

靄見誠良教授 最終講義 国際的な最後の貸手 ：世界中央銀行への途

TSURUMI, Masayoshi / 靄見, 誠良

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

82

(号 / Number)

4

(開始ページ / Start Page)

11

(終了ページ / End Page)

24

(発行年 / Year)

2015-03-20

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00010886>

霧見誠良教授 最終講義

〈国際的な最後の貸手—世界中央銀行への途〉

2014年12月20日 外濠校舎S406

〔1〕はじめに—国際金融研究事始め

私は40年間法政大学で国際金融論を講義してきました。今日はその最後の講義です。

テーマは、「国際金融における最後の貸し手」とします。

私が最初に国際金融に惹かれたのは、1971年8月15日ニクソンショックのときです。

このときドルの金との交換が停止されました。周りにいた多くの教授たちは、ドルはすぐに暴落すると興奮しておりました。当時トリフィンの「流動性ジレンマ」論が流布し、米国の経常収支の赤字拡大は世界の流動性を増やすが、他方でドルの信頼を弱めドル危機を惹き起すと議論しておりました。しかしながら1か月、半年たってもドルは下落しても大暴落することはありませんでした。彼らの予想に反して、ドルは金の裏付けなしで国際通貨として機能していたのです。

なぜだろうか、それが私の抱いた疑問です。その問いに40年つきあうこととなりました。

当時私は博士課程1年生で、第一次大戦後の日本農業恐慌について修士論文を書き上げたばかりでした。ここで遭遇したのが、井上準之助の「東洋のロンドン」構想でした。

第一次世界大戦が勃発すると世界金融市場ロンドンは金輸出停止、機能

麻痺に陥りました。各国はポンドによらず自力で貿易決済する方策を模索せざるを得ませんでした。日本では、当時の大蔵大臣井上準之助が「東洋のロンドン」構想を打ち上げ断行しました。私はここに答えがあると感じ、1年ほどで「円為替圏構想とその現実」を書き上げました。私の国際金融研究の始まりです。

さいわい1974年法政大学は国際金融論を新設し、この論文で私を採用してくれました。

この講義において、私に課せられた課題は「円為替圏」を理論的に基礎づけることでした。土台無しに家を建てたようなものですから、まずは土台を構築しなければなりません。問題は、国際通貨とはなにか、その条件を理論的に明らかにすることでした。この問いに対して、当時の貨幣論は商品貨幣論、象徴貨幣論いずれも無力でした。残された途は貨幣論からではなく信用論から出発することでした。

川合・木下・徳永らの研究を踏まえ、外国為替論を起点に国際通貨論を構築すること、いわば「決済・市場アプローチ」による国際通貨論の構築です。

筋道をシェーマ化すれば、以下のとおりです。

貿易金融 → 貿易決済 → 金融市場 → 金融センター → 国際通貨
 19世紀 荷為替信用状 → London Balance → BA手形 → London → £
 20世紀 Open Account → NY Balance → TB,CP,E\$ → New York → \$

ある通貨が国際通貨として機能するには、高度で複雑な機構・制度を必要とします。隔地間の貿易決済にともなうリスクを避けるべく、技術・制度の革新が重ねられました。その長い歴史の積み重ねが、19世紀国際通貨ポンドを支えたロンドン引受手形市場です。BA銀行引受手形が、ポンド建て貿易金融を支え、世界各国の外貨準備調整を担いました。戦後の国際通貨ドルのもとではユーロ\$, 派生市場など新たな技術・制度が発展しました。貿易・為替決済や金融市場がどのように形成されたのか、発生論的な考察が必要です。

40年の講義のなかで、理論、現実、歴史のトライアングルをたえず往還しながら、体系化を目指しました。

講義の内容は教室にとどまり、法政大学の外に出ることはほとんどありませんでした。今日のテーマ「国際金融における最後の貸し手」は一年間の講義の最終章です。この問題は、リーマンショックを機とする金融危機のなかで垣間見えた問題です。「決済・市場アプローチ」から「国際金融における最後の貸し手」を考えてみましょう。

