

第2回国際コンファランス*

「金融革新と金融政策：アジアと西欧」

I. コンファランスの概要

日本銀行金融研究所は、去る5月29日から31日の3日間、「金融革新と金融政策：アジアと西欧」というタイトルの下に世界の有力学者及び各国中央銀行・国際機関の代表者を集め、第2回目の国際コンファランスを開催した。

本コンファランスでは、前回同様5つのセッションに分けて討議が行われた。まず第一セッションでは、日本銀行澄田総裁による開会の辞の後、金融研究所海外顧問であるフリードマン（スタンフォード大学フーバー研究所）、トービン（エール大学）両教授の基調講演が行われた。続く第2セッションから第4セッションは、各々二つの報告論文及びこれらに対するコメントが発表された後、一般討論が行われるという形をとって進められた。すなわち第2セッションは、現在先進工業国及び発展途上国で進展しつつある金融革新の背景及び原因の解明に充てられ、また第3セッションでは、より規範的(normative)な側面、例えば金融自由化のプロセスの在り方、変化する金融環境の下で金融秩序を維持するための方策などが論ぜられた。さらに、第4セッションでは金融革新が金融政策に対して持つインプリケーションについて議論し、第5セッションではそれまでの各セッションにおける最も重要な論点に的を絞って討議が行われた（コンファランスのプログラム及び主な参加者については、(参考1, 2)の通り）。

もとより今回のコンファランスは、何らかの結論を導き出すといった性格のものではないが、会議全体を通じて次の点が浮き彫りとなった。まず第一に、金融革新のテンポ及び予測可

能性は、マクロ経済政策の成否と深く係わっているということである。すなわち、インフレを回避しつつ経済の安定成長を確保するのに成功している限り、金融革新の進行は緩やかなものに止まる傾向がある。この場合には、その金融秩序及び金融政策の有効性に対する影響も、政策当局にとって十分対処可能な範囲に止まろう。逆に、インフレの抑制や経済の安定確保に失敗すれば、金融革新が進展するテンポは加速し、政策運営を困難なものとするところになろう。

第二に、議論の過程において、金融革新を惹き起こす要因を、各国に共通のものと固有のものとのある程度整理することができた。金融革新の引き金となる要因のうち、程度の差はあれ各国に共通のものとしては、イ) 技術革新、とりわけ通信及びコンピューター技術の発展、ロ) 米国におけるインフレーションが挙げられよう。後者は単に米国内において金融革新を惹き起こしただけでなく、インフレ収束過程における米ドル及びドル金利の高騰という副次的効果を通じて、世界的な金融革新・自由化の波を誘起した。しかし、一方では、各国における金融革新・自由化の具体的な姿は、イ) 金融市場の成熟度、ロ) 過去における規制体系のありかた、ハ) 経済の対外的な開放度、等によってかなり異なったものとなったといえよう。

第三の印象は、金融革新下において金融システムの安定性を維持していくには、単一の方策に頼ることは困難であり、結局は種々のセーフティ・ネットワークを組み合わせて対処していくしかない、という点である。しかしながら、

そうした中でも市場の自己規律が従来に比して遙かに大きな役割を担うことだけは確実であり、この自己規律を強化する措置については、前向きに検討して行くことが要請されている。

最後に、議論が進むにつれ、各国の経験の差異が浮き彫りとなり、そうした差異を抱えた各国の学者、政策当局者の間における対話の必要性と困難さを、改めて認識させられた。経済の

安定を確保するとともに効率の向上に貢献することが、政策当局及び経済学者に課された共通の使命であることに鑑みれば、今後この種の対話を一層密接に行い、お互いの成功及び失敗の経験から学び、またお互いの知識やアイデアを利用していくことが極めて有意義であるように思われる。

Ⅱ．討議の模様

1. 第1セッションの模様

第1セッションは、日本銀行総裁の開会の辞で幕を開けた。澄田総裁は其中で討議参加者に対し歓迎の意を表するとともに、次のように主催者の問題意識を提示した。すなわち、ここ10年程の間に、多くの国において金融システムが、歴史的といっても過言ではないような変化を遂げてきている。その背景にある要因の一つは、近年におけるコンピューターや通信技術の急速な発展である。しかし、こうした変化はまた、経済の発展につれて時代遅れとなった規制が効率的な市場機能の発揮を阻害している、と感じている民間の創意工夫を反映したものとの見方もある。

金融革新は経済主体間の競争の促進を通じ、単に金融部門のみならず、経済全体の効率化に貢献し得るものである。しかしながら、このような金融革新のプラス面は、当然のことながら金融政策や金融秩序等へのマイナス面と比較考量する必要がある。金融の効率と公正を高めつつ、同時に金融秩序を維持し、金融政策の有効性を確保することは、政策当局に課された極めて重要かつ困難な任務である。その意味で、学界と政策当局との間の協力関係がこれほど必

要とされている時はない。アジア、西欧の双方における金融革新と金融政策をテーマとするこのコンファランスが、東京という、永年に亘りアジアと西欧の二つの世界のかけ橋となってきた地において開かれるということは意義深く、ここでの討議が将来の金融システムを展望する上での手懸りを与えることを希望する。

これに引き続き、前回同様、金融研究所海外顧問フリードマン、トービン両教授が基調講演を行った。フリードマン教授が、通貨制度の歴史的な推移とインフレとの関係を中心に、金融革新は「政府の失敗」の結果であるとの立場からやや大所高所からの議論を展開したのに対し、トービン教授の講演は、昨今の金融革新の進展に対して少なからぬ危惧の念を表明し、その対応策としていくつかの具体的な改革案を提示するといった性格のものであった。いずれもその後の討論の過程において活発な議論を呼び起こすのに十分な役割を果たした。

両教授の講演については、Ⅲ．に記出したが、その要旨をごく簡単に紹介すれば次の通りである。

(1) フリードマン

——我々はブレトン・ウッズ体制の崩壊により、金、銀等何らかの商品の価値とリンクされ

ていた貨幣制度から最終的に訣別し、完全に不換紙幣体制へと移行した。不換紙幣制度の歴史は明白にインフレの歴史であったが、それはインフレが基本的に政府にとって利得をもたらすものであったことによる。不換紙幣制度下のインフレは様々なかたちで金融革新を惹き起こす誘因となった。

——しかしながら最近では、こうした不換紙幣制度に内在するインフレ圧力を抑制する力が増大してきている。例えば、①累進税制の下でインフレが政府に自然増収をもたらすような仕組みを変える動きが台頭、②政府が低金利で長期債を民間に押しつけることが困難となってきたこと、等がそれである。

——このように、今やインフレは政治的に引き合うものではなく、むしろインフレを抑止するようなシステムを確立することこそ、政治的にプラスであるという認識が芽生えつつある。しかしながら楽観は許されない。

——今後、①政府が不換紙幣制度をインフレ利得獲得の手段として利用し続け、その結果として何らかの形の商品本位制度への復帰を余儀なくさせられるのか、あるいは、②不換紙幣制度の持つインフレ性向をチェックする金融・財政の制度・政策の枠組みを創る事ができるのか、が問題である。これはまた今後の金融革新の行方に深く関わっている。究極的な答えは歴史に待つより他ないが、今回のコンファランスがこの問いに対する答えを探る上で大きな役割を果たすことを期待する。

(2) トービン

——近年、政府の供給する基本通貨 (basic currency) をベースとして、民間部門で各種各様の金融資産が創出されているが、昨今における規制排除の一般的風潮の中で、かつて生じたような決済制度面での混乱が再び起こらねばよいがとの危惧の念を抱いている。競争を通ずる

効率性の追求と預金者の保護とを同時に達成するための方策を見出す必要がある。

——基本通貨に代わる安全かつ便利な決済制度を保証する方法は、必要に応じ個々の経済主体が直接中央銀行に決済口座を持つか、中央銀行に預金準備を持つ銀行が、顧客に対し中央銀行準備によって100%裏付けられた決済性預金 (deposited currency) を提供することである (銀行の積む準備に対しては補助金として中央銀行が付利、あるいは銀行が顧客から手数料を徴求)。こうしたある特定の種類の銀行債務に対応する銀行資産の分別管理 (segregated funds) 方式によって、取り付け騒ぎの波及を回避することが可能となる (現行預金保険制度の補完・改善)。

——EFT技術が進み、決済が瞬時に行われるような世界では、銀行の信用供与は当座貸越の形をとるのが最も自然であり、そうなる公算が大きい。その場合は銀行の預金ではなく資産に準備率を乗じて所要準備を算出する必要がある。

——こうしたシステムの下でも、①中央銀行がマネタリー・ベースを独占的に供給管理し、②準備対象金融機関のウエイトが十分に大きい限り、金融政策の有効性が失われることはない。当座貸越中心のシステムの下では、金融政策の中間目標としての通貨量の有用性は薄れよう。しかしそれでも中央銀行は、オペ、公定歩合操作によってマネタリー・ベース、ひいてはマクロ諸変数に影響を及ぼすことができる。

——金融革新の進展に伴い、金利の変動幅は大きくなる筋合い。従って中央銀行としては、こうした金利の乱高下を防ぐため、より弾力的なベースマネーの供給が必要となろう。

2. 第2～5セッションの模様

その後、第2～5セッションでは、個々の相

互に関連するトピックが幾つかのセッションにまたがって討議された。このため、以下では必ずしもセッション毎ではなく、トピック毎に整理して取りまとめることとしたい（以下、文中敬称略）。

(1) 金融革新の背景・原因

金融革新の背景・原因に関しては、先進諸国及びアジアの発展途上国にそれぞれ焦点を置いた、二つの報告論文が提出された。

イ. 主要先進国における金融革新

湯本（日本銀行金融研究所）等は、先進国における金融革新のプロセスを、その特徴により二つのタイプに分類した。第一の分類は、規制・慣行に基づくシャドーコストの節減を目的として発生するもの（タイプⅠ）であり、第二の分類は規制・慣行の有無にかかわらず、物理的な取引コストの削減、ないしはリスクの配分の改善を目的として発生するもの（タイプⅡ）である。さらに、湯本らの論文（以下、湯本論文）は、金融革新の金融機関経営及び金融システムに対するインパクトを分析した最近の研究を紹介した。これらに基づき、湯本論文は金融革新の金融機関経営及び金融システムに対するマイナスの影響は必ずしも大きいとは限らないが、いわゆるシステムリスクは拡大するものと見込まれ、金融機関のモニタリング及び中央銀行の最終的な貸し手という役割は今後一層重要なものとなろう、と主張した。

湯本論文における、タイプⅠ、Ⅱの分類の妥当性についていくつかの疑問が提出され、それに代わる分類基準についての提案が行われた。ホール（スタンフォード大学）は、金融の分野における自由化が他の産業の場合に比べて重要な意味を持っているのは、それが貨幣需要に影響し、ひいては一般物価水準にも影響を与えるからである。従って、個々の金融革新の動きが

貨幣需要をどの程度シフトさせるかに着目した分類のほうが意味があるのではないかと主張した。フリードマンは、貨幣需要に対する影響が最も重要である、というホールの主張には同意しつつも、それだけではやはり不十分であるとの考え方を示した。そして、例えば先物市場の創設は貨幣需要にどのような影響を与えるか定かではないが、リスク配分の改善に貢献し得ることは確かであろう、と述べた。

クロケット（IMF）は、タイプⅠの金融革新、すなわち規制への対抗手段としての革新はさらに次の二つのグループに分類することが望ましいとした。すなわち、一つは規制により妨げられている最善解の代りに次善解を可能にする「望ましい革新」であり、他方は当局による規制の強化を招来するような「望ましくない革新」である。ほぼ同様の観点からランベール（ベルギー国立銀行）は、規制を市場経済志向型（例えば資本比率規制や、連結バランスシートの報告義務など）と、そうでないものとに分けることを提案した。彼女によれば、市場経済志向型の規制は金融革新が進展しても、必ずしもその存在意義がなくなるわけではない点において、後者とは決定的に異なっている。

