

M.アグリエッタ著・坂口明義訳

『成長に反する金融システム』

(新評論, 1998年2月)

北原 徹

本書は、レギュレーション学派の代表的論者の1人であるアグリエッタが金融自由化について論じた著書(原題は『金融のマクロ経済学』)を翻訳したものである。本書の問題意識は、1980年代以降進展してきた世界的金融自由化の動きは必ずしも当初期待されていたような結果を生み出していないが、それはなぜなのか、もっと望ましい成果をえるには金融のあり方をどのように組織化すべきか、ということである。

I

全体は2部で構成され、第1部「金融行動と成長」では、金融自由化の流れの中でどのような経済行動の変化が生じたかを、その経済成長への影響という観点から、現実のデータに即して家計、企業、金融市場、銀行について分析が行われる。第2部「金融・循環・危機」では、金融自由化の動きの中から新しいマクロ経済調整(レギュレーション)様式が生じてきているが、それは大きな循環の変動を通じる調整様式であり、システム危機に陥りやすいという脆弱性を孕んでいることが論じられ、金融は自由放任のままでは機能できず、ガードレールや方向づけが必要であり、そうしたガードレールや方向づ

けの内容の明確化の試みが行われる。

本書では、非常に多くの理論が駆使され、極めて多様な論点が提示されているが、まず各章ごとの議論の内容を簡単に見ていこう。第1部「金融行動と成長」は3章から構成されている。第1章「貯蓄と投資」では、金融自由化の流れの中で家計の貯蓄・資産蓄積行動や企業の投資金融において、どのような変化が生じたかが取り上げられる。家計貯蓄に関しては保険・年金等への資金の集中という貯蓄の機関化が進行し、貯蓄資産の保有形態は、従来の銀行預金から資産市場で絶えず取引が行われる証券・不動産にシフトし、キャピタル・ゲインを狙った借入を伴う資産取得の拡大により家計の資産・負債が両建てで拡大した。家計貯蓄が企業の投資金融ではなく、既存資産投資に振り向けられることは非生産的であり、経済成長を抑制するように作用した。経済成長の観点からは、技術革新に関わる企業投資がどう社会的にスムーズに金融されるかがポイントとなるが、そうした革新投資金融は極めて不確実性が高く、また投資プロジェクトと資金提供との緊密な調整が必要とされる。こうした状況においては、企業と金融業者との間の縁故関係的金融が相応しく、金融自由化による匿名的な市場取引金融の拡大は革新

投資金融を阻害する面をもっている。

第Ⅱ章「金融市場：合理性と不安定性」では、金融自由化の流れの中で発生した資産価格の高騰・急落という市場の不安定性の問題が取り上げられる。本章では、金融市場の不安定性を解明するための基礎理論構築の試みが、正統派の理論である効率的市場仮説やファンダメンタルズによる資産価格形成論を批判する形で展開されている。情報という概念は効率的市場仮説では客観的現実と結びついており客観的意味をもつものと考えられているが、アグリエッタは主体の異質性と情報のもつ意味という点に着目し、情報それ自体が客観的意味をもつのではなく、主観的過程である解釈スキーマを通じることによって情報がその主体にとっての意味に変換され、その意味が現実の行動に結びつくと捉える。資産市場には多様な異質な主体集団が参加しているが、主体間の相互模倣により異質な期待をもつ集団の相対規模が一方に傾くと、資産需要は不安定化し、大暴落を引き起こしてしまう。こうした株式市場が提供する企業のファンダメンタルズについての価値評価は十分に信頼できるものではない。また金融自由化の中での市場取引の増大や金融取引におけるリスク多様化の機会拡大は、機関投資家にとってポートフォリオ流動性の重要度を高め、逆に革新投資金融を躊躇わせるように作用している。

第Ⅲ章「銀行：不確実性の管理と貨幣のサービス」では、金融機関の中での銀行の特殊性と金融自由化の中での銀行の動きが議論されている。一般に、顧客との当座取引を通じる情報の収集や長期の相対取引による継続的知識の蓄積により、銀行は企業に対する審査能力を効率的に蓄えることができる。しかし、金融自由化による金融機関間の競争激化の中で銀行はリスク

