

## [書 評]

ラグラム・ラジャン著、伏見威蕃・月沢李歌子訳  
『フォールト・ラインズ——「大断層」が金融危機を再び招く』

新潮社、318頁、2011年

## はじめに

本書は、『セイヴィングキャピタリズム』（共著、以下「前著」という）につぐラグラム・ラジャン氏の日本語版第2作で氏の単著である。ラジャン氏は、インド外交官の父と世界各国で過ごした後、MITを経て、現在はシカゴ大学経営大学院教授で、米国金融学会会長である。2007年に端を発する金融危機を予測したことで評価が高い。

前著からの間にリーマン・ショックや、氏のIMF勤務を挟んでいるので、考え方、主張に変化があるか、前著の日本語訳に参加した1人として関心があった。本書は幅広い読者を対象に、歴史社会分析、政治経済学的分析などを交え、わかりやすい言葉で語られており、著者の金融学者としての学識に国際機関の実務家としての体験が裏打ちされている。

## 概要

概要を紹介しよう。序章では、2007年からの金融危機の原因を3つの「フォールト・ラインズ（断層線）」にたとえ、①米国国内政治の歪み、②多国間の貿易不均衡、③各国のタイプの異なる金融システムによる歪みが絡んだ複雑なもので特効薬は1つではないと断じている。

その上で、第1の「政治の歪み」について第1章、第4章、第5章を割いている。米国では教育の欠陥等から国民の所得格差が拡大、雇用も悪化したにもかかわらず、税制・所得再配分に関する議会の合意は難しかったため、政府は短期的、ポピュリスト的に低所得者向け持ち家政策として住宅融資を促進した。これが不動産価格を乱高下させ、住宅の担保価値を失わせ、借り手だけでなくリスクを分担した金融機関、投資家に大きな犠牲を出したと述べている

（第1章で教育その他所得格差の原因、住宅融資の歴史的展開、第4章で社会福祉政策の現状、背景等詳説している）。

またFRBも、①長期間超低金利を維持し、②市場に対し景気崩壊時の救済を予告するメッセージを出すという2つの間違いを犯した結果、投資はハイリスク・ハイリターン商品に向かい、銀行融資が急拡大、金融システムの中でローン担保証券のパッケージ化、証券化等が進み、融資の質が急速に悪化した。さらに海外の金融商品に流れたドルが米国に再流入し、米国を世界中のリスク資産に投資するヘッジファンドにしたと述べている（第5章）。

次に第2の「世界貿易不均衡」については、第2章、第3章を中心に次のように述べている。急成長を遂げた日、独、韓など後期成長国、中、印など発展途上国には管理資本主義体制が形成され、政府企業や既存民間企業が優遇されて新規企業に参入障壁が設けられ、政策融資も講じられ、低為替レート、高率関税、輸入制限等で外国品も防遏された。この結果、競争力の弱い企業が温存され、消費控えにより国内市場は伸びず輸出主導となった。

これら輸出依存国は、裕福化しても国内市場を拡大できず、より貧しい発展途上国が通貨危機で消費市場として期待できなかつたため、消費意欲の高い米国市場に殺到、貿易不均衡が拡大した。しかも輸出国は累積した外貨準備の投資先の1つに米国を選び、巨額の資金を流入させた。

第3の「金融セクターの脆弱性」については、まず第6章で、住宅ローンが急増した理由を説明。潤沢な資金を持った米金融セクターは、住宅取得促進という政府の願望と格付けの高い証券を求める投資家に応え住宅ローンを拡大し、ブローカーは甘めの審査でこれを仲介、格付け機関も安易に高評価で投

資を誘い、証券需要者も詳しい検証はしなかった。何よりも金を稼ぐことだけが金融セクターの評価基準となり、市場の規律は働かなかったとしている。

次に第7章で、銀行がデフォルトリスクと流動性リスクを負った原因を分析している。要旨は次のとおりである。貸付ブームの中で、ローンのデフォルトの相関係数は過小評価されていた。金融セクターは投資家の評価を高めるためテールリスクを求め、トレーダーも経営陣も業績に左右される報酬等のためリスクを冒して賭けをした。市場はこのような銀行に好意的で株価を上げ、株主も、その代表たる取締役会メンバーもリスクを規制しようとしなかった。債権者さえ、事態悪化時の政府の支援を確信し、リスクから逃げようとしなかった。期待どおり、種々政府の支援は行われた。要するに、リスク発見、管理の困難性のほか、リスク顕在時の当局の姿勢の予想が市場の規律を弱くしたことに責任がある。

このあと、著者は第8章以下にフォールト・ラインズ治癒の改革案をまとめている。まず第8章で、金融セクターの機能を積極的に評価した上、競争とイノベーションの必要性も認め、これを正しい方向に向けることが必要だとしている。そのためには、銀行のガバナンスを回復し政府介入の期待を管理し、特定金融機関への優遇を終わらせること、銀行のトレーダーや経営者、取締役等にリスク発生時にこれを分担する仕組みを設けること、金融セクターのリスクのモニタリング体制やリスク管理方法等を述べている。リスクの開示は株主、債権者にも有益であるとし、預金保険のように特定業界への特典を避けることも提案している。

第9章では、米国民の所得格差拡大、社会の両極化拡大を阻止すべきとして、教育、社会保障等の改革について次のように提言している。人的資本の質の改善のため、幼児・普通教育の向上、大学進学支援、職場訓練が重要であり、大衆の不安低減のため緊急用失業手当、ヘルスケアの国民皆保険制度、医療費低減策等を設けるほか、労働者移動容易化のため、健保、年金の企業からの切り離しや各州職業ライセンスの統一も必要であり、このためにも政府財政の健全化を図り、公平、有効な増税——特に付加価値税の検討が望ましいと述べている。

第10章では「貿易不均衡」対策に論及、輸出依存国の国内消費の拡大、負債国の過剰消費抑制、貯蓄

増強により相互の貿易収支を相殺すべきで、中国の低為替レートや米国の超低金利はこれに逆行していると批判、G20も実効ある協力はまとめられないとしている。さらに、多国間機構に触れ、WTOのような協定に基づく法定機関はルールも明解、紛争解決手段や制裁措置もあって有効だが、IMFのような機関は各国の同意するルールが組み立てられず、各国の政治的影響が大きく、勧告には力の支えがないため有効ではない。機構がより独立性を持ち強制力を有することが望ましい。気候変動対策、食糧問題も同じだとした上、世界の最重要経済として中国を挙げ、人民元の過小評価や低金利による歪みについて中国の反省を求めている。

終章では、発展途上国の貧困、先進国の高齢化に伴う財政悪化をはじめ、地球環境、健康医療、資源確保、移民などの諸問題を世界の国々が協力して解決しなければならず、これに果たす金融の役割は大きいとする。政府と金融市場の適切な役割を確立し、国家間の機能を是正すべきで、「フォールト・ラインズ」を放置すると再び危機を招くかもしれないと結んでいる。

## 読 後 感

著者は前者で透明、公平な競争的市場経済は、効率的な資源配分や経済成長に有効であるとしながらも、現実の市場経済は政治に歪められやすく、また競争の敗者や弱者たちは政治に働きかけて歪みを助長させやすいことから、資本主義を救うため真の市場経済を機能させる政治体制が必要であり、また敗者や弱者たちを救済する仕組みも必要だと主張していた。本書でも基本的にこの考え方に立ちながら、主題を2007年以降の金融危機発生のメカニズムに置いて、より自由闊達に、より広い角度から豊富なエピソードを交えつつ論じている。広い層の読者にとって興味深く示唆的であり、質問を誘発させる著書だと思う。

概要に紹介したように、著者はFaultとして「国内政治の歪み」「国際貿易不均衡」「金融システムの歪み」を挙げている。ただ、最近（2011年秋現在）の米欧のソブリンリスク等を見ると、世界の金融危機の原因は、著者の指摘以上に多岐にわたり、経済・金融のグローバル化の中で各国が採る成長政策や財政、金融政策、為替管理政策などのきわめて複

雑な絡み合いであるようにも見える。

第1の「政治の歪み」についてであるが、2011年夏の米国のソブリンリスクは、景気・雇用対策による財政悪化、政府・野党間の債務上限引上げ合意の難航、財政支出削減によるGDPの停滞、S&Pの国債格下げ等の絡みと伝えられている。即ち、マクロ経済の成長政策、これを支える財政政策、金融政策、為替政策等の絡み合いであり、これに共和党やティーパーティーの「小さな政府」の主張もあり、競争主義、弱者対策など政治体制の問題は、米国の歴史的風土に根ざす代表民主主義の本質から議論すべきではないか。欧州についてはさらに複雑である。

第2の「貿易収支不均衡」については、世界の黒字の半ばを中、日、独が占め、赤字の半ばを米国が占めるに至った事実はあるとしても、黒字国のみが責を問われる立場であろうか。黒字国の中には日本のように無資源国ゆえ輸入外貨獲得のため生産性向上、技術革新など輸出競争力強化に努めたところもある。この努力は世界経済の成長にプラスになっていないだろうか。また、赤字は赤字国の消費意欲の高さにもよるが、成長を犠牲にしてまで赤字解消のため消費水準を引き下げることが簡単ではない。また、総合的な国際収支バランスが重要で、日、中な

ど黒字国の多くは獲得外貨で米国債を買い支えており、これがなくなればソブリンリスクはより深刻になるだろう。

国際機構論には、著者のIMF勤務の経験に基づいた思いがこめられているように感じた。そこで財政政策の異なる国々の金融政策を統合しようとするEUの試みが難航し、欧州のソブリンリスクを発生させている事態を著者は今どう見ているだろうか。

第3の「金融セクターの脆弱性」については、学ぶ点、共感する点が多かった。あえて疑問を挙げると、著者は金融セクターにおける当局の規制を必ずしも否定はしないものの、介入が市場の規律を歪めているとも主張している。しかし、政府の事前的、事後的な規制でいくら市場経済環境を整えて資源配分の適正化を図ろうとしても、現実に金融危機の懸念が生じた場合、市場に任せて金融機関の淘汰をも辞さないことは可能だろうか。今般のG20やユーロに関する決定を見ると、預金者や債権者、取引先等、ひいては経済全体への影響の大きさを考えるとプラスにはならないというEU諸国の合意があったように思われる。

(福岡大学 有岡律子)

