

經濟論叢

第157卷 第3号

哀 辞

故 島恭彦名誉教授遺影および略歴

金融的ヒエラルキーと過剰金融……………	本 山 美 彦	1
寡占市場における組合化の効果： 産業別 vs 企業別組合……………	石 黒 真 吾	20
中小企業の存立・成長と研究開発……………	蘇 顯 揚	33
芸術支援政策の財政問題(1)……………	金 武 創	51
追 憶 文		
島恭彦先生の業績を偲ぶ……………	宮 本 憲 一	67
弔辞……………	廣 田 司 朗	71
島ゼミナールの思い出……………	横 口 茂	73

平成8年3月

京 都 大 学 經 濟 學 會

金融的ヒエラルキーと過剰金融

本 山 美 彦

はじめに

米国のヘゲモニー的地位の相対的な低下が、国際通貨システム混乱の最大の要因であるという視点が、いまでは一般的なものになっている。本稿は、その点を否定し、国際通貨システムの混乱の要因が各国政府の国内的な問題処理能力にあるという別の視点を提示することに力点を置き、「基軸通貨国に対する抑制力に乏しい通貨システムは、次第に不安定なものになって行く」というアンドリュー・ウォルター (Walter, Andrew) の主張を踏襲しようとするものである (Walter, A., 1993, 2nd ed., preface)。

金融のデレギュレーション過程が如実に示しているように、金融自由化とは、即ち、国内の分配問題に帰着するものである。にもかかわらず、金融自由化の極北にある国際通貨問題の領域では、主要諸国間の角逐のみが注目され、各国政府の行動を究極的に制約する国内諸勢力との関わりが論じられることはほとんどなかった。そもそも、「国際経済秩序とは一国のヘゲモニーの産物というよりも、浮き彫りされたものである」(ibid., Introduction) というウォルターの視点は、もっと強く意識されるべきであろう。

I ポスト・ヘゲモニーとレジーム

原則的に自国を対外的に開放しながらも、他国の利己的な行動を阻止するというのが、「ヘゲモニー的安定理論」¹⁾ (the Theory of Hegemonic Stabili-

1) 「ヘゲモニー的安定理論」(the theory of hegemonic stability) という名称は、決定論的な

zation) の想定する「ヘゲモニー国家」というものである。リベラルで、しかもヘゲモニーをもつ抜きんでた国家が存在したときには国際経済協力が可能であったが、そうした国家が存在しなかった時代には、国際紛争が多発したことを歴史的に検証しようとしたのが、ヘゲモニー的安定理論である (Gilpin, R., 1987, 邦訳書, 89ページ)²⁾。

英国の没落と軌を一にした世界システムの大混乱、そして、第2次世界大戦後の米国によるヘゲモニー掌握とともに、力強い成長を示した1950年代と1960年代の世界経済、ベトナム戦争の敗北を契機として米国の政治的ヘゲモニーのかげりと同時に進行した先進諸国のスタグフレーション、といった大まかな区分に立脚するかぎり、ギルピン (Gilpin, Robert) やラギ (Ruggie, John Gerald) のヘゲモニー的安定理論は、過去の経験的事実に合致するものであり、それゆえに、リベラルな世界システムを高く評価する論者に好意的に迎えられた。権力が介入しない自由な市場こそが、経済システム安定の基礎をなすという信念からすれば、リベラルな国家のヘゲモニー喪失とともに、ヘゲモニーをもたない国の利己的な市場保護政策が蔓延するようになり、協調的であった世界システムが浸食されて、結果的に世界経済は停滞に至る、という理路は疑問の余地のない正論と受け取られたのである。

しかし、ギルピンのヘゲモニー論とは少し次元を異にする「積極行動主義的」(activist) ヘゲモニー論も以前からあった。市場を信奉するのではなく、

論調を展開する人々を擧げて、ロバート・コヘーン (Keohane, Robert) が付けたものである。決定論的というのは、国家というのは、そもそもエゴイスタックな行動を取るものであり、そうした国家の行動を放置すれば、リベラルな国際協調などできるものではない。そもそもがリベラルな経済政策を遵守するヘゲモニー国が健全で、他国にリベラリズムを強制することができる時代のみ、国際協調が可能であり、そのようなリベラルなヘゲモニー国の強制能力が喪失するとき、世界はエゴイズム割きだしの混乱に陥る。つまり、リベラルな国際協調は、ヘゲモニーが存在するときしか成立しない、と断じる点が決定論的だとコヘーンは見なしたのである (Keohane, 1980)。ただし、コヘーンは後に、世界経済の混乱の唯一の要因ではないが、不可欠な要因であるとして、ギルピンのヘゲモニー安定理論の基本線と認めるようになった (Keohane, 1984, pp. 14, 16, 245-46)。

2) リベラルな世界経済システムが機能する基礎を与えるレジームは、「ヘゲモニーをもつ国家 (ヘゲモン) の能力によって与えられている。経済力を集中させるその国家の能力が浸蝕されるにつれて、リベラルな秩序が崩れ、レジームは弱体化する」(Ruggie, J. G., 1982, p. 381)。

