

II. 報告論文

国際金融センターについて

新 開 陽 一
(大 阪 大 学)

1. はじめに
2. 国際金融センターとは
3. 国際金融センターの成立と発達
4. 国際金融センターの評価

1. はじめに

国際金融センターは今日のかつ魅力的なトピックであるが、学界人の立場で報告論文を書くのは易しい仕事ではない。国際金融市場と区別したセンターの研究は皆無に近く、学界の通説をふまえて議論をすすめることができないからである。国際金融市場と実物経済（生産・消費・貿易など）の関係は近年研究がすすんでいる。しかしマクロ経済学の通弊で、自由放任派と規制必要派の立場は大きく異なっているから、やはり通説をふまえた議論は望めないようである。

以下では通説の紹介は断念し、また諸学説の紹介に深入りすることもせず、やや直観的かつ大胆に叙述をすすめてみたい。報告は3つの節に分れる。2.は国際金融センターの特徴（単なる市場との異同など）、センターの機能、集中を引き起す力などを論じてみる。3.はセンターの成立・発達の条件であるが、私は現状には暗いので、キンドルバーガー教

授の金融センター形成の史的研究を紹介し（実はセンターを直接対象とした研究で私が目にした唯一の学術的文献である）、それを手掛りにセンターの形成の条件を考える。

最後の4.は国際金融センターの評価である。評価のうちセンターの機能と関係する部分は1.で触れるつもりなので、4.では経済全体との関係を考える。また上述のとおりセンターそのものの研究は皆無に近いので、ここでは発達した国際金融市場をセンターと同一視したうえで、金融市場と実物経済の関係を論じてみたい。とりあげる話題は、金融センターへの資源過大配分、金融資産価格の過大な変動、金融活動の規制と金融政策などである。

2. 国際金融センターとは

(1) 特 徴

国際金融センターという呼称のうち、国際の部分には市場参加者が複数国居住者と取引をし、使用通貨が複数である（もしくは自国通

貨でない)ことを指すので、とくに問題を含まない。センターの定義のほうが厄介かと思われるが、私は欲するならば簡単に対面取引が行える程度の金融機関の集積を指すものと解しておく。たとえばニューヨークでは若干の銀行がウォール街からマンハッタン中部に移転したけれども、対面取引は容易であり、そのときはマンハッタンがセンターとみなせよう。

金融市場とセンターの区別は上のセンターの定義とからんで、やはり明確ではないが、広義の市場はすべての顧客を含むのは当然である。つまり広義の国際金融市場は地方の中小企業(金融機関とはかぎらない)を含むので、むしろセンターのイメージとは一致しない。大口の顧客(国・地方自治体・著名企業・個人)と主要金融機関から成る狭義の国際金融市場は、取引所の建物の有無は別にしても、1都市(もしくはその1区画)に集中する傾向があり、センターとはほぼ同義と考えてよからう。

市場(センター)参加者は上記のような特定の顧客と金融機関であり、それゆえ取引商品も大口になろう。金融機関の側からみると卸売り取引が中心になるわけで、後述のとおりセンターに所在するときの間接費用は大きいから、小口のリテールは採算が合わないはずである。ちなみに典型的な国際金融センターである(ロンドン)ユーロカレンシー市場の特徴を、ニーハンス(1984)は、標準化された大口預金が大金融機関・大口顧客の間で取引されるところと規定している。

昨年度の『世界経済白書』(経企庁(1988)、第2-1-2表)には国際金融センターとして15

か国とその他オフショア・センターを挙げている。出所はBISであり、イングランド銀行の四季報も同じ出所の表を掲げるので、これがある意味で公式の国際金融センターの用語法とみなせよう。取引規模が大きいのはG5についてルクセンブルグであるが、同国は金融センター活動がGNPの20%、雇用の8%を占める典型的な金融立国の例であり、のちにも言及する機会があろう。ともあれこの公式用語がセンター名として国(都市でなく)を挙げているのは、狭義の金融市場とセンターの区別を重視していないためと解される。

(2) 機能

国際金融センターであれ(のちの史的研究の対象になる)国内センターであれ、その重要な機能の一つは卸売りである。世界に n の地域金融市場があるとき、その各々が相互に取引をするならば、取引の組合せは $n(n-1)/2$ となる。ところがもし単一のセンターが形成されると、地域市場同士の取引は必要なく、すべてセンターを通せばよいから、組合せは $(n-1)$ ですむ。 n が大きいとき2つの組合せの差は大きい。¹⁾これが貨幣の取引費用低減効果と類似の、金融取引における卸売り機能の効果である(Kindleberger 1974)。

