等で、不動産融資を積極的に拡大していた secondary banks や割賦販売金融会社、住宅金融組合、貯蓄銀行などと金利競争、預金獲得競争、貸出競争をすることが可能となった。ところが、後に検討するように、預金銀行とは異なり、マッチングをその経営原理とする secondary banks 等にとっては、彼らの資産の流動性は二次的な重要性しか持たなかったのである。そのため、流動性規制を通じてすべての金融機関の信用をコントロールしていこうとする CCC の目論見は、当初から大きな矛盾を内包するものであった。そして、その矛盾はたちどころに不動産「バブル」の発生と Secondary Banking Crisis の勃発として表面化することとなったのである。

II CCCのもとでの信用膨張メカニズム

(1) 1970年6月に労働党政権に代わって成立したヒース保守党政府は、「市場原理」の復活によるイギリス経済の活性化を標榜し、政府介入の縮小と政府の費用効率の改善を唱えて登場した。しかし、60年代末からいわゆるスタグフレーションの様相が現れてくる中で、前政権以来の引き締め政策の継続で失業率が増大してくると、一転して新たな成長政策を追求することとなった。これは「Uターン政策」と呼ばれ、1972年初頭に失業者が100万人に近づき、失業率が4%に達すると、1972年度予算は1971年後期から1973年前期までの成長率を、これまでイギリスが多年にわたって達成してきた成長率よりもはるかに高い年率5%を目標として掲げ、失業者を1973年末までに半減しようとする積極的なものとなった。もとよりこのような成長政策の追求は、ニクソン・ショック後の不況に対して世界的規模で採択された拡張政策の一翼を担うものであった。こうして「成長へのダッシュ」に向けて政府支出は景気刺激的なものになったが、政府介入の縮小と「より小さな政府」を標榜して登場した保守党政府は、単純に公共支出の拡大によってそれを実現しようとしたわけではなかった。当初、政府は1970年10月の「公共支出の新しい政策」と題する『白書』の中で公共支出の削減を約束していたし⁽²⁵⁾、したがって政府の積

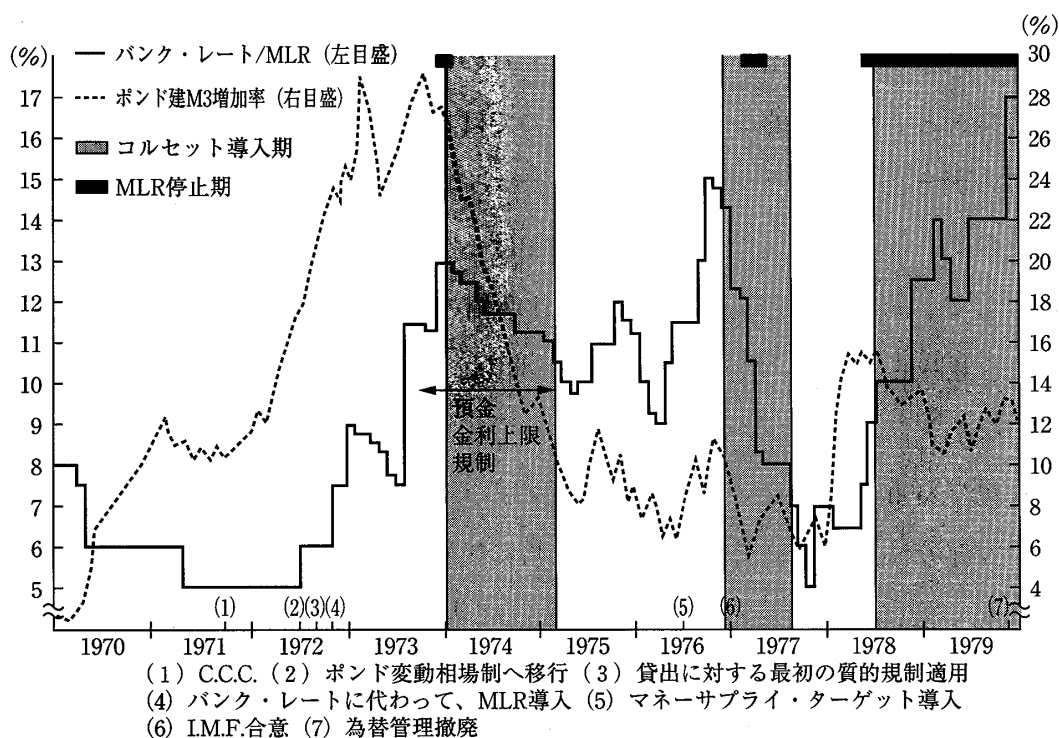
極的な成長政策もそれを反映したものとならざるを得なかったのである。即ち、「政府はすでに公共支出の増大をくい止めることを約束していた。それに需要のこの要素を刺激して素早く効果を得ることはいずれにしても困難である。そのためリフレッシュ政策のほとんどは、不可避免的に個人消費の拡大を目的とした減税によることになった。その主要な方法は既婚者および独身者のための所得税控除の拡大と、更にまた物品購入税の減額であった」。(26)このような税制改革によって、1972—73年には9億6,000万ポンドもの大規模な所得税減税が行われ、また物品購入税の最高税率は25%に引下げられた。そしてこれらの一連の税制改革が個人消費を刺激し、所謂「バーバー・ブーム」と呼ばれる消費ブームを生み出す契機となったのである。また企業の設備投資を促進するために、これまで開発地域においてのみ認められていた「自由裁量」減価償却制度（‘free’ depreciation）——これによって、プラントや機械を「設置した最初の年に企業に投資額全額を控除することができるようになる」——も全地域に適用されるようになった。更にまた、政府は公共支出削減約束をしたにもかかわらず、それをどこまで守ろうとしていたのかは「疑わしい」ものがあった。事実、公共支出は一挙に拡大することとなり、同年度の公共部門借入れ必要額（Public Sector Borrowing Requirement）の予測は約33億6,000万ポンドに達し、当時「それは前代未聞の巨額の数字で、1971—72年に必要と見込まれた実際の金額11億5,900万ポンドの約3倍」にもなったのである(27)。財政支出が拡大したのは、いうまでもなく社会保障費、教育費、住宅建設費等の「福祉国家」実現のための支出増大がその主たる原因であった。更に翌73年には経済は急速に回復し、5月半ばには推定失業者数が60万人を割り、失業率も2.6%にまで低下するという状況であったにもかかわらず、更なる成長政策が追求され、1973年度の「公共部門の予測借入れ必要額（は）、1972—73年の推定実績28億5,500万ポンドと比較して、約44億2,000万ポンドに引き上げるものとなった」(28)。こうして1972～73年に一大消費ブームが現出した

(25) Tony Westaway, “Stabilisation Policy and Fiscal Reform” in W. P. J. Maunders ed., *The British Economy in the 1970s*, Heinemann, 1980, p.14.

(26) F. T. Blackaby, “Narrative, 1960—74” in do., ed., *British Economic Policy 1960—74*, Cambridge University Press, 1978, p.64.

(27) *Bank of England Quarterly Bulletin*, Jun., 1972. pp.163～4.

第1図 1970年代のイギリスの金融政策



(出所) G.E.J.Dennis, "Money Supply and its Control" in W.P.J.Maunders ed.,
The British Economy in the 1970s, Heinemann, 1980, p.43.

結果、失業者50万人の目標は1973年末までに達成され、また成長率5%の目標も1973年半ばにはほぼ実現されたのである⁽²⁹⁾。

とはいえ、政府の成長刺激政策は消費ブームを惹起したけれども、活発な民間設備投資を促進したわけではなかった。むしろ、スタグフレーション下の景気刺激政策は新たな輸入の増大とインフレを加速させ、貿易収支の赤字の拡大を惹き起こし

(28) *Ibid.*, Jun., 1973, pp.134~5.

(29) Cf., T. Westaway, *op. cit.*, p.18. F. T. Blackaby, *op. cit.*, p.64. 又この過程で、景気の過熱化に伴い物価上昇速度が高まり、1972年第2四半期以降イギリスの経常収支は赤字に転じ、73年にはそれは更に激増した。従来、イギリスでは経常収支の悪化によって「ストップ・アンド・ゴー」政策—景気拡大政策と引締め政策の繰り返し—を余儀なくされることが多かったが、それにもかかわらず、この局面で積極的な成長政策を追求することができたのは、本論で指摘するように、ポンドは72年6月にすでにフロート制に移行し、外貨準備の側面からする制約を免れていたことが大きかったといつてよいだろう。

たのである。これに対して、政府は依然として経済拡張政策に荷担していたので、需要抑制のための引き締め政策に転ずることを躊躇した。そして経常収支が急激に悪化し、大幅の資本流出が生じた1972年6月の通貨危機の際には、禁止的な高金利政策の採択という慣習的な手段に訴えるのではなくて（バンク・レートは5%から6%への引き上げにとどまる）、それに代わってポンドのフロート制への移行を決定したのである（1970年代のイギリスにおける金融政策の推移を概括的に表示したものとして、第1図参照）。それは、外貨準備の制約から政府の成長政策を解き放つことを意味していた。実際、バーバー蔵相は、1971年8月の金・ドル交換停止後、世界的なインフレーションが進行していく中で、ポンド危機はなんら政府の拡張政策を変更するものではないことを明言したのである。そしてその結果は、「銀行貸出しの大部分は、産業部門への資金の供給に代わって、1971年と1973年の間にその借入れが4倍にもなった不動産部門によって吸収された」⁽³⁰⁾のであった。不動産「バブル」の発生である。

こうして保守党政府の積極的な成長政策と相まって、CCC後、銀行貸出しは急速に増大していった。CCCのもとで貸出し制限枠を撤廃された預金銀行の貸出し競争は「バーバー・ブーム」のもとで一層激しくなり、銀行貸出しは1970年の平均水準124億ポンドから、1972年末には約240億ポンドへと倍増し、また主要銀行による貸出しはCCC後の9ヶ月間に40%も増大した⁽³¹⁾。そして、それに対応して通貨供給量も急増した。第2図に示されているように、1971-73年のマネーサプライ(M3)の急増は、民間部門への銀行貸出しの激増に決定的に依存していたのである。

マネーサプライ(M3)は1972年中に28.1%、73年末には対前年同月比で27.9%それぞれ増大し(第3表)、そしてその結果、73年の小売価格の上昇率は9.2%、更に賃金率も12.2%と、それぞれその上昇テンポを高め、インフレーションを加速化させていくこととなった⁽³²⁾。

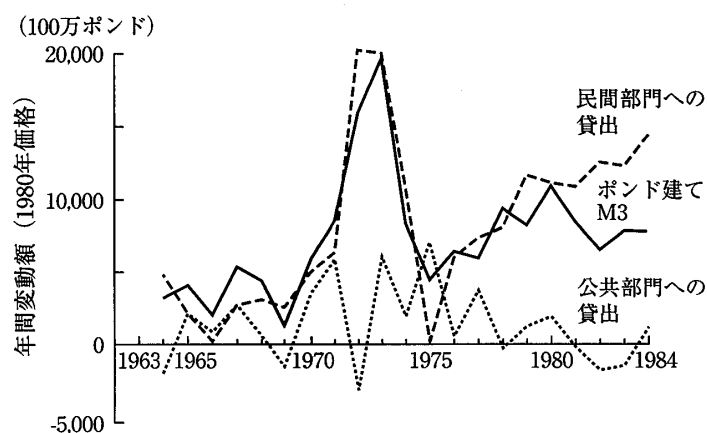
かくして、「1972年度予算後、加速化するインフレ率と賃金爆発の懸念が高まるにつれて、政策はシフトし始めた」⁽³³⁾。マネーサプライの急増に関心が集まり、銀

(30) John Grady and Martin Weale. *British Banking, 1960-85*, Macmillan, 1986, p.148.

(31) Tom Lester, "The Secondary Scandal", *Management Today*, Oct., 1974, p.66.

(32) Cf., Peter J. Dawkins, "Incomes Policy" in W. P. J. Maunder ed., *op. cit.*, Table 3.1, p.63.

第2図 銀行貸出額の変動とマネーサプライの変化



(出所) J.Grady and M.Weale, *op. cit.*, p.11.

行の貸出しを抑制するための議論が始まったのである。そして国内のインフレが昂進していく中で、72年10月にはこれまでイングランド銀行によって固定されていたバンク・レートが、短期金融市場レートの変動を正しく反映するために最低貸出レート (Minimum Lending Rate, 以下 MLR と略記) に置き換えられ、また72年12月以降、数次にわたって特別預金が徴求された (第3図)。更にまた、政府も財政面から、一方では、72年11月に立法による所得政策の導入を企図し、他方では、「1973年5月21日、大蔵大臣は主に道路建設やその他の地方自治体支出の削減によって公共支出の増大を抑制すると発表した。国有産業への投資も削減された」⁽³⁴⁾のである。こうして1972年夏に始まった「バーバー・ブーム」はようやく軌道修正されることとなったが、しかしながら、一旦過熱したブームは容易に収束することなく、72年末以降イングランド銀行はマネーサプライの抑制を政策目標として掲げ、MLRの引上げや特別預金の徴求等の厳しい引き締め政策を行ったにもかかわらず、73年を通じてマネーサプライは対前年比27~28%と高い伸び率を堅持し続け、不動産「バブル」は昂進し続けたのである。そして、それは73年末に勃発した Secondary Banking Crisis を経てようやく終息に向かったのであった。

このことは、伝統的割引市場と並行市場との統合を図り、市場メカニズムを通じ

(33) T. Westaway, *op. cit.*, p.18.

(34) *Ibid.*,

第3表 マネーサプライの増加率 (1968—73年)

(%)

	M ₁	M ₃
1968年	5.0	7.3
69年	-	3.2
1970年	9.3	9.4
71年	15.4	13.5
72年	14.4	28.1
73年：(対前年同月比)		
3月	10.1	26.8
6月	12.3	23.8
9月	8.0	28.2
12月	5.8	27.9

注1) M₁：公衆の手許で流通している銀行券および铸貨プラス民間部門で保有されているポンド建当座預金。

注2) M₃：公衆の手許で流通している銀行券および铸貨プラス銀行および割引商会のもとにある、全連合王国の民間および公共部門の、ポンド建および外貨建預金。

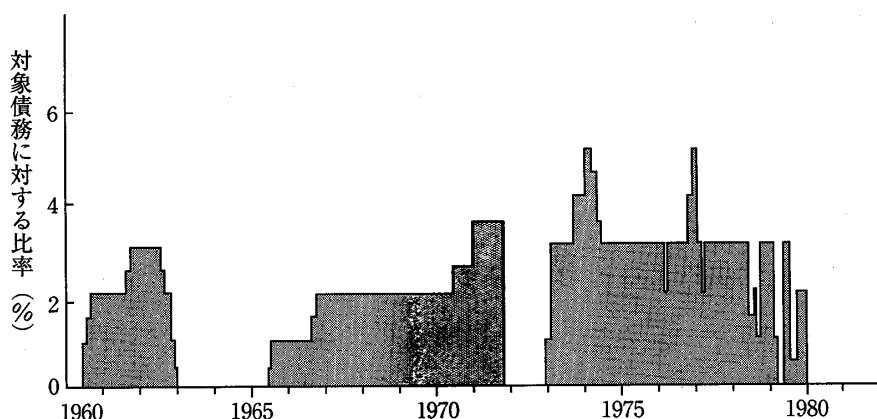
(資料) *Midland Bank Review*, May 1974, p.4.

(出所) J.H.B. Tew, "Monetary Policy" in F.T. Blackaby ed., *British Economic Policy, 1960-74*, Cambridge University Press, 1978, p.250.

てマネーサプライの調節を機能的・効率的に実現することを目指したCCCが、その思惑通りには機能せず、かえって金融を不安定化させていったことを意味している。とすれば、金融の自由化を進めたCCCのもとで、何故、いかなるメカニズムを通じて容易に統制できない自立的な信用膨張が生じ、かえって金融システムを不安定化させていったのかが、改めて問い直されなければならないのである。

(2) ポンド不安とインフレーションが昂進するなかで、イングランド銀行は72年末には更にMLRを7.5%から9%へと引き上げ、また銀行部門の流動性を直接吸収するために対象債務の3%にあたる特別預金の徴求を行った。イングランド銀行はこのような厳しい引き締め政策に転ずることによって、銀行部門の貸出しとマネーサプライの増加を抑制しようとしたのであった。ところが、イングランド銀行が意図した政策効果は現れなかったばかりか、むしろCCCのもとでかえって過度な信

第3図 イングランド銀行によって徴求された特別預金の推移



(出所) J.Grady and M.Weale, *op.cit.*, p.47.