そもそもが不安定な市場を抑制するヘゲモニーが世界経済システムの安定には必要であり、このヘゲモニーが揺らぐときに、国際秩序が混乱するとしたチャールズ・キンドルバーガー (Kindleberger, Charles) 的ヘゲモニー論がそれである³⁾。ギルピンの見解によれば、世界経済システムが混乱するのは、協調性をもたない各国政府による悪しき政治的介入のせいであり、キンドルバーガー的な見解によれば、そもそもが不安定な経済システムに各国政府が効果的な政治的介入をしなかったせいであるということになる。混乱の原因を前者は政治に求め、後者は経済そのものに求めるという重大な差異が両者の間に見られる。

ただし、両者の共通の誤認も指摘できる。現在の米国の地位は、1960年代までの圧倒的に抜きん出た強さはないが、少なくとも、19世紀の全盛期の英国よりもはるかに政治的・経済的・軍事的に強力であり、ヘゲモニーは依然として米国の掌中にある。その意味において、少なくとも、100年間という長期スパンを取れば、現在はヘゲモニーの大空位期とはとてもいえない。にもかかわらず、国際通貨システムは空前の大混乱期にある。ヘゲモニーの度合いを計量的に明示することは不可能であり、現在でもヘゲモニーがどの程度持続しているのかを確定することはできないが、少なくともヘゲモニーが完全に不在であるといえる状況ではない。とすれば、国際通貨システムの現在の混乱については、ヘゲモニーの存在とはあまり関係のないところにその原因を求めるべきではないだろうか。これまでのヘゲモニー論の前提そのものが誤っていたのではないだろうか。

ヘゲモニー論は、各国民国家が世界経済システムから一定程度自己を遮断できていた1960年代までの世界システムを前提にしていた国際関係論や政治的リアリズムを批判するところから生まれ、それゆえに、国民経済の相互依存が強

3) 「世界経済が安定するには、スタビライザーが必要である。ここでいうスタビライザーとは、投げ売りされている商品を受け入れる市場、完全な景気安定化効果は期待できなくても、いく分、その効果をもつ着実な資本フロー、通貨システムが凍りついてしまう恐慌時に、流動性を供給する再割引き機構、等々を提供できる国のことである」(Kindleberger, C. P., 1981, p. 247)。

まり、単一の世界システムに融合しつつある現在の質的变化を重視する人々の共感を博することになったものである。

1970年代までの国際政治学は、国家や市民社会の安全性を確保することに集中し、国富の増大については、たまたに論じられることがあっても、それは経済学者の仕事であり、政治家は経済が展開する土台の確保だけ心掛ければよいというものであった。世界政治関係を、「国家中心的」な視点から論じた、このような1970年代までの国際関係論とか、リアリズムというものは、16世紀から19世紀までのインター・ステイツ・システム (Inter-states system) と称される世界が現実であった時代には、妥当性をもっていたが、多国籍企業や国際機関といった、国境を超えるアクターの存在意義が急速に大きくなってきた1970年代後半以降にあっては、もはや、この種の国際関係論は有効性を失ってしまったというのが、ロバート・コヘン (Keohane, Robert) やジョセフ・ナイ (Nye, Joseph) の「複雑な相互依存論」の内容であった (Keohane, R. O. & Nye, J. S., 1977)。国際的な相互依存の進展によって、国境という「堅い殻」が破られ、国内政治と外交政治との区別は失われるようになるとともに、軍事力は外交の基本的要素であることをやめ、代わって、経済的な結びつきの型が、国家間の関係を規定することになる、というのが彼らの主張であった (*ibid.*, p. 25)。つまり、経済的相互依存の深まりが、国家や市民社会の安全性を、これまでの国家間のパワーポリティクスから経済的結びつきの型に移行させたのである。ただし、経済的相互依存の拡大が、民族の協和を生み出すといった楽観論もあるにはあったが、総じて、1970年代の経済的危機を経験したヘゲモニー論者はそうした単純な楽観論を展開したわけではない。相互依存は、国家の政策の自律性を制限するコストであり、それが国内の分配問題に深刻な影響を与えることから、国際経済問題がただちに政治的問題を惹き起こすようになると、コヘンとナイは見なしていた (*ibid.*, pp. 9-19)。

相互依存性の拡大は、各国の経済なり、政治なりを、けっして同質化するわけではない。むしろそれは、各国経済と各国政治とを非対称的なヒエラルキー

に配列する。この点については、コヘンとナイは慎重に明言を避け、どちらにも受け取ることができるようなあいまいな表現を多用しているが、それでも、「非対称的な相互依存」(asymmetrical interdependence)の利用が、国家の新たな「パワー」になっているという認識を示している。つまり、経済的相互依存の強まる世界システムの下では、かつてのように、軍事力、金融力、政治力、生産力、等々の渾然一体となったリンケージが国家の外交力を総合的に規定するということがなくなり、軍事、経済、金融、政治、といったものがそれぞれの「問題領域」ごとに切り離され、パワーは、個別的な「問題領域」ごとに一定の影響力を示しうただけであるようになると、彼らは考える。軍事強国であっても、国際通貨の問題領域に強い影響力を示せないし、軍事弱国であっても、国際通貨領域に強大な影響力を示しうる。その意味において、コヘンとナイのヘゲモニー論は、1950年代に米国で流行した「パワーの多元化論」を踏襲している。国際経済問題は、必ず、政治化するが、経済問題交渉におけるパワーは一元的に規定されるものではなく、多元的なものであるため、交渉はつねに屈折する。これが、ヘゲモニーの低下ということの意味内容である(Keohane & Nye, 1973, p. 117)。

