

[書 評]

陳玉雄著『中国のインフォーマル金融と市場化』

麗澤大学出版会, 288頁, 2010年

中国経済のプレゼンスは、サブプライムやリーマンブラザーズの破綻で象徴される今次の金融危機を経た世界経済において、一段と高まった。1970年代末からの「改革開放」を契機とする中国の経済改革は、ロシアのエリツィン政権下の経済の自壊とその後のエネルギー資源に過度に依存した経済システムを批判的に学びながら、政府の強いグリップの下で、最初は処女のごとく、そして最近では脱兎のように経済成長を高めてきた。そのGDPの規模は、2010年に日本を上回ったと見られている。また、中国の4大商業銀行の規模、資本調達が欧米の経済誌を賑わせている。最近では、急速な経済発展が中国的な経済運営の成功の証であるとの風潮すら現われた。

だが、中国経済は、北京を基点とする一党支配の政治体制を固持したままで市場経済の成果を享受するという、ユニークなシステムの上に成り立っている。言い換えれば、いわゆるワシントン・コンセンサスが政府当局を含めて問題解決を市場に委ねるスタンスだったのに対し、北京コンセンサスは政府当局が市場を利用するところに特徴がある。

本書は、金融を切り口に中国のユニークな経済システムを分析することを試みている。もっとも、本書は、経済システムの是非を正面から論じているわけではない。むしろ、急速な経済発展を可能ならしめた要因とメカニズムは何であったか、という観点から、インフォーマルな金融がフォーマルな金融市場に止揚されていくプロセスに焦点を当てている。そして、計画・統制経済の行詰まりの打開を市場経済化に求める中で、国外からの影響はあったものの、1949年の中華人民共和国の成立以前からの伝統的なマーケット・メカニズムが復活し発展した側面を強調する。そこでは、民間、特に中国社会の地域的、人的なネットワークを基盤とした自発的な経済メカ

ニズムの構築の努力がエネルギー源であり、それを地方・中央の政府が受容していったプロセスが浮かび上がってくる。要するに、下からの改革を上が受容するメカニズムがプラグマティックな形で働いた結果が現在の中国経済だと診断している。

第1章から4章は、フォーマルな金融セクターの下にあるインフォーマルな金融から出発して、それが自己変革を遂げながらさらに進展し政府も受容の度合いを高めていく過程を、多くの例証をもって具体的に示している。もちろんその過程では、政府との軋轢・対立がある（特に第3章）。紆余曲折しながら展開する過程について、時には日本の無尽・相互銀行や第二地銀と比較しながら、中国の特徴を明確にしている。さらに、金融セクター以外の分野でも、農村の副業的なプリミティブな企業形態から自営業の黙認・容認、郷鎮企業等のプロセスを経て株式会社制の導入に至った過程、より厳密に言えば、改革開放がスタートして10年近くたってようやく、私営企業が憲法上「社会主義公有経済の補充」に格上げされ（1988年）、さらに「社会主義公有経済の重要な構成部分」となり（1999年）、現在では「国家は公民の合法的な私有財産が侵害されないように保護」することが明記されるに至った経緯が分析されている（第4、5章）。

金融に即して言えば、本書は、まず、金融制度の枠外から伝統を活かすための知恵と生活苦を克服するための知恵を背景に生じてきたインフォーマルな金融を中心とする東南沿海の地域、具体的には浙江省（温州市等）、福建省（福清市等）等における動向を仔細に追う（第1章と第2章）。その地道な実証分析については、評者の専門分野を超えただ敬服するのみだが、その過程で展開される「下から」のアプローチという一貫した視点とともに、歴史的な

背景をも含めた中国におけるさまざまな様相の叙述は、一般の金融を議論する上でも次のような示唆を与えてくれる。

すなわち、金融全般におけるインフォーマル金融の背景の分析を通じてその性格と機能を明らかにする(第1章)のみならず、例えば、インフォーマル金融における人情金利・正常金利・高利の形成、マイクロ・ファイナンスとインフォーマル金融の対比とそのプラス・マイナス(第2章)、銀行業務の基本である両替・預金貸付・決済の形成過程、内国為替・外国為替の分業と政府の係り(第3章)、統制経済における単一銀行制(mono-bank または one-tier bank system)から多層的な銀行制への移行、証券・コール市場等の形成(第4章)、金融抑制(restraint)・抑圧(repression)・深化(depth)と中国の金融環境の関係(第5章)等である。このほかにも、1990年代に盛んに議論されその後雲散してしまった国有企業の「三角債」について、今日の文脈から整理がなされている。

もちろん、経済改革の過程では、海外からのインパクトは金融を含めて無視できないものがある。2001年のWTO加盟以前においては、中国政府は外資系の金融機関の進出に強い制約を課していたが、その間でも先進国の金融業の学習と模倣が続けられていた。金融以外では、出資比率に強い制約を課しながらも経済特区等で得られた直接投資の成果を、国内企業にスピルオーバーさせることを追求していた。

したがって、金融を含めた中国の市場経済化は、本書の焦点である「下からの改革」と同時に、海外からの直接間接の影響を無視できない。金融においては、上海、北京等の都市部において「上から」の制度・政策の改革が著しかったと思われるが、都市部と地方部あるいは大手国有銀行と中小金融機関との相克はどのような実態だったのだろうか。また、「下からの改革」が成果を得たのは、海外からの企業進出によって促進された輸出関連セクターの活発な動きが沿海地域の新たな金融ニーズを触発したという背景と無縁でない。金融の「下から上へ」の進展は、これらの要因と何らかの形で関連していたのではなからうか。これらの面の分析は、著者の今後の研究に対する評者からの期待である。

もちろん、本書は、海外からの影響は認めつつも

その分野の研究が既になされていることを考慮して、意図的に金融を中心に「下からの改革」に主眼を置く旨を序章において述べているので、それを前提に読み進めば不自然さはない。むしろ、中国の銀行・証券の制度・市場を理解する観点からは、第4章第2節以降の議論は、下からと上からの相克をまじえきわめて興味ある議論の展開となっており、本書の中でも圧巻である。

次に、本書の主眼である「下から上へ」から角度を変えて「移行経済論」の視点から見ると、本書の別の特徴が浮かび上がってくる。

「移行」(transition)は、冷戦が終焉した1989年以降、旧共産・社会主義国が専制的な政治体制から多様な価値観を認める民主制へ(民主化)、また、計画・統制経済から分権的な市場経済へ(市場経済化)という2つの側面からなる。この2つの側面の片肺的な問題が中国の外交及び言論面であらわになってきたのが2010年だった。

この2つの側面を切り離して議論することは、民主主義が多様性を持つだけに、不可能ではない。本書は、むしろこの立場に立っている。移行国全体を見ると、旧東欧・バルト諸国では、国民の多くが50年前のマインドを呼び戻し民主化と市場経済化に向けて再スタートした。そこでは、民主化が定着し、国営企業の民営化、西欧等からの直接投資に刺激された新たな企業、自由な経済取引が試行錯誤を経ながらも進んでおり、後退の道を断った。一方、旧ソ連邦の多くの国では、国営企業の民営化が私物化され富・所得の不公平を生み出しながら粗雑で不透明な民主化と市場経済化となっている。しかし、目下のところでは、ロシア金融危機(1998年)に伴う為替レートの下落と資源ブームによってもたらされた経済の好調が目立っている。他方、中国では、政治体制は1949年以降のものを基本とし、市場経済化については、旧東欧・バルト諸国、旧ソ連邦とも異なり、「下からの改革」をバネとして経済活動を興隆させてきた。本書は、この市場経済化のパターンとして中国のきわめてユニークな姿を浮き彫りにしたという意味で一読に十分値する。しかも、それは金融を中心に説得力のある議論の展開となっている。

