

書評

入江恭平著

『戦後国際金融の歴史的諸相
帰結としての世界金融危機』

(日本経済評論社, 2019年3月)

西尾圭一郎

I. はじめに

本書は戦後の国際金融に関して、ブレトンウッズ体制期から現代に至るまで、長年にわたりリアルタイムに接しながら最新の出来事を研究し続けてきた著者の、長期での国際金融研究の集大成の書である。戦後の国際金融というと、その捕捉する範囲は極めて広く膨大である。戦後の国際金融は、時代を追うほどに金融技術が複雑化・精緻化しており、各年代ごとに生じた発展や危機の要因もそれぞれ異なる。当然ながら、国際金融市場のプレイヤーである金融機関のありかたや金融を利用する顧客のニーズなども大きく様変わりしている。

そういった非常に大きなテーマであるにもかかわらず、著者が戦後の国際金融を整理しようとするきっかけは、本書のまえがきによると、100年に一度の危機と言われた世界金融危機である。世界金融危機はサブプライム・ローンという一国の住宅金融をベースとしているにもかかわらず、世界規模の金融危機へと広がっていった。その要因として、証券化とシャドバンキングが注目を浴びた。しかし、証券化やそれを利用したシャドバンキングの進展は直近

の現象ではなく、1970年代からのものであった。そのため本書はそこを源流として複雑な国際金融の変遷を整理しようとしている。

さらに金融のグローバル化についての源流を理解するために、戦後の国際金融を方向付ける基礎的条件であるIMF体制の把握とユーロカレンシー市場の形成にも遡り、包括的な理解を目指している。

このような特徴を持つ本書であるが、その狙いやインプリケーション、戦後の国際金融に関する著者の見解等を見ていく前に、まずは本書の内容について整理しよう。

II. 本書の構成と概要

本書は6つの章で構成されており、その構成は以下の通りである。

まえがき

第1章 ブレトンウッズ体制とユーロカレンシー市場

第2章 ユーロ・セキュライゼーションと国際銀行業

第3章 日本のベンチャー・キャピタルと対アジア投資

第4章 アジア通貨・金融危機 —金融グローバル化の代償—

第5章 世界金融危機 —シャドーバンキング・証券化・ドル不足—

第6章 複合危機としてのユーロ危機

Iで述べたような問題意識のみならず、上記に記した目次からもわかる通り、対象としている時期は戦後のブレトンウッズ体制から始まり直近のユーロ危機まで、対象エリアはアメリカ、ユーロ圏、日本そしてアジアをもカバーしている。ここからも、包括的に戦後から現代の国際金融を1冊の書に収めようという非常に壮大な試みを見て取ることができる。

目次を見たところで、各章を要約し、本書の概要を把握しよう。第1章はブレトンウッズ体制の形成から崩壊までを整理しつつ、それと並行して進行していったユーロカレンシー市場の拡大についても合わせて見ることで、ブレトンウッズ体制後の国際金融市場がどのような変遷を経て構築されて行ったのか、基本的な理解をはかろうとしている。その意味で、著者の戦後国際金融を俯瞰する際の視角を提供する章といえるだろう。

その第1章はブレトンウッズ会議の理念と第4条規定の解題を通じた戦後国際金融の基本的性質の理解から始まっている。結局のところ、ドルを中心とした非対称なシステムとして構築されたブレトンウッズ体制は、その非対称性ゆえのユーロカレンシー市場の登場を招き、ユーロ債市場の誕生や国際銀行業の活発な活動を生み出す土壌となった。銀行間の国際短期金融市場であるユーロカレンシー市場は、21世紀に至るまで国際銀行業の活動の基礎となる。そしてユーロカレンシー市場の登場は、ドル危機の顕

在化とブレトンウッズ体制の崩壊への動きを加速させる結果となった。そしてそのような下地があったうえでの変動相場制への移行が、デリバティブを含む様々な金融革新へとつながっていくことになる。

戦後から1970年代初頭までを主な対象としていた第1章を受けて、第2章では1980年代を対象としている。変動相場制移行後のユーロ市場における金融イノベーションの一角である、ユーロセキュリタイゼーションについて、その商品特性の把握という切り口から理解し、戦後から継続する国際金融市場の拡大、変容というダイナミックな動きを細部から把握しようと試みている。