しかし、他国にルールを強制し、それを圧倒的なものにするという、過去にあったような典型的なヘゲモニーは、世界経済の相互依存の進展によって、必然的に弱体化するものの、米国が典型的なヘゲモニーをもっていた時代に、他国を強制して作り上げた「レジーム」はまだ持続している。ここでいうレジームとは、国際問題を処理するルール、手続き、規範、原則、等々の集合体のことである。たとえ、米国のヘゲモニーが相互依存の進展によって弱体化しても、まさに経済的相互依存そのものが、各国に共通の経済的利害関係を意識させることになり、各国を国際協調に駆り立てる。そしてこの協調が、「四人のジレンマ」的不確実性を世界システムから減少させる。そうしたレジームの存在があるからこそ、交渉当事者は、相互不信の最大の根源である情報不足を懸命になって克服しようとし、相互の不信感の増大を未然に阻止すべく行動する。こ

うして、米国がヘゲモニーを喪失した後も（ただし、喪失とは、ヘゲモニー論者たちの理解でしかない。彼らはこの時代をポスト・ヘゲモニー時代と命名している）、各国は、互いにとって好ましくない結果を回避する衝動によって動かされる。いまでは、レジームの維持によって提供される経済的インセンティブが、ヘゲモニーに代位して強力に作用するようになっている。国家の相互依存に立脚するこの協調システムは、ポスト・ヘゲモニー時代においても機能し続け、その点において、「ゲーム論」的世界が切り開かれる。1970年代以降のマクロ経済的政策協調を扱う論者の多くが、「ゲーム論」を多用してきたのは、ヘゲモニー論者たちが傾斜したレジーム論に立脚するようになったからである⁴⁾。

II ヘゲモニック的安定理論が見落とした金融のヒエラルキー構造

世界経済の相互依存の急速な進展によって、世界経済から一定程度自立する国家の能力が浸蝕され、国内経済目標を各国は独自に追求することができなくなった。その意味において、軍事や、政治・経済のパワーを一身に体現するヘゲモニーは喪失することになった⁵⁾。パワーそれ自体が、多様化し、分散化してしまっただけである。ヘゲモニック的安定理論が、国際通貨問題の領域ではたした最大の貢献は、なによりもこの点に集約される。多数の論者によって支持される理論の常として、ヘゲモニック的安定理論にも、市場の安定性を前提とするか、市場の不安定性を強調するか、といった分岐点はあるものの、この理論は、ヘゲモニーの存在と不存在に、国際秩序安定の基本的要因を見出すという、非常に鮮明な視点を提出した。ヘゲモニーが弱体化しても、自由市場的相互依存の経済的利益の大きさを維持しようとするレジームは依然として機能

4) Merlini, 1984; de Menil & Solomon, 1983; Pumam & Bayne, 1984, など。

5) 相互依存の進展のもつ歴史的意味を理論化した最初の論者は、おそらくは、リチャード・クーバー (Cooper, Richard) (Cooper, 1968) であろう。クーバー自身も実現可能だとは思っていなかったが、経済的相互依存の利益はあまりにも大きく、そのためには各国は国際秩序維持のために、できるかぎり自国の政策主義 (formal policy sovereignty) を制限すればよいと信じていた。

しているが、それでも、このようなバラバラなレジームをより確実に安定化させるためにも、ヘゲモニーが存在するにこしたことはない。ともすれば、矛盾しがちな各国の政策協調をコントロールする強力なヘゲモニーの必要性は、いささかもなくなったわけではない、というのが彼らの具体的な主張である。

しかし、ヘゲモニック安定化理論は、フリーライダーさえ排除できれば、リーダーシップを取る国がエゴイズムに毒されることなく無私の行動を取り、レジーム維持のためには進んでレジームを維持する応分のコストを負担するという楽観論で彩られている。世界経済の現実には、冷厳たる非対称的ピラミッド構造があり、それは、軍事、政治、経済、そして、国際金融、等々のあらゆる部面に存在している、という事実については、彼らは見事に無視してしまっている。そのために、そうした非対称性や支配の構造がどうして出現したのか、そうした非対称的なヒエラルキーの頂点に位置する支配的なアクターが、どのような行動を実際にとってきたのか、その行動がなぜ世界の期待を裏切り続けたのか、そもそも、そうした頂点にある国は有効な管理的役割をはたしうるのであるか、それができずれば何故なのか、等々についての言及は彼らにはほとんどない。この種の欠陥は、市場の不安定性から混乱しがちな国際通貨・金融システムを、ヘゲモニー国が管理しなければならないと主張したキンドルバーガーにすら見出されるのである (Walter, 1993, Chap. 2, sec. 1)。ヘゲモニック安定化理論が見落としたのは、このピラミッド的ヒエラルキー構造である。とくに、国際金融部面におけるその欠陥は決定的である。