評価を決定的に誤り、多くの不良債権を抱えてしまい、その後は資産内容の質的改善を迫られ、貸し渋りといった現象も目立ってきたというのも事実である。ただ、革新投資金融を取り扱う能力は金融市場には存在しないということを考慮すると、企業拡張についての審査能力と長期貯蓄を結合するものとしての銀行と機関投資家との結合体も将来の金融システムのモデルの1つである。

Ⅱ

第2部「金融・循環・危機」も3章から構成されている。1990年代初頭に先進諸国を襲った景気後退は、異例の長きにわたり、かつ金融制約を伴っていた。この背景には80年代以降進んできた世界的な金融自由化、管理された金融システムから自由化された金融システムへの移行が存在する。ここでアグリエッタは、「この金融制約を伴った長期の景気後退という事態は、管理された金融システムから自由化された金融システムへの移行（レジームシフト）に伴う一時的・例外的事象なのか、それとも自由化された金融システムと切り離せない、そのシステムにつきまとう固有の事象なのか？」という大変興味深い問題を提起する。アグリエッタの考えは後者の立場であり、自由化された金融システムの下で資産価格・信用の大幅な変動を伴った激しい景気循環という形の経済調整様式が新たに生成してきており、それを循環型レギュレーションと呼んでいる。ここでいう管理された金融システムとは、1930年代の大恐慌の影響を強く受けて形成され、戦後続いてきた金融システムのことであり、金融市場の仕切り・金融組織の集中・金利規制・銀行保護・銀行監督の発展・

預金保険制度の創設といった特徴をもっている。こうした銀行を中心とする管理された金融システムが80年代以降の金融自由化の中で変容を迫られ、金融市場を中心とする自由化された金融システムに変化してきた。そこで、管理された金融システムとの比較対照により自由化された金融システムのもつ特質・反成長的インプリケーションを、マクロ経済の動態、システムリスクとブルーデンス政策、金融政策という3つの側面から明らかにしようというのが、本書第2部のアグリエッタの議論の構成である。

第4章「金融循環の復活」では、自由化された金融システムの下では次のようなマクロ経済の循環的動態が生み出されることが論じられる。①上昇局面においては、資産価格高騰→サステナブルでない動きを長期傾向と見なす（近視眼的見方）→債務拡大・過大投資（金融脆弱性の進行）、というプロセスで信用の膨張と金融の自立化が生じる。②循環の反転は次のようにして生じる。隠された金融脆弱性の進行・ショックに対する脆弱性の高まり→偶発事や意図的操作（金融引締政策）→短期金利の急騰→資産価格の瓦解・企業収益悪化・不良債権の発生→景気後退。③こうした景気後退は長期化する。企業のバランスシート調整・設備投資削減。資産価格下落により低下した「家計資産ストック/所得」比率の回復努力→家計貯蓄率上昇。銀行バランスシートの悪化・借手の脆弱性→クレジットクランチ（金融制約）。調整は資産価格・工業物価の低下を必要とし困難であり、全面的デフレの危険性もある。④回復の条件は厳しく、回復後も成長不足に陥る。資産価格・物価が十分に低下し再び上昇が期待される状況の発生、企業部門以外からの需要の下支え、短期金利の大幅低下などが回復の条件となる。しかし資産

価格・債務の大きな変動が常態化→不確実性の領域拡大→企業投資における「待ちの姿勢の強まり」は回復後も成長不足を引き起こす。

金融的循環の内容・捉え方はミンスキーのものと基本的には同じである。アグリエッタの独自性は、それを自由化された金融システムにつきまとう固有の事態として位置づけ、さらに自由化された金融システムの下でのレギュレーションの中心的様式として捉えている点である。また、不確実性の領域拡大による企業投資における「待ちの姿勢の強まり」とそれによる経済成長の抑制という論理は大変興味深いものである。不確実性の領域拡大による「待ちの姿勢の強まり」という論点は、90年代の日本の設備投資低迷、さらに個人消費の低迷や銀行の貸出行動消費極化にも当てはまろう。さらなる理論的・実証的な展開が望まれる論点である。