木原隆司著『援助ドナーの経済学——情けはひとのためならず』

日本評論社、344頁、2010年

## はじめに

著者の木原隆司氏は、実務家としてわが国政府および国際機関に勤務した経験を持ち、同時に研究者として政府研究機関および大学で開発援助問題に取り組んできた。本書は、著者の多年にわたる国際開発援助政策の研究成果を取りまとめた研究書である。その内容は、実務家としての豊富な経験と、政策現場から一步離れて問題を冷静に分析する研究者としての考察が一体化し、政策課題の核心に触れた深い分析となっている。本書では、1990年代以降の援助政策を巡る論点が豊富な知識によつて的確に整理されており、援助政策の専門研究者にとつても、実務的な必要性からこの問題を理解しようとする者にとつても、一読する価値がある。

## 本書の視点

開発援助政策は、「受益国の経済厚生」の視点からその良否が論じられることが多い。このため、援助政策の研究の大半は、教育や保健・医療といったセクター別支援策について、その有効性をミクロ経済学的な分析視角から行っている。これに対して本書は、受益国の利益に加えてドナー（援助供与国）の国益という視点を並置させることによって、受益国に対する援助政策のあり方および政策の是非を議論しようとする。このような本書の分析視角は、著者がわが国政府の政策担当者として外国政府や国際援助機関といったドナーとの交渉に係わってきたということ、そのような交渉の現場において援助政策の枠組みそのものをいかに設定するべきかという課

題に取り組んできたことと無関係ではないであろう。本書の視点は、ドナーとして援助政策はどうあるべきか、どのようにすれば受益国とドナーの双方にとって援助政策が利益をもたらすものになるのかという問題に、正面から取り組もうとしたものにはかならない。

### 本書の構成

本書では、まず序章で、開発援助、ドナー、受益国などといった基本的な概念を整理し、著者の分析視点が設定される。続いて、第1章以下の各章では、1990年代以降の具体的な援助政策、即ち援助受容能力の高い国に援助を集中させる「選択的援助政策」、環境保全・感染防止など「国際的公共財の供給政策」、「紛争防止あるいは紛争後支援政策」、ドナー間の「援助協調政策」といった援助政策関係者の間で大きな注目を集めてきた諸課題が、詳細に検討されている。最後に終章で、各章の整理が行われ、残された課題が提示される。

章別に見ると、第1章では、「制度環境による選択的援助」の問題が取り上げられ、援助成果が高くなる制度環境が整った国々に集中的に援助を供与しようという政策の有効性と是非が論じられる。地域別にサンプルを分割した実証分析の結果によると、「選択的援助」の有効性は地域によって異なり、地域に応じたきめ細かな政策対応が必要と示唆されるとしている。

第2章では、「援助協調」の問題が取り上げられ、複数のドナーが援助目的と手段を協調させようとする政策の是非が検討される。ゲーム理論の枠組みを利用して、ドナーの援助動機と戦略的行動を理論的に分析し、援助協調を実施することによって援助総額の増加（受益国の利益の増加）と同時にドナーの国益も拡大できることが説明される。このような援助協調の成功事例として、対ベトナム支援が検証されている。

第3章では、国際公共財としての環境保全や感染症対策の政策対応が議論される。公共財理論を応用して、援助内容が純粋な公共財ではない場合には、援助政策に対して適切な報償と罰則を設定できれば、自発的に援助額を増加できることが説明される。このような事例として、地球環境ファシリティーや拡大メコン圏開発プログラムが検証されている。

第4章では、「負の国際公共財」として内戦の防止と事後支援策が検討される。「内戦の開発経済学」と呼ばれる近年の議論を紹介し、アジアやアフリカにおける内戦の経験を踏まえて、どのような内戦防止と内戦終結後支援の政策を取るべきかに関して「内戦の開発経済学と紛争後支援政策」が分析される。事例研究としては内戦終了後のカンボジア支援の経験が議論される。

第5章では、今後急速な高齢化が予測される東アジアを対象に取り上げ、東アジアの成長モメンタムを維持するために広域的な高齢化対策を実施することのある種の「国際公共財」の提供と捉え、その内容を多面的に検討する。高齢化による金融市場への影響を計測することによって、地域金融市場の整備という国際公共財の提供が、ドナー諸国も含めた関与国全てに利益をもたらす可能性が示される。

終章では、短期間で受益国に援助効果を生じさせる「短期成長促進援助」が、ドナーと受益国の双方に利益をもたらすという意味で優れていることが述べられる。その観点から見ると、批判的に取り上げられることも多いわが国のインフラ支援重視の援助政策が、「短期成長促進援助」としては高く評価されるべきものであると結論付けられている。

### 本書の意義と課題

援助政策研究としての本書の特徴と意義は次のような点にある。第1は、現実の援助政策を担当してきた実務者が、国際機関との政策協議あるいはわが国の援助政策のあり方を巡る政策議論の中で直面してきた重要な課題について、政策判断の根拠を明らかにするという問題意識の下に、詳細な経済学分析を試みた研究成果だという点にある。読者は、本書を通じて、政策現場とその理論的・実証的裏付けの相互関係を具体的に知ることができるであろう。

第2は、世界全体のパネルデータを利用した先行研究を、アジア・アフリカ・中南米といった地域別のデータセットを利用して再検証し、各地域特有の政策効果を分析している点である。先行研究をより丁寧に分析することによって、わが国の援助政策が留意すべき問題点が具体的に明らかにされている。

第3に、各章で取り上げられる近年の様々な政策論争の分析を通じて、わが国の援助政策の「立ち位置」が多面的に検討され、その優越性がどこにある

のかについて分析がされている。裏返せば、わが国以外のドナー各国の援助政策が持つ問題点が明らかになり、わが国の政策について巷間指摘される批判に対する有効な反論ともなっている。また終章では、援助評価の計測方法も含めた議論を通じて、インフラ中心とされるわが国の援助政策に肯定的な評価が与えられている。

本書で気になった点を2、3点挙げたい。第1は、中国など新興経済国による援助が国際開発援助制度ないし政策協調に与える影響である。これらの諸国の中には、従来の援助ルールを無視して国益のみを追求する行動が目立っている。このようなアウトサイダーが登場した場合、第2章等で論じられる「援助協調政策」や「選択的援助政策」がどのような影響を受けるのか、本書の重要な政策論点でもあることから、今後の検討が必要であろう。

第2は、援助協調や国際公共財の議論における国益の扱い方である。本書では、援助によってドナーに発生する国益は、他のドナーの国益とは中立的（無関係）と仮定されている。しかし現実には、ドナーの国益は他のドナーの援助によって負の影響を受ける可能性がある。従来から指摘されている援助プロジェクトの受注競争の問題だけでなく、近年は途上国・新興経済地域での民間ビジネスに国家が後ろ盾として登場することが多くなっており、このような問題について検討される必要があるだろう。

第3に、本書の後半に納められた第4章の「内戦の開発経済学」や第5章の「東アジア地域の高齢化対策」の分析では、本書の前半で取り上げられたゲーム理論の分析枠組みがほとんど利用されていない。第4章の問題は一義的には政治の問題であり、言うまでもなく関係諸国の政治調整が不可欠である。第

5章では東アジア各国の金融・資本市場改革の議論がされているが、この問題は東アジア地域の通貨制度を巡る政策調整と切り離せないものであり、したがって関係各国の高度の政策調整が不可欠である。第4章と第5章のテーマについても、本書前半の理論的な分析と結びつけて、国際公共財を巡るドナー間の政策協調問題として一段掘り下げて見直してみることには価値があるのではないだろうか。

### おわりに

世界の開発援助資金は、援助疲れを背景として冷戦終結後に一時減少していたが、グローバル化による国際間あるいは地域間の経済格差の顕在化を背景として、2000年代以降は再び増加基調に転じた。同時に、開発援助政策の面でも、ドナー間の「援助協調政策」や援助配分に関する「選択的援助政策」など、新しい政策が注目されている。一方、わが国を見ると、1990年代には開発援助額世界1位であったが、近年は経済状況の停滞が続く中で援助額を大きく減らしている。また開発援助政策を巡る国際的論争への関心も、かつてより低下しているように思われる。

しかしながら、わが国の開発援助金額が低下するとしても、むしろ低下するならば一層、政策的な論争に積極的に参加し、受益国にとってより有効であり同時にわが国にとっても利益がある、そして国際的にもプレゼンスの高い援助政策を立案し実行しなければならない。本書は、実務と研究の両面に通曉した著者による開発援助政策研究への招待であり、多くの研究者がこの分野に積極的に参加するきっかけとなることを期待したい。

（一橋大学 奥田英信）

### 柴田善雅著『戦時日本の金融統制——資金市場と会社経理』

日本経済評論社、476頁、2011年

本書は、著者が長年取り組んできた戦時期日本の金融統制についての研究の集大成である。本書には、未公開の資料を含む種々の政府関係機関の資料が多数収録されており、著者はこれらの資料を駆使しながら、さまざまな分野における金融統制の展開を詳

細に描写している。本書の構成は以下のとおりである。

#### 序章 戦時金融統制研究の課題

冒頭で、「本書は日本の戦時統制経済の各論として、金融市場における政府の統制の全体的把握を目

指すものである」との課題が提示される。そして、分析手法として政策史アプローチと金融制度史アプローチを採用すること、1937年から日本の敗戦までを分析対象とすることが示される。

### 第1章 戦時金融資産負債の概要

1963年に経済企画庁経済研究所が作成した「金融資産負債残高表（1930～45年）」を用いて、日本の敗戦に至るまでのマクロ的な資金運用・調達の動きが示される。ここで利用される統計はこれまであまり知られることがなかったもので、政府、日本銀行、市中金融、法人企業、個人に分かれ、資金余剰主体である個人部門から資金不足主体である法人企業部門や政府部門への資金循環が概観できる貴重なものである。

### 第2章 戦時外国為替管理体制と為替割当

1932年の「資本逃避防止法」、1933年の「外国為替管理法」の公布・施行、1937年の日中戦争勃発に伴う為替管理と貿易統制の強化、1941年の「外国為替管理法」改正について、法令の制定経緯とその運用実態が示される。そして、日中戦争勃発前の為替割当は厳格なものではなかったこと、その後、為替管理と貿易統制の強化が進められたが、1941年前半の段階でも外国為替の全面政府集中にまでは踏み込まず、個別為替割当による輸入許可制度として運用されたこと、同年7月の英米蘭による対日資産凍結とそれに対する報復措置の応酬の中で、通常の民間貿易と為替取引は事実上消滅し、政府系貿易統制機関を通じた直接的貿易統制に移行したことが示される。