ヒエラルキー構造が成立すれば、当然、金融システムのピラミッドの頂点にある通貨当局や中央銀行は、システムそのものを管理しやすくなるはずである。それは、国内金融部面でも、国際金融部面でも同じように類推できるはずである。しかし、事実はそうではなかった。しかも、管理というものはつねに失敗してきた。過去もそうであったし、現在でも依然としてそうである。この点についての事例を19世紀の英国の経験から拾うことにしよう。

もともと、貨幣が貨幣として機能するのは、その素材的価値よりも、債務返

済の手段として信認を受けているか否かに関わる。信認を与えるのは国家であることが多いが、それだけでは不十分である。国家によって信認されたはずの法貨の国内流通がなく、外国通貨が流通する地域が現在でもなお散見されることからそのことがいえよう。貨幣に究極的な信認を与えるのは市場である。この市場の信認という力学が過剰金融を生み出す究極の要因である。

18世紀のイングランド銀行に「最後の貸し手」としての信認を与えたのも、ロンドンのシティの有力商人たちであった。当時、繰り返される恐慌を通じて、他の銀行が、民間銀行の一つにすぎなかったイングランド銀行券をハードカレンシーの代替物として認知し、金準備までもイングランド銀行に預託するようになった。市場から与えられたイングランド銀行への圧倒的な信認が、イングランド銀行への各銀行の預金を個々の銀行の支払い能力とさせたのである(Hawtrey, 1962, chap. 4)。結論先取りのいえば、このような経緯から生み出された金融のヒエラルキー構造こそが、19世紀における英国の過剰信用構造を結果的に作り出してしまったのである。

1979年から1981年までの英国の金兌換停止時期には、市場で信認を得ていた唯一のイングランド銀行券と交換できるということが、他の銀行の信認の基礎にまでなった。他の銀行は、あらゆる金融的資源をイングランド銀行に預託し、それを対価とした貸し付けを増加させた。イングランド銀行もまた内外から流入する預金を基礎として自己の銀行券の増発、貸し付けの拡大路線をつっ走った。その結果、国内のみならず、国際金融においても、イングランド銀行券は過剰発行され、金融市場全体が過剰金融状態に陥ってしまった。そうした過剰金融状態に危機感を募らせた当時の通貨学派が、イングランド銀行の利潤指向を通貨価値の大幅下落の原因であると糾弾し、厳格な金兌換制度による銀行券過剰発行を阻止する制度の創設を求め、1810年の地金報告(Bullion Report)、1821年の金兌換回復、1844年の銀行条例(Bank Act)といった流れを作ったのも、金というモラルの象徴を銀行に押しつけ、銀行の私利追求姿勢に外的・物理的チェックを課することによって、過剰金融を阻止しようとしたから

である。つまり、通貨学派は、人為的政策によって金融を管理しようとしたのではなく、金という経済外的な物理的制約に通貨制度を自動的に結びつけることによって、その目的をはたそうとしたのである。それは、けっして、ヘゲモニー的管理ではなかったのである。

こうした考え方から作り上げられた1844年の銀行条例は、イングランド銀行の公的性格と私的性格とを厳密に区分したものであった。1,400万ポンドを超える発券には金準備を必要とされることになったイングランド銀行の発券部門が公的部門であり、通常の銀行業務を営む銀行部門を私的部門としたことは、卓抜していたイングランド銀行に公的制約を課したものと受けとることができる(Hicks, 1962, 邦訳, 23-33ページ)。しかし、人為性を越えた自動的な外的制約に依拠するシステムも、現実の経済的利害関係を調整するには無力であった。再度、経済システムは、危機に直面して、過剰金融というモルヒネの投与によって苦痛を緩和するしかなかったのである。オールマイティとして選ばれた金という制約は、現実に恐慌が起こると窮屈であることがすぐさま理解されるようになった。平時には、金は銀行のモラルを強制するのに効果があったが、恐慌時の金融システムの崩壊に対処するには、金という制約は却って経済的デフレを激化させ、決済のために流動性を極度に逼迫させることが明らかになったのである。やむなく、通貨当局は、イングランド銀行に、金の裏付けのない無準備発券を許可せざるをえなかったのである。

1847, 1857, 1866年と銀行条例は停止され、その過程から、銀行券と小切手といった信用が決済手段としての重みを増すことになった。1800年頃は、西ヨーロッパ全体の銀行券と小切手の使用量は、金銀の全使用量の半分程度にすぎなかったが、1913年には、前者は、後者の約9倍にまで激増したのである(Triffin, 1968, p. 20)。つまり、特別の地位を政府から与えられていたイングランド銀行が、政府認可の下に保証発行(金の無準備発行)枠を拡大させ、イングランド銀行に置いた預金を対価に、個別銀行が信用貸付を積極化させ、自行宛て小切手の環流によって、自行の預かる預金も拡大し、それがさらに小切