1970年代に国際銀行業の中心的業務であったシンジケートローンは1982年のメキシコ債務危機を契機に停滞し、代わりにローン・パーティシペーションの発展に象徴されるように証券化が進む。債務危機以降、貸し手と借り手の期間のギャップが拡大し、その問題を回避するために証券化という技術が向上していった。NIF、RUFを経てのユーロCPの再登場、変動利付債と1980年当時の金融技術革新を、その仕組みとともに整理することで、国際金融における証券化の進展を印象付ける。その一方で、証券化の限界も明らかにすることで、ユーロ市場で生じたセキュリタイゼーションが「銀行間市場からの自立」(39頁)であると同時に「依然として国際的インターバンク資金を基盤とした国際銀行業に依存している」(49頁)ことを指摘している。

第3章では日本におけるベンチャーキャピタルについて触れている。米国に起源をもつベンチャーキャピタルが日本に導入され、日本の経済環境を背景として独自のシステムとして変化

していった過程を追うとともに、それがアジア向け投資の一部を担った様子についてまとめている。具体的には、アメリカのベンチャーキャピタルのシステムを概念的に捉えたうえで日本におけるベンチャーキャピタルの導入と成長について制度面と数量面から整理している。そのうえでベンチャー企業の成長中期段階以降に投資し、経営にかかわるのではなく資金供与が中心であるという日本のベンチャーキャピタルの特徴を明らかにしている。その日本のベンチャーキャピタルが、対アジア投資に乗り出していく際の実態について、タイのケースを取りあげることで80年代後半から90年代前半の、日本における金融の国際化の一側面を描き出している。

なお本書のまえがきではこの第3章は「直接には国際金融を対象としてはいない」(xi頁)と述べられているが、ある国で発生、成長した金融手法が他国に移植されること、またその手法が根付くことで国際的な投資が生じることを述べている点で、本章もまた国際金融の一側面を映し出すものであることは疑いない。

第4章では金融グローバル化がアジアにおいてその利点だけではなく負の影響をもたらした現象としてアジア通貨・金融危機を捉え、そのメカニズムと動きを描いている。危機の震源地タイでは、順調に成長する実体経済に不足する資金を外貨建て短期資金で調達することで、期間と通貨のミスマッチを抱えたまま信用膨張を生じさせ、その逆流から資本収支型の危機を生じさせた。その後期末の結果、成長資金の外国資本への依存から生じた危機は、資本収支の自由化を含む構造改革を受け入れざるを得ないという事態へとつながった。このように、本章では資本収支型の危機として理解されたアジア通

貨・金融危機の発生と展開を追ったうえで、その現象を現代史として把握するため、あらためて丁寧に整理されている。

そしてアジア通貨・金融危機は伝染(コンテージョン)によってアジア全域を経て、アジア域外へも拡大していったという一般的に注目される点をおさえたうえで、同時に通貨危機に端を發し銀行危機、そして金融システム全般への危機への拡大していった点にも注目すべきであるとされる。

第5章では現在の世界的な金融緩和状態の常態化を引き起こしたと言える2000年代後半の世界金融危機について、その要因と特徴について整理している。世界金融危機の引き金となったサブプライム・ローン問題は米国における住宅ローンの不良債権問題であり、本来は米国一国の問題である。それが世界規模での金融問題となったのは、証券化と結びついたためである。その危機の土壌として、証券化過程がどのように進められたのか、どのような仕組みであり、投資家とはどのように関わったのか。本章では住宅ローン債権のABSへの組成から始まり、再証券化していく一連の過程を、具体的な企業名や出来事、商品のトランシュ構造などを出しつつ整理したうえで、世界大の危機へと拡大していった経緯について事細かに記されている。そして、米国の住宅ローン債権が、巡り巡って欧州の銀行に保有された結果生じた「ドル不足」の顕在化が、「ドル本位制」下での世界金融危機としての連続性であることを示される。

