

書 評

Mervyn King 著 [2016]

The End of Alchemy

(W. W Norton & Company)

渡 部 亮

本書の著者は、前イングランド銀行総裁で、2007～08年の金融危機収拾の陣頭指揮にあった当事者でもある。当然ながら著者の問題意識は安定的な金融システムの構築である。

本書の題名「錬金術の終わり (The End of Alchemy)」の「錬金術」とは、銀行信用という無形資産が、財貨サービスの生産や販売に利用されて所得を創出することを意味する。この銀行信用には、資産としての信用供与（与信）と、負債としての預金（受信）の両面がある。つまり銀行は信用をもとに貨幣（預金通貨）を発行し、それを使って企業や家計に投融资（信用供与）する。財貨サービスの生産や販売が所得を創出する過程では、この銀行信用が錬金術の中枢を担う。著者は、銀行の資産と負債が両建てで発生する金融制度、こうした金融制度自体に不安定性が内在するとしうえて、貨幣制度ないし金融システムをどのようにして改革し補強するかを考察している。

本書は注まで含めると400ページに及ぶ大著であり、その内容は貨幣や金融危機の歴史、金融理論、現代の銀行業務、金融政策の役割など金融経済が中心だが、後半では、世界経済低迷の原因として実物経済面での不均衡とその解消策も論じられている。本書の鍵となるコンセプト

トは「極度の不確実性」、「信用」、「不均衡」、「囚人のジレンマ」などである。

1. 金融システムの脆弱性

貨幣は、発行主体の信用（trust）を基盤とする支払い手段であるとともに、価値蓄蔵手段、価値尺度でもある。債権債務の多寡も貨幣単位によって表示され、その決済も貨幣によって行われる。最近では債権債務そのものが貨幣の起源であったという説も提起されている¹⁾。

現代の貨幣は、銀行の資産である与信（credit）に基づいて発行される信用貨幣であり、中央銀行が発行する現金通貨も、民間銀行が発行する預金通貨も、いずれも銀行の負債（debt）である。一般の預金者からみれば、現金同様にリスクの低いはずの預金（銀行の負債）が、リスクの高い投融资（銀行の資産）に充当される。

当然ながら銀行資産である与信にはリスクと不確実性が伴い、貸し倒れ損失も発生する。一方預金者は、預金が安全で流動性の高い金融資産だとみなしている。銀行の貸方と借方はともにマネーなのだが、両者のリスクには差（ミスマッチ）があり、そのリスクの差が銀行収益の源泉となる。金融危機は、銀行が信用という公

共財を濫用し、このリスクの差（ミスマッチ）を過剰に拡大させた結果として起きた。

銀行が、その信用をベースとして貨幣（銀行の負債）を創出する仕組み自体に金融システムの脆弱性があるのだが、通常の状態では、貸出に伴う信用リスクや短期借り長期貸しによる満期返還リスク（金利変動リスク）は、大数の法則によって回避される。大数の法則とは、すべての借り手が同時に倒産したり、すべての預金者が同時に預金を引き出ししたりすることは稀だという経験則である。

それに加えて、①株式会社である銀行の株主は有限責任であること、②預金保険制度が整備されていること、③中央銀行が最後の貸し手として控えていること、こうした制度的な安全網が存在するので、銀行は大きなリスクを追求できるようになった。2007～08年の金融危機に至る過程で銀行は、流動的な負債（預金だけでなく債務担保証券のような疑似貨幣を含む）によって調達した資金を使って非流動的な資産（住宅ローンやローン担保証券など）に投融資し、巨額の利益をあげた。そのなかには、資産側のリスクを糊塗して、見せかけ上は安全な負債（貨幣ないし疑似貨幣）を発行したケースも多かった。金融危機はそうした状況が極限に達したときに起きた。

著者によれば、産業革命以来、銀行や貨幣を完璧に管理できた試しはないという。いわば近代経済史は金融システム失敗（system failure）の繰り返しであった。金融危機は、①銀行の負債がリスクのない貨幣（確実な支払い手段ないし価値蓄蔵手段）として使用されること、②銀行資産がリスクにさらされること、この両者の間の矛盾が表面化した結果である。

そこで安定的な金融システムを再構築するに

はどうすべきという問題が持ち上がる。民間銀行に貨幣発行を委ねる現行システムが失敗したとすれば、すぐに思いつくのは、政府が貨幣を発行することである。これは「政府発行貨幣と民間銀行発行貨幣のどちらが信用できるか」という設問でもある。あるいは「錬金術を政府に任せるべきか、それとも民間銀行に任せるべきか」という選択でもある。しかし歴史を振り返れば「政府も民間も、貨幣発行主体としてはいずれも信用できない」という解答になる。それではいったいどうしたらよいのであろうか？

第7章で著者は具体的な提案をしているが、それを一言でいえば、「錬金術を終わらせるためには、金融にかかわるさまざまなリスクを事前に明確に認識したうえで、錬金術によって利益を得る主体（政府ないし銀行）に、そのリスクを負担させるべきだ」ということになる。ただし具体的な提案内容は後段に譲り、その前に本書の第2章で紹介される貨幣の歴史を概観する。それは、近時話題のヘリコプターマネーを考えるうえでも参考になるからである。