一方、民主化と市場経済化の2つの側面は、相互に深く関係している。旧東欧・バルト諸国では、民間の経済活動は、政治的な関与や介入を受けない傾

向を強めてきた。評者は、これら諸国が民主化の下で市場の「見えざる手」(invisible hand)の次元に入った、と理解している。これに対し、旧ソ連邦に属していた多くの諸国では政府の関与・介入が色濃く残っている。そこでは市場の背後にある「隠れた手」(hidden hand)が垣間見える。この観点からすると、「下からの改革」で興隆してきた中国の民間企業の実態はどのようなのだろうか。また、旧ソ連邦の多くの国で政府との関係で生じているレントシーキング等の不正(corruption)の問題はどのようなのだろうか。評者は、強い疑問を持っている。

「下から」のエネルギッシュな盛り上がりの中では、不正の問題等はコストとしてみなさざるをえないという議論もあるが、コーポレートガバナンス

の観点からは看過できない。それは、経営者の資質とディシプリン、そしてひいては民主的なガバナンスの問題にもかかわっている。「下からの改革」は、このような問題にどう応えるのだろうか。

欧米等の金融は資質・ディシプリンのみならずガバナンスにおいても大きな反省に立たされており、市場経済移行国に対してお手本を示しているとは決して言えない。そうだとすると、中国の金融が大小を問わずそれに代替するような水準に達しているとも決して思えない。市場経済は、公正、公益、国際ルール、アームズレングス等に支えられる高度に洗練されなければならない民主的なシステムでもある。
(早稲田大学 北村歳治)

秋葉弘哉・飯田幸裕・北村能寛著『外国為替制度論』

成文堂, ix+218頁, 2010年

本書は、外国為替レート制度の諸側面に関する著者独自の理論的分析を展開するとともに、それに付随する先行研究を包括的に展望、検討した力作である。国際マクロ経済学、国際金融の理論的、実証的分析は、現実経済の急速な変化ともあいまって、対象とするテーマも多様であり、先行研究の蓄積も広範かつ膨大なものとなっている。そこで本書では「外国為替レート制度」というテーマに焦点を絞りこむことによって、考察を深化させている。タイトルが「外国為替制度論」と命名されているのは、このような明確な研究意図の表れと言える。

全体は3章から構成されている。第1章「為替レート制度の厚生分析」では、為替レート制度の分類に関して様々な角度から詳細な展望を試みている。一国経済において、自国と外国の通貨の交換比率である為替レートの調整を、どのような制度の下で行うのかという問題は、マクロ経済のパフォーマンス、マクロ経済政策の有効性を考察する上で、きわめて重要である。1980年代から1990年代にかけて、発展途上国において通貨危機、金融危機が発生した。危機を経験した国々の多くは、開放小国経済であり、それゆえ危機を発生させる制度的要因、危機後の政策当局の対応という観点から、為替レート制度の間

題がクローズアップされることになった。問題のポイントは「どのような為替レート制度を採用すべきか」という表現に集約でき、問題意識もおおのずと為替レート制度の分類という点にスライドしていくことになる。為替レート制度の分類を行う上でもっとも難しい点は、以下の2つの特徴に要約できる。第1は、各国の政府・通貨当局が公表する為替レート制度(de jureの制度)と、実際に採用している為替レート制度(de factoの制度)が必ずしも一致していないという点である。第2は、為替レート制度は、形式的には為替レートを固定する「固定相場制度」と、その伸縮性を許容する「変動相場制度」に大別できるが、両制度の中間に位置する「中間的制度」というものも無視できないという点である。この2つの特徴、スペクトラムを明示的に考慮するとき、われわれは為替レート制度の分類の難しさに直面せざるをえない。第1章では、数多くの文献の丁寧な展望と精緻な検討を通じて、為替レート制度の分類にかかわる困難な作業に挑んでいる。

第2章「小国の最適な為替レート制度」では、中間的な為替レート制度ともいべき「管理フロート制度」の評価を理論的に検討している。自由変動レート制度、固定レート制度の厚生分析については、

これまでもいくつかの文献において理論的な検討がなされてきた。しかし両制度の特徴を併せ持つ管理フロート制度に関する理論的考察は皆無ともいえる状況にあり、それゆえこの制度に関するより深い理解と分析が求められてきた。第2章はこのような未踏のテーマに関して、先行研究の枠組み等も適宜参照しつつ、精緻な理論モデルを構築し、興味深い知見を提示している。具体的には3国、2主体（民間部門と政府・中央銀行部門）からなる開放経済体系を構築し、Barro and Gordon (1983J.M.E) の枠組みと同様に、各主体の最適化行動を特定化する。ここで3国のうち1国（モデルではC国）は小国と仮定し、この小国が管理フロート制度を採用すると想定して、名目為替レートの変動に応じて貨幣供給水準が変化（変化の度合いに応じて諸制度が描写できる）というメカニズムがモデルに組み込まれる。さらに第1章での展望を踏まえ、de jure の制度と de facto の制度の違いも明示的に考慮できるように、モデルに工夫が施されている。

このような枠組みの下で、管理フロート制度の下での一国の厚生水準が、他の制度の厚生水準と比較、検討される。主な検討結果を列記すると、(1)小国における厚生水準は、自由変動レート制度の方が、他の制度よりも高くなることが多い、(2)ただし名目賃金上昇率、市場介入、供給ショックの想定いかんによっては、管理フロート制度が厚生上望ましい場合もある、(3)民間部門が賃金交渉過程で内生的に反応する場合（モデルでは中央銀行と民間部門との間の情報上の摩擦として特定化している）、de facto において管理フロート制度が厚生上望ましい状況もありうる、という3点に要約できる。これらの結果は、これまで指摘されてきた管理フロート制度の優位性を主張する諸研究を、厚生基準という理論的側面から厳密に検討、補強していることになり、画期的試みであると言える。

第3章「通貨統合の経済学」では、貨幣同盟（第3章での表現に従い、通貨統合を「貨幣同盟」という語彙で表すことにする）に関する理論分析、実証分析の先行研究を詳細に展望、検討するとともに、周到的な検討を通じて得られた著者独自の知見も紹介している。2節では、貨幣同盟の必要条件と十分条件が整理されている。特に十分条件については、ミクロ的側面（集計化の条件、効率性の条件）とマク

