

金融の証券化と資本の自由化：過剰流動性問題と規制解除金融システム

徳永，正二郎

<https://doi.org/10.15017/4491740>

出版情報：経済學研究. 52 (1/4), pp.235-251, 1987-02-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

金融の証券化と資本の自由化

—過剰流動性問題と規制解除金融システム—

徳 永 正 二 郎

I 過剰流動性と非貨幣的金融資産

1 成立しない「流動性＝投資残高」定式

過剰流動性の70年代に比べ、80年代は過剰流動性あるいは流動性不足時代だと主張する論者がいる。米国をはじめとする諸金融市場の高金利現象、途上国の債務不払不能問題、ディスインフレ現象は、貨幣あるいは疑似貨幣の不足を表現しているというわけである。

一見もっともだと考えられる80年代＝流動性不足説は、流動性を貨幣あるいは疑似貨幣に限定するという流動性概念規定上の問題をもって

いる。ヒックスは、ラドクリフ委員会報告（1959年）に言及し、流動性はかならずしも貨幣あるいは疑似貨幣の形では存在せず、したがって流動性＝投資残高という定式化が成立しないと指摘している（「流動性」、水野・山下監訳『現代の金融理論 I』所収）。つまり、ケインズによって貨幣需要の問題として扱われた流動性選好概念が、貨幣に代替される巨額の流動資産が創造され、資金需要のチャンネルが多様化した戦後経済において変質してきたというのである。

ラドクリフ委員会は、一般的流動性 (general liquidity) あるいは全体的流動性ポジション (whole liquidity position) という新しい流動性概

念を提起した。つまり、各経済主体が保有する各種の流動資産の量およびそれらの組み合わせによって一定の金融資産の構造ができていているという基本的認識のうえにたって、流動性構造のそれぞれの資産の流動性に着目して把握しようとした。同時に、金利体系はこの流動性構造の極限で成立すると考えた。いいかえると、流動資産にたいする需要があっても（したがって有価証券相互間の利子率に変化が生じても）、その需要が貨幣需要に影響しないことがありうるし、それゆえに流動性を貨幣残高の大きさと同一視することはできないということである (*Report of the Committee on the Working of Monetary System*, Chaps. 4 and 6)。

ラドクリフ委員会報告は、このような非貨幣的流動資産の構造が、①巨額の国債の累積と②商業銀行以外の各種金融機関の著しい発展にともなう多様な金融資産の形成という戦後期金融市場の特性にあることを認めた。それゆえ、伝統的通貨供給政策にたよって総需要水準を調整する利子率起動効果 (interest incentive effect) を引き出そうとするのではなく、長期国債金利を規制して金融資産の金利体系を動かすことによって各セクターの流動性の状況を変え、総需要の水準を調整する必要を示唆している。

非貨幣的流動資産構造の形成を意味する一般

的流動性概念は、過剰流動性（マクロ次元で形成された遊休貨幣資本）がインフレ的に流通の内部に吸収されたり、退蔵貨幣として産業および金融流通の外部にはじきだされるのではなく、管理通貨制下ではそれが産業流通とは相対的に自立した金融流通のなかにとりかこまれているという過剰流動性の特異な存在形態を映し出している。

過剰流動性を退蔵する非貨幣的流動資産（流動化できる長期金融資産）の典型として、既発行国債市場と“自立的”に成長する株式市場をあげることができよう。

2 流動性選好と過剰流動性の滞留形態

いま私は特別な概念づけもせずに過剰流動性というタームを用いた。実際、過剰流動性とはなにかを論じようとするれば、それ自体が大きな仕事になる。それゆえ、ここでは本論の展開に必要なかぎりで定義づけをしておこう。

私が過剰流動性というとき、まずマクロ経済の範疇で問題としている。ケインズが投機的動機にもとづく流動性選好というとき、そこでは経済主体（貯蓄者）のビヘイビアが想定され、その集合として長期債権保有と流動性選好との関係について一般的、マクロ的考察がなされている。彼はいう。

「利子が一定水準にまで下落した後にはほとんどすべての人がきわめて低い率の利子しか生まない債権を保有するよりは現金を保持しようとするようになるという意味において、流動性選好が事実上絶対的となる可能性がある。」（Keynes, *General Theory*, Collected Works, vol. 7, p. 207）

私のいう過剰流動性概念は、一面でケインズのいう“絶対的流動性選好”に一致している。

ただこのような絶対的流動性選好は、金融資産市場の自立的成長、たとえばキャピタル・ゲインを求める投機的株式市場へのマネーの吸収と対概念をなしている。だからケインズは、投資市場の流動性（liquidity of investment markets）は、新投資の発展を容易にする一方で、ウォール街のようなカジノ社会を生み出すというジレンマに心を痛めてもいる（Keynes, pp. 160-61）。このかぎりでは、ケインズのマクロ的流動性選好論は、株式市場の投機的（自立的）膨張と長期期待の不確実性下での Kris 回避（絶対的流動性選好）との間の時間的反転を説く理論であり、金融恐慌が発現する契機を説明する道具立てである。だから、レオンチェフは、「流動性選好理論はケインズ体系に自動的貨幣退蔵過程をどうして非自発的失業のインフレ的収縮へのあらゆる傾向を打ち砕くデフレ的メカニズムを装置するもの」と定義し、古典派完全雇用均衡においては投機的動機にもとづく流動性選好はゼロにならなければならないと批判した（Leontief, in S. Harris ed., *The New Economics*, pp. 238-39）。

だが、レオンチェフ流の流動性選好論＝デフレ的メカニズム発生装置は、ケインズ流動性選好論の片面的理解である。たしかにケインズは、絶対的流動性選好が、ハイパーインフレーションを意味する通貨恐慌（a currency crisis or flight from the currency）の対極として、金融恐慌と結びつく現実性を明示している。だが一方で、絶対的流動性選好が発生する状況のもとで、通貨当局による長期債権（国債）のディーリングが流動性を金融資産に再転化する契機となることも指摘している（Keynes, *op. cit.*, pp. 207）。

長期国債の発行によって別の金融市場（たと

えば株式市場)から逃避した流動性が新しい姿の金融資産に転化するという事態は、もちろん国債発行による社会的間接投資として、短期動態分析の領域にある問題といえる。しかし、いったんかかる過剰流動性が国債市場に吸収され、社会的間接投資をとうして貨幣が現実経済に還流してしまうと、国債市場は現実経済と無関係に自立した市場として独り歩きをはじめると。