### 第3章 戦時資金割当——「臨時資金調整法」と「銀行等資金運用令」の施行を中心に

1937年の「臨時資金調整法」、1940年の「銀行等資金運用令」の施行とその運用、日本興業銀行の命令融資・軍需手形引受、戦時金融金庫の融資、軍需融資指定金融機関制度の運用実態について記述している。そして、1941年までは、借入れ側の自主規制と緩めの融資割当が行われていたこと、民間企業への融資に関して戦時金融金庫が果たした役割は限定的で、戦時金融金庫が相対的にハイリスクの事業者への資金を投入したというこれまでの評価は必ずしも当たらないことを論じている。

### 第4章 戦時株式流通市場への介入

戦時経済下での株式流通市場への介入について、

投資家の自主判断による株式売買を前提とする株式流通市場では直接的な価格統制は困難であり、政府以外の組織が市場で株式を買い支えるという形態が中心となっていたこと、軍需景気が活況を示していた状況では全面的な統制の必要性は必ずしも高くなかったが、戦局が悪化してくると先行きの経済状況に対する不安が台頭し、介入による買い支えの重要性が増していったこと、その際、戦時金融金庫ならびに各地の取引所の合併により設立された日本証券取引所による介入が重要な役割を果たしており、特に戦時金融金庫の存在は第3章で記述される融資活動よりむしろ株式買い支えに関して重要であったことを論じている。

### 第5章 保険会社の戦時資産運用

当初は互助組織的なものとして理解されていた保険事業が、国債や軍需産業への貯蓄動員手段として政府による統制体制に組み込まれていく過程を記述している。そして、徴兵動員による保険金支払いの増加、保有有価証券のうち利回りの低い国債比率の上昇や、株価下落による含み益消滅の可能性といった経営環境の悪化が顕在化した状態で終戦を迎えたことが示される。

### 第6章 戦時会社経理統制

1940年の「会社経理統制令」の制定とその運用実態を踏まえ、企業会計に対する統制について記述している。そして、1938年に高配当に対する課税強化と軍需産業に対する税制優遇措置が導入されたこと、1939年に物価統制の一環として会社職員全般に対する給与統制が導入されたこと、1940年の「会社経理統制令」の施行により、企業の給与・賞与と利益金処分が厳格に統制される体制が確立したことを示すとともに、これらの経理統制により企業資金の社外流出が抑制され、過剰流動性の抑止には効果があったと論じている。

### 第7章 戦時企業整備の施行と資金措置

1941年のアジア太平洋戦争勃発を受けて行われた不要不急産業から航空機等の軍需産業への強制的な産業構造の転換を進めた戦時企業整備について記述している。そして、その運用、特に繊維等の不要不急と認定された企業の事業資産の譲渡に当たっては、政府として相応の補償を行ったうえで、市中の流動性増加を抑止するため当該資金の移動を厳重に制限する特殊決済が行われたことが示される。

## 終章 戦時資金統制の終焉と結語

第1節では、1945年の日本の敗戦により、それまで抑制されていた需要が急増する一方で統制が緩み、また、多額の財政資金が散布されたことからハイパー・インフレが発生した経緯を記述するとともに、これに対処するために戦時と類似した統制手法を駆使せざるをえなかったと論じている。

第2節では、結語として、①金融統制は全体として効率的に実施されたこと、②1937年の「臨時資金調整法」による自治的資金調整から、1941年以降は命令融資等による直接統制へと移行したこと、③株式市場では、発行市場における資金割当にはじまり、流通市場における価格維持のための介入が拡大していったこと、④当初は必ずしも金融仲介機関として認識されていなかった保険会社は、戦争拡大とともに政府の貯蓄動員のための下部機関化していったこと、⑤生産力増強の要請に応じるため、会社経理統制が実施・強化されていったこと、⑥企業整備により不要不急産業の淘汰と軍需産業の規模拡大が行われ、その際、大蔵省主導で資金の浮動化が抑止されたこと、⑦金融統制は戦争遂行上の要請に応じて段階的に強化されたこと、⑧保険業、証券業は金融業の一部であるとの認識の共有化が進み、日米開戦直後に所管官庁が商工省から大蔵省に移管されたことから、円滑な資金動員が達成されたこと、⑨経済政策を巡り官僚は必ずしも一枚岩ではなかったが、戦時という特殊な状況が一部の統制官僚の独走を可能にしたこと、が述べられる。

本書を通じて、著者は資料を丁寧に読み込み、そこから導出される事実を抑制的な筆致で描写している。また、分析対象とする法令や機関について、その由来や顛末を含めて詳細な記述を行っており、参考文献として極めて有用性が高い。本書で紹介される政府関係資料の中には、日本金融史上の重要な論点に新たな光を当てる知見も含まれているが、著者はその歴史的評価を読者や後続の研究者に委ねるとの姿勢を貫いているように見える。以下では、評者なりに、本書を踏まえた今後の研究の可能性を提示することで、批評に代えたい。

第1に、第1章で紹介されている「金融資産負債残高表」は、資金余剰主体である個人部門と、資金不足主体である政府ならびに法人企業部門との間を、金融機関が時代を通じてどのような形で仲介してい

ったかが総括的に見渡せる点で、極めて貴重なものである。戦前の資金循環の推計は、藤野正三郎・寺西重郎『日本金融の数量分析』（2000年、東洋経済新報社）において試みられているが個人部門と法人企業部門が区分されておらず、本章で紹介されている統計の分析を通じて初めて、戦時期に拡大した個人金融資産が戦争遂行のための国債発行を中心とする政府部門の資金需要に充てられていったこと、企業部門の資金調達には戦争末期の1944年まで直接金融が中心であったことがわかる。戦後日本の金融システムが間接金融中心であることは知られているが、その起源を探る上で貴重な資料と言える。

第2に、本書に収録されている資料からは、かなり遅い時期まで市場機能を活用した政策が実施されていたことが示される。例えば、強制的な産業構造の転換を進めた戦時企業整備においても、譲渡資産の経済的な価値は補償され、これが円滑な産業構造転換に寄与した。また、敗戦間近の株式流通市場においては、価格形成にゆがみが生じていたとしても、投資家の判断に基づく売買が行われており、曲がりなりにも市場が存在していた。その意味では、日本では戦争末期に至るまで、非市場的な統制が経済活動全体を規定していたわけではないことが確認されたと言える。

第3に、本書では、戦後のハイパー・インフレの発生に至る過程が詳細に記述されている。第1章では、戦時期を通じて強制貯蓄として動員された民間資金が政府ならびに法人企業部門に集中的に投入され、これが統制の緩みとともに激しいインフレを引き起こしたことが示されている。このうち、法人企業部門への資金投入については、第3章で述べられている「銀行等資金運用令」に基づく大口融資、日本興業銀行の命令融資・軍事手形引受、軍需融資指定金融機関制度による融資が償還されないまま敗戦を迎え、統制が緩むとともにインフレの引き金となったことが示される。また、終戦直前には大量の売り日本証券取引所が単独で買い支えていた株式市場では、投資家が保有する証券の実質価値が何らかの形で調整されることは避けられない状況にあった。さらに、戦時企業整備に伴う特殊決済として扱われ凍結されていた資金も、戦後は解除されてインフレ加速の一因となった。

評者には、本書の内容は、著者によって明示され

ている以上にさまざまな研究の方向性を示唆して欲しい。本書がこの時期の金融全般に関するさらなる研究進展のきっかけとなることを期待

(日本銀行 鎮目雅人)

岡本恵也・楊枝嗣朗編著『なぜドル本位制は終わらないのか』

文眞堂, 216頁, 2011年

はじめに

過去、国際通貨危機が起こるたびに、ドル危機論が浮上し、脱ドル体制の構築や国際通貨制度改革が喫緊の課題であると繰り返し主張された。ドル危機論は「金・ドル交換性停止→ドルの垂れ流し=ドルの過剰発行→ドル残高=過剰ドルの累積→国際通貨ドルに対する信認の低下→ドル危機」という単純的なシエーマを描いている。アメリカのサブプライムローン問題の発生を発端とする世界金融危機が巻き起こった最中、ドル危機論がやはり浮上したが、金融危機→ドル危機を短絡的に直結させる論調が目立った。このようなドル危機論の不毛性を訴え、国際通貨ドルの卓越した地位と、危機にあってもドル本位制が今後も継続することを大胆かつ挑発的に主張するのが本書なのである。

本書の構成

岩野茂道、楊枝嗣朗、岡本恵也、関村正悟、神野光指郎、西尾圭一郎の6氏が執筆した本書は以下のように構成されている。

- 序 大震災に金融危機を想う——リーマンショックの幻影
- 第1章 ドル本位制の構造——「銀行原理のオープンシステム」
- 第2章 揺らぐとも「アメリカ経済」、揺らぐとも「ドル本位制」——「グローバル金融資本主義のダイナミズム」
- 第3章 1980年代における金融革新とドル体制の展開
- 第4章 東南アジアの金融システム構造の変化と金融危機
- 第5章 グローバルインバランスからグローバル・シャドーバンキングへ——バーナンスの global saving glut 論の展開をめぐって

第6章 欧州通貨ユーロの桎梏——「つなぐ通貨」ユーロと「粉飾された」中央銀行 ECB

編集後記

各章の紹介

第1章は国際通貨ドルの支配をバジヨット(Walter Bagehot)の「銀行業の原理」の普遍性と「銀行原理のオープンシステム」=「国際金融の国内金融化」より説き、グローバル化は「国際金融の国内金融化」を促す一方で、ドル支配の基盤を強めるように作用していることを論じている。アメリカの経常収支赤字が「世界的貯蓄過剰」を造り、世界の金融市場をドルで満たすとともに証券化商品への投機を助長して、今次の世界金融危機を引き起こしたと考えるグローバル・インバランス論とは正反対の解釈が示されている。すなわち、アメリカの経常収支赤字を通じて世界経済は成長するとともに、先進国と新興国の安定した、あるいは豊かなドル資産の保有を可能としている。たとえ「金融システム危機」を通じて「ドル流動性危機」が生じたとしても、FRBが「最後の貸し手」機能を果たし、その流動性危機を解消あるいは緩和する。単なる国際流動性の供給者と金融資産の投資先としての役割だけではなく、最終的な支払手段としての safety haven(安全な母港)としての役割を併せ持つという意味でアメリカの世界金融仲介機関として新しい姿が現れていると主張する。また、それらの役割を国際通貨の必要かつ十分条件として挙げ、この条件を満たしていないことに欧州単一通貨ユーロの限界を求め、複数基軸通貨制が成立する日は遠いと見ている。