ロ的側面（効率性の条件、費用面での条件）から分類、検討がなされている。3節では貨幣同盟の実証上の問題として、同盟から得られる純便益の測定の難しさが指摘されている。そして4節では、貨幣同盟が実際に成立した後には生じる様々な問題を、(1)内生性、(2)経済政策の有効性、(3)超国家機関の必要性、(4)アジア地域などにおける将来の貨幣同盟の可能性、(5)残されたいくつかの問題（厚生水準の変化、最適通貨の数、貨幣同盟の高度化）という項目を設定することによって、詳細な展望が行われている。上記の項目の中でも、特に貨幣同盟の内生性の問題には、多くの関心が集まっており、本章においても詳細な検討がなされている。貨幣同盟の内生性とは、端的に表現すれば「貨幣同盟が同盟国の景気循環の同調性を促進するか否か」という問題である。この問いに対する理論分析、実証分析の結果は多様であり、景気循環と同調性を増すという仮説（endogeneity of OCA hypothesis）と、各国の生産が比較優位を持つ産業に特化され、景気循環の同調性が低下するという仮説（Krugman specialization hypothesis）が併存している。著者はこの問題に対して、以下の2つの興味深い知見を与えている。第1は、貨幣同盟には上限と下限が存在するという点（第3章の図1で解説）、第2は、仮に各国間で特化が進んだ場合、(1)の特徴を考慮すると、貨幣同盟からの離脱という状況もありうるという点（第3章の図2で解説）である。また第1の点を踏まえると、世界の最適通貨数についても従来とは異なる解釈が可能である（第3章の図4で解説）と指摘している。

以上の各章の要約と紹介からもわかるように、本書はきわめて豊富な内容と深い知見によって編まれた研究書である。とりわけ以下の3点は、評者のみならず多くの読者によって首肯される特徴といえる。第1に、先見性のある高い水準の研究がなされているという点である。変化の激しい現実経済を、抽象化された理論と限られたデータによってのみ考察していくのは至難である。そのような中であって、基礎研究に携わる者は、現実経済の変化を常に注意深く観察するとともに、変化に振り回されることなく、変化の底流にある経済メカニズムを深く思索していくという姿勢を持つておくことが肝要である。「世界の変貌スピードは脅威的であり、経済の国際化とともに各国間の相互依存関係が複雑化するにつれて、

対応して国際金融面で様々なところで様々な問題が発生してきている。その結果、往々にして古いテーマの中に斬新で最新の研究課題を見出すことが出来るのである」という本書の「はしがき」の一文は、基礎研究に携わる者が心すべき姿勢を端的に示している。本書を構成する各章の論文が構想、作成されたのは、2008年のリーマン・ショックに端を発する世界金融危機以前である。しかし、その後の国際通貨制度改革を巡る議論の高まり、ギリシャの経済危機によって顕在化したユーロの帰趨に関する議論の高まりに対して、本書によって得られた多くの深い思索は、じつに多くの貴重なメッセージを投げかけている。

第2は、著者たちの地道で真摯な研究姿勢である。先達の研究蓄積の展望は、ともすれば文献狩猟に終始してしまうことが多い。しかし本書では、200本以上の海外文献を丁寧に読み込むとともに、各文献の内容に対して的確な評価を下している。そしてこのような地道な基礎的作業を通じて、各テーマに関するより有望な分析方法、分析方向を明確に示している。また各章の考察は、いずれも査読を通じて海

外の専門誌に発表された論文がベースとなっている。3名の研究者が、一貫した研究テーマの下で、専門誌への公刊に至るまで研究を続けていくには、多大な努力と忍耐が不可欠である。このような著者たちの真摯な研究姿勢は、謙虚に見習うべき点である。

著者たちによって明らかにされた今後の研究方向はいずれも示唆に富むものである。2009年にIMFは、為替相場制度の分類に関する改訂作業を行った。この改訂では、加盟国のおよそ半分が、変動相場制と固定相場制の中間に位置する制度を採用していると報告されている。このような事実からも、著者たちによって先鞭をつけた管理フロート制度に関する理論的分析は、さらなる発展が望まれるところである。また第3章においても簡潔に述べているように、貨幣同盟の今後の動向とそのメカニズムについては、まさに基礎研究の蓄積が望まれるところである。このような今後に残された貴重な課題を提示したという意味においても、本書の出版はきわめて時宜を得たものであると確信している。

(神戸大学 松林洋一)

久保英也著『保険の独立性と資本市場との融合』

千倉書房、263頁、2009年

1996年の改正保険業法施行以降急速に進められた保険自由化は、日本の保険業界にきわめて大きなインパクトを与えた。生損保の子会社による相互参入等による新規参入の活発化、相次ぐ保険会社破綻とその後に続く保険会社再編の動きは、おそらく他の金融業にも勝るとも劣らないほどのダイナミックなものであった。しかしながら、金融論研究者の保険業への関心は、銀行業等に比べて決して十分なものとはいえなかったのではないだろうか。その理由の1つは、著者のいう「保険の独立性」、すなわち保険業は銀行業等に比べて商品の種類が多く、またその内容も複雑であること、また会計制度、業務内容などに保険業固有のものがあることではないかと思われる。しかし一方で、サブプライム問題においては、保険市場と資本市場が融合しつつある現実をわれわれは目の当たりにした。他にもCAT（カクス

トロフィー）債券市場の発達などを見ると、保険業はもはや巨大な金融市場や先端金融技術と切り離して論じることができないのも明らかである。

本書では、著者はこのような保険業の現状を十分に踏まえ、実証分析を展開している。著者は実務の世界に長らく身をおいた後学界に転じた経歴を持ち、本書におけるテーマの設定や分析手法にもその豊富な経験が十二分に反映されているものと思われる。

本書は12章から構成されており、各章のタイトルは以下のとおりである。

- 第1章 日本の保険業の規制緩和
- 第2章 生命保険業の効率性評価
- 第3章 損害保険業の効率性評価——経営統合効果の計測
- 第4章 日本の生損保兼営グループの効率性評価
- 第5章 保険市場の国際的連動と健全性マネジメ

ント

第6章 ARTに見る保険市場と資本市場の融合

第7章 サプライム問題顕在化後のART市場

第8章 生命保険買取市場に見る保険と資本市場の融合

第9章 環境保険と資本市場

第10章 長期の信用リスク評価——保険と資本市場とのリスク交換市場

第11章 長期キャッシュフロー予測モデルの提案

第12章 信用リスクスプレッド評価モデルの提案
以下では、各章の内容を簡潔に紹介する。

まず、第1章から第4章までは、規制緩和とそれに伴う保険業の効率性の変化を実証分析により論じている。第1章では、日本と海外の保険規制の潮流と、保険業界の動きを簡潔に記述している。

第2章から第4章までは、確率的フロンティア分析を用いて保険業の効率性分析を行っている。第2章では、生命保険会社の効率性分析を行い、規制緩和が生命保険業の効率性の改善につながったことを示している。また第3章では、損害保険会社の効率性分析を行い、近年活発に行われた経営統合が効率性の改善をもたらしたことが示されている。

第4章では保険会社を単体ではなく子会社等を含めた生損保一体のグループとしてとらえ、その効率性分析を行っている。子会社方式による生損保相互参入が可能になってすでに10年以上が経過したものの、現実には生損保とも「相手」方の市場でのビジネスの比重はきわめて低く、十分なシナジーが得られているのか疑問もあり、相互参入の意義が効率性の面から検討されることは重要であろう。著者は、生命保険を主力とするグループは比較的効率性の改善が進んでいるものの、損害保険を主力とするグループについては課題が残されていると結論付けている。