第5章「システムリスクとその防止手段」では、システムリスクとそれに対応するブルーデンス政策が論じられる。自由化された金融システムは、ミクロ経済的効率性は高いが、システムリスクの面では不安定である。管理された金融システムにおける金融市場の仕切り・銀行保護が弱まり、自由化された金融システムでは金融機関間の競争が激化し、市場セグメント間の相互連関が強まり、市場流動性面での脆弱性が現れる。こうした状況下での銀行監督の役割は、市場に現れないかまたは現れたときには遅すぎるような問題銀行の情報を入手し秩序ある方法で規律を課すことであり、そのためには監督当局の権限強化（銀行再編を引き起こす権限・一時的に金融機関を経営する権限・株主や主要な協調融資者の参加を得る権限等）が必要である。最後の貸手機能の発動は、管理された金融システムの下では稀であったが、自由化された金融

システムでは市場流動性問題に対しても、これは最後の貸手の対象が銀行以外にも拡大することになるが、その発動が必要になる。これは1987年10月のブラックマンデーの際、流動性危機に陥った証券会社に対してFed連邦準備理事会が採った措置の教訓から得られたものである。

第VI章「金融政策」では、戦後の金融政策運営の変遷をたどり、自由化された金融システムの下で金融政策が直面する困難が議論される。戦後の管理された金融システムにおいて、政策運営は銀行信用のコントロールを中心としたものであった。銀行信用のコントロールは、硬直的な貸出・預金金利と弾力的な限界資金調達金利（短期金融市場金利や公定歩合）との二元的金利構造の下での限界調達金利の政策的誘導をてこととする銀行貸出利潤への影響やディスインターメディアーションによるか、または直接的な貸出規制によって行われた。しかし、こうした金利誘導政策の下で1960年代後半になると、インフレが進み、名目アンカーの墮落が進行した。70年代後半にはインフレは一層高進し、その中で金融政策運営は大きく転換し、物価安定を排他的な最終目標とし、マネタリズムの主張する貨幣集計量を中間目標とするルールに基づく政策運営に切り換えられた。こうした事態の推移をアグリエッタは、貨幣論における二つの歴史的伝統と関連づけて、金利管理に基づく内生的通貨レジーム（銀行原理）から集計量管理に基づく外生的通貨レジーム（通貨原理）への教義の交代が発生したと把握している。ところが金融自由化の進展は、市場金利連動の収益性をもつ貨幣的資産の創出等の変化をもたらし、貨幣集計量と所得との安定的関係は失われてしまった。物価安定が金融政策の唯一の目標であるという点には原則的合意がえられ、また

経済諸主体の信認は中央銀行の独立性によって最もよく維持されると考えられるようになってきた。アグリエッタは、中央銀行の独立性は金融政策運営についてのルール対裁量という不毛の対立を乗り越える原理だと捉えている。自由化された金融システムの下で資産価格は大幅に変動し、家計が資産保有者に転換していることを考えると、物価安定の意味について再検討が必要であり、アグリエッタは、物価指数には消費者物価と並んで資産価格も含まれるべきだと主張する。金融自由化に伴う貨幣集計量の不安定化という状況の中で、金融政策の梃子となるのは一般的金利水準の変化であり、とりわけ長期市場金利であるが、それ動かす主要な要因である市場の期待に対する政策当局の影響力は限られている。また、金融政策の効果波及経路として資産価格変動を通じるルートが浮上してくるが、進行してしまった資産価格上昇を打ち砕き、経済主体のバランスシートを脆弱化させる上では金融政策は大きな効果をもつが、その結果発生する景気後退の深さと持続期間をコントロールすることは極めて困難である。物価への圧力が認められないという理由で中央銀行が資産価格の変化に反応しないなら、金融動態の拡散を放置することになり、物価指数の小さい動きに反応するなら経済に成長不足を強いるという、大きなジレンマに直面してしまう。現在、各国は市場との相互作用を重視して政策運営を行っているが、そのやり方は収斂しているというより各国の状況に応じて多様である。

III

日本では金融ビッグバンという流れの中で、アメリカ型の市場中心の自由化された金融シス

テムへの移行が日本経済の構造的低迷を打開する万能薬であるかのような議論が展開されている。それに対してアグリエッタは投資金融、特に革新投資金融という観点から自由化された金融システムを考察し、むしろネガティブに評価している（第1部）。企業・金融業者間の縁故関係的金融が市場の匿名的金融にとって代わられることによって革新投資が阻害されるとか、市場的流動性の重要度の高まりが機関投資家に流動性の低い革新投資を躊躇わせるといった重要な論点が提示されている。銀行（の企業審査能力）と機関投資家（の長期貯蓄）との結合という金融システムは、個人資本家が豊富でない国においては有力な選択肢だとする見方は、金融グローバリゼーション下の国民的金融システムの多様性という問題を考える際には興味深い論点の1つである。