手発行を加速化させるという信用創造能力が19世紀末頃から一挙に増大した。他ならぬ金融のヒエラルキー構造が、銀行に通貨創造の力を付与することになったのである。それは、19世紀初期の過剰金融状況への逆戻りであった。そうしたイングランド銀行の地位の向上を前にしたとき、国家はイングランド銀行を管理するどころか、国家自体がイングランド銀行の信用創造能力に自己の借入れの安全性を求めていたのである。国家が金融権力を担ったのではない。イングランド銀行の信用付与能力が国家の金融的権力の支えとなっていたのである。その意味において、金融システムを管理したのは、国家ではなく、国家から管理されるはずであった当のイングランド銀行であった (Walter, 1993, chap. 2, sec. 4)。伝統的な健全通貨主義者は、ここでも、そうした国家権力の横暴を未然に防ぐためにも、金準備維持と外国為替平価水準の維持という外的制約をさらにきつくする必要性を訴えたが、時代は、現実の必要性から次第に管理通貨制度なるものへの幻想に向かって漂うようになったのである。しかし、間違っではならないのは、金融的ヒエラルキーの形成が、国家による金融市場の管理を容易にしたのではなく、それは、中央銀行の影響力の増大を促しただけで、金融市場自体の安定性を実現したわけではなかったということである。国家による管理能力の一切を拒否するハイエク (von Hayek, Friedrich A.) の論理⁶⁾、国家が中央銀行を通じる金融市場管理の必要性を訴えたケインズ (Keynes, J. M.) の論理⁷⁾といった相反する立論が同時期に両立したという事実そのものが、金融市場管理の困難さを表現するものであろう。

そもそも、権力による市場介入は、とくに金融部面においては、国際的にはもちろん、国内的にも、ほとんど有効性を示してこなかったといえる。ざりと

6) 「市場が間期的に繰り返される不況と失業によって影響されるというのは、いまでは時代遅れになった政府の通貨発行独占のためである。……通貨発行の政府独占を廃止して、通貨量の管理責任を諸機関に委ねれば、自己利益に従う諸機関は、利用者にもっとも受け入れられるように、通貨を管理するであろう」 (von Hayek, 1976, pp. 77-74)。

7) 「富を保護するために貨幣を保有したいという願望は、将来に対する計算と慣習に関する不信の指標である。……貨幣を現実にも所有すれば、我々の不安はなだめられる。我々に貨幣を手放させるのに必要なプレミアムは、我々の不安の程度を計る尺度である」 (Keynes, CW, vol. XIV, p. 116)。

て、市場を市場の力学に委ねておけば、自律的な安定性を示したわけでもない。いずれにしても、管理それ自体が困難だったのである。この点こそ、ヘゲモニー的安定化理論が見落とした点である。

III 経験則が適用できなくなった技術革新下にある金融市場

近年、金融の技術革新の急激な進展によって、かつてあった長期的な貨幣需要関数の安定性が失われてしまったという指摘がある (Lamfalussy, 1985; Wojnilower, 1985)。旺盛な銀行貸付需要に応じるためには、銀行は不足する準備を補充すべく、CDなどの大口定期預金の金利を引き上げて、預金を引き寄せなければならないし、それに応じて、貸付金利も高めなければならない。こうした金利上昇のせいで、新たな銀行貸付需要は自ずと沈静化し、貸付金利と預金金利はともに下方方向に反転するはずであるので、CDに定期性預金を含む総ての預金、小切手、現金を合計した M_3 は、長期的には安定するというのが過去の経験則であった。エコノメトリクスの検証されたこの経験に基づいて、たとえば、1970年代前半にイングランド銀行は、もはや有効性を失ったとされる銀行信用への直接的な管理（割引き率政策など）に代えて、 M_3 をターゲットとした貨幣総量安定政策を採用したことがある。しかし、英国では予想もしないことが起こった。貸付競争の激化から、貸付金利が大口預金金利を下回るというこれまでの経験からすれば考えることもできなかった事態が出現したのである。銀行はともかく貸し付けに邁進し、それによって急速に消失する準備を補充すべく、CD金利を高めながらも、生き残りをかけた貸付競争の激化によって、貸付金利の上昇を遅らせた結果、そのような異常な経営が横行した。銀行から借り入れた資金をCD市場に投入して利鞘稼ぎに没頭する企業も多数出現した。銀行の生き残り競争とは、即、貸付競争であるという状況が、このような異常事態を生んだのである。

こうした事態に対処すべく、英国の通貨当局は、以前の M_1 （現金、小切手、要求払い預金の総計）を直接的に管理するという「コルセット型」直接管理の

再採用に踏み切った。しかし、 M_2 を管理しようとするれば、要求払い預金から定期性預金に直ちに資金がシフトするという有様であった。銀行預金と証券間の資金シフトもまた頻繁に生じた。金融の規制緩和の進行とともに、銀行や企業の資産・負債管理能力の高まりによって、通貨当局による特定の金融資産の管理の強化があれば、市場の各アクターは、直ちに反応して、その資産を別の金融資産にシフトさせることができるようになっていた。金融緩和の進行と並んで、金融技術の一大革新もまた同時に進行していたのである。これまでの、固定的なルールに服従する経験則はまったくといってよいほど通用せず、新たなルールもすぐさま抜け道が作られるようになった。これが、「グッドハートの法則」(Goodhart's Law)と呼ばれるものである (Goodhart, 1984, p. 110)。