〔2〕リーマンショックと「最後の貸し手」

2008年リーマンショックは百年に一度といわれる大恐慌を引き起こしました。アメリカのサブプライムローンの破綻を機に世界は激しい金融パニックに襲われました。その過程で各国の政府、中央銀行は、パニック防止のために大規模な救援に走りました。各国は需要を底上げすべく、次々とケインズ流の大型公共投資を断行しました、また金融梗塞を緩めるために大量の貨幣が注入されました。量的緩和政策もその一つです。救済策は、米日欧の先進国のみならず新興国、途上国を含め、世界全体で行われました。しかし各国の対策にもかかわらず、世界はいまなおその後遺症に悩まされております。

今回の恐慌は米国の住宅金融に発しますが、米国にとどまらず世界恐慌に発展しました。

そのために国際金融の領域においても新たな救済・対策が求められたのです。それが「国際金融における最後の貸し手」問題です。出動したのはIMFとFRBです。

IMFはギリシャ、アイルランドなど財政悪化した国々の救済でフル活動を迫られました。

一方、アメリカの中央銀行FRBは日欧の中央銀行とのスワップ協定により、市場に大量のドルを供給しました。両者の働きはともにこれまでの国

民経済に対する「最後の貸し手」の延長に見えますが、そこには、国を超えたグローバルな枠組みが新たに現れつつあるのです。

第一に、IMFのEU支援は国民経済に対する救援ではなく、EU圏に属する一地域「国」に対する救済です。いずれEU統合の暁には、参加国は一地方に墮し、国家間「連盟」IMFの対象外となるでしょう。ここに国民経済を超えた枠組みが垣間見ることができます。

むしろEUを共通通貨の名の「固定為替制」とみるほうが、IMFの役割も理解しやすいと思います。

第二に、FRBの先進国中央銀行とのスワップ信用供与はグローバルな市場の要請に根差し、国民国家の域を超えております。そこには金融のグローバル化が潜んでおります。なぜアメリカ一国の問題がグローバル化したのでしょうか、その構造を見てみましょう。

サブプライムローン証券化した\$建て証券は米国のみならず世界中に捌かれました。とくにヨーロッパの銀行はoff-balanceから特別会社をつくり積極的に買い向かいました。

ドル資金は、一方で欧州の余資をスワップで米ドルに交換し、他方でアメリカのCP、レポなど短期金融市場から調達しました。欧州の銀行勢は、米国のドル短期資金によって米国のドル長期証券に投資したのです。海を越えた双方向の大規模なドル取引で、それはグローバルなシャドー・バンキングにはかなりません。

こうしたなかで2008年リーマンショックが勃発、米国の短期金融市場は一挙に梗塞し、欧州銀行勢は長期証券をもったまま短期ドル資金の調達ができず行き詰まりました。欧米間の資金の動きは、グロスで見ると出と入とも巨額ですが、ネットでは相殺されます。そのことは米国が国際的な資金仲介センターの役割を果たしていたことを示しております。

この大西洋を挟んだ資金取引は、もう一方の太平洋を挟んだ資金取引と結びつきます。

2000年代央グローバル・インバランスが脚光を浴びましたが、その焦点

は新興国です。アジア新興国は巨額の外貨準備をアメリカに蓄積し、アメリカの金融緩和を支えました。その金融緩和がサブプライムローンの膨張をよび、それに欧州銀行勢がとびついたので。サブプライムローンが太平洋と大西洋をむすびつけ、その仲介の要がアメリカです。

こうしたドルを軸とするグローバル金融市場が危機に瀕したとき、FRBは救済に乗り出さざるをえません。それが日欧など中央銀行に対するFRBのスワップ供与の意義です。

「国際金融の最後の貸し手」にとって新しい一歩です。その意義を追ってみましょう。

【3】「最後の貸し手」の現代的変容

「最後の貸し手」は、19世紀後半バジョットが『ロンバード街』で示したものです。その考えはその後も金融界で「原則」として掲げられ、いまなお影響力をもっております。それは、金融パニック防止のために中央銀行がとるべき行動基準を示したものです。