金融取引の特徴の1つに借り手の信用度がよくは分らない(情報の非対称性)点があり、すぐ下で言及するつもりであるが、センターは卸売り市場として信用度の比較的明確な参加者に限定することによりこの問題を回避できる。担保や信用割当や当局の規制など、情報の非対称性に起因すると思われるさまざまな

1) $n=30$ のとき435対29となる。

な歪みが少なくすむので（ユーロ市場が典型である）、金融仲介の手数料が低くなるという意味で市場の効率化が促進される。これを仮に信用度の高まりと呼んでおこう。対面取引が可能なことも信用度を高めるのに何がしかの役割を果たすであろう。

集中のメリット、あるいは大口の標準化された商品の取引に特化するメリットは、いうまでもなく規模の経済性の実現である。金融機関の規模の経済性をめぐっては多くの実証研究があるようで、私はその方面の知識を欠いているが、もし明確な結果が出ていないとすればそれは金融取引にともなう情報非対称性に起因するのではないか。信用度の高い参加者のみの市場で、規模を取引額で測るなら、スケールメリットの存在はほとんど自明と思われる。

逆にいえば、取引額あたりの手数料が低下し、他方では集中にともなう地価などの間接費が上昇するにもかかわらず、金融機関が利潤を確保できるのは、規模の経済性があるからこそである。そうして、金融新商品の開発にともなう人件費物件費や、ディーリングにともなう巨額の投資を負担できるのも、規模の経済性のたまものである。すなわちセンターの重要な機能として、規模の経済の実現を逸することはできない。

ついでながら、規模の経済は経済学の用語でいえば、個々の金融機関に帰する内部経済である。それに加えて外部経済要因も考えられる。取引所のような施設は自明の例であるが、対面取引の便や独立の弁護士、会計士の存在、交通通信などインフラも外部経済に数

えられる。地価の上昇などは外部不経済の例である。これまでのところ外部経済が不経済を上回っているので、集積のメリットが持てはやされるのである。

(3) センターの「保険」機能

これまでは資金の貸し借りのみを念頭においてきたが、金融取引のもう1つの機能であるリスク・ヘッジとセンターの関係はどうだろうか。金融取引の機能は異時点間の資金の交換と、異なった状況間の交換（trade across states of nature）に区別できる（Stockman 1987）。前者は説明を要さないが、後者はリスク・ヘッジであり、株式の国際取引を例にとると分かりやすいであろう。

2つの国がそれぞれ景気後退に見舞われる公算があるが、景気の連動性が低いときには、両国の株式に分散投資をするのが賢明な方策である。A国の投資家は自国の景気後退で株価低下による所得減（キャピタル・ロス）を経験しても、B国株の値上りまたは値下り回避で、ある程度所得を維持することができる。つまり株式は一種のオプション証券であり、²⁾分散投資は値下り保険のついたオプション債の購入に似た効果をもたらすと理解できる。

株式は古くからある金融商品であるが、明示的なオプションは比較的新しい金融商品である。いずれも買い手に「異なった状況間の交換」を可能にするとの意味で、広義の保険機能を提供している。ついでながら、わが国では一口に先物とオプションと並称するけれども、両者の機能は大きく異なっている。先

2) 実際ブラック＝ショールズは株式をオプション債とみなし、この分野の研究者は株式オプションを合成オプションと定義しているそうである。

物はあくまで異時点間の資金の交換であり、よく整備された金融市場では裁定取引が活発に行われるので、現物証券と機能的に異なるところはない。金融センターは先物や金利スワップなどの商品を提供することを通して、異時点間の交換の効率性を高めているのである。

株式やオプション商品はすぐれて保険機能をもっているが、保険機能を十分に発揮するためには、よく整備された国際金融市場もしくはセンターが不可欠と思われる。株式の場合、国際分散投資がリスクを大幅に縮小することはよく知られているが、株式の国際取引はセンターと有力金融機関がほぼ不可欠ではないか。³⁾ 他方、明示的なオプション商品の提供は、商品開発コストも高いし、提供者すなわちオプション・ライターは（再保険者、究極的にはロイズのように）大きなリスクを潜在的に負うので、センターに拠る大金融機関のみがなしうる。あるいはセンターに拠る大口投機家（ロイズのネームにあたろうか）、シカゴの清算会社の構成員などの存在が不可欠であろう。