“独り歩き”というのは、国民の租税負担による利子補給という社会的な所得再配分が適正な水準の利回りでおこなわれるかぎり、過剰流動性が長期債権の形態で現実経済の外部に“退蔵”されるということである。しかし、インフレ等の影響によって実質利子率が低下すれば、国債売却の流れが生じ、いわゆる外部貨幣をその分経済社会に注入することになる。その意味で、ストック市場としての既発行国債市場は、管理通貨制下の“貨幣退蔵”の場、すなわち社会的遊休貨幣資本である過剰流動性の滞留の場である。

3 過剰流動性滞留市場の背反性—資産の価値安定性と流動性

既発行国債市場は産業流通とかかわりなく租税から適当な水準の利子が補給されることによって自立した市場を形成している。いわゆるクラウンディング・アウト現象と関係するストックとしての国債市場の存在がこれである。このような国債市場は、米国でGNPの50%を超える水準に達しようとしており、日本でも40%の水準を超えている。

80年代に先進諸国では、現実経済の低迷にもかかわらず、トレンドとして株価水準の一般的上昇が続いている。これは配当ではなくキャピ

タル・ゲインを求める投機的利殖運動と関係している。しかし管理通貨制下の現代金融市場で、株価の相対的“安定”が維持されるメカニズムが存在しているならば、このような株式市場の“自立的”成長も過剰流動性を吸収する場、すなわち現代的“貨幣退蔵”の場が形成されていると捉えてよいであろう*。

* ケインズは、株式の流動化を一面では株価崩落に伴う金融恐慌の発現契機として受けとめている。これは20年金融恐慌を経験したものとして当然のことであろう。ところが、今日の株式市場は株価の相対的“安定”を維持するメカニズムを内包しているようにみえる。

しかし、国債市場にしる株式市場にしる、そこにある金融資産を流動化し、それを過剰流動性として再現する契機を内在させている。国債市場における金利の低下は、“国債”資産をマネーに転化し、現実資産価値を越える株価水準の異常な上昇は、キャピタル・ロスを予想して株式を流動化させるであろう。

マネー形態にある過剰流動性は、キャピタル・ロスを回避して将来のキャピタル・ゲインの取得を目指す投機資金として貨幣のまま保有されたり、価値の安定している他の資産に乗り換えることもありうる。また実質金利が低迷するという状況下ではモノ選好が起こってそれはインフレ的に吸収されうる。国際間に実質金利格差があれば国民経済の外部に利殖の場を求めることもできよう。

ストックとしての既発行国債市場も既発行株式市場も、社会的な(マクロ次元の)遊休貨幣資本すなわち過剰流動性を吸収し、現実経済から“自立”して存在しうる一方で、いつでもそれら金融資産を流動化できる条件を内在させて

いる。その意味で、それらの金融市場は、過剰流動性の溜り場であり、“貨幣退蔵”の現代的形態といってもよい。

このような過剰流動性の金融市場への滞留、すなわち管理通貨制下の特異な“貨幣退蔵”の形態が、ラドクリフ委員会報告のいう一般的流動性ないし全体的流動性ポジションという新概念に対応しているといえよう。また、流動性＝投資残高という定式化が今日では成り立たないという主張の背後にも、現代金融市場の特異な性格が隠されていると考えてよからう。

ところで、過剰流動性の溜り場という特殊歴史的機能を発揮するためには、国債市場にしる株式市場にしる、現実経済から相対的に遊離して価値的に安定した市場メカニズムをもつ一方で、市場にある証券を固定化せず、流動化する金融システムとしても存在する必要がある。それらの市場が“貨幣”を“退蔵”するためには利殖力という資産価値の安定性が不可欠である。他方、それが、“貸付可能資本”として、たえずより有利な投資ないし投機機会を狙っているかぎりでは、セカンダリー市場の十分な発達、すなわち資産を流動化するシステムの構築が必須である。

このように、資産価値の安定化を保証するシステムは、金融資産が流動化して瞬時に資産価値を下落させることもできる流動化システムと陰陽の関係にある。“貨幣退蔵”的金融市場の流動化システムは、この市場にある金融資産の価値安定性（利殖の保証力）が相対的に崩れたときに、それ本来の破壊的作用を発揮しよう。いいかえると、“貨幣退蔵”的金融市場に滞留している金融資産の価値が相対的に不安定化すると、多種・多様な金融・実物市場で分散投資をおこなっている投資家は、いわゆる資産選択

活動の一貫として、これらの資産を流動化する。“流動形態”にある過剰流動性が現実経済に吸収されず、いわゆるモノ選好に走れば、“退蔵貨幣”はインフレーションの荒波に吸収されたということである。

ところで、“貨幣退蔵”的金融市場の価値安定性は何によって保証されるのか。国債市場の場合には国民が負担する租税の構造的注入である。株式市場の場合には“期待”にもとづく株価上昇、すなわち過剰流動性の投機的投入による株価上昇がトレンドとして持続性をもつようなメカニズムの形成である。

したがって、これらの市場に投入される“資本”の価値増殖の源泉は、現実資本の運動の場である産業流通と直接関わりをもたない。つまり、過剰流動性を意味する貨幣資本、すなわち現実経済に吸収されない貨幣資本は、機能的に、現実経済に吸収されて利殖をする現実資本とは明確に区別される必要がある。

II 規制解除システムと信用の拡張

一 貸付債権の証券化と「預金保証の傘」

1 規制解除金融システムと過剰流動性問題
金融自由化のもとで金融機関のビヘイビアは大きく変化してきている。金利自由化のうねりとともに金融の証券化の大波が押し寄せている。

新規貸付債権（ローン）の証券化や金融先物市場の創設・普及にみられるように、現代の金融システムは、高度に規制が解除された市場として、金利の水準や変動に拘泥せずに資金の調達と運用をスムーズに行うメカニズムを開発してきている。

I節で私は、過剰流動性すなわち現実経済に

吸収されない貸付可能資本の「社会的貯水池」の典型として、ストックとしての国債市場と構造的に（つまり不況下でも）株価安定メカニズムをもつ株式市場をあげた。そしてそれを“貨幣退蔵”の現代的メカニズムの形成とよんだ。