金融革新の原因については、イ）技術進歩、特に情報処理技術の発展、ロ）高インフレ及びこれに伴う金利の高水準、乱高下、ハ）金融国際化の発展、が主な推進源であることについては、参加者の間に概ねコンセンサスが成立しているように見受けられた。もっとも、これらの要因の相対的重要性については様々な意見があった。コルデヴェーク（オランダ銀行）は、オランダでの経験をもとに、もしインフレが低く抑えられ、また金融活動に対する各種の規制が必要以上に硬直的でなければ、金融革新のテンポは金融システムの安定性や金融政策の有効性を脅かすほどには高まらないであろうとの考

え方を示した。しかしカーギル（ネバダ大学リノ分校）は、インフレは金融革新の誘因として確かに重要ではあるけれども、これを過大視するのも問題である、とした。例えば、米国の場合は金融規制体系の複雑さが重要な役割を果たしているし、日本の場合には1975年以降物価が非常に落ち着いているにもかかわらず、金融革新は目覚ましい発展を遂げていると述べた。

特に、政府の役割についてはかなり目立った意見の対立があった。例えば湯本論文は、革新の推進力となるのは利潤極大化を図る民間部門の意欲であり、一見当局主導で進められているかのように見える金融革新であっても、実は民間部門主導の動きの追認に過ぎないものである場合が多いことを主張し、カーギルもこれを支持した。しかしマックラム（B I S）は、多くの国で財政赤字の拡大と資金循環構造の大きな変化がほぼ同じように生じていることを指摘し、次のような理由から財政赤字と金融革新の間における因果関係があるのではないかと述べた。まず、政府は多くのケースにおいて、新たなタイプの金融資産を提供する、という意味で直接的な革新の担い手としての側面を持っている。また、大幅な財政赤字は、これをファイナンスする場としてのオープンマーケットの役割を増大させ、さらにインフレやそれに伴う高金利の一因となることを通じて、間接的に金融革新の引き金となっている。

フリードマンは、基調講演の中で示した考え方を改めて強調した。すなわち、政府の失敗はインフレを通じて最近における金融革新の発展にマイナスの意味で大きく関わっている。また、蠟山（大阪大学）は、二次に亘るオイルショックと大インフレにもかかわらず、1970年代においてレギュレーションQの上限金利を一度しか改定しなかった米国の金融当局の硬直的な態度と、この間規制金利を弾力的に変更してきた日

本の当局との対応の差異に注目し、こうした政策対応の違いが両国の金融革新のプロセスに大きな違いが出てきた背景となっているのではないかと推論した。さらに、レイモン（フランス銀行）は、最近におけるフランスのキャピタルゲイン・タックスの経験を例に出して、税制の変更が金融革新の誘因となったケースは過去に多く、政府の役割は決して軽視できるものではないと主張した。

ロ. アジアの発展途上国における金融革新

グリーンウッド（G.T. マネージメント）は、アジアの発展途上七か国における金融自由化についてのサーベイを行い、その中で最近の動向を二つの基準を軸に整理した。第一の基準は、金融自由化の発端となった要因が国内的なものか、あるいは海外要因かであり、第二の基準は自由化が金融サービスの価格（金利）に係わるものか、他の競争条件に係わるものか、である。このような整理を通じてグリーンウッドが得た主な結論は以下の通りである。まず第一に、自由化の最も重要な契機は海外からの影響であった。特に、海外金利の乱高下は彼の研究の対象となっている国の多くにおいて、金融自由化を促進する上で大きな役割を担った。第二に、各国の政府は総じて金融市場自由化の障害を取り除くことに消極的であるが、それは政府当局者が資源配分パターンに対する影響力を維持したいことが背景となっている。しかし、政府が金融システムを特定の資源配分達成の手段として用いようとした場合、経済の効率性が損なわれていることが多い。さらに第三に、かなりの国において、為替管理が金融革新を妨げる最も重要な要因となっている。

グリーンウッド論文に対しては、アジアの各国からそれぞれ自国の政策スタンスを説明する趣旨の発言が相次いだ。

例えばガンジャランディー（タイ銀行）は、タイの金融当局は最近預金及び貸出金利規制の上限金利を従来に比べ弾力的に変更しているが、これは主として非銀行金融機関 (non-bank financial institutions) のシェア上昇とドル金利の乱高下に対処するためである。また、最近のドル高により、従来はかなり硬直的にドルとリンクさせていたタイ・バーツの為替レートを、より弾力的に調整することを余儀なくされている、と述べた。またキム（韓国銀行）は、大筋においてグリーンウッドのサーベイに同意しつつも、韓国の経済・金融制度の特殊性をもっと強調すべきである、とした。すなわち、韓国では組織化された正規の金融市場と組織化されていない金融市場の二重構造、特に両市場間の金利格差が大きな問題となっている。また、正規の市場の金利を低利に抑えておくことは、韓国の産業基盤がなお脆弱であることを鑑みるとやむを得ないところである。もっとも、最近のインフレ後退により、正規の市場における実質金利は上昇しており、両市場間のギャップはこのところかなり縮小している。サビリン（インドネシア銀行）によれば、ここ数年の間にインドネシアにおける金融革新のテンポが高まっている背景には、世界景気の後退を反映した石油収入の落ち込みがある。同国における金融の自由化は既に1966年に始まっていたが、石油収入が大きく、資金が潤沢に確保されている間は、自由化を促進することの意義が十分認識されていなかった。国内貯蓄活用の必要性が認識され、そのために思い切った自由化措置がとられたのは、石油収入が大幅に落ち込んだ1982年になってからのことである。

グリーンウッド論文では中国については直接に触れられていなかったが、周林（中国人民銀行）は中国における金融革新問題の特殊性を強調した。そして、中国人民銀行が本来の意味で

の中央銀行として機能し始めたことが中国における最近の最も重要な金融革新である、と述べた。このことに象徴されるように、中国は、急速に近代化と対外開放を進めつつある社会主義計画経済において金融市場はいかなる役割を果たすべきか、という他の参加国とはかなり異なる性質の問題に直面しているように思われる。

このように、議論の過程を通じて、米国のインフレ・高金利の影響を受けながら、未発達な市場経済の下で政府主導の金融改革をどのように進めていくべきかを模索するアジア各国の姿が浮き彫りになり、「アジアと西欧」と題した今回のコンファランスの企画に即した展開となった。

(2) 金融システムの安定性への影響と対応策

主な論点の第二は、最近の金融革新の進展は金融システムの安定性をどの程度脅かすと考えられるか。それに対処するための方策としては何があり、何が望ましいかということであった。提出論文のうち二つがこのテーマを取り上げた。

イ. 決済性預金に対する100%準備率

ピアース（カリフォルニア大学バークレイ分校）は、最近における米国金融市場の特徴として、銀行と他の金融機関の差異の縮小、及び金融業とその他産業との融合傾向を挙げ、将来の金融活動の中心的な担い手は大金融コングロマリットになろうと指摘した。問題は、このような大きな変化が生じつつあるのにもかかわらず、金融に関する規制の変化については時代遅れとなった金利規制が撤廃された程度に過ぎず、銀行偏重の規制構造そのものは1930年代から殆ど変わっていないことである。ピアースは基調講演においてトービンが述べた提案と非常に類似した対策を主張した。すなわち、実体的にあいまいとなっている銀行と非銀行金融機関

(non-bank banks) との区別を廃止し、この代わりには各種金融機関の持つ貨幣的機能と非貨幣的機能とを峻別するべきである、というのが彼らの主張である。具体的な提案としてピアースは、決済機能を提供する金融機関はこの機能のみに専念することとし、その提供する決済性預金勘定については、預金の額にかかわらず預金保険で100%保証するとともに、見合いとなる資産運用等の面で厳しく規制するべきである、とした。一方、決済以外の金融業務については別の金融機関がこれを取り扱い、その負債については預金保険・保証の対象から一切外すことになる。また、後者のタイプの金融機関は、規制面では他の産業と全く同様に扱われ、またそれらが提供する金融資産については買い手の自己責任原則 (caveat emptor) が適用される。

金融機関の決済機能を分離独立させるという案については、中央銀行エコノミストの多くが懐疑的な見解を述べた。マリヨン (オーストラリア準備銀行) は「決済機能」を具体的に定義することが困難であるとして次の指摘を行った。すなわち、今後 E F T (electronic fund transfer) が発展すれば、例えばある営業日の締め後におけるある金融機関の勘定は、当該金融機関が果たしている実際の役割を反映する保証は全くなり、どの金融機関が決済制度に係わっているかを特定化するのは非常に困難とならざるを得ない。制度的にも金融機関の個々の機能を独立して監督するというのは非現実的である。多くの金融機能がより密接かつ複雑に関連するようになっている現実に鑑みれば、むしろこれまでよりも金融機関全体としてのモニタリングの重要性が増そう。またビジニアノー (サンフランシスコ連銀) は、金融仲介機能が崩壊した場合の影響が非常に深刻なものであるのが明白である以上、決済制度の安定性を維持していくだけでは十分とは思われぬ、と述べた。

一方、学者の間においてはこの提言に対する見方が分かれていた。ヘスター (ウィスコンシン大学) は、ピアースらの案に賛意を示し、決済勘定は銀行破綻等に対し完全に保護されていなければならない、このためには新たな規制の導入も必要になろう、とした。ホール も、ある種の預金者に対しては完全に安全な預金を提供する一方、その他の銀行業務については規制を完全に排除し救済も一切行わない、という考え方に同意しつつも、決済性預金とその他の金融資産とを区別するのは困難ないしは不可能とする中央銀行家の意見も正当なものである、との立場から次のような提案を行った。彼は、タバコの箱に健康への害を指摘する文言が印刷されているのを引き合いにして、安全資産 (例えば政府証券) により100%裏付けられている金融資産以外については、元本も保証されないことを明記させることを主張した。また、この問題に関連してホール 及びトービン は、この様にして供給された安全預金に金利が付けば、個人資産については、取引勘定の大半に加えて貯蓄性資産のかかなりの部分もこの種の預金にシフトするのではないかと、取り付け騒ぎの際に問題になるのは主としてこれらの個人資産である以上、100%準備・利付き預金の導入は金融システムの安定に貢献するのではないかと論じた。これには、クロケット が次のように反論した。もし、安全預金に100%準備が義務付けられるのではなく、金融機関の提供する資産の一つとして提供されるに過ぎないならば、現実には大衆の殆どは規制対象外の高利回り資産を選択するであろう。しかし、後者について金融機関が払い戻し不能に陥れば、被害はこのタイプの資産の保有者に止まらず、金融制度全体が動揺をきたそう。ホールの比喻に従えば、タバコの箱に有害表示をしても、周囲の非喫煙者への二次的な害を防ぐことはできないのではないかと。

フリードマンは100%準備預金の考え方を全く異なる観点から批判した。1934年にこれと非常に似通った案—いわゆるシカゴ・プラン—が、ヘンリー・サイモンズにより提案され、アービング・フィッシャーらもそれを支持したが、結局実現には至らなかった。同プランが実現しなかったのは、それ自体に欠陥があったからではなく、それが銀行の利害にも、また規制当局や政治家の利害にも合致しなかったからである。フリードマンは、ピアースやホルの論文には、どのようなシステムがどのような政治的・経済的利害関係の下で支持され得るかについての評価が欠けている、と批判した。これに対してホルは、どのようなシステムが望ましいかというノーマティブな問題に取り組むのも経済学者に与えられた使命であり、与えられたある一定の条件の下でどのようなシステムが実現し得るかというポジティブな側面に課題を限定する必要はない、と真っ向から反論した。

ティゲッセン（コペンハーゲン大学）は、米国の経験は預金取扱金融機関の乱立、及び営業地域や合併に関する厳格な規制等に象徴されるように、非常に特殊な例であり、これを一般化すべきでない、と次のように警告した。最近の米国の問題は、一般に言われているような規制緩和の行き過ぎによるものというよりは、規制緩和が余りにも緩慢かつ小出しに行われていることによるのではなかろうか。米国以外の国では、一般に銀行の安定性について疑うものはそれほど多くないし、また事実銀行はさほど不安定でもない。また、ビジニアノは、ピアース論文、及び後述するブライアント論文とともに、金融の革新及び国際化により金融システムが不安定化する可能性を過大評価している、システムの「潜在的な不安定性」はむしろ政府の明示的及び暗黙の預金保険による過保護に根差している、との意見を示した。