80年代後半以降の日本経済の様相は、資産価格・信用の大幅変動を伴った景気循環に振り回されて経済成長が低迷するというアグリエッタの論理（第2部）がそのまま妥当するような状況である。バブル期の実物投資が既存資産投資の急激な高まりという流れの中で、ゴルフ場開発・リゾート開発・ニーズに合わないワンルームマンション・採算性の低い分野での企業の設備投資等といった非効率で無駄な形で行われ、バブル崩壊後には金融システム危機の下で企業の設備投資・銀行貸出・家計消費が極端に萎縮し「待ちの姿勢」が強まり、90年代は日本にとって、累積債務問題に苦しめられた中南米諸国にとって80年代が「失われた80年代」となったのと同様に、「失われた90年代」になりつつあるという事態は、循環変動の激化・不確実性の高まりが経済主体の長期的視野からの行動を困難にし、短期的変動に振り回された経済行動を引

き起こし、結果的に経済成長を抑制するように作用しているということであり、アグリエッタの論理を絵に描いたような状況である。

本書の中で理論的に興味深い点の1つは、ミクロの行動とマクロ経済状態との関連づけである。アグリエッタは、マクロ経済の変則的状态をミクロ主体行動の非合理性から説明するのではなく、新古典派的合理性とは異なる刷新された合理性という概念と市場の調整能力不備とによって説明しようとしている。資産市場参加者のもつ情報解釈スキーマとその相互模倣は、市場内存在としての各主体にとって合理的なものであり、それが資産市場の不安定性と伝染現象を生み出すことにつながる（第2章）。システムリスクとは、ミクロ主体がリスクに対して合理的対応をとる結果として、リスク配分の改善ではなく全般的不安定性が発生する事態として把握され、それは市場が調整能力を備えていないためとされる（第5章）。

IV

第2部冒頭で提起された問題、「80年代末から90年代初頭にかけて世界的に見られた金融制約を伴った長期の景気後退という事態は、管理された金融システムから自由化された金融システムへの移行（レジームシフト）に伴う一時的・例外的事象なのか、それとも自由化された金融システムと切り離せない、そのシステムにつきまとう固有の事象なのか？」という問題について考えてみよう。アグリエッタの考えは、自由化された金融システムにつきまとう不可避の事象という捉え方であり、その論拠は①革新による金融構造の変化は終わることなく絶えず生じ、②資産価格の変動激化による金融不安定性は自

由化された金融システムで常態化する、ということである。しかし、80年代後半以降の日本におけるバブルの発生・崩壊と経済の長期低迷という状況を考えると、それは自由化された金融システムの下で生じたというより、自由化された金融システムへのレジームシフトに伴う特有の要因が多分に影響していたと思われる¹⁾。他の国も似たような状況だったのではなかろうか。では、そのことからアグリエッタの立場は否定されるべきであろうか。そうではないと考えられる。確かに、90年代初頭にかけての世界的な金融不安定性・景気後退の長期化それ自体には、レジームシフトに伴う要因が多分に影響していたが、自由化された金融システムが確立した後でも作用しつづけ、そのシステムの動きを規定する基本的要因・メカニズムを80年代以降の事態の中から読み取ることができ、その部分に着目して議論を組み立てた、というのがアグリエッタの立場であろう。そうした観点からは、基本的に自由化が完了した米国の金融システムにおける株価の動向が今後の注目点となる。現在米国の株価はバブル的様相を呈しているが、暴落がありうるか、暴落すればその影響はどのようなものになるだろうか。逆資産効果、デリバティブ取引における損失の発生、貸金支払の一部としてのストック・オプション活用経営の行き詰まり等々の影響が考えられるが、それは銀行危機にまで及ぶのだろうか。いずれにしろ、今後の米国株価動向と経済へのインパクトがアグリエッタの循環型レギュレーション仮説の試金石となる。