米国でも同じようなことが生じた。アーサー・バーンズ (Burns, Arthur) 理事長の下で、連邦準備理事会 (the Federal Reserve Board —FRB) が、1970年代前半に貨幣総量をターゲットとする政策の採用に踏み切った。当時、インフレーションの加速化による利子率の乱高下に対処すべく、変動金利ローンが生み出された。これによって、銀行は、金利変動リスクを顧客に転嫁することができるようになったのである。しかし、皮肉なことに、このことが却って金利の乱高下を増幅させることになってしまった。たとえ金利が高いときでも、そのうち、金利は下落基調に反転するであろうと期待した借り手は、高い金利下でなお高水準の借入れを継続し、それがさらに金利を押し上げるというスパイラル現象がしばしば生じた。さらに、金融先物の成長によって、金利変動リスクを他に転嫁できるようになったことも、高金利での高水準の借入れを厭わない心理を顧客に醸し出したのである。

英国で生じたのと同じように、米国でも、高水準の貸し付けは、銀行の準備金不足感を刺激し、インターバンク市場やCD市場を通じる借り入れで補充するようになった。この補充を促進すべく、通貨当局は、CD金利の上限を引き上げた。金利は加速度的に上昇した。にもかかわらず、銀行貸付は増大し続けた。大口CDの上限金利規制を外したことによって、当時、まだ預金金利規制

を受けていたノンバンク金融機関から預金が1978-1980年にかけて流出し、ノンバンク金融機関は経営危機に陥った。これに対処すべく、当局はさらに金融緩和を進めなければならなかった。ノンバンクに6か月物変動金利預金(MMC—Money Market Certificate)の発行を許可し、銀行との競争に不利にならないように当局は配慮した。それがまた、金融機関間の貸付競争を激化し、1980年には、銀行のプライム・レートが年率6%から9.5%にまで急騰したにもかかわらず、銀行信用の拡大は年率20%にまで達したのである。それは、1980年代前半まで続いた。

バーンズに代わったポール・ボルカー (Volker, Paul) 理事長の下で、FRBは、英国と同じく、貸し付けに対処する厳格な直接管理に踏み切らざるをえなくなり、今度は一転して、急激な信用収縮が金融市場を襲うことになった (Aglietta & Orlean, 1984, pp. 300-1)。

英国と米国における1980年代前半の経過から判断するに、金融のデレギュレーションと金融上の技術革新は相互促進的に進行し、その帰結として、当局による市場誘導的な金融管理の効果は、ほとんどゼロになってしまった。信用需要を抑制できる金利水準はどこかにはあるはずである。しかし、1980年に当局によって試みられた金利水準よりも、それははるかに高い水準でなければならなかったであろう。その水準を採用すれば、信用拡大については阻止できるかもしれないが、しかし、それは、正常な再生産循環を破壊するはずのものであった (Wojnilower, 1985, p. 352)。

そもそも、いかに権力を付与されているからといって、中央銀行がマネタリー・ベースを需要面で管理することは可能なのだろうか。米国のように、長期にわたって財政赤字を財務省証券の発行によってファイナンスしてきたような国の金融市場においては、FRBは、公開市場操作のような形で銀行信用の拡大を阻止しようとしても、財務省に、満期のきた既発行の財務省証券の買い戻しを請求する行為を銀行に禁止することはできない。信用拡大阻止策が講じられても、銀行には、財務省証券の償還を通じて準備金補充が容易にできる。

そして、それが再び貸し付けの資金的源泉になりうる。加えて、外国為替相場のわずかな変動をきっかけに大量の資金が国境を越えて動く。為替相場の乱高下を防ぐためには、流出する資金を完全に不胎化するわけにはいかず、この面からも通貨当局の狙うマネタリー・ベースの安定化を図ることなどまず不可能なのである。

金融規制緩和による競争の激化によって、銀行の行動は、過去とはまったく反対のものになってしまった。過去の銀行は、まず預金を受動的に受け入れ、つぎにそれを貸し付けていた。他の金融機関からの一時的預金を受け入れることはあっても、それが、貸し付けの主要源泉になることはまずなかった。経済学における「貨幣乗数アプローチ」が前提したのは、このような銀行行動であった。しかし、現在の銀行行動は正反対のものである。銀行は、競争に生き残るためには、まず貸し付けを拡大しなければならない。その後、銀行は準備金を補充するための資金を探し求めることになる。高金利を払って十分な預金を引きつけるか、インターバンク市場で借り入れるか、財務省証券を売却するか、ラストリゾートである中央銀行の「割引窓口」から資金を直接借り入れるか、いずれかの手段で準備補充に銀行は邁進する。このような貸し付けを増加させる銀行に対して追加的な流動性の供給を拒否して、銀行の支払い能力が断絶することを、中央銀行はもっとも恐れる。この点が重要である。このことは、すでに19世紀段階の英国でもしばしば見られたことであり、けっして新しい現象ではない。しかし、革命的な金融規制緩和と、金融技術革新の急速な進行が、金融システム破綻を恐れる中央銀行の供給する追加的な流動性の規模を天文学的な大きさにまで押し上げているという点に、現在の特徴がある。