ところで、金融革命、金融自由化の名のもとで進行している金融の証券化は、過剰流動性の貯水池の社会的形成と無縁ではない。

現実経済の流通の外部にそれと独立して運用の場を見いだしている貨幣資本は、現実経済の拡張に直接貢献しないという意味で、あるいはそのかぎり、過剰な貨幣資本である。しかし、その過剰貸付可能資本、すなわちストックとしての過剰貯蓄は、利殖の源泉を租税（将来の租税として政府債務を含む）や構造的な株価の上昇に求めて、国債市場や株式市場に投入される。過剰流動性の「資本化」が行われているのである。このように過剰流動性の「資本化」、すなわち“退蔵貨幣”の金融資産としての社会的貯蔵メカニズムの形成にとって、一定水準の金利（利回り）構造と金融資産の流動化とは、必須の要件である。

資本が資本であるかぎり、利殖の源泉が現実経済の運動のなかにあるか、それとも国民の租税負担や株式市場での投機的活動にあるかは、第二義的な、鎖沫な事柄にすぎない。金融資産としては両者は対等であり、同じ土俵上にある選択対象である。ヒックスやトービンの資産選択論は、資本の機能性を無視した機能超越的「資本」概念、すなわち資本そのものに発想の基盤を置いている。

ところで、いわゆるクラウディング・アウト論議にみられるように、現実経済の動向を規制する金利の動向がその外部にある国債市場に引きずられるということは、自然である。過剰流

動性の貯水池という性格をもつ特異な金融市場が成長すればするほど、国民経済のなかに占めるその比重が高まれば高まるほど、そうである。

本来現実経済に金融をするという特殊金融機能を与えられていた銀行資本が、資金の調達を規制金利の枠を外れて自由金利（高金利）市場で行わざるをえないという事態、すなわち銀行資本が金利自由化の荒波に放り出された歴史的背景はここにある。また、自由金利市場における金利の乱高下は、金融先物市場という特殊金融システムや運用（貸付）債権の証券化という金融手法を導入し、利回り（スプレッド）を軸にした金融メカニズムを構築させた。

それゆえここでは、過剰流動性問題を念頭に置きつつ、規制解除金融システム（highly deregulated financial system）について検討することにしよう。

2 貸付債権（ローン）の証券化の進展

銀行貸付債権の証券化は、米国を中心に最近急速に進展し、いわゆる金融の証券化革命の一翼を担っている。

住宅など不動産ローンを組替えて債券にした米国の抵当証券（mortgage-backed securities）市場は、85年の段階で3千6百50億ドルに達し、抵当貸付債券残高2兆ドルの5分の1に達している。新規貸付のうち抵当証券としてただちに流動化される割合は、70年当時5%弱にすぎなかった。だが、85年には抵当貸付の50%近くが証券に組替えられて流動化されている。このように、不動産の融資資金（wholesale money）はかなりの部分がただちに証券市場を通じて還流し、新規貸付資金に転化している。今日では抵当証券の発行は、ユーロ・ボンド市場でも積極的におこなわれている（Financial

Times, Sept. 7, '85)。

85年5月、カーズ (CARS) という新証券が米国証券取引委員会 (SEC) に登録された。一件の取引金額が小さい銀行の自動車ローンを5千ドル、1億ドルという単位の債券に替え、証券会社が投資家に転売するのが、カーズの市場である。10月には、日産自動車の米国販売子会社 ニッサン・モーター・アクセプタンス (NMAC) が自動車ローンを有価証券にして発行すると発表した。NMAC は、これまで貸付資金の調達を無担保で振り出せる短期債券であるコマーシャル・ペーパー (CP) に依存してきた。だが、期限や金利が同じローンをまとめて期限2～4年の債券に転換することにより、金利が変動しない安定性をもつ資金を調達できる。この動きは、米国のビッグ・スリーや日本の自動車メーカーに波及し、さらには84年からわが国で販売されている住宅抵当証券同様日本への上陸が予想されている (『日本経済新聞', '85, 10, 3)。

米国において、事業投資額にしめるリースの割合は17%を越えている (対製造設備投資額の比は27%を越している——いずれも83年度)。投資銀行ファースト・ボストンは、昨年スペリー社が保有するコンピューターのリース債権を、有価証券化した。まずスペリー・リース・ファイナンス・コーポレーション (SLFC) を設立して、スペリー社のリース債権をここに売却した。SLFC はこれを6年物の債券にして販売した (『日本経済新聞', '85, 9, 10)。

このように、銀行の貸付債権だけでなく、企業 (あるいはその金融子会社) の債権も、今日「証券化」され、いつでも売却して流動化できる態勢が作られてきている。これら「証券」はそれ自体流通する。固定的 (長期的) 債権と流

動的債権の類別が形式的となり、流動性の巨大なプールが、国債市場としてだけでなく、民間ローン市場という姿でも形成されている。

3 不良債権と「預金保証の傘」

ところで、銀行貸付債権を流動化するシステムが形成される一方で、巨額の不良債権が蓄積され、それが国家支援によって「健全化」されるという信用秩序支持体制が積極的に展開されている。また金融自由化という規制解除 (deregulation) の大きな流れに並行して、通貨当局による個別銀行の金融管理という金融規制の動きも顕著にみられる。

金融自由化——すなわち規制解除金融システムの促進——と通貨当局による金融支援・金融規制という金融政策の二潮流は、二者択一的な対抗性をもっているのか、それとも各々が現代金融システムを支える政策のカウンターパートとして補足しあっているのか、これを検討するため不良債権の堆積と金融不安にたいする国家支援について簡単にみておこう。

70年代後半の途上国への無謀な貸付と80年代の経済不況が途上国債務累積問題を引き起こしているように、米国では、連邦預金保険公社 (FDIC) から45億ドルの金融支援を受けたコンチネンタル・イリノイ銀行の救済劇 (84年) だけでなく、連邦農業信用機構 (FFCS) と貯蓄貸付組合の経営の行き詰まりと「預金保証の傘」の問題が表舞台に立ち現れている。

FFCS は、全米を12の地区にわけ、農地取得資金を貸す連邦土地銀行12行と営農資金を貸す連邦仲介信用銀行12行および農業関連事業などに融資する共同組合銀行13行の計37行から構成されている一種の農業共同組合組織である。これが、85年第3四半期に5億ドルの赤字を出

し、議会は直ちに救済法案を提出・可決し、政府資金による金融支援態勢を固めた（85年12月）。同信用機構の融資残高は7百億ドル（85年9月末）で、そのうち不良融資は、コンチネンタル・イリノイ行の4倍ほどで、百億ドルを軽く突破している（日本経済新聞、'85, 12, 17）。——説では政府の不良債権買取額は2百億ドルに及ぶという（'85, 9, 7.）。