2. 欧州における貨幣の歴史²⁾

中国を別とすれば、西欧における貨幣の歴史は、コインのような物的貨幣から始まった。そして封建制時代には君主ないし王権が貨幣（コイン）を乱発して、戦費調達など財政資金調達を行ったので、貨幣価値が棄損した。一方民間部門では、取引決済需要を満たすために貨幣を必要としたのだが、もともと民間には高い信用を有する貨幣発行主体が不在であった。

君主ないし王権（政府）の財政資金ニーズと民間の取引決済ニーズを両立させる仕組みとして登場したのが、イングランド銀行（1694年に創設）であった。それは、官民合同の貨幣管理

の先駆けであり、英国政府の財政資金需要（特に対仏戦費調達）と民間業者の取引決済ニーズを折衷し両立させた「大決着（Great Monetary Settlement）」であった。政府は戦費調達をイングランド銀行に依存し、イングランド銀行は貨幣発行を政府の信用で裏付けた。同行は共同出資会社（現代の株式会社）として設立され、民間の出資者が取締役としてイングランド銀行のガバナンスの主体になった。イングランド銀行の負債である銀行券に王権（sovereign）が裏書きし、その見返りとしてイングランド銀行が政府債務（国債）に投資した。こうして財政資金需要を抱えた政府と、決済手段を発行し利用したい民間銀行とが、貨幣発行利益（seigniorage）を共有することになったのである。イングランド銀行が創設された1694年の翌年には、スコットランド銀行が創設され、イングランド・スコットランド合同法（Act of Union）によって1707年に両者が統合されたときに、ポンドが大英帝国の共通通貨となった。

ところで欧州では、13世紀後半のイタリアで銀行業が始まったが、最初に銀行発行の紙幣の原型（おそらく為替手形）が登場したのは、1250年のカタロニアおよび1574年のライデンであったという。その後1656年に、当時のスウェーデン国王（カルル10世グスタヴ）によって設立免許を与えられたストックホルム銀行が、1661年以降に銀行券を発行した。しかしご多聞に漏れず、この銀行は大量の紙幣を発行して巨額の投融資を行った結果破綻し、創設者 Johan Palmstruch は1667年に投獄された。それを受けて1668年に、後の中央銀行リクスバンクがあらたに設立されたのだが、同行は1897年までは商業銀行であった。

ちなみにストックホルム銀行の創設者は、ラ

トヴィア生まれでアムステルダム育ちの外国人であった。これと同様のケースが、スコットランド人のジョン・ローによって創設され、1720年末に破綻したフランスのロイヤル銀行（Banque Royale）である。両行とも、最初は君主ないし王権の庇護のもとで発足し、創設者の私利私欲というよりも、経済発展による国力増強といった高邁な目的を遂行したのだが、次第に貨幣の過剰発行や投機に陥って破綻した。本書の著者がいう「信用の罠」に陥ったわけである。近代における銀行貨幣（紙幣）の発行も、経済成長によって多くの人々を貧困から解放するうえで重要な役割を果たしたが、人工物の常として功罪の両面を持っており、貨幣発行権（錬金術）の濫用が起きた。

3. 米国における貨幣の歴史

同様のことは米国でも起きた。まず1690年に Massachusetts Bay Colony が、カナダ侵攻の戦費調達を目的として米国初の紙幣を発行し、次いで1723年には Pennsylvania Provincial Assembly が紙幣を発行した。紙幣による税の支払いには恩典を与える（プレミアムを付ける）などして流通を促進したのだが、いずれも過剰発行によって価値が希薄化した。

ちょうどその頃（1729年）、印刷工だったベンジャミン・フランクリンが“A Modest Enquiry into the Nature and Necessity of a Paper Money”と題する論文を発表して、紙幣の効用を説いた。母国の英国では、植民地である米国が紙幣発行によって戦費を調達することを懸念し、英国議会は1750年代以降数次にわたって Currency Act を制定して、米国の紙幣発行を禁止した。しかし米国建国直後の1777年にはスペインドル銀貨（Spanish Dollar of

Silver) にリンクした Treasury Note (Continental) を米財務省が大量発行して、独立戦争の戦費調達に使用した。連邦議会は1779年に Continentals 発行を停止したが、その後は財務省に代わって各州が発行を続けた。

ところで合衆国憲法第1章8項は、連邦議会が貨幣(鑄貨)の発行権と貨幣価値の規制権を持つことを定めている。また第1章10項では、州が鑄貨および金銀以外の法貨を発行することを禁じている。ここで8項の一部を引用すると、The Congress shall have Power to (中略) coin Money, regulate the Value thereof, and of foreign Coin, and fix the Standard of Weights and Measures; と記されている。

この8項は、鑄貨に関する権限を度量衡の設定権と一緒にして扱っている点が注目される。本書の著者によれば、このことは、価値尺度としての貨幣の役割が度量衡と同列に扱われることを意味する。ということは、かりにビットコインのような仮想通貨が登場しても、価値尺度としての現存貨幣(国民通貨)の役割および貨幣を管理する中央銀行の役割は存続することになる。価値尺度だけでなく、支払い手段としての貨幣(国民通貨)の役割も、仮想通貨の不確実性を考えれば、存続するだろうという。