そもそも、債務水準の適正規模なるものを確定できる情報などはない。行政官庁による「あうんの呼吸」(nods and winks)の多用は、日本だけでなく、他の諸国でも往々にして見受けられることである。しかし、そこで得られる情報は、規制緩和やオフバランス取引の横行によってますます少なくなってきているというのが実情であろう。したがって、かつては一定の効果があったこの

方法も、できるかぎり債務を増やして、できるかぎり多く貸し付けたいという銀行の熱病を冷やす効果はますますなくなってきているのである (Walter, 1993, 邦訳, 第2章, 5節)。

IV 競い合う過剰金融

中央銀行は、銀行券発行独占権をもっている。したがって、中央銀行は、銀行システムにもっとも信用のある準備を供給し、その供給コストを決定できる。政府もまた、自己の発行する国債の償還利回りをもって、市場の各種資金のコストを究極において決定することができる。民間銀行もまた、インターバンク市場へのアクセスが可能なかぎり、準備不足にそれほど神経質にならずに貸付増加に邁進できる。つまり、金融システムを構成する成員のいずれもがそれぞれの安全弁をもっている。しかも、政府に対しても、民間銀行に対しても、さらにまたインターバンク市場に対しても、支払い不能に陥る危険性が大きいときには、中央銀行は、借しみなく流動性を供給することができる。表面的に見れば、このようなシステムは、安定しているかのようなものである。世界的な本格的金融恐慌が戦後に生じなかったのは、中央銀行の「最期の貸し手」としての機能が過去に比べて飛躍的に強化されたからに他ならない。しかし、事態は、それほど単純なものではない。

すでに米国で周期的に観察され、日本の最近の住宅金融専門会社(住専)やノンバンクで顕在化した相次ぐ不良債権問題に見られるように、市場における過剰金融状況を放置したままで行なわれる、中央銀行や通貨当局による「最期の貸し手」としての機能による銀行救済措置の多用化が、ますます、各種金融機関から節度を奪い、相互依存を「相互もたれあい」に転化させるであろう。政治権力は、各金融機関の経営責任を問う前に、目の前で燃え盛っている金融不安が、経済システム全体の崩壊を導くことを恐れて、公的資金を当該金融機関に投入することにやっきとなる。それが、政治権力のなしうる唯一の対策であると、当事者たちは思い込んでしまうのである。

リスクの極度に高い戦略を追い求めて、高い収益を一時は実現したが、最終的にはその戦略のゆえに破綻したいわゆる放漫経営の銀行が、経営責任を問われずに、権力から救済されるとしたら、健全経営に徹した弱小の金融機関は、ワリを食った思いに陥り、この金融機関もまたハイリスク・ハイリターン戦略に殺到するようになるであろう (Walter, 1993, 邦訳, 第2章, 6節)。ただでさえ、大銀行に比べると情報力において大きく劣る中小金融機関が、大銀行のアグレッシブな経営戦略に引きずられて、ハイリスク (そして結果的にノーリターン) の案件に、ついつい手を染めてきたという現象も、米国の貯蓄・貸付組合 (S&L) や日本の住専、ノンバンクに往々見受けられたことである。しかも、大銀行は、顧客との関係で断りきれない危険な案件を系列関係にある中小銀行に紹介する。事実上の親会社からの紹介案件を断ることは、ヒエラルキーの下の中銀行にとって許されることではない。しかも、親会社といえども、容赦なく子会社のシェアを奪う経営戦略が取られている状況があるとき、自己のシェアを守るべく中小銀行は、あえてその種の危ない橋を渡ろうとするものである。そうした金融市場の力関係が、「モラルハザード」を助長し、過剰金融への衝動を強めてしまうものである。

政府の財政赤字拡大にも同様のことがいえる。もともと、財政とは個別の予算の集合体であり、総論的な観点から、個別案件を要求する各種圧力団体に経費を大幅に削ることを説得するのは、至難の技である。政治家がもっとも恐れるのは、選挙地盤における支持母体の反発を買うことであり、そのために、財政は対前年度比何パーセントの増分であるかといったことがもっとも説得的な指標になってしまう。そうした政治家のビヘイビアが、財政赤字削減を困難なものにする。中央銀行もまた、財政赤字ファイナンス資金を投入することに抵抗を示さない。逆に、経済全体がデフレに陥ることを嫌う。つまり、社会の主要構成員全体がデフレを避けるという共通観念に捕われる。

中央銀行業務とは、科学的ルールに従うものではなく、外交術に似た「技術」(art) である。しかし、あまりにも広範な裁量権を中央銀行に与えるべき

でない。国際金融と国内金融との融合、そして、世界的に形成されつつあるヒエラルキー構造、そのサブシステムとしての国内の金融的ピラミッド構造、企業側が進展させている金融の技術革新、といった新しい条件を前提にした新しいルール作成が緊急に必要とされている。ウォルターはいう。

「金融政策のジレンマを打破すべく、有効なルールを追加しなければならぬ。そのルールとは、金融市場と仲介業者を監視、規制する能力を付加することである。通貨当局が最後の貸し手として介入するには、コストがかかりすぎる。したがって、通貨当局は、過度の煩雑さも伴わずに、しかも、極度の不平等を押しつけることなく、準備の水準維持、細心の資本管理をさせる新しいルールを作り、そのルールに反する行為を金融的アクターに思いとどまらせることが必要である」(Walter, 1993, 邦訳, 第2章, 6節)。