金融パニックは、金融不安に駆られた預金取り付けrunから始まります。預金取り付けにあった銀行は、健全な銀行であっても流動性不足に陥る恐れがあります。窮した銀行は一斉に流動性を短期金融市場にもとめ、市場全体が流動性不足に陥ります。その結果、銀行の経営状態にかかわらず、多くの銀行が破綻に追い込まれてしまいます。市場全体が行き詰まったとき、流動性をうる途は中央銀行しかありません。バジョットの狙いは、健全な銀行に資金を供給しつつ、金融パニックを防止することです。バジョットが掲げた「原則」は、以下二つからなります。

- (1) 支払い可能な銀行に対して無制限に資金を供給する。
- (2) 貸し出しにさいし担保を取り、市中の金利を上回る金利で行う。

一方で市場に無制限に資金を供給することでパニックの発生を防ぎ、他方で懲罰的な条件を課すことで借り手のモラルハザードを防ぐという、バ

ランスのとれた指針です。

さて、このようなバジョットによる「最後の貸し手」の議論は現代にも有効でしょうか。

流動性不足がどのように現れるか、中央銀行が救済のために流動性を供給するルートは、短期金融市場の形態に依存します。現代の短期金融市場は、バジョットの時代と同じではありません。キイは銀行から証券を含むオープン化です。

第一の違いは取引商品です。バジョットの時代の短期金融市場ではコール、銀行引受手形が取引されていましたが、現在の短期金融市場では、そのほかに政府短期証券、譲渡性定期預金証書、証券担保レポ、コマーシャルペーパー、ユーログラエ\$など多様化しております。

第二は参加者の違いです。バジョットの時代の短期金融市場への参加者は、銀行にかぎられインターバンク市場でしたが、現在は銀行のみならず証券など一般金融機関も含み、オープンな市場です。

こうした違いは、現代金融システムの進化、「決済と投資の融合」を反映しております。金融システムは百年の間、預金銀行システムから総合金融システムへと進化を遂げました。

BISなどの規制を嫌って、資本市場を介した銀行類似の活動、シャドー・バンキングが跋扈するようになりました。証券化商品を買ひ、それを担保にレポ取引で短期資金を調達する、リーマンショック前の欧州銀行勢による大西洋を挟んだ双方向の投資もその一例です。

こうしたドル仲介メカニズムでは、ABS、CDOなど証券市場のストレスがそのまま短期金融市場に波及します。機関間の取り付けから短期金融市場は緊迫し、証券市場の梗塞を惹き起こしました。FRBは国を超えて、大規模な流動性の供与に踏み出さざるをえなかったのです。

19世紀のイングランド銀行はあたかも「世界の中央銀行」のように機能しておりました。

しかしながらイングランド銀行の運営は、イギリス国内の金融調節に関

心をおき、世界全体あるいは外国の金融調整については関心がありません。またバジョットの「原則」も国内金融に対する議論で、国際金融に対しては「金本位制のゲームのルール」を想定するだけで、海外への出動は想定しておりません。

これに対して現代のアメリカ連邦準備銀行FRBは、海外中央銀行へのスワップ供与という形で、海外の金融市場の行き詰まりに手を差し伸べたのです。これまでFRBのスワップ供与は、一国の外貨準備不足を支援するという国民経済の枠内にとどまっておりましたが、今回のスワップ供与は国民経済の枠を超え、世界の流動性に対する支援という点で注目すべき一歩といえます。

BISは近年こうした現象をGlobal Liquidityにとらえ、新部門を設け対策の研究を始めました。

〔4〕 おわりに—世界の中央銀行への途

リーマンショック後の世界金融危機に対して、IMFとFRBが救援に出動しました。それは「最後の貸し手」、「世界中央銀行」として、どのように評価されるでしょうか。

IMFは、ギリシャをはじめEU圏を中心に融資、支援に奔走しました。IMFの狙いは、「為替レート安定のための外貨準備の融資」にあります。もともとはブレトンウッズ体制下の固定レート制維持のためでしたが、その後変動レート制に移行して「為替の安定性」に緩められましたが、その目標に変わりはありません。

IMFの融資は国民経済に対する融資であるため、直接市場に接することはありません。また国民経済にとって国際準備の場でもなく、決済clearingにも関わっておりません。IMFは、はじめから市場をコントロールする政策手段をもっていないのです。単なる援助機関の融資は、バジョットの意味で「最後の貸し手」とは言えません。