第2章は「グローバル金融資本主義」の中核にアメリカが位置し、ドルは基軸通貨として、金融危機のたびごとに揺らぐとも、崩れず、厳然として存在



することを主張する。第3章では金融の自由化と国際化が本格化し、金融革新と表現される事態が生じた1980年に、金融機関の国際的な競争・分業構造の変化とドル体制の変質を概観している。第4章は東南アジアがサブプライムローン危機の影響を金融的側面で最小限にとどめることができたという事実を基に、ドル本位制という国際通貨システムの中で東南アジアの金融システム構造が適応する可能性を見出している。第5章はバーナンキ(Ben Bernanke)の「世界的貯蓄過剰」を出発点とし、グローバル・インバランスが2007年7月以降のサブプライム信用危機の主要原因かどうかに関する論争を整理し、今後の研究動向を展望している。第6章は欧米のカルトリストによるユーロ批判論に拠りながら、わが国のユーロ礼讃論を批判するとともに、ユーロの構造上の問題点を指摘している。今次のユーロ危機は「『貨幣と国家』というのっぴきならない関係」を問うものとして、従来の貨幣論の見直しを挑発的に迫っている。

#### コ メ ント

ドル危機論の不毛性を訴え、ドル本位制の長期的継続を大胆かつ挑発的に主張してやまない本書は従来の国際通貨論を見直す上で参考になると考えられるが、疑問点が存在しないわけではない。全章にわたって批評することは評者の許容範囲を超えるので、ドル本位制の構造と論理を詳細に展開している第1章とそのドル本位制論に共鳴している第2章、第6章に共通する問題点を指摘した上で、その問題点を克服するためにはどのような論点が必要となるかを示す。これをコメントに代えることにしたい。

「国際通貨ドルの強さ」の顕れとして、今次の世界金融危機時に「ドル流動性危機」(「ドル不足」と同じ意味)が生じたことが強調されているが、その逆の現象である「ドル過剰」は考慮の外である。したがって、ドル残高の累積がドル相場に与える影響は言うまでもなく、アメリカがドル防衛に乗り出さざるをえなかった歴史的事実については触れられていないのである。不確実性を内包していない論理は経済学的意義を持たない。「ドル不足」、「ドル過剰」

の発生はどちらも不確実性の顕現であるにもかかわらず、本書は一方しか取り上げていないのである。「ドル不足」、「ドル過剰」の発生＝不確実性の顕現を伴いながら、国際通貨ドルが維持されているという歴史的事実を踏まえて、その論理を展開するとともに、今回と過去の違いを示す必要があったのではなからうか。なお、評者は、国際通貨ドルに対する信認が低下し、アメリカがドル防衛に乗り出さざるをえなくなった直接的な契機をドル残高の累積ではなく、アメリカのマクロ政策の経済的帰結を重視している。と言うのは、為替相場の安定性は、為替相場予想が発散的ではなく、回帰的であるかどうか、マクロ政策がそのような予想を合理的なものにしているかどうかによって左右されるからである。

「ドル不足」、「ドル過剰」の発生＝不確実性が顕現し、その調整過程がどのように進んだかについてもまた留意する必要がある。すでに述べたように、今次の世界金融危機時にFRBの「最後の貸し手」機能を通じて「ドル流動性危機」が緩和あるいは解消されたことは重視されているものの、過去にどのようなドル防衛が展開されたかについては触れられていない。IMF体制下、変動相場下ともにアメリカと周辺国の間に歴然とした政策的非対称性が存在し、ドル相場の安定化のために必要となる政策調整コストを主として周辺国が負担しているのに対し、アメリカは政策調整コストの負担を免れている。より詳しく言えば、アメリカはドル相場の安定化のために必要となる政策調整コストの負担に必ずしも積極的ではなく、国際通貨協力の名の下、主要各国に政策調整コストを分担させた。周辺国が国際通貨協力に応じたのはドル相場の大幅な下落と経済低迷を憂慮したからであるが、協調介入・政策協調の長期化によって協調参加国の経済に政策的歪みが少なからず生じたということを看過してはならないのである。

いずれにせよ、ドル本位制の長期的継続を大胆かつ挑発的に主張する本書には様々な評価が寄せられるであろうが、建設的議論が展開され、国際通貨論が再構築されることを期待してやまない。

(ノースアジア大学 前田直哉)

## 梅田雅信著『日銀の政策形成——「議事録」等に見る、政策判断の動機と整合性』

東洋経済新報社、386頁、2011年

本書は、1998年4月に施行された新日本銀行法に伴って金融政策委員会が定めた「10年後公開ルール」に基づいて、2008年度から公開されるようになった1998年当時の金融政策決定会合の「議事録」等に基づいて、日本銀行(以下、日銀)の政策形成過程を分析するという手法を利用したわが国の、おそらく世界でも最初の研究書である、と見られる。

1990年代後半は、わが国の金融システムが大きく動揺し、日本経済が戦後最大の激動の期を経験した。そのような時期に、金融政策を担う日銀の当事者がその経済・金融状況をどのように把握し、どのような政策決定を下したのか、またそれぞれの決定には政策運営上の整合性が認められるのか、さらに、それらの決定が今日から見て、事後的にどのように評価しうるのかは重要な論点である。

1997年秋以降、日本経済は金融システム不安と、戦後初めての「デフレーション」を経験し、日銀は「ゼロ金利政策」や「量的緩和政策」など、通常の金融政策手段を大きく逸脱する、異例の政策対応を余儀なくされた。2006年の量的緩和政策の解除により、日銀は新しい金融政策運営の枠組みの下、金利正常化へ歩み始めた。しかし、2007年には米国で「サブプライム・ローン」問題から危機が発生し、2008年には「リーマン・ショック」へと拡大し、ついには世界金融・経済危機へと進展した。さらに、2010年には「ギリシャ危機」からユーロ圏の「政府債務危機」へと拡大し、再び世界的な金融・経済危機が懸念される事態が進行している。欧米の中央銀行が、これらの連続する危機に対応を余儀なくされた事態に追従する形で、また、その後の為替レートの円高と景気回復テンポの鈍化を受けて、日銀は再び非伝統的な金融政策を採用するに至った。2010年10月には「包括的な金融緩和政策」を打ち出し、実質的なゼロ金利を物価安定が展望できる情勢になるまで継続するという内容の「時間軸政策」を4年半ぶりに復活させたほか、リスク資産を含む多様な金融資産を買い取るための基金を創設した。新日本銀行

法施行以来12年半以上が経過しているが、その内10年超の期間にわたり異例の政策手段で対応することを余儀なくされてきた。

このような日銀の異例の政策対応、特にゼロ金利政策や量的緩和政策に日本内外の研究者が強い関心を寄せてきた。しかし従来の研究は異例の政策等の効果に関する分析が中心であり、その政策決定過程に関する学術的な研究は植田(2005)など、少数にとどまっている。その原因の1つとしては、金融政策決定会合の討議内容や結果が日銀執行部の作成した「議事要旨」しか外部に公開されてこなかったことがある。

その意味で、2008年度から公開が開始された金融政策決定会合の「議事録」や「執行部提出資料」など膨大な公開情報を詳細に分析するという手法を採用し、他方、議事録等が未公開の期間については、議事要旨や審議委員の講演・記者会見要旨・寄稿・インタビュー記事、日銀の執行部スタッフの研究論文等を網羅的に考察する分析手法を加味しつつ、政策形成過程を詳細に分析し、このような分析手法の嚆矢となった点に、本書の最大の特徴があり、その成果が評価される点である。

10の章と補論からなる本書の構成は、以下のとおりである。第1章は、新日銀法の目的と金融政策委員会の位置づけや政府との関係を考察する。さらに、金融政策決定会合の運営方式を時系列的に検討し、決定会合における執行部や審議委員の投票行動を3つの期間に分けて考察する。

第2章では、新日銀法下での最初の政策変更となった1998年9月9日の政策金利の0.25%への引下げが、どのようにして決まったのかを明らかにするとともに、その利下げの「真の動機」を指摘する。

第3章では、1999年2月に導入されたゼロ金利政策がどのような審議を経て決定されたのかを検討し、その異例の政策対応の動機を検討する。

第4章では、同年4月に「デフレ懸念の払拭が展望できる情勢まで」というゼロ金利政策の「解除条

件」が事後的に追加された理由を見たうえで、「デフレ懸念」を巡る審議内容の変化を詳しく検討し、2000年8月のゼロ金利政策解除がどのように決定されたのかを明らかにしている。

第5章では、2001年3月に導入された量的緩和政策の枠組みを考察し、金融政策決定会合における量的緩和を巡る審議の積み重ねとその結果実現した量的緩和政策との関連を検討する。それにより、量的緩和政策が日銀執行部の周到な準備の下に、大きな政策転換の体制作りを行い、かつ適切なタイミングを見計らって慎重に導入された過程を解明する。

第6章では、5年以上続いた量的緩和政策の過程で行われた政策についてまとめる。まず、9回連続して実施された日銀当座預金残高目標の引上げがどのように決定されたのかを見たうえで、その引上げが可能となった背景を検討する。次に、2003年10月に量的緩和政策を継続する「コミットメント」が明確にされた背景を考察する。さらに、同政策継続時に行われた、銀行保有株式の買入れや日銀資産担保証券の買取りといった非伝統的な政策がなぜ導入されたのか、また、それがどのようにして決まったのかを検討する。

第7章では、2006年3月の量的緩和政策の解除と「新しい金融政策運営の枠組み」がどのようにして決まったのかを考察し、同年7月の0.25%への利上げが決まったプロセスを振り返り、同年8月の消費者物価指数の基準改訂がその後の金融政策運営に与えた影響を検討する。続いて、2007年2月の0.5%への追加利上げがどのようにして決まったのかを検討する。さらに新しい金融政策運営の枠組みを評価し、「インフレーション・ターゲティング」を巡る決定会合における審議内容と日銀の政策選択との関係について考察する。

第8章は、世界金融危機後の欧米の中央銀行と日銀の金融政策運営を詳しく考察する。最初に、日本や北欧の銀行危機と今次の世界金融危機を比較し、今回の危機の特徴を明らかにする。次に、この危機が日本経済に与えた影響を分析する。そのうえで、米欧主要国の流動性危機対策や海因のない未知の海域に船出した主要中央銀行の政策対応を考察する。さらに、世界金融危機後の日米欧の中央銀行の政策運営と日銀の量的緩和政策とを比較検討し、金融政策運営における意味合いを検討する。最後に、世界