ただし、アグリエッタの問題設定とは次元を異にするが、レジームシフトという大きな構造変化に対して資本主義というシステムがそもそもどう対応できるのかできないのかという問題、

より広くは資本主義システムの変容能力の問題も大きな研究課題であろう。

金融循環の始発要因は、サステナブルでない資産価格の動きをトレンドと見なすこと（近視眼的見方）であるが、80年代後半の日本でそうした近視眼的見方を生み出したのは「日本経済の国際化幻想」「世界的金融・経済大国ユーフォリア」であり²⁾、90年代東アジアについては「イマージングマーケット・ユーフォリア」、90年代米国については「ニューエコノミー・ユーフォリア」ではなかろうか。こうしたユーフォリアは、歴史的に特有のまたその国に特有の性格・個性を持っており、循環的に規則的に発生するというものではないと考えられる。逆に循環的規則的に発生するものであれば、不確実性を高めることもなく、景気後退の長期化を引き起こすこともないであろう。すると、「こうした大小のユーフォリアやショックは次々と生み出されるが、自由化された金融システムの下ではそれが容易に大きな資産価格変動・経済変動につながる」という捉え方が評者にとっては自然なものに感じられるが、アグリエッタの循環型レギュレーションの考え方は、1つのレギュレーション様式としての規則性をもっと重視しているように思われる。

なお、大きなユーフォリアは経済の大規模な構造変化が起きる時期、レジームシフトの時期に生じやすいだろうから、この問題は上述のレジームシフトへの資本主義システムの対応能力という問題を考察する際の重要な柱の1つになるだろう。

V

アグリエッタは、貨幣供給の内生・外生とい

う観点から戦後の金融政策の変遷をたどり、60年代までは金利管理に基づく内生的通貨レジームであったが、70年代には集計管理に基づく外生的通貨レジームに移り、80年代には金融自由化の進展によりこのレジームも不適切なものとなった、と論じている(第VI章)。では、自由化された金融システムに相応しいのは、内生的でもなく、外生的でもない、第3の通貨レジームなのだろうか。アグリエッタにおいては貨幣供給の原理の問題と金融政策の運営手法の問題とが同一視されているが、評者には、現代の信用貨幣経済では貨幣供給の原理としては内生的貨幣供給しかありえず³⁾、その中で金融政策運営手法にはいくつかのものがありえるという形で、貨幣供給原理の問題と政策手法の問題とをレベルの違う問題として区別して議論すべきだと思われる。

最後に、アグリエッタの議論に欠けている(省かれている?)論点として、金融グローバリゼーション下での国際金融面から各国経済・金融への影響の問題がある。例えば、85年9月プラザ合意以降のドル暴落・円急騰はその後の日本の金融・経済の混乱を考える際には欠かせ

ない要素であり、昨年来の東アジアの通貨・金融危機は直接的には国際的資金フローの急変(市場流動性の問題)によって引き起こされた。自由化された金融システム下での金融・経済の動態を明らかにしようというアグリエッタの問題設定からいえば、こうした金融グローバリゼーション下での国際金融と各国経済・金融との関連の考察は不可欠ではなからうか。

注

- 1) 日本におけるバブル発生・銀行信用膨脹には、大企業の銀行離れと預金金利自由化に伴う規制レントの剥落という要因、自由化された金融システムへのレジームシフトに伴う要因が、重要な役割を演じていたと考えられる。この点については、拙稿「バブルと銀行行動」(『東京学芸大学紀要・第3部門・社会科学』第46集, 1995年1月)第4節を参照。
- 2) 日本におけるバブルの発生原因としての「国際化幻想」というユーフォリアについては、注1の拙稿第11節を参照。
- 3) こうした内生的貨幣供給論については、拙稿「ハイパワード・マネーの制御可能性と内生的貨幣供給」(ポスト・ケインズ派経済学研究会編『経済動態と市場理論的基礎』日本経済評論社, 1992年, 第5章)を参照。また内生的貨幣供給論の立場からのバブルや金融システム危機の分析については、注1及び拙稿「金融システム危機、内生的貨幣供給、そして信用貨幣システム」(『東京学芸大学紀要・第3部門・社会科学』第48集, 1997年1月), 「内生的貨幣供給と金融危機の三段階」(『金融構造研究』第20号, 1998年5月)を参照。

(東京学芸大学教授)