一方、これから通貨統合が進むにつれ、現在のように為替レート安定のための外貨融資の域にとどまっている限り、為替レートの数は減少し、IMFの働く余地は狭まります。IMFが世界中央銀行へ進む途は、ひとつにはIMFが準備資産機能を果たすことです。しかしSDRの失敗に見るように、自由な海外資本移動の便益にとって代わるのは困難です。

FRBは各国スワップ網を構築することにより、世界の金融市場に流動性を供給しました。

リーマンショックによる短期金融市場の梗塞を緩め、世界の金融パニックを和らげました。

この点で、FRBは国際金融において「最後の貸し手」として行動したといえるでしょう。一国の中央銀行が「国際金融において最後の貸し手」として機能したことを示したのです。

しかしFRBは「世界の最後の貸し手」であっても「世界の中央銀行」にはなりません。ただ世界がアメリカとなったとき、アメリカが世界になったときに、FRBは世界の中央銀行になるだけです。

さて「世界の最後の貸し手」となったFRBにとって、直面する問題はなんでしょうか。

まずFRBは「国際金融の最後の貸し手」を果たすや、股裂きのジレンマに陥ります。金融政策において、アメリカの利益を優先すべきか、世界の利益を考慮すべきか。FRBは「国際金融の最後の貸し手」の役割を担うや世界を視野に入れざるを得ません。

今年早々、インド準備銀行総裁ラジャンがバーナンキに対して厳しく注文をつけました。

量的緩和からの出口策を巡って、FRBが振興国など世界に及ぼす影響を考慮すべきと。

ラジャンの注文は正当ですが、それに応えることは難しいでしょう。要求を無視するか、協調するか、いずれにせよ、一国通貨ドルにこのジレンマを解決する途はありません。

もう一つの問題は、ドルが専一の国際通貨となるか、複数となるか、この点です。複数の国際通貨は、理論的には可能ですが、その試みはさほど容易ではありません。スワップなどリスクヘッジの手段が整うに従い、通貨の交換が容易になりました。そのため市場の論理が貫かれる世界であれば、ドル利用の慣性は続くと思われます。

しかし市場の世界に政治が関与するようになると、市場の慣性も崩れ別の途が開けます。

中国人民元の国際化には、元を国際通貨に仕立てるという政治の力がみなぎっております。経済のみならず政治の力によって国際通貨のための諸条件・制度を強引に整備してゆく、覇権の思想です。

近い将来、世界は複数の「帝国貨幣」が競合し協調する場となるかもしれません。

商品貨幣と象徴貨幣のほかに、帝国貨幣あるいは国際協調貨幣という新しい概念が必要かもしれません。そこでは「市場」の論理に「政治」が組み込まれた「政治経済」が幅を利かせ、有効となるかもしれません。

最後に、私は今年40年ぶりに国際通貨に関する論文を書きました。テーマは「西欧通貨の交換性回復と国際流動性調達—IMFとキイ・カレンシー」です。伊藤正直・浅井良夫編『戦後IMF—創成と変容』の第5章に収録されております。この本は日本さらには世界の金融史研究の最先端の業績です。是非お読み下されば幸いです。

これで最終講義を終わります。

質疑応答

質問 1

先生の『日本信用機構の確立』では、明治初期の日本銀行を通常のマクロ経済学で学ぶような金融政策の視点からではなく決済、マネーの安定性の観点からとらえ、日銀が市場を引き寄せながら、のちに市場に戻す形で発展してきたことが説かれております。それは現在の日本銀行と重なるように思います。日銀は膨大なベースマネーを供給することで市場を吸い寄せておりますが、現在の日銀とかつての日銀とダブらせたとき、どのように出口に向かってゆくか、市場に戻し委ねてゆくか、お教えいただければと思います。