ロ、金融活動の監視・規制に関する国際協調
ブライアント（ブルッキングス研究所）論文は、問題の国際的側面を検討したものである。ブライアントによれば、金融活動の監視・規制に関する国際協調は公共財としての性格を持っており、従って他の公共財同様に過小供給となる傾向がある。また、特に最近では先進工業国の金融制度においても、「規制の緩さをめぐる競争」(competition in laxity)、すなわち国際金融取引、特に非居住者の取引を優遇する傾向が広がっていることは憂慮すべきである。彼によれば、こうした傾向はいつまでも続け得るものではなく、遅かれ早かれ次の二つのシナリオのいずれかが現実のものとなろう。一つのシナリオは、各国の金融市場が、個々の国のイニシアティブによるか、それともトービンの提案する「共通取引税」のような協調的措置によるかは別にして、再び分断されることである。なお、トービンの案については共感を持つものの、このような手段によって覆水を盆に戻すのは難しいのではないか。ブライアントは、より望ましいもう一つのシナリオとしては、金融活動の監視及び規制の分野における「より多角的な意志決定」があり、これを志向すべきである、と主張した。

ポッター（OECD）は、金融活動の国際化及び資本移動の活発化の結果、経常収支不均衡の是正を求める圧力は後退しているが、最近の南米諸国の例が示すところによれば、是正圧力は事前には不明の「信用の限界点」(creditworthiness limit)を越えた途端に急速に高まることを指摘した。ポッターは、以上の様な状況を勘案すると、国際金融システムの安定性維持のためにはブライアントの提案するような規制や税制面における協調だけでなく、ポリシーミックスの選択についての協議を含むマクロ経済政策の「多角的監視」が必要であることを強調した。

ブライアントはこの考え方に基本的には賛成しつつも、政治的利害の問題を別にしても、この様な政策協調が成功するほど、果たして政策の国際的波及についての理解が進んでいるのか疑問である、と意見を留保した。

中央銀行の二つの機能、すなわち最終的な貸し手としての機能と、規制・監督機能を、国際的な側面においてどの程度独立に考えられるか、という点についても興味深い意見のやり取りがあった。すなわち、ブライアントがこの二つの機能は論理的に切り離して検討し得ないものであると主張したのに対し、ペキオリ (OECD) 及びマックラムは、多くの国において、この二つの機能は異なる機関により担われている、さらに、両機能とも金融秩序の維持を目的にしているといっても、監視・規制の目的が金融機関の健全性維持にあるのに対し、最終的な貸し手としての機能は、問題が一端起こって始めて発動されるという違いがある、と反論した。これに対してブライアントは、規制・監督を実施する根拠はいわゆるモラル・ハザード問題にあり、さらにこれは最終的な貸し手の存在と密接不可分の関係にある、と反論した。そして、この問題と現実に取り組んでいるBISのクック委員会等が、外交的な配慮からこの二つの機能を一応分離し、監視の面に焦点を絞って国際的な論議を進めていること自体は十分理解しているが、いずれはこれらの国際的なフォーラムが最終的貸し手の問題にも踏込んでいかなるを得ないと確信している、と述べた。

(3) 金融政策に対するインプリケーション

第三の大きなトピックは金融革新の金融政策に対するインプリケーションをどう考え、これにどう対処するか、という問題であった。金融革新は一体金融政策にどの程度、またどの様な形で影響するのか。中央銀行の対応手段として

は何が考えられ、また何が望ましいか。ホール及びヘスターの論文はこれらの問題を扱ったものであった。

ホール論文は、簡単なIS-LMモデルを用いて三つのタイプのショック、すなわち、i) 金融ショック、ii) 支出ショック、及びiii) 価格ショックが経済に及ぼすインパクトを分析した。ホールは特に、次の二つの仮説のインプリケーションに焦点を絞った。第一に、金融革新の進展により、準備資金にまで付利されるようになれば、貨幣需要の金利弾力性は低下するはずである。第二に金融の国際化は、実質支出の金利弾力性を上昇させるはずである。ホールは、この二つの効果が組み合わさると、名目GNPは支出ショックや価格ショックに対し非弾力的になり、理想的な政策ターゲットになろう、とした。この場合でも、金融ショックは引き続き金融政策の攪乱要因であり、また予測困難な要因でもある。しかし、もし中央銀行が準備に金利を支払えば、金融機関は自主的に準備を積み増すものと想定され、金融ショックの影響はかなりの程度この厚めの準備により吸収されよう。この結果、マネタリー・ベースの供給を安定的に増加させることにより、名目GNPの成長軌道はかなり安定的なものとなることが期待できる、というのがホールの主な主張である。

一方ヘスターは、金融革新の進展が金融政策の深刻な阻害要因となろう、と論じた。第一に、金融革新により政策乗数が増加し、適当なモデルを用いて金融政策の効果を予測する、といったことが非常に困難になる。第二に、金融市場の拡大、特に国際的な拡大により、ある一定の政策目的、例えば短期金利の誘導のために必要な政策介入の規模は増大しよう。第三に、金融革新が金融機関の収益の圧迫をもたらすのは避け難い。こうして金融機関のマージンが低下すれば、金融引締めにより金融機関の経営が脅か

されることも考えられ、この結果、現実問題として金融政策の手足が縛られてしまうことも十分考えられる。

ヘスターは、中央銀行の望ましい対応について多くの点を指摘したが、現実的な対処策としては次の提案を特に強調した。まず、ベースマネーと経済活動の間のリンケージを強化するため、中央銀行準備預金の日中赤残発生（営業時間内の当座貸越しとその返済）を禁止し、できればリアルタイム準備を導入する。また金融革新の行き過ぎを防ぐためには、中央銀行は政策運営に当たって、実質金利が余りにも高くなり過ぎたり、あるいはマイナスになったりしないように配慮すべきである。

イ. 金融革新の予測可能性

ホールが提出論文の中で、金融革新を「金融ショック」として捉え議論を進めたのに対し、カーギルは、ショックとは本来予測不可能な現象を指し、金融革新は必ずしもこれに当てはまらず、ミスリーディングである、と批判した。例えば、ニューイングランドの各州にNOW勘定が登場した時点においては、いずれこれが全米に普及することを予想するのはさほど難しいことではなかったし、日本における同種の金融革新の場合にはもっと事前の予測は容易であった、と述べた。クロケットもこの見方に賛成し、さらに金融革新が過去十年間と同様の急テンポで進むと考える理由は全くない、と付け加えた。これらに対し、ホールは仮に金融革新の発生自体は予測可能な場合であっても、その影響、例えばそれにより惹き起こされるベースマネーの流通速度の変化等は必ずしも事前には明確でない、と反論した。

ロ. 金融革新と金融調節

宇沢（東京大学）は、経済理論では革新とは

ある財ないしはサービスの生産に必要な投入物の節約を意味するが、金融サービスの場合には労働や設備の投入の節約もさることながら、節約される主な対象は明らかにベースマネーである、と指摘した。従って、金融革新はほぼ定義によりベースマネーに対する需要を後退させ、流通速度を引き上げる。さらに、EFTが広範に普及すれば流通速度は無限大に近づき、中央銀行が行う政策運営を非常に難しくするであろう、と述べた。これに対しフリードマンは、重要なのは流通速度、あるいは政策乗数の大きさではなく、その安定性であり、NOW勘定やEFTのような金融革新は流通速度、あるいは政策乗数の大きさの一回限りの上昇をもたらすとしても、それによりマネタリー・ベースと総取引量との関係が不確実なものとなる訳ではないと反論した。しかし宇沢は、乗数が上昇しても中央銀行が常に完全に正しい政策運営を行っている以上問題はない、とはいえるが、一方で乗数の上昇が中央銀行の政策ミスによる影響を従来よりも大きいものにするともまた否定し難い事実である、と応酬した。宇沢は、このような立場から、金融革新の評価に当たっては、その潜在的利点と攪乱の影響とを冷静に検討する必要があることを強調した。ツィアン（コーネル大学）は金融革新を一回限りの現象として捉えるのは誤りであるとした。むしろ、金融革新は継続的かつ予測不可能なカタチで発生し、金融調節を著しく困難にすると考えるべきであり、法定準備率の回避など直接に金融調節の阻害要因となるような動きは規制されるが、少なくともデイスカレッジされるべきである、と論じた。

これらの議論は後述するように、そもそも金融革新は望ましいものであるか否かに関する、極めて活発な議論を呼び起こした。

ハ. 準備預金への付利問題

トービンはホールの論文に関し、銀行が自主的に厚めの準備を積むようにさせるには、過剰準備の部分にのみ付利すればよいとコメントし、ホールもこれに同意した。しかしフレミング（イングランド銀行）は、もしそれだけのことであれば、英国の銀行が健全性の観点からかなりの第二線準備資産を流動的な利付き金融資産の形で持っているのと大差はない。しかし、これにより英国の金融制度の安定性が増したとは思われず、アメリカの金融制度がなぜそれにより安定的なものとなるのか分からない、とした。またウェニンジャー（ニューヨーク連銀）は、マネタリー・ベースが拡大しても、金融不安が生じたような場合には必要なところへ資金が流れるメカニズムは働かず、マネタリー・ショックが吸収される保証はない、と指摘した。

レイモンは、もし市場金利に近い利子が支払われるようになれば、ベースマネーは内生変数になってしまうのではないかと危惧を表明した。もっとも、レイモンは銀行準備のレベルを引き上げること自体には賛成であり、その場合には銀行にとっての追加的コストを相殺し、貸出金利の上昇を防ぐ程度の金利を準備に対して支払ってもよいとの考え方を述べた。これに対してホールは、具体的運営方法を次のように説明した。新制度への移行期において、中央銀行は一回限りの入札により追加的な準備を供給する。中央銀行準備には決済機能があることを考慮に入れば、この入札により決まる金利は、市場金利をほんの少しだけ下回ろう。その後は、中央銀行は準備に対しそこで決まったマージン分だけ市場金利を下回る金利を支払えばよい。このようにすれば、準備の総量は現金取引の拡大に見合う部分を除き変化しないはずである。

一方、中央銀行準備預金について営業時間内の貸越と返済を禁止するというヘスターの提案

についてベゲラン（スイス国民銀行）は、スイスは近くEFTシステムを導入する予定であるが、それに伴う準備需要の低下を防ぐため、ヘスターの主張するような規制を考えている、と説明した。

二. 金融の国際化と金融調節

金融市場の国際的統合の金融調節に対する影響についても多くの議論があった。ブライアントは国際的な金融取引の拡大、ユーロ・オフショアー・マーケットの拡大を金融政策運営上の新たな障害として強調した。これとは対照的にホールは、金融の国際化といわれている現象の殆どはベースマネーに対する需要に余り影響するものではなく、従って金融政策の有効性に関係するとは思わない、とした。これにはブライアントが強く反発した。まず国際的取引の活発化は、国内ベースマネー需要に対し間接的な影響を及ぼす。さらに、これを別にしてもベースマネーと最終的政策目標との間の関係が薄れることは確かである。また、金融面における相互依存関係の強まりは、政策乗数の分散や共分散を変化させ、個別国の金融政策の独立性を損うことになろう、というのがブライアントの見方である。この点に関し、ベゲランはスイスの居住者は頻繁にスイスフラン建資産と外貨建資産との間の大規模なシフトを行うが、この種のシフトはスイスの金融政策にとってさほど大きな障害となっていない、と述べた。その理由として彼は、スイスが中期的ターゲットに添って金融政策を運営し、いわゆる「ファインチューニング」を行っていないことを挙げた。このような見方を踏まえてベゲランは、一般に金融の国際化が進展するに伴い、各国はファインチューニング政策を放棄し、より安定的な政策運営の方向に進まざるを得ないのではないかとの見通しを表明した。