ともあれ、米国憲法上は連邦議会が貨幣の発行権を持つのだが、厳密に言えば、それはコインの鑄造権であり、紙幣発行に関する憲法上の明確な規定はない。このことは、その後アレグザンダー・ハミルトン(初代財務長官)が中心となって、中央銀行を設立しようとしたときに、憲法上の論争を引き起こした。結局ハミルトン側が押し切って銀行券(紙幣)が発行された。その経緯は、まず1785年に連邦議会が米国の共通貨幣単位をドルと定め、次いで1792年に

はドルの金銀平価を定めるとともに、コイン鑄造所(mint)の設立を認める Coinage Act of 1792を制定した。そして1791年から1811年にかけて First Bank of the United States が設立され銀行券を発行したのだが、これは時限立法によるもので1811年には失効し、同行も活動を停止した。その後1816~1836年に Second Bank of the United States が設立され、再び銀行券が発行された。しかしアンドリュー・ジャクソン大統領が、連邦議会の貨幣発行権を銀行に委譲するのは憲法違反であるとして拒否権を発動し、中央銀行制度は再度中断された。そのため1836年以降25年間は国法銀行券が不在の時代になった。著者によれば、これはいわゆるフリーバンキングの時代であり、2007~2008年の金融危機が起きるまでの金融規制緩和期に酷似しているという。両時代はともに、質の悪い資産をベースに銀行が自由に貨幣を発行した点で共通している。

米国の貨幣史に戻ると、リンカン大統領の時代になり、Legal Tender Act of 1862が制定され、北軍が greenback (緑色のインクで印刷した現行ドル紙幣の原型)の発行によって南北戦争の戦費を調達した。次いで National Banking Act of 1864 (国法銀行法)が制定され、最後は Federal Reserve Act of 1913 (連邦準備法)によって連邦準備制度が紙幣(Federal Reserve Note)を発行する運びとなった。

4. 「シカゴ計画」

連邦準備制度設立の過程で、ネブラスカ州出身のポピュリスト政治家ウィリアム・ジェニングズ・ブライアンが、貨幣の発行権は、公衆を代表する政府ないし議会が保持すべきだという論陣を張った。ブライアンは、農業州ネブラス

カの出身であり、東部の銀行家と敵対関係にあった。彼は三次にわたって民主党の大統領候補として出馬し、最終的にウィルソン政権の國務長官を務めて、連邦準備制度の設立にも関与した。しかし現実には、ブライアンの意思とは逆に、連邦準備制度を頂点とする銀行（東部の銀行資本）が貨幣の発行権を手に入れた。そうした金融システムが軌道に乗り始めて間もない1920年代後半には、株式市場の活況が行き過ぎて、資産バブルとその崩壊が起き、早くも金融システムの不安定性を露呈した。

こうした事態を受けて、アーヴィング・フィッシャーやヘンリー・シモンズのような経済学者が、政府が貨幣発行権を奪回すべきだとする「シカゴ計画」を1933年に発表した。これはバブル防止策として提唱された計画であり、現代のヘリコプターマネーのようなインフレ増進策ではないのだが、政府による発行貨幣という点において、両者は共通している。

本書はヘリコプターマネーを直接論じているわけではないが、第7章で政府発行貨幣との関連で「シカゴ計画」が紹介される³⁾。それは、政府が貨幣発行と管理の権限を取り戻すという構想であり、ブライアンのようなポピュリスト政治家だけではなく、アカデミックの一部からも支持されたことがわかる。この一見奇抜なアイデアは、銀行信用に依存した貨幣制度への不信感に起因するといえる。

「シカゴ計画」の提唱者たちは、部分準備制度が資産バブルや金融不安定化の元凶であって、預金に対する所要準備率を100%にして信用創造を否認すべきだと考えた。その場合、銀行の役割は、貯蓄資金の保管者（custodian）および決済機能の提供者（ナローバンク）に留まる。貯蓄者と投資者の間の資金仲介（信用供

与）は、非銀行金融機関（ノンバンク）に任せるか、銀行が資金仲介を行う場合には、長期債務や株式発行によって調達した資金だけを信用供与に充当する。したがって信用供与を行う銀行（ワイドバンク）は、預金通貨の発行を禁じられ、信用創造を行わない。

「シカゴ計画」では、政府貨幣の発行によって、銀行の決済業務と資金仲介業務を分離し、貨幣発行と資金仲介の組み合わせによる錬金術を禁じるのである。それは、決済業務と保管業務を専業とするナローバンクと、資金仲介業務を専業とするワイドバンクとの分離であり、前者は、預金のような銀行の流動負債を準備預金のような流動資産だけで運用する。長期のリスク資産への投融資は、ワイドバンクが長期負債と自己資本で賄うか、ノンバンク（非銀行金融機関）に任せる。

この場合ナローバンクは信用創造を行わないので、マネーサプライはマネタリベースに等しくなり、マネーサプライを政府が直接管理できる。そうすれば銀行が創出した貨幣が投資資金となって資産バブルを煽ることもないし、預金者の取付けやシステミックリスクといった問題（銀行の投融資に伴う信用リスクが流動性リスクを引き起こす問題）も回避できる。現在の貨幣制度（部分準備制度）では、銀行信用（credit）によって預金通貨（money）という銀行負債（debt）が発行される。「シカゴ計画」のもとでは、100%の預金準備率を課することによって、銀行の積極的な与信行為（信用創造）を禁じ、貨幣増発が資産バブルやその崩壊を引き起こすような事態を未然に防ぐことができるのである。

