

書評

向壽一著『マネタリー・エコノミクス』

——岩波書店，2006年——

前田 淳

『マネタリー・エコノミクス』の問題意識

現代経済を特徴づける2つの現象は、金融取引の爆発的な増大とグローバリゼーションである。日本で1980年代後半のバブルがその後の経済危機を招いた経験については、今も記憶に生々しい。マネーの運動は時として巨大なエネルギーとなって、経済を翻弄しているのである。また、グローバリゼーションの結果、家電製品の中をのぞいてみれば、実に多くの国の物資によって、製品が出来あがっているのである。果たして、現代経済学は、こうした変化に対応できるだけの理論を提供しているのだろうか——経済学者や政策立案者のみならず多くの人々が、疑問に感じているところである。向壽一（以下、著者と称す）著『マネタリー・エコノミクス』も、こうした問題意識を動機として執筆されている。こうした問題を正面から取り上げ、新たなフレームワークを提示しようとしている書物は少ない。その意味で『マネタリー・エコノミクス』は極めて意欲的な挑戦であるといえよう。

こうした問題意識にもとづいて、著者が『マネタリー・エコノミクス』で目指している到達点は、21世紀の信用論のフレームワークのための理論的ベースを提案するということである。その目的のために、著者はマルクス、ケインズ、新古典派を比較し、ケインズ左派の立場から、マルクス経済学と新古典派を批判するという姿勢を明確に打ちだしている。

『マネタリー・エコノミクス』の構成

本書の構成は、以下の通りである。

- 序章 経済学の初歩
- 第1章 貨幣
- 第2章 価値と価格
- 第3章 銀行と信用創造
- 第4章 金利体系形成と中央銀行

第5章	証券市場と企業統治
第6章	株価形成の理論と現実
第7章	経済循環と金融政策の効果
第8章	国民所得と産業連関表
第9章	オープンマクロ経済と国際収支
第10章	国際通貨と外国為替システム
第11章	外国為替相場の変動
第12章	オープンマクロの金融政策と国際通貨制度
終章	価格メカニズムと貨幣価値の安定

目次を一覧してわかるように、『マネタリー・エコノミクス』は、貨幣論（価格論）、金融論、国際金融論、国際経済論を幅広くカバーしている。これはもはや学際的な研究というよりも、各分野を横断したコンプリヘンシブな著作というべきであろう。実際、日本で出版されている書物で、＜マネタリー・エコノミクス＞というタイトルがついているものは少ない。たとえば、ハジミカラキス、M.G. 他著（石橋春男・関谷喜三郎訳）『現代マネタリーエコノミクス』（多賀出版、1997年）という訳本がある程度である。そういう意味で、『マネタリー・エコノミクス』は幅広い分野の読者の好奇心を満足させてくれるものだ。また、研究書とはいえ、学部や大学院の授業でも十分利用できるように平易な解説に努め、メインピックスが十分に盛り込まれている。

『マネタリー・エコノミクス』の内容と特徴

さて、目次によって内容がおおよそ予想できる章については説明を割愛し、著者の理論的な特徴が現れていると思われる部分を説明しよう。

第2章では、「個人が多様に感じる有り難みとして、いわば有用性一般ないし効用として、価値を把握」（「はしがき」xii頁）している。「有り難み」という平易な表現を使っているが、筆者が依って立つ土台は、マルクスがスミスから引き継いだ労働価値論ではなく、効用の理論であることを宣言しているのである。第3章では、信用創造論がメインテーマである。フィリップスとケインズの理論を比較検討した後に、信用創造の限界を論じ、最後に自己資本比率規制に言及している。銀行の貸付行動は、どんなに証券化が進んでも、その重要性を失っていない。ところが、信用創造倍の実態は必ずしも明らかにされていない。たとえば、本源的預金はどうかやって把握できるのか、銀行貸付が先に発生した後に現金が生まれるのか、それとも逆なのか、中央銀行がマネタリーベースを増大させたら、銀行の信用創造も増大するのか、それとも一定の条件下でのみ増大するのか、信用創造倍率は無限なのか、それとも有限なのか、有限だとす

れば何倍なのか、倍率は安定しているのか変化するのか、金利との関係はどうか、自己資本比率規制は信用創造に影響するのか、等々について、未だに諸説紛々としている状況といえよう。著者は長く信用創造について研究を重ね、その碩学として次のように主張している。

