

M. アグリエッタ・A. ブレンデル・V. クデール

『金融のグローバル化』

—強いられた冒険—

Michel Aglietta, Anton Brender et Virginie Coudert,
Globalisation Financière: L'aventure Obligée. éd.
Economica, 1990, x+328 pp.

フランスで創始されたレギュレーション派の経済学は、マクロ経済の調整における制度諸形態の役割を重視する視角から、資本主義経済における相対的安定と危機の弁証法を読み解く作業を進め、数々の成果をあげてきた。本書は、そうした彼らによる金融グローバル化の試みである。全体は3部6章からなり、各部に2章ずつ割り当てられている(執筆分担の明示はない)。まず全体の概略を示しておこう。

第1部「基礎」では本書の課題が提示される。80年代の先進国間の経常収支不均衡(米国の赤字、独日の黒字)は短期間のマクロ経済調整によっては解消できないほど大規模なものであったため、技術・制度の革新に支えられて国際的金融仲介が決定的に進展した——金融グローバル化——(第1章「1970-1990年——金融国際化の最初の2つの時期」)。しかし、今後中長期的に米国の家計貯蓄が増大し続けるのでこの不均衡は自ずと解決されてしまうと予想される(第2章「主要先進工業国におけるライフサイクル」)。よって本書では、米国の対外赤字のサステナビリティいかにむしろ、どうすれば今後北で生み出される巨額の貯蓄余剰を南や東の投資に振り向けていけるか、すなわち、効率的な国際的資金移転の回路を構築し、世界経済のデフレ傾向を回避

する可能性はあるか、が解明すべき課題となる。そこでまず、第2部「展開」では、金融グローバル化がいかなるマクロ経済的影響を与えるかという観点から、その功罪を問う。ここで解明されるのは、第1に、国際金融市場で保険・年金といった機関投資家のプレゼンスが高まるに伴い、投機にさらされ易い「所有権」(金、不動産、株式等:外貨もこの一面をもつ)が重要な投資媒体になってきた結果として、長期的な成長が不安定なものになる危険がある(第3章「貯蓄移転、投機、生産的投資」)、第2に、証券市場をめぐる革新、なかでも証券化(オープンエンド投信やNIF)はリスク分散に寄与した中央銀行の金融引締による反インフレ策の効果を高める一方で、システムリスクの問題を招来させる(第4章「金融仲介、市場、生産的投資」)、ということである。最後の第3部「調整(レギュレーション)」では、今後グローバル化した金融システムを効率的に作動させるためにはいかなる制度的条件が必要か、問われる。まずシステムリスクについてであるが、本書は、これまでに生じた諸システムリスクを類型化した後に、それらに対処するためには中央銀行間協力による「最後の貸手」の強化が必要だと主張する(第5章「グローバル化とシステムリスク」)。そして「所有権」並びに通貨自体に対する不安定な投機の問題については、投機を鎮めるための政策協調が提案される(第6章「金融国際化とマクロ経済調整」)。

以上のように、本書は、金融グローバル化の功罪を分析し、その負の側面を回避するにはいかなる「調整」が必要かを明確化しようとするものである。以下では、「先進国間の不均衡は自ずと解消する」という第1部での命題の当否は問題にしないことにしよう。この点を問わなくても、いかにしてグローバル化した金融システムの安定性を確保するか、という本書の問題意識はそれ自体として価値あるものだからだ。そこでまず問題とすべきは、現在のグローバル化した金融システムにおける危機がどう分析されているか、である。著者の1人アグリエッタとA. オルレアンとの共著『貨幣の暴力』(邦訳、法政大学出版社刊)は、ケインズの流動性選好論を引き継いで、戦後米国におけるディスインターミディエーション現象を、30年代に確立した米国金融制度の危機として分析したが、本書では同様の視角をさらに金融グローバル化についても適用している。すなわち、経済行動における私的合理性と社会的合理性の矛盾——ケインズの流動性選好論に由来する概念

——は「私的行動の病理」と呼ばれ、この「病理」こそがかつては金融恐慌の原因だったが、現在——すなわち中央当局の意識的な破局回避策および多様化した金融回路が存在する現在——はシステムリスクという形態をとって現れている、と分析されていく。第5章ではこの「病理」論に基づき、システムリスクを、金融システムを形作る「部品」の「故障」、外部からのショックに対する金融システムの対応不能＝「事故」、金融システムの正常な作用が实体经济に歪みをもたらす＝「偏倚」の3つに類型化するというユニークな考察がなされる。また投機の不安定化作用についての第3章での考察も、上の「病理」論に基づいている。以上のように、ケインズの視角を適用することにより、グローバル化した金融システムにおける危機の構造を理論的に明らかにした点は、本書の意義として認めてよい。これは、制度の考察抜きの数量分析ではなしえないものである。そして、システムリスク回避のための「最後の貸手」の必要性、および不安定な投機を回避するための政策協調の必要性は、「病理」論によって説得力を与えられている。