ここで注目すべき点は、保険会社の投入・産出物について丁寧な議論がなされていることである。一般に金融業の生産性分析を行う場合、投入量および生産量を示す変数には複数の選択肢があり、その選択には注意する必要がある。特に特性の異なるさまざまな商品を販売し、会社によって主力販売チャネルが異なる保険業を対象に分析を行う場合は慎重になるべきであるが、この点に関して著者はその実務経験を背景に詳細に議論しており、他研究者にとっ

ても参考になるものと思われる。

第5章では、マクロ保障倍率の概念を用いて各国生命保険市場の特性の分析および保険会社破綻予測への応用について説明している。マクロ保障倍率とは個人保険の保険金額を名目GDPで除したものであり、これを生命保険への選好、保障単価、保障選好、および名目GDPに対する個人可処分所得の比率の4要素に分解し国際比較することで生命保険市場の特性および今後の趨勢について推測することができる。さらに著者は、この手法により保険会社の破綻危機を予測できるのではないかとしている。

第6章および第7章では、ART（代替的リスク移転）について論じている。ARTにはさまざまなリスク移転手段が含まれるが、それらの多くは資本市場と密接な関係を持つ。保険会社のリスク引受け能力に限界があること、および新しい投資先を求める巨大な資本市場の存在を背景に、ARTは急速に成長してきた。リーマンショックのような事態では資本市場のリスク引受け能力が急速に低下する危険性があるが、ARTの一種であるCATボンド市場は比較的冷静であったと著者は結論付けている。

第8章では、生命保険の買取について議論している。なじみのない読者のために簡単に説明すると、アメリカやイギリスなどでは、当座の資金を必要とする保険契約者から、推定された余命に応じた価格で死亡保険金を受け取る権利を買い取るビジネスが普及している。被保険者の健康状態等によっては、売却時点での解約返戻金より高い価格で保険を売却できる可能性があり、消費者に新たな選択肢を提供する仕組みである。日本では生命保険買取は原則として認められておらず（買取業者への保険契約者の変更を認めない生命保険会社の判断を支持した判例がある）、また「リビング・ニーズ特約」は余命6ヶ月以内という条件があり、この条件に該当しない者への救済手段はないのが日本の現状である。日本でも生命保険買取には一定のニーズがあり、法制度が整備されれば、本格的に普及する可能性はあると考えられている。

ただし、この仕組みには「困窮し、情報に乏しい消費者を相手に、業者が自らに有利な条件で生命保険を買い取る可能性がある」という懸念がある。そこで、著者は日本のデータに準拠して買取価格の試算を試み、アメリカと同じような条件で買取が行わ

れば、買取業者は相当のマージンを得るであろうとし、透明性の高い価格づけの仕組みや法制度を積極的に整備する必要があると論じている。

第9章では土壤汚染を中心とする環境汚染と損害保険の問題を扱っている。環境汚染の中でも、土壤汚染は、1 継続的に発生し、しかも汚染の発生の有無・程度・原因を正確に把握することがしばしば困難である。2 汚染処理費用が膨大になることがある、という特質があり、企業にとっても、また本来リスクの引受けを期待される保険会社にとっても難しい問題である。しかし、特に国土の狭い日本において土壤汚染のために土地が有効活用されないのは大きな損失であり、その解決策が社会的に要請されているといえよう。著者は、このようなリスクに対する環境保険の普及のためには企業の環境評価負担の軽減や ART の活用、再保険プールの設立などの必要性を主張している。

第10章から第12章では、保険会社の資産運用の一手段である貸出・社債に注目し、信用リスク評価について議論している。特に、生命保険会社は長期運

用を志向しており、信用リスクの評価の際にもこのことを考慮する必要がある。第10章では主にオプションモデル、第11章ではキャッシュフロー予測モデルを用いて信用リスク評価を試みている。さらに、第12章では、第11章で用いたキャッシュフロー予測モデルを用いて、ガス会社を対象に、日本国債とのスプレッドの導出を試みている。

本書は、「マクロ保障倍率」(第5章)、「生命保険の買取」(第8章)などの開拓途上の分野を含めたさまざまなテーマで丁寧な実証分析を試みた好著である。それ自体学術書として十分な価値があるのみならず、金融論研究者が保険分野の実証研究を進めていく上で参考になると思われる。また、著者の実務経験は本書をより奥行きのあるものにしていただ感じられた。あえて難点を1つ指摘するとすれば、各章のテーマにやや統一性を欠く感が無きにしもあらずということがあげられる。もちろん、そのことが本書の価値を損なうものではない。

(中京大学 小林 毅)

建部正義著『金融危機下の日銀の金融政策』

中央大学出版部, xiv+230頁, 2010年

本書執筆時点において、景気回復が踊り場に差しかかっており、円高と株安によりデフレ懸念が高まっている。冷静に考えればデフレは景気悪化の結果であり、その原因ではない。また為替相場に関しては日本銀行の所管事項ではない。にもかかわらず言論界においては日銀の無策を批判する声が大きくなり、新刊書においてもデフレの元凶として日銀を非難するものが相次いで出版されている。

これに対して本書は、日銀の金融政策を基本的に擁護する色彩が強く出たものである。そこにおいては古くからの「金融政策は紐であって棒でない」であるとか「馬を水辺に連れていくことはできても、水を飲ませることはできない」等の金融政策についての言説を再確認し、金融緩和政策には限界があること、それを超えた措置はもはや金融政策とはいえず財政政策の分野であり、中央銀行がそうした分野に乗り出すことについては禁欲的でなければならな

いことが本書においては主張されている。

本書は、1997年6月の新日銀法の制定以降に著者が発表した金融政策をめぐる論文を収録したものであり、その目次は以下のとおりとなっている。

- 第1章 日銀法「改正」をめぐる諸問題——中央銀行の理念にふれて
- 第2章 デフレ問題と日銀の量的緩和政策
- 第3章 インフレーション・ターゲティング論の虚妄性
- 第4章 デフレ対策と金融政策の課題
- 第5章 量的緩和政策の含意と出口「政策」
- 第6章 日銀の量的緩和政策の変更をどう読むか
- 第7章 日銀の金融政策はどうだったか——新日銀法10年
- 第8章 金融危機下の日銀の金融政策——「異例の措置」の再発動
- 第9章 FRBは日銀の経験から何を教訓として

学ぶべきであったか

第10章 日本と中国の金融政策比較

リーマン・ショック以降、世界の多くの中央銀行は危機モードの金融政策・金融調節の採用を余儀なくされてきている。その内容には、非伝統的・非正統的といわれるものが多く含まれている。一方、日銀は、1999年のゼロ金利政策の採用以降、非伝統的・非正統的といわれる政策を各中央銀行に先立ちとり続け、金利正常化を目指していた時期にリーマン・ショックに襲われ、種々の危機モードの政策をとらざるをえなくなっている。