米国の貯蓄貸付組合を監督する連邦住宅貸付銀行理事会（FHLBB）は、85年9月、米連邦貯蓄貸付保険公社（FSLIC）が組合から肩代わりする不良債権が増え、FSLICの資産内容が悪化したのを救済するために、連邦貯蓄貸付組合資産運営協会（FSLAMA）の設立を決めた。新機関は、FSLICの不良資産を受け皿となる。当面は、FSLICが5億ドルの不良資産を渡し、全米の連邦住宅貸付銀行12行が10億ドル出資する最終的には、25～30億ドルといわれる不良債権をすべて肩代わりする。見返りにFSLICは新機関の短期証券を受け取り、現金が必要なおときにはすぐこの証券を換金できる（日本経済新聞、'85, 10, 5）。

貯蓄貸付組合の問題は、立法措置などに頼らず、自主解決の姿勢が貫かれている。しかし、米上院銀行委員会は、リクスに応じた保険料率案やFSLICと米連邦預金保険公社（FDIC）との合併構想を含む預金保険機構の改善を審議している。この背景には、高金利によって住宅ローンが不良債権化したため、FSLICの加盟組合（85年6月末現在3千2百）だけで83—85年（8月末）げ2百2組合が倒産したという金融秩序の崩壊現象とそれを再編しようとする動きがある。

ところで、過剰流動性（マクロ的な意味で金融市場に滞留している貸付可能資本）が奔放に

「資本化」され、結果的にではあれ、不良債権化した段階で、信用秩序を維持するためにそれにたいする国家支援が行われるとすれば、「預金保証の傘」は過剰流動性のプールとして機能している金融市場（“退蔵貨幣”の貯水池）を支えるものといわざるをえない。

貸付債権の証券化による貸付資金の不断の還流は、信用拡張の歯止めにならないどころか、あらゆる固定債権を流動化して金融機関の信用能力を拡張するメカニズムが形成されることを意味する。一方、管理通貨のシステムは信用秩序を維持するためにその金融システムを支援の傘の下に取り込む。

規制を解除された現代金融市場は、「預金保証の傘」に支えられて自由奔放に活躍することができる。だが、それは、同時に金融秩序破壊の増幅装置としての機能も合わせもっている。

4 規制解除金融システムと個別銀行の監督強化 ——金利不感応と信用拡張の現代金融システム

金融自由化のもとで金融機関のビヘイビアは大きく変化してきている。貸付債権の証券化にみられるように、金融機関は金利の水準の高低に拘泥せず、高金利であっても資金の調達と運用をスムーズに遂行しうるシステムを生みだしている。

たとえばサロモン・ブラザーズのヤング副頭取は、商業銀行資産の証券化が行われている理由としてつぎの4点を挙げている。

- (1) 投資（運用）ポートフォリオを債券でもってれば、資産の利回りが売却時の価格できまる。（つまり、低金利の資金調達が意味をもつものではなく、運用金利と調達

コストの差（スプレッド）が銀行業務にとって重要となっている。）

(2) 債券の売却は、利子率ギャップの削減と資金源の多様化という資産負債管理（ALM）問題と関係する。それを売却すれば資金調達と出会いが生じ、しかも資金供給源も本来の銀行債権者の枠を越えた機関投資家などである。

(3) 債権の証券化は、急成長を遂げる事業があると、バランス・シートの成長を数倍も越えて貸付が生じる。債権の証券化は、バランス・シートの悪化を除去する方策である。

(4) 銀行が債権売却プログラムを迫られる最大の理由は、自己資本充実のための最小限基準である（*American Banker*, Nov. 26, 1985）。

これらはおおきく二つに類別できる。

(1)と(2)は、現代銀行業務が低金利調達と固定金利による運用という伝統的業務から逸脱しているという事情を教えている。金利の自由化とそれに伴う金利変動が一般化している今日の金融市場においては、資金の調達コストに上乗せされる利回り（スプレッド）を基準にして資産負債管理が行われている。

(3)と(4)は、銀行の経営体質に関係するもので、通貨当局による銀行経営の監督強化を映している。通貨当局は今日銀行経営に適正なバランス・シートと自己資本の充実を要求しているが、これは金融市場の不安定性を裏側から表現している。

このへんの事情をカウフマンはこう指摘している。

「金融機関の目的は、今日、資金コストに上乗せされた固定したスプレッドで資金を購入

し、それを貸付たり投資したりすることによって、信用の拡張を持続することである。このようにして金融機関は、固定金利の設定下で生ずるであろうとおもえる水準以上に金利を引き上げる。預金保証の傘に守られて、信用を拡張しようとしつづけるインセンティブをもち、それを制限しようという気合いをほとんど持ち合わせていない。」（*NY Times* [東京版], July 14, 1985）

伝統的な金利政策が機能しなくなった現代の規制解除金融市場において、固定したスプレッドを取得するために貸付債権の証券化が積極的に展開されている。貸付債権の流動化を基盤にして金融機関は安定した利回り（スプレッド）を取得できる。しかもその大枠として銀行債務の国家保証すなわち「預金保証の傘」が存在すれば、高金利構造は解消されないままで信用は膨張しうる。

通貨当局がバランス・シートや自己資本比率の最小限基準などをつうじて銀行経営を直接監督するという国際的に展開されている金融規制の一連の動きが、どうして金融自由化の歴史的潮流と並存しているのか。それを教える重要な鍵がここにある。

高度に規制が解除された金融システムのもとでは債券が流動化し、金利水準を大幅に低下させるだろうと考えられる。しかし、現実には高金利的状况は持続し、それが信用の膨張と同居している。高金利構造が持続されるなかで信用が拡張されるという現代金融システムの特徴は、国際金融市場ではユーロ・シンジケート・ローン市場の縮小傾向と証券化の進展という姿で現れている。

Ⅲ 金融・証券市場の国際的統合化と金融資産の流動化

—過剰流動性とスプレッド貸金融システム—

1 国債市場の肥大化と国際的統合化

—市場のカジノ社会化と国民経済政策の“麻痺”症状

I節で、管理通貨制下における過剰流動性の溜り場、つまり“貨幣退蔵”の場の現代的形態として、既発行国債市場および現実経済から相対的に自立して成長する株式市場について言及した。またII節では、本来流動性をもたなかった貸付債権（ローン）の証券化を鍵にして、金融市場における規制解除（金融自由化）の歴史的意義について、過剰流動性問題を踏まえつつ、考察した。