金融危機の教訓をまとめる。

第9章は、新日銀法下の金融政策決定過程に関して定量的分析を行う。具体的には、①金融政策決定会合発足後の約1年間に関する「キーワード分析」、②新日銀法施行後の約2年半における日銀執行部の景気判断の特徴と事後的統計データから見た政策変更時期の検証、③新日銀法施行後約1年における政策変更のタイミングの妥当性、④金融政策審議委員の大勢見通しの特徴と政策形成への影響、⑤可変均衡実質金利を用いた「テイラー・ルール」による検証、⑥「長期債のボラティリティ」と政策変更のタイミング、の6つである。

最後の第10章では、新日銀法下の金融政策運営を4つの視点から評価する。①1990年代後半以降の日銀の「物価安定に関する考え方」の変遷を見たうえで、日銀が物価安定の考え方の確立に長い時間を要したことが、政策運営の「整合性」にどのような影響を与えたのかを検討する。②ゼロ金利制約下の日銀の「政策思想」を明らかにし、日銀の政策形成に与えた影響をまとめる。③金融政策決定会合発足後の最初の4年半は、日銀にとって「金融システム不安との闘い」であったとし、金融システム不安と日銀の政策対応の関係を見る。④金融政策決定会合発足から量的緩和政策導入までの3年間に焦点を絞り、日銀執行部や一部の審議委員が日銀の政策形成に大きな役割を果たしてきたことを指摘する。

巻末の補論では、本書執筆時に利用可能であった最新の資料、2011年1月27日に公開された議事録に基づいて、①ゼロ金利政策解除時の詳しい審議過程を検討し、②量的緩和政策導入直前の2000年夏ごろから年末にかけて、日銀執行部や審議委員がどのような景気判断をしていたかを振り返るとともに、③ゼロ金利政策解除時や2000年末までの景気認識に関する議論から得られた教訓をまとめている。

上記で概観した本書の内容は、2011年1月末までに利用可能な政策決定会合の議事録をはじめとする日銀関連資料を渉猟した、「政策形成」のきわめて詳細かつ広範な分析や評価である。紙幅の関係上、そのすべてに言及することはできない。もっとも特筆すべきと書評子が考える諸点に絞る。第1は、1999年2月の金融政策決定会合における「ゼロ金利政策」導入の決定過程である。日銀の対外公表文では、「先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、

景気の悪化に歯止めをかけるため」というロジックが説明されている。しかし公表された議事録等を精査すると「ゼロ金利政策」導入の本当の動機が見えてくる、と指摘する。すなわち、「1998年12月以降の長期金利の急騰を背景に、政府等から日銀による国債買い切りオペの増加等を求める圧力が強まっていた中で、新日銀法で金融政策の政府からの独立性を実現したばかりの日銀は、執行部も多くの審議委員も、日銀の政策独立性を発揮するため、政策効果が得られやすいタイミングを捉えて、伝統的な金融政策の分野でわずかに残っていた最後の利下げカードを切り、ゼロ金利という未踏の領域に踏み入る決断をしたとみることができる」、と分析している。この決定会合の議事録によれば、8時間近い長時間の政策変更の議論がなされたこと、3番目に発言した植田和男審議委員（当時の職責、以下同様）が3つの政策変更シナリオを提示し、論点整理を行ったことにより、異例の政策導入で合意するための議論を行うための枠組みを提供するという、大きな役割を果たしたことを、著者は巧みに例証している。

第2に注目すべきは、ゼロ金利政策の解除である。1999年2月に導入された政策は異例のものであったが、その解除の条件が導入の1カ月以上後に追加された点も異例であった。同年3月25日の決定会合で山口副総裁がゼロ金利政策の意図を明確にする必要性を提言し、これを受けて植田委員が初めて時間軸政策の着想を提案した。同年4月9日の決定会合を経て、速見総裁が4月13日の総裁定例会見で「デフレ懸念の払拭が展望できるまで続ける」との時間軸政策を表明した。この解除条件の大きな欠陥は「デフレ懸念」の定義が曖昧であった点である。2000年春先以降、景気判断が一段と引き上げられる中で、速見総裁をはじめとする執行部はゼロ金利の解除に自信を深めていき、テイラー・ルールによる政策金利の試算値に基づいて、日銀のクレディビリティ・ロスにつながりかねない性急なゼロ金利解除を牽制し続けたにもかかわらず、また解除に反対する政府からの出席者の決議延期請求をも否決したうえで、2000年8月11日の決定会合で、言わば「強引」にゼロ金利政策を解除した（中原伸之・植田両委員は反対票を投じた）。その結果、日銀執行部と審議委員との間に見解の相違が生じ、また、日銀と政府との関係が悪化した。また、この点は次の第3の注目点

にも関連していく。

第3は、2001年3月の量的緩和政策の導入である。この政策の枠組みは、①金融政策の操作目標を従来の「無担保コールレート・オーバーナイト物」から「日銀当座預金残高」に変更、②将来の金融政策に関する日銀のコミットメント、すなわち時間軸政策の公表、および③長期国債の買い切りオペを日本銀行券の発行限度内での増加（いわゆる「日銀券ルール」）の3要素からなる。さらに、時間軸政策を「消費者物価指数（除く、生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和政策を継続する」と明示して、ゼロ金利政策よりも、いっそう具体的な目標を政策導入と同時に設定した点で、日銀のコミュニケーション能力に進展が見られる。この量的緩和政策の導入は、市場から「大胆な内容」と評価され、発表後長期金利が低下した。無担保コールレートもすぐに低下に転じ、同年4月以降0.01%に、また9月以降は0.001~0.003%と一段と低下し、事実上のゼロ金利が復活した。1998年4月9日の第1回決定会合で量的緩和政策を最初に問題提起したのも、植田委員であった（議事録、93ページ）、と指摘する。

日銀は、量的緩和政策の導入に当たり、デフレ防止を強く意識し、それを一段の金融緩和のロジックに利用したが、今回の異例の政策導入の動機はそれだけではなかった、と著者は言う。①2001年からの政府の構造改革に伴うデフレ圧力の高まりに備えて日銀が金融政策による対応の必要性を意識したこと、②不良債権の最終処理等に伴うデフレ圧力を緩和する環境作りのために、量的緩和という前例のない政策を導入し、それを梃子として政府に不良債権の抜本処理に本格的に取り組むことを促すこと、この2つが量的緩和政策の真の狙いであったことを、3月19日の決定会合の討議状況や対外公表文の構成等の総合的分析を通して明らかにした。さらに、③量的緩和政策は、ITバブル崩壊に伴う景気情勢の悪化と金融システム不安の再燃に直面した日銀が、ゼロ金利を解除して半年強で再び金融緩和に逆戻りすることによる日銀のクレディビリティ・ロスを最小化しようとする動機から編み出した、新たな衣装をまとった新規軸の政策パッケージである、と位置付けている。

他方で、第1章の導入部で、新日銀法の第1条の

「目的」と第2条の「理念」とを混同して日銀の政策目標を「dual mandate」と誤解(鐘ヶ江(1999))する点, また「イングランド銀行の目的」をイングランド銀行の「金融政策の目的」(Blair *et al.* (1998))と混同して「dual mandateに近い」(本書の図表1-1)と誤解し, さらに単純な誤記・校正ミスであろうが日付(6頁と223頁)に誤りが散見される。さらに望蜀の感を顧みずに言えば, 2010年10月の「資産買入等の基金」創設による「日銀券ルール」の「実質的な骨抜き」措置についての評価が望まれる。

しかしながらこれら諸点は, 本書が意図した「日銀の政策形成」という問題意識と直結した欠点ではなく, 本書の価値を低下させるものではない。議事録等の膨大な量の日銀情報を縦横に駆使して決定会合の詳細な討議状況の進捗のありようを, まるでリアルタイムの金融政策決定会合を生中継していると錯覚させるような臨場感あふれる筆致で巧みに紡ぎ

出すとともに, 最後の章における新日銀法下の政策形成の経験から得られる教訓や補論「ゼロ金利解除の詳しい討議内容や2000年後半の日銀の景気認識」にまで言及している, バランスの良い好著である。

#### [参考文献]

- 植田和男(2005)『ゼロ金利との闘い』日本経済新聞社。  
 翁邦雄(2011)『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社。  
 鐘ヶ江毅(1999)『新しい日本銀行』勁草書房。  
 イングランド銀行のホームページ <http://www.bankofengland.co.uk/about/index.htm>  
 Blair, Michel, QC *et al.* (1998) *Blackstone's Guide to the Bank of England Act 1998*, Blackstone Press Limited.

(関西学院大学 春井久志)

#### 山崎志郎著『戦時経済総動員体制の研究』

日本経済評論社, 797頁, 2011年

本書は, 戦時経済研究の第一人者によって執筆された約800頁にもものぼる大著である。戦時期の経済システムは統制経済であって, 市場メカニズムの働かない世界が広がっていたというステレオタイプの把握に対して, さまざまな実証的批判がなされるようになって久しい。著者もそうした立場から研究を続けてこられた1人であり, 膨大な1次史料を丹念に読み解くことによって, できうる限り戦時経済の実際の姿に接近している。さらに, 本書では1次史料に基づく歴史像の提示にとどまらず, ここ最近30年間に生まれてきた戦時経済のいくつかの有力な見解に対する実証的批判も展開されている。戦時経済の実態だけでなく, 戦時経済研究の変遷と戦時経済の豊富な史料情報も得られるという意味で, 本書はまさに「一石三鳥」の意義を有しているといえよう。

本書の構成は次のとおりである(副題は省略した)。

- 第1章 戦時経済動員体制の成立と展開
- 第2章 金融市場の統制と組織化

- 第3章 生産力拡充計画の策定
- 第4章 生産力拡充計画の展開
- 第5章 計画造船と輸送力の推移
- 第6章 軍需工業動員体制
- 第7章 航空機工業の動員体制
- 第8章 総動員体制と統制団体
- 第9章 経済総動員体制の再編
- 第10章 中小民需産業の再編
- 第11章 繊維関連中小商工業の整備
- 第12章 戦後物資需給計画と統制解除