用膨張が生じたのである。それは、基本的には CCC のもとでも金融政策発動の主たる経路として、割引市場を引き続き維持しようとした点に関わっている。イングランド銀行の厳しい引き締め政策の結果、銀行部門では準備資産の不足する懸念が発生し、いかにして最低準備比率を維持するのかが大きな問題となった。これに対して、銀行は「経営の健全性」を維持するために、貸出しを抑制して総資産を減少させるという経営行動をとったわけではなかった。むしろ、自由市場である並行市場から、インターバンク預金を取り入れたり、CD を発行して新たに流動性を獲得して、そしてそれを割引市場からの適格準備資産の購入（コールローン、TB 等）に用いて、12.5%の最低準備比率を維持しようとしたのである。その結果、銀行は割引市場を通じて新たに「準備資産を創造」し⁽³⁵⁾、それを槓杆としてかえって一層の信用拡大を実現することが可能となったのである。

他方、割引市場では、CCC によって課された最低準備比率をクリアするために、交換所加盟銀行だけではなく、新たに CCC が適用された非加盟銀行や金融機関からも、コールローンや各種の適格準備資産を求めて大量の短期資金が流入した。そこで、割引商会自身が新たに受け入れた過大な短期資金を従来の伝統的な流動資産だけではなく、近年、急速に発達した並行市場において、適格準備資産ではないが流動性の高い新たな資産で、例えば CD 市場で運用し始めた。元来、CD は銀

(35) E. R. Shaw. *The London Money Market*, third ed., Heinemann, 1981, p.114.
傍点は引用者。

行システムの外部から資金を集める一つの方法として考案されたものではあるが、銀行は当初からその総額のかかなりの割合を保有していた。そして割引商会もまた、銀行と同様に、適格準備資産よりも収益性が高い場合には、余剰資金を準備資産で保有するよりもむしろその他の形態で必要とする流動性を獲得しようとしたのである。実際、1973年には総資産の35.2%をポンド建 CD で運用し、それは割引商会の保有する最大の資産項目となった(第4表)。その主たる理由は、割引商会の行動は取得しようとする種々の流動性の高い短期資産収益の相対的比率関係に依存しており、とりわけ1973年には、CD の利回りが TB はもとより、一流銀行手形のそれをも大きく凌駕したからに他ならなかった⁽³⁶⁾(第4図参照)。

このように、割引市場の CD での運用ニーズが強まり、CD 流通市場の拡大を更に促進していくと⁽³⁷⁾、今度は CD レートが低下していくので、このことは又、融資需要がある際には銀行の新たな CD 発行とそれに基づく現金準備の拡充をも容易なものとし、銀行自身の更なる信用拡張を実現していくことを可能にした。実際、「1973年11月には、CD 市場は総発行残高61億1,100万ポンドのピークに達し、それから縮小した。この主たる理由は、交換所加盟銀行が、融資需要がとりわけ強い時に、CD 市場を残された資金源泉として活用したから」であった⁽³⁸⁾。

(3) このように、CCC のもとで銀行は割引市場を介して二重の意味で新たな信用拡張能力を獲得するに至ったが——一方では、銀行が並行市場で調達した資金

(36) 因みに1973年末に、後述のごとく「コルセット」が導入されると、CD の発行が抑制され、またその利回りが低下し TB との利回り格差も縮小したので、割引商会は CD からイングランド銀行で「適格性」を有するとみなされている TB や銀行手形へと乗換えていった。(ibid., p.197.)

(37) 1973年4月にイングランド銀行によって行われた CD 市場とインターバンク市場の「特別調査」の結果に基づいて、『イングランド銀行四季報』は次のように指摘している。曰く。「割引商会はこの4月(1973年4月)に5億2,500万ポンド(のポンド建 CD)を、すなわち発行総額の10%を保有していた。これらの商会は CD 流通市場の大きな部分を構築する責務を負っており、それ故に、彼らの(CD の)保有は彼ら自身の一圧倒的に短期の一投資と同様に、彼らのディーリングのための在庫も表している」と(*Bank of England Quarterly Bulletin*, Sep., 1973. p.310. 括弧内の挿入は引用者)。更にまた E. R. Shaw は、1973年12月には割引商会の CD 流通市場で占有しているシェアが、9億2,300万ポンド、15%に達したと推計している。(op. cit., p.195, 表39 参照)

(38) Ibid., p.194.

第4表 割引市場の保有する資産

(100万ポンド、%)

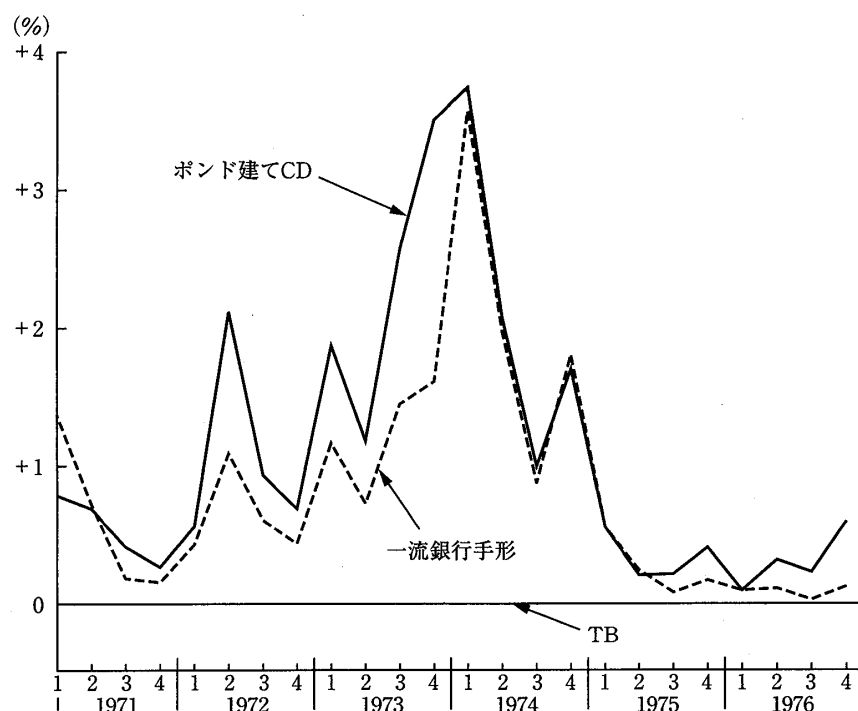
年末	政府証券		TB		商業手形およびその他 ポンド手形		地方公共 団体証券		ポンド建 CD		その他ポ ンド建資産		ドル建CD		他通貨 建資産		合計
1958	321	30.5	594	56.4	70	6.6	-	-	-	-	68	6.5	-	-	-	-	1,053
1963	442	33.9	529	40.5	249	19.0	17	1.3	-	-	68	5.2	-	-	-	-	1,305
1964	438	34.1	453	35.3	302	23.5	39	3.0	-	-	51	4.0	-	-	-	-	1,283
1965	500	34.4	484	33.3	339	23.3	67	4.6	-	-	65	4.5	-	-	-	-	1,455
1966	542	34.6	424	27.1	404	25.8	101	6.5	-	-	94	6.0	-	-	-	-	1,565
1967	544	31.1	548	34.4	437	25.0	115	6.6	-	-	89	5.1	14	0.8	-	-	1,747
1968	306	18.4	471	28.3	560	33.7	148	8.9	56	3.4	83	5.0	39	2.3	-	-	1,663
1969	364	20.0	399	22.0	629	34.6	192	10.6	97	5.3	104	5.7	32	1.7	-	-	1,817
1970	160	6.8	876	37.2	697	29.6	224	9.5	264	11.4	88	3.7	39	1.7	-	-	2,352
1971	391	12.8	871	28.4	586	19.1	478	15.6	457	14.9	175	5.5	108	3.5	-	-	3,066
1972	112	4.3	475	18.1	565	21.6	636	24.3	458	17.5	219	8.4	153	5.8	-	-	2,618
1973	48	1.8	321	12.2	684	26.1	379	14.5	922	35.2	138	5.4	113	4.3	16	0.6	2,621
1974	10	0.3	729	24.1	1,370	45.3	344	11.4	395	13.1	83	2.7	86	2.8	9	0.3	3,026
1975	96	3.4	819	29.1	980	34.8	400	14.2	303	10.8	72	2.6	129	4.6	15	0.5	2,814
1976	261	8.8	563	19.0	1,019	34.5	375	12.7	403	13.6	56	1.9	175	5.9	17	0.6	1,957
1977	557	14.2	1,052	26.8	1,213	30.8	351	8.9	509	12.9	105	2.7	115	2.9	32	0.8	3,934
1978	454	10.5	845	19.6	2,038	47.3	384	8.9	333	7.7	160	3.7	75	1.8	19	0.5	4,308
1979	754	15.4	709	14.4	2,638	53.7	511	10.4	84	1.7	82	1.7	109	2.2	22	0.5	4,909

(資料) *Bank of England Statistical Abstract*, No.2 (1975) and update.

(出所) E. R. Shaw. *The London Money Market*, third ed., Heinemann, 1981, p.36.

を割引市場に投じ、新たな「準備資産を創造」することによって、他方では、割引市場自身がCCCによって増大した余資を並行市場で運用し、並行市場の拡大を促すことを通じて、銀行が並行市場からの新たな資金調達を更に容易なものとすることによって——、それは言うまでもなくヒース保守党政権の成長政策を金融的に支持していくものとなった。しかし、CCCのもとで新たに生み出された信用拡張ルートはそれだけにとどまらなかった。新たに獲得した銀行の信用拡張能力は、CCCによる市場統合が進む過程で、伝統的な短期金融市場と自由金利体系の並行市場との間で発生した大規模な金利裁定取引を現実化させ、並行市場の急激な拡大を惹き起こしたのである（第2表から窺うことができるように、CCC後のCD市場とインターバンク市場の急膨張に留意されたい）。それは次の二つの局面で現れ、マネー

第4図 TBと比較した一流銀行手形およびポンド建てCDの利回り格差の推移



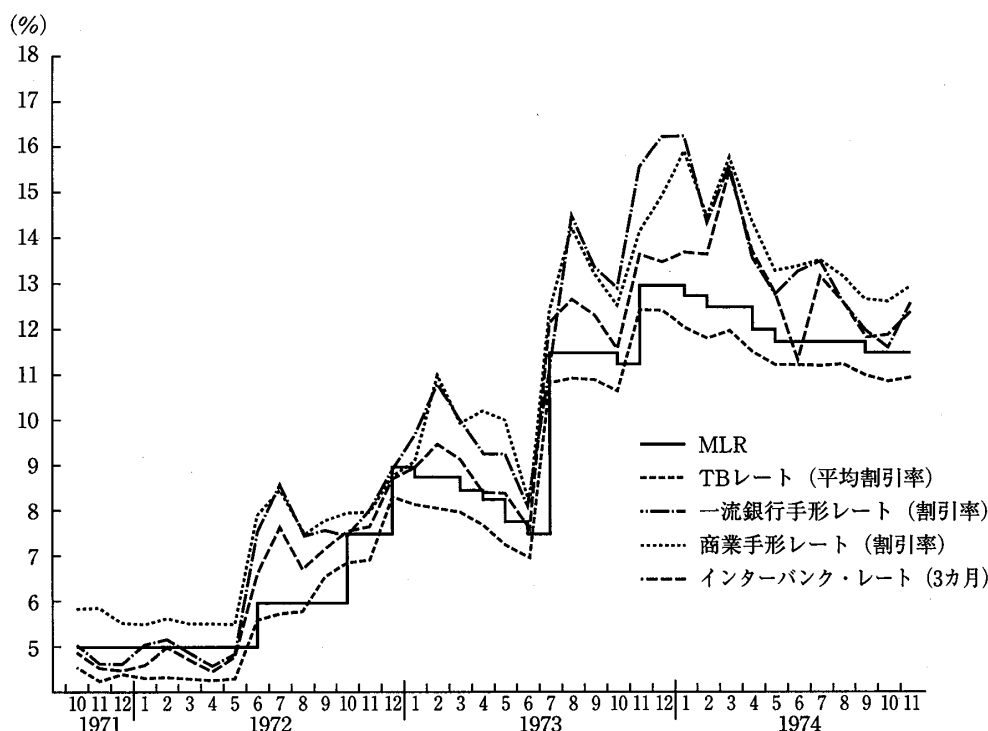
(資料) *Bank of England Quarterly Bulletin* 各号。

(出所) E. R. Shaw., *op.cit.*, p.190

サプライを急増させることになった。

まず第一の局面は1972年半ばの通貨危機を契機として発生し、それは民間部門のCD保有の増大を促し、その結果マネーサプライを急増させたのである。72年6月のポンド危機は海外への巨額の資金流出を惹起し、短期市場金利の急騰を招いた。(第5図) その結果、銀行の既存の貸出金利と並行市場の短期市場金利との間で金利のアンバランスが生み出されることとなった。そこで、銀行の貸出優遇金利(ベース・レートに1.0%上乗せした金利)の適用を受けることができる企業は、銀行の当座貸越枠を利用して資金を調達し、それに対して支払わなければならない金利よりも高い収益を上げることができる並行市場で新たな資金運用を行ったのである。銀行はこれに対して、当座貸越の増大のために必要とされる準備資産を流動化させることとなるが、しかし悪化する準備ポジションを是正するためにインターバンク市場から資金を取り入れ、それを割引市場で必要とする準備資産の購入に用いるこ

第5図 短期市場金利の動き



(資料) *Bank of England Quarterly Bulletin* 各号。

(出所) E. R. Shaw., *op.cit.*, p.230

とによって最低準備比率を維持した。従ってその結果は、銀行が直ちに補充される適格準備資産を一時流動化させたが、銀行から流出した流動性は結局は銀行部門に還流したということであり、そしてまた銀行部門の資産負債双方とも増大したということである。こうして、いわゆる「メリーゴーランド」あるいは「ラウンド・トリッピング」と呼ばれる事態が発生したのである。更にまた、この時には金融政策は一層引締められる恐れがあったために、このことは又、銀行からの予防的な借入れをも増大させ、それもまた例えばCDに投資され、並行市場の拡大を更に促した。そしてこのような金利裁定取引が大規模に行われた結果、5月から8月の間にロンドン手形交換所加盟銀行だけでも6億3,000万ポンドのポンド建CDが発行され、マネーサプライの増大に大きく寄与したのである⁽³⁹⁾。

それだけではない。72年末から73年前半を通じて更に大規模な、二度目の金利裁定取引が発生したのである。すでに指摘したように、72年10月にはイングランド銀

⁽³⁹⁾ *Bank of England Quarterly Bulletin*, Dec., 1972. pp.490, 492.