第6章では2009年のギリシャ国債の格付の引き下げに端を發するユーロ危機について取り上げている。2009年10月、ギリシャ政府は公表されていた財政赤字の見積額が過少であったことを発表した。その結果、国債の格付が下がり、

パニックは同じく財政状況の悪化傾向にあったアイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアへと伝播し、共通通貨であるユーロにまで広がっていった。ユーロ周辺国であるGIIPS諸国は、その高成長の背後で信用膨張を生じさせていた。その結果、対政府部門での信用残高が国際収支ベースでも国際銀行信用ベースでも肥大し、のちの海外の投資家・銀行による国債の大量売却につながった。

海外の銀行・投資家による国債売却には第5章で整理した世界金融危機の影響がある。2007年に生じたABCP市場のパニックとパリバ・ショックは国際銀行市場の機能低下をもたらし、リーマン・ショックによって深刻化した。そのような状況下でギリシャの財政問題が生じ、銀行市場での国債価格下落へとつながり、ソブリン債の危機が生じた。そしてソブリン債の危機は、銀行市場での資金調達コストの上昇につながるという、相互循環的影響をもたらした。このような展開について、ギリシャの銀行のバランスシートを分析することでインターバンク市場が収縮していった経緯を克明にしている。そしてその銀行部門の機能低下は、中央銀行が肩代わりすることになるが、その結果はTARGETバランスに現れることになる。こうしてギリシャの債務問題はTARGETバランスの拡大を加速させ、ユーロへの信認を低下させる後押しとなった。

本章ではTARGETバランスの仕組みを説明したうえで、TARGETバランスの形成を具体的に示すことで、ユーロ危機がソブリン債務危機によってのみもたらされたわけではないことも指摘されている。ユーロを不安定化させる不均衡、それを吸収するTARGETバランスの拡大は、ソブリン債務危機ではなく世界金融危機

時から生じていた。したがってユーロ危機は「銀行危機、ソブリン債務危機、国際収支≒金融収支危機が密接に関連して発現、展開」(202頁)したものであることを指摘される。

Ⅲ. 本書の狙いと意義

以上で見たように、本書は戦後の国際金融をブレトンウッズ体制下のユーロカレンシー市場の誕生、発展から世界金融危機とその後のユーロ危機といった、直近で直面した金融危機に至るまで、極めて長期の視点で俯瞰し、その変遷を様々な時点のトピックから輪切りにする形で描いている。その視角は本書に二つの姿をみせる。一つは最近増えつつある現代史的視点を持った国際金融研究という側面であり、もう一つは証券経済研究所において数多くの調査研究を発表してこられた著者の経歴を生かした諸現象の精緻な映し出しという側面である。

戦後の国際金融は、通史的に見るには複雑で多面的である。著者はその作業のひとつの工夫として、時間と空間に囚われないアプローチをとり、年代ごとに輪切りにしつつ、地域をまたいでその時代を多面的に理解する手法を取られたと予想する。このことにより、戦後の国際金融が、現代にわたるまでに技術的な進歩を遂げたこと、グローバル化が進展したことを示し、その結果が危機の範囲と規模の拡大として近年あらわれている、という形で整理されている。

改めて考えてみると、近年の世界各国で生じている金融危機は、結果として世界全体に影響を与えている。それゆえ金融グローバル化に関するリスクが喧伝され、様々な形での対処法が模索されるようになってきている。意外なところでは、金融業が利潤低下傾向にある世界の中で

少しでも高い利潤を獲得しようと、その活動領域を信用リスクの高い個人にまで拡大させた結果生じたサブプライム・ローン問題で市民の金融リテラシー不足が明らかになり、先進国でもあらためて金融教育の必要性を考えさせるようになったように、その影響は多岐にわたる。

しかし、金融の影響が関連する諸々の分野に影響を及ぼすことは、何も金融技術の発展やグローバル化の進展によって初めてもたらされたわけではない。そもそも社会における資金の流通空費を削減する活動の中で発展してきた側面をもつ金融は、どうあれその関わる範囲に影響を与える。その範囲や速度がIT技術の進歩やグローバル化の進展で増大していったのである。その意味では、金融がグローバル経済の中で大きな存在感を持つ今でこそ、その源流から追いかける意味は大きいといえる。