(4) センターへの集中

金融センターへの集中は際限なく進む性質があるか。もし金融取引が情報の非対称性の問題をはらまないのなら、規模の経済性が強く働いて、卸売りセンターはごく少数になってしまう。それを防止するのは、1つは自明だが政策的な優遇措置である。すでに言及したルクセンブルグは、銀行秘密法と免税を通して金融センターの地位を維持しているという。もう1つは情報の非対称性である。これ

には金融機関に関する情報の入手困難もあるが、以下では借り手の情報が貸し手（もしくは金融機関）に十分把握されない側面のみを考える。

金融とは信用の供与であり、金融取引の条件が借り手の信用度に大きく左右されることは、実務担当者には自明であろう。経済学ではこの問題はリスク・プレミアムとしてやや表面的な取扱いをされていたが、この十数年「レモン市場」論の応用として、かなり実情に合致した分析がすすんでいる（たとえば池尾 1989）。英和辞書ではレモンを不良品、きずものなどと訳しているけれども、むしろここでは「外見上は分らない品質不良」あるいは「品質を確かめるためにはコストがかかる商品」の意味ととるのがよい。

レモン市場論の応用としての金融仲介分析を紹介する必要はない。本論の立場からは、借り手の信用度の情報が不完全で、しかも局地化していること（借り手に近いほど情報の確度があがる）に注意すれば十分である。銀行の貸出しにしても、株式の引受け（地方取引所への上場あるいは店頭株）にしても、あるいは例は少ないかもしれないが社債引受にしても、対象とする企業・個人と接触が密であるほど、リーズナブルな取引は成立するはずである。このような取引は小売りであり、地方の準センターが取引の中心になる。

世界で20とか30とかの国際金融センターでは、上のような小売りを取扱うことはできない。小口取引はもともとコストが割高であり、しかも情報の局地性のためさらに割高になるからである（もっともセンターでの取引がレモン問題から自由であるわけではない。ラテ

3) 私の印象ではセンターに所在しない国際株式投信のたぐいは、ほとんどが詐欺であった。

ン・アメリカ政府への貸付けは結局は不良品購入であった)。またセンターに参加する主要金融機関は、自らがあるいは取引機関を通して地域の準センターで資金を運用調達することになる。各準センターと繋りの深い金融機関がそれぞれセンターに参加するので、センターの参加機関の数が競争を通して際限なく小さくなるわけではない。

以上を要するに、3大センターへの集中は今後もある程度は進もうが、政策や制度上の差のため小センターが残り、さらに準センターも多数残るはずである。また3大センターの金融機関が寡占化する傾向も、どちらかという弱いのではないと思われる。

3. 国際金融センターの成立と発達

(1) 史的研究の紹介

金融センターの成立と発達については、実情をはなれた抽象論の価値は限られたものであろう。実情を知るには現在のセンターをサーベイするのが最も望ましいが、これは私の能力を超えるので、そのかわりにキンドルバーガー (1974) の史的研究を要約紹介したい。主として19世紀後半以降が扱われており、当然ながら国際金融センターよりは1国内のセンターの形成に重点がおかれている。しかしセンター形成の諸条件を探るには、国際と国内の区別はあまり重要でないと考える。

引用した文献は70ページ程度の小冊子であるが、史的叙述としてエピソードに満ち、(重要でない) 表が1つ含まれるだけという、要約がきわめて困難なものである。それをあえて1枚の表にまとめたので、過度の単純化もしくは力点の置き違いなどの誤りがありうることは、お断わりしておかなければならない。

さて第1表を眺めると、地理的条件・歴史

的条件・政治的条件・インフラ的条件などがさまざまな重要度をもって作用したことがわかる。ロンドン・チューリッヒ・ニューヨークは交通の要所であった。ローマがセンターにならなかったのも、地理的に北イタリアから遠かったからとされている。トロントについても、重要度は劣るようであるが、ニューヨークへの近接が何がしかの役割を演じたい。もっとも交通通信の発達につれて、地理的条件の重要さは減少していくと思われる。いまでは(できれば24時間運営の) 空港の役割が重要であろうが、これはインフラ的条件に数えるべきかもしれない。