行は割引市場に対する貸出基準金利であるバンク・レートを、新たに市場金利連動型の MLR に置き換えた。そして、その MLR は前週金曜日の TB 平均入札金利に 0.5% 上乗せした金利によって決定された（但し、金利の刻み幅は 0.25%）。こうしてイングランド銀行は市場の変動に連動した弾力的な政策運営を行おうとしたのであるが、ところがこのような金融政策が金利構造に深刻な歪みをもたらすことになったのである。MLR は 72 年末に 9.0% の水準に達した後、73 年前半を通じてほぼ一貫して低落傾向をたどり、6 月末には 7.5% にまで低下した。他の市中金利が総じて強含みないし若干の低下にとどまっているのに対して、MLR がこのように一貫して低落した基本的な原因は、TB 入札レートが低下したからに他ならなかった。（第 5 図参照）それは、まず第一に、長期国債の発行により TB の発行量が減少し、その結果、TB の供給不足が生じたからである。第二に、すでに指摘したように、CCC によって割引商会に対しても、少なくとも総資産の 50% 以上を TB を含む特定の公共部門債で運用することを義務づけられたことが大きかった⁽⁴⁰⁾。銀行は適格準備資産の保有のために TB に対する需要を増大させていたし、またそれをも反映してこのような公共部門債保有比率規制が課されたので、割引商会は積極的に TB を購入せざるを得なかった。そしてこれらすべての結果は、TB 入札価格の上昇とそのレートの下落であった。こうして TB 入札レートの下落を反映して MLR が低下してくるとベース・レート（貸出しと預金の基準金利）も低落するので、相対的に高い水準にある他の短期市場金利との間で再び大規模な金利裁定取引を誘発することとなった⁽⁴¹⁾。銀行顧客は交換所加盟銀行をはじめとする預金銀行から当座貸越の便宜を受けて可能な限り最大限の資金を借り入れ、それを金利のより高い CD、インターバンク市場等の並行市場で運用したのである。このような裁定取引の規模がどの程度のものであったのかということは必ずしも明確ではないが、T. Lester は、ある企業がこのような方法で 1972 年には単独で 2,000 万ポンドの資金運

(40) CCC によって総資産額の 50% 以上の保有を義務づけられた公共債とは次のようなものであった。まず第一に、イギリスおよび北アイルランド大蔵省証券、次に、地方公共団体短期証券、そして第三に、満期まで 5 年を超えないイギリス政府保証債券および地方公共団体保証債券、である。（E. R. Shaw. *op. cit.*, p.249）

(41) *Ibid.*, pp.42~4, 113. 日本銀行「英国における最近の金融政策運営について」（『調査月報』1974年2月号）4~5, 11頁。

用を行った、と指摘している⁽⁴²⁾。またイングランド銀行副総裁は1973年4月11日の講演で、二度目の「メリーゴーランド」による貨幣供給をその時点で6億ポンドと推計し、それはマネーサプライ(M3)の2%以上に相当する、と述べている⁽⁴³⁾。

更にまた、このような対銀行顧客との取引関係からだけでなく、CCC下の金融引締め政策を契機として、銀行部門内部の取引関係からも同様の問題が生じた。すでに指摘したように、イングランド銀行はインフレの加速を抑制するために、1972年11月にすべての銀行に対して特別預金を徴求し、直接的な流動性吸収策に打って出た。更に翌月には特別預金預入率を対象債務の1%から3%へと引き上げた。イングランド銀行は、銀行部門が特別預金の預入れのために手元現金を取り崩すだけではなくて、コールローンの回収やTBの売却等によって最低準備資産比率を低下させ、その結果生ずるであろう銀行の貸出行動の制限を通じてマネーサプライの抑制効果を期待したのである。ところが、インターバンク市場の存在が問題を攪乱させることとなった。いま仮に、特別預金の徴求によって銀行の最低準備比率が低下したとするならば、銀行はこれを是正するためにインターバンク市場から預金を取り入れ、それを割引市場でコールローンの取得のために投資することができる。とすれば、これはコール・レートに比較してインターバンク市場金利を上昇させるので、割引商會が過大なコールマネーをインターバンク市場に貸付けるように誘発するであろう。従ってその結果は、銀行がインターバンク市場を介して直ちに銀行に返済されるコールマネーを割引市場に貸付けたということであり、このような「メリーゴーランド」を助長することによってかえって適格準備資産(コールローン)と負債(インターバンク市場からの借入れ)双方を増大させ、インターバンク市場の拡大とマネーサプライが更に増大しうる可能性を拡充したのである⁽⁴⁴⁾。

こうしてCCCのもとで並行市場はかえって急速に拡大していったのであるが、1973年4月にイングランド銀行によって行われたポンド建CD市場とインターバンク市場に関する「特別調査」によれば⁽⁴⁵⁾、インターバンク市場を通じた無担保貸付残高は約55億ポンド、そしてポンド建CD発行残高は約50億ポンドの規模に達し

(42) T. Lester. *op. cit.*, p.142. John Grady and Martin Weale. *op. cit.*, p.154.

(43) *Bank of England Quarterly Bulletin*, Jun., 1973. pp.197~8.

(44) Cf., E. R. Shaw. *op. cit.*, p.114.

(45) Cf., *Bank of England Quarterly Bulletin*, Sep., 1973. pp.303~314.

た。(因みに、1971年10月にはそれぞれ20億ポンドと18.6億ポンドであったが、それは更に1973年12月には77億ポンドと60億ポンドへと急増している)そして、この並行市場の拡大を中心的に担っていったのは、CCC 後、子会社を介することなく、直接、並行市場に参入することができるようになったロンドン手形交換所加盟銀行であった。並行市場でのロンドン手形交換所加盟銀行の行動様式は、CD 市場では他の銀行グループに比して平均よりもやや長い満期日の CD を発行する傾向があった(満期が3ヵ月以下の CD 発行の割合は30%以下で、平均値40%よりも低い)。それは、銀行グループのなかでも CD 発行額の最も多いロンドン手形交換所加盟銀行は「他の事柄が等しければ、その他の銀行グループよりも長期にわたって資金を確保するために CD を用いることを好んだ」からであった。また、CD 市場でのネットポジションは CD 保有に比して圧倒的な CD 発行超過で、CD 市場を主に資金調達市場として活用していた。これに対して、インターバンク市場ではロンドン手形交換所加盟銀行のネットポジションは大幅な貸出超過であり、インターバンク市場への圧倒的な資金の出し手であった。しかも、インターバンク市場で貸借される資金はその殆どが3ヵ月以下の短期資金であり、イングランド銀行の「特別調査」は、発行された CD の平均的な満期日が124日であるのに対して、インターバンク市場での平均的な貸出期間はわずか19日であったと報告している⁽⁴⁶⁾。このように並行市場では、ロンドン手形交換所加盟銀行だけではなく、「殆どの銀行グループにとって、例えば CD 市場での(発行と保有の)不均衡なポジションは、部分的に又は全面的にインターバンク市場での(借入れと貸出しの)反対方向の不均衡なポジションによって相殺され」⁽⁴⁷⁾る傾向があり、並行市場の基軸的な二つの市場は相互補完的な関係にあると同時に、また相互促進的に拡大したのであった。(第6図参照)

(4) 以上のようなメカニズムを通じて、CCC 後インターバンク市場も急速に拡大したのであるが、その厚みを増した市場の基礎上で新たに secondary banks が跳梁したのである。

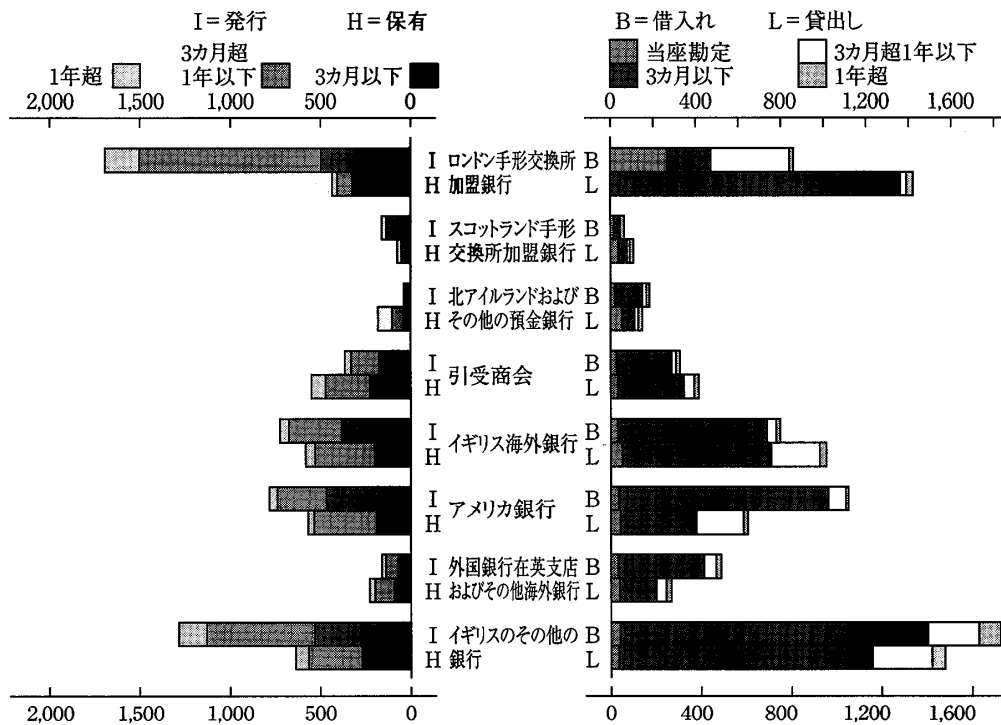
Secondary banks は預金銀行とは異なり、支払決済業務を行うわけではない。したがって、債権債務関係を集中決済し、預金通貨を創造する能力は制限されてい

(46) *Ibid.*, p.312.

(47) *Ibid.*, p.313. 括弧内の挿入は引用者。

第6図 ポンド建CDの発行額と保有額（左図）および
ポンド建インターバンク市場における貸借額（右図）

（1973年4月18日，100万ポンド）



（出所） *Bank of England Quarterly Bulletin*, Sep., 1973. pp.309, 312

る。それに代わって、彼らは金融仲介業務に特化し、預金受取人や融資提供者として活動したのである。それは、secondary banksと預金銀行のバランス・シートの対照的な構造に反映されている。預金銀行の預金は多くが当座預金であり、貸付の大部分は当座貸越の形態をとって行われている。それに対して、secondary banksの場合には、その預金はほとんどがインターバンク市場を通じて他行から調達した1年以下の定期性預金であった。そして、貸付も当座貸越の形態ではなくて、中長期の融資形態（term loan）で行われている。それは、イギリス企業の資金需要が銀行からの借入れ依存度を増大させ、しかもその需要が運転資金の調達から特殊な資本プロジェクトと結びついた融資へと向かう傾向があったことに対応して、3～5年あるいは7年にも及ぶ中長期融資に対する需要が増大したために、secondary banksが不動産開発や長期資金調達前の一定期間に対するつなぎ融資

(bridging finance) の供給に専門化した結果であった⁽⁴⁸⁾⁽⁴⁹⁾。そして、このような中長期の資金需要に対して、預金銀行の当座貸越の限度は6ヵ月あるいは1年という期限に制限されており、しかも同じ限度の更新の保証が必ずしも存在しなかったもとは、企業はたとえコストがかかったとしても、secondary banks の確実性のある中長期融資を選好したのは当然のことであった。

このようなバランス・シートの構造的な相違は、預金銀行と secondary banks の経営原則が、したがってまたその行動様式が全く異なることを意味している。預金銀行の債務は、いうまでもなく預金の占める割合が相対的に大きく、しかもその中で要求払い預金がかなりの割合を占めている。したがって預金銀行は、「健全な銀行経営 sound banking」を維持するためには、要求があり次第常に要求払い預金の支払いに応ずることができるように、絶えず流動性に配慮した経営を行うことが不可欠となる。これに対して、secondary banks の場合、その預金の大部分は一定期間拘束された有期性預金であり、また貸出しはほとんどすべてが、通常バンク・レートに連動した金利で貸出期間の固定された融資という形態で行われている。そのために、当座貸越の場合のように、借入企業の資金繰りに合わせた裁量的な返済によって生ずる、貸出資金の管理の困難性という問題は存在しない。それは、いつ全額が、あるいはその一部が満期となって返済されるのかが、貸出約定時点ですでに確定しているからである。それ故、secondary banks は、預金銀行のように、突発的な預金の引出しと当座勘定に固有な返済期日の不確実性に対応するために、常に高い流動比率を維持していなければならないという必然性は存在しないの

(48) Jack Revell. *Changes in British Banking: The Growth of a Secondary Banking System*, (Hill, Samuel Occasional Paper, No.3, 1968), pp.22~3. J. Revell は早くから secondary banks の活動に注目していた論者の一人であるが、この初期の論文ではホールセール・バンキングを行うものすべてを secondary banks として一括しているので、それは後に一般的に使われる狭い意味での secondary banks または fringe banks だけではなくて、マーチャント・バンク、海外銀行在英店舗、外国銀行在英支店等をも含む広い意味で用いられている。因みに、secondary banks に言及している日本銀行の初期の論文でも同様の用い方がされている。「英国の新金融調節方式について」(前掲)、6頁参照

(49) M. Reid は、狭い意味での、いわゆる secondary banks あるいは fringe banks の資産は、多くの場合「大部分が不動産融資であった」と指摘している。("The secondary banking crisis—five years on", *op. cit.*, p.29)

である。更にまた並行市場においては、かつて交換所加盟銀行間に存在していた金利協定のような規制がなく、非常に競争的な市場であるために、通常 secondary banks は預貸金利幅の狭い枠内で活動している⁽⁵⁰⁾。そのため secondary banks は、預金銀行のように収益性を犠牲にしてまで流動資産を確保し、高い流動比率を維持しようとするには消極的であった。それに代わって、彼らは支払準備を確保するために「地方公共団体融資、割賦販売金融会社預金やインターバンク預金を求めて大部分新たな並行市場へと向かった」。これらの「並行市場資産」は、通常、無担保取引が主体であることもあって、伝統的な割引市場を通じて取得されうる TB、商業手形、コール・ローンといった流動資産よりも収益性が高く、更にまた、並行市場は割引市場よりもはるかに幅広い多様な満期日を有する資産を提供することができたからである⁽⁵¹⁾。

したがって secondary banks の経営原理は、預金銀行のそれとは異なり、バランス・シートに計上されている各資産・負債項目のそれぞれの多様な満期構造をコントロールするために、一定期日に満期となるあらゆる預金に対応して、同一期日に同額で満期となる資産を保有することによってバランスを達成する、いわゆる「マッチング」であった。それは、誰かが債務不履行に陥らない限り、きわめて自己流動的なバランス・シートであるといえよう。「ちょうど流動性が預金銀行業の基本原則であるのと同様に、マッチングは secondary banking の基本原則なのである」⁽⁵²⁾。そして、バランス・シートの両側で生ずる満期構造のギャップを埋め合わせ、円滑なマッチングを可能としたのが並行市場そのものであった。資産サイドでは、地方公共団体融資や割賦販売金融会社預金もこのような機能を果たしたが、

(50) J. Revell は、secondary banks の「平均的なマージンは、預金銀行の事実上の平均である $3 \sim 3\frac{1}{2}\%$ よりもかなり低いと言って差し支えない。他行へ移し換えられる預金の場合には、受取金利と支払金利の間のマージンは通常約 $\frac{1}{16}\%$ にすぎない」(*op. cit.*, p.20) と述べている。これに対して日銀『調査月報』は、「secondary banks の預貸金利ざや」は大凡 $0.75 \sim 1\%$ であった、と推計している(「英国の新金融調節方式について」(前掲), 7頁)。両者の推計値は資金の運用方法の相違を反映して若干異なっているが、しかしいずれにしても secondary banks は、預金銀行よりもはるかに狭い預貸金利幅の中で活動していたことは疑いのないところであった。

(51) Cf. J. Revell, *op. cit.*, pp. 25, 32.

(52) *Ibid.*, p. 26. 傍点は引用者。Cf. M. Reid. *The Secondary Banking Crisis, 1973-75*, p.27.

とりわけ短期日のインターバンク預金（「預金」と呼ばれているが、事実上、ブローカーを介して行われる他行への融資）はその利便性が高く、またその取引単位がきわめて大きいという利点を有していた⁽⁵³⁾。他方、secondary banksの融資行動はまず融資の取り決めを行い、それからそれをファイナンスするために必要な追加的資金を探し求める、というものであった⁽⁵⁴⁾。そのため、その融資にマッチングする金額と満期期日を有する新規預金をすばやく取り入れることが不可欠となるが、それを可能にしたのが多様な資金を供給することができるインターバンク市場の存在であった。それ故、負債サイドでは、発行銀行が証書を発行する際に満期日を選択する自由を持っているので、ギャップを埋め合わせる手段として都合のいいCDが急速に増大してくるとはいえ、CDを発行することができるsecondary banksは限られており、依然として迅速な資金調達を可能とするインターバンク預金が大きな位置を占めていた（第2表参照）。このように、インターバンク預金はsecondary banksのバランス・シートの両側で生ずる満期構造のギャップを埋め合わせる上で、規定的な役割を演じた。Secondary banksは、インターバンク市場に依拠して資産・負債の満期構造を調整することによって、始めて資産の流動性や債務の支払能力を維持することができたのである。こうして「secondary banksはインターバンク預金のネットワークによって単一の銀行システムへと結びつくようになったのである」⁽⁵⁵⁾。

(5) したがって、このようなsecondary banking systemの発展に対する通貨当局のCCCによる規制は、当初から深刻な矛盾を内包するものであった。

元来、資産・負債のマッチングを経営原則とするsecondary banksは、預金銀

(53) 多くのsecondary banksにとって、「ポンド預金の最低単位は5万ポンドであり、他通貨に対してはもっと大きくなる傾向がある。いくつかの銀行は1万ポンド以下の預金の提示は相手にしない。前貸については、その単位は典型的なものではもっと大きく—多分50万ポンドが標準である—、時々数100万ポンドに上る」(J. Revell, *op. cit.*, p.19)。そのため、資産・負債の満期ギャップを埋め合わせるために新たな資産の取得が必要な場合、100万ポンドの金額は、例えば10の「地方公共団体融資」に分割されなければならないかもしれないのに対して、それがわずか1行への「インターバンク預金」（銀行融資）で済むのである。(ibid., p.35)

(54) *Ibid.*, p.34.

(55) *Ibid.*, p. 5.