IV. 現代史としての戦後国際金融

そういった時代の要請もあるのだろう。近年ではわが国でも国際金融史研究に関する著作が精力的に刊行されている¹⁾。その研究者らの意見を借りれば、「近年、このブレトンウッズ体制期が歴史的な参照点として注目を集めている」²⁾と、改めて戦後国際金融システムを再整理することの重要性に注目が集まっている。その要因はイングランド銀行(BOE)やIMF、BISといった国際金融の主役であった機関から歴史資料が公開されるようになったことが大きい³⁾。また、個別の金融機関の資料もまた、活用できるようになりつつある。かつては資料の制約もあり、十分に実証され得なかったブレトンウッズ体制期の国際金融研究は、現代史として改めて研究の俎上に上っている。本書もま

た、そういった現代史としての戦後国際金融を再整理するという意識を持って書かれた部分もあるだろう。

振り返ってみると、例えば戦後の米ドルを基軸とする国際金融システムに関する評者も含めた従来の研究は、外国為替論に基礎を置く国際通貨論として展開されてきた。その中では、山本栄治氏によるIMF協定による基軸通貨化に重きを置く「上からの基軸通貨化」⁴⁾と、井上伊知郎氏などに代表される米ドルの地位を第3国間貿易決済通貨として利用から考える「下からの基軸通貨化」⁵⁾という考え方が議論されるなど、戦後の国際通貨システムに関する理論的研究が行われてきた。にもかかわらず、その議論を推進するための実証的資料が不十分であり、大きな問題提起に対する結論は描けてこなかったという側面がある。国際金融市場や金融機関の活動についてもそうであった。そのような状況に対して、近年では様々な形で資料や新たな研究材料が出てきている。例えば金融機関であれば、戦前から戦後にかけての国際金融市場における重要なプレイヤーである香港上海銀行(HSBC)の現代史⁶⁾が発刊されている。

個人的な話で恐縮だが、例えば評者が研究を続けているアジアの旧スターリング地域に関しても同様のことが言える。従来は貿易や投資、企業進出などのデータと歴史的な出来事を並べ、様々な傍証からその地域での国際金融システムの構造を研究してきた。しかし今ではシンガポール、マレーシアについてもBOEの資料から、当時の交渉を知ることもできる。そのため状況としてしか確認できなかったこと、例えばポンド残高処理交渉の過程で両国がかなり優遇されてきたことやシンガポールとマレーシアの間の温度差なども資料で知ることができるよ

うになった⁷⁾。

このように、時代が一旦過ぎ去り、リアルタイムの出来事であったものが現代史となっていく過程において、リアルタイムでそのトピックを取り扱っていた人間が、金融史の研究者たちとかかわりながら改めて当時を振り返って整理する、という試みは、現時点におけるブレトンウッズ体制の研究を金融史研究としてのみ取り扱うのではなく、国際金融論としても視野に入れる必要があるのだ、と言及されているかのように感じられる。そのような注意喚起、問題提起という意義も本書は持つのではないだろうか。

V. 残された問いとコメント

Ⅲでも述べたとおり、本書は戦後の国際通貨システムの変遷について、現代史として整理するべく、年代を追いつつ様々な切り口で各時代の国際金融の世相を見ようとしている。

その一方で、対象地域のその時点時点での現象を精緻に見ようとするにより、時代をまたぐ際の接続が甘くなっているのは否めない。各時代ごとに様々な諸相を見せる諸現象が、どのような共通点を持ち、どのように変化、変貌していったのか、各諸現象間の関係性はどのようなものであるのか、といった点が読者の読み取りに任されている。

それは本書のタイトルにある「帰結としての世界金融危機」についても言える。金融技術の進化とグローバル化は金融の活動範囲を拡大、活発化させ、不安定も生じさせるかもしれない。しかし、それらが危機へと「帰結」するのだと言うならば、そこへ至るメカニズムがもう少し詳細に示されてもよかった。