ホ. 中央銀行エコノミスト達の考え方

中央銀行エコノミストは総じて金融革新の金融政策に対する影響について学者よりも楽観的な見方をしているように窺われた。一体中央銀行は金融革新により金融政策の運営が困難になったと感じているのか、とのフリードマンの問いかけに対し、モリス（ボストン連銀）は、実体経済に一定の影響を及ぼすためには、従来よりも遙かに大きく金利を動かさざるを得なくなったことは否定できない、とした。しかし、モリスやバーガー（セントルイス連銀）は、だからといって、金融革新のテンポを緩めるために、実質金利をあまり高くすべきでない、というヘスターの提言は受け入れることはできない、とした。経済情勢によっては実質金利を非常に高い水準にまで押上げることは必要であり、いかなる意味でも中央銀行に実質金利ターゲットイングの責任を押しつけるべきではない、というのが彼らの論拠である。モリスはさらに、もし実質高金利により金融革新が生じてマネーと経済活動との関係が薄れるならば、中央銀行はそれまでよりも実体経済の動向をより注意深くウォッチするようにすればよい、と付け加えた。同様にティーセン（カナダ銀行）は学者と、実務に携っている中央銀行の間には、金融革新による政策乗数の変化の重要性について、大きな認識ギャップがある、と指摘した。すなわち、学者は総じて、金融革新の政策乗数に対する影響を非常に重視しているようであるが、中央銀行にとっては、これは厄介ではあるが解決不能な問題ではない (inconvenient but not disastrous)。この場合中央銀行は、最終的政策目標を眺めつつ、直接の政策ツールである短期金融市場金利を調整していくことになるだけである、と述べた。

クロケットは、金融革新の多くは確かに短期的には金融政策の効果を弱めようが、長期的に

はむしろ逆の効果を持つと論じた。すなわち、市場の不完全性を利用した政策手段の有効性は、金融革新により大きく後退しよう。しかし、金融革新は正に市場の不完全性を除去することにより、金融諸指標の信頼性を高め、これを通じて金融政策の運営を容易にする。さらに、仮に金融革新を抑えつけるような措置を取れば、そうした措置もやはりこれまでのベースマネーと経済活動との間の関係を変えてしまうであろう。ブープ（ドイツブンデスバンク）は、他の多くの国、特に米国とは対照的に、ドイツでは中央銀行貨幣量 (central bank money) を1975年に重要なターゲットとして採用して以来、特に大きな問題は生じていないが、これにはドイツの金融制度がユニバーサルバンキングを基本としている上、既に1960年代に金利を自由化していたことによるところが大きい、と主張した。ドイツでも高利回り金融商品へのシフトはあったものの、資金が銀行部門の外へ流出することはなかったので、中央銀行貨幣量という広義のマネーターゲットの有効性が脅かされる事態は生じなかった、というのがブープの解釈である。

金融自由化の、これまで議論されてきたのとは全く異質の側面として、マリヨン及び、ナイト（ニュージーランド準備銀行）は、自由化により中央銀行は金融財政政策のポリシーミックスの決定に対する政治的圧力から身をかわし易くなったことも見逃せない、と指摘した。

(4) 金融革新は果して望ましいか

各論文では必ずしも明示的には取り扱われていなかったが、自由討議の過程で全面に出てきたのは、果たして金融革新というのは望ましい現象なのであろうか、という極めて基本的な問題である。

トービンは、金融革新が必ず経済厚生を向上させるとの一般的な考え方に対し、次のように

警告した。一般均衡理論の世界では自由競争は確かに経済厚生を高めるが、注意すべきであるのは、この場合財の種類は一定であると仮定されていることである。ところが、金融部門における競争は、典型的には既存の財・市場と極く僅かにしか異ならない財・市場を創出する形をとる。そして、このような財・市場の創出には大きな固定費用が伴うことを勘案すれば、金融部門における完全自由競争が経済厚生を高めるという主張には全く理論的な根拠がないことは明らかである。トービンは、最近解説された金融市場の多くは全く余分なものであり、資源の浪費に過ぎない、と断じた。例えば、五年後における一般生計費指数についての先物市場など、新しいカジノができたのと一体どこが違うのだろうか、というのがトービンの問題提起であった。

フリードマンは次のように反駁した。政府の政策が現在のように極めて失敗の多い状況の下では、人々がその誤った政策から自己を守るために選択できる手段は多ければ多いほどよい。しかし、これらの新しい市場によっては次善的な解しか与えられないのは当然である。正しい政策により物価が安定し、これらの市場が不必要になるのが最も望ましいと考える点では、トービンと同じである。この論点に関し、パトリック（ニューヨーク大学）は、アジア諸国の場合には余分な市場の存在というトービンのディレンマが現実のものとなるまでには、まだまだ長い道程があろう、とコメントした。

金融の国際化の評価に関してポッターは、それが貿易面における保護主義的な傾向と歩調を併せて進んでいることに警戒の念を表わした。そして、もちろんこの二つの動きを単純に因果関係として捉えるのは誤りであるが、例えば米国における保護主義圧力の背後にドル高があり、さらにそのドル高は少なくとも部分的には最近

米国への資本移動が非常に活発化していることと関係があることまで否定できないのではないかと述べた。また、テー（シンガポール通貨庁）は、為替相場の乱高下と先進国における金融革新が発展途上国に深刻な影響を及ぼしていることに注意を促した。すなわちこの二つの動きの複合効果の結果、発展途上国は、いまや以前よりも相対的な魅力が増した先進国の金融資産と、貯蓄の吸収を巡って厳しい競争を余儀なくされているのである。多くの発展途上国にとって金融市場と資本移動の自由化は、直ちにもともと乏しい国内貯蓄の喪失に繋がりがねない。テーは、日本が1950年代から1960年代にかけて、厳しい金融規制の下で設備投資に必要な国内貯蓄の活用成功したことは、少なくとも発展途上段階にある国にとって、金融自由化をしなくとも経済成長を達成できることを示す好例である、とした。フライ（カリフォルニア大学アーバイン分校）は逆に、デイスインターミディエーションの弊害は先進国の場合よりも発展途上国の方が深刻である、とした。先進国の場合であれば、デイスインターミディエーションが生じて、資金が銀行システムから資本市場に流出するだけであり、総貯蓄率には殆ど影響しない。しかし発展途上国のデイスインターミディエーションは、金融資産に投資されていた貯蓄が貴金属等の実物資産として退蔵されることを意味し、経済成長に大きなダメージを与える。この点に関し、フライはシンガポールにおける投資/GNP比率は香港よりも高いにもかかわらず、両国の成長率はほぼ等しいことを捉えて、シンガポールの政府の方が金融仲介により強力に介入していることも作用しているかもしれない、と推論した。

参考1 国際コンファランス “Financial Innovation and Monetary Policy : Asia and the West”

プ ロ グ ラ ム

第2回国際コンファランス

日	時	セ ッ シ ョ ン	議 長	報 告 者	コ メ ン テ ー タ ー
5/29 (水)	午 前 (10.00-12.30)	I Opening Address Keynote Speeches	鈴木 淑 夫 (日本銀行金融研究所長)	澄 田 智 (日本銀行総裁) Milton Friedman (スタンフォード大学教授) James Tobin (イェール大学教授)	
	午 後 (14.00-17.00)	II Backgrounds and Causes of Financial Innovation : An International Comparison	James L. Kichline (連邦準備制度理事会) 調査局長 R. Lindsay Knight (ニュージーランド準備銀行) 総裁補	John G. Greenwood (G. T. Management Ltd.) 湯 本 雅 士 (日本銀行金融研究所副所長)	
30 (木)	午 前 (9.30-12.30)	III The Process of Financial Deregulation, Monetary Reform and the Financial System of the Future	Si-Dam Kim (韓国銀行統計局長) Frank E. Morris (ボストン連銀総裁)	Ralph Bryant (ブルッキングス研究所) James L. Pierce (カリフォルニア大学) パークレイ分校教授	Jim S. Mallory (オーストラリア準備銀行総裁顧問) Joseph Bisignano (サンフランシスコ連銀上級副総裁・) 調査局長 蟻 山 昌 一 (大阪大学教授) Stephen Potter (OECD調査局次長)
	午 前 (9.30-12.30)	IV Implications for Monetary Policy	Gordon G. Thiessen (カナダ銀行副総裁) Syahril Sabirin (インドネシア銀行調査) 統計局長	Robert E. Hall (スタンフォード大学教授) Donald D. Hester (ウィスコンシン大学教授)	John S. Flemming (イングランド銀行総裁経済顧問) John Wenninger (ニュージーランド連銀調査局次長) Robert Raymond (フランス銀行調査局長) Teh Kok Peng (シンガポール通貨行調査局長)
31 (金)	午 前 (10.00-12.30)	V Summing-up and General Discussion	Sho C. Tsiang (コーネル大学教授) Hugh T. Patrick (コロンビア大学教授)	Niels Thygesen (コペンハーゲン大学教授) Maxwell Fry (カリフォルニア大学) アーバイン分校教授	
	午 後 (14.00-17.00)				

(注) セッションⅡ、Ⅲ、Ⅳの議事進行は次の通り。
報告は各20分(計40分)、コメントは各10分(計40分)、報告者のリジョインダーの後、一般討論(約1時間)。

海外中央銀行・国際機関

(北 米)

連邦準備制度理事会調査局長
 ニューヨーク連銀調査局長
 ボストン連銀総裁
 シカゴ連銀上級副総裁・調査局長
 サンフランシスコ連銀上級副総裁・
 調査局長
 セントルイス連銀副総裁
 カナダ銀行副総裁

(欧 州)

イングラント銀行総裁経済顧問
 ドイツ・フンデスバンク調査局長
 フランス銀行調査局長
 イタリア銀行営業局長
 オランダ銀行内国調査局長補
 ベルギー・国民銀行理事顧問
 スイス国民銀行調査局長

(大洋州)

オーストラリア準備銀行総裁顧問
 ニュージーランド準備銀行総裁補

(アジア)

韓国銀行統計局長
 フィリピン中央銀行調査局長
 シンガポール通貨庁調査局長
 " エコノミスト
 タイ銀行調査局長
 インドネシア銀行調査統計局長
 中国人民銀行金融研究所研究員
 " 補
 He Qi

(国際機関)

BIS調査局長
 OECD調査局長
 " 課長補
 IMF調査局長
 Andrew Crockett

小 計

28 名

海外学者

(金融研究所海外顧問)

スタンフォード大学教授
 イェール大学教授
 Milton Friedman
 James Tobin

(ペーパー提出)

G. T. Management Ltd.
 ブルッキングス研究所
 カリフォルニア大学
 パークレイ分校教授
 スタンフォード大学教授
 ウィスコンシン大学教授
 John G. Greenwood
 Ralph C. Bryant
 James L. Pierce
 Robert E. Hall
 Donald D. Hester

(総括報告)

コペンハーゲン大学教授
 カリフォルニア大学
 アーバイン分校教授
 Niels Thygesen
 Maxwell Fry

(その他)

コロンビア大学教授
 コーネル大学教授
 ネバダ大学リノ分校教授
 ソウル大学教授
 Hugh T. Patrick
 Sho C. Tsiang
 Thomas F. Cargill
 Jae-Yoon Park

小 計

13 名

国内学者

東京大学教授
 大阪大学教授
 " 助教授
 (現大蔵省財政金融)
 研究所主任研究官
 横浜国立大学助教授

字 弘 文
 蠟 山 昌
 植 田 和 男

浅 子 和 美

日本銀行金融研究所関係

研究所長
 副 所 長
 研究第 2 課長
 特別顧問
 (東京大学名誉教授)

鈴 木 淑 夫
 湯 本 雅 士
 島 館 龍 三
 龍 一郎

Ⅲ. 基調講演

1. 『不換紙幣の世界における金融政策』 ミルトン・フリードマン

過去数十年の間、学界は金融政策運営上の問題を活発に研究してきたが、ここ10年ほどの間は、この問題よりも通貨改革の様々な側面（通貨システムの制度的な構造）に対する関心を急激に高めている。これと軌を一にして、金融市場においては、新しい金融商品と金融機関を生み出すようなイノベーションや、一国から他国へと波及する銀行システムの規制緩和の圧力がにわかに強まっている。

この二つの急激な動きはいずれも、部分的には内部の力によって促進された。学界における内部の力としては、公共選択理論の出現、金融事象の分析に際しての合理的期待アプローチの発展、オーストリア学派——この学派は経済諸制度の発生・進化を見えざる手 (invisible hand) の働きと解釈し、景気循環の原因として非中立貨幣の影響を強調する——に対する再認識等が挙げられる。また、金融市場の内部における力としては、コンピューター及び通信技術の進歩、特に詳細な情報を殆ど瞬時に処理することができる記憶容量の飛躍的な拡大によってもたらされた情報革命が中心であった。