5. 民間金融システムのメリット

それでは、シカゴ計画やヘリコプターマネーは、なぜこれまで実現しなかったのか？単純な答えは、民間銀行がロビー活動によって政治的圧力を行使し、既得権（通貨発行利益）を保持したためである。英国で2007～08年の金融危機後に実施された「リングフェンス」でさえ、銀行界から強硬な反対があったという。リングフェンスは預金取扱い業務と投資銀行業務を遮断するもので、著者がイングランド銀行総裁時代に、直接かかわった規制事案である。銀行は、安全で流動性の高い預金通貨を発行し、それをリスクが高く、流動性も低い投融資に充当してきた。そうしたリスク転換や満期変換が銀行の収益源となったのだから、リングフェンスによってそれを遮断されるのは、銀行界にとっては受け入れがたかったのであろう。

シカゴ計画やヘリコプターマネーがこれまで実現しなかったもう一つの理由は、現行の民間金融システムにもそれなりメリットがあるからである。決済手段の提供（預金通貨発行）と資金仲介（信用供与）の組み合わせは、大きなリスクも内包しているが、熟練した銀行員の経験と知恵による適正な資源配分や、大数の法則による衝撃緩衝帯としての役割もある。別な言い方をすれば、政府が民間銀行よりも常に正しい判断をする保証はない。

以上が、シカゴ計画やヘリコプターマネーがなぜこれまで実現しなかったのか？という設問に対する著者の答えであるが、ここで議論は、「政府発行貨幣と民間銀行発行貨幣のどちらが信用できるか」という振出しの問題に戻ることになる。

前述のように米国憲法上では、連邦議会が貨

幣の発行権（厳密にはコインの鑄造権）を持つことが定められている。貨幣は信用によって担保されなければならないから、議会ないしは行政執行機関としての政府が信用の要となるべきだといった議論にも一理ある。たしかに選挙によって選ばれた議員には、選挙民に対する責任がある。それにもかかわらず貨幣発行が中央銀行を頂点とする金融システムに委譲された理由は何か？その答えが、「中央銀行の役割」と題する第5章で述べられている。

一言でいえば、現在の金融システムは、頻発する金融危機を収拾する過程で形成された歴史上の産物である。そして金融危機の原因は、政府自身の信用失墜や政府機関の不在による場合が多かった。米国連邦準備制度の創設がその典型例であり、1907年の金融危機を経て1913年に制定された米国連邦準備法は、危機収束過程でJPモルガンが果たした役割を制度化したものである。イングランド銀行は、もともと発券銀行としてスタートした民間銀行だが、それが次第に金融システムの安定といった公的な役割を帯びるようになった。

6. 中央銀行の役割

著者によれば、中央銀行の伝統的な役割は、第一に、経済が成長しているときには貨幣価値の安定（インフレ抑制）であり、第二に、金融危機の際には最後の貸し手としての流動性供給であった。興味深いことに、著者は、成長促進や雇用増進という役割を捨象している。これは、1997年にイングランド銀行が独立性を確立したときの取極めで、インフレ目標の達成を最優先課題としたからである。雇用問題は政治的要素を含むので独立性と背反する。

実際、上記の二つの役割のうち、中央銀行の

発生史的には、後者の役割のほうが古い。というのは、発足時点までの中央銀行は、いわば民間銀行協会の事務局の立場にある有力商業銀行であり、それが金融危機收拾策のとりまとめ役として台頭したからである。こうして次第に中央銀行を頂点とする金融システムが確立し、国家政府も貨幣発行と金融秩序維持を中央銀行以下に任せるようになった。

理想論からすれば、公衆を代表する議会ないし政府が、中央銀行との間で貨幣発行の手続きや貨幣価値維持の細目を定めた契約を結び、契約の履行を中央銀行に強制すればよい。シカゴ計画にもそうした暗黙の想定がある。しかし現実には、財政資金調達を中央銀行の発券機能へ依存するなど、政府自身が契約破棄の誘惑に駆られる。また政府が完璧な精度で経済を理解し、将来起こり得るすべての事態を予想して完璧な契約を締結できるわけでもない。そこで契約や法的な取り決めの厳格な強制よりも、インフレ目標のようなルールを設定し、あとは中央銀行の裁量的判断に委ねるほうが好ましいという考え方が、経験的に定着した。近年の日米欧の金融政策にみるように、そうしたルールの適用（インフレ目標達成のための裁量的金利操作）も、政治情勢や海外情勢などに応じて延期されたり変更されたりする。契約や法的な取り決めの厳格な履行よりも、中央銀行当局者の説明責任と透明性を重視するというのが、最近の傾向であり、著者もこうした立場を支持する。

しかし2007～08年の金融危機によって明らかになったように、単純なインフレ目標政策は、民間銀行の過度な収益追求に対する警戒を欠いたために、資産市場におけるバブルやその崩壊を放置した。そして金融危機が引き起こした混乱があまりにも大きかったために、中央銀行