少なくとも意識されるべきは、金融上のデレギュレーションと金融的技術革新が結合すれば、金融システムが安定するというわけにはいかないという歴史的経験である。1970年代の途上国向け不良債権問題、1980年代の米国の貯蓄・貸付組合の不良債権問題、そして、1990年代日本のノンバンクの不良債権問題、等々の経験は、新しい金融状況がきわめて不安定なものであることを十分に示している。競争的な金融市場は、けっして安定をもたらすのではない。金融市場を安定させる確かな方策は、規制を基調とする細心の金融政策のみである。

金融システムには、ヒエラルキーを生み出す内在的な傾向がある。しかも、金融のこのヒエラルキーを促進させてきたのが、政治権力であった。19世紀の英国では、政治権力と結びついたからこそ、ピラミッドの頂点に立ったイングランド銀行が、世界の金融システムを過剰融資に追い立てた。しかし、この経験は、市場諸力の自由な相互作用こそが、システムを安定させているという立場の正しさを照射するものでもない。規制なき自由市場もまた過剰融資に走ってきたというのが、歴史的事実だからである。

この視角は、ヘゲモニーと国際通貨システムとの関係にとっても適用できる。

ヘゲモニー国が国際通貨システムを安定させるには、国内通貨システムにおいて、中央銀行がはたすべきであった正しい役割と同様のものを遂行しなければならない。国内の中央銀行は、ときには健全通貨を維持したときもあったが、多くの場合、政治権力の財政難を救うべく、際限なき資金投入を政府機関に与え、それが、金融市場に過剰金融現象をもたらす最大の要因となった。国際通貨において、中央銀行に相当するのは、現在のところ、FRBであろう。しかし、このFRB自体が米国の財政赤字を支えているのであり、世界的な過剰金融現象の元凶となっている。そして、パワーの多元化によって、唯一の資格をもつはずの米国のヘゲモニーが浸食されつつある。すでに、通貨を安定させるタイミングを失ったのかもしれない。

「通貨秩序の運命は、それを基礎づけてきたヘゲモニーが時代遅れになってしまったとき、すでに定められていたのである」(Cohen, 1977, p. 105)。

参考文献

- Aglietta, M. & Orlean, A., 1984, *La violence de la monnaie*, 2nd ed, Presses universitaires de France, 井上泰夫・斎藤日出治訳『貨幣の暴力』法政大学出版局, 1991年。
- Cohen, B. J., 1977, *Organizing the World's Money*, Basic Books.
- Cooper, R. N., 1968, *The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community*, Council on Foreign Relations/ McGraw-Hill.
- Gilpin, R., 1987, *The Political Economy of International Relations*, Princeton U. P., 佐藤誠三郎・竹内透監修, 大蔵省世界システム研究会編『世界システムの政治経済学』東洋経済新報社, 1990年。
- Goodhart, C. A. E., 1984, *Monetary Theory and Practice: The UK Experience*, Macmillan.
- Hawtrey, R. G., 1962 (1932), *The Act of Central Banking*, Cass.
- von Hayek, 1976, "Denationalization of Money", *Hobart Paper*, 70, Institute of International Affairs.
- Keohane, R. O., 1980, "The Theory of Hegemonic Stability and Changes in Interna-

- tional Economic Regimes, 1967-77", in Holsti, O. R., Silversen, R. M. & George, A. L., *Changes in the International System*, Westview Press.
- Keohane, 1984, *After Hegemony*, Princeton U. P.
- Keohane, R. O. & Nye, J. S., 1973, "World Politics and the International Economic System", in Bergsten, C. F., ed., *The Future of the International Economic Order: An Agenda for Research*, D. C. Heath, pp. 115-79.
- Keohane & Nye, 1977, *Power and Interdependence: World Politics in Transition*, Little Brown.
- Keynes, J. M., 1971-79, *The Collected Writings of John Maynard Keynes (CW)*, Macmillan, for the Royal Economic Society, 邦訳, 【ケインズ全集】東洋経済新報社。
- Kindleberger, C. P., *International Money: A Collection of Essays*, Allen & Unwin, 1981.
- Lamfalussy, A., 1985, "The Changing Environment of Central Bank Policy", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 75 (2), pp. 409-13.
- de Menil, G. & Solomon, A., 1983, *Economic Summits*, Council on Foreign Relations.
- Merlini, C., ed., 1984, *Economic Summits and Western Decision Making*, Croom Helm.
- Putnam, R. D. & Bayne, N., 1984, *Hangin' Together*, Harvard U. P.
- Ruggie, J. G., 1982, "International Regimes, Transactions and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order", *International Organization*, 36 (2).
- Triffin, R., 1968, *Our International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*, Random House, 柴田裕・松永嘉夫訳【国際通貨制度入門】ダイヤモンド社, 1986年。
- Walter, A., 1993, *World Power and World Money*, Oxford, U. P., 2nd edn, 本山美彦監訳【ワールドパワー&ワールドマネー】三聯書房, 1996年。
- Wojnilower, A. M., 1985, "Private Credit Demand, Supply and Crunches-How different are the 1980s?", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 75 (2), pp. 351-56.