しかし、同時に発生したこの二つの急激な動きを説明する上で、こうした内部における変化は、外部における一つの基調的变化——その究極的な結果はよく分からないが——に比べればはるかに重要性が薄いように思われる。その変化とは、先例のない世界的な通貨体制——基本的には全ての国の通貨が直接的あるいは間接的に不換紙幣本位となっている制度——の出現の

ことである。ここで直接的な不換紙幣本位とは、その国の通貨の為替レートが若干の操作は可能であるとしても基本的には市場で伸縮的に変動する場合を指し、間接的な不換紙幣本位とは、為替レートが事実上他の不換紙幣を基準に固定されている場合を指す（例えば、1983年以来の香港ドル）。

こうした先例のない世界的な通貨体制は、第一次世界大戦後徐々に出現してきたものである。爾来、1971年までは、世界の大半は事実上ドル本位制であったといえる。米国は（1933年から34年までの一時期を除き）、表向きは金本位制を標榜しながらも、実際には金価格の釘付け政策と結びついた不換紙幣本位制を採用していた。ブレトンウッズ協定は、金の役割についての口先だけの言及や為替レートの変更に關する条項を備えているものの、大筋では単に上記のような状態を追認したものに過ぎなかった。

米国においては、通貨面での金の役割が徐々に変化していく過程で、二つの画期的な出来事が起こった。すなわち、金の私的保有の禁止（1933年）及び金準備の廃止（連銀預け金に対する金準備の廃止は1965年、連邦準備紙幣に対する金準備の廃止は1968年）である。1971年におけるブレトンウッズ体制の終焉は、金のドルに対する形式的なリンクと米国が金本位制であるというみせかけを取り払うことになったが、これは単に進行しつつある現実を認知したものに他ならない。中央銀行の帳簿に計上されている金の在庫は過去の遺物であり、将来それが再び過去の遺物以上のものになる可能性は極めて僅かしか残されていない。1974年に米国は金の私的保有の禁止を解除したが、これは逆説的な

言い方をすれば、通貨面での金の役割が終ったことに対する弔辞であった。

ブレトンウッズ体制の形式的な終焉は、1960年代における米国のインフレによって早められた。そしてブレトンウッズ体制の終焉は、1970年代においてインフレの継続と加速をもたらした、さらに他の多くの諸国へインフレを波及させることとなった。インフレとそれに伴う経済不安定化の基本的な原因は、世界の通貨体制における重大な変化（それはインフレの原因であり、またその表現でもあった）にあったにもかかわらず、目先的にはそうしたインフレや経済不安定化が通貨改革に対する急激な関心を引き起こす刺激となったのである。

不規則でしかも変動の大きいインフレは、いくつかの点で通貨改革に対する関心を刺激した。第一に、通貨当局の貧弱な政策対応に鋭い焦点が当てられ、“Monetary History”の著者である Anna Schwartz と私自身を含めて多くの学者が従来の政策に関して下した結論が補強され、その信頼性が高まる結果となった。

第二に、インフレは名目金利の上昇をもたらした。この結果、米国のレギュレーションQに基づく当局の預金金利規制は、信用市場の効率的機能の面でこれまでの小さな障害から重大な障害に転じてしまったのである。これに対する一つの工夫が MMMF の創設であり、これによって小口貯蓄者は高率の市場金利の利益を享受することができるようになった。この MMMF が金融革新の糸口となったのであるが、そうした金融革新により、銀行預金の金利規制は早急な緩和を余儀なくされ、後には銀行の支払う金利全般のコントロールの廃止に繋がった。同時にそれは、銀行とその他の金融機関の活動を制限していた別の規制の緩和を余儀なくさせた。しかし、こうした規制緩和の実施は、米国の金融システムの全体の中で果たす銀行

（伝統的な定義に基づく）の役割の急速な低下を阻止するにはあまりにも遅く、またあまりにも限られていた。現在では、信用市場における銀行のシェアは従来に比べてはるかに低くなっている。銀行の立場は、シアーズ・ローバック、アメリカン・エクスプレス、メリル・リンチなどの「ノンバンク」に取って替わられてしまったのである。

不規則なインフレと金利の高水準・乱高下は、他の諸国においても同様の変化をもたらした。その結果、世界の至る所で規制緩和を求める圧力が存在している。

現在のような状況が如何に先例のないものであるかということは、十分に強調されるべきであろう。歴史が記録されるようになって以来、商品貨幣が原則であった。貨幣は、交換手段や計算単位という意味では、一般に特定の商品の一定量に対する請求権から成り立っていた。我々は貨幣用の主要な金属として金や銀を思い浮かべがちであるが、時代により場所によっては、子安貝から羽毛、巨石、煙草、あるいは日本における鉄に至るまで、実に多くの様々な商品が貨幣として使われてきた。

ある特定商品を貨幣として使用する慣習は、民間の取引において、それが交換手段として受容されるにつれて次第に広まってきた。貨幣として使用する特定の商品を政府が決めて押しつけた訳ではないが、政府は常に通貨体制における重要な役割を手中にしていた。最初は、政府は貨幣鑄造に伴う差益を得るために、貨幣の鑄造あるいはそれに類する仕事に携わっていたに過ぎない。しかしながら、君主達は貴金属の代りに卑金属を混入し、貨幣の品位を落とすことによって、単なる貨幣鑄造差益以上の利益を得たいという誘惑に駆られがちであった。実際、このような逸話は、ローマ時代にみられるように、当り前の出来事であり、また時には重大な

ことであった。そのような場合には、人々は正貨を個数で勘定せず、重量で評価することによって、これを取引に利用し続けたのである。

いずれにしても、貨幣が硬貨あるいは金塊である限りは、急激なインフレは物理的にも起こり得ない。何故なら、貴金属の一定量に対する卑金属の混入率には物理的な限度があり、そのためそれ以上の品位低下が食い止められるからである。Forrest Capie は、最近発表した興味深い論文「ハイパーインフレーションが起きる条件¹⁾」の中で、かの悪名高きローマ時代のインフレは「西暦200年を100として同世紀末には5,000にまで上昇した。年率では3～4%であった²⁾」と指摘している。後の時代に発生したような急激なインフレが技術的に可能になったのは、まさに紙幣の発明とその普及のためであった。

それでも、Forrest Capie が述べているように、「中世から現代に至るまで、加速的かつ急激なインフレの事例は数えるほどしかない³⁾」。その数少ない事例は、いずれも正貨本位制からの離脱に関連している。すなわち、米国独立戦争時の紙幣インフレ、フランス革命政府発行のアシニヤ紙幣にまつわる経験、ナポレオン戦争下の英国や南北戦争時の米国における兌換停止、第一次・第二次大戦間の広範かつ大規模な本位制離脱である。

Irving Fisher はこうした経験を踏まえて1911年に、「不換紙幣は、それを使用している諸国に対して、必ずといってよいほど災いをもたらしてきた⁴⁾」と指摘した。その後の経験は、

Fisher の経験法則を確実に裏付けている。両大戦直後のハイパーインフレ、南米等の多くの発展途上国における（ハイパーインフレとまではいわないとしても）急速なインフレ、そしてもちろん1970年代のインフレにみられるように、この時代には紙幣による災害が歴史上最も広範囲に、また続けざまに発生してきた。

正貨本位制は終わりを告げ、全ての国がFisher の言葉によれば「不換紙幣」を持つという世界的な通貨体制が出現した訳であるが、このことが二つの極めて異なった論調を生み出すこととなった。一つは科学的なものであり、もう一つは通俗的なものである。科学派は既に述べたように、通貨改革や外部貨幣供給における政府の役割といった問題に関心を寄せている。一方、通俗派は人騒がせなところがある。彼等は「金属貨幣 (hard money)」主義者であり、Fisher の経験法則は将来も妥当し、先進国が再び商品本位制を採用しない限り、世界は必然的に青天井のインフレに向かう運命にあるという命題をバックグラウンドとしている。

不思議なことに、これらの二つの流派はお互いに交流することが殆どなかった。私のみとところでは、科学派は通俗派が提起した次のような疑問を大部分避けて通ってしまっている。すなわち、現在のような先例のない通貨体制を生み出した諸条件は、かつての紙幣本位制が辿ったと同じ道を今日は通らずに済むというような進歩を伴っているのであろうか。以下、この疑問に対する私なりの試論を展開してみたい。

前述の論文の中で、Forrest Capie は次のよ

1) 1985年4月のカーネギー・ロチェスター・コンファレンスへの提出論文、“Conditions in Which Hyperinflation Has Appeared”。

2) 前掲論文、4ページを参照。ここでは銀と銅の相対価格比は1960年の市場価格比である50対1で近似させたが、その後銀価格が銅価格に比べて急騰したため、相対価格比は現在でははるかに高くなっている。

3) 前掲論文、4ページを参照。

4) Purchasing Power of Money (改訂版)、Macmillan、1929、p. 131 を参照。

うな仮説を提示している。「インフレの決定的な原因は、深刻な内乱もしくは極めて脆弱な政府にあった。深刻な社会不安が発生したり、あるいは現実には内乱が起きると、政府当局は反乱分子を抑圧したり、なだめたりするために多額の支出を余儀なくされる。同時に、社会分裂の結果、収入は急激に落ち込む。政府が必要な収入を確保する上で実行可能な唯一の方策は、インフレによる課税しかない。そこで、紙幣印刷機が活用されることになる」。

この論理のポイントは、政府は必要な収入をエクспリシットな課税によって入手することができないという点にある。インフレを起こすことによって、政府は議決を経ることなく、すなわち John Maynard Keynes の言葉を借りれば、「誰一人として気付かないような方法」⁵⁾で実質的に課税することができる。従って、インフレは常に極めて魅力的な収入源であった。しかしながら、公衆に広く支持された商品本位制の存在は、それをチェックする機能を果たしていた。先進国では、社会不安のない平和な時代にハイパーインフレや急速なインフレに見舞われることは殆どなかった。これは、主として兌換制度の維持、あるいは（兌換が停止されている場合には）兌換貨幣への復帰に対する強力な世論の圧力があったからである。

通貨制度及び財政制度の変革に当たって、現在われわれが直面している中心的な課題は、政府がインフレに収入源を求めるのを抑えるような正貨兌換に代わる仕組みを見つけることである。

「不換紙幣は、それを使用している諸国に対して、必ずといってよいほど災いをもたらしてきた」という1911年の Fisher の経験法則が現状においても妥当するかどうかという疑問に対

しては、明確な回答は不可能だと思う。アルゼンチン、ブラジル、チリ、メキシコ、イスラエルといった諸国の経験は、Fisher の経験法則の現代的な事例である。これらの諸国はいずれも発展途上国であるが、時代が異なる点を別とすれば、西側の先進諸国よりも Fisher が念頭に置いていた国々と似通っているといえよう。一方、日本、米国、EC 諸国といった先進国の経験はより楽観的な見方に根拠を与えている。これらの先進諸国においても、エクспリシットな課税によらずに収入を確保したいという政府への圧力は、今日も以前と同様に強い。しかし、紙幣インフレの政治的な魅力そのものを減ずるような反対の圧力はもっと強くなってきた。そうした観点からみて最も重要な変化は、情報革命によって情報入手のコストが大幅に低下し、政策変更を含む経済的な攪乱に対して、人々がこれまで以上に迅速かつ正確に反応することが期待できるようになったお陰で、公衆も金融市場もインフレに関してより敏感になり、またより高度の知識を持つようになったということであろう。

インフレによって政府の収入が増えるルートは三つある。第一に、外部貨幣の供給を通じてインフレ相当分のインプリシットな税の徴収が可能になること、第二に、累進税制による自動的な増収 (bracket creep) 効果が働くので、議決を経ることなくエクспリシットな増税が可能になること、第三に、将来のインフレを十分に織り込まない金利で発行された債務残高の実質価値が下落すること、である。しかし、最近における政治・経済及び金融面の変化によって、これらの三つの収入源の潜在的能力はいずれも徐々に失われている。