ここでは、本稿のテーマである資本自由化との関連で金融・証券市場を眺めよう。

ストックとしての政府債務金融市場は、70年代に先進国のみならず NICs を中心とした発展途上国においても大いに膨張した。もっとも、途上国の政府（保証）債務は国際銀行によるシンジケート・ローン（協調融資）という銀行の固定債権の形態である。しかし、これもあとで触れるように、今日流動化し、証券と似た性格をもってきつつある。

主要5カ国の GNP は世界経済の総 GNP のほぼ60%を占めるが、これら G5 を中心とする先進諸国の国債市場は大きい。85年に米国国債残高は対名目 GNP 比で50%の水準に達している。英国のそれもこの10年50%前後の数字を記録している。70年当時3.7%の水準にすぎなかった日本の国債残高の GNP にたいする割合

は、84年以降40%の壁を越えている。独り西独だけ国債（連邦債）の対 GNP 比が21%（84年）であるが、これは州政府の自治権が強く、州政府が債券の発行権を押さえていることに起因する現象である。両者をあわせると GNP に占める比率はやはり高い（日本経済調査協議会編『国債の累増と日本経済』第1章）。

このように、先進国国債市場は、個別的にも総体としても、巨大な過剰流動性の滞留市場に転化している。くわえて、現実経済の沈滞下で国債市場に堆積している貸付可能資本の固い砂山を流動化させるようなことがあれば、その山はインフレの津波に変質することも考えられる。

金利政策ではなく、通貨供給をコントロールすることが諸通貨当局の基本的ポリシーとなったのは何故か。米国の高金利がその他諸国の金利水準までも規制してしまったのはどうしてか。景気拡大の必要に迫られている先進諸国が、金利水準を独自の判断で設定できなかったばかりか、思いきった引き下げ措置を取れなかったのは何故だろう。

これらは、過剰流動性の滞留市場である国債市場の想像を越える肥大化という現代金融市場の特性を抜きにしては考えられない。

今日資本取引の自由化が急速に進展している。そのなかで国債市場は統合化されている。国民経済の実勢に則って独自の金利政策を展開しようとしても、それは国際的な金利水準の格差を引き起こす。それはある市場から別の市場へと過剰貨幣資本の固まりを流動化させ、為替相場に影響する。結果、85年9月以降にみられた金融政策のように国際的対応が国内的対応に優先することにもなる。利殖先を求める貨幣資本の国際的浮遊運動が諸国の経済政策を無機能化させることになる。

ケインズは、警告した。

「投機家は、企業の着実な流れに浮かぶ泡沫としてならばなんの害も与えないであろう。しかし、企業が投機の渦巻きのなかの泡沫となると、事態は重要である。一国の資本発展が賭博場の活動の副産物となった場合には、仕事はうまくいきそうにない。新投資を将来収益からみて最も利潤を生む方向に向けることを本来の社会的目的とする機関として眺めた場合、ウォール街の達成した成功の度合いは、自由放任の顕著な勝利の一つであると主張することはできない——もし私のように、ウォール街の最もすぐれた頭脳は実際にはそれとは異なった目的に向けられてきたと考えることが正しいならば、このことは驚くべきことではない。」(Keynes, *op. cit.*, p. 159)

ケインズは、現実経済から遊離してマネー・ゲームとして展開される投機的「投資」活動のネガティブな作用について、ウォール街をみながら、私達に教えている。だが今日では、カジノ社会は質量ともに成長し、世界化している。それを支える屋台骨の一つが国際的に「統合化」された巨大な国債市場である。

2 途上国債権の流動化と世銀の新しい役割

—「過剰流動性滞留市場」の世界的再編

発展途上国の累積債務は8千億ドルに達するといわれるが、国際金融協会(IIF)によると、85年末で27カ国の累積債務残高の見通しは6千9百億ドルで、うち3千9百ドルが民間銀行からの借入であった(日本経済新聞, '85.11.1)。これら債務の多くも政府(保証)借款(sov-
erign debts)である。

世界の政府債務市場は重層化している。一方には主要国グループの国債市場が、他方にはユ

ーロ市場で調達された途上国政府(保証)借入市場がある。前者の国債市場は、すぐ前でみたように、そのすぐれた流動性ともあいまって、相場変動と資本取引自由化の網目のなかで広くポートフォリオ投資の場となっている。

一方、債務累積問題に悩む途上国貸付市場は、近年二重の意味で流動性を欠いていた。第一に、長期のシンジケート・ローンとして貸し付けられ、債権の所有者が第一次の貸し手である国際銀行に固定されていたという意味で、第二には、途上国の財政および外貨準備が悪化し当初のスケジュール通りに元金と利子支払いができなくなったという意味においてである。しかし、IMF、世銀およびG5を中心とする国際協力、金利低下、ドル安傾向など新しい環境のもとで債務支払いのためのリスケジュールが具体化しているが、そのなかで途上国貸付債権の譲渡という債権の流動化も積極的におこなわれてきている。

国際シンジケート・ローン参加銀行などがその債権の全部ないし一部を別の金融機関に売却して譲渡する取引をローン債権を売買あるいはSUB-P(sub-participation)というが、ユーロ市場ではSUB-Pだけの市場が成り立っているといわれる。85年末には日本の大蔵省も、国際・国内の両面で銀行相互の対外ローン債権売買にかんする規制を緩和する方針をかためた。従来外貨建てに限定されていた対象債権を円建て・ユーロ円建て債権に拡大し、取引銀行も都市銀行、長期信用銀行など大手27行にかぎられていたものを地方銀行、相互銀行、商工中金、農林中金へと枠を広げようとしている。この背景には欧米の銀行および国際機関が邦銀向けの既存途上国債権の売却要請を強めており、そのために国内の取引体制を整備する必要

があった（日本経済新聞，'85.11.30）。

途上国ローン債権の販売は、譲渡側の国際銀行にとってリスク削減、バランス・シートの改善になる。しかし、投資家側の金融機関にとっては投資物件の価値保証が譲り受けの条件となるという意味では、リスク削減、バランス・シートの改善も相対的なものでしかない。不良債権の流動化は、損金や損金準備の計上につながる。

ロンドンの金融分析会社 IBCA によると、セカンダリー・マーケットで譲渡される途上国債権はすくなくとも20%の割引がなされているという。85年10月段階ではブラジルのそれは75~83%、メキシコものは78~82%アルゼンチンで63~67%、チリーとペルーがそれぞれ67~71%と32~36%であった（*Financial Times*, Nov. 5, '85）。