「銀行の信用創造の現実的限度は、ハイパワード・マネーと、銀行貨幣への需要と、銀行のリスク判断、および公定歩合で左右される銀行の調達金利（ここでは海外からの資金調達は捨象されている）とで決まる」（70頁）。

ハイパワード・マネーの量が信用創造にとって限界となるのは、信用が拡張していて資金不足が恒常化しているような時期である。フィリップスの信用創造論では、こうした状況をうまく説明できるが、バブル崩壊後の日本ではマネタリーベースを増大させても、銀行の貸付は増大しなかった。信用収縮の時期には、むしろケインズの貨幣需要の理論を組み込むべきである——著者がケインズ左派の立場に立っているという根拠の一つは、ここにある。さらに、銀行が貸付を決定する場合には、リスク判断を必ず行う。たとえば、担保があるか否か、信用デリバティブなどのリスク管理が付随しているかどうか、などによって銀行の貸付行動は大きく異なってくる。そのことも理論的に射程に入れようというのである。また、著者は、信用創造倍率は無限である、などという見方に対しては、金利が限界を画するとして反論している。ここでいう金利とは、主にコールや現先などの銀行の調達金利のことであり、預金金利という意味ではない。つまり、信用拡張期に各銀行が信用創造を一斉に増大させたとき、資金需要が続きリスク判断が大丈夫であれば、いくらでも貸付可能なのか、というところではなく、短期金利が増大してくるので、資金需要を減退させたり銀行の貸付意欲が低減したりする可能性を指摘しているのである。このように、著者の信用創造に対するアプローチは、現実の経済を強く意識したものであといえよう。

第5章の第3節「ポートフォリオ・セレクションと投資信託の仕組み」では、興味深い指摘がなされている。

「分散投資による金融資産の組み合わせは、この場合、一攫千金のように大きく儲からない一方、大きな損失は回避しているわけである。つまり予想収益率ないし株価予想値上がり率が、異なるような異業種の株や社債を組み合わせることによって、リスクを分散し、うまくいけば大きく儲かるが、たとえ損をしてもそれほどの被害にならないようにしておくのがポートフォリオなのである。証券会社が提供する投資信託は、これを個人的な規模ではなく広く公衆の資金を集めて運用しているのである」（112-113頁）。極めて平易な表現ではあるが、組み合わせることによるリスク低減効果という点では、実は投資信託も同様であるという概念整理を打ち出しているのである。組合せによるリスク低減については、CAPM(Capital Asset Pricing Model)を解説した文献では、例えば次のようにいわれている。

＜複数の証券を組み合わせるとき、相関係数が1より小さい場合、そのポートフォリ

オにはリスク低減効果が発生する。

ここでいうリスクとは、ポートフォリオの収益率における標準偏差のことである。まったく同様の値動きをする株（相関係数が 1）を組み合わせてもリスクは低減しないが、異なった値動きや逆の値動きをする株を組み合わせれば、ポートフォリオの標準偏差はその共分散にも影響されるため、小さくなるのである。投資信託は、小口の資金を結束させることによって、それまで投資に向かわなかった資金を一つの勢力にして稼働させる効果を持っているが、それだけではなくリスク低減効果という点でも、投資をより容易にする効果を持っている。組合せによるリスク低減は、ヘッジファンドなどに利用されているといわれる両建て取引にも見ることができる。たとえば、割高な資産 A（値下がり予想）をショート、割安な資産 B（値上がり予想）をロングにした場合、以下のように考えることができる。

	シナリオ 1	シナリオ 2	シナリオ 3	シナリオ 4
A	値下がり	値下がり	値上がり	値上がり
B	値上がり	値下がり	値上がり	値下がり
利益	◎	ゼロ	ゼロ	×

※A, B の価格変化率は同%と仮定。

ここで、シナリオ 4 の確率が低い場合、リスクが低下する。その他、資産担保証券などにも、この組合せによるリスク低減効果は利用されている。デリバティブの概念整理は、現代経済学にとって残された課題であるといえる。『マネタリー・エコノミクス』の第 5 章第 3 節は、実はこの問題に対して一つの重要なヒントを提供しているといえないだろうか。

冒頭で説明した著者の 2 つの問題意識とは、金融取引の著しい増大とグローバリゼーションであった。なぜこうした現象がなぜ起こるのかについて、第 9 章では、著者のスタンスが示されている。

