

齊藤 美彦著

# 『金融自由化と金融政策・銀行行動』

(日本経済評論社, 2006年)

建 部 正 義

## 1 本書の構成

著者は、「はしがき」において、本書の目的を次のように設定する。「本書は、……通説的見解、すなわちフィリップスの信用創造論を否定し、金融関係の始点を民間非銀行部門の資金需要に応じて銀行が貸出を行うこととし、これが預金の創造により行われることを強調している。実は優れた銀行家、中央銀行家は銀行を預金を集めて貸出す単純な金融仲介機関とは捉えていない。しかしながら通説は、それが一般的な感覚とも合致することから頑強であり、その壁は思いのほか厚い。……本書が少しでも通説的見解、主流派的見解に打撃を与えることができたらと念願している」。

この目的を達成するべく、本書は、以下の3部8章から構成されている。

### 第Ⅰ部 金融政策の理論と実際

第1章 内生的貨幣供給説としての「日銀理論」——「量的緩和」説批判に至る系譜——

第2章 バブル期の金融政策

第3章 1990年代の金融政策——ゼロ金利政策の採用に至るまで——

第4章 「量的緩和」後の金融政策

第Ⅱ部 金融自由化と銀行行動

第5章 金融自由化の進展と都市銀行の対応  
——バブルの形成まで——

第6章 バブル崩壊と金融機関

第Ⅲ部 信用理論

第7章 手形交換所型中央銀行論の可能性  
——原理論における支払決済システム——

第8章 銀行業における信用リスクと流動性リスク

それぞれの章のタイトルがそのままそこで分析されている内容と結びついているが、第6章と第8章については、若干の説明が必要かもしれない。第6章では、バブル崩壊をへて、制度疲労に陥っていた専門金融機関制度がようやく実質的に廃棄されるにいたった経緯が語られる。すなわち、「外国為替専門銀行制度および長期銀行制度はほぼ終了したとみなしてよいし、信託銀行もかつての専業7行は、そのほとんどが4大金融グループ体制に組み込まれることになった」(192頁)、と。また、第8章では、取付けにともなう流動性リスクを内包しながらも、部分準備銀行業がいかにして成立しうるかという問題が、銀行業の原理論的規定に立ち

返って検討される。

第Ⅰ部は、近年の日本の金融政策をめぐる論争について、内生的貨幣供給説と外生的貨幣供給説の対立として理解することが、争点の明確化に役立つとして執筆された第1章と、その間の実際の金融政策を解明した第2～4章からなる。この第Ⅰ部は、本書のハイライトとも呼ぶべき箇所である。第Ⅱ部では、かつては安定的に見えた日本の金融規制、金融構造（専門金融機関制度）が、金融の自由化の進展、バブルの形成と崩壊の過程でどのように変化したかが考察の対象となる。第Ⅲ部では、中央銀行、金融政策、銀行行動などを分析するに際して、ベースとなる理論はいかにあるべきかをめぐる著者の見解が、宇野原理論の枠内で論争的に提示されることになる。

## 2 本書の内容

第1章では、マネーサプライ論争における争点か、次のように要約される。「この論争の要点は、日本銀行を批判する論者のほとんどが貨幣供給が外生的になされていると考えていることにある。そして、その銀行理解も『預金を集めて貸出す金融仲介を行う機関』であるというものである。これにたいして日本銀行は、貨幣供給は民間非銀行部門の需要にたいして銀行部門が審査の上で応じるにより内生的になされていると考えている。そうすると銀行はたんなる金融仲介機関ではなく、信用創造機能がその基本となる。よりわかりやすくいえば『銀行は預金を集めて貸出す機関ではない』のである。始点は、銀行の貸出により預金が創造されることにあり、銀行の預金吸収の意味は貸出により創造した預金が流出するのを取り戻す行動

と理解するのが基本となる」(5頁)。著者は、こうした内容を有する「日銀理論」に全面的な賛意を表明する。それどころか、「日銀理論」の背景をなす内生的貨幣供給説が、本書のアルファとオメガの位置を占めているというのがことの真相にはかならない。

第2章では、エクイティ・ファイナンスをつうじて資金を調達した企業による借入の返済は、銀行のバランスシートにおいて預金と貸出の双方を減少させることになるわけであるから、バブル期の銀行による不動産関連や財テク関連の融資は、「金余り」の結果として行き場を失ったマネーが流れ込んだと解釈すべきものではなく、あくまでも銀行貸出の積極化がマネーサプライの急増と結びついていたのだと考えるべきことがあきらかにされる。だから、日本銀行の金融政策上の責任の追及もこの点にかかわることになる。すなわち、「たしかに一般物価対比では通貨価値は安定していたが、資産価格対比では通貨価値は不安定化していたのである。その意味では、資産価格が急上昇したにもかかわらず、マネーサプライの急増にストップをかけることをしなかった日本銀行の責任は大きいといわざるをえない。もちろんその際の政策手段は、ベースマネー供給を減らすことではなく、金利を引き上げることにあった」(45-46頁)、と。