答え

10月に行われた金融学会で、鎮目雅人さんとフリーバンキングのセッションをもち、報告をしました。そこでは日本銀行ができる前の国立銀行について、フリーバンキングの観点から見るという問題提起をしました。当時円という通貨を作ったけれどもなかなか安定しなかった。西南戦争によってインフレーションがおき、政策当局者たちはインフレを抑えるためには、国立銀行に任せておいたのではだめで、中央銀行を創らねばならないと考えました。『日本信用機構の確立』を書く前は、私も官の力を信じ、政府が日本の金融、経済システムをつくるものと考えておりました。しかし、そうした見方は正しくありません。本で書いたように、実は民間の自生的な発展があって、そこに日銀がパラシュートのように降りてきて、そのせめぎあいによって発展してきたのです。日銀は自生的な市場を取り込むために、決済を中心に過大に介入せざるを得なかったのです。しかしそのご市場に委ねるよう戻すことになります。過大な介入が効率的ではないとわかったからです。

こうした公的機能の「拡大と縮小」はその後も繰り返されます。なかで

も面白い例は、1944年の内国為替集中決済制度のケースです。それは全銀システムの前身になるもので、中央銀行自らが遠隔地間の支払い決済を行うというものです。それまでは東京と札幌間などの支払いは札幌の支店が為替を各地の店を次々つなぎながら東京の店へおくるという、銀行コレス網を通じて行われました。至って効率の悪いシステムでした。戦争の進行によりこうした業務を行う優秀な男手が足りなくなり、一万田尚登を中心に日銀が自ら乗り出したのです。それが内国為替集中決済制度です。しかし敗戦後日銀総裁となった一万田は、非効率を理由に内国為替決済業務を民間に戻すよう働きはじめました。民間はいまさらそのコストを引き受ける気はなく、10年以上にわたってすったもんだを繰り返しました。結局民間は、日銀当座預金を介して最終決済を行うことを条件に、民間が引き受けることを受け入れました。それが現在の民間による全銀システムです。公的機能は膨張することはあっても、いずれ効率性の点から縮小してゆく良い例です。

いまの黒田=日銀による量的緩和政策はその新たな一例です。日銀は既発国債の過半を買い上げ、市場を飲み込んでしまった。まったく異常な世界です。流動性を「無制限に供給」という点で、黒田総裁も「バジョットの原則」に従っております。しかし目的に違いがあります。バジョットの提言が金融パニックを防ぐためだったのに対して、黒田緩和政策はデフレ脱却が狙いです。危機対策を平時に応用したのです。それは「バジョットの原則」の域を超えており、まさしく未曾有の実験です。どのように出口政策を行うか、極めて難しい問題です。歴史に見るように、いずれ市場に返さざるを得ない。黒田さんには、踏み出した以上、是非とも無事に戻ることを期待しております。しかし万が一うまくいかないときには、どうなるでしょう。破綻を防ぐためには、政府が様々な形で資金のコントロールを強めてゆかざるをえません。最初は見えないかたちで、次第に官の規制が強まるかもしれません。官が力を強めるのは不幸な時代です。

質問2

講義の最後にふれられた「帝国通貨」についてもう少し教えてください。

関連質問ですが、かつて19世紀イギリスについて「自由貿易帝国主義」という議論がありましたが、国際通貨ポンドについても覇権とか軍事力と切り離せるか、切り離せないかという問題があります。また金銀複本位制から金本位制へ移行したように、国際通貨制度は統合されてゆくのかどうか、長期的な見通しをお聞かせください。

答え

金融のグローバリゼーションが進みつつあります。金融のグローバリゼーションといっても、国際通貨の統一に一気に進みません。中間の段階として広域、リージョナルな通貨統合が進みつつあります。共通通貨ユーロの誕生です。各国はフランやドラクマなど国民通貨を捨て広域通貨ユーロが生まれました。理想に満ちた画期的な事件です。今のところユーロは通貨統合を手にしたにすぎず、さらなる銀行統合、財政統合を待つ必要があります。そのためには人々は国民経済の消滅という辛い事実を飲み込まなくてはなりません。私の見るところいまのユーロは一種の固定レート制にすぎません。ユーロはジャン・モネたち欧州人の非戦の理想によって生まれたものですが、いまのところ美しい外皮をかぶった見えない通貨圏、カッコ付きの「ブロック経済」です。グローバリゼーションのもとでの、緩やかな「帝国貨幣」といいと思います。「帝国貨幣」とは、ある国の通貨が経済のみならず政治の力によって国を超え広い地域で使われる状態をさします。