は、量的緩和という形で国債購入による緊急の貨幣供給を迫られた。

金融危機の教訓を踏まえて、マクロ・ブルーデンシヤル政策が、中央銀行の役割として、インフレ目標政策に追加された。しかしマクロ・ブルーデンシヤル政策がマネーサプライや資金供給量のコントロールを意味するとすれば、巨額の資本が国境を超えて移動する現代では、実現不可能に近い。さりとてブルーデンシヤル政策が、ミクロレベルで企業や家計への資本配分に直接関与するとしたら、それは中央銀行の権限を逸脱している。

7. 最後の貸し手としての中央銀行

そこで金融危機が起きた場合には、どうしても中央銀行の最後の貸し手機能が必要になる。しかし伝統的な中央銀行論や法制上の取り決めからすると、この機能は、支払い能力がある金融機関が流動性不足に陥った場合に発動されるべきであり、支払い能力を失った金融機関を事後的に救済（bail out）するものではないはずだった。

最後の貸し手機能に関する伝統的な見解としては、19世紀後半に *Economist* 誌の編集長ウォルター・バジョットが提唱した「バジョット・ルール」がある。これも、支払い能力がある銀行が良質の担保を差し入れた場合に、罰則金利で中央銀行が緊急融資するといったルールであった。また米国連邦準備法の13条（3）項には特別融資条項があるが、この条項は1932年の連銀法改正により接ぎ木的に挿入されたもので、たしかに加盟銀行以外の法人や個人も特別融資の対象としていた。ただしそれは支払い不能に陥った企業や個人を直接救済するのではなく、通常の信用手段が枯渇したような異例

(unusual) かつ緊急 (exigent) の場合に、金融システム全体に流動性を供給するというのが法の趣旨であった。また13条全体は、「銀行の銀行」としての連邦準備制度の権限を定めた条項であり、実物取引に裏付けられた手形などの再割引による、90日以内の短期融資に限定されていた。ベアスターンズや保険会社 AIG などの救済融資は、そうした趣旨を逸脱するものであった。実際2008年に連邦準備制度が AIG に緊急融資したときや、欧州中央銀行がユーロ圏周縁国の国債を買い入れたときには、それに対して米国の司法当局やドイツの憲法裁判所が疑義を差し挟むことがあった。

著者は、安全網自体の必要性を認めるが、「バジョット・ルール」では不十分だとする。というのはバジョットの時代 (19世紀後半) には、銀行が政府証券や良質の商業手形を豊富に保有していたが、現代ではそうした資産が少なくなっているからである。また銀行の自己資本も往年に比べると手薄であり、その代わりに無担保の短期債務が多い。また緊急時には、破綻が懸念される銀行に支払い能力があるかどうか、にわかには判断がむずかしいし、時間もかざられている。

実際、2008年のリーマンブラザーズ破綻直後に、英国も米国も支払い能力を失った銀行に対して資本注入することを決断した。英国では2008年10月8日に、政府とイングランド銀行との間で銀行への資本注入が合意された。また米国も英国を踏襲する形で、緊急経済安定法 (2008年10月2日制定) に基づき不良資産救済計画 (TARP) が実施された。両国とも支払い能力を失った銀行を救済せざるを得なかったのである。

問題は、支払い不能になった銀行への資本注

入が、最終的に納税者の負担になることである。そのため米国では、金融危機後の2010年10月にドッド・フランク法が制定され、納税者負担を回避する方策が講じられた。そのなかには銀行の自己資本増強やストレステスト、事前の破産処理計画などさまざまなものがある。しかし著者はいずれも不十分であるとして、次に述べる「全天候型質屋 (pawn broker for all seasons)」という第三の道を提案する。

8. 「全天候型質屋」

著者は、「シカゴ計画」で提唱されたようなナローバンクとワイドバンクの分離はあまりにも極端だとする。またワイドバンクの貨幣発行を禁じただけで金融危機が防げる保証もない。かりにナローバンクとワイドバンクを分離し、ワイドバンクには投融資業務だけを認めたとしても、投融資の判断ミスによってワイドバンクが破綻し、金融危機が発生する可能性もある。判断ミスがなくても、経済情勢の急変で借り手が返済不能に陥り、担保資産の叩き売り (fire sales) が始まって、資産市場が混乱に陥る可能性もある。そうした時には、金融システムの安全性維持の観点から、やはり政府およびその代理人としての中央銀行による支援や救済が必要になる。しかし支援や救済にいつ出動するか、また投融資の市場価格がその本源的価値からどの程度乖離しているか、こういった判断に関して、政府当局者が民間人よりも優れている保証はない。

そうであるとすれば、ナローバンクとワイドバンクの双方の業務を併営させて、預金を含む民間貯蓄を民間投資に振り向ける業務を、民間銀行の創意工夫に委ねるほうが効率的である。そして緊急の危機的状況にかぎって、最後の貸

し手機能など、公的な安全網を発動するほうが好ましいであろう。

そこで著者は、最後の貸し手としての中央銀行の存在がモラルハザードを起こすといった問題を防止するために、中銀からの借り入れの際の担保資産にヘアカットルール（掛け目）をあらかじめ設定することを提唱する。非流動的でリスクの高い資産も担保として使用できるが、その場合にはヘアカットを大きくする。このヘアカットのなかには、バジヨットのいう罰則金利（penalty）の要素が含まれる。そもそも民間銀行制度のメリットは担保付き融資にある。というのは、担保資産の価値とその換金性は、負債の借り手（企業や家計）の元利金返済能力とは独立しているからである。したがって適切なヘアカットを設定すれば、銀行による投融資の回収が可能である。