行とは異なり、不確実な預金支払に必ずするために不断に「流動性」の確保を至上命題とするという行動様式はとらなかった。それ故、secondary banks にとっては「彼らの資産の流動性は二次的な重要性」しか持たず、彼らは「融資需要に必ずするために、より収益性の低い資産（流動資産）の『緩衝材』を必要とはしな」かった⁽⁵⁶⁾。こうして、secondary banks はインターバンク市場から容易に資金が調達できる限り、「流動性」を顧慮することなく信用を拡大することができたのである⁽⁵⁷⁾。

このことは、流動性の高い適格準備資産の一定比率での保有を義務づけることによって、金融機関の与信行動をコントロールしようとした CCC の目論見は、当初から secondary banks の行動を規制するものとしてはその有意性について疑問を抱かせるものであった。銀行のバランス・シートを、現金、流動資産およびその他資産として表示する慣習的な分類方法によれば、銀行の保有する「他行残高」は現金として分類される。原理的には、これらの残高は、銀行が手形交換所加盟銀行に当座預金として決済資金を維持している場合がそうであるように、それを現金として分類してはならない理由はない。しかし、決済資金は通常きわめて小さなものであるし、また預金銀行間においては、イギリス預金銀行業の破られがたい慣習として、ある銀行が他行から借り入れを行うということは信用を損なうものとみなされたので、預金銀行間で持ち合う「他行残高」は多くはなかった（もとより割引市場

(56) *Ibid.*, pp.37, 34~5. 傍点と括弧内の挿入は引用者。また T. Lester も次のように指摘している。「フリンジ・バンクは、取付けをカバーするために十分な資金を市場からいつでも『引き降ろす』ことができる、それ故に、流動的な（したがって相対的に収益性の低い）形態で、保有されている現金および預金勘定の30-40%という慣習的な水準を保持する必要はない、という考え方をとっていた。」(*op. cit.*, p.69)

(57) もとより secondary banks にとって「伝統的な意味での流動性」が全く不要である、と言っている訳ではない。むしろ、次の二つの理由からそれは必要である。第一に、secondary banks の預金の多くは短期性預金であり、それ故、これらはかなり短期の資産によってカバーされる必要がある、第二に、secondary banks の公表されるバランス・シートやイングランド銀行への報告書は伝統的な様式で計算されており、したがって経営の「健全性」は伝統的に「適切な流動性」に従って判断される、からである。しかしながら、発達したインターバンク市場の基礎上でマッチングによって資産・負債の満期構造を調整することができる限り、secondary banks はそのために収益性を犠牲にしてまで、通常の「割引市場資産」に投資することによって「流動性」を獲得することを望まなかったのである。(cf., J. Revell, *op. cit.*, p.25)

の運動の実態は、コール・マネーの貸借を通じて銀行間で資金を融通しあうというものではあったが、それでも手形の売買という外観をとることによってこの慣習は維持されている)。ところが、secondary banks の場合はバランス・シート上「他行残高」として表示されるインターバンク市場での預金を数多く保有していた。これは「預金」と呼ばれているけれども、事実上、その大部分はブローカーを介して行われる期間1年程度の固定金利での他行への融資であった。したがって、これらすべての「残高」を現金として、それ故に流動資産として分類するならば、secondary banks は極端に高い現金準備率と非常に高い流動比率を維持していることとなるであろう⁽⁵⁸⁾。また他方では、secondary banks は必要な際には短期間の内にインターバンク市場からすばやく新規預金を取り入れ、それを「流動資産」の取得に転じて流動比率を上昇させることもできるのである。それ故、「業種からその業務において信用リスクをとらないとみなされている割引商会の一つでさえも、『London & County や Cedar (いずれも1973年末の「金融危機」の際に経営破綻した secondary banks) はかなり評判が良く、それらのバランス・シートは合理的な堅実性の兆候を示していた』と認めてい(た)」のである⁽⁵⁹⁾。

このことは、不動産「バブル」の発生と Secondary Banking Crisis の勃発は、世上に広く流布している見解のごとく、secondary banks が CCC による規制とその「経営の健全性」を逸脱した野放図な融資活動を行ったから生じたというものではなくて、むしろ「銀行経営の健全性」を示す伝統的な指標である「流動性」の確保と支払能力の堅持という基準からするならば、その「健全性」を維持していくなかで惹き起こされたことを意味している。したがって、伝統的な意味での「流動性」を通じて secondary banking system を規制しようとするいかなる試みも⁽⁶⁰⁾、その目的を実現しようとするや否や深刻な矛盾に逢着せざるを得ない運命にあった、ということができらるであろう。

(58) Cf., *ibid.*, pp.16~7.

(59) T. Lester. *op. cit.*, pp.69, 142. 括弧内の挿入は引用者。

(60) イングランド銀行は、当初、secondary banks を含む銀行業務を行うすべての銀行を、CCC によって一律に規制しようと信じていた。Cf., "Competition and credit control", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Jun., 1971. para., 10.

Ⅲ CCC と不動産「バブル」の発生

(1) すでに指摘したように、1972年頃から政府の経済政策は拡張政策へと転換したが、停滞した経済のもとで予測される収益率は必ずしも魅力的なものではなかったため、産業部門の投資の再開は遅れた。これに対して、不動産開発部門は全く異なる対応を示した。1960年代のイギリスでは度重なるポンド危機とそしてその後半に発生したスタグフレーションのために、政府は国内需要の拡大に対しては抑制的政策を執らざるを得なかった。そのため土地利用について強い規制が課され、1960年代後半の建築規制は新規建設を抑制することとなった。他方、経済のサービス化の進展やシティへの活発な外銀の進出等もあって、商業用地やオフィス・ビル需要は極めて旺盛であった。その結果、それらは1970年代初頭にはその供給不足として、とりわけオフィス・ビルの不足と家賃の高騰として現れた。そしてこれは更に、インフレの時代には不動産投資は最良のインフレ・ヘッジ手段である、という広く信じ込まれている信念によって鼓舞された。実際、一流店舗やオフィスおよび工業用地の賃貸料の上昇は、1972年の13.4%（1969年以降の平均年率）から翌73年には41.6%に急騰し、また不動産価格の年々の平均上昇率は1971年の11%から72年の24%へと跳ね上がり、更に73年にはその増勢は鈍化したとはいえ、26%と続騰した⁽⁶¹⁾。新築住宅の平均販売価格に至っては、1972年6月から翌73年6月の間に52%も上昇したのである⁽⁶²⁾。それ故、この時期「企業家にとって不動産開発ほど予想される高収益率をもたらすと思われる、ほかのどのような経済活動領域も存在しなかった」⁽⁶³⁾のである。

こうして活発化した不動産開発事業に対して、CCCのもとで固有の信用膨張メカニズムを通じて実現された、銀行による不動産融資が激増することになった。不動産部門に対する銀行の融資残高は、1970年の3億4,300万ポンドから74年には28億3,400万ポンドへと著増し、しかもその増加のはるかに大きな部分が非加盟銀行である「その他銀行」（そのなかで不動産融資の多くを担ったのは、言うまでもな

(61) M. Reid. *The Secondary Banking Crisis, 1973-75*, p.63.

(62) *The Economist*, Dec., 15, 1973. p.23.

(63) The Bank of England, "The secondary banking crisis and the Bank of England's support operations", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Jun., 1978. para., 18.

く secondary banks である) によって占められていた(第5表参照)。もとより交換所加盟銀行自身の不動産融資も74年にはグループ全体で13億4,000万ポンドへと増大したが、「ウィルソン委員会」に提出された報告書によれば、交換所加盟銀行は不動産融資を「長期的観点から引き受けることができる能力と彼らの資金源泉との間の関係で、過度に行過ぎない」ように気を付けていたのに対して、「不幸にして、多数の secondary banks (は) ……銀行業の思慮分別の限度を越えて、短期預金によってファイナンスされた資金を、不動産会社の資金的欲求を満足させる貸付や前貸しで運用してきた」と secondary banks を厳しく非難した⁽⁶⁴⁾。しかしながら問題は、すでに指摘したように、CCC の導入後、secondary banks が投機的な不動産融資を激増させるために必要な資金調達を可能にしたインターバンク市場の急速な拡大過程において、市場への資金の圧倒的な貸出しを行い、市場拡大の中心的な役割を果たしてきたのは他ならぬ交換所加盟銀行それ自身であった。それ故、交換所加盟銀行は、Secondary Banking Crisis において、決してそのような傍観者的、中立的立場にはなかったことに留意しておく必要がある。

(2) 元来、イギリスにおいて広く普及している商業用不動産の開発金融様式は、不動産・開発業者が新規の不動産開発を行う際には銀行から2～3年程度の短期的な融資を受けて用地整備と建設を行い、そして建設物が完成した暁には、保険会社や年金基金のような機関投資家の長期投資によって置き換える、というものであっ

(64) *The London Clearing Banks Evidence by the Committee of London Clearing Bankers to the Committee to Review the Functioning of Financial Institutions*, Nov., 1977. appendix D.10. pp.243～4. The Committee to Review the Functioning of Financial Institutions というのは、1976年9月の労働党の銀行国有化提案を受けてイギリスの金融制度を全面的に再検討するために、新たに首相の諮問機関として設置された委員会であり、委員長の H. Wilson 前首相の名を冠して「ウィルソン委員会」と通称されている。委員会は審議の過程で膨大な証言録や特別研究を公刊し、最終報告は1980年6月に議会に提出された。(委員会が設置されるに至った経緯とその報告の意義については、この最終報告書を訳出した、西村閑也監訳『ウィルソン委員会報告—英国の金融・証券機構と産業資金供給—』(日本証券経済研究所、1982年)の「監訳者はしがき」を参照されたい。) 因みに、これまで何か所かで引用した論文“The secondary banking crisis and the Bank of England's support operations” (*Bank of England Quarterly Bulletin*, Jun., 1978) は、イングランド銀行が「ウィルソン委員会」に対して提出した、Secondary Banking Crisis の全容を概括した報告である。

第5表 不動産会社への融資

(100万ポンド、括弧内は対前年比変動額)

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
ロンドン手形交換所 加盟銀行										
親銀行	242	221 (-21)	211 (-10)	184 (-27)	261 (+77)	642 (+381)	850 (+208)	925 (+75)	917 (-8)	855 (-62)
グループ	-	-	-	-	-	-	1,160 (+354)	1,340 (+180)	1,414 (+74)	1,397 (-17)
その他銀行 ^(注)	103	116 (+13)	116 (0)	159 (+43)	240 (+81)	515 (+275)	1,170 (+819)	1,494 (+324)	1,545 (+51)	1,392 (-153)
全銀行	345	337 (-8)	327 (-10)	343 (+16)	501 (+158)	1,157 (+656)	2,330 (+1,173)	2,834 (+504)	2,959 (+125)	2,789 (-170)

(注) 1973年以降、ロンドン手形交換所加盟銀行の子会社は除外。

(資料) *Bank of England Quarterly Bulletin* ; CLCB *Statistical Unit*.

(出所) *The London Clearing Banks*, 1977. p.277, Table 61.

た⁽⁶⁵⁾。ところが、1970年代初頭の不動産ブームの末期には、従来の不動産開発金融様式に顕著な変調が現れた。不動産・開発業者の銀行への借入れ依存度が上昇し、しかも長期金融の手当てに十分配慮することなく、銀行融資を通じた資金操作が行われた結果、銀行による短期的あるいは中期的な不動産融資が累増したのである⁽⁶⁶⁾。それは、不動産・開発業者がこの局面で直面した深刻な苦境を反映したものであった。

それは、まず第一に、昂進するインフレの圧力のもとで、新規の建設コストが1973年以降急速に上昇し始めたことである。そして1974年に入ると、これまで顕著な伸びを示していた「一流店舗、オフィスおよび工業用地」の賃貸料の上昇率をも凌駕するに至った(第7図参照)。第二に、MLRに連動しているベース・レート

(65) Cf., *The London Clearing Banks*, appendix D.4. pp.240~1. Martin Boddy, "Investment by financial institutions in commercial property" in do., ed., *Land, Property and Finance*, (SAUS (University of Bristol) Working Paper 2, 1979.) p.17. M. Reid. *op. cit.*, p.66, etc.

(66) 「フィナンシャル・タイムズ」の記者である Peter Riddell も、このブーム期の不動産ファイナンスの特徴として「1971-73年に『不動産に向けた』融資の大半は、それほど安全でも長期的な融資でもなくて、短期的あるいは中期的な銀行の資金から成っていた」と指摘している。("Property losses—how far the banks' own fault?", *The Banker*, Feb., 1975, p.179.

が高騰し、したがって借入れ金利が急騰したことである。開発業者は、通常 MLR よりも 3% 高いか又はそれ以上の借入れ金利を支払っていたが、それでも「70年代初頭には、銀行借入れは社債やあるいは開発金融の他の形態のものよりも安かった」⁽⁶⁷⁾。ところが、1972年初めに4.5%であった MLR（当時はバンク・レート）は、73年7月の通貨危機を経て73年11月には13%まで急騰した。しかしながら、72年以前に支配的であったより安価な金利に基づいて開発計画を建築していた開発業者は、73年半ば以降の金利の急騰に直面したとしても、すでに土地を取得し開発計画の認可も得て建設過程に着手していれば計画を中断することは困難であったので、それに見合った収益を確保する見通しもないまま開発計画を強行せざるを得なかった。それ故、かりに不動産価格の上昇率が不変であったとしても、金利コストの急騰によって収益は大きな圧迫を余儀なくされた。実際、不動産・開発業者の金利負担は急増し、総収入に占める金利負担の割合は1972年には約 $\frac{1}{2}$ であったものが、1973年には約 $\frac{2}{3}$ に、更に翌74年には恐らく90%にまで上昇し、不動産・開発業者の財務内容を急速に悪化させたのである⁽⁶⁸⁾。第三に、73年以降「急激に低下した賃貸料の上昇率に照応して（第7図参照）、完成された建設物の価値も下落した」のである⁽⁶⁹⁾。このように、インフレによる建設コストの高騰や金利負担の急増、更にまた賃貸料の上昇率の鈍化を反映した不動産価値の低下に挟撃されて、不動産・開発業者は収益の減少と資金繰りの悪化を余儀なくされ、銀行への短期的資金の借入れ依存度を急速に増大させることとなった。しかしながら、問題はそれだけにとどまらなかった。

これまで長年にわたり不動産市場で長期的資金の運用を行ってきた機関投資家が、このブーム期においても投資基金総額に占める不動産投資比率や投資絶対額を、完成建設物の増加に対応して増大させることがなかったのである⁽⁷⁰⁾。（第8図参照）それは、彼らの投資行動の基準が長期的見通しを斟酌しつつ決定されるので、不動

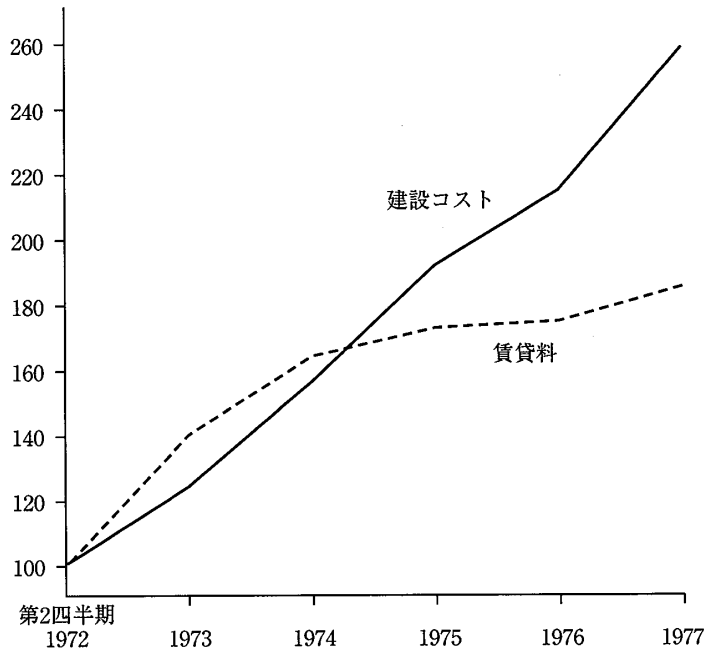
(67) M. Boddy. *ibid.*, p.19.

(68) *The London Clearing Banks*, appendix D.7. p.242.

(69) The Royal Institution of Chartered Surveyors, *The Property Boom 1968—73 and its Collapse A supplementary memorandum of evidence to the Committee to Review the Functioning of Financial Institutions*, Jul., 1978, 3.8.2, p.11. 括弧内の挿入は引用者。尚「ウィルソン委員会」については、脚注(64)参照。

第7図 建設コストと賃貸料の上昇

(1972年第2四半期を100とする指数)



(出所) *The Property Boom 1968-73 and its Collapse*, 1978, p.10.