「マネーサプライという貨幣残高が 713 兆円（2006 年 1 月末）と年間の GDP の 1.5 倍近くに及んでおり、さらに金融機関の貸出・債券株式保有残高が 2231 兆円を超えている（2005 年 9 月末）。銀行など金融機関がリスクを取って貸し出すという第 3 章で述べた営為は、……債務不履行がありうるものであった、という点を想起されたい。……その結果、一部の金融機関が破綻することが生じるのである。また、第 5 章でふれた証券価格の暴落や満期の来た国債や社債の不払いの発生も銀行など金融機関の存亡の危機にさらしている。これらのリスクの現実化による一部の銀行など金融機関の破綻が、……連鎖的に金融システムを巻き込めば、一国の経済活動が危機にさらされるシステムック・リスクの現実化となる。……不良債権問題が重要な課題として浮かび上がり、一国の経済全体を脅かしていたのは、このような金融のシステムック・リスクの存在が表面化しかねないからであった」（205 頁）。

ここでは、バブルの発生と崩壊などに見られる金融取引の膨張を生み出すものとして、リスクを取って貸し出すという金融機関とくに銀行の行動が強調されている。とくに、中央銀行の判断ミスが重なれば、深刻な事態になりうると著者は説明している（205 頁）。もちろん、最後の貸手としての機能が担保されている現代では、金本位制の時代のような銀行の連鎖倒産といった事態は起こりにくくなっているが、ブーム・アンド・バストという形での不安定性は常に市場経済に伴うものである。著者は、この視角を国際的なレベルでも展開する。

「国内においてもグローバルなレベルにいても、金融上の債権債務の連鎖が複雑に絡み合っているのであり、こうした深刻な経済危機、金融恐慌の波がたびたび生ずることは、市場経済の持つ経済メカニズムの宿命である。……第 2 章でふれた市場における抽象的レベルにおける売り手と買い手の分離・対立のより、社会的に複雑な次元における貫徹形態なのである」（207 頁）。

本書評の冒頭で説明した『マネタリー・エコノミクス』の問題意識となった 2 つの現象、すなわち、金融取引の爆発的な増大とグローバリゼーションの原因について、著者のロジックはここに端的に現れている。

第 10 章から 12 章にかけて、著者が取り組んでいるのはドルの基軸通貨性と国際通貨制度である。『マネタリー・エコノミクス』の冒頭に登場する「有り難み」（一種の効用）の概念は、経済学の出発点であり、労働価値説からの決別を宣言した著者にとってキーワードとなっている。あらゆる財にはもちろん多様な「有り難み」がある。それに対して、貨幣は価値の尺度、支払手段、価値保存の 3 つの機能を果たすという特別の「有り難み」を持っていて、それは財の多様性とは逆の一律性を持っている。著者にとって、基軸通貨は国際的に上記の 3 機能を果たすという意味で、一律性を持った特別な財であるが、他の通貨は基軸通貨としての機能は果たさない。このことを著者は以下のように敷衍する。

「貨幣の一律性が基軸通貨ドルに集中することで、一律性がグローバルに完成する。……グローバリズムの進展は、基軸通貨を基準に経済取引が行われる領域を、確実に広げつつも、他方で複合的な国内市場を中心に基軸通貨の対抗物を作り出すという意味において、単純なグローバリズムの一方的貫徹というパワーが機能しえず、多様で複合的な国際社会が共存する諸条件を現実経済が持っていることを意味する。……人間の生活の有り難みはあくまで個別的なものであり、多様性に満ち、一律ではありえないことを、ここでも確認できるのである」（254-255 頁）。

一律性と多様性の相克は、著者にとってもう一つのキーワードである。グローバリゼーションについては、各論者によって様々な定義や性格づけが行われている。論者によって温度差はもちろんあるものの、次のような理解がある。すなわち、グローバリゼーションとは、アメリカ主導のアメリカ型（アングロサクソン型と形容される場合もある）市場主義の浸透と、基軸通貨

ドルによる国際金融市場・世界経済の席卷である、と。著者は、グローバリズムを生産力向上とともに必然的に生ずるものだと考えている。しかし、アメリカ主導のグローバリズムは基本的に否定し、多様性あふれるグローバル社会を考えようとしているのである。こうしたスタンスは、『マネタリー・エコノミクス』の終章における、著者の展望を規定している。

「市場の価格メカニズムを、何らかの形で公正で健全に保つように、人間社会が人為的にコントロールする必要が出てくる。政治的経済的社会的問題を解きほぐすためには、貨幣の持つ一律性を、多様な価値観で、社会的ニーズで包囲し、環境や人権との調和のとれた経済状態にすることが、必要なのである」(277 頁)。