本書は、目次でわかるとおり、日銀法改正問題、量的緩和政策、インフレーション・ターゲット論、今次危機への日本銀行の対応等を論じたものであるが、そこには1本の太い線が貫かれている。マルクスが『資本論』の第III巻第5篇で通貨学派、銀行学派の双方を批判しつつも、銀行学派に軍配を上げたように、日銀の金融政策の一部は批判的であっても、著者がより大きな批判の対象としているのは日銀に対する批判者たちである。批判者たちは貨幣供給を外生的であるとし、金融関係の始点をベースマネーの供給に求め、信用乗数一定という信仰にも似た思い込みにより、マネーストックの増加から物価上昇という処方箋がデフレ脱却のために必要であるとしているのである。1990年代にはすでにマネタリストの議論は退潮したはずであるのに、また日本の経験は量的緩和政策の効果がなかったことが実証されているにもかかわらずである。さらにはフリードマンの「インフレーションはいつでもどこでも貨幣的現象である」という言葉は、いつの間にか「インフレもデフレも」と拡張されてしまっている。これはおかしいことである。

また今次危機により、インフレーション・ターゲットという物価指数という単一の指標と金融政策を結び付けるという枠組みについての疑問が一般化されてきているのにもかかわらず、調整インフレ政策的な意味での同政策の採用論議が日本においていまだに存在するのは妙であるといしか言いようがない。さらには「空想から科学へ」ならぬ「アートから科学へ」と言わんばかりのニューケインジアンモデルに基づく最適金融政策論にしても、危機はそれへの疑問を提示している。

これに対して著者は明確に内生的貨幣供給説に立

脚し、金融関係の始点を非銀行部門の資金需要に応じることにより預金貨幣が創造されることとし、これに対応する準備需要については事後的に中央銀行信用により供給されるほかないという現実を議論の出発点に置いている。

この観点から、著者は1990年代後半以降の日本銀行の金融政策におおむね好意的である。しかしそれは伝統的な金融政策の範疇にあるかぎりであり、短期金利のコントロールが基本となるべきとの考えである。さらに、危機対応は流動性の供給に限られるべきであり、中央銀行は資本性の資金の供給に踏み込んで서는ならないとの立場を明確にしている。この観点から量的緩和政策は基本的には否定されるし、銀行保有株の買取りに至っては厳しい批判がなされている。そして資産価格への中央銀行へのかかわりにおいても「バブルは認識できない」といういわゆるFedビューを批判し、中央銀行は一般物価ばかりでなく資産価格等についても常に注意深く監視し、政策決定の参考とするべきであるとの考え方が示されている。

この基になる考え方は、「金融政策がマクロ経済上で果たしうる役割は、特別な場合を除いて、主役ではなく脇役にとどまる」という至極まっとうなものであるが、金融政策に財政政策を代替せよとの要求は、このことに無自覚な場合が多い。中央銀行の金融政策は、政府の金融政策ないし財政政策の独立性をおかすものであってはならないとの著者の主張は興味深い。

当然のことであるが、著者は中央銀行の独立性を容認し、それを「人類の叡智」とであるとしている。これを否定したり、歴史の歯車を逆回転すること（例えば政府紙幣の発行）はあってはならないとしているのであるが、そのためには金融の理論的側面において本書のような考え方が一般化することではないかとの感想を強く持たされた。

これに関連して、近年よく用いられる「政府・日銀一体となって」という言説には危険性があることを指摘したい。本書にもあるとおり、「近代における政府の中央銀行にたいする圧力ないし干渉が、しばしばインフレーションを発現させたことから、今日では、先進資本主義国においては、中央銀行の政府からの独立性が保障されるにいたっている」（69頁）からである。

ところで著者の理論的バック・グラウンドは、マルクス経済学であるが、戦後の日本のマルクス経済学信用論における大きな論争問題として、不換銀行券の性格をめぐってのものがあつた。これはその性格が「国家紙幣」であるか「信用貨幣」であるかについての論争であつたが、著者は不換銀行券については、それがなんらの支払約束を負うものではない

ことを論拠に「信用貨幣」とは呼べない存在であると主張してきた。しかし本書では現代の中央銀行券＝不換銀行券を国家紙幣＝政府紙幣としてはならないと主張し、その発行の態様を重視する「信用貨幣」説に親和的な記述が見られることが興味深かつたことを最後に蛇足的に指摘しておきたい。

(獨協大学 齊藤美彦)

根本直子著『残る銀行、沈む銀行 金融危機後の構図』

東洋経済新報社、254頁、2010年

本書は、金融危機後の欧米金融機関の現状と課題を述べつつ、日本の金融機関が抱える問題点と解決の方向性を概観している。格付会社に勤務する著者は、アナリストとしての長年の経験に基づき、各国の金融機関をデータで比較した上で、日本の金融機関の特徴を説得的に示している。

本書の概要

まず、本書の構成に沿って著者の分析・主張を敷衍する。第1章では、世界の金融機関の格付けが2008、09年と急激に低下したことを示し、その経緯を述べている。米国では、2006年後半からサブプライムローンの魚け付きが表面化しはじめ、証券化商品や貸出全般に係る損失拡大が、流動性の逼迫を通じてリーマンブラザーズなどの破綻を招いた。金融機関の格差は拡大し、残る銀行と沈む銀行が明らかになった。第2章では、米国銀行業界に焦点を当て、市場の競争環境などの事業リスクと、貸出資産の質や非金利収益比率といった指標で測られる財務リスクという2つのリスクが、ともに2000年代に増大したことを指摘している。

第3章で、投資銀行業界における現状と将来展望を示した後、第4章では、米国と並んで深刻な危機に直面した欧州の中で、英国、ドイツ、フランスの銀行業界の状況について説明している。各国で危機が異なった様相を呈している点が特徴である。英国では、個人だけでなく企業部門も負債を増やしているため、危機が長期化する可能性がある。ドイツでは、国内に住宅バブルは存在しなかったが、国内の貸出利ざやが小さいために銀行が海外投資を行い、

危機の影響を大きく被つた。一方で、フランスでは、独占力を持ち多様な収益源を有する大手銀行が安定的な経営を行い、比較的金融システムが安定している。この章は、日本の金融機関の将来を考える上で参考になる事例が多く含まれている点で興味深い。

第5章で、銀行危機が財政支出増大などを通じて政府の格付けに与える影響を論じた後、第6章では、制度が金融機関による貸出を通じて景気循環を増幅させるプロシクリシティに焦点を当て、これを小さくするための規制のあり方を、自己資本比率規制や時価会計の適用に即して述べている。特に、著者は、金融危機に際して銀行の損失が限定的であつたにもかかわらず貸出態度が悪化したことを根拠として、金融機関の経営基盤が脆弱な日本では、プロシクリシティが増すという固有の問題があると強調している。第7章では、1990年代から2000年代にかけての日本の不良債権問題と今回の金融危機との類似点・相違点を挙げている。一般に、日本の不良債権問題への対応は、政策が小出しにとどまり、解決までに時間がかかりすぎた望ましくない反面教師として捉えられている。しかしながら、著者は、日本の政策対応には学ぶべき面もあることを指摘する。金融危機の回避を重視する各国は、時価会計基準の緩和など金融機関への規律付けという観点からは問題のある措置を講じてきている。一方、日本では漸進的ではあるが、会計基準を厳格に適用してより正確な資産査定に取り組んできた。第8章では、日本の銀行が直面する低収益性という問題を解決するために、適正なスプレッドの確保、企業のニーズに応じた新たな商品提供、個人向けビジネスの開拓、