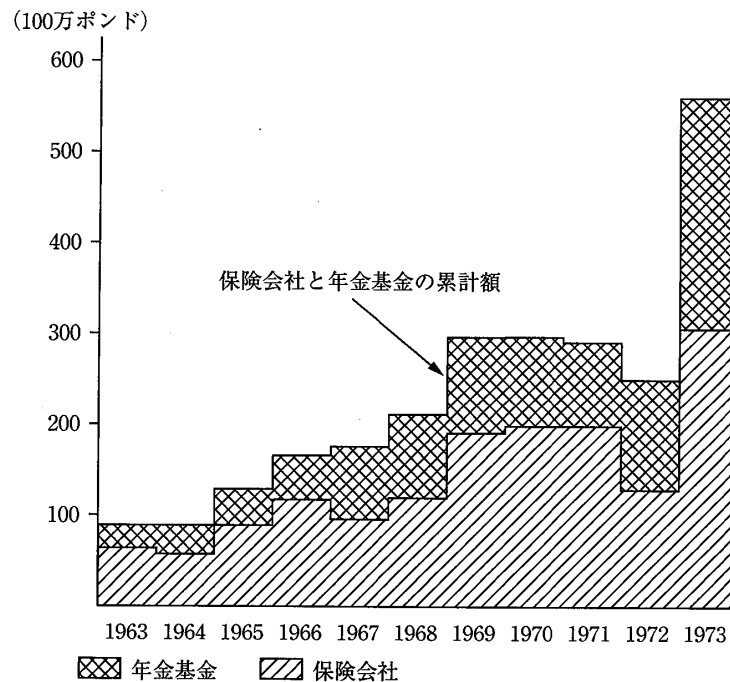
産市場の一時的変動によって大きな影響を受けることが少なかったからに他ならない⁽⁷¹⁾。それに代わって機関投資家は、一方では1972年から74年にわたって政府証券の利回りは着実に上昇していたために、また他方では全般的に経済情勢の不確実性が高まってきたために、金縁証券の購入と高い流動比率の維持によって対応したのであった⁽⁷²⁾。かくして、不動産・開発会社は一定の建設期間を経た後に供給される完成建設物の加速度的増大に対応して急増する長期資金の手当てをすることが

(70) 「ちょうど保険会社や年金基金はブーム期に不動産投資の水準を大きく増加することがなかったように、市場が崩壊したときにも、彼らはその水準を大きく縮小させることはなかった。」(*ibid.*, 3.8.3, p.11.) 但し、第8図においては、1973年に保険会社と年金基金の不動産投資比率が9.2%から18.2%へ、投資額が2億5,200万ポンドから5億5,500万ポンドへと急増している。これについて「王立公認査定人協会」は、通常の株式や政府証券の購入を決定する場合よりも、不動産投資の決定が行われる場合のほうが主に法的手続きのためにより長い時間を要する、そのため、1973年の不動産投資の盛り上がりは、少なくともその一部は、1971-72年のブームの高みで行われた決定を恐らく反映したものであろうと推測している (cf. *ibid.*, 3.3.3, p.7)。

(71) Cf., *ibid.*, 3.3.2, p.6.

(72) Cf., *ibid.*, 3.8.3, p.11.

第8図 保険会社と年金基金による不動産投資純取得額
(1963-73年)

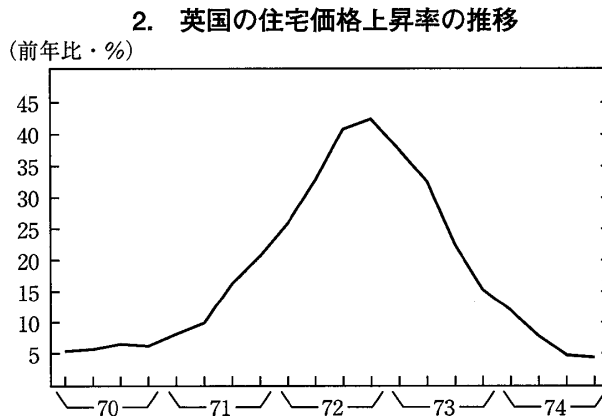
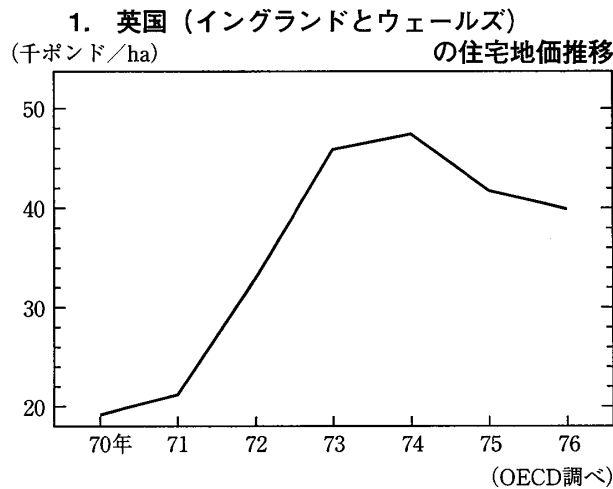


(資料) *Financial Statistics*.

(出所) 第7図に同じ。P.6.

困難に陥ったが、この長期融資を代替したのが他にもない secondary banks であった。後述のごとく、意識的に「ミスマッチ」を造成しがちであった secondary banks は、このような不動産・開発会社の長期資金需要の増大に対して、インターバンク市場から資金を調達することができる限り、短期資金の借換えによって中長期資金需要に積極的に応え、かくして「短期預金によってファイナンスされた資金を、不動産会社の資金的欲求を満足させる貸付や前貸しで運用」(「ウィルソン委員会」での証言(前掲))したのである。こうして不動産・開発会社は、ブーム末期に長期的な不動産投資需要の不足に直面することとなったが、その手当てをし、不動産価格の値崩れを阻止するために、secondary banks の過度な信用膨張に大きく依存することとなった。そこでは、意識的に「ミスマッチ」を造成しがちであった secondary banks と安定的な機関投資家による長期的な不動産投資需要の減退に直面した不動産・開発会社との利害が一致したのである。そして実際、第9図からも窺えるように、1971—72年にかけてその上昇速度を一段と加速させた不動産価格は、不動産投資ブームの末期である73年に入るとその初頭から低迷し始め、その結

第9図 英国の住宅地価等推移



(資料) Nationwide Anglia Building Society

(出所) 日本銀行「1970年代初頭における英国中小金融機関の経営危機 (Secondary Banking Crisis) について」(『調査月報』、1990年1月号) 83頁。

果、不動産価格の上昇率は大幅に低落し、不動産市場の供給過剰化傾向が鮮明に現われ始めた⁽⁷³⁾。しかしそれにもかかわらず、73年には不動産・開発会社への銀行融資の対前年比増加額は、このブーム期において最大規模となる11億7,300万ポンドを記録し、とりわけ secondary banks を中心とする「その他銀行」の融資額の増加がその大部を占めたのである(第5表、第11図参照)。これらのことは、不動産・開発会社がブーム末期の市場の供給過剰化傾向に直面して、不動産価格を支持するために secondary banks を基軸とする「その他銀行」を中心に金融機関からの借入を大幅に拡大して、必死に市場の崩落を阻止しようとしていたことを意味

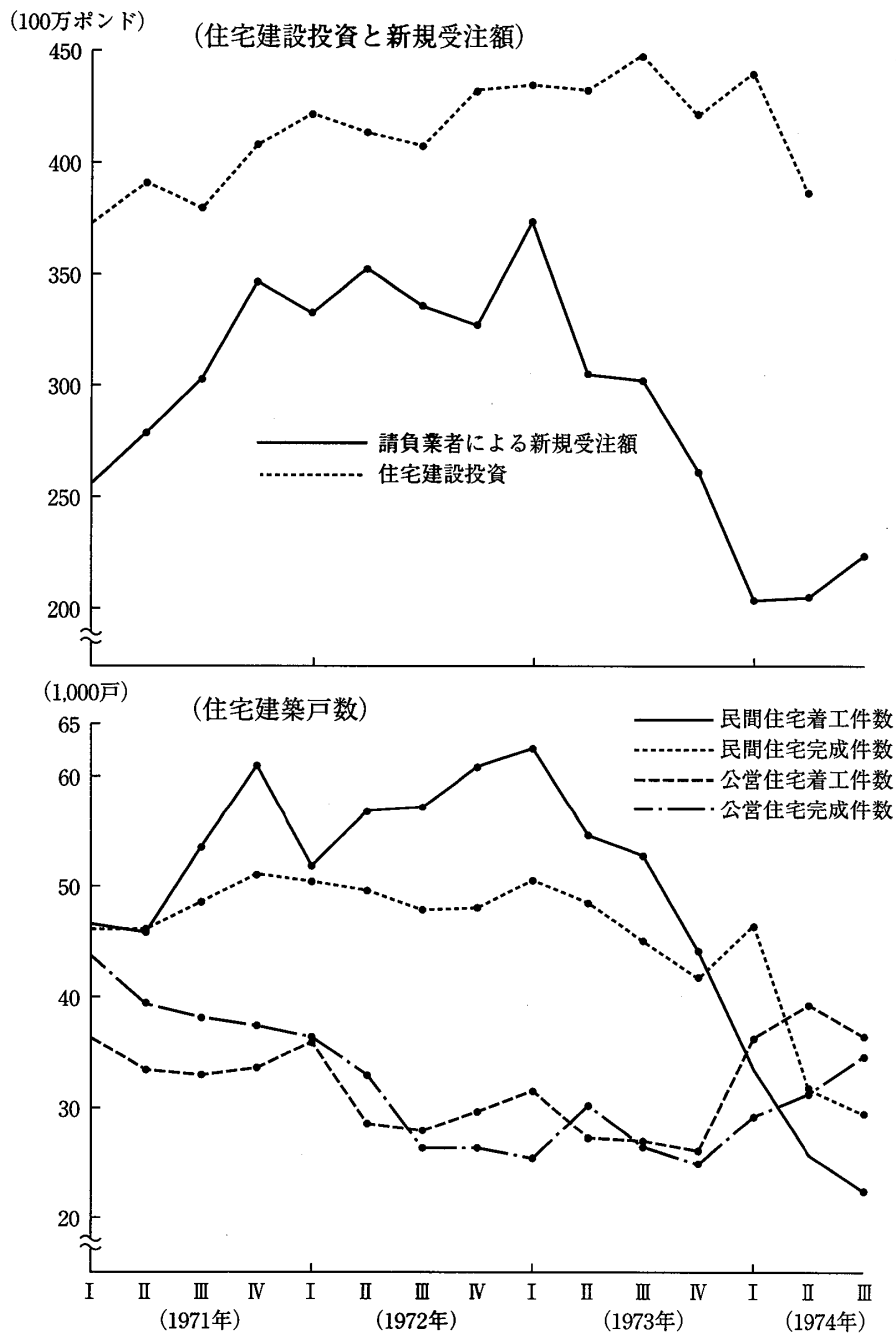
している⁽⁷⁴⁾。しかしながら、そのことは、他方では、不動産・開発会社の財務内

(73) 不動産部門の需給関係を見るために、住宅建設部門の受注状況と建設投資額・建築戸数の推移を見てみると(第10図参照)、民間住宅の着工件数は1973年第1四半期の6万2,800戸をピークとして急激に減少し、翌74年第3四半期にはその $\frac{1}{3}$ 近くにまで急減している。他方、民間住宅の完成戸数は71年第4四半期と73年第1四半期をそれぞれピークとしてその後減少しているが、その減少率は着工件数のそれに比して小さく、ブームのピークが過ぎ去ったあとも一定の建設期間を経た後に住宅が供給され続けたことを示している。これに対して、不況対策の一環として、公営住宅の建設が74年に入ると急増するが、しかし全家屋の新規受注額と建設投資額の推移を見てみると、全家屋の新規受注額は73年第1四半期の3億7,500万ポンドをピークとして急減し、74年第1四半期にはピーク時の55%にまで落ち込んでいるにもかかわらず、73年を通じて住宅建設投資額は殆ど変化していない。これらのことは明らかに、不動産市場では73年初頭から供給過剰に陥ったことを示しているといえよう。

(74) 日銀『調査月報』はブーム末期の地価の推移について、「オイルショック後の急激な引締め政策」と「secondary banksの経営難」から地価高騰は「次第に鎮静化」し、「73年末には騰勢はほぼ収まったかのようにみえた」、しかし、73年12月に「不動産業者への課税強化(不動産取引に係るキャピタルゲイン課税強化)構想」が発表されると、不動産業者は「一斉に不動産の売却に向かった」ので、「地価の暴落」が発生した、と述べている(「1970年代初頭における英国中小金融機関の経営危機(Secondary Banking Crisis)について」(前掲)、86頁)。

しかしながら、ここには若干の検討を要する問題が存在しているように思われる。まず第一に、事実関係の確認であるが、日銀の調査論文自身が掲載している図表(拙稿で第9図として援用)からも明らかなように、不動産価格の上昇率はすでに73年初めから大幅に下落し、その結果、地価高騰は急速に鎮静化しており、調査論文が指摘するように、73年10月の「オイルショック後の急激な引締め政策」を契機としてようやく地価が鎮静化したというわけではない、という点である。第二に、より重要な論点であるが、このような「オイルショック」や「課税強化」といった外的、偶発的契機によって、地価が「鎮静化」したり、「暴落」したりするという捉え方の理論的な混乱に関してである。とりわけ「地価の暴落」に関して、何故、「課税強化」(しかも、現実にはその実施は見送られている)が必然的に「地価の暴落」を惹き起こすことになるのか、という点である。もとより「課税強化」(の発表)によって不動産の売り急ぎが生じたならば、そうでない場合に比して価格の下落は大きくなるであろう。しかし、それによって不動産取引が抑制されることがあったとしても、直ちに「地価の暴落」が生ずるわけではない。それは、たとえ不動産価格が下落したとしても、各種準備金や引当金等の「支払準備処分力」を有する不動産業者は、借入金に係る金利の支払いや元本を返済するために直ちに不動産の売却を強制されるわけではないので、不動産市場全体に強制売却が波及し、「地価の暴落」が生ずる、ということにはならないからである。それ故、「地価の暴落」が生じた背景を明らかにするためには、何故、不動産業者が自己の債務返済のために不動産の強制売却を余儀なくされ、しかもそれが市場全体に波及せざるを得なかったのか、を理論的に明確にしておくことが不可欠なのである。

第10図 70年代前半の住宅建設



(出所) *Economic Trends* (H.M.S.O.), Dec., 1974, p.15.

容を過度な銀行債務に依存するものとし、金利の変動に大きく左右される脆弱なものにただけではなく、同時に、このような状況下の不動産市場の存続可能性は、secondary banksの信用拡張能力の限度に決定的に依存するものとなったのである。

Ⅳ Secondary Banking Crisis の勃発

(1) CCCによって新たに secondary banks に対しても準備資産の保有が義務づけられ、流動資産の保有比率規制が強化されたにもかかわらず、secondary banks は不動産関連融資を積極化させ、その業容を拡大していった。それは、単に secondary banks の行動原理が伝統的な「流動性」を基準とするものではなく、それに拘束されることがなかったというだけではなく、secondary banking system そのものの発達に依存するところが大きかった。

Secondary banks の経営原理はマッチングであったが、金額・期間双方において、資産負債の完全にマッチングしたバランス・シートは「自己流動的」で健全ではあるが、収益性はきわめて低い。そこで「ほとんどの secondary bankers は、収益は満期に比例して増大するので、預金よりも幾分長めの資産を保有することによって彼らの利益の増大を図っている。」⁽⁷⁵⁾ それ故、secondary banks は意識的に mismatch を造成しがちであるために、新たに資金調達上の流動性リスクが生み出される傾向がある。mismatch が大きくなると、負債の借換えを行ったり、預金の引出しに応えるために必要な資金を直ちに調達しなければならなくなるリスクが増大するからである。そこで、secondary banks はこのような流動性リスクの管理能力を高めるために、必要な際にはすばやく預金を取り入れることができるインターバンク市場への依存を一層強化せざるを得なくなった。

すでに指摘したように、secondary banks の行動を CCC の「最低準備比率」や「特別預金制度」によって規制することが困難であったのは、secondary banks は必要な際にはインターバンク市場を通じて直ちに預金を取り入れ、流動資産総額を自由に変動させることができたからに他ならない。預金銀行が短期間の間に流動比率を上昇させる必要がある場合には、多くは「投資」勘定科目の資産を売却して、それを流動資産の保有へと転化することによって実現するのに対して、secondary banks は通常このような目的のための「投資」勘定資産を持っているわけではない。「ほとんどすべての資産は一定期間固定されており、そのため長期資産は実現されることができず、流動資産に転化されることもできない」のである⁽⁷⁶⁾。したがっ

(75) J. Revell, *op. cit.*, p.26.