第一の収入源に関して、その傾向は米国では

5) The Economic Consequences of the Peace, Harcourt Brace & Howe, 1920, p. 236 を参照。

計数的に裏付けられている。19世紀半ばから大恐慌までの間、国民所得に対する外部貨幣（あるいはハイパワードマネー）の比率は、約10%で極めて安定していた。その後、同比率は急上昇し、1946年には約25%に達したが、それをピークとして低下傾向を辿り、現在では7%程度の水準に止まっている。税収や財政支出の規模が国民所得の30%から50%を占め、時にはそれ以上にさえなるような現代社会においては、この程度の比率に止まる収入源は三つのルートの中でおそらく最も重要性が低いといってよいであろう。たとえインフレによって国民所得に対する外部貨幣の比率が低下することがないとしても（疑いなく低下するのであるが）、年率10%の外部貨幣の増加によって増える政府収入は、今日の米国においては国民所得の0.7%にしか相当しないのである。さらに、インフレの影響を別にしても、金融革新が進めば、国民所得に対する外部貨幣の比率は一層低下する可能性が大きく、その結果この収入源の潜在的能力は益々弱まっていくであろう。私はこの問題について詳細に研究した訳ではないが、他の多くの諸国でも同様の傾向が存在し、こうしたルートの収入源は重要でなくなってきたのではないかと思う。

第二の収入源である自動的な増税効果は、第一の収入源よりもはるかに重要であったと考えられる。このことは、米国では過去数十年間殆ど間違いのない事実であった。インフレの結果、低・中所得層は議会において明示的に定められた訳ではない水準の所得税を課されることになってしまったのである。

ところが、米国においては自動的増税の結果、こうした収入源を殆ど無効にするような政治的な圧力——すなわち、個人所得税体系へのインデクセーションの導入を求める圧力——が高まってきた。この点についても、他の諸国の状

況については詳しく知らないが、インフレが激しいところではどこでも、個人に対する税制上の何らかのインデクセーションが採用されてきたのではないかと思う。

第三の収入源は極めて重要である。再び米国についていえば、第二次大戦直後の政府債務残高は年間の国民所得を6%上回る106%の水準にあったが、その後は何度か財政赤字を繰り返したにもかかわらず、1967年には国民所得の約32%にまで低下した。以後、財政赤字は拡大を続けたため、国民所得に対する政府債務残高の比率は上昇したが、それでも現在は約36%に止まっている。同比率が低下したのは、部分的には実質ベースの経済成長によるものであるが、主因はインフレである。つまり、インフレによって、過去に発行された政府債券のプラスの名目金利が事後的にマイナスの実質金利に変わってしまったのである。

この収入源の潜在能力は金融市場の発達によって急速に損なわれるに至った。市場の圧力によって、政府は長期債を低率の名目金利で発行することが困難になった。この結果、米国では、政府債の平均満期が急速に短期化し、例えば市場性の利付公債については1946年の9年1か月から1983年には4年1か月となった。戦時下を除けば、長期債よりも短期債の方が予期せぬインフレによってプラスの名目金利を事後的にマイナスの実質金利に転化することは難しいし、それによる政府利得も小さい。また、長期債との関係でも短期債との関係でも、ここ数十年の間はインフレが史上稀にみるほど高率かつ変動の激しいものであったので、人々の予期しないインフレを惹き起こすことは、たとえそれがどのような規模・期間であっても、10年程前に比べてはるかに難しくなっている。10年程前には、物価水準は長期的にみれば比較的安定しているという認識が人々の間にまだ残っていた

ので、人々の予期せぬインフレを惹き起こすことは難しくなかったのである。

英国では、今や政府はインフレスライド条項付きの債券を発行している。こうした債券では、政府は事後的なマイナスの実質金利から利益を得るという訳にはいかない。米国においても、かねてからこれと同様の財務省証券の発行に対する要望があったが、財務省はこれまでのところそれを実行に移そうとしていない。しかし、もし米国で再び高水準かつ変動の激しいインフレが起これば、購買力が保証された債券の発行を求める圧力は間違いなく強まるであろう。

長期的な趨勢として物価が比較的安定している状態が数十年間続けば、おそらく資産家達は名目金利を実質金利と同等にみなすようになるのであろう。しかし、それは今日の状況には明らかに当てはまるものではない。

以上を要約していえば、インフレは政治的な選択としてはあまり魅力のないものとなったということである。一般大衆がインフレに対して非常に敏感になっているだけに、現在では通貨供給ルール (monetary arrangements) を確立し、現在の不換紙幣制度を Fisher の経験法則の例外とすることこそが政治的な利益をもたらすことになるだろう。

このような考え方については、最近の経験からいくつかの根拠を示すことができる。1970年代のインフレの経験は、米国、英国、日本及びその他の先進諸国で19世紀及び20世紀の大半に受け入れられていた基準に比べると深刻なものであったが、他の多くの諸国の経験と比べれば緩やかなものであった。但し、それでも西側諸国において、インフレや通貨の膨脹を抑制する政策あるいは持続的なインフレの回避のためにある程度の失業を容認する政策を促すような政治的な圧力を高めるには十分効果があった。

日本はこの点でおそらく最も印象的な事例で

ある。1970年代の初め頃には日本のインフレ率は優に20%を超えていた。政府と日本銀行は通貨供給の増加率を急速に引き下げる方向で速やかかつ効果的に対処した。通貨供給の増加率は緩やかではあるが着実に低下し続け、その結果インフレが鎮静し、さらにその他の多くの諸国が悩まされてきたインフレ率の乱高下からも免れることができたのである。

ドイツはまた異なった事例、すなわちインフレへの政治的な誘惑が過去の経験によってどのように変わり得るかという事例である。第二次大戦後、ドイツは一貫して英国、米国、その他の西側諸国よりもインフレ率を低位に抑えようとしてきた。その理由は明らかに、第一次大戦後のハイパーインフレの経験が長期的な効果を及ぼし、さらにその効果が第二時大戦後のインフレの経験——それは通貨システムを麻痺させ、物々交換を余儀なくさせたのであり、ドイツは漸くのことでこれを抑圧した——によって強化されたことにあると考えられる。

また、英国と米国でも、二桁インフレを経験した後は、インフレの鎮静に成功したが、それには失業の増大を伴い、特に英国では急激かつ長期の失業増加が起こった。

インフレによる政治的な利得が明らかに減少しているということは一つの安心材料であるが、それは Fisher の経験法則が過去の遺物となったことを保証するものではない。政府はしばしば物事を近視眼的に判断しがちであり、長期的には極めて好ましくない結果をもたらすような短期的な圧力に動かされることがある。今日のイスラエルはその顕著な事例である。イスラエルは特殊な環境下にあるため、少なくとも長期的にはインフレがそれ自体として政府の資力の消耗にならないとしても、政府はインフレが収入源としてあまり役に立たないような条件の下で、インフレに訴え続けている。

以上述べた点は、今回のコンファレンスの基本テーマである「金融革新と金融政策」に直接関わっている。世界的な通貨体制の先例をみない特徴やその主要な影響が、これまでの金融革新や金融市場における規制緩和への圧力の主要な源泉である。また、それは金融政策に対する基本的な問題をも提起している。不換紙幣を収入源として利用したいという誘惑に対して、我々は究極的には商品本位制、金本位制あるいはその他の本位制への復帰を強いられるような状況に追い込まれるのであろうか。あるいはまた、今後数十年の間に通貨・財政面の制度やルールの確立を成し遂げ、インフレに向いがちな性向を効果的に監視し、長期に亘る物価安定を再び取り戻すことができるであろうか。

これらの問いに対する最終的な回答は、数十年後の時点で歴史のみが明らかにし得るのであろう。しかし、その回答がどのようなものになるかは、その問題点を解明し、解決策を練り、そのメリット・デメリットを検討する上で、このコンファレンスのような会合がどの程度貢献できるかということに大きく依存しているのである。これらの問題に関する研究は以前から進められており、ある意味では通貨と通貨制度に関する体系的な分析が始まってから数世紀に亘って続いてきたものである。しかし、別の見方をすれば、まだ端緒についたばかりともいえる。なぜなら、我々は重要な点においては、今まさに未踏の領域に危険を冒して踏み込みつつあるからである。

2. 『金融革新と規制緩和の展望』

ジェームス・トービン

金融業に対する規制緩和が最近人気を博している。これは、自由競争によってもたらされるミクロ経済学的な効率性の向上という、他産業

と同様の理由による。しかし、銀行やその他の預金取扱金融機関は他産業と異なる面を有する。すなわち、これらの金融機関は経済における膨大な取引に用いられる交換手段を供給しており、これらを通じて中央銀行のマネタリー・コントロールの影響が経済全般に伝播するという面がある。従って、金融業の場合には、決済システムの保護、育成及びマネタリー・コントロールの有効性維持という観点から、どの程度の、またどのような種類の規制が必要であるかを考察しなくてはならない。

こうした問題は、技術面及び制度面の革新が金融業における費用、機会、競争関係を変化させるときに生ずる。そして既に過去の規制の幾つかは、もはや順守させることができないという単純な理由、あるいは明らかに利点がある新たな営業機会を妨げているという理由で撤廃されつつある。

金融革新、規制緩和に関する重要な趨勢としては次の4つが挙げられる。

- (1) 金融資産取引にせよ商品取引にせよ取引に時間と費用がますますかからなくなっている。エレクトロニクスによる決済ネットワークはコンピューターを通じた口座間の瞬時決済を可能にしつつある。
- (2) 要求払でしかも小切手または電信を利用して第三者に振り替え可能な債務は、政府の規制下にある商業銀行及びその他の預金取扱金融機関以外にも発行できるようになっている。
- (3) 預金金利に対する法定的上限規制は撤廃されつつある。
- (4) 金融スーパーマーケットや金融コングロメリットの出現が、銀行、その他の預金取扱金融機関、投資信託会社、ブローカー、保険会社、投資銀行、証券ディーラー及びその他の金融機関の間の差異を消滅ないし不鮮明化さ

せつつある。

1. 将来のトレード・オフ：本講演の概括

金融業において、規制緩和によって追求される競争の便益は、(a)決済システム、金融仲介、市場アクセスに関するサービスを私的コスト、社会的コストの両面で低廉に供給できること、(b)貸し手、借り手の多様な嗜好、ニーズ、状況に合った商品を揃え得ること、の2点である。ここで後者の目的については、利用可能な資産、負債のメニューは、特にリスクに対する様々な態度に応ずることができ、避けられない社会的リスクを効率よく配分し、また避け得るリスクを回避するものでなければならない。この場合、他産業と同様、品揃えは望ましいとしても標準商品からのささいな差別化は費用が嵩み、無駄を生む。つまり、金融業では、商品の多様化にはあまり費用がかからない反面、金融関係の広告の量が示すように、チェンバリン流の「独占的競争の無駄」が固有の病弊となっている。

共通の通貨計算単位を用い、この尺度によって表示される一般受容性のある交換手段を採用することは重要な外部経済を伴う。しかし、このような社会的便益は市場の自由競争自体によっては達成され得ないし、保護することもできない。また、競争や規制緩和の利点は、決済システムを損ったり、中断させたり、崩壊させたりしない形で、追求されなくてはならない。現存する規制の中には現状不適當であったり、旧態化したものも多いかもしれないが、それらはいずれも過去の失敗事例を踏まえた上で適切な理由から課せられたものである。過去の教訓を無視した結果、これを再度苦しい思いをして学習し直さなければならなくなるのは不合理である。

基本的なジレンマは次の通りである。すなわち、金融機関の発展は取引手段の提供を伴う金融仲介の分野での競争を錯綜させる方向で進ん

できた。このような競争の錯綜はデフォルトや破産のリスクをもたらし、こうしたリスクに対する保護という観点から、今や非効率な副産物を派生させているとみられる政府の介入、つまり監督行政、預金保険、中央銀行の最後の貸し手機能が導入された。このジレンマに対する完全な解決策はないが、ジレンマの範囲を限定することは望めるかもしれない。