歴史的・政治的条件が重要な役割を担った例は、パリ (中央集権の伝統)、ベルリンとフランクフルト (戦争後の政治中心)、トリノ (統一後の首都) である。カナダでモントリオールとトロントが拮抗し、どちらか一方への集中が生じなかったのは、文化的な差とともに両州政府の政策が重要な役割を果たしたようである。

(2) 集中のメカニズム

上述の外的条件と必ずしも明確に区別はできないが、やはり第1表を参照しながらセンター形成の内的メカニズムを探ってみよう。金融取引の規模の経済を明示的に挙げているのはニューヨークだけであるが、ジェノア・ミラノがライバル・センターにおける銀行危機を契機にセンターの地位を占めたのも、規模の経済のたまものである。パリについてもこの見方は当てはまるはずである。

取扱い商品の変化がセンター形成に影響を及ぼした例は、ロンドン (小切手の発達)、ベルリン (鉄道債の重要性増加) などである。一般的な経済成長が挙げられているのは

金 融 研 究

第1表 金融センター形成の歴史

センター	金融取引が集中した理由	外的条件
ロンドン	地域ごとの資金過不足の調整（ロンドンの銀行ノウハウ）、小切手の発達により銀行券発行（ロンドンではできない）業務の重要性低下	港、鉄道の中心
パ リ	地方銀行の倒産をフランス銀行が救済しなかった、政府機関（農業銀行など）の存在が資本市場パリ集中につながった	中央集権（パリ）の伝統
ベルリン ↓ フランクフルト	ベルリン銀行の抜け目なさ、鉄道証券の重要性が増しフランクフルト地位低下（公共債依存）、英資金からの独立気運（ハンブルグ地位低下） 中央銀行の存在、米占領軍所在のため米系多国籍企業が集積	普仏戦争でのプロシア勝利 第二次大戦によるベルリン孤立
ト リ ノ ↓ ジェノア ↓ ミ ラ ノ	イタリア統一後の首都、センターの一つ トリノ銀行の倒産 ジェノア銀行の倒産	政治の中心 ローマの地理的位置が不適切
チューリッヒ	19世紀最後の25年の経済高成長、第一次大戦中の外為業務	鉄道の中心
トロント VS モントリオール	センターが併存した理由：州政府の自州センター強化策	モントリオールやや優勢であったが、国際センターがロンドン→ニューヨークと代わり、トロントを助けた
ニューヨーク	1815年以降市場秩序維持の努力、1913年以降金融政策がニューヨークに焦点を合わせる、規模の経済が重要	イーリー運河により初めは交通の中心

（Kindleberger（1974）を要約）

チューリッヒであり、このセンターはまた第一次大戦中の外国為替業務の集中がセンター化を助けたとされている。公的な役割を挙げているのは、パリの政府系金融機関の所在と、ニューヨークの金融政策の焦点である。中央銀行の「本店」の所在については、フランクフルトはセンター形成に貢献したというが、他方（表には明記していないものの）アメリカ（ワシントン）、スイス（ベルン）、カナダ（オタワ）、イタリア（ローマ）では貢献して

いない。

前セクションの外的条件に関しても、本セクションの内的条件に関しても、一般論としてどれが重要でどれが重要でないかを論じるのは困難なようである。史的展望が示すのは、センターごとに諸要因の果たした役割の重要性は異なる、というもののごとくである。1つには19世紀後半から20世紀前半は、まだ各国の異質さが際だっていて、統一的な説明を受けつけないのかもしれぬ。最近のように技

術・経済が同質化すると、あるいはセンター形成のメカニズムも統一化されるかもしれない。

(3) 他の着眼点

キンドルバーガー教授の史的展望では明示的に扱われていないが、私なりに重要と思われる他の要因を二、三論じておこう。まず東京の有利さとしてときに言及される貯蓄（資金供給）超過とセンター化の関係はどうか。