海外事業への進出などを提言している。

いくつかの論点

本書は欧米金融機関における「残る銀行、沈む銀行」の選別の過程を的確に描写している。独立系大手投資銀行は業態としては消滅し商業銀行の間でも優勝劣敗が進んだ。背後にあるのは、価値が大きく下落した不動産市場への関与の程度だけではない。重要な要因は、経営陣のポリシーが社内にも浸透している、貸出や投資において集中リスクをとらない、リスクの所在を明確にして透明性を保つ、クレジットサイクルの上昇期に与信基準を緩和しないとといったリスク管理の基本を遵守することである。守って当然に見えるこれらの点において、金融機関の間には大きな差があったというのが著者の指摘である。

金融機関の間における差異の大きさもさることながら、国の間における差異も大きい。特に、国内に貸出機会が少なく利ざやが小さいドイツの金融機関による海外への投資が、危機の影響を被る原因となったという指摘は、日本の金融機関の今後を考える上でも示唆的である。著者が提言する海外事業への進出も、このようなりスクと隣り合わせであることを認識する必要があるだろう。

一方で、日本における「残る銀行、沈む銀行」がどこなのかが、本書では必ずしも明らかにされていない。バブル崩壊後2000年代前半に至るまでの時期に金融機関の再編が活発に行われる中で、地方銀行、第二地方銀行の数はほとんど変化せず、効率性の改善が進んでいない。こうした点を踏まえ、著者は、日本の金融機関には改善すべき点が多々あると考えていると推測できる。穿った見方ではあるが、著者が提言した内容を実行しないと、日本の金融機関は皆「沈む銀行」になりかねないというのが、隠れたメッセージなのかもしれない。

「残る銀行、沈む銀行」という金融機関側に立った議論と並んで重要なことは、銀行による企業への資金配分の効率性が改善するかという点についての議論や検証である。銀行の収益性が改善することには大きな意味がある。しかし、それだけでは、企業に対する資金配分の仕方が改善したためか、銀行が借り手に対する交渉力を強めた結果なのか、もしくは政府関与の結果なのかを区別できない。ここでは、資金配分の効率性に大きな影響を与えるとして著者

も触れている2つの事象について述べる。

第1に、金融機関同士の合併を挙げることができ、日本では、90年代後半から2000年代前半まで、都市銀行を中心に数多くの合併が行われてきた。その結果、規模や業務範囲で他を圧倒するメガバンク3行が生まれた。本書で、ドイツ以外の先進国では大手銀行グループ4行から6行程度が強い地位を持っていると述べていることを踏まえると、日本のメガバンクが、借り手や預金者に対して、他国よりも強い独占力を行使している可能性がある。実際、評者らが非上場企業のデータを用いた分析では、あるメガバンクの合併を契機に、合併行と取引している企業における借入金利は、借入をしていないがその他の属性において近い企業が支払う金利よりも、上昇幅が有意に大きくなる。こうした金利上昇が合併に伴う銀行の独占力増大を反映したものか、それとも、合併に伴う何らかの便益を借り手企業が得た対価なのかという点は、金融期間の経営のみならず資金配分の効率性にも重要な意味を持つ。

第2に、政府による貸出市場への関与が資金配分に及ぼす影響がある。金融危機発生後、いわゆる貸し渋りを防ぐために日本政府は様々な措置を講じた。これらの措置もあり、金融機関の貸出態度悪化は欧米に比して小さいものにとどまった。しかしながら、提供された政策を利用し、破綻確率の高い企業の信用リスクを銀行から政府部門に移転した金融機関が生き残るということであれば、「残る銀行」がかえって資金配分をゆがめることになりかねない。金融危機後に講じられた措置として最も大規模なものの1つである緊急保証制度について、評者らが行っている分析によれば、質の低い企業がメインバンク関係を通じて信用保証を利用する傾向が強い。密接な企業と銀行の関係が制度の効率的な運用を妨げている可能性がある。

以上の例が示すように、金融機関のあるべき姿を考える際には、銀行側だけではなく、どのような借り手に資金が供給されているかを視野に入れる必要がある。しかしながら、このことは、金融機関の現状と将来に向けた課題を手際よく整理した本書の価値を減じるものではない。これをきっかけにして、金融機関による効率的な資金配分のあり方についての議論が活発に行われることを期待したい。

(経済産業研究所 植杉威一郎)

宇沢弘文・武田晴人編『日本の政策金融』

東京大学出版会, I (高成長経済と日本開発銀行) xii+420頁,

II (石油危機後の日本開発銀行) xii+650頁, 2009年

本書は、1951年に設立され、1999年に廃止された日本開発銀行（以下、開銀と略す）の約半世紀の歴史を記録し、分析した、全2巻、1000ページ余の浩瀚な書物である。6部構成で、前半の3部がIに、後半の3部がIIに収められている。岡崎哲二、日高千景、橋本寿朗、武田晴人、堀内行蔵の5氏が分担執筆した本文に、はしがき（宇沢弘文）、プロローグ（武田晴人）、エピローグ（貝塚啓明）が付されている。

最初に、ごく簡単に内容を紹介したい。

「第1部 日本開発銀行の設立と初期の政策金融」（岡崎哲二）では、前史である復興金融金庫時代から、開銀設立初期までが扱われている。貸出案件の審査方法の推移を詳細に追って記述することを通じて、復金の失敗が開銀の創設の際にいかにかきかされたのかを明らかにした点は新鮮である。

「第2部 高度経済成長の進展と政策金融の展開」（日高千景）の対象とする時期は、1956～65年度である。早くも50年代半ばから唱えられはじめた開銀縮小論に対応すべく、開銀は56年を機に、量的補完から質的補完の方針を転換し、4大産業（電力・海運・石炭・鉄鋼）への融資を絞って行ったと述べられている。

「第3部 成長経済の課題と融資活動の多様化」（日高千景）の対象時期は1966～71年度である。ここでは、資本自由化対策としての構造改善融資、技術開発を促進するための融資、石炭・繊維等の衰退産業への融資、地方・都市の開発を目的とした融資など、融資が多様化したことが示されている。

「第4部 2つの石油危機と資源エネルギー融資」（橋本寿朗）では、2回の石油危機を含む1972～84年度が記述されている。開銀の出融資の対象が個別産業開発から、資源エネルギー分野や公害対策に転換した様相が描かれている。この時期になると、民間金融機関に対する開銀の優位性は次第に失われてきたが、リスク選択を拡大することによって「民間の補完」の役割を果たし続けたと指摘している（な

お第4部は、橋本氏が急逝されたため、武田氏が橋本氏の旧稿を編集している）。

「第5部 バブルの発生・崩壊と出融資活動の拡充」（武田晴人）が対象とする1985～98年度においては、開銀の出融資分野は、大都市再開発、基幹通信網整備、基幹交通体系整備などの分野にまで広がった。出融資の規模は、バブル期においてはそれほど大きな伸びは示さなかったにもかかわらず、景気対策の一端を担わされたために、バブル崩壊後に膨張したという指摘が興味深い。

「第6部 日本政策投資銀行の設立」（堀内行蔵）では、行政改革の一環として1999年10月に開銀が廃止され、政策投資銀行の新設に至った経緯と、2004年度までの政策投資銀行の経営動向が記されている。90年代半ばに特殊法人改革が組上に上った時点から、開銀は積極的な対応を行い、政策投資銀行への実質的な転換が始まっていたとしている。