目次を見れば明らかなように, 本書は, ヒト・モノ・カネの計画・統制・組織化について網羅している。本稿では, 日本金融学会の学会誌という性格に鑑みて, 金融面を中心に紹介を進めることとしたい。

第1章では, 高度成長期の諸制度の源流を戦時期に求めるのは「無理がある」と, いわゆる戦時源流論を明確に否定した上で, あくまで戦時期=不安定な状況というコンテクストの中で, 経済総動員体制の実態に迫るという本書の狙いが示されている。

第2章では、金融市場とその統制・組織化が取り上げられる。従来、戦時金融統制については、臨時資金調整法などに象徴されるような資金計画化という側面で捉えられるか、銀行規模の半強制的拡大＝独占の強化という側面から分析されることが多かった。これに対して、著者はかつて『土地制度史学』で発表された論文の中でも、戦時下の急激な環境変化が金融システム不安の可能性を内包するものであった点を強調されていた。本章では、戦時期のリスク管理という論点に加え、戦時固有のハイリスク融資を担当した特殊金融機関の存在を念頭に置きつつ、金融市場の構造変化や金融機関間競争の激化と結びつけて、金融市場の統制の推移が明らかにされている。特に、組合系貯金や郵便貯金といった零細預金者層の台頭が有力貸出先を巡る銀行間競争の激化につながった点、時局の進展とともに地方銀行は貸出基盤を喪失ないしは排除された結果、「貸し焦り」という不安定な状況に陥った点、金融統制会や共同融資は過当競争防止のための調整という性格を持つものであった点は、興味深い指摘といえよう。

第3章・第4章では、戦争遂行にかかわる物資の生産力拡充計画がどのように策定・遂行されていたのか、明らかにされている。例えば、重点産業の鉄鋼について見ると、鋼材の設備能力が急速に拡充されていき、太平洋戦争期には鉄鉱石・副原料からエネルギー・労務・輸送に至るまで計画が詳細化されていったことが具体的にわかる。

第5章・第7章では、重点産業の船舶と「超重点産業」の航空機が取り上げられる。造船業については、鋼材入手難が最大のボトルネックとなり常にその配給が課題となったこと、太平洋戦争期には船舶不足に対応するため木造船生産の急拡大が図られたこと、造船所への輸送力低下が最大の隘路になるという皮肉な状況に陥ったこと、などが明らかにされている。航空機工業については、陸海軍がばらばらに競って発注したため、物動計画を基礎とする経済統制システムの混乱要因となったこと、中島飛行機の事例分析から、熟練工の不足・高欠勤率、高級輸入工作機械の入手難→設置機械のアンバランス化、入手材料の品質悪化、不安定な下請工場群といった諸問題を抱えつつの増産態勢であったことが明らかにされている。太平洋戦争期には、金融よりも資材・労働力確保が重要な課題となることは百も承知

だが、中島飛行機と日本興業銀行、三菱重工業と三菱銀行といった軍需会社の資金調達構造について、もう少し分析や叙述がなされてもよかったように思われる。

第8章・第9章では、総動員体制の実態に接近している。商工省と陸海軍という異なる統制主体の存在は、統制会と軍工業会という異なる系統の統制機構を生み出し、発注多元化による生産阻害などの深刻な問題を惹起したこと、太平洋戦争開始の半年後には船舶不足から総動員体制の再編が進められ、重点化によって隘路対策が図られたことなどが明らかにされている。隘路対策とかかわって、査察使が主要工場を巡回してその対応を図る行政査察制度が「重要な役割を果たした」という箇所からは、その目的は何であれ、統制（規制）の実効性を担保する on-site によるモニタリングの重要性が改めて示唆されているように思われる。

第10章・第11章では、時局の進展に伴い、「不要不急」とされた中小企業の整備再編の実態が分析されている。国民更生金庫が中小の企業整備・転業の所要資金の重要な担い手となったわけだが、ここでは、国民更生金庫の主要な業務である転廃業者の資産引受、転廃業者へのつなぎ融資、組合・統制会による転廃業者への共助金の原資供給の実態が明らかにされている。また、国民更生金庫の損益計算書・貸借対照表分析も行われている。

最後に、本書の金融統制論とかかわる論点を2つ指摘することで、書評者としての責を果たしたい。

第1に、金融市場と金融統制との関係である。戦時期においても、1943年ごろまで金融市場の不安定性やリスク管理が重要な課題であったことは、評者も肯定する。問題となるのは、1944年の軍需融資指定金融機関制度を巡る評価であろう。著者は、同制度もまた放漫貸出の抑制という文脈で評価されているが、それでは戦時補償打ち切りの際の膨大な銀行貸出の存在を整合的に説明するのが困難のように思われる。評者はかつて戦時期のブルーデンス監督について研究したことがあるが（「戦時体制下における大蔵省銀行検査——ブルーデンス規制としての側面を中心に」『社会経済史学』第70巻第6号、2005年3月）、大蔵省銀行検査が中止されたころ（1942年11月）には、金融市場の不安定性やリスク管理といった課題は後景に退いたのではなからうか。

第2に、比較史の視点の導入である。例えば、ソ連の計画経済システムと比較した日本の戦時経済システムの特徴はどのようなところにあったのだろうか。ソ連時代の現金統制を数量的に分析した中村靖の研究によると、当局のマネタリーな情報や制御手段の不足のため、1960年代前半には、現金需要見通しと実際の発行額との間に10倍以上ものズレが生じることがあったという（“Did the Soviet Command Economy Command Money? A Quantitative Analysis,” *Europe-Asia Studies*, Vol.63, No.7, Sep. 2011）。日本における現金統制は、内地では比較的成功した一方、外地では発券濫発によって失敗に終

わったと評者は理解している。近年、ゴスバンクの史料などソ連時代の史料公開が30年ルールに基づいて徐々に進みつつあるとのことだから、比較史的視点からの本格的研究もこれから可能になるだろう。

評者はブルーデンス監督史が専門のため内的な論評に至らなかったかもしれないが、本書を通読することで実証の背景にある膨大な史料の存在を感じ、多くの知見を得ることができた。本書をベースに、今後、戦時経済統制・金融統制の研究がいつそう進展していくことを期待して、擲筆としたい。

（横浜国立大学 邊 英治）

### 村本孜著『リレーションシップバンキングと知的資産』

金融財政事情研究会，314頁，2010年

2010年12月に金融財政事情研究会から刊行された本書は、地域金融や中小企業金融などを学ぶ者にとって、大いに示唆に富む好著である。リレーションシップバンキングや地域金融に関する金融行政の推移、イノベーションと関連した制度分析、協同組織金融機関論、資本主義のあり方などをテーマとする本書各章から、著者の熱い思いが伝わってくる。また、脚注の端々にまで細かく気配りされていて、著者の造詣の深さをうかがわせる。金融の研究者のみならず実務家にとっても、非常に有益な1冊といえよう。幅広い層に一読を強くお勧めしたい。

#### 本書の時代的な背景と意義

本書が有益と考えられる時代背景について、評者の視点で簡単に振り返ってみたい。ここ20年あまり日本経済に漂う暗雲は、なかなか晴れない。まず、1990年代初頭の「バブル崩壊」に伴って深刻な「不良債権問題」が発生した。周知のとおり、その解決のために、透明性を重視する「早期是正措置」（自己査定や自己資本比率規制を内包）が導入され、不良債権の洗い出しや対応策（償却・引当や経営再建）を実行する上で、非常に大きな役割を果たした。ただ、その副作用として、少なからぬ金融機関が「糞に懲りて膾を吹く」ような貸出姿勢を見せたことから、日本経済の永続的発展を阻害する一面もあ

った。実際、不良債権処理が政策課題であった時期には、国内の貸出残高が、歴史的な超低金利にもかかわらず減少し、他の先進国に比べて低い経済成長を余儀なくされた。そうした中、主要行や地域銀行の不良債権処理が一段落したころ、金融行政に米国流の「リレーションシップバンキング」の概念が持ち込まれ、一世を風靡した。これは、金融検査マニュアルの字面を追う形の「財務諸表データにこだわった貸出」偏重だった当時の風潮に疑問を投げかけ、財務諸表に表れないソフト情報の重要性を指摘したものである。この時期、リレーションシップバンキングは、金融行政にとって非常に重要なテーマに躍り出た。官民の努力で一定の成果を得たという評価の下、今日ではこの政策は恒久化されている。

しかしながら、評者の見るところ、金融行政主導のリレーションシップバンキング推進が十分な実績を上げる前に、2007年のサブプライムショックや2008年のリーマンショックの激震が日本経済を襲った。金融面での日本経済の直接的被害は、先進国としては例外的に小さかったものの、先進国向けの輸出（新興国を迂回した輸出を含む）に大きく依存するようになっていた実体経済は、これらのショックにより非常に大きな打撃を受けた。こうした国際的なショックは、グローバル化する金融や資本主義のあり方に、大きな疑問符を突き付けた。米国流の市

場を万能視する資本主義への信頼が揺らぎ、営利のみを追求するわけではない欧州流の資本主義に注目する動きが見られる（この点、欧州では、営利目的ではない協同組織金融機関や相互会社が、国によっては伝統的に大きな役割を果たしてきた）。

こうした時代の大きな流れを捉えて書かれた本書は、多くの論点を読者に提供してくれる。著者の鋭い問題意識もあって、考えさせられることが多かった。

### 本書の重要な指摘と感想

本書の中で著者は、リレーションシップバンキングの一面として、借り手の持つ「知的資産」を見極める眼力の重要性を随所で指摘している。本書の標題にも通じるものであり、多くの読者も首肯されるであろう。特に欧州で知的資産が重視され、日本でも「知的資産の見える化」を進める動きがあることが紹介されていることは、非常に意義深い。もっとも、評者には、ソフト情報についての具体的な評価手法が読後さほど見えてこなかったことは残念である。「財務諸表に表れないソフト情報」ということは、十分なエビデンスのない虚報に踊らされるリスクを内包している。①本物の情報と虚報とを具体的にどのように見分けるのか、②理解の浅いリレーションシップが借り手との癒着を生み、貸し手の「目利き力」を曇らせるおそれがあるのではないか、③実績のないベンチャー企業の知的資産を現場でどのように評価すべきなのか、等の疑問が次々と湧いてきた。特に、②の関連では、本書262頁に協同組織金融機関の不良債権の水準が高い（特に信用組合）ことを指摘している点が、癒着に伴うリスク顕現化ではないかとの疑いを抱かせた。日本経済の暗雲を払うためにも、次の著作では、ぜひとも、これらの疑問に答えて欲しいところである。