一国経済全体としての貯蓄（資金供給）超過は、外国への資金供給になるので、国際金融業務が活発におこなわれる土壌を提供することは間違いない。しかし企業家計の貯蓄超過は小売りレベルで生じており、それが同じ国のセンターを通して外国に供給さるべき必然性は必ずしもないと思われる。最近の経常収支の大幅黒字国のなかでも、韓国・南アフリカなどは国際金融センターをもつとはいえず、小売り段階で外国のセンターと結びついていると解すべきであろう。他方では、多くのオフショア・センターは所在国の貯蓄とは無関係に成立している。

もちろん19世紀のロンドン、第二次大戦をはさんだ半世紀余りのニューヨーク、現在の東京が、3大センターであるとともに所在国が長期資金の対外供給国であったことは否定できない。⁴⁾このうち毎年のフローとしての長期資本流出が、センター機能に助けられ、またセンター発達に資することは容易に理解できる。その結果として生じるストックの純対外債権ポジションがどの程度重要かは、な

お考えるべき問題である。

日本円のようにまだ国際通貨の地位を固めていない通貨を用いる国に、国際金融センターが成立・発達したときは、対外純資産ポジションの役割は意外に重要であるかと思われる。長短資金の運用調達を合計して考えると、センターは差し引き短期借り長期貸しのポジションをもつことが多いであろう。そのセンターの中心通貨が国際通貨でないときには、短期資金の流入が枯渇する可能性はつねにあり、それに対応する「資本金」がネットの対外ポジションと解せるわけである。

このように論じると、自ら次の着眼点として国際通貨とセンターの関係が念頭に浮ぶ。ポンドであれドルであれ国際通貨の本拠地が、重要な国際金融センターになるのは当然である。外国通貨当局、外国の主要金融機関、多国籍企業などが、準備とワーキング・バランスを保有すべきセンターが、ロンドンなりニューヨークなりに出来るのは必然である。ところで、国際通貨国・長期資本の供給国・純債権国などの特徴は、一口にヘゲモンと呼ばれる国の特徴でもある。長期にわたって最重要の国際金融センターを所在せしめる国は、政治・軍事をふくめたヘゲモンであったといえなくもない。もしこのような国が存在しなくなるなら、国際金融センターも分散する方向にあるかもしれない。

東京が最重要のセンターの1つとして発展するためには、円が国際通貨としての地位を高めるとともに、円市場の整備をすすめる必要がある（さもなければ、オフショア市場

4) 昨年の『世界経済白書』によると、西ドイツの経常収支黒字は短期資金の供給に見合っているという。フランクフルトのセンターとしての地位が低いかに見えるのは、ことによると長期資金供給の不十分さと関係があるのかもしれない。

として円ドルなどを併用する形で発展することになる)。国際通貨化と市場整備は密接に関係している。外国人が円で短期資産を保有するのであるから、通貨政策の分りやすさ(少なくとも日本人と外国人にとって同じ情報を利用できる)、取引額に比例するコスト、たとえば手数料・所得税・取引税の低さ(これに比べて間接費の高さはあまり重要でない)、規制の緩やかさなどが求められる。このような条件が満たされるなら、長期資本流出の円建化も促進されるであろう。

4. 国際金融センターの評価

(1) センターと金融市場の「高度化」

ここでは国際金融センターとマクロ経済成果の関係を考えるのであるが、すでに示唆したようにセンターそのものの経済分析は皆無に近い。そこで以下では国際金融センターを「高度化した国際金融市場」と同じものとみなし、学界の研究を紹介してみる。

1970年代のユーロ通貨市場の発達は金利平価の支配と重なっており、最近の株式・債券市場は一方でセンターの取引活発化と、他方で株価・金利の国際間連動を引き起している。センターと高度市場を同一視するのは、決して不当な単純化ではない。

とはいえマクロ経済学の立場からみた金融市場の研究は不十分なものであった(以下の叙述については、たとえば Gertler (1988) を参照のこと)。主要なマクロ経済学の流派は、貨幣を重視するが金融市場全般は軽視してきた。「ワルラス法則によって、債券需給式を体系から消却する」という記述は、学術論文の常套句である。学術論文には親しんでおられない金融マンも、企業のバランスシート構成は意味をもたないという、モディリ

アーニ・ミラー命題は耳にしておられよう。他方、ミクロー一般均衡論にもとづくマクロ理論では、証券市場の役割は重視するものの、貨幣は軽視し、レッセ・フェールを良しとしている。この派のもっとも特徴的な結論は、国際通貨体制(固定レートかフロートか)の如何は実物経済に影響を与えないというものである。