て、このような状況のもとで流動資産の保有を増大させるためには、新たに獲得した預金の中から必要とする流動資産を取得する他にない。そして、secondary banksが預金銀行と決定的に異なる点は、この新規預金を、インターバンク市場を通じてすばやく取り入れることができるその能力にあるのである。かくしてsecondary banksは、資産負債の満期構造のミスマッチによって生み出された流動性リスクの管理を強化するために、インターバンク市場への依存を一層強め、こうしたリスク管理機構を通じて更なる信用を拡張していったのである。

これに対して他方では、インターバンク市場そのものがその独自の機構によって市場規模を自立的に拡大させ、それを通じてsecondary banksの信用拡張とリスク管理を一層容易なものとする役割を演じた。Secondary banksが顧客から預金を受け入れるのは、必ずしもそれに対する直接的な資金需要があるときとは限らない。預金を受け入れたsecondary bankは他行に貸付けるかもしれないし、更にそのsecondary bankも企業に直接貸付けずに、別のsecondary bankに預託するかもしれない。このようにsecondary banksは銀行間で大規模に預金をしあい、預金と再預金あるいは貸付と再貸付が続けられる結果、原預金者と最終借手の間には仲介者として機能したsecondary banksの信用連鎖が形成されるのである⁽⁷⁷⁾。このような銀行間の信用連鎖の形成は迅速で効率的な資金配分に役立つのであるが、その連鎖が形成される直接的動機は、もとより資産負債の意識的なミスマッチの造成によって生み出された「期間変換」に基づく利鞘の獲得である。しかしそれだけではない。Secondary banksが意識的に造成するミスマッチに伴って新たに発生する流動性リスクを管理するためには、資産負債の期間差を埋め合わせるために必要とされる負債の借換えや新たな資金の取入れを素早く行うことが不可欠となる。それ故、リスク管理の強化のためにsecondary banksの間で不可避免的に銀行間預金の取入れとその貸借が活発化してくると、この点からもインターバンク市場の自

(76) *Ibid.*, p.41.

(77) インターバンク市場では「ユーロ通貨市場の場合と同様に、資金の本来の貸手は（それは銀行であるかもしれないし、又はノンバンクであるかもしれない）最終的な利用者を管理することも、あるいはその身元も知らない。その上、たとえすべての貸手とその後の借手が確認できたとしても、資金は何度も持ち手を変え、それによって借手と貸手の複雑な連鎖を構築しているので、依然として全体像は得られないであろう。」(E. R. Shaw. *op. cit.*, p.103.)

立的な膨張が促されたのである。そして、インターバンク市場の自立的膨張に伴って多様な資金貸借の出会いが付けやすくなり、銀行間預金の取入れとその貸借が更に促されると、secondary banks のリスク管理は一層容易なものとなった。ここには、こうして拡大したインターバンク市場の自立的膨張は更にまた新たな secondary banks の信用拡張とリスク管理の強化を可能にする、という両者の相互促進的關係が内包されているのである。したがって「このことは、顧客から獲得したどのような一定額の新規預金も流動資産（資産としての銀行間預金）と預金（負債としての銀行間預金）の双方の金額を数倍にするまで増大しうる、ということの意味している。事実上、secondary banking system のなかで流動資産と預金双方の総額は、ミラーの使用によって増大されうるのである」といえよう⁽⁷⁸⁾。

こうして secondary banks の信用拡張・リスク管理の強化とインターバンク市場の自立的膨張は、相互に促進しあいながら進展していったのであるが、もとより市場規模の拡大は多くは銀行間再預金に依存するものであって、原預金者の預金総額の増大や最終資金需要者（非銀行借手）に対する貸付け総額の増大によって直接規定されたわけではない（もし後者のような事柄が生ずれば、市場規模の拡大が更に促されることは言うまでもない）。更にまた仮に最終資金需要者に対する貸付が増大し、それに見合った資金額がインターバンク市場の外部に流出することがあったとしても、しかしながら再生産過程が円滑であれば、その資金はインターバンク市場への返済やクリアリング・バンクの貸出し等を介して再び急速にインターバンク市場へと還流するであろう。それ故、再生産過程の流動性が維持される限り、インターバンク市場の膨張は何ら抑制されることはなかったのである。かくして、インターバンク市場の自立的拡大を基軸として secondary banks は相互に深く結びつき、独自の secondary banking system を発達させていったのであるが、この banking system のなかで secondary banks は独自なリスク管理を実現し、その基礎上で不動産市場の長期的な資金需要の拡大にも応じて信用膨張を現実化させていたのである。

(2) しかしながら、このような secondary banking system は同時に固有の不安定性を内包していた。それはまず第一に、すでに指摘したように、他行に預金し

(78) J. Revell, *op. cit.*, pp.41~2.

ている（事実上、他行に貸付をしている）銀行あるいは secondary banks はその預金の最終的な使用を管理することができない、という点に関係している。通常、預金銀行の場合、融資の安全性はその融資先が「一流の名前」に限定されることによって「保証」されていた。しかしながら、インターバンク市場では資金の本来の貸手は、その預金を取入れた secondary banks がどのような最終資金需要者に融資したのか判別しえないので、secondary banks の自由裁量を信頼する他はない。それ故、ここには「健全な」融資政策に依存するシステムの究極の安全性は、必ずしも保証されてはいないのである。第二に、インターバンク市場を通じて統合された secondary banking system のもとでは、ある銀行の破綻は、預金銀行制度の場合に比して急速に他行へと波及していく可能性が高くなるので、システムック・リスクが著しく増大する点である。元来、secondary banks は預金銀行と異なり、無担保融資が主流で、しかも収益性の低い流動資産をほとんど保有していなかったために、他行から「預金」の回収が生じた場合、その返済に応じうる「準備資本処分力」は各種準備金・引当金の取り崩しや流動資産の流動化ではなくて、もっぱらインターバンク市場からの新たな「預金」の獲得能力に依存していた。ところが、ある銀行が破綻し、インターバンク市場が逼迫してくると新たな「預金」の取入れは制限されるので、たちどころに「預金」の返済に窮することとなった。それ故、相互に「預金」をし合っている secondary banks の信用連鎖は中断し、返済不能がその信用連鎖を通じて逆行的に波及せざるを得なくなる可能性が著しく高まるのである。第三に、この市場には「最後の貸し手」が存在しないことである。したがって、secondary banks の健全性に対する懸念が発生し市場が著しく逼迫した際には、パニックの発生を未然に防ぐために必要とされる追加流動性をすばやく供給し、システムの安定化を図る、という機構そのものをもとと有してはいなかったのである。

このように secondary banking system は元来それ固有の不安定性を内包していたのであるが、問題はそれだけにとどまらなかった。すでに指摘したように、secondary banks は収益を増大させるために「預金よりも幾分長めの資産」を保有し、意識的にミスマッチを造成する傾向があった。それ故、secondary banks のバランス・シートがこのような「短期調達・長期運用」というポジションをとっ

ている場合、金融が逼迫すると資金調達コストが急騰するので逆鞘となり、secondary banks の経営の脆弱性とこの banking system の不安定性が一挙に表面化せざるを得なくなるのである。そして実際、このことは1973年後半に現実化することとなった。

(3) すでに指摘したように、1973年初頭以降、地価や住宅価格の上昇率は急速に低下し、不動産市場では供給過剰化傾向が顕在化していた。にもかかわらず、73年前半を通じて通貨当局にとっては MLR の意図せざる低下が生じ、大規模な「ラウンド・トリッピング」が発生した。MLR は72年末に9.0%に達した後、73年初来ほぼ一貫して低落し、6月22日には7.5%にまで低下した。そして、これに連動して各種短期金利も低落傾向をたどったのである（第5図参照）。このため「短期調達・長期運用」というポジションをとっている secondary banks は、金利低下傾向が支配している局面では、金利負担を軽減するために負債を短期化すると同時に、長期固定的な高貸出金利の利点を享受するために資産を長期化しようとするので、資産負債の意識的なミスマッチの造成に一層拍車がかかり、長期融資も更に促進された。実際、不動産市場の供給過剰化傾向が現れ、一部の不動産・開発業者の単なる繰延決済のための資金需要が混在しているにもかかわらず、73年には secondary banks を中心とする「その他銀行」の長期的な不動産融資の増加額が8億2,000万ポンドとこのブーム期の最大規模に達し、不動産市場の供給過剰化傾向が隠蔽されていったのである。（第5表参照。また、73年初頭以降のロンドン手形交換所加盟銀行と secondary banks の不動産融資姿勢の対比については第11図を参照。）

しかし、73年央に大きな転機が現れた。72、73年度の成長志向型財政運営の結果、貿易収支の不均衡拡大によるポンドのフロート・ダウンと国際商品市況の高騰によって輸入品価格は騰貴し、国内の物価上昇は更に加速化した（72年7月の小売物価対前年同月比5.8%、卸売物価同4.2%上昇に対して、翌73年7月には小売物価対前年同月比9.4%、卸売物価同7.1%上昇。第6表参照）。これに対して、イングランド銀行は政府の成長志向型の経済運営をうけて、必要以上のデフレ・インパクトを与える金融政策をとることは極力回避する方針ではあったが、国内物価上昇が加速化していくなかでインフレ抑制のための厳しい金融引締め措置をとることを余儀なくされた。まず73年7月19日に、MLR の意図せざる低下を惹き起こした TB レートの

第6表 イギリスの物価変動 (1971-73年)

(前年同月 (期) 比増加率)

	小売物価	卸売物価
1971年平均	9.4 %	9.0 %
72年第2四半期	6.2	4.4
72年7月	5.8	4.2
8月	6.6	4.9
9月	7.0	5.2
10月	7.9	6.1
11月	7.6	6.8
12月	7.7	6.7
73年1月	7.7	6.5
2月	7.9	6.7
3月	8.2	6.7
4月	9.2	5.2
5月	9.5	5.8
6月	9.3	6.4
7月	9.4	7.1
8月	8.9	7.3
9月	9.3	8.1
10月	9.9	8.9
11月	10.3	9.0
12月	10.6	10.2

(資料) *Monthly Digest of Statistics* 等。

(出所) 日本銀行「英国における最近の金融政策運営について」(『調査月報』, 1974年2月号) 4頁。

低下を阻止するために、その原因の一つとなった割引商会に対する公共部門債保有比率規制を撤廃し、それに代えて民間部門債保有額を資本金および準備金の合計額の20倍以内に制限するという規制に改められた。次いで、翌20日にはMLRをこれまでの7.5%から9%に、更にその一週間後の27日には11.5%へと立て続けに引き上げ、またこの間に、特別預金の追加徴求も3%から4%へと引き上げるなど、厳しい引締め政策が相次いで打ち出された。

その結果、1973年夏のこのような一連の金融引締め政策の強化は、不動産「バブル」を主導してきた不動産・開発業者と secondary banks を二つの側面から挟撃

することになった。それは、まず第一に、商業用不動産の開発を更に抑制しただけではなく、住宅金融の逼迫を通じて住宅建設の拡大に対しても抑制的な作用を演じたことである。イギリスの住宅資金の供給において圧倒的なシェアを占めているのは住宅金融組合 (building societies) であるが、CCC 導入後、バンク・レートに連動した交換所加盟銀行の金利協定が廃止されたために、銀行の個人預金獲得のための競争が強化された結果、住宅金融組合は資金確保に苦慮することとなった。これに対して、住宅金融組合としても資金吸収力を強化する必要に迫られ、72年以降頻繁に出資金 (実質的には預金) 金利を引き上げたが、それは必然的に抵当貸付金利の上昇を惹起し、すでに「1973年4月には同金利が9.5%と既往最高水準に達した」。そして更に「この問題は7月以降とくに先鋭な形で現れた。すなわち、上昇を続けていた銀行の通知預金金利が9.5%と、住宅金融協会 (組合—引用者) 出資金金利6.75% (税込みベースで換算すると9.64%に相当) と十分競合的な金利になったため、住宅金融協会 (組合—引用者) に対するネット資金流入額が8月中80百万ポンド弱と極端に減少 (4~7月、月平均270百万ポンド)、放置すれば出資金金利、抵当貸付金利とも引上げが不可避の状態となり、住宅金融コストの上昇ないしはアベイラビリティの低下等円滑な資金供給が阻害される」に至った⁽⁷⁹⁾。実際、70年代を通じて常に住宅信用供与総額の75%以上を占めている住宅金融組合の与信増加額は、73年には14億9,000万ポンドと71年の増加額 (22億1,500万ポンド) の $\frac{2}{3}$ の水準にまで低下したのである⁽⁸⁰⁾。このように、73年7月以降、住宅金融の逼迫によって抵当貸付金利が上昇したために新規住宅建設需要そのものが抑制され、不動産市場の供給過剰化傾向は更に先鋭な形をとって現れていくこととなった。(第10図参照)

急激な金融引締め政策のもたらした第二の作用は、インターバンク・レートの急

(79) 日本銀行「英国における最近の金融政策運営について」(前掲)、6頁。イングランド銀行はこれに対して、9月に住宅金融組合出資金と直接的な競合関係にある銀行の小口預金 (1万ポンド未満) 金利の上限を9.5%とする規制を行い、住宅金融組合への資金流入を促すことによって住宅金融金利の上昇を阻止しようとした。しかし、そのような優遇措置にもかかわらず、住宅金融組合の抵当貸付金利は結局11%への引き上げを余儀なくされた。

(80) 斎藤美彦、前掲書、表IV—8 (108頁) より計算。

騰を惹き起こし、secondary banksの資金調達コストと貸付金利を引き上げたことである。それはしばしば借り手にとって「14%あるいはそれ以上」⁽⁸¹⁾にもなり、secondary banksに依存していた不動産・開発業者の多くのプロジェクトの円滑な進行を妨げたばかりでなく、資金繰りに苦慮していた不動産業者を一層苦境に陥れた。すでに指摘したように、不動産業者の金利負担は急増し、73年には総収入に占めるその割合が $\frac{2}{3}$ にも達したのである。それだけではない。それはまた意識的に「短期調達・長期運用」のポジションをとっていたsecondary banks自身のバランス・シートを急速に悪化させた。金利が上昇する局面では、より収益性の高い資産にすばやく転換することができるように可能な限り短期の資産を保有し、また負債はより低い金利を享受するために可能な限り長期の負債を取得する必要があるにもかかわらず、secondary banksのこのような資産負債の意識的なミスマッチの造成は、金利上昇局面では利鞘の急速な圧縮または逆鞘となるからである。

このように73年夏の急激な引き締め政策の実施は、不動産「バブル」を牽引してきた不動産・開発業者とsecondary banksを直撃することとなったが、しかしながら、問題はこれだけにとどまらなかった。7月の一連の引き締め政策の強化にもかかわらず、一方では、資金繰りの悪化した不動産・開発業者からはかえって強い資金需要が発生したし、他方では、再び「メリーゴーランド」が現出したために、マネーサプライの増勢は一向に衰えず⁽⁸²⁾、物価上昇も鎮静化の兆しをまったく見せなかったのである。加えて10月には石油危機が勃発し、原油価格の高騰に伴う

(81) M. Reid. *The Secondary Banking Crisis, 1973-75*, p.78. T. Lester. *op. cit.*, p.142.