次に、本書は、米国流の資本主義を相対化する上で、欧州大陸流の資本主義（本書では「ライン型資本主義」と呼ぶ）が重要であることを指摘している。特に、そこで重要な役割を果たしている協同組織金融機関に注目し、各種の経済理論や欧米の制度論について浩瀚な知見を披露している。そこでは、知的資産という観点から見ても、ライン型資本主義において銀行の情報生産機能が重要な役割を果たしていると説く。足元の欧州経済は、ギリシャ危機などで

動揺し、信認を失いかけているが、優れた側面をたくさん持っていることを改めて想起させてくれた点に大きな意義がある。また、歴史や伝統などへの「経路依存性」が経済にとって重要だと著者の指摘にも説得力を感じた。

その関連で、いわゆる「日本的経営」とライン型資本主義との類似性も本書233頁などで指摘されている。アングロサクソン流の資本主義に対抗するものとして「日本型モデル」を提示できればよいのだが、内外での競争が激化する中、日本的経営の維持が困難になりつつあるのが現状ではないだろうか。本書刊行後に発生した東日本大震災と福島第1原子力発電所事故（いずれも2011年3月）の後、日本企業は、折からの円高もあって、「6重苦」とも呼ばれる悲惨な経営環境に直面している。日本的経営の行く末を占う上でも、何がアングロサクソン流との本質的違いなのか、それをどのようにすれば維持できるのか（あるいは維持できないのか）について、本書でさらに踏み込んで議論されていれば、より意義深かったであろう。

さらに、論点がこのように多岐にわたり、経済理論や海外の制度などについても細かく紹介している本書だけに、索引があると一段と使いやすかったであろう。増刷などの際に索引の付加を検討して頂ければ幸いである。

### できれば論及して欲しかった点

本書の論旨から離れるため「隴を得て蜀を望む」の感もあるが、評者のかねてからの問題意識もあって、以下の3点について本書で触れられていれば、資料価値が一段と高まったと考える。①2009年9月の政権交代後の金融行政転換の評価、②自己資本比率規制の国内基準（協同組織金融機関向けなどに適用）の是非、③若手のリレーションシップバンキング研究者の実証研究の紹介、の3点である。

まず①であるが、政権交代後の中小企業金融円滑化法などの施行により、本来は「貸出条件緩和債権」（リスク管理債権の一種）とすべき債権を強制的に拡大する一方、不良債権としての情報開示を一定期間行わない（経営再建計画などを条件に「貸出条件緩和債権」の定義を大幅に緩和）という政策変更が行われた。この新政策の評価が、評者には非常に気になっている。一見、借り手にとって優しい政



策のようだが、徳政令や棄捐令の昔から、この種の施策は貸し手にニューマネー供給を躊躇させ、長い目で見て借り手の資金調達力を低下させてきた。また、将来の不良債権拡大も懸念される。評者には、バブルの反省もあって「透明性」を高めることに主眼を置いてきたポストバブル期の金融行政（リレーションシップバンキングも含む）から大きく逸脱した非常に罪深い政策変更だと思われる。本書の刊行前に実施された大きな政策変更だけに、金融行政について造詣の深い著者の見解をぜひとも知りたかった。これに関連して、政権交代後の郵政改革見直しについても著者の評価を知りたいところである。

次に②の国内基準（国際基準＜8%以上＞の半分の4%以上）の件について、先進国ではほとんどないと言われる2重基準が日本で認められていることが、評者にはかねてより気になってきた。協同組織金融機関は営利企業ではないため会計上の自己資本が薄いことも、導入理由の1つといわれている。しかしながら、金融機関が信用リスクなど各種リスクを取りながら営業していて、万一リスクが顕現化したときには、頼みの綱が広義の自己資本であることは、協同組織であろうと営利企業であろうとまったく変わりがない。しかも、日本では、営利企業でも国際的な拠点（海外支店か現地法人）がない限り国

内基準でよいとされていて、一部の都市銀行や大多数の地方銀行が国内基準行となっている（金融不安の時期に海外拠点から撤退した銀行も少なくなかった）。日本の不良債権問題が深刻で、金融機関の自己資本比率が低かった時代には、ある程度やむをえない措置だったかもしれないが、一段落したはずの今日まで続けていることの是非について、内外の金融制度に該博な知識を持つ著者の見解を教えて欲しかった。

さらに③の若手研究者であるが、評者の知る限りでも、植杉威一郎氏（一橋大学）、内田浩史氏（神戸大学）、家森信善氏（名古屋大学）などが大規模なデータベースやアンケート結果を用いて、日本のリレーションシップバンキングについて優れた実証分析を積み重ねている。本書の参考文献が非常に優れたリーディングリストとなっているだけに、上記の研究者の業績についても紹介されていれば、一段と意義深かったと思われる。

以上、ないものねだりも含めて、いろいろ述べてきたが、本書刊行の意義が非常に大きいことは疑いを入れたい。多くの人に読まれ、真の意味でのリレーションシップバンキングが日本に定着・普及し、日本経済の暗雲が晴れることを、心より祈念している。

（近畿大学 安孫子勇一）

岩田一政著『デフレとの闘い』

日本経済新聞出版社、448頁、2010年

——日本銀行副総裁のインサイド・ジョブ——

誤解しないでいただきたい。チャールズ・ファーマン監督のドキュメンタリー映画『インサイド・ジョブ 世界不況の知られざる真実』（原題 *Inside Job*）に登場する「悪役」を思い浮かべないでいただきたい。内閣府（旧経済企画庁）のエコノミスト、東京大学教授、経済財政諮問会議委員を歴任し、福井俊彦総裁の下で日本銀行副総裁であった岩田一政氏の回顧録に対する書評である。

「日本銀行の役員及び職員は、その職務上知ることができた秘密を漏らし、又は盗用してはならない。これらの者がその職を退いた後も、同様とする」との日本銀行法第29条が盾となって、真の意味でのセ

ントラル・バンカーとしての（FRB 元副議長アラン・ブラインダーが強調する）「秘技」（*Mystique*）をわたしたちはうかがい知ることができない。しかし、450頁に迫る大部である本書は、経済分析・予測の専門家であり、最新のマクロ経済理論にまで精通する理論家であり、かつ OECD での勤務から副総裁の立場での政治への関与まで多彩な経験に基づき多方面に広がる人脈を持つ著者の能力を余すことなく伝える。

その意味において、本書は、デフレと銀行の不良債権の「双頭の竜」を退治する使命を負った著者による試行錯誤を追ったドキュメンタリーであると言

える。日本銀行の副総裁というインサイダーとして、著者がいかなることを考えながら、金融政策の運営に尽力してきたか、後世の金融研究にとっても有益な題材を提供している。

この書評では、様々な読み方をするであろう読者に対して「フォーカル・ポイント」を与えるべく、金融政策を研究分野とする評者の問題意識を絡めながら、本書が光を当てる日本銀行、否、中央銀行を取り巻く複雑で多面的な現実について論じる。

#### デフレが発生するメカニズムについて

そもそもデフレが生じるメカニズムに関して、デフレが一時的な現象なのか、あるいはデフレ均衡にある構造的な現象と考えるかに応じて、説明する理論が2つある。一時的な現象と考える理論は、「金融不安の下で先行き物価が下がると人々が期待するので支出を抑制するという『ヴィクセルの不均衡過程』によるデフレの深化」(p.9)を想定する。ここでは、「経済に大きなマイナスの需要ショックがあり、実物資本の需要と供給を等しくする均衡実質金利(=自然利子率)が一時的に大きく低下した結果、デフレになったとする」(p.110)。そのため、「経済はいつか正常な均衡に戻るメカニズムが働くはずである」(p.110~111)。

一方、構造的な現象と考える理論は、複数均衡の存在を想定し、「経済に大きなショックがあり、中央銀行は金利引下げを行ったが、名目金利がゼロ以下にはならないという制約に直面したために、ゼロ金利の下でデフレ均衡に陥ったとする」(p.111)。このとき、デフレ率が時間選好率に等しくなるフリードマンの最適貨幣供給ルールが実現するため、デフレ均衡を「フリードマン均衡」(p.111)とも呼ぶ。

デフレに関するこれら2つの理論的理解は、デフレ克服のために異なった政策的含意をもたらす。ヴィクセルの不均衡過程にあると考えれば、「実質市場利子率を自然利子率よりも低めることが必要である」(p.276)。具体的には、「自然利子率は、バブル崩壊後のショック(1234兆円の土地・株など資産価値の消失)や不良債権に象徴される資源配分の歪み、行き過ぎた円高(1995年4月に1ドル80円を切った)、さらには生産年齢人口の減少によって低下し、1990年代半ば以降、日本経済はデフレ均衡に陥

った。このため、自然利子率を高める経済活性化のための政策と名目市場利子率を低める金融政策が必要である」(p.276~277)。そのとき、「自然利子率が正常な水準に回復した後でも、より長く緩和政策を継続するというコミットメントを事前に行う」「物価水準目標政策」(p.112)が望まれる。

他方、フリードマン均衡にあると考えれば、「複数の解が存在する場合、資産あるいは負債の実質値が発散する状況は、『横断性条件』を満たさないことを理由として、均衡解から除く扱いにしている」(p.129)ため、「遠い将来においても政府債務の割引現在価値がゼロにならない政策」(p.105)を意味する「非リカード型財政政策」(p.105)として、「基礎貨幣残高と国債残高の和の伸びが正でありさえすれば、デフレ均衡から脱出できるはずである」(p.129)。肝心なのは、デフレの下で消費者の横断性条件を満たさない財政金融政策を継続する点にある。

こうしたマクロ経済理論に精通する著者は、日本におけるデフレの発生メカニズムとして、一体どちらの理論を支持してきたのか。本書によれば、副総裁に就任する前、「日本経済は、正常な均衡とデフレ均衡という複数均衡の下にあり、1990年代半ば以降は、デフレ均衡の近傍にある」(p.8)と見立てていた。就任後の2004年においても、「日本経済は、現在採用されている財政政策、金融政策の組合せの下で、民間部門にとって外部資産の実質値は発散してしまうので、デフレ均衡から脱出できる」(p.10)と述べている。日本におけるデフレがフリードマン均衡であるという理解が、著者にあったことは間違いない。