著者がいう「質屋」になれるのは、政府ないしその代理人としての中央銀行であり、両者のどちらかが掛け目を設定する権限を握り、民間銀行の錬金術に課税する。これは常設の制度であり、「全天候型」と命名される所以である。これにレバレッジ規制（財務会計上の単純な自己資本比率規制）を加味すれば、安全網は完備するという。なおレバレッジ比率を設ける理由は、現代の銀行が直面するリスクが、貸し倒れのリスクや満期変換に伴う金利変動リスクに加えて、自行の財務リスクにもあるためである。

前述のように、錬金術とは、銀行には支払い能力があるという信頼感（信用）をもとに預金を集め、その預金を原資として、リスク資産に投融資して利益をあげる仕組みである。しかしこの仕組みは「信用の罫」を内包している。しかも従来の制度のもとでは、投資先のリスクが顕在化した場合には、中央銀行が最後の貸し手

として救済の手を差しのべるといった期待が存在したので、モラルハザードが起きやすかった。信用の罫やモラルハザードを防止するには、極論すると、①100%の預金準備率を課するか（「シカゴ計画」のようにナローバンクとワイドバンクを分離するか）、あるいは②民間銀行の自主規制に任せて、破綻した場合にはそれを放置するか、①か②のどちらかしかない。キングの提案は、ヘアカット（掛け目）という手法を使って、両者の中間を探るわけである。

より具体的にいえば、銀行は実効流動資産が実効流動債務を上回るように義務付けられる。ここで実効流動資産＝中央銀行預け金＋銀行資産×掛け目、実効流動負債＝要求払い預金＋無担保債務である。なお銀行資産の掛け目は資産の種類ごとに異なる。また実効流動資産が実効流動債務を上回るようにするというルールは、非銀行金融機関（シャドーバンク）にも適用される。

このルールを実施する場合には、既存の BIS レベルの自己資本比率規制や流動比率規制を廃止する。それに代えて、国ごとに前述のレバレッジ比率規制を導入して、安全網を補強する。既存の自己資本比率規制はリスクウェートの設定が恣意的であることに加えて、想定外の事態（確率上起こり得ないような unknown unknown、いわゆるブラックスワン現象）が表面化した場合に、十分な対応ができない。

9. 「全天候型質屋」のメリット

かくして公的な安全網は、担保付き融資とヘアカットルールとのセットにすべきだという著者の提案が浮かび上がってくる。2007～08年の金融危機前後に起きたことを参考にすると、著者の提案にはいくつかのメリットがあるとい

う。

第一に、今後とも金融危機時に流動性を失った資産に対して流動性を供給できるのは中央銀行だけである。第二に、「政府と民間銀行のどちらが錬金術を行うか？」といった二者択一問題を回避できる。個々の民間銀行は、それぞれの業務戦略に応じて、資産と負債のバランスを選択することができ、そのことが金融業の効率化を促進する。第三に、銀行は事前に計算された掛け目という形で保険料を支払うので、危機が起きたあとになって罰則金利を支払い、緊急融資を受けるといった負担を軽減される。中央銀行も平常時にあらかじめ掛け目を計算するので、危機時の拙速な判断を回避できる。

第四に、2007～08年の金融危機後の量的緩和政策によって、銀行部門に潤沢な準備預金が増え、現時点で各銀行が実効流動資産を確保するのはむずかしいことではない。また中央銀行の側にも、2007～08年の危機対応によって、資産ごとの掛け目設定のノウハウが蓄積されている。第五に、米国のドッド・フランク法やBISレベルでの自己資本比率規制など、現在の複雑な規制を廃止して、「全天候型質屋」とレバレッジ比率規制の二本柱に単純化することができる。しかもこれらの新制度は、国際協定を取り交わすことなく、各国が独自に設計できる。

しかし評者が多少なりとも疑問に思うのは、情報通信技術や知財の時代において、借り手企業の側に十分な物的担保が存在するかどうかである。サーバーや通信ネットワーク、周波数帯域など以外には、多くが思い浮かばない。

10. 大不況 (Great Recession) の真因

本書の序章で指摘されているように、金融危

機や不況の発生自体は、経済学者の責任ではない。それは、自然災害の発生が自然科学者の責任ではないのと同じである。しかし誤った理論や政策対応が危機を拡大させたり、危機は起きないと錯覚したりしたという点では、経済学者にも責任があった。こうした観点から第8章では、2007～08年の金融危機およびその後の大不況の原因が論じられ、続く第9章（最終章）では、しかるべき政策対応が提唱される。

本書の刊行時点（2016年初）で、国際通貨基金（IMF）が予想した2018年におけるG7諸国のGDP（国内総生産）の予測値は、かりに金融危機が起きずに、危機以前の経済成長率が継続していたと仮定した場合のGDP推計値を、約15%下回ることになる。ケネス・ロゴフとカルメン・ラインハートが指摘したように、大きな金融危機のあとには長期の経済低迷が続くが、それはなぜか？著者によれば「長期停滞」、「生産性の低下」、「バランスシート不況」、「負債の増大」などの仮説は、いずれも兆候を説明するにすぎず、大不況の真因を解明するものではないという。