債券需給式を消却したモデルで、金融市場の影響を分析することはできない。貨幣はベールであるとみるモデルも、金融市場の影響を分析するのは必ずしも適切でなかろう。とくにアロー・デブルー証券(すなわちさまざまな状況に対応するオプション証券)のメニューが揃っているとの前提で、規制さえなければ実物経済の均衡は最適状態にあると論じるのは、政策当局にも金融界にも受け入れ難いであろう。本論の目的からみて以下では、これら経済学の研究成果は尊重するものの、そこでは脚注的に扱われているトピックスに焦点を合せたい。とりあげるトピックスは、金利・為替レートなどの大幅変動、金融部門への資源の過大配分、レッセ・フェールと規制の問題である。

(2) 金利・為替レート的大幅変動

1960年代後半をふり返ると(いざなぎ景気として比較の対象になることが多いが)、金利も為替もあまり動いていなかったのに驚かされる。為替は当然として、かなり自由に動いたはずの電々債の利回りが、月次データでもスムーズなサイクルを描いており、まさに長期金利らしい動きになっている。それに比べて、多くの金融機関がディーリングに参加してから長期国債の利回りは、まるで短期金利のように大幅な変動を示した。

市場の厚みが増し、規制も軽減されるにつれて、金利・為替などの変動は激化するのであろうか。1つの着眼点は長期取引の比重が低下することである。ドーンブッシュ・フランケル (1987) が述べているところであるが、ニューヨークの銀行による外国為替取引のうち、非銀行との取引は10パーセント強にすぎず、非金融機関との取引にかざれば5パーセントにすぎない。つまり貿易取引、長期資本取引の10倍もの為替取引が、銀行間で行われている。フランクフルトに関するある推計では、銀行間取引は長期資本取引の60倍に及ぶという。しかも統計上は長期資本取引に数えられる株式・長期債購入も、実はかなりの部分は短期間での売買を狙ったものである。

為替レートや債券価格がごく短期の取引によって決まるのなら、ブライアント (1985) がサーベイしているように、ディーラー達が手掛りにする様々なニュースの生起に応じて、短期の大幅変動をつづけても不思議はない。かつてフリードマンらは、投機の存在が価格の短期変動を和らげると主張したが、この議論は安定な実需の存在を前提にしたものである。実需の比重がごく小さくなれば、価格の変動は大きくなりうる。少なくとも金融部門への新規参入がつづき (肥大化?)、損失を出して落伍する金融機関があっても市場が拡大するなら、フリードマンらの主張は成立しない (ただし(4)をも参照)。

もう1つの論点は短期の価格変動を引き起すのと同じ事情が、数年間という比較的長期の価格漂流 (本来あるべき値からの大幅な乖離) を引き起すかどうかである。これは為替レートのミスアラインメントとして論じられている問題であり、よく例にとりあげられるのが1980年代前半の米ドル高と、初期のサッ

チャー政策下のポンド高である。いずれの例もバブルであるかどうかについては意見が分かれている。また短期の変動が長期漂流につながるの見方も、理論的に支持されているわけではない。しかしミスアラインメントの存在を主張する立場は、真剣に考慮すべきものをもっている。

為替レートはきわめて重要な相対価格 (自国財全般と外国財全般) でもあるから、それがあるべき値から大幅に乖離するなら、実物経済への悪影響は大きい。金利についてはミスアラインメントを論じるのは容易でなく、事実ほとんど論じられていないようであるが、もしあれば悪影響は大きい。なぜなら金利もきわめて重要な相対価格 (現在の財と将来の財) であるから。トービン教授は金融市場に広くミスアラインメントが存在しうるとの見方をとる少数派の学者の代表で、取引の短期化を抑制するために低率の取引税を導入することを主張しているのは、周知のとおりである。

(3) 金融部門への資源配分

金融市場の育成あるいは金融センターの発達が雇用創出との関連で論じられることがあるが、少し長い眼で考えるなら雇用の創出が論点なのではなく、他の経済部門と金融部門の間の雇用 (広く経済資源) 配分が関心の対象となるべきである。さて金融部門への資源配分は2つの側面をもつ。1つはある国、ある地域、あるいは経済共同体 (EC など) が、政策的に国際金融市場 (センター) を育成する場合である。もう1つは世界全体として、政策的介入がない場合に金融部門への資源配分が過大になるかどうかの問題である。