私は、金融仲介機関が特定の充当資産によって裏付けられる預金債務を創出することを提案したい。これらの預金債務のうちの少なくとも1種類は要求払でかつ第三者に対する振替の可能なものとなるであろう。その他は、特に金融知識のない小口の預金者を対象とした貯蓄性ないし定期性の預金となるかもしれない。このような預金債務の創出の目的は、預金発行金融機関の他の活動に起因するデフォルト・リスクがこれらの債務に波及しないようにすることである。裏付けとなる資産を特定することによって一種の分離を行うならば、これらの債務を預金保険によって保護することが不要になる。預金保険の対象は他の債務に限定されることになり、この結果預金者一人当たりの預金保険金額は少額に止まろう。金融仲介機関間の市場競争の中で発行されるその他の債務については、預金保険の対象からはずし、証券市場に対する一般的規制にのみ従わせればよい。こうした世界では、買手リスク負担という原則が貫かれる結果、企業の失敗はそのまま表面化し、その企業に対する債権者はデフォルトの被害を受けることとなる。

2. 私的貨幣の幻想

一般的な自由市場の原則を金融理論に適用している現代の文献は、競争的な民間企業による「貨幣」の供給が可能であることを示唆している。私は、こうした理論上の展開に驚きはしなかった。というのは、私はかねてからマネタリ

ズムと「見えざる手」の理念の融合をいぶかしく思っていたし、政府に貨幣供給の制限に関する責任を付与する例外的な取扱いについていつかは異論が出ると考えていたからである。こうした異論については、もう一人の基調講演者(訳注：フリードマン教授)は私以上に喜ばしいとは思っていない。

通貨は国家によって定義された通貨計算単位を物理的な意味で具現化したものである。通貨は確実に完全な流動性を持つ価値貯蔵手段である。また通貨は税金の納付や、法廷で請求され得る民事債務の支払いのための法定通貨である。この結果、通貨は決済における一般的受容性を有することになる。

政府が計算単位で表示された価値貯蔵手段を発行しないようなシステムを想像することは難しい。文献における「私的貨幣」に関する幾つかの議論では、政府はドル紙幣を印刷、発行することなく「ドル」を計算単位として定義できると示唆しているようである。そして、民間主体がドル支払いの約束証書を発行し、これを流通させることが可能であるとされる。しかし、民間主体は何の支払いを約束するのであろうか。勿論、政府がある特定の銀行、民間企業、あるいは個人の発行する証書を税金の納付に用いることに同意し、これらに法的通貨としての地位を授けるとすれば、これらの発行証書は通貨になるであろう。国家がその不換紙幣発行権(fiat)を自らが好ましいと思う民間機関に委任するわけである。もっとも、歴史の示すところでは、そうした機関はイングランド銀行のように結局国有化され、政治的責任を負わされるであろう。政府が有形の計算単位を発行しなくなり、これを民間機関が自由かつ競争的に供給するという考えは、私にはお伽噺にしか思えない。

民間による貨幣の発行は、商品貨幣についてはより意味がある。政府は金、銀、合板、小麦

または幾つかの財の組合わせにより1ドルを定義することができる。この場合、特に国家やその他の信用のある政府または機関が、重量と品質を容易に確認し得るような様式の商品貨幣を鑄造することができれば、商品自体が流通し得る。

経験の示すところでは、価値尺度となる商品で支払うとの約束証書を用いて取引を行うことがより便利な点に人々は気づくであろう。では誰がそうした約束をするのか。競い合う民間機関であろうか。何らの規制も受けない民間機関であろうか。繰り返しになるが、政府は税金やその他の債務の納付の際に国民からどのような債務証書を受け取るかという質問から免れられないし、また民事債務の支払いに誰の債務証書を使用し得ることにするかという決定を避けることもできない。特に政府が債務証書の受領適格性と法定性を公式に認可するとすれば、政府はこの債務証書の発行者の債務履行能力に関して自由放任の態度はとり得ない。

熱狂的な自由市場論者は、民間機関が各発行主体の債務証書についてその質と保証に応じて適切に価格を付ける、つまり割引きを行う、と説くかもしれない。しかし、自己実現的な予言があり得るから、市場における合理的な価格形成は概念的にさえも不可能かもしれない。「信認」がある場合には十分な支払準備率も「信認」がなければ有効でなくなる。いずれにせよ決済システムは、他の通信網同様、その普遍性、標準性及び予測可能性によって効率性を生み出す。その意味では、交換比率が変化する複数の競合通貨の存在は効率的ではない。

また、幾人かの論者は、民間発行にせよ政府発行にせよ、裏付けに商品のストックを有しない商品貨幣を考えてきた。彼等は通貨計算単位の一般の測定単位に対する類似性を強調する。つまり、1ヤードが度量衡局にある棒の長さで

あるように、1ドルも一定重量の金、銀またはこれらの組合せとして定義されていたというわけである。そしてドルは再度商品により同様のかたちで定義できるとされる。しかし、この類推は適切ではない。そのように定義された「ドル」の要求払を約束する主体は、民間主体でも公的主体でも、その約束を履行し得るように、手許にストックを持っていなくてはならない。これが定義された等価性を保証する唯一の方法である。

結局、通貨計算単位を具現化した価格貯蔵手段が存在しなければならない。そしてこれは基本的には中央政府によって選定され、供給されるであろうし、またそうあるべきであるというのが私の結論である。このようになるとすれば、あとは民間主導によって、基本貨幣を要求払ないし定期払のかたちで支払うというあらゆる種類の約束証書が創出されるであろう。問題は、こうした民間のイニシアティブがどの程度そしてどのように国家によって規制されるべきかということである。この点私は、現在みられるような規制緩和に対する広汎な熱狂的雰囲気の下では、かつて金融規制を招来したような状況や問題を再現してしまう惧れがあるのではないか、という喜ばしくない懸念を持っている。

3. 内部貨幣としての銀行預金

紙幣や硬貨は、少額の買い物、自動販売機及び全く見知らぬ人との取引を別とすれば、さほど便利な交換手段ではない。これらが高額を支払いに有用であるとすれば、それは脱税、犯罪といった恥ずべき理由による。合法的な高額取引にとっては貨幣は嵩張り過ぎる。また、種類が限られている、紛失や盗難の危険が大きい、郵便送金に適していないという理由でも貨幣は不便である。実際、金額ベースでは貨幣は取引全体のほんのわずかな部分にしか用いられていない。この点は、紙幣や硬貨が不換貨幣であら

うと、通貨単位を定義するのに用いられた商品といつでも交換できる政府の約束証書であろうと、同じである。

政府の通貨供給独占に不満を唱える声もある。しかし、決済制度にどのような非効率性であろうとも、それは民間主体に紙幣や硬貨の発行を認めることによって殆ど解消しない。おそらく幾つかの銀行が政府紙幣よりも券面種類が豊富で便利な紙幣を発行するであろう。このことは便益をもたらすが、半面異なる種類の紙幣や硬貨を取り扱い、分類する面倒さが生じてしまう。

要求払預金、すなわち通貨を要求に応じて本人に支払い、また指図によって第三者に支払うという銀行の約束証書は、通貨そのものよりも便利である。歴史的には、商業銀行がこの営業機会を利用して資金を集め、商業貸出に対する借り手企業の需要を満たした。この場合、銀行のインセンティブは金利ゼロの通貨と競争関係にある預金と貸出との間の利鞘にあった。預金の多くは時に銀行の貸出先にもなる企業から集まる。その意味では商業銀行は、一時的（季節的または循環的）に資金余剰となる企業の資金を一時的に資金不足となる企業に貸し出すという仲介機能を果たしていることになる。ここで資金の貸し手となる預金者と借り手の立場は頻繁に入れ替わる。また商業銀行はこうした預金と信用の循環を管理する。さらに、商業銀行は預金者である家計から企業や公的部門への貯蓄（米国では低水準であるが）の移転を行う。

銀行は要求払預金のかたちで貸出原資を得ているので、極く短期で借りて長期で貸し出し、流動性の高い資金を借りて流動性の低い資金を貸し出していることになる。このような資金仲介に伴うリスクは銀行の経営者や株主だけが負うものではない。それには、銀行の自己資本はあまりに小さいからである。たとえ銀行経営者

が通常の洞察力をもって株主の利益のために行動したとしても、あるいは個人的な利益を得ようという誘惑を断ち切ったとしても、全くの偶然から破綻——借り手のデフォルトや資産に関するその他の資本損失から生ずる経営破綻 (insolvency)、あるいは資産の現在価値を即座に流動化できれば資金繰りがつく場合にも生ずる預金引き出しへの対応不能 (illiquidity) ——が生ずる。こうした破綻の確率は預金者の信認の本質的な不安定性によって何倍にも大きくなる。預金取り付けのニュースが同一銀行または他の銀行における雪崩を打ったような取り付けの引き金になる。銀行業務が自由な市場競争下に放置されず強力に規制されてきたのは上記のような理由による。規制は次のようなかたちで行われてきた。

- (1) 預金に対して保有すべき最低準備が通貨またはその他の流動資産のかたちで法令によって規定されている。その元来の目的は預金者保護、特に銀行間の競争による準備率の無分別な低下を防止することにあった。しかし、一旦所要準備が定められると、それは預金者の要請でも払い出し原資として利用できなくなるという矛盾が生ずる。実際には所要準備は中央銀行のマネタリー・コントロールの手段と化している。
- (2) 流動性不足から銀行と預金者を保護する役割は「最後の貸し手」としての中央銀行に課せられている。連邦準備制度は、コンチネンタル・イリノイという破綻銀行に70億ドルを貸し付けることによって、この責任をどれほど重大に受け止めているかを示した。この金額がいかに大きいものであるかは、連邦準備制度の銀行システム全体に対する通常の貸出が10億ドルを越えることは殆どないことを考えればわかるだろう。このように、中央銀行の「最後の貸し手」としての役割は、マネ

タリー・コントロールのための手段の通常の運営を大きく歪めることがあり得る。上述の例では、連銀は余分な貸出額とほぼ同額を公開市場での債券売却で吸い上げた。こうした算術的な相殺のネットの効果が経済的に中立であったか否かは、銀行や大衆の心理的要素にも依存したと考えられ、中央銀行にとってさえ評価困難であったであろう。

- (3) 規制は、銀行の資本形成、会計処理、資産運用、負債の種類、預金金利、株主構成及びその他の事業活動や利権に亘っている。これらの規制の順守を図るために定期報告、検査及び会計監査が行われる。また、銀行業への新規参入には政府の認可を必要とする。競争と効率の名の下に緩和ないし撤廃が叫ばれているのは主としてこうした規制である。
- (4) 政府の預金保険は銀行破綻を防ぐためのもっとも有効な手段として機能してきた。これにより米国では、経済の安定を乱す取り付け騒ぎというような伝播性のパニックを事実上取り除いていた。しかし、特に最近数年間は銀行や他の金融機関の間の競争が国際的規模で激化しており、この中で預金保険も全面的にうまくいっている訳ではない。一方、この数年間は経済活動、物価、金利、為替相場の振幅が激しくなった時期でもある。このような状況下、法令上預金保険は各口座の最初の10万ドルしか保護しないことになっているが、米国当局は大銀行の場合には預金の全額が保証される必要があると認識するようになった。

預金保険も他の規制同様効率性の観点から批判を受けている。預金保険があるために、その加盟銀行は自らリスクを評価し抑制するインセンティブを失い、規制当局による監督行政（これは預金保険機構自体によって補強されているのだが）に責任の多くをしわ寄せしている。預

金保険の存在はまた預金者が預金先の銀行のリスク度合いを評価するインセンティブをも失わせている。さらに、預金保険は政府の不換紙幣発行権の大幅な拡張であると同時にその民間へ的一部委任である。つまり、それは一旦事が起こったときには巨額の債務となり得る、いわば白地手形のようなものである。連邦預金保険機構の保有準備は保険対象の預金総額の1%に満たない。大銀行が破綻すればその保有準備はたちまち枯渇し、議会に追加資金の支払認可を求めざるを得なくなる。