第3章では、ゼロ金利政策と「量的緩和」論が採り上げられる。後者について、著者は、「これは当然のことながら金利をこれ以上引き下げる余地がないために、量的な面から金融をさらに緩和すべきであるとの考えからのものであるが、これらの要求も基本的にはベースマネーが供給されればその信用乗数倍のマネーが供給されるはずであるという、外生的貨幣供給

説の立場によるものである」(69-70頁), ことを確認する。他方, ゼロ金利政策にたいする著者の評価も, 否定的なニュアンスが濃厚な内容となっている——「1990年代の金利政策をみるならば, ゼロ金利政策という禁じ手を使ったことがそもそも誤りであったのではないかと思えてくる。それは日本銀行が強調する緩和効果よりもマーケットに与えた負の効果〔短期金融市場の機能不全——建部〕の方が大きかったのではないか」(76頁)。

第4章では, 「量的緩和」政策そのものが祖上に乗せられる。この政策にたいする著者の評価は, 容赦のない断固たるものである——「やはり『量的緩和』政策における『量』の効果はなかったといわざるをえない。それは当初から〔ポートフォリオバランス効果を含めて〕論理的なパスが想定できなかつたものである以上当然のことであった」(102頁), 「そもそも『量』の効果はなかったことを日本銀行自身が認めたことが, 2006年3月の政策転換が『量』を減少させることでなく政策目標を短期金利とすることとしたことの理由であると解釈できる」(同)。ただ, 「量的緩和」政策が, 内生的貨幣供給説との関連において, 次の事実を浮かび上がらせたことは, 皮肉といえば皮肉な帰結とみなされなければならない。すなわち, 「準備とは銀行が貸出を行い預金を創造することにより結果として需要されるものであり, マクロ的にはこれに中央銀行が受け身で応えることにより供給されるものであるということである。『量的緩和』政策はこの関係を破壊したものではあるが, それでも『準備とは銀行が集めた預金の一部を中央銀行に預けておくもの』という観念を破壊するには有効に機能した」(101-102頁), と。

第5章および第6章では, ①日本における金

融自由化は, 1980年代までは金利の自由化, 内外資金移動規制の緩和を中心に短期金融市場の整備もとまらないながら進んできたが, 肝心の業務分野規制については国債等の公共債の窓口販売・ディーリング業務の開始などを除いてほとんど進展しなかったこと, ②都市銀行は, 金融自由化の進展をフォローの風とし, 内外の業務を拡大すると同時に, 収益面においても良好なパフォーマンスを維持しつづけたこと, ③BIS自己資本比率規制の目的のひとつは, 国際的に活躍する銀行間における平等な競争条件の確保, より具体的には, ジャパン・バッシングにあったこと, ④バブル崩壊後は, 金融システムの混乱と金融行政の失策の連続であったが, これは「成功の要因となったものが変化を遅らせ失敗の原因となった」ケースの一例にほかならないこと, ⑤銀行界はバブル崩壊と金融危機によって多くのものを失ったが, 専門金融機関制度の解体は大手銀行の一部には多くのものをもたらしたのも事実であり, 金融ビッグバンそして金融危機は結局大手銀行を中心とするグループ(金融コングロマリット)を利しただけとの評価もありうるかもしれないこと, こうしたことがらが解明される。

第7章では, 「原理論においては中央銀行は論理展開のうちから排除されなければならないし, 同様に発券の集中も集中傾向は説いても単一銀行による発券は説けないものと考えなければならないであろう」(212頁), という見地が提起され, また, 第8章では, 現状分析のためにも原理論段階から貨幣論・信用論を大きく改変していく必要があるとして, 「銀行の預金業務をあまりに貨幣取扱業務に引き寄せて発想することに……疑問を提示しているわけである。銀行の預金業務について銀行組織外にある

金、それもその発生は銀行組織とはかかわりのないものが預金されるというものを大きくとらえる発想である。これについては理論段階といえども極小化して考えてよいのではという提案を……行っている」(239頁)、との見解が提示される。もっとも、第8章のタイトルに鑑みれば、この章の本来の結論は、以下の点に求められるべきであろう。すなわち、「銀行は自らの一覽払い債務の創造により与信行為を行う。今日ではそれは預金であるが、それは借り手の支払いにより当該銀行からは流出する。しかしながら他行の創造した預金を吸収することにより銀行は失った準備金を回復することができるし、インターバンク市場を通じる準備金の調達も可能である。ここに部分準備銀行業の成立の根拠があるわけであるが、そのためには銀行の資産の質が良好でなければならない」(235頁)、と。

### 3 本書の評価

以上の紹介からあきらかなように、本書の背景にある理論的枠組、ならびに、その現実への適用をつうじて本書が伝えようとするメッセージはきわめて明快である。以下では、本書にたいする若干の評価を試みることにしよう。

まず、肯定できる側面から。

第1に、本書は、内生的貨幣供給説を基礎に、銀行および中央銀行の本質、金融政策の理論と実際、金融政策と財政政策の差異、インフレーション・ターゲティング論の虚妄性、金融自由化の進展と都市銀行の対応、バブルの崩壊と金融機関の再編、原理論における支払決済システムならびに預金業務の位置づけといった多面的な問題にたいして、首尾一貫した説明を与