また、内容的な疑問とは異なるものの、本書の構成の中で気になる点があるのは第3章である。確かに第3章は、Ⅱでも言及した様に著者が「直接的には国際金融を対象としていない」という言い方をしており、他の章と毛色が異なる。ともすれば本書全体のテーマからずれて横道に迷い込んだようにも感じられる。しかし、ベンチャーキャピタルを介して日本の国際投資の一形態が模索されていたことを考えれば、それは立派な国際金融の現象であろう。著者もそう考えればこそ、本書に組み入れているのであろうし、そもそも本書は国際金融の歴史的諸相と題されていて、様々な姿を映し出すことが目的の一つになるだろう。それであれば、ここもまた戦後様々な姿を見せてきた国際金融の歴史の一側面であるとして、国際金融のダイナミズムの中に位置付ける表現を入れ、本書での位置づけを明確化するべきであろうと考える。

私見を述べれば、経済社会が成熟するとともに先進国における総体的な利潤率の低下傾向がみられる中、金融業もまた利潤追求を行わねばならず、新たな成長フロンティアを求めて戦線を拡大させていく。その戦線は個人所得に伸びていき、一つの形としてサブプライム・ローン問題などを引き起こした。ベンチャーキャピタルもまたその一つの動きであろう。直近であればユニコーンを求めてスタートアップに投資を行う活動が過熱している。また、他業種からは金融業の得ている利潤を内部化しようとするキャッシュレス化を含むフィンテックなどが発展してきている。

利潤追求の中で生じる様々なイノベーションと、それらが国ごと、制度ごとに独自色を持ち、様々な桎梏を回避し利潤を追求していく中で、金融業のあり方や金融機関の形態変化が生

じていく。戦後の国際金融では、そのような金融機関の戦略の変化、最適化の中で様々な技術革新が現れ、それが場合によっては金融危機と絡み合うことになっていく。そういった変化を追っていくことで、金融の本質を示し、戦後の国際金融を新しい目で見ることができる。

それらの変質が全て、危機の伏線ではないし、技術革新や利潤追求行動がすべからず危機に収束していくわけでもなからう。金融の技術革新はこれからも続く。著者はこれまでの時代を生き、見聞きしてきた研究者である。謙虚にも本書には見られなかったが、これまでの国際金融システムの発展や経済成長との関わりメカニズムの大胆な整理、そして今後の国際金融の変化の方向性を予測させてくれるような指摘などが欲しい、と思うのは欲張りだろうか。もちろん、「歴史的諸相」である本書のテーマを逸脱するかもしれないことではあるが、国際金融を研究する若輩として、先達者である著者に対しての分を弁えぬ要望である。

注

- 1) 他にも近年でいえば上川孝夫『国際金融史 国際金本位制から世界金融危機まで』日本経済評論社、2016年、矢後和彦『国際決済銀行の20世紀』蒼天社出版、2010年、金井雄一『ポンドの譲位 ユーロダラーの発展とシティの復活』名古屋大学出版会、2014年、西川輝『IMF自由主義政策の形成 プレトンウッズから金融グローバル化へ』名古屋大学出版会、2014年、牧野裕『IMFと世界銀行の誕生 英米の通貨協力とプレトンウッズ会議』日本経済評論社、2014年などがあげられる。
- 2) 西川輝「プレトンウッズ体制の再検討」『歴史と経済』第234号、2017年、38頁。経済史の学会誌における学会展望として、このような問題提起がなされていることは意義深いだろう。また近年では金融学などでも定期的に金融史のパネルやセッションが設定されており、金融に関する研究においても歴史的研究に注目が集まっていることがわかる。
- 3) もちろん、評者は未だ十分な活用ができてはいないが、わが国の中央銀行である日本銀行もまた、歴史資料の公開を精力的に行っている。
- 4) 山本栄治『基軸通貨の交替とドル』有斐閣、1988年を参照されたい。
- 5) 井上伊知郎『欧州の国際通貨とアジアの国際通貨』日本経済評論社、1994年を参照されたい。
- 6) Richard Roberts, David Kynaston, *The Lion Wakes: A Modern History of HSBC*. Profile Books Ltd, 2015.
- 7) Cf. 'Starling Balance of O.S.A. Countries,' in BoE Archives: *4A 100/1*.

(愛知教育大学教育学部准教授・
大阪市立大学大学院経営学研究科特任准教授)