著者は、家計の過剰な負債も資産バブル崩壊も、大不況の原因ではなく単なる兆候にすぎず、真因は世界経済の不均衡にあったとする。それは、経常収支黒字国の過剰貯蓄と経常収支赤字国の過剰支出である。より具体的にいえば、赤字国側の過剰な支出を支える金融緩和（流動性供給）が、黒字国側の資金余剰となって世界的な過剰貯蓄（Global savings glut）を生み、それが実質金利を低下させて、赤字国側の支出をさらに増大させた。

換言すれば、赤字国側での現在の支出と、黒字国側での貯蓄（将来の支出のための備え）の不均衡が、実質金利低下によって拡大した。赤

字国では低い実質金利のもとで、将来の支出を前倒し的に先取りして現在の支出を増やした。危機後にはその反動で現在の支出が急減しただけでなく、将来の支出もさらに減少し続けるであろうといった悲観的予想が生まれて、現在の設備投資も冷え込むといった状況（ネガティブ・フィードバック）に陥った。これが大不況の真因であり、世界的な有効需要不足が大不況を引き起こしたわけではないのだから、拡張的な財政金融政策だけで大不況を打破することはできないとする。

11. マクロ経済の不均衡の根源

マクロ経済の不均衡が発生したことを理解するためには、経済学が時代とともに変遷してきた経緯を振り返るのが有効である。

1930年代までは、均衡財政と金融システムの安定維持が、主要国に共通する経済政策の役割であった。ドイツは今でもこの二点を重視するが、米英では1930年代の大不況とソ連や共産主義の脅威に直面して、完全雇用を重視するケインズ政策が実施された。ケインズ経済学は、企業家の血気など人間感情の役割を重視するが、そうした人間感情は合理的な計算に基づくものではなく、不確実性を孕む。不確実な世界には「知られざる未知 (unknown unknown)」が多すぎるため、各経済主体はゲームの理論でいう「囚人のジレンマ」に陥る。たとえば不況下で家計消費が減少すると、その分家計貯蓄は増加するが、同時に企業家の血気が委縮してしまうので、企業投資も減少する。こうした貯蓄と投資の不均衡が、ネガティブ・フィードバックの形で起きる。そうした意味で、ケインズ経済学は不均衡動学であり、各経済主体の将来の支出計画を政府が調整かつ統御しないと、経済は均

衡からますます乖離すると考えた。

しかし第二次世界大戦後の繁栄を経て1970年代になると、ベトナム戦争と財政支出の行き過ぎによって未曾有のインフレに直面した。そこで中央銀行が金融引締政策を実施するとともに、規制緩和と減税が経済政策の中心に据えられた。かくしてケインズ経済学に代わって、市場機能を重視する新古典派経済学が台頭し、民間市場経済への政府介入を排除すれば、市場参加者の合理的な計算に基づき、労働市場における雇用回復を含めて、均衡への修復が図られると考えられた。ただし著者によれば、それは将来財を含むすべての財の一大競売市場 (grand auction) の存在を前提としている。現実には、たとえば原油の長期先物市場が存在しても、航空券の長期先物市場は存在しないので、航空会社が将来にわたる需給を均衡させるような行動をとれない。したがってかりに賃金物価の伸縮性が存在しても、すべての経済取引主体の需給が自動的に調整されるとはかぎらない。

また金融市場には、流動性の罫といった現象が存在するので、金融市場でも需給が均衡する保証はない。流動性の罫とは、ゼロ金利の近辺では流動性選好が無限大になる状況を指す。たしかに近年ではマイナス金利政策の実施によってゼロ金利の壁は破られた。ゼロ金利が預金金利にまで波及すれば、富裕税の導入に等しいことになり、マイナス預金金利に直面した人々が、現在の消費を増やしたり、株式投資したりするかもしれない。しかし逆にマイナス金利下では、将来を悲観して前向きの支出を手控え、現金を保蔵し続けるかもしれない。その場合には、ネガティブ・フィードバックが働くことになる。

新古典派ないし新自由主義の経済学は、人々

が現在から未来にわたって合理的に行動すると想定した点では正しかった。しかし将来起こり得るすべての事象や事態が、事前に予測可能な確率分布に従うと想定した（known knownの世界を想定した）のは間違いであった。きわめて不確実な状況（radical uncertainty）のもとでは、生涯所得に影響を与える要因が多岐にわたり、事前の確率分布では捉えきれない事象や事態も起こり得る。

不確実な状況のもとでは、人々が合理的に行動すると、かえって問題が深刻化することもある。というのは、極度の不確実性のもとでは、人々は最適行動をとるよりも、状況に応じて現状対応のないし対症療法的に行動するからである。個別裁量的な対症療法的行動は、それが一度始まると経済全体の与件を変えてしまうこともある。これはジョージ・ソロスのいう reflexivity に似た考えである。