以上、評者なりに大づかみに本書の要点をまとめてみた。通史的叙述からモチーフを見出すのは容易ではないが、次に、この膨大な文献を読み解く鍵を探してみたい。まず、本書の性格である。本書は、日本開発銀行の後継機関である日本政策投資銀行が2002年3月に刊行した社史『日本開発銀行史』をもとに編纂されている。社史の本文に、分担執筆者の名前を明記し、学術書として刊行したのが本書である。「はしがき」で宇沢弘文氏は、本書について、「『日本開発銀行史』の啓蒙版」、「『日本開発銀行史』のエッセンスを凝縮」と述べているが、この表現は誤解を与えかねない。本書は、あくまでも専門書であり啓蒙書ではないし、また、章・節・項の編成、叙述ともに、基本的に社史を踏襲しており（ただし日高氏の執筆部分ではかなりの文章の書き換えがなされている）、凝縮もされていないからである（上下2巻、本文だけで合計1043ページにも達する）。社史のほうには、本文のほかに、法令・付表・年表等の資料（約190ページ）と写真（約50ページ）が付いているが、本文の分量だけを比較すれば、新た

に書き足された部分（政策投資銀行に移行した後の1999～2004年度の記述）があるので、むしろ本書のほうが60枚（400字詰め原稿用紙換算）ほど多くなっている。したがって、本書の最大の意図は、非売品である社史を、一般の研究者の手に届く形で刊行することにあったと思われる。

本書が『日本開発銀行史』を再現していることは、けっして本書の価値をおとしめるものではない。むしろ、最初から実証密度が濃く、高いレベルの学術書であったことを示す証左である。本書の執筆者はいずれも、戦後日本経済史に通暁した、この分野を代表する研究者である。また、社史編纂に際しての開銀（のちに政策投資銀行）の姿勢も、執筆者の意思を尊重し、学術的な価値の高い書物にまとめようとするものであった（『日本開発銀行史』「編集後記」）。開銀はこれまでに2回社史を刊行しているが、『日本開発銀行史』は決定版にふさわしい内容を備えている。

しかし、会社や機関が編纂する「正史」である以上は、執筆者は制約から完全に免れることはできない。社史の別バージョンである本書を企画したもう1つの意図は、社史の編纂の段階で削除・修正された部分を復活・補足し、著者たちの主張を明確にすることにあると推測される。両書を対照してみると、『日本開発銀行史』の図表を簡略化し、本文の一部を省略して浮かしたスペースを、本書においては、新たな記述を追加して埋めていることがわかる。追加された部分は分量的には多くはないが、そこに著者たちの積極的な主張が顕れていると見ることができよう。また、本書では、「プロローグ」は貝塚啓明氏から武田晴人氏に、「エピローグ」は堀内行蔵氏から貝塚啓明氏に執筆者が替わっている。本書の執筆陣の中心である武田晴人氏の「プロローグ」も、本書の意図を知るための重要な手がかりとなる。

このようにして本書を読み解いてみると、本書を貫くテーマが、政府金融機関である開銀の経営の自律性であることが判明する。「政策的に枠付けされた自主的企業行動」という橋本氏の言葉を第4部の冒頭の注で武田氏が引用しているが、この視点は全編に貫かれている。第1部では、復金の失敗への反省から、開銀の創設にあたって、融資の審査における自律性が重視されたことが強調されている。第2部では、主体性を発揮すべく、1959年以降、開銀が

地方開発への融資に進出したことが特筆されている。第4部では、産業の開発から社会開発へという融資活動の重点移動が開銀のイニシアティブによって進められたこと、財政再建への協力要請から、開銀側の反対にもかかわらず、内部蓄積の取崩しと法定準備金繰入れ率の引下げが実施され、経営自律の柱である自己資本が1970年代後半に脆弱化したことが指摘されている。そして第5部では、開銀内部からの自主的な改革の努力が描かれている。また、プロローグでは、民間だけでなく政府もまた、創造的な革新の担い手たりうるとする橋本氏の主張（『戦後日本経済の成長構造』）を受けて、開銀が創造的革新の担い手であり続けたこと、その基盤は「金融技術とノウハウ、融資先にかかわる豊富な情報という無形の資産」にあったことが強調されている。

政府系金融機関は、民間金融機関が担えない分野を領域とする。しかし、開銀の場合は他の政府系金融機関とは異なり、その役割は民間金融機関の「補完・奨励」にあった。このことが、開銀を見る際のポイントである（II, pp.21-22）。開銀と民間金融機関との業務分野はほぼ完全に重複していた。そのために、復興期・高度成長期から、民間金融機関は、金融逼迫期には開銀との協調融資に依存しつつも、金融緩慢期になれば開銀不要論を唱えるのが常であった。高度成長の終焉とともに、民間金融機関との競合関係は恒常的になり、民業圧迫の批判はますます強まった。開銀のビジネス・モデルはこうした危うい境界領域で成り立っていたが、それを可能にしたのは、資金不足基調のマクロ経済状況と、資金運用部による安定的な長期資金供給の制度的枠組みであった。企業の自己資本充実が進み、また、金融自由化の国際的潮流が日本に押し寄せるとともに、開銀の存立基盤は揺るがざるをえなかった。1970年代後半には開銀の優位は、融資期間の長期性と、銀行内に蓄積されたノウハウだけとなった。本書の後半では、高度成長後に、開銀がいかに活路を見出していたのかが詳細に描かれている。しかし、開銀が新たなビジネス・モデルの開拓に成功したとは言い切っていない。貝塚氏がエピローグで述べているように、「展望を開くこと」は、政策投資銀行への移行後の、今後の課題ということであろう。

本書は開銀の半世紀を余すところなく描いており、通史として書くとすれば、これ以上は望めないと思

うが、あえて若干の注文を加えて、書評を終えることにしたい。

開銀は、長期信用銀行と重複する分野で活躍してきたが、本書では、両者の対比や関係を述べた部分は少ない。1950年代初めに成立し、高度成長期を中心に大きな役割を果たした、長期信用銀行と開銀とのいわば二重の長期金融の制度は、日本独特のものであろう。本書が一次史料に基づいて、両者の役割分担や競合関係について、具体的に叙述をしてくれ

たら、より有意義であった。

体裁の面では、全時期を通した数値データがあれば、全体の流れを俯瞰するのに役立つと思われる。また、論点を絞って論じるタイプの研究書ではないので、研究史のサーベイまでは必要ないであろうが、第II巻については、読者のために参考文献をもう少し充実させて頂きたかったと思う。

(成城大学 浅井良夫)

斉藤美彦・須藤時仁著『国債累積時代の金融政策』

日本経済評論社、225頁、2009年

本書は、中央銀行の金融政策の変貌と国債累積の関係及び中央銀行の独立性を考察した力作である。

2人の研究者による合作となっているが、斉藤氏が内外の中央銀行、マーケット参加者の行動に即しつつ、金融政策の変化について歴史的な経緯を踏まえた整理を行う一方、須藤氏は、債券市場や物価連動国債について、米国、英国との国際比較を交えた実証的な分析を行っており、理論・実証の役割分担が明確な点も特徴的である。