しかし、先の政策処方箋のとおり、消費者の横断性条件を満たさない財政金融政策を継続していれば、デフレの解消に十分である、とは考えていなかったように見える。現に、「日本経済がデフレ均衡に近いところにいるとすれば、まず、第1にこの均衡から抜け出す局面があり、第2に物価上昇率がゼロ以上となる出口の局面がある。さらに第3に、正常な均衡に経済を導く局面がある」と考え、「第1局面では、消費者物価上昇率がゼロ以上になることを目標とする。しかし、出口の時点では正常な均衡における物価上昇率(私の場合には1~2%の物価上昇率)を設定する。局面に応じて物価上昇率目標は0

%以上から1~2%へと変化する」「動態的な物価安定目標政策」(p.100)の枠組みを志向し、緩和政策の継続というコミットメントを伴わないまでも、ヴィクトルの不均衡過程としてのデフレに対する処方箋である物価水準目標政策に近い方策が描かれていた。この枠組みの下で具体的な政策措置として、「将来も国債購入を増加させ、基礎貨幣の増加を続けることを事前に約束」する「財政政策」(p.117)、および「為替レートの水準を目標変数として採用」する「為替レート政策」(p.119)を活用することが考えられていた。

このように、デフレの発生メカニズムに関する理論モデルの枠組みからすると折衷とも言える著者の理解は、現実の金融政策に結果倫理を負うセントラル・バンカーとして、至極当然であろう。大変興味深いのは、著者のデフレに対する理解が、モデルの不確実性に関して頑健な政策の選択というアカデミックなテーマから見て、最大損失の最小化を目指すミニマックス・アプローチに符合するように見える点にある。

#### 元日銀政策委員会審議委員、植田和男著『ゼロ金利との闘い』(2005年)との比較

著者よりも早く、1998年4月の新日銀法の施行時から日銀政策委員会審議委員を務めてきた植田和男氏による回顧録『ゼロ金利との闘い 日銀の金融政策を総括する』(2005年、日本経済新聞社)においては、デフレのコストに関して、

「予想されていない一般物価の下落が発生すると、(事後的な)実質金利の上昇によって債務者から債権者に対して所得または富の移転が生じる。また、一般物価の下落が予想できた場合であっても、名目金利がゼロ制約のためにそれ以上低下できない状況にあれば、実質金利はやはり上昇することとなる。そこで、債務者のほうが債権者よりも所得に対する支出性向が高いとすれば、それだけ経済に対するデフレ圧力を増加させてしまうこととなる。加えて、情報の非対称性の下では、債務者の純資産価値の減少を懸念した銀行が当該債務者への貸出を減らす可能性があり、このことが経済へのマイナスの効果を増幅させる(負の金融的アクセラレーターを働かせてしまう)こととなる。金融機関

も債務者と同様に財務状況の悪化に見舞われた場合、こうした負の金融的アクセラレーターの効果はより深刻なものとなる」(p.147~148)

と述べられ、アーヴィング・フィッシャーの負債デフレ論(ジェームス・トービン流の説明)が挙げられている。近年では、Eggertsson and Krugman (2010, [http://www.princeton.edu/~pkrugman/debt\\_deleveraging\\_ge\\_pk.pdf](http://www.princeton.edu/~pkrugman/debt_deleveraging_ge_pk.pdf))が、Fisher-Minsky-Kooアプローチと呼んでいる理論である。そもそも、デフレはなぜ悪なのか。直感的にも理論的にも明解である負債デフレ論は、その答えを提供してくれる。

一方、本書では、デフレのコストに関する直接の記述は見当たらず、ハイマン・ミンスキーの議論への言及はあるものの、きわめて限定的(p.349)であり、著者のデフレのコストに関する考えはうかがえない。むしろ、2009年以降日本に再びデフレを生じさせた米国のリーマンショックに見られる金融システムの不安定性に対するマクロブルーデンシャル政策に重点が置かれている。先の植田氏の著作には現われないマクロブルーデンシャル政策という新たな政策概念について、著者はHyun Song Shin教授の「金融システム・ビュー」に傾倒していることがうかがえる。

#### エコノミストとしての状況判断・経済予測の適否

本書は、こうした理論家としての側面のみならず、著者のエコノミストとしての資質も如実に表わしている。今では僥倖とも思える2002年初から2008年2月(本書執筆時点では暫定的に2007年10月となっている)までの6年にわたる景気拡大の特徴(p.180)などの景気判断、2004年央から2006年央までの原油価格の高騰が企業のマイナスの価格転嫁をもたらした企業収益・名目賃金を圧迫させていたとの指摘(p.245)、「この明らかに行き過ぎた円高を切り切るために日本の企業は、人件費など固定費用を必死に削減した。この結果、販売価格も下落するようになり、デフレを促進させてしまった。企業経営者は、デフレを起こすことを通じて、実質為替レートを円安に維持するという対応を余儀なくされたのである。この対応は、もちろん、労働市場において名目賃金の下落と非正規従業員の増加をもたらした」

(p.262)との認識、賃金決定における「規範」の変質などを背景とした2006年末以降の名目賃金の低下(p.341)など、いずれも今後、実証分析の対象となるクリティカルな争点について、確固とした見方を示している。

なかでも、日本経済の中長期的な経済構造の変化に関する分析において、自説を正面に出している。「通常、『失われた10年』は、バブル崩壊後のバランスシート調整が長期化したためとされることが多い。この説明に対して、林=プレスコット(Hayashi=Prescott[2002])は、労働時間の短縮という規制の変化が日本の潜在成長率を低めるように作用したと論じた。私の見解は、1990年代前半は林=プレスコットの説明が該当するが、1990年代後半以降は、生産年齢人口の減少がより大きな役割を演じたというものである」(p.292)。著者は、グリーンズパン米FRB前議長が指摘した、2004年から2006年まで引き続いた金利上げの下で長期金利が上昇しなかった謎(Conundrum)の原因も、バーナンキ議長の「アジア過剰貯蓄説」とは異なり、将来の生産年齢人口のシェア低下に求めている(p.288~289)。

#### 日銀副総裁としての人脈は活かされたか

本書の記述のうち、とりわけ耳目を引くのは、著者の華やかな人脈であろう。それらは、著者が1970年代後半に3年半勤務したOECD事務局の金融財政政策課で培われたと見られる。「そこでは自分の意見や分析に関するメモランダムを配布して意見を戦わせる『メモ合戦』が、同僚や上司を説得する重要な手段であった。このOECDでの経験を踏まえて、不良債権や金融危機の処方箋、税制改革に関する自分の所見を時おりメモにまとめていた」(p.20~21)そうである。

国際的交流の場としては、カンザスシティ連邦準備銀行主催のジャクソンホール国際会議や全米経済学会のほか、米国共和党のシンクタンクであるアメリカン・エンタープライズ研究所の主催するワールド・フォーラムなど、多くの政治的影響力を持つ人物が参加するコンファレンスであった。参加者には、米国の財務次官を務めたスタンフォード大学ジョン・テイラー教授、スウェーデン中央銀行ラース・スヴェンソン副総裁、イングランド銀行マーヴィ

ン・キング総裁、FRBベン・バーナンキ議長、ハンス・ティートマイヤー元ブンデスバンク総裁など、当代の政策担当者が顔を揃えていた。著者自身「アメリカにおけるグローバルな問題に関する政策形成の裏側」(p.284)と見ていたこのような国際会議において自ら、最新のマクロ経済理論を踏まえたコメント、日本経済に関する分析に基づく認識を披瀝してきたことは、日本銀行の量的緩和政策および信用緩和政策によるデフレ・金融危機との闘いの経験が、欧米の中央銀行への教訓として活用されることに寄与した可能性を指摘しておきたい。

#### 結び——中央銀行の近未来像とは

著者が日銀副総裁として向き合ってきた同じ問題が、現在、欧米の中央銀行に影を落としている。危機対応としての非伝統的な金融政策が、中央銀行を取り巻く制度にいかなる変化を起こしつつあるかについて、とりわけマクロブルーデンシヤル政策と金融政策との関係に焦点を当て、著者の指摘を拾いたい。

米国FRBグリーンズパン前議長の「バブルを潰そうとするな、潰れた後で後始末をせよ」という「後始末アプローチ」(p.291)は、「グリーンズパン議長がバブル崩壊後の日本経済の姿を見て、『後始末』の重要性を強調した」(p.297)。ところが、住宅バブルの発生・破裂の後始末として生じた金融危機は、従来までの金融政策だけでは対応できないことを明らかにした。「市場は、金融機関のバランスシートが連結されていることを通じてグローバル化されている。しかし、金融政策は、国家単位であるために、投機的な資金の動きに影響を与えることができない。後から振り返れば、2007年には、マクロブルーデンシヤル政策の発動が必要であったが、マクロブルーデンシヤル政策もグローバルに機能させない限り、グローバル化した市場における金融面での不均衡に太刀打ちすることは困難である」(p.254)。

「(マクロブルーデンシヤル)政策には、3つの側面がある。第1に、金融面での不均衡の発生を予防し、バブルを生成過程で早期にその芽を摘むことである。第2に、予期せざる流動性不足や損失に対する十分なバッファを事前に備えておくことによって、金融機関が被る損失を最小化することである。

第3に、金融システムに重要な影響を与える金融機関の破綻処理を円滑に行うことである」(p.355)。

これらの「マクロブルーデンシャル政策が有効に機能するかどうかは、中央銀行と金融監督当局との間の情報共有と協調行動がどの程度うまく機能するかに依存している」(p.371)、「市場の情報獲得について、中央銀行は、銀行監督当局に比べて比較優位を持っている。とりわけ中央銀行は、最終的な資金の決済システム（アメリカではFEDワイヤー、ヨーロッパ中央銀行ではターゲットII、日本は日銀ネット）を管理しており、決済リスクにかかわる情報について比較優位がある」(p.376)。よって、「私は、レバレッジ比率や流動性規制の比率（カバレッジ比率規制と安定調達比率）を変更する権限を

中央銀行に与え、マクロブルーデンシャル政策として活用することが有用であるように思う」(p.376)と結論付けている。

蛇足になるが、評者が本書の中で最も気に入っているのは、「貨幣の役割は、流動性サービス提供やゼロ金利のオプション価値に見られるように、見かけ上よりもずっと微妙であり、貨幣や銀行貸出の動きがどのような政策的な意味を持っているか検討を深めることは重要」(p.300)であるとの指摘である。凡庸にも見えるこの指摘を、デフレとの闘いを経たセントラル・バンカーが述べていることの意味こそ、傾聴に値するとの読後感を得た。

(上智大学 竹田陽介)