前者は貿易における保護主義と類似の現象

であり、金融経済の統合化がセンターへのニーズを生むかとの論点とも関係するであろう。最初に例に挙げたルクセンブルグのように、政策介入がなければ金融センターが成立しそうにない所にセンターが出来ると、世界の立場からみれば金融部門への資源配分が過大になる。貿易との類推でいえば、保護措置のために比較劣位産業に資源が配分されるので、一定の生産をもたらすのに必要な資源が多くなる。金融センターの場合には規模の経済が作用するから、保護主義とセンター多発はますます資源の過配分につながるはずである。

第2の論点のほうが興味深いが、また論じるのもずっと困難である。前サブセクションの金融商品価格の変動については、かなりの研究の蓄積もあり、マクロ・モデルを用いた分析という手掛りもある。また金融市場の統合がすすむほど、為替レートや金利の変動幅が拡大するらしいとの観察もあった。ところが資源配分の過不足という問題は、どう接近すれば現実的な議論の対象になるのか私には分らない。ここでは一、二のアナロジーを用いて、論点を提示するにとどめざるをえない。

まず物の流通とのアナロジーを用いて、金融セクターが拡大しうる限度を考えておく。物の場合に生産者と消費者を仲介するのが流通である。情報の不完全さのため何段階もの卸売り業が存在しえたり、最終消費者がキメの細かいサービスを要求するため小売業への資源配分は増したりしうる。しかしこの限度をこえて流通業が拡大することは、(政策的規制がなければ)ありえない。競争は流通マージンの圧縮を通して資源配分を小さくする方向に作用するはずである。金融も同様に、最終的な資金の運用者と調達者の資金需給の大

きさが与えられると、それと無関係に金融取引が拡大し、金融部門への資源配分が増加することはありえない。あるとすれば規制のためか、新規参入と淘汰のバランスがとれるまでの過渡期現象であると解せよう。

アメリカでMBAの多くが金融業へ就職し、わが国でも新卒の就職先として金融業の比重が逡増し、非金融企業が人材を財テクに投入するというように、金融部門への資源配分が増加している。しかも金融機関の利益はきわめて大きいと伝えられている。1つの解釈は最終的な資金の運用と調達の増加を反映しているとみることである。だが経済活動の規模の拡大よりも急速に運用と調達が増加するのは、必ずしも納得のいく説明ではない。もう1つの解釈はニューヨークや東京が金融に比較優位をもつので、世界の金融取引が集中しつつあるとみることである。第3の解釈は一種のバブル現象(土地ころがしに対応する金融資産ころがし)が生じているとみることである。最後の点は次の弁護士のアナロジーで説明するのが適切であろう。

アメリカには世界の弁護士の三分の二が集中しているが、これを比較優位で説明するのは困難であろう。大部分はアメリカ国内の事件を処理しているのである。他国の弁護士への資源配分が過少でないかぎり、アメリカのそれは過大であるとの判断は一応の正当性を主張しうるのではないか。ところで実需にくらべて弁護士サービスの供給が過大であれば、弁護士が仕事を作り出す努力をするのは当然である。レーガン大統領のお気に入りの一口話に、酒酔い運転で電話ボックスに衝突して死亡した人の遺族が、弁護士にすすめられて電話会社を訴え、陪審裁判に勝訴して巨額の損害賠償金を入手した例がある。弁護士

が作り出した事件の典型というべきであろう。

弁護士が事件を作り出せば、資源の過大配分を利益があがることで正当化するだけでなく、製造物責任賠償の高額化や自動車事故の賠償高額化にともなう保険料の高騰を引き起す。ために「相対価格」が歪められ、本来ならば供給さるべき財サービスが過少供給になることも考えられる。アメリカではカリフォルニア州から損害保険業が撤退する動きがあり、全国的に産婦人科医の廃業が目立つといわれている。金融業が自ら仕事を作り出している典型的な例はM & Aであろう。企業の吸収合併は対象企業の本業の必要を満たす場合も多いが、いまでは投資銀行やM & A専門会社が（株主の権利の名のもとに）仕掛ける例が目立つ。これは金融部門への資源過大配分を反映するとみて差しつかえない。