こうした考えに立脚して、著者はヘッジファンドや信託基金の国際的投機への規制、トービン・タックスなどに一定の賛意を表明する。また、ゆるやかに合意された管理フロートを良しとし、リージョナルな経済統合・通貨統合への模索の重要性を強調している。『マネタリー・エコノミクス』終章の締めくくりとして今後の「経済社会改良への道」を次のように述べている。

「近年のグローバリゼーションが生み出した産業構造上、価格メカニズム上の経済的歪みには、調和の取れた持続的なグローバル経済をめざす国際的国内的な世論による包囲と制度による多種多様な規制の枠の設定が幾重にもなされること、しかも繰り返し修正しつづなされることが不可欠である」(283 頁)。

こうして、金融問題への対処だけではなく、人類にとって永遠のゴールである平和・人権・環境も視野に入れて、市民レベル、一国レベル、地域レベル、公的レベルで粘り強く社会改良を進めることを最後に強調している。

む す び

金融取引の膨張・収縮とグローバル化はこれからも続くだろう。その原因として銀行の信用創造機能を指摘し、アメリカと基軸通貨ドルによる市場主義の押し付けを論断した著者の慧眼が、『マネタリー・エコノミクス』では随所に散りばめられている。このように、『マネタリー・エコノミクス』は、現代の貨幣・金融現象を国・地域・グローバルレベルのそれぞれで一貫して説明するロジックを提示することに成功しているといえよう。21 世紀を展望する体系的な研究書と呼べるのではないだろうか。しかも、学生にも読みやすいように配慮して書かれており、使い勝手の良さが特徴である。

では、著者がいうところの、多様性あふれるグローバル社会とは、具体的にどのようなものであろうか。評者としては、その具体像をやや読み取りにくかったように感じた。一つは、すでに述べたように、規制緩和と一辺倒の市場主義の押し付けではなく、各国の事情に応じた規制を許容することであろうが、もう一つは、著者も言及しているように、環境問題である。たとえば、青木昌彦は、次のように述べている。すなわち、グローバル化を単に市場原理主義の作

為であるとして拒絶するのは現実的ではなく、日本の針路としても他の国々の共感を呼び、共生的な価値観・生き方を発信できることが大切である。エネルギー資源・環境問題は、世界経済の持続的成長が続き、途上国の経済発展が進んでいる状況では、一つの戦略的な鍵となる。とくに、多分にモノカルチャー的な経済体制を採っている資源輸出国にとっては、エネルギー価格によって経済が大きく左右されることになり、政治経済体制の安定性を脅かす可能性もある。日本は資源がないために、逆に省エネ技術に優れ、高い技術力ゆえに公害除去に卓越している。日本は、エネルギー・環境問題で、世界で尊敬され発言力を高めることができるのである(「環境で世界の共感獲得」『日本経済新聞』2006 年 1 月 4 日)。こうしたエネルギー・環境問題への対処は、単に関連技術や特許を持っている日本企業を利するだけではない。今や、急速な経済発展が当該国の内外で深刻な公害問題を引き起こしているように、グローバルなレベルで人々の健康と暮らしに直結するのである。こうした問題は新しい領域であり、具体的なビジョンを描くのは難しいが、今後さらに著者が敷衍してくれことを期待したい。

最後に、若干疑問点を提示して締めくくりとしたい。第 4 章第 3 節の「多国籍銀行とユーロダラーの信用創造」では、「ユーロ市場での信用創造」は、「あくまで米ドル当座預金の又貸しであり、当座預金を設定して貸し出す通常の信用創造とは、基本的に原理が異なっている」(94 頁)と著者自身述べているように、従来の信用創造論で想定されてきたものとは違う。しかしながら、現代の国際金融における取引の爆発的膨張メカニズムを説明するうえで、ユーロカレンシー市場は欠かせないものである。そこで、著者は、信用創造の亜種であると整理・分類しているのではないだろうか。しかし、機能としては、ユーロバンキングは非銀行金融仲介機関であり、たとえば生命保険会社が貸付を行う場合と、そのメカニズムは同じである。よって、ユーロカレンシー市場については、信用創造論とは別のロジックで整理した方が、明瞭な説明になるように思った次第である。これは実は、銀行以外の金融機関やマーケットの存在が、どのようなメカニズムでブーム・アンド・バストにかかわっているのか、という極めて大きな問題にかかわる論点である。『マネタリー・エコノミクス』が起爆剤となり、学会での議論が高まることを期待してやまない。