全体は3部構成で全8章からなり、2人の研究者がそれぞれ4章ずつ執筆している。

本書の内容を要約すると、第1部の「金融政策の変貌」においては、高度成長期以降を対象として、金融政策の手段がかつての規制金利下では公定歩合が重視されたが、その後金融自由化が進展し、現在は金利機能の活用を重視した政策へと大きく変貌したこと、その中で準備預金制度については、伝統的な中央銀行の引き締め・緩和スタンスを表す手段から、準備率操作による短期金利調節のための枠組みに役割が変化してきたことが説明されている。

第2部「国債と金融政策」においては、2001年以降5年間続いた日本銀行の量的緩和政策を検証している。まず、量的緩和政策を総括し、当該政策は潤沢な流動性の供給により金融危機を防ぐ効果はあったが、景気に対しては効果が限定的であったと否定的な見方を示している。また、量的緩和政策の過程で日本銀行は段階的に長期国債買入れを増額させた（従来4,000億円→2002年2月1兆2,000億円）が、

こうした施策は、成長通貨の供給という本来の目的から離れ、日本銀行が国債価格支持政策に組み込まれやすくなっていると懸念している。この点に関連して買切りオペと国債市場の関係について日米比較を通じて考察し、日本銀行のオペは20年債については保有比率が高く需要補完的な色彩が強いものの、全体として見れば米国に比べて残存期間が長いゾーンからの買入れ比率が低い点を挙げ、市場の中立性の観点からは量的緩和期でも日本が米国に比べて中立的なオペが行われていたと評価している。さらに、ニューヨーク連銀による長期買入れオペが中・長期金利に直接的な影響を与えていないとの実証結果も示し、これらの結果を併せて考えれば、日本銀行による買切りオペは量的緩和期でも中・長期金利に直接的な影響を与えていなかったと結論付けている。

第3部「中央銀行の独立性」においては、まず、日本と英国という従来、中央銀行の独立性が弱いとされた国でも、1990年代後半に政策委員会の権限の強化や総裁の身分保障など独立性が強められる方向で法改正が行われたこと、同時に中央銀行の責任を明確化させるため、議事要旨の公表、対外説明の拡充など透明性の向上が図られてきたこと、が説明されている。その上で、中央銀行は金融市場に近い存在であるため独立性が必要とされると強調している。

また、金融政策は物価の安定が重要であるため、米国、英国で急速に普及している物価連動国債が、将来、中央銀行の金融政策の操作指標として、活用

できないか検討している。物価連動国債の流動性が高まれば、名目金利と実質金利の差から計算されるBEI（ブレイク・オープン・インフレ）が期待インフレ率指標になる。そこで、ハイブリッド型の期待所得に基づくIS曲線とニューケインジアン・フィリップス曲線で表される経済を前提にテラー型の金利ルールを導入して実証分析を行い、①BEIを用いたインフレ指標は英米で金融政策の参照値として有用なこと、②インフレターゲット政策など政策の透明性が中央銀行の独立性を強化しているとはいえないとの結果を示している。その上で、物価連動国債は日本ではまだ発行の歴史が浅い上、デフレ期にあるなどの理由で規模が小さいが、今後、市場の拡大で流動性が高まれば、金融政策の操作指標として有用性が高まるのではないかと期待している。

評者は、本書についてまず時機に合ったテーマに取り組んでおり、当然のこととして高く評価したい。日本をはじめ先進国では財政赤字が膨らみ、中央銀行を巡る外部環境は大きく変容している。2000年以降の日本、リーマンショック以降の多くの先進国では国債累増の中で金融政策が未踏の領域に入っており、試行錯誤で政策効果も未知数である。白川日本銀行総裁、バーナンキFRB議長も繰り返しこの点を強調している。しかし、本テーマを扱った学界サイドの研究はまだ少なく、特に実証研究は貴重な価値がある。

このほかにも、本書は以下の3点で貢献があったと評価したい。第1に、金融政策の変貌や中央銀行の独立性について、英国や米国との比較を交えつつ、中央銀行の資料、現実の事例を多数活用しながら包括的な整理を行っている。この分野の先行研究は多いが、本書は国債累積との関係、準備預金の役割の変化に視点を当てている点に特徴がある。第2に、中央銀行の買いオペについては、従来から中央銀行関係者が数々の研究論文を発表しているが、そのほとんどがオペ全体の規模を用いて分析している。これに対し、本書は中央銀行の保有国債の特徴まで掘り下げ、また買い切りオペとイールドカーブの実証分析から中央銀行の量的緩和期の買いオペについて中長期金利への影響を分析した点で目新しい。もっとも、市場取引の活発化で裁定が働いている現状下、こうした分析がどこまで重要かについての説得力はいまひとつである。第3に、物価連動国債について

は、BEIが期待インフレ率としてどれだけ説明しているかについて内外で数多く分析されている。しかし金融政策の操作目標の参照値として将来活用できる可能性やインフレターゲット導入等の制度変更が中央銀行の独立性の強化に直接的に影響しているかについて実証分析を踏まえて考察したことに本書は大きな価値がある。

一方で、本書への疑問点や今後の課題について、3点指摘したい。

第1に、国債が累積すると金融政策に様々な問題を引き起こすが、本書はその一部の問題を扱ったにすぎない。大きく捉えれば、本書は量的緩和政策の過程で日本銀行は長期国債の購入拡大を余儀なくされ、国債価格支持政策を求める圧力にさらされやすくなっている、このため中央銀行の独立性の考察が必要との流れである。しかし、中央銀行の資産が劣化すると財政規律が問われるため、中央銀行は信認を維持し、通貨価値の崩壊を避けるため、金融政策をどうすべきかが喫緊の課題となる。こうした大きなテーマについてサーベイははじめ何の言及もないのが残念である（なお、関連する議論としては例えば以下の渡辺努、Bernankeの文献を参照されたい）。

第2に、全体的に先に結論ありきで説得力にかけられる面が少なくなかった。例えば、中央銀行は金融市場に近い存在であるため独立性が必要である、インフレターゲットは信頼喪失やリーマンショック後の英国での経験から推奨できない、と簡単に結論を出しているが、こうした重要な論点は賛否両サイドの主張を整理した上でさらに考察してほしかった。また、物価連動国債についても、英米での取引拡大から当然日本でも取引が拡大することを前提とした結論になっている。しかし、日本の物価連動国債の保有は海外投資家が多く国内投資家の裾野が広がらない理由としては税制面の影響が多いと指摘されている。取引の拡大には市場整備の改善が欠かせないため、この点についても今後の研究の継続を望みたい。

第3に、第3部の位置付けが唐突である。本のタイトルである国債累積問題と中央銀行の独立性や物価連動国債がどう関係するのか理解するのが難しい。本書は2006～2009年に掲載された一連の論文をまとめたものであるが、やや断片的との印象を拭いきれない。全体をつなげる章、少なくとも第3部の位置付けを明確化する導入的な解説は追加してほしかった。

た。

国債累積時代の金融政策は、今まさに変貌しつつある。金融政策自体が試行錯誤の段階にあり、効果も未知数である。本書をきっかけに今後この分野での研究がさらに活発化することを期待したい。

[参考文献]

渡辺努 (2004) 「財政規律・国債市場と金融政策」
RIETI Discussion Paper 04-J-011.

Bernanke, Ben S. (2010) “The Economic Outlook and Monetary Policy,” Speech at Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium.

(成城大学 内田真人)