次に、証券化による金融システムの変容がマクロ経済調整に対して与える影響に関する分析(第4章)を取り上げるべきである。本書によれば、金融制度は全体として、3つのマクロ経済目標——能力過少利用、インフレ圧力、成長の欠如——の間での裁定を適切に管理するという役割を果たさねばならないところが、その中で仲介機関はその情報能力に依拠して流動性リスクを引き受け成長に寄与するけれども、インフレ圧力を回避する誘因をもたない。そこで中央銀行が登場し、金融政策という形で能力利用度に関する情報を伝達することが必要になる。問題は、この中央銀行の役割に対する証券化の影響である。本書では、証券化の結果、次のようなメカニズムを通じて、金融政策の反インフレ効果は高まるとされる——①中央銀行が金融引締策をとると、銀行は「窮迫」証券の発行により準備調達しようとするが、その際高い調達金利を甘受せざるをえない、②銀行の貸出金利は上昇しインフレ圧力は回避される(貨幣の購買力低下という社会的損失は経ずに済む)。この主張は問題提起的である。しかし証券化には、準備調達を容易にする結果、銀行の貸付能力を高めインフレを促進するという側面もあると思われる。証券化のマクロ経済調整に対する影響という問題設定は重要であるだけに、本書の議論は、この点を含

めた理論的・経験的分析によって補われる必要がある。

最後に、政策協調提案(第6章)についてである。本書は「病理」論によって「最後の貸手」強化や政策協調を正当化することに成功している(前述)。このうち「最後の貸手」強化については異論の余地はないが、政策協調の中身には問題があるように思われる。「所有権」市場や為替市場での不安定な投機を抑えるためには、安定的な通貨制度の構築によって市場参加者の価値保蔵要求を鎮めることが必要だ、というのが本書の基本的認識であり、政策協調はこの観点から提案される。既に著者らは、ドル基軸通貨体制は過去のものになってしまったという認識(アグリエッタ『基軸通貨の終焉』邦訳、新評論刊)、および20世紀の「勤労者社会」を前提する以上、国内通貨金融政策の自立性を奪う金本位制復帰は社会進歩に反するという認識(アグリエッタ・ブレンデル『勤労者社会の転換』邦訳、日本評論社刊)を得てきた。そこで本書では、ドル、円、ECUの3極国際通貨体制のモデル(各極が自貨建て発行する債券は世界市場をもつ)を提示し、その枠内で考察を進めていく。このモデルでは、各極の新発債券額と全世界保有者の選好構成(通貨別・公債民間債別)との関係によって、為替レート、公債・民間債間の相対価格、一般的金利水準という3変数の均衡値が決定される。そしてこのモデルに基づき、4点が提案される——①公債通貨建て管理を含む財政政策面での協調、②管理フロート制の当面の存続、③通貨当局間の協力により金融市場を一般的金利の正常水準へと方向づけること、④北の貯蓄を南や東へ継続的に移転させるために、安定した国際通貨制度および長期資本移動の確立。どの事項も議論のあるところだが、本書の特色は①の財政政策協調にある。つまり、各国政府は内外通貨建ての公債を発行し、(資産代替の観点から定義される)均衡為替レートを考慮して発行公債の通貨建構成を管理すべきだというのが、これは、米国が財政赤字金融にあたってははや基軸通貨国特権を利用しないということを想定した主張である。ドルの「浸食」が指摘されている今日既にそうした議論の土俵の移動が必要となっているというのが、本書の問題提起であると言える。実際、そうした想定に立つ限り上の諸提案は適切であろう。だが他面、米国に対する日本等による「体制支持金融」の問題、すなわち政治力・軍事力の面での米国の優位がドルを支えているという問題がまだ残っている。

ところが本書は、米国の「国家的驕り」(p. 290)が協調の障害となっていることを非難するにとどまり、こうした問題を解決して新たな「制度化」へ移行するためにはどのような媒介過程を採るべきか、を説明していない。本書の政策協調案は新機軸であり検討に値するが、その実現可能性については他の従来の諸提案と同様一定の留保を要するのである。

以上のように本書は制度諸形態の調整的役割を重視する視角から、金融グローバル化のマクロ経済的影響、およびそこに内包される危機を回避する方向性について基本的な解明を与えることに成功している。しかし、危機回避に必要な調整装置の在り方については、斬新かつ重要な問題提起を行っているものの、まだ議論を詰める余地がある。それは評者を含めての今後の課題である。 [坂口明義]