ところが、英国や米国の大手国際銀行の多くの場合、途上国債務の損金準備は5%以下である。カナダ銀行の10%、フランスの三大銀行の20%、西独大手の20%、スイス銀行の20%以上および大部分の邦銀の5%にくらべると、少ない（同上）。

これと関連して、昨今の国際金融界の動向は興味深い。

85年10月、ソウルで開催された IMF・世銀総会でペーカー米国財務長官によって民間銀行による200億ドルの途上国新規融資構想（累積債務国15カ国救済案）が提案された。米国銀行の多い中南米10カ国を中心とする15カ国対象としたものだけに、「米銀の懐に入る利子を肩代わりするだけになりかねない」とする不満や警戒心が日欧の銀行に強く、とりわけ既存の不良債権の損金処理をすすめていた西独やスイスの銀行が冷淡だった。

だが、86年に入り、ペーカー提案は実現に向けて大きく前進した。1月上旬の IMF・世銀と日欧米民間銀行界との非公式会合で、民間側が協力の条件としてあげていた世銀との間の協調融資の拡大、融資実行の迅速化などに世銀が前向きな姿勢を示したからである（朝日新聞，'85.11.22；*Financial Times*, '86. 1. 8；日本経済新聞，'86. 1.12）。それに並行して諸国政府の保証による新規融資という銀行界の要請も積極的である。つまり、新規融資は、世銀など国際機関との協調融資や債権国政府の保証に裏打ちされた優良資産とし途上国へ流れていくと考えられる。これによって途上国に債務（とくに利子）支払い能力ができれば、債権を抱え込んでいる民間銀行も損金準備を軽減できる。

ところで、世銀は、昨秋から途上国融資の財源を確保するために既存の債権を民間金融機関に積極的に売却しはじめた。まず、東海銀行へ千百万ドルが売却され、本年6月までに3億ドルほど売却されるはずである。東海銀行の場合、元金分を世銀から買取り、債務国は固定金利方式で世銀に元利を返済、東海銀行は世銀経由で変動金利方式で受け取るというマネーの流れになっている（日本経済新聞，'85. 8.28；10. 2）。

また、世銀は、民間銀行との協調融資（joint lending package）を能動的に推進し、途上国への民間融資を誘発する触媒（catalytic）機能という新しい役割を担いつつある（*Financial Times*, Oct. 4, '85）。ペーカー提案は、世銀と民間銀行との協調融資をつうじて途上国へ資金を注入するという世銀の新機能と深く結びついている。

昨年9月にはコロンビアの石油開発計画にたいし、日本輸出入銀行との間ではじめて協調融

資を組んだ。この契約にはクロスデフォルト条項が入っていた。つまり、借り手が輸銀や民間銀行に債務の支払いを履行しなかった場合、世銀にたいする債務も自動的に不履行になるという契約条件である。途上国は、世銀から融資が受けられなくなるとどこからも借入ができなくなるので、世銀への返済を最優先にしている。協調融資にクロスデフォルト条項が盛り込まれることにより、輸銀や民間の融資も世銀並に安全性が高められることになるわけである（日本経済新聞、'85. 8.28；10.20）。

世銀による債権の売却は、既存債権を価値安定資産として投資家に供給する一方で、新規投資に民間資金を積極的に吸収するという内容をもっている。つまり、先進国の過剰流動性を先進諸国通貨当局の後ろ盾をもつ世銀保証債に吸収するという機能をもつ。同じように、世銀との協調による民間銀行新規融資も、価値安定資産への先進国過剰流動性の吸収メカニズムを構成する要素の一つである。

既存の世銀債権の売却にしる、世銀と民間銀行の協調融資にしる、これらは、価値的に不安定な途上国債権を安定化し、先進国に滞留している過剰流動性を“利子生み資本”として途上国に注ぎ込む媒体である。このうえに、民間銀行が要求しているように、諸国政府の保証債権として途上国融資ができれば、過剰流動性の滞留市場は質量ともに成長することになる。

途上国債権市場は、途上国政府のみならず先進国政府やその後ろ盾をもつ国際機関の債務ないし保証債務市場として、先進国債権市場の外縁を築くことになる。つまり、債権市場が重層構造をなして世界化し、巨大な過剰流動性の貯水池を形成する。

このような政府（保証）債務市場のグローバ

ライゼーションが途上国債権の「証券化」したがって流動化システムの形成と一体化して進行するとき、先進国債権市場がもっているジレンマ、すなわち投機的資本移動と国民経済視角から展開される金融・経済政策との対抗性も輪を広げ、深刻化するにちがいない。

ところが、現実経済の外部に過剰流動性の海として独自の金融市場を構築している現代経済にとって、金融の証券化、貸付金融の証券化（ハイブリッド化）は避けて通れない関門である。

3 ユーロ市場の証券化とスプレッド貸付金融システム——金利自由化と金融のハイブリッド化

80年代に入って、金融の自由化が進展する一方で、ユーロ市場の構造的変化がおこってきている。85年には、ユーロ市場における証券取引の比重が60%を超え、ユーロ・シンジケート・ローンの実績の3倍以上と予想された（OECD；日本経済新聞、'85.10. 6）。

このユーロ市場の急激な構造的変化は、世界のほとんどすべての市場で資金を調達している世銀の財務テクニクが基本的に転換しつつあるという事情からも理解できる。

世銀は、従来固定金利で中長期資金を国際金融市場から調達し、それを固定金利で途上国へ貸付けていた。ところが、最近では短期資金の取り入れや変動利付債（FRN）の発行に大きく傾斜している。また、既存貸付債権の証券化だけでなく、通貨スワップや金利スワップなど新しい負債管理方式を導入している（C. Ardalan & A. Fleming, in *The Banker*, June 1985）。

このように、世銀のような国際機関でさえ資産負債管理（ALM）を積極的に行い、資金の

金融の証券化と資本の自由化

調達と運用の短期的調整に意欲的であるこの新しい金融調整方式の背後には、金融媒体としての世銀の新しい性格も隠されている。第一に、金利変動の荒波をさけて借入コストに一定のマージンを上乘せるスプレッド貸付け方式は、低利の政府資金の供給を仰ぐことなく、民間資金の取り入れで融資を拡大するという世銀の融資姿勢を一層鮮明にしている。ちなみに、世銀の年間の純借入資金は40億ドルをわずかに越える程度であったが、83～84年には98億ドルに達している。同じ期間、民間金融市場から調達された資金の比重も71%から83%へと上昇している (*The Banker*, June, 1985)。