（4）規制か自由放任か

上の2つのサブセクションで論じた金融価格の大幅変動と、金融部門での資源過大配分は、ことによると密接に関係しているかもしれない。M & A活動が株価を変動させることはむろんとして、株価の変動自体が実物経済に悪影響を及ぼすかどうかは不明である。けれども金利や為替レート的大幅変動（ときにはミスアラインメント）は望ましくなく、しかもこれらは過大配分された資源（ディーラー、ディーリングルームへの投資）が自ら作り出している面がなきにしもあらずである。なぜなら取引の大部分は金融部門内のそれであり、非金融顧客の注文を取りつぐのではないから、価格が変動しなければ利益があがらない。さまざまなニュースを手掛りに売買をくりかえし、価格変動を大幅にすると

もに、仕事をも作り出していると解せるのである。

しかしこのような状況が長続きしうるかどうかには疑問もある。外国為替や債券の売買による利益は、基本的にゼロサムの性格をもつから、金融部門のすべてが長きにわたって利益をあげるとは期待できない。ここではフリードマンの命題がやはり正当性をもつことになる。株式の場合にはプライマリー・アセットの性格をもつから、価格上昇がつづけばすべての参加者が利益をあげうる。しかし過大な数の金融機関（と非金融部門の財テク）が利益をあげつづけるには、株価はバブルでなければならず、いずれは破綻する。

フリードマン命題が貫徹する、あるいはバブルが破裂するまでには長期間が経過するかもしれない。その間に価格変動の悪影響が大きいと判断するなら、政策的介入または規制が正当化される。為替レートの場合には当局の介入がしばしば実行され、ターゲットゾーン構想などが有力な主張とみなされているのは、市場が必ずしも効率的でないとの判断がなされているからである。もっとも金融部門への資源過大配分の含意を強調するむきは少ない。金利に関しては、通常のマクロ金融政策とは別に、短期金利のスミージングがときに実施されているようであり、やはり市場の効率性を疑問視していると解せよう。

完全な金融市場に対する規制は有害であるとの立場は、たとえばストックマン（1988）に見られる。本論文の1.で示唆したように、この見方では金融市場が異時点間の資金取引と、異なった状況間の交換の機能を果しており、それを妨げるような規制や介入は望ましくないことになる。情報の非対称性を導入しても、なお規制反対論を展開することは可能

である (Gertler 1988)。現在のセンターにおける保険機能が不十分 (オプション商品の提供は限られている) とすれば、それはむしろセンターの一層の拡充を支持する根拠になるう。

しかしながら (50年に1度しか起らないとはいえ) 大恐慌と1987年のブラック・マンデーの経験は、金融市場がときにパニックに陥り、当局の介入がなければ重大な悪影響を及ぼしうることを示している。大恐慌時には介入がなかったので銀行倒産が続出したので

あり、1987年には当局の介入 (金融組織への流動性供給) が危機を防止したという見方にあまり異論はないであろう。公的な預金保険や最後の貸し手の役割は、実際問題として否定することはできない。重要な意見の相違点は規制か自由放任かではなく、(アメリカのS & L危機を引き起したとみられる) モラル・ハザードの弊害を回避しつつ金融秩序を維持するには、どの程度の規制と介入が求められるかの問題をめぐってである。

以 上

【参考文献】

- 池尾和人、「金融仲介理論の新展開」、西村和雄・伊藤元重編、『応用ミクロ経済学』、東大出版会、1989年
 経済企画庁、『世界経済白書63年度版』、1988年
 Bryant, Ralph C., *International Financial Intermediation*, Brookings Institution, Chap. 6, 1987.
 Dornbusch, Rudiger and Frankel, Jeffrey, "Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives", NBER Working Paper No. 2464, 1987.
 Gertler, Mark, "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Part 2, August 1988.
 Kindleberger, Charles P., *The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic History*, Princeton Studies in International Finance, No.36, 1974.
 Niehans, Jürg, *International Monetary Economics*, John Hopkins University Press, Chap. 9, 1984.
 Stockman, Alan C., "Some Interactions between Goods Markets and Asset Markets in Open Economies", in S. W. Arndt and J. D. Richardson, eds., *Real-Financial Linkages among Open Economies*, MIT Press, 1987.
 ———, "On the Roles of International Financial Markets and Their Relevance for Economic Policy", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Part 2, August 1988.