世界はいまやリージョナルな広域国際通貨にまとまりつつあります。欧州大陸にはユーロ、米州大陸にはドルが勢威を誇っております。しかしアジアは未だ混沌としております。いずれ中国元か日本円か、あるいはアジア統一通貨が幾多の軋轢をへて形成されると思われまます。あるいは世界は大陸ベースの3つの広域通貨がせめぎ合うこととなるでしょう。それは経

済の力だけでなく政治が絡み合って競う世界です。ユーロは経済を軸に動いていますが、裏に軍事NATOがあり、両者は表裏一体です。TPPと東アジアのFTAをめぐる攻めぎあいもその一齣です。「帝国貨幣」がわれわれの前に広がるひとつのシナリオです。

もうひとつのシナリオは、ユーロが崩壊するケースです。ユーロは国民経済の枠を乗り越えることができるでしょうか。固定レート制の不利益をうける国民の間でユーロに対する不満が高まりつつあります。あるいは脱退が続きユーロは崩壊するかもしれません。そのときには、さきの広域通貨圏の動きはとまり、グローバリゼーションは各国国民経済を残したまま進むことになります。それでもグローバルな資本の自由な動きが、各国国民経済の壁を低めながら、世界は徐々に統合してゆくでしょう。

どちらのシナリオになるかは、まったく予想がつきません。おそらく私はその行く方を見ることはないでしょう。できるなら生きて見てみたいものです。日本円は1980年代に広域国際通貨へ浮上する兆しがありました。しかしバブル崩壊後、いまやその勢いは失われました。グローバリゼーションのもと、いずれのシナリオにおいても日本は「帝国」ではなく極東の一島国として生きてゆくでしょう。石橋湛山にならって「小日本主義」がふさわしいと思われます。

質問3

先生の本が書かれた論文は切れ味鋭いのですが、お話はボアとしており、懐かしく思い出されます。私の質問は、先生が黒板に書かれた市場とかセンターとか組織の枠組みは今後も重要なものとして残るのだろうか、あるいは消滅してゆくのだろうか、その有効性を巡ってです。ドルが金の裏付けを失っても暴落することなく流通するのは、国民が国家とかIMFなど様々な組織が支えてくれるだろうと信じているからだと思います。しかしIT技術の進化によってそういうものに頼らないビットコインや様々な支払手段が発展しつつありますが、いまのところその価値を担保したり調整したりす

る機能が明瞭ではありません。そこでも決済が必要ですが、それを調整しバックアップするのは市場なのかセンターなのか、あるいはそれすら必要ないと思うのか、お考えをお聞きしたい。

答え

ビットコインの話が出ましたが、草創期の銀行券のケースが参考になります。銀行券は最初自由に自前で発行することができました。独立戦争前のアメリカでもそうですが、当時「やばい」銀行も沢山ありました。自由に放任しておくと、金を預ったままとんずらす銀行や金と交換できないよう山の上に店を移したり、まったく信用できない事件が多発しました。いまのビットコインをみるようです。それでは国が関与すべきでしょうか。そうではなくて、健全な銀行を中心に決済のための協調組織が自然と自生的に作られてゆきます。交換所や取引所がそれです。ビットコインはいまのところ、そうした組織を持ちませんので、だまされる人も出てくるでしょう。しかし多くの人々がビットコインを取引するようになると、まともな業者を中心にして、安定した決済のために何らかの緩やかな協調システムを自生的に組織し、それによって市場は安定したものとなるのです。ビットコインであっても同じです。決済・市場アプローチが示唆するは、制度の自生的な発展です。国の役割はそれを助けることです。

さきに決済・市場アプローチの枠組みの事例として19世紀ポンド、20世紀ドルのケースを示しましたが、世界経済の発展とともに枠組みの内容も変化します。21世紀のエレクトロニクスマネーについては、これとは違う新たな内容をもったシステムが形成されるでしょう。現在はまさに揺籃期にあります。情報革命のもと、決済や市場がどのように生まれ変わるのか、貿易金融—決済—金融市場—金融センター—国際通貨のスキームにそって、それぞれの次元で、なにがどのように形成されるか、興味は尽きません。