第二に、すでに指摘しておいたように、世銀は、価値安定性を欠いている途上国政府債権に引き受け保証 (underwriting facility) を与え、途上国に資金の導入をはかるために、貸付債券の証券化に乗り出している。もしスプレッド貸出が一般化すれば、世銀は債券のアンダーライターとして機能することも考えられる。つまり、先進国の過剰貯蓄を途上国政府債務市場に誘導し滞留させる触媒 (保証機能) として、世銀が新しい役割をはたす可能性を示している。

今日ユーロ市場では、いわゆる証券化革命と

ともに、急速に金融のハイブリッド化がすすみ、スプレッド貸金融システムが、オフ・バランスシートという金融業務形態で形成されてきている。この辺の事情をすこし具体的にみておこう。

ユーロ市場は、その証券化傾向のもとで、ユーロ・カレンシー市場とユーロ・ボンド市場の融合化が進展し、通貨毎に形成されていた市場の壁も崩れてきている。ユーロ市場は、(1)マネー・マーケットとボンド市場との間で、(2)通貨市場相互間で、二重にハイブリッド化し、ひとつの巨大な有機的金融市場に変質しつつある。それと並行して、銀行業務と証券業務の同質化、融合化も進展しつつある。

近年のユーロ市場の証券化は、つぎの特性をもっている。

第一に、ユーロ銀行貸付が比較的途上国向け金融に傾斜しているのにたいして、ユーロ債券市場は OECD 諸国が9割以上を占める先進国向け市場である。84年度の借入先は、金融機関を含む米系企業が26%、日系企業が14%、仏系企業が9%であった。加えてエクスターナル (国外) 債券市場のうちユーロ市場だけが一方的に成長し、非居住者が特定の国の内国債券市場を利用するいわゆる外国市場での発行は沈滞

表1 ユーロ市場と外国市場構成比

(単位: 億ドル, %)

	1980	1981	1982	1983	1984
I 債券市場	394(100)	528(100)	755(100)	771(100)	1,115(100)
{ユーロ	200 (51)	313 (59)	503 (67)	501 (65)	817 (73)
{外国	194 (49)	215 (41)	252 (33)	270 (35)	278 (27)
II 貸付市場	—	1,478(100)	1,036(100)	807(100)	1,157(100)
{ユーロ・シンジケート・ローン	799	913 (62)	908 (88)	602 (75)	517 (45)
{その他ファシリティ	—	531 (36)	54 (5)	135 (17)	554 (48)
{外国	—	34 (2)	74 (7)	70 (9)	86 (7)

〔出所〕 OECD, *Financial Statistics*, (拙稿「金融の『証券化革命』と円の国際化」『エコノミスト』'85.6.3)

している（表1をみよ）。ユーロ市場の証券化は、先進国金融・非金融企業による資金調達・運用の場として、外国債券市場を圧倒しながら急成長している。

第二に、銀行によるユーロ債券市場への参入が旺盛である。とくに長期債でありながら流動性の高い流通市場をもつ FRN（変動利付債）は、銀行がユーロ・シンジケート・ローンに代わる運用対象とし、成長が急である。のみならず、自己資本の強化を迫られている銀行は、資本金に近い劣後債の形態で FRN を発行している。したがって、FRN の過半が金融機関によるものと推定されている（住友銀行『経済月報』'85. 3・4）。

銀行が発行する固定金利債（SB）の変動金利化も目を見張るものがある。84年1カ年で金利スワップ市場の取引総額は1,000億ドルを超えたといわれる（*The Banker*, '85, 4）。金利スワップは、金利そのものをスワップ（交換）するだけでポンド（債務）自体は交換譲渡されない。しかし、非米系（日欧）銀行はユーロ市場における「短期借りの長期貸し」の一手段として自身で発行したユーロダラー固定利付債（SB）に金利スワップをかけている。たとえば84年度には米国 CP 金利は、長期金利にくらべて3%近くの金利差をもっていたし、LIBOR（ユーロ短期銀行間貸出金利）より低くなっていた。外国銀行はこの CP 市場から直接資金調達をすることができなかつたので、CP に金利スワップをかけて実質的に短期の変動金利に転換した。言い換えると、国際銀行業務にとって金利スワップは「短期借りの長期貸し」の主要手段となっており、ロール・オーバー・クレジットが証券市場をつうじて展開されているのがわかる。

くわえて、すでに紹介した SUB-P（ローン

の転売）による資産の流動化もユーロ市場の証券化に一役買っている。

このように、ユーロ市場のハイブリッド化とは、銀行貸付が債券ディーリング化し、ユーロ・シンジケート・ローンという伝統的金融手法が新しい銀行金融手法に転換していく事態をいい表しているが、それは、変動利付債（FRN）による銀行の資金調達と SUB-P（ローンの転売）による資産の流動化を指すだけではない。

第三に、近年 RUF（Revolving Underwriting Facility）や NIF（Note Issuance Facility）という銀行資産の第二次市場への転売（asset distribution）が同時に資金調達手段でもあるというオフ・バランス・シート型の金融取引引き、すなわち証券ディーリングと変わらない国際銀行業務が急成長してきている（表1の「その他 ファシリティ」がそれを示している）。

NIF は RUF の一変形である。RUF も NIF も、銀行が借り手にたいして回転信用状（Revolving Credit）などスタンドバイ・クレジットを供与する一方、貸付がおこなわれる際にユーロ・ノートや譲渡性定期預金証（CD）を売り捌いて資金を調達する金融手法である。つまり、銀行は、短期資金の借り繋ぎを媒介することによって、借り手が実質的に長期資金をより低利で取り入れることができるようにスタンドバイ・クレジットを提供する。違いは、RUF では銀行など引き受けを保証するアンダーライターがいるのに、NIF の場合には引き受け保証がなされないという点である。したがって、NIF は信用力の高い企業にかぎられ、金利も安くなる。

このように、借り手はユーロ債券に似た形態

で資金を取り入れ、銀行がそれで銀行が資産運用をするというマネー・マーケットと証券市場とのハイブリッド化現象がユーロ銀行ファイナンスの場そのものに出現している。

ところで、国際銀行業における金融のハイブリッド化は、大きく二つの段階に区分できる。

(1) 諸国経済のインフレ化現象のもとで名目利子率が上向き傾向で変動した70年代。

この期、シンジケート・ローンが固定金利から変動金利へと変更された。非米系国際銀行は、ドル建てローンを途上国中心に拡大していったが、金利変動下で調達コストと運用収益の差である相対収益（スプレッド）を引き出すために、75年以降 FRN を積極的に発行した。資産と負債の出会いによって収益を確保するという資産負債管理（ALM）の手段として FRN が機能した。