計算単位で表示され、支払いに充当できてしかも価値貯蔵手段としてリスクのない便利な通貨代替物を経済主体に供給することは重要である。また、銀行破綻が原因で社会の決済システムが中断や機能停止に追い込まれる事態を防ぐことは重要である。問題は、こうした目標が小切手の振り出し可能な要求払預金と貸出に関する規制のない競争によっては達成できないことである。銀行預金は内部貨幣であり、純国民貯蓄の蓄積形態としては貯蓄が退蔵されないというマクロ経済的な利点を持つ。内部貨幣が主要な交換手段となったのは歴史の偶然だが、このことは貨幣の裏付けとなっている資産の価値や流動性を損うような出来事に対する脆弱性をも生んだ。競争による効率性と預金者保護の間のバランスを確保することは次第に困難かつコスト高になりつつあるように思われる。従って、この問題に対処する他の方法が検討に値する。

4. 預金化された通貨

通貨に似ているがその不便さを持たない決済手段がおそらく必要である。いつでも紙幣や硬貨への交換及び指図による第三者への振り替えが可能であり、また紛失や盗難に対して安全な預金化された通貨(=100パーセント準備の預金)があれば、それは計算単位によって表示された完全な価値貯蔵手段となろう。預金化され

た通貨を供給するひとつの方法は、中央銀行またはおそらく郵便局内に設置されるであろうその支店に個人が預金口座を開設することを認めることであろう。

現在の民間化(privatization)のムードを考えた場合、より実現の公算の大きい代案は、中央銀行への預金を認められている銀行や預金取扱金融機関に預金化された通貨を顧客に対して供給させることである。勿論、このような口座を運営する費用をどのように負担するかという点がひとつの問題である。政府がその100パーセント準備に付利することでその費用に対して補助することはできよう。決済システムは納税者が全体として維持すべき公共財であるというのがその理論的根拠である。あるいは利用者から手数料を徴収することも可能であろう。なぜなら、通常の通貨を取引に用いる費用の大部分を負担するのは結局は個人であり、従って、小切手振り出しの可能な預金をより便利にするために、個人が幾らかを支払う余地はあるからである。

通常の通貨が付利されないように、こうした預金にも付利すべきでないとの議論もあろう。銀行や他の預金取扱金融機関は手数料やサービスの面で預金獲得競争を展開するであろう。他方、政府はおそらくTBレートに連動するような低い金利を銀行に支払うかもしれない。この場合、銀行はサービスやその手数料面に加えて預金者に支払う金利の面でも競争するようになる。有利子の預金の方が人気があるであろうから、財務省はこのような預金口座の創設を認可し、納税者の資金負担の節減を可能にするかもしれない。いずれにしても、金融機関が預金の形をとった通貨を一般消費者向けに供給することを認められるためには、サービスと利便性に関する一定の基準を満たし、共通の全国的決済網に加盟することが条件となるであろう。

5. 銀行と分別管理されたファンド

現行の米国の預金保険は加盟銀行の決済手段としての預金だけでなく小切手振り出しのできない貯蓄性口座や定期性口座を含む全ての他の預金も保護している。一方、投資信託会社等の預金保険の対象となっていない資金の取り手の似たような債務は保証されていない。資産が合同運用されているため、保険の付いていない預金債務の引き出しが付保されている預金を危険にさらす点を除けば、なぜ加盟金融機関のあらゆる種類の債務が保証されなければならないかははっきりしない。しかし、これこそがまさに預金保険による保証が法令上の限度を越えて事実上拡大された理由である。

この問題は特定の債務に対応する資産を分別管理することによって回避できる。これにより預金者は、預金取扱金融機関のバランス・シート上の他の部分に問題が生じてもその悪影響を受けないファンドを購入することができるようになる。このようにすれば、多くの種類の投資信託を販売している会社（預金保険には加盟していない）がますます銀行に似てきているのと同様に銀行はそうした会社に似てくるであろう。

上で提案した100パーセント準備の預金はこうしたファンドのひとつであろうが、その他のものもあり得よう。例えば、ほどほどの資金はあるが金融知識を殆ど持たない多くの家計は、計算単位で表示された安全な価値貯蔵手段である貯蓄性口座を望んでいる。これらの口座は、ファンドを財務省証券に投資することによって、リスクがなく満期も豊富な形で提供される。またこれらは、償還額を純資産価値に応じて変動させたり、あるいは額面は固定し、金利を変動させる方式を採用することによって、要求払債務としても提供され得る。

しかし、このような商品は預金保険の付いている標準的な貯蓄性預金や定期性預金に代わる

ものである必要はなく、それらを補完するものである。ある個人（社会保障番号や納税者番号により本人確認が行われる）に対して保証される預金保険の総額は、どこで預金が行われようと、現行法令上は厳密に10万ドルまでである。

特に小口で金融知識のない貯蓄者にとって、おそらくより重要な資産メニューの追加は、生計費指数に連動する貯蓄性口座・証書であろう。この指数は交易条件の影響、間接税など国全体として保証され得ないような偶発的出来事による部分を除外したものでなくてはならない。（なおこの調整は、法令の保護下にある団体交渉契約の場合を含めて、全ての公的ないし、公的に認可されたインデクセーションに対して適用されるべきである。）金融仲介機関が、安全、便利かつ弾力的な形で、生計費に連動した債務を提供できるようにするためには、政府が何らかの生計費に連動した証券を発行する必要があるだろう。

このような「分別管理されたファンド」の利点は、金融仲介機関における預金保険によって保護される必要のある債務の範囲、さらに、継続的に検査し規制する必要のある資産の範囲を限定できることである。もしも2種類の金融仲介活動をはっきりとした明確な線で分けられるとすれば、買い手のリスク負担原則を預金保険の付かない、規制の緩い業務に適用することができよう。そうした業務分野では銀行と預金取扱金融機関が相互にまた他の市場参加者と激しく競争することになろう。その過程で時々破綻する機関が現われても、これらの機関が管理している分別管理ファンドの価値も流動性すらも損なわれないであろう。預金債務、CD 及びこれらの類似商品を管理し、高収益の貸出機会を追求するという仕事には、引続き銀行や他の金融機関の経営者、企業家としての能力が必要と思われる。しかし、大口預金者が大銀行に対し

て疑惑を抱く度に金融危機を経験し、その度に預金者や銀行を失敗または不運の結果から救済する必要はなくなるであろう。

6. 新しい取引技術と金融政策

現在ではどの要求払預金口座からも預金の引き出しや第三者に対する支払いを容易に行うことができるが、この便利さを制約する理由はない。要求払預金のうち幾つかは預金化された通貨または他の分別管理されたファンドになるであろう。またそうでないものもあろう。勿論、預金保険の対象もあれば対象でないものもあろう。計算単位で表示された固定価値を有するものもあればそうでないものもあろう。エレクトロニクスによる決済という素晴らしい新世界では、これら全てがコンピューターを利用した決済ネットワークによって連結される。

支払人の選択によって、商品の購入時点や受け渡し時点で、あるいは将来の指定された時点で決済を実行することができるようになるであろう。そうした決済は銀行や中央銀行と連結した端末機からなされる。端末機は銀行自体に置かれるだけでなく、店舗、事務所、家庭にも設置されるであろう。現在の双方向テラー端末機と同様な形でプラスチック・カードが利用されると思われる。決済が実行される場合には、支払人と受取人が銀行ないし他の金融仲介機関に開設している口座において受け払い記帳がなされ、これらの金融機関が中央銀行に保有している口座でも同様の貸借記帳が行われる。預金者にとっても銀行にとってもフロートはなくなり、従って、最近 E. F. Hutton 社が行ったような空手形を乱発する危険な資金操作の余地はなくなる。また米国では、フロートを利用して利益を挙げようとするところから来る巨額の社会的に無駄な取引が消滅するであろう。新しい技術によって、小切手制度よりもより効率的に情報流すことのできる欧州のジャイロ・システム

をはるかにスピード・アップしたシステムが可能となる。

この決済システムでは、銀行のクレジット・カードで現在付されているような与信限度額（クレジット・ライン）の上限まで、銀行が当座貸越を行うことが自然であり、かつ殆ど不可避免であろう。当座貸越の広汎な普及は米国における新しい金融システムの主要な革新であるかもしれない。予め設定された限度額を越えて貸越が生じないときに限って取引は完了することになる。同様に中央銀行では、コンピューター化された「帳簿」の上で銀行やその他の金融機関の間の決済が行われることになり、借入れから返済まで1営業日以内というような契約を含む当座貸越に関する何らかの厳しいルールが必要となろう。

当座貸越がより広汎に利用されるようになる場合には、銀行の所要準備を算出する現在の基準を改正する必要性が生じよう。明らかに所要準備を負債にのみ課することに固執することは实际的でない。もし預金化された通貨の口座が設定されれば、勿論100パーセントの所要準備が課せられる。しかし、他の種類の預金も決済網を通じて振替可能であり、これらの口座に対して当座貸越を受けることもできる。私は、当座貸越を含めた銀行の資産に対して所要準備を設定することを提案する。資本金でカバーされる資産は所要準備の対象から除外される。また、預金保険の対象でなく、決済網を通じて振替可能でもない債務によってカバーされる資産も除外される。但し、債務や出資持ち分の所有権を決済網を用いて振り替えようとする金融機関や金融会社は全て準備賦課と関連規制に従う「銀行」になる必要がある。

この新しいシステムにおいても中央銀行は依然有効なマネタリー・コントロールを行うことが可能であろう。米国でも多くのその他の金融

システムでも準備賦課がマネタリー・コントロールの支柱である。準備賦課を通じたマネタリー・コントロールが有効であるための必要にして十分な条件は、政府が中央銀行を通じて適格な準備資産、つまりマネタリー・ベースの総額を独占的に供給し、管理することである。これを中央銀行は公開市場操作により、また準備を銀行に貸し出す際の金利や他の条件の操作によって行っている。ここでは、言うまでもなく、準備を賦課される「銀行」は金融・資本市場で十分に大きなウエイトを占めており、このため、中央銀行の操作がこれらの市場で決定される量、価格、金利に影響することが前提されている。

私が考える限りでは、これまで描いてきた将来のシステムの中には準備賦課を通ずる有効なマネタリー・コントロールの条件を損なうものはない。預金が所要準備算定のベースとして必ずしも適していないのと同じ理由で、マネタリー・アグリゲートはあまり興味のある統計でも、有効な目標でもなくなるであろう。しかし、公開市場操作や公定歩合といった連邦準備制度の政策手段の変動は、引き続きマネタリー・ベースに影響を及ぼし、重要なマクロ経済変数に伝播するであろう。

7. 有利子の貨幣

別の場所で議論したように、預金に市場で決定される金利を支払うことは、通貨需要の名目市場金利水準に対する弾力性を低下させる。古いスタイルの教科書の図式で言えば、LM曲線の傾きを急にする。またもし中央銀行の貸出金利及び準備預金金利を市場金利に連動させると、「貨幣乗数」の金利弾力性も低下する。従って、中央銀行の政策手段の変動は、名目金利が法律ないし行政上の決定により固定化されていた以前の制度と比べて、より大きな影響を国民所得に及ぼすであろう。同様のことは人々の預

金需要や銀行の準備需要にショックが生じたときにも言えよう。ここで、それらの需要は新しい制度下では一段と振れるようになると考えられる。というのは、キャッシュ・マネージメントから殆ど何の利益も得られない状況では、人々は現金残高の大きな変動を直ちに是正することなくそのまま受け入れるであろう。

金融政策の運営についての教訓としては、新しい制度下では金融政策はより適応的 (accommodative) に運営されるべきである。すなわち、準備供給を金利により反応させるべきである。このような中央銀行による適応は、現在のシステムに組み込まれている預金金利、準備預金金利や中央銀行貸出金利のコントロールによる適応メカニズムに代わるものである。金利コントロールの撤廃はミクロ経済学的な効率性の面から正当化されるが、一方上記のような代替はマクロ経済学的な理由から適当である。

第2回国際コンファランスのテーマは時宜を得たものであり、かつ重要である。それは実用的で巧妙な経済システムの提案という問題を含んでいる。従来繰り返し主張されてきたマクロ経済理論と金融政策に関するいろいろな見方は本会議の問題意識にはおそらく応用できない。私は幾つかの予備的考察を述べたままで、この後の提出ペーパーや討論から多くを学び取れると期待している。

以 上