金融危機以前の安定した時代には、人々は持続的かつ安定的な所得成長を前提に消費や住宅投資を拡大させた。しかし危機後には、生涯所得や家計純資産の前提が変わったため、支出を削減したり消費を節約したりする方向に舵を大きく切り替えた⁴⁾。つまり安定した状況（stability）が持続可能（sustainable）だと錯覚して支出を拡大したあとになって、実は安定した状況が持続可能ではないことに気が付き、それに伴って行動を大きく軌道修正した。その結果、そうした行動の変化自体が経済全体の与件を変化させて、ネガティブ・フィードバックが開始されたのである。

12. 政策のジレンマ

危機以前の過剰な期待は、資産市場における金融投資にも影響を与えた。資産市場では、

人々の予想に基づき売買が交錯するので、なかには相場展開の予想を間違う投資家もいる。楽観的な相場見通しが裏切られると、市場全体にネガティブな影響が及び、資産市場における過剰な期待が極度の悲観に急変する。これを単に財政金融政策で補強しようとする、かえって期待の修正や行動の調整を遅らせてしまう。たしかに金融危機直後の2008～09年に拡張的な金融財政政策（ケインズ政策）を実施したのは間違いではなかった。しかしそれは短期的な危機管理政策であり、大不況の真因を突き止め、それを修正しなければならなかった。

現在必要とされる政策は、拡張的な財政金融政策ではなく、実質金利の引き上げによる不均衡の是正である。それによって足元の景気低迷がいっそう過酷なものになる可能性もあるが、著者は「悲観主義の大胆さ（audacity of pessimism）」という表現によって、こうした調整が不可欠だと説く。

現在と同じようなことは、1970年代前半の第一次石油危機時にも起きた。その当時は予期せぬ（確率分布上は発生しえない）石油価格高騰によって、先進国の実質所得が低下したのだが、拡張的な財政金融政策によって名目賃金を下支えた結果、かえって実質賃金の下方調整を遅らせてしまった。財政金融面から名目賃金を引き上げるケインズ政策が全面的な物価高騰をもたらした。その当時の正しい政策は、実質賃金を低下させることであったが、そうした方向に政策の舵が切り替わったのは1980年代に入ってからであった。

それと同様に、2007～08年の金融危機前には世界的な過剰貯蓄のもとで実質金利が低下し続け、そのことが過剰な支出と資産バブルを増殖

させたわけだから、政策的には早い段階に実質金利を引き上げるべきであった。しかし一国が単独で金利を引き上げることが可能であったかどうかに関しては、著者も疑心暗鬼である。一国だけが金利を引き上げれば、当然その国の国内需要が減退するだけでなく、為替相場も上昇し輸出減少によって経済が低迷してしまう。それを覚悟して利上げができたかどうか、著者は中央銀行も囚人のジレンマに直面していたという。著者のいう「悲観主義の大胆さ」を貫くためには、多国間の政策協調が不可欠だが、政策協調も簡単ではない。

13. おわりに

著者は、金融政策の役割を、金融システムの安定とインフレ抑制の二点に絞っている。このうち前者の役割は、金融システムに内在する不安定性を念頭に置く。その不安定性は、一方では信用をベースに貨幣（預金通貨）を発行する銀行が、他方では中長期のリスク資産に投融資することに起因するリスクのミスマッチによる。貨幣や銀行は現在と将来を結ぶ制度であるから、銀行が不確実な将来に関与しすぎると、持続可能性が損なわれる。流動的な預金通貨を非流動的な資産に変換する人工的な制度である銀行が、貨幣（預金通貨）という流動性を供給する過程で、借り手の支払い能力低下を引き起こすことがあり得る。金融危機に至るまでの時期には、こうした金融システム自体の脆弱性が忘れられた。そこでいまや、世界経済の不均衡

を是正するとともに、新しい金融システムを構築すべきだというのが著者の主張である。具体的な方策は「全天候型質屋」などで議論が尽くされている。

しかしその前に、そもそもの原因である実物面での不均衡を解消しなければならず、そのためには実質金利の引き上げが不可欠である。すでに低金利は、先進国企業や新興国の負債増といった形でさまざまな歪みを生んでいる。借入金利の低下によって、企業は機械設備による労働代替が可能になり、その分雇用や賃金所得が圧迫される。また利子所得の減少という形で、預金者や年金生活者にも負担が及ぶ。金利の正常化が不可欠だが、それに関しては国際協調に委ねる部分が多く、依然として難題が山積している。そうした読後感を拭い去れない。

注

- 1) たとえば David Graeber 著 *Debt: The First 5000 Years* [2011] がある。
- 2) この個所の記述は、本書に加えて下記の諸文献を参照している。
 - ・Felix Martin [2013] *Money: An Unauthorised Biography* (Bodley Head)
 - ・Jack Weatherford [1997] *The History of Money* (Crown Publisher)
 - ・Kabir Sahgal [2015] *Coined* (John Murray)
 - ・Jonathan Williams et al. ed. (1997) *Money---A History* (British Museum Press)
- 3) 現代のヘリコプターマネー構想に関しては、Adair Turner [2016] *Between Debt and the Devil* (Princeton University Press) を参照されたい。
- 4) 詳しくは、本誌の第91号（2015年9月）に書評を掲載した Atif Mian and Amir Sufi 著 [2014] *House of Debt* (The University of Chicago Press) を参照されたい。

(法政大学経済学部教授・
当研究所客員研究員)