(2) 金利がボラタオルに上下に変動するばかりか、高金利現象下で途上国を中心に信用不安が現れた70年代末から80年代前半の時期。

この期には、銀行のバランス・シート構造の改善が、相対収益（スプレッド）の確保とともに、ALM の重要なテーマとなった。バランス・シートを改善するために、不良債券の償却処分や貸付債権の転売（SUB-P）がおこなわれた。そればかりでなく、FRN という債券形態による資金調達法が変動利付シンジケート・ローンに対応する相対収益確保手法であったのにたいし、RUF や NIF はオフ・バランス・シートの金融手段として開発された。スタンドバイ・クレジットによる信用供与の見返りに譲渡性債券を発行する権利を取得して、資金の調達と運用とを同時に行うだけでなく、両者を銀行のバランス・シートの資産負債項目から切り離すという現代の金融手法は、信用の極致であ

る。なぜなら、「無」から有（利子）を生むという資本の論理が全き形で貫かれているからである。つまり、資産負債の実質構造は隠蔽され、資産にたいする収益の比率は、運用収益と調達コストの差である利回りが低下しても、一定の水準を維持できる。

FRN による資金調達と SUB-P による貸付資産の売却という金融の証券化にしろ、RUF や NIF によるオフ・バランス・シートの金融手法にしろ、ユーロ市場における金融の証券化の急速な進展は、いまや金利の水準にも資産負債構造にも拘泥しないで単なる金融媒体として国際銀行が行動し、ユーロ市場にスプレッド貸出という相対収益金融システムが成立している様を教えている。これが国内金融市場に浸透すれば、プライムレート制の意味はなくなる（日銀調査報告「金融の自由化・国際化のもとでの金利変動について」）。

IV 「ザ・ワールド・キャピタル・マーケット」の過剰流動性滞留市場

—結びにかえて

今日、外国およびユーロ両債券市場を包含するいわゆるエクスターナル（国外）市場で通貨取引の多様化が進展するとともに、通貨スワップおよび利子源泉課税廃止などの自由化措置によって通貨別債券市場にあった差別化の壁が急速に崩れている。通貨スワップの市場規模は700~800億ドルに達するといわれる（『経済月報』'85, 3・4）。

通貨スワップは為替エクスポージャーから生ずる為替リスクを解消する手段である。だが、本稿のテーマとの関連で興味深いのは、諸国金融市場の国際金融市場への連結作用、諸国通貨当

局による資本取引規制措置をのりこえる金融市場の世界的統合化作用である。たとえば、日本の中長期資本取引は85年4月にユーロ円債利子源泉課税撤廃で内外市場の垣根を崩したが、通貨スワップはこのような市場の国際的統合化を先取りしていたといえる。

かかる国際資本市場の有機的統合化は、グローバルな情報網、資本調達網、決済網をもつ巨大金融機関に優越性をあたえるばかりか、金融機能の複合化・統合化、すなわち金融機関のハイブリッド化をますます加速する。金融市場のこのような国際的統合化やハイブリッド化こそ、なぜ外国資本市場にくらべていわゆるユーロ市場が急速に発展するのか、どうして金融の証券化現象がユーロ市場を舞台に急速に進展しているのかという国際金融市場の構造変化の意味を教えてくれる。

通貨および金利スワップの出現によって内国資本市場と国際資本市場の「統合」は現実の事態となった。国内で資金調達をした借り手は、外国の相手と債務を交換することによって、理屈上ではどの国民的金融資本市場にも乗り入れることができる。たとえば、米国政府はこの新しい金融手法のもとでユーロ市場にシフトする資金調達に歯止めをかけ、かつ国債を消化するために巨額の資本流入を促そうとして、84年には非居住者の利子源泉徴収課税を撤廃せざるをえなかった。これは、英、西独、仏さらには日本にもおよんだ。この利子源泉課税の世界的撤廃措置は、結果として諸国の内国金融市場そのものを制度的に国際化し、ユーロ債券市場と内国債券市場との統合化を加速している。

このような統合化は、株式市場にもはっきり現れている。多数の銘柄が発行国以外の外国市場で取引され、24時間体制で取り引きされてい

る。また、ユーロ市場での株式発行も行われてきている。多国籍企業は複数の国で同時に株式・債券を発行している。資金調達・運用の両面で株式や債券市場は単一市場化してきている。「ザ・ワールド・キャピタル・マーケット」が立ち現れている。

資本市場の国際的統合化すなわち「ザ・ワールド・キャピタル・マーケット」の形成は、先進国金融市場の開放、資本自由化の別称である。この資本取引の自由化は、他面で、現実経済から相対的に独立して金融経済が運動するという貨幣資本の自立的自己増殖運動の場が国際的に形成されているという現代資本主義の面相の一つでもある。つまり、資本自由化の背後には、現実資本の運動から相対的に離脱して、過剰流動性が貸付資本として世界市場裏で利殖運動を展開するという現代錬金術の構図がある。

この運動を可能とするのは、諸国民経済の内部に形成された巨大な国債市場（租税から供給される膨大な利子）の存在、近年顕著にみられる世界的な株価上昇メカニズムの存在等々、現代的「貨幣退蔵」市場の現存である。つまり、現実経済に価値増殖の場を見い出すことができなくても、血税から絞りだされて利子が補給される場やキャピタル・ゲインを可能にする株価上昇メカニズムが形成されているならば、過剰流動性は、現実経済の内部にインフレ的に吸収されることもなく、価値増殖の場を与えられる。

現代の世界市場にみられる資本市場の自由化は、この意味では、過剰流動性の国際的滞留市場の形成と密接に関係しているといえる。

金融の証券化と資本の自由化

〔後記〕 本稿は昭和58, 59, 60年度文部省科学研究費補助金（総合研究A〔代表：佐藤定幸〕課題番号58330006）の研究成果として昭和61年3月に文部省に提出した報告書である。資料が同1月までに限られているのはそれによる。

本稿の公表が遅れたのは、金融のセキュリタ

イゼーションと金融市場のグローバリゼーションについて理論的に掘下げようとしたからである。しかし、これについては過剰流動性問題、経済のサービス化などに焦点を当てて、別稿として掲載することにしたい。