(82) 1973年後半には、引き締め政策の強行とともに資金繰りの悪化した企業の支払い決済手段に対する需要がかえって強くなったので、すでに(脚注38)で指摘したように、銀行が残された資金源泉として活用したCD市場の発行残高は11月には61億1,100万ポンドのピークに達した。そして、このような資金需給の逼迫はまたTBレートに規制されたベース・レートとCDレートやインターバンク・レート等の並行市場金利との乖離を一層拡大したので(第4図参照)、再度「メリーゴーランド」を惹起した。実際、イングランド銀行総裁は「1973年9月11日の金融機関あて書簡の中で、『メリー・ゴー・ラウンド』は『短期金融市場に不必要な圧迫を加える有害な動きである』として、こうした取引につながる貸出の自粛を要請した」のである(日本銀行「英国における最近の金融政策運営について」(前掲)、11頁、(脚注19))。このように73年夏の一連の引き締め政策の強化にもかかわらず、「ブーム」末期のマネーサプライの増勢は容易に抑制されうるものとはならなかったのである。

「インフレ」圧力の増大に対応して、需要抑制策が強化されたことから、イングランド銀行はもう一段の引き締め政策を余儀なくされた。こうして11月13日に MLR は13%に引き上げられ——これは「明らかに恐慌レート」⁽⁸³⁾である——、また特別預金の預入率も4%から6%への引き上げが決定された。こうした厳しい引き締め政策が強行された結果、その2週間後の11月26日に secondary banks の一つである London and County Securities の流動性危機が表面化したのである。そしてこれを契機として、12月に入ると機関投資家等の secondary banks への大口預金者が相次いで預金を回収し、それをイングランド銀行が「最後の貸し手」として後ろ楯となっている商業銀行へ預け替える動きが広まった。また商業銀行も資金の回収不能を恐れて、secondary banks に対する既存貸出しの更新や新規貸出しを抑制したので、secondary banks の資金繰りは更に悪化せざるを得なくなった。運良く市場で資金の調達ができた場合でも、一方では、これまで3ヶ月預金が満期となった時にはそれを容易に更新することができたが、今や貸付期間はますます短縮され、1ヶ月あるいは1週間の預金を得るに過ぎないものとなった。そして、貸付期間が短縮化されればされるほど、支払手段を求めて奔走している不動産・開発業者は与えられた瞬間により多くの資金を支配しようとするため、市場に現れる資金需要はますます大きくなっていったのである。また他方では、利子率も差別化され、secondary banks に課される貸付金利は急騰していった。73年秋頃までは、secondary banks は、一流の銀行が支払う基本的な金利であるインターバンク・レートをおよそ0.5% (0.25%から0.625%の間) 上回る金利で借りることができたが、今やその開きは1~2%へと拡大した⁽⁸⁴⁾。更に、このような secondary banks をめぐる資金需給の逼迫は、インターバンク市場での資金貸借を仲介するマ

(83) M. Reid. *The Secondary Banking Crisis, 1973—75*, p.81. なお留意すべきは、この時の MLR の決定は TB 入札レートから独立して裁量的に決定されたことである。即ち、CCC によって市場原理を通ずる信用調節メカニズムを導入しようとし、MLR と市場金利との自動的均衡の達成を目論んだにもかかわらず、それが実施に移されるや否や、通貨当局の意図に反して、引き締め政策に転じた後にも MLR が低下して大規模な裁定取引を誘発し、かえってマネーサプライの増大を惹き起こすなど当初期待した効果が得られず、結局、裁量的な金利政策への回帰を余儀なくされたのであった。

(84) *Ibid.*, pp.81~2.

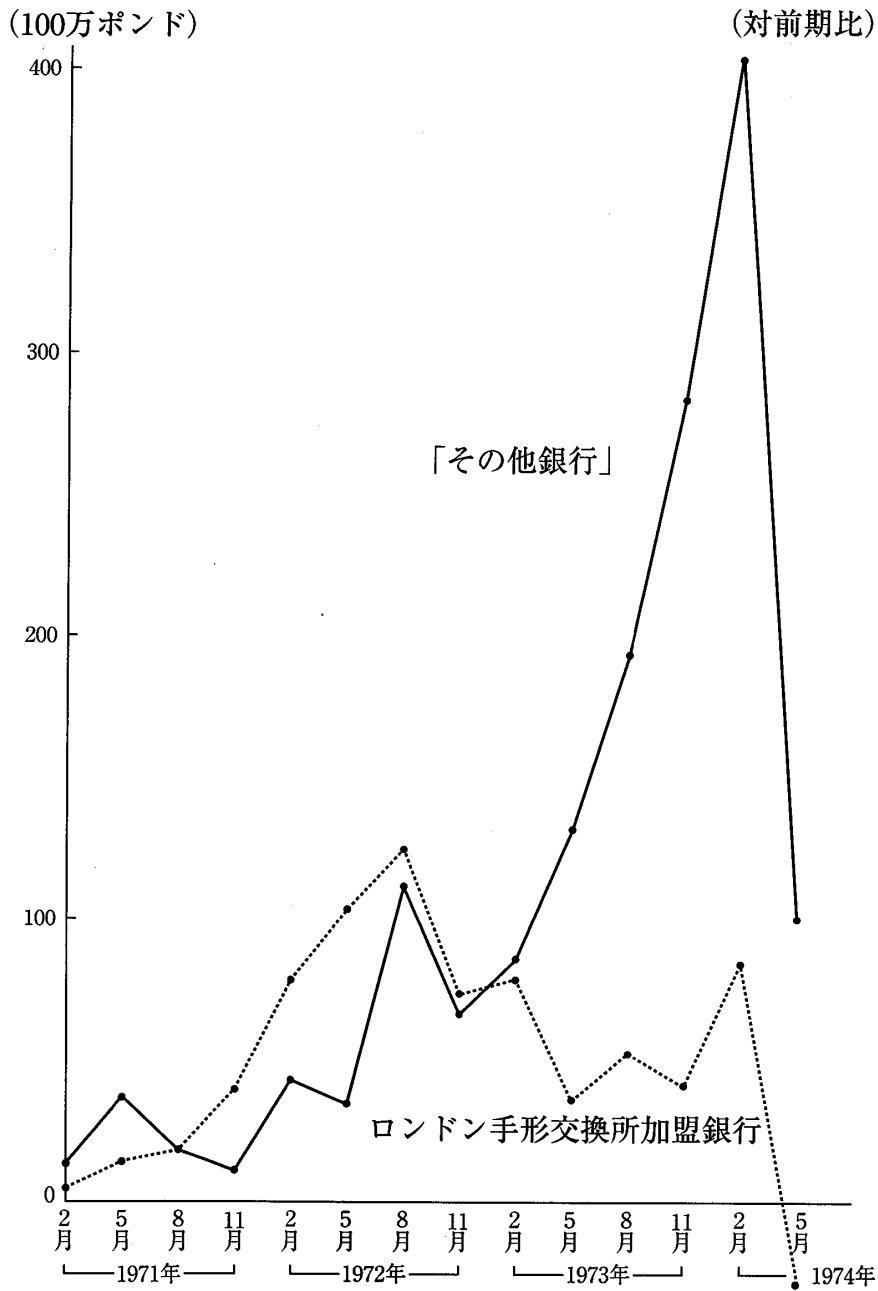
ネー・ブローカーの暗躍を許し、その手数料をも急騰させた。通常、ブローカーが手にした標準的な手数料は、貸し手と借り手それぞれに取引額の $\frac{1}{32}\%$ だけ課されたものであったが、secondary banksが必死になって資金を捜し求めたこの金融危機の際には、それは $\frac{3}{4}\%$ にまで暴騰したのである⁽⁸⁵⁾。こうして多くのsecondary banksは、たとえ市場で資金が調達できたとしても、突然高騰した資金の借入れコストと、満期を迎えた既存の資産の低い金利との間の驚くべきギャップに直面したばかりか、市況の悪化に伴い一部不動産・開発業者からの返済還流も遅延し、急速に資金繰りを悪化させた。その結果、secondary banksはもはやこれまでのように不動産・開発業者に対して必要とする資金を供給することは不可能となったのである。

これに対して、不動産・開発業者は73年も末に行くにつれてsecondary banksの信用拡張にますます決定的に依存するようになった(第11図⁽⁸⁶⁾参照)。それは、言うまでもなく、不動産市場の供給過剰問題の深刻化とともに債務返済能力を著しく低下させた不動産・開発業者が、支払決済手段に対する需要を異常なまでに拡大させた結果に他ならない。これまで、不動産市場がかろうじてその崩落を回避することができたのは、secondary banksが信用の拡張によってこのような不動産・開発業者の支払手段需要の増大に応えることが可能であったからである。ところが、もはや従前のようにsecondary banksから必要とする支払決済手段の入手が困難となれば、不動産・開発業者は債務返済のために不動産の強制売却を余儀なくされる

(85) Malcolm Craig, "The sterling money brokers look ahead", *The Banker*, Apr., 1975, p. 395. T. Lester, *op. cit.*, p.142. M. Reid, *ibid.*, p.82.

(86) 「その他銀行」の不動産融資の大部分は、言うまでもなくsecondary banksによって担われたものである。なお第11図から、1973年に入るとロンドン手形交換所加盟銀行の不動産融資へのスタンスは、secondary banksとは異なり、「思慮分別の限度」を弁えた融資行動に転換したと判断するのは早計である。ロンドン手形交換所加盟銀行の不動産「バブル」への関わりは、ここに示されているような不動産会社への直接的な融資増加額の多寡だけではなくて、これまで強調してきたように、secondary banksがその基礎上で投機的な不動産融資を拡大することが可能となった、インターバンク市場への圧倒的な資金の拠出者であった、という点を見逃してはならないであろう。後論を先取りしていえば、それだからこそ交換所加盟銀行は、secondary banksの経営破綻によって巨額の不良債権を抱えることを恐れ、lifeboat operationに積極的に協力せざるをえなかったのである。

第11図 ロンドン手形交換所加盟銀行と secondary banks の
不動産会社への融資増加額の変動



(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, 各号より作成。

ことは明らかであろう。このため、地価は投機的取引が活発に行われていた商業用不動産を中心に暴落し、それが不動産市場全体に連鎖的に波及することとなった。こうして不動産市場の崩壊とともに不動産・開発業者の経営破綻が相次いで現れる

と、これまで大量の不動産向け貸出しを行っていた secondary banks は資金回収の困難に陥り、多額の不良債権を抱え込むこととなったのである。そして更に、イングランド銀行の新たな金融政策運営がこれに決定的な追い討ちを掛けることとなった。

(4) 73年夏以降の厳しい金融引締め政策の強化にもかかわらず、すでに言及したように、マネーサプライの増勢は衰えず、物価はむしろ上昇傾向にあった。それは11年半ばに一段と引締め政策が強化された後でさえも、一向に沈静化の兆しを見せなかったばかりか、むしろ昂進の気配すら予感させたのである⁽⁸⁷⁾。このような執拗な物価上昇傾向は金融引締め政策の強行下で生じただけに、イングランド銀行の政策運営に対して厳しい批判を呼び起こすこととなった。これに対してイングランド銀行は12月17日に至って、補足的特別預金制度 (Supplementary Special Deposits Scheme) を導入した。通称「コルセット」と呼ばれているこの規制は、銀行の利付適格債務が基準増加率 (73年10~12月の平均残高を基準として最初の半年間の適用増加率は8%) を上回る場合、その超過分に対して累進的に高くなる預入率 (超過分が1%未満の時はその5%, 1~3%の時はその25%, 3%以上の時はその50%) で無利子の特別預金をイングランド銀行に預けることを強制したものであった⁽⁸⁸⁾。これは銀行の預金増加率が一定の限度を越えて増加する場合、限界的な与信コストを累進的に引き上げることから明らかなように、銀行の貸出しを抑

(87) 1973年11月の小売物価上昇率は対前年同月比10.3%、卸売物価上昇率は同9.0%であったのに対して、翌12月の小売物価上昇率は同10.6%、卸売物価上昇率は同10.2%と、むしろそれぞれその増勢を加速させた(第6表)。また、11月13日にMLRが13.0%へ引き上げられた後には、「民間一流企業向け当座貸越金利」は14.0%と一定であったのに対して、secondary banksの必死の資金漁りを反映して並行市場金利である「CD市場利回り」は12月末にかけてその上昇幅をむしろ加速させ、両市場間の金利格差はかえって拡大したのである。したがって、新たな「メリーゴーランド」が惹き起こされる可能性こそあれ、決してマネーサプライの増勢が鈍化する状況にはなかったのである。(日本銀行「英国における最近の金融政策運営について」(前掲)、第2表参照。また、マネーサプライ(M3)の動きについては本稿 第3表参照。)

(88) 「コルセット」の規制内容について詳細は、例えば、同上、10頁、脚注(18)やG. E. J. Dennis, "Money Supply and its Control" in W. P. J. Maunder ed., *op. cit.*, pp.47~8.等参照。

制するために導入された量的規制に近いものであった⁽⁸⁹⁾。もとより、これは1960年代の直接的貸出上限規制とは異なるとはいえ、市場メカニズムを通じてマネーサプライの調節を機能的・効率的に実現することを目指したCCCの理念とは明らかに背理していた。それは、競争的な市場メカニズムに委ねただけでは統制し得ないまでに金融システムが不安定化してしまい、新たな規制と監督が不可欠であることを誰の目にも明らかにしたのである。更に「コルセット」の発表と同時に、交換所加盟銀行はベース・レートをインターバンク・レートやCDレート等の並行市場金利に連動して弾力的に決定することを公表し、イングランド銀行もこれを承認した。この措置は、企業の銀行からの借入れコストと並行市場金利との乖離の発生を防ぎ、因って「メリーゴーランド」取引を抑制することを意図したものであった。

イングランド銀行は、このようにCCCの標榜してきた自由で競争的な市場メカニズムを活用したマネーサプライのコントロールといった建前を放棄し、むしろ直接的な規制によってマネーサプライの増勢を強制的に抑制したのであるが、それは不動産「バブル」の破綻によって多額の不良債権を抱え、自らの支払返済資金を求めて市場で新たな資金を取り入れるために奔走していた secondary banks に対して最後の一撃を加えることとなった。「コルセット」導入発表の3日後、12月20日にパークレイズ銀行をメイン・バンクとする Cedar Holdings の株式取引の停止が発表されると、それは瞬く間に多くの secondary banks の株価の連鎖的崩落を惹き起こした。そして、Cedar Holdings の経営危機の発覚によって発生した secondary banks からの預金の流出が広がるにつれて、シティに衝撃が走った。ここにきて危機は secondary banks 全体に対する信認の動揺という事態にまで発展しただけではなく、secondary banks に対する貸出債権を抱える商業銀行にまで経営不安が波及し、広範な信用不安へと拡大していったのである。事態を憂慮したイングランド銀行は素早く対応策を講じ、本稿冒頭で言及したように、「信用管理委員会」を組織し、インターバンク市場に対して多大な貸出債権を有するために自らに波及することを恐れた交換所加盟銀行の協力を取り付け、救済融資を行うことを決定したのであった。

(89) 「コルセット」は「融資よりもむしろ預金に対して作用するけれども、それは別の名前による古いスタイルの上限規制である」。(T. Lester, *op. cit.*, p.146.)