えると同時に、それをつうじて、逆に、内生的貨幣供給説の理論としての正しさを実証していることである。本書の最大の魅力はこの点にあると判断されてよいであろう。

第2に、本書では、金融政策の目的に照らしつつ、その手段のそれぞれの役割が、現状に即して、きわめて適切に整理されていることである。いわく、「結局のところ、公定歩合の変更は日本銀行の操作目標である短期金融市場金利のアンカーの役割にある」(56頁)。いわく、「標準的な金融論の教科書において説明される金融政策の手段は、通常は公開市場操作であるが、日本銀行の信用調節は公開(オープン)市場ではなくインターバンク市場が従来は中心であったから、日本においてはインターバンク市場操作と言い換えた方が適切である」(40頁)。いわく、「日本銀行は受動的な金融調節を行っているわけであり、日本銀行は準備率を上げれば、これに伴いマクロ的に増加する所要準備については供給するし、準備率を下げれば余剰準備をなんらかの手段で吸収するのである。より具体的には、準備率の変動は積みの進捗率に影響を与え、結局のところインターバンク市場金利に影響を与えるための手段となっているのである」(同)、「準備預金制度は短期金利をコントロールするためのものとして重要な役割を果たしている」(39頁)、「金融政策の手段の一つである預金準備率操作もこのような観点から捉え返さなければならないのである」(同)。評者は、準備率操作に限らず、金融政策手段の役割のこうした「捉え返し」に基本的に賛成である。これらは、本書に見出される「獨創性」の一例証と考えてよいであろう。

第3に、本書をつうじて、短いが皮肉たっぷりな警句めいた文章にしばしば出会うことであ

る。これが、本書の香辛料ともなっている。ここでは、次の二つだけを掲げるにとどめたい。「企業が証券発行によって資金を調達するといっても、その調達する資金というのは結局は銀行預金なのであり、発行証券そのものによって資材・商品が購入できるわけではない」(31頁)。「そもそもこのポートフォリオ・リバランス効果というのは誤解を与えかねない言葉である。超過準備を抱えるある金融機関がそれを債券・株式等と単純に交換したとして、それにより日銀当座預金は減少するわけではない。他の銀行の日銀当座預金(準備預金)にそれは振り替わるだけなのである」(94-95頁)。

これにたいして、以下は若干の疑問点である。

第1に、本書では、内生的貨幣供給説のルーツとして、銀行学派およびポスト・ケインジアンのみが例示されている。しかし、評者によれば、貨幣流通法則の導出、銀行学派の理論の批判的継承に典型的にみられるように、マルクスじたいが、内生的貨幣供給論者なのである。『資本論』においては、金貨ないしイングランド銀行券が預金および貸出しの源泉とされており、この前提が管理通貨制度下の銀行業務の現実にそぐわないからといって、これを理由に、『資本論』における貨幣論・信用論の叙述を事実上切り捨てたり、マルクスを内生的貨幣供給説のルーツから除外することになれば、それはあきらかに行き過ぎであるというべきであろう。その意味で、マルクスないし『資本論』と内生的貨幣供給説の統合という問題——評者は宇野派に属する者ではないが、この課題は、じつは、原理論をどのように再編すべきかという問題ともかかわっている——は、著者にとっても依然として課題として残りつづけることにな

りはしないであろうか。

第2は、ゼロ金利政策の評価にかかわるものである。本書では、「1990年代の金融政策をみるならば、ゼロ金利政策という禁じ手を使ったことがそもそも誤りであったのではないかと思えてくる」と指摘されていた。ところが、著者の近稿「国債累積と金融システム」(経済理論学会編『経済理論』第43巻第3号、2006年10月)のなかでは、以下のように論定されている。すなわち、「そうすると『量的緩和』政策にたいして『量』の面での緩和効果があったのかということが問題とされざるをえなくなる。ゼロ金利政策を行い、その長期継続というコミットメントをするとともに、危機が発生した際には潤沢な資金供給を行うという約束をすればよかったわけであり、『量的緩和』なる政策をとる必要などなかったのである」(15頁)、と。評者の知るかぎり、ゼロ金利政策への復帰で十分であり、『量的緩和』なる政策をとる必要などなかった」と言いきった論者は、いまのところ、著者以外に認められないが、それはともかく、ここでは、本書と異なり、ゼロ金利政策が肯定的に評価されている。評者は、ゼロ金利政策は不可避であったが、「量的緩和」政策は不要であったという立場にたつが、いずれにせよ、著者にはゼロ金利政策の位置づけをより明確にする責務が残ることになりはしないであろうか(短期金融市場の機能不全が唱えられはじめるのは、「量的緩和」政策の採用以降のことである)。

こうした注文があるにはあるにせよ、本書が理論面でも実証面でも内容豊かな刺激に富む好著であることに変わりはない。

(中央大学商学部教授)