このように Secondary Banking Crisis と呼ばれる事態は、金融自由化時代のプルーデンス政策に他ならない CCC のもとで、金融市場が大きく変貌していく過程で生み出された、先駆的な「金融危機」であった。ところがこれに対して、イングランド銀行が厳しい引き締め政策を強行したにもかかわらず、73年を通じてマネーサプライが続伸しつづけた大きな原因の一つとして「メリー・ゴー・ランド」取引の活発化を掲げ、それは「伝統的な割引市場」と「parallel market」の「両者が完全に統合されていないために両市場の金利にアンバランスが生じた」⁽⁹⁰⁾からであるとして、論理的には、その結果生み出された不動産「バブル」や Secondary Banking Crisis を市場統合の過渡期に現れた、過渡的・偶発的な現象として捉えようとする見解が存在している。しかし、すでに検討したように、「メリー・ゴー・ランド」は市場の統合が不完全だから生じたのではなくて、CCC によって全銀行に対して「最低準備比率」規制が課されたために、適格準備資産である TB に対する需要が過度に増大したために発生した現象に他ならない。ここには金融自由化のもとで課されたプルーデンス政策に従い、個々の銀行が経営の「健全性」を維持するために不可欠な適格準備資産を積み増そうとする、それ自体としては「合理的」な行動が、かえって社会的な金融システムを不安定化させるという、「合成の誤謬」ともいべき市場経済固有の転倒した論理が Secondary Banking Crisis の根底において普遍的に貫徹していることを見逃してはならないであろう。この意味で、Secondary Banking Crisis は、金融自由化時代の prudential regulation のもとで、市場原理が貫徹していくなかで不可避的に生みだされた、先駆的な「金融危機」であったと言わなければならないのである。

むすび——Secondary Banking Crisis のインプリケーションと わが国の「バブル」経済

(1) イギリスではその設立の根拠法を異にし、それ故にその規制・監督当局が多岐にわたる多様な「銀行」が存在することから、この銀行監督制度の不備が Secondary Banking Crisis を惹き起こした大きな要因であるとして、その後1979

(90) 日本銀行「英国における最近の金融政策運営について」(前掲)、11頁。

年の銀行法の制定や87年の銀行法の改正に窺われるように、イングランド銀行に法的監督権限が一元化される制度改革が行われていく。しかしながら、Secondary Banking Crisis はイギリスの銀行監督制度の不備に基づいて発生した偶発的・例外的現象では決してない。近年、金融のグローバル化が進展していくなかで各国において金融の自由化・規制緩和が強行されていくが、このような金融市場改革・金融システムの変貌過程で、わが国をはじめとして多くの国では程度の差こそあれ「バブル」の発生と金融危機を経験してきた。とすれば、金融市場改革・金融システムが変貌するもとでサウンド・バンキングを旨とする銀行に対してどのような新たな市場規律が課され、銀行行動はどのように変容したのか、そしてそれはまた、何故、いかにして「バブル」の発生と金融危機を惹き起こすことになったのか、そのメカニズムと論理を明らかにすることが不可欠であろう。然るに、今日の金融危機を論ずるに際して、これまで金融市場の変革、ことに銀行行動を直接的に規制した短期金融市場の変貌と「バブル」の発生・金融危機との関連について十分な検討が行われてこなかったばかりか、このような問題設定に対する共通認識すら必ずしも存在しなかったように思われる⁽⁹¹⁾。しかしながら、すでに検討してきたように、イギリスの Secondary Banking Crisis の経験は、金融自由化の開始とともに、当初から意識的に推し進められた CCC による市場改革がかえって交換所加盟銀行の信用膨張とインターバンク市場の肥大化を惹き起こし、「バブル」の発生とその破綻・金融危機を結果した連関を明示的に示すものであった。

イギリスでは、割引市場を中心とする伝統的な短期金融市場と新たに興隆した並行市場との市場統合を果たすために、金融の自由化・規制緩和と市場改革が推し進められたが、その過程で、通貨当局は経営の「健全性」を確保するために、CCC によって銀行に対して「最低準備比率」の維持と「特別預金制度」の一般的適用と

(91) この意味で「金融危機は、金融の自由化、規制緩和、金融市場改革などの進行の過程でこそ醸成されていた」（伊藤正直「1990年代の金融システム危機——国際比較からの論点提示——」伊藤正直・霧見誠良・浅井良夫編著『金融危機と革新』（日本経済評論社、2000年）所収、408頁）と指摘することは意義のあることであろう。しかし、問題はそのメカニズムと論理である。この点、霧見氏が戦前の日本の金融危機ではあるが、それを短期金融市場の変貌との関連で論じられているのは興味深い。（「戦前期における金融危機とインターバンク市場の変貌」『同上書』、所収）

いう新たな市場規律を課した。ところが、このようなプルーデンス政策にもかかわらず、銀行は割引市場を介して新たな「準備資産を創造」することができたし、また割引市場自身も並行市場において適格準備資産ではないが流動性の高い他の資産で運用し始めた。これらはすべて銀行の新たな信用拡張能力を強化するものであったが、それだけにとどまらなかった。伝統的市場と並行市場との間で大規模な金利裁定取引が発生したために並行市場は更に急激に膨張し、それはまた銀行の更なる資金調達と信用拡張を容易なものとしたのである。それだけではない。このように急速に金融市場が変貌していくなかで、インターバンク市場の拡大を基礎として secondary banks が跳梁し、不動産融資を拡大したのである。しかも secondary banks が不動産融資を拡大し、その結果「バブル」を惹起することになったのは、市場規律が弛緩したとか、あるいは「経営の健全性」を逸脱した野放図な融資を行ったが故に偶発的に生じた、というものでは決してなかった。むしろ、CCC によって規律づけられた、伝統的な意味での「流動性」の保有比率の堅持を通じて「経営の健全性」を尺度しようとする、それ自体としては「合理的」な基準からするならば、secondary banks はきわめて良好な「経営の健全性」を維持しており、そしてそれにもかかわらず「バブル」が惹き起こされたのである。これらのことは、「バブル」の発生は決して偶発的、例外的な経済現象ではなくて、金融市場が変貌していくなかで prudential regulation と市場規律に強制されながら、個別銀行資本の「流動性」の確保を目指すそれ自体としては「健全な」銀行行動が、かえって総体としての金融システムの不安定化を惹起するという、市場経済固有の転倒性が不可避免的に貫徹した結果生みだされたものに他ならない、と言わなければならないのである。

(2) このことは、金融の自由化・規制緩和が推し進められた歴史的背景は異なるとはいえ、わが国の「バブル」経済の場合も同様であり、それは、このような市場経済固有の転倒した論理がその独自のメカニズムを通じて貫徹した結果、生みだされたものに他ならなかった。そのメカニズムとは大略以下のようなものであった⁽⁹²⁾。

1980年代に入ってわが国では「金融の自由化、国際化」という形で、戦後の金融

(92) 詳しくは、拙稿「『バブル』発生金融メカニズム——銀行行動の分析を通じて——」(『千葉商大論叢』第36巻第1号、1998年)を参照されたい。

制度の本格的な再編成が強行された。オイル・ショック後の世界的不況のもとで、わが国では1975年以降、国債の大量発行時代を迎えたが、それは従来の人為的低金利政策を可能としていた日銀の国債買取りによる市場隔離政策を不可能なものとした。そして大量の国債を消化するために、そのような規制金利政策に代わって新たに市場メカニズムにもとづく国債流通市場の育成がはかられ、本格的な自由金利市場が成立することになった。このことはコール市場に偏倚し、オープン・マーケット・オペレーションの対象となる市場が未発達であった、わが国の短期金融市場の構造を大きく変貌させていく転機となった。即ち、1984年6月の国債バンク・ディーリングの開始を契機として、「短期性資金を原資とする長期債の短期売買が過熱」化して指標銘柄の短期回転売買取引が活発化し、事実上「長期債市場が、部分的には短期金融市場の代替的役割を果たしていく」こととなったのである。そして、それは85年以降しばしば「長短金利の逆転」現象として現れた。銀行がディーラー・スプレッド（ディーラーが提示する債券の売値と買値の差）の小さな、それ故にディーリング益の小さな指標銘柄の大量保有とその短期売買にこだわり続けたのは、新たな「流動性プレミアム」の獲得に他ならない。しかも、BIS規制のもとでは国債のリスク・ウェイトは0%とされていたので、自己資本比率の算定上は分母の資産項目には一切計上されないために、国債の保有は自己資本比率をも高めるように作用した。その結果、こうして新たに創出された国債流通市場の「流動性創造機能」は、銀行が新たな流動性の確保と流動比率を改善することを容易なものとし、更に自己資本比率を高度化することを通じて「経営の健全性」を強化することを可能にしたのである。ところが一旦このような機構が構築されると、それはかえって安易な信用拡張とより大きなリスク・テイクを誘発する現実的槓杆として機能していくこととなったとしても何ら不思議なことはなかった。

1984年の日米円ドル委員会を画期としてその方向性が明確にされたわが国の「金融の国際化」は、ME技術革新に基づく情報・通信ネットワーク化と相俟って、企業の本社機能や情報・財務・金融部門の東京集中と銀行・証券会社を中心とする外国企業の日本進出を促した。このため東京都心部のオフィスビルや商業地に対する実需が急増し、その結果、地価高騰は都心商業地から周辺部へ、そして更に地方都市圏へと跋行的に波及していった。「大企業の銀行離れ」が進んでいるもとで、銀

行もまた不動産取引の活発化に伴う資金需要の増大に対応してその融資姿勢を積極化させ、新たな貸出市場を開拓しようとする誘因に駆り立てられたとしても慮外なことではなかった。しかし、そのためには解決しておかなければならない問題が存在している。それは、不動産関連融資や不動産を担保とする中・長期貸出しは資産価格の変動に伴う価格変動リスクや、短期調達・長期運用のミスマッチから生ずる流動性リスク、更にまた信用リスク等を内包しているため、銀行はこれまで以上にリスク管理体制を強化しなければならないという点である。様々な手法を用いたりリスク管理体制が整備されてきたとはいえ、しかし、結局キャッシュ・フローの予期せぬ変動に対応していくためには、負債に対して一定比率以上の流動資産を保有し、支払準備を強化する以外にない。そして、これを可能にしたのが「短期金融市場の代替的役割を果たした」国債流通市場の「流動性創造機能」に他ならなかった。こうして銀行は新たに獲得された「流動性創造機能」に基づいて、円滑な支払決済のために必要な流動性を確保し、信用を創造していく能力を格段に強化することができるようになったのである。ところが、銀行が一旦このような「経営の健全性」を維持するための条件を容易に確保することができるようになり、リスク管理体制が強化されると、金融自由化のもとでの量的拡大による収益拡大志向・シェア拡大競争に促迫されて、それはかえって資産の健全性を確保するために不可欠な審査体制を形骸化させ、ハイリスク・ハイリターン追求を促進していく槓杆として機能し、新たな「モラル・ハザード」を惹き起こしたとしても何ら驚くべきことはなかったのである。

それ故、これらのことは、しばしば巷間に伝えられるように、銀行が「経営の健全性」を無視し、経営原則を逸脱した野放図な貸出行動を展開したがためにたまたま偶発的に「バブル」を惹き起こしたのではなくて、むしろ銀行は「経営の健全性」を維持していくなかでリスク・テイクな行動を大規模に展開していくことが可能となった結果、不可避免的に「バブル」を生み出したと言わなければならないであろう。更にまたそのことは、市場規律が様々な人為的諸規制によって阻害され、その貫徹が不徹底であったが故に例外的に「バブル」が発生したのではなくて、それ自体としてみるならば、「流動性」を確保し支払能力を充実させることによって、銀行に対して絶えず「健全経営」の規律を与えようとする市場のルールは、わが国

の「バブル」期においても厳然とその根底において貫徹していたことを意味しているのである。

(3) このように、イギリスでも日本においても「バブル」の発生とその破綻・金融危機はともに金融市場改革・金融システムの変貌過程において、それぞれの金融制度に特有なメカニズムを通じて、市場経済固有の転倒した論理が不可避免的に貫徹した結果生み出されたものに他ならなかったのである。とすれば、たとえ中央銀行の政策運営の巧拙によって「バブル」の規模と「パニック」の激しさが規定されたとしても、「バブル」の発生と金融危機それ自体を中央銀行の金融政策によって抑制することは不可能であろう。したがって「バブル」崩壊後の彼我の経済危機の相違は、しばしば指摘されるように、「最後の貸し手」としての中央銀行の政策運営の巧拙によってではなくて⁽⁹³⁾、先ずもって実体経済の動向との関連によって規定されなければならないのである⁽⁹⁴⁾。

わが国の90年代長期不況の背景には、単に「バブル」の破綻というだけではなくて、深刻な過剰生産能力問題がその基礎に横たわっている。まず第一に、80年代後半のわが国の「バブル」経済は、その後期、ことに「ブラック・マンデー」以降の88～90年の3年間にわたる民間設備投資の伸び率が対前年比2桁の伸び率を記録し、その対GDP比率も高成長期に匹敵する20%近い高水準が続いたように、単なる金融資産の異様な膨張一般として単純化することができない性格を有していた。高機能化と付加価値を高めた自動車やVTR、ファクシミリ、ビデオカメラ等の新製品に牽引された電気機器産業を中心として展開された、高付加価値化・多品種化のための大規模な設備投資は、当然のことながら90年代の不況下では過剰設備として多

(93) Secondary Banking Crisis の問題は別としても、わが国では「バブル」崩壊後の政策運営の誤りに長期不況の淵源を求める見解は多い。例えば次のごとくである。「バブル」崩壊後、「もっと早く当局と金融機関が正しい情報を提供し、それを基に適切なタイミングで金融機関の救済措置を取っていれば、日本経済はもっと早く回復しただろう」と。(奥野正寛「バブル経済とその破綻処理—『1975年体制』の視点から」村松岐夫、奥野正寛編『平成バブルの研究(上)』(東洋経済新報社)2002年、77～8頁)

(94) もとより、この問題について立ち入って検討することは、小論の範囲を著しく越えている。しかし、行論の必要上、最小限の言及と問題点の指摘だけはしておく必要がある。

くの産業の死重となった。それだけではない。「プラザ合意」以降の急激な円高の進展は、わが国企業の急速な海外現地生産を促進し、とりわけアジアへの資本進出は大企業の関連会社・下請け企業にまで及び、2000年度の製造業の海外生産比率は23%にまで達するようになった。そしてその実態は、日本からの輸出が高度技術を装備した部品や高品質素材に偏倚し、その製品の日本への逆輸入が急増したというだけではなくて、急激な円高とアメリカの対日圧力によって抑制を余儀なくされた対米直接輸出に代わって、東アジアでの現地生産を槓杆としたアメリカ市場向け迂回輸出が急増する、という貿易構造の変貌を伴うものであった。

このことは単にわが国への逆輸入が増大し、過剰生産問題を更に激化させた、というだけにとどまらない。戦後、長年にわたってわが国が構築してきた対米輸出依存型経済構造が大きく変質し、東アジア・中国沿海部と一体化した新たな地域的再生産構造が形成されつつあることを意味している。したがって、90年代長期不況の基本的性格は、わが国の輸出依存型経済構造が、一方では円高とアジア諸国の工業化によるアメリカ中心の海外輸出市場の頭打ちと、他方では財政破綻と消費不況による国内市場の縮小とによって挟撃され、このような輸出依存型再生産構造そのものの行き詰まりによって過剰生産能力問題が顕在化した、構造的な変化を反映した問題なのである。それ故、このような対米輸出依存型経済構造の根本的な変革が行われない限り、現在のわが国の抱えている過剰生産能力問題は、日本経済にとって根本的な解決策を見出しえない、出口のない問題として聳立していると言わなければならないのである。

これに対して、70年代前半のイギリスの経済状況はまったく異なっていた。スタグフレーション下のイギリスでは企業の設備投資はほとんど進まず⁽⁹⁵⁾、景気刺激政策はかえって新たな輸入の増大とインフレを加速させ、貿易収支の悪化とポンド危機を惹き起こした。歴代政府がやむを得ず採択した「ストップ・アンド・ゴー」政策——景気刺激政策と引き締め政策の繰り返し——は、企業の長期的な設備投資計画の策定を困難なものとして経済成長を抑制したばかりか、生産性の向上をも阻

(95) 企業の投資循環を基本的に規定している製造業の設備投資の動きを見てみると、70年代前半の循環では70年第4四半期の5億4,500万ポンドをピークとして、74年第2四半期に至るもそれを凌駕することはなかった。(Economic Trends (H.M.S.O.), Dec., 1974, p.12.)

害して国際競争力を弱体化させ、かえって低成長とポンド危機の悪循環を定着させるものでしかなかったのである。したがって、このような経済環境のもとで、新たな投資部面を求める資本が不動産部門に向かったとしても、それは企業の活発な設備投資を反映したものではなかったし、また関連諸部門の大規模な設備投資を誘発し、それを持続させる契機ともならなかったのである。そのことはまた、たとえ不動産部門で過剰生産問題が現れたとしても、それが関連諸部門へと連鎖的に波及していく再生産連関の構造的基礎を全く欠いていたことを意味している。したがって、いま不動産部門での過剰生産を基礎として「金融危機」が惹き起こされたとしても、関連諸部門で「実現」困難な商品在荷が過度な信用膨張によって隠蔽されているのでない限り、関連諸部門では「金融危機」のために支払手段を求めて資金需要が殺到したり、債務返済のために強制販売が強行されるといったことは起こりえないであろう。そこでは金融政策の裁量的な運用によって「危機」が回避されたというよりも、そもそも「金融危機」が関連諸部門を巻き込み、産業・商業恐慌へと転成していく必然性が存在しなかったと言わなければならないのである⁽⁹⁶⁾。

したがって、このような日本とイギリスの経済構造の基本的な差異を明確にすることなく、「バブル」崩壊後の彼我の経済危機の相違を、「最後の貸し手」としての中央銀行の金融政策の巧拙の問題に矮小化するのであれば、一面的であるとの誇りを免れないであろう。それは結局、一方では、発達した金融システムが内包する固有の脆弱性を、金融自由化時代の開始とともに先駆的に表現した Secondary Banking Crisis のもつ普遍的な意義を看過することとなり、他方ではまた、今日のが国経済の抱える問題の深刻さの意味を理解することも困難なものとする、と言わねばならないのである。

(本稿は2000年度在外研究の成果に基づいている)

(96) K.マルクスが、「すべての一般的な生産・商業恐慌の特別な段階として規定されている貨幣恐慌は、やはり貨幣恐慌と呼ばれてはいても独立に現われることのある、したがって産業や商業にはただはね返りの作用するだけの特殊な種類の恐慌とは、十分に区別されなければならない」と注意を喚起していることを想起されたい。(Das Kapital, Bd. I, Marx-Engels Werke, Dietz Verlag, Bd.23, S.152. 全集訳『資本論』①, 大月書店, 180頁。)