

市場経済システムの歴史⑤

法政大学 経済学部教授 (客員) 渡部 亮

聖ならざる三位一体

グローバルな市場経済システムは、①主権国家の「独立」した財政金融政策と、②「自由」な国際金融取引、この双方(①と②)を許容したうえで、なおかつ③金融市場や為替相場の「安定」を達成することを目指した。しかし2007～08年の米英金融危機や2010～12年の欧州債務危機は、独立、自由、安定の三者を同時達成することの困難さを露呈した。これは、「聖ならざる三位一体(Unholy Trinity)」ないし「非整合の三角形(Inconsistent Triangle)」と呼ばれる命題で、国際経済学でしばしば引用される論理である。

独立、自由、安定の間の優先順位に関して、19世紀の金本位制は、①各国の経済政策を制約する代わりに、②自由な国際金融取引と、③為替市場の安定を両立させた。また第二次世界大戦後、71年まで続いたブレトン・ウッズ体制は、②自由な国際金融取引を制限することによって、①独立した財政金融政策と、③金融市場や為替相場の安定を目指した。この「聖ならざる三位一体」という命題は、その後90年代になって、欧州経済通貨同盟(EMU)を推進する論理として援用された。欧州経済通貨同盟の場合には、欧州中央銀行(ECB)を創設して金融政策を一本化し、②自由な国際金融取引と、③為替相場安定(単一通貨ユーロ導入)を両立させようとした。

EMUを支える制度としては、物価安定を唯一の政策目標とするECBのほかにも、財政赤字や政府債務を抑制する「成長安定協定」が存在したが、2000年代中に独仏両政府がこの成長安定協定を公然と破ったので形骸化し、制度的破綻をきたした。金融政策は一本化されたが、財政政策は統合されず、加盟各国が独立に運営したので、国債市場が不安定化しユーロ存亡の危機に直面したのである。通貨統合にもかかわらず「聖ならざる三位一体」が残存したともいえる。そこで現在、ギリシャなど周縁国は、財政主権を譲渡して財政統合するか(独立の制限)、国際金融取引を制限して

不況や低成長に甘んじるか(自由の制限)、ユーロ圏から離脱するか(独立と自由の選択による安定の放棄)、その三者択一を迫られている。

脱グローバルイゼーション

2007～08年の米英金融危機も「聖ならざる三位一体」の観点から捉えることができる。金融規制監督当局が国ごとに異なるなかで、銀行や投資ファンドが自由に行動した結果、金融市場が不安定化した。米英政府による銀行救済で急場をしのいだ。金融市場の安定を回復し、グローバル化を維持するには、国際的な多国間政策協調や相当程度の金融取引制限が必要である。

論理的には、「聖ならざる三位一体」問題の解決方法として、国際資本移動の全面的禁止や世界中央銀行創設による政策一元化も考えられるが、それは現実的な選択ではない。銀行の自己資本比率規制や業務範囲規制といった対応策が提唱されているが、これも国益が絡むので国際協調が難しい。グローバルガバナンスを担うことが期待された20カ国・地域首脳会議(G20)は円滑に機能していない。このまま放置すると、国家財政も銀行経営も立ち行かなくなる。

国際協調体制の構築が進まない中で、地球規模の天候異変や温暖化、テロ事件、統治不能国家の出現、国際金融危機、貧困、感染症などが頻発した。こうした複合的危機にたいするグローバルなレベルでの対応(グローバルガバナンス)は、各国の利害が対立するため不十分なままである。銀行経営の健全化に向けた対応策として、国際的に活動する銀行の自己資本比率規制強化(バーゼルⅢ)が提案されたが、米国とEUの間で必ずしも足並みが揃っていない。これは、グローバルガバナンスをローカルガバナンス(ナショナルガバナンス)より優先することのむずかしさと、自由、安定、独立の同時達成のむずかしさを示すものでもある。民間の自主規制と技術革新だけに依存する市場経済システムでは、グローバル経済の成長

と安定を図れないことが明らかになった。

そこで一連の国際金融危機の結果として、あたらしい解決策が模索され始めている。それが対外政策的には脱グローバル化であり、対内政策的にはフィナンシャル・リプレッション（金融圧縮）である。グローバルな金融業務の縮小も進展しつつあるが、これは民間銀行レベルでの「聖ならざる三位一体」や「非整合の三角形」への対応策である。

従来のグローバルな市場経済システムは、自由な資本移動や国際金融取引を奨励する一方で、国際通貨基金（IMF）、国際決済銀行（BIS）、世界貿易機構（WTO）、欧州連合（EU）といった国際機関に世界統一ルールを策定を委ね、市場の安定を目指した。それに対して脱グローバル化は、民間経済の自由、主権国家の独立、市場の安定の三者のうち、民間経済（特に民間金融取引）の自由を多少犠牲にしても、独立と安定を達成しようとする。これは国家資本主義の新興国だけの現象ではない。米欧諸国の政治思潮も、そうした方向に傾いている。

フィナンシャル・リプレッション

米国では、リーマンショック後に、政府系住宅金融機関（ファニメイやフレディマック）や民間金融機関（シティグループやAIG）、自動車会社（GMやクライスラー）などへの政府出資や、連邦準備制度（FED）による特別融資、銀行経営者の報酬制限といった形で、政府が民間経済に介入するようになった。英国政府もロイヤルバンク・オブ・スコットランドとロイズバンクの株主資本を、それぞれ84%、41%保有した（2011年現在）。

民間金融取引の制限や政府による民間金融機関への資本注入に加えて、金融政策と財政政策の協調や債券市場の自動調整機能の抑制も実施されている。実際、米欧では量的金融緩和や3年物特別融資を実施して市場金利を引き下げ、政府債務の負担を軽減している。これがフィナンシャル・リプレッション（金融圧縮）である。個別の加盟国に通貨発行権が認められていないユーロ圏はともかくとして、米英や日本の場合、政府債務が自国通貨建てだから、フィナンシャル・リプレッションは手っ取り早い債務解消策でもある。第二次大戦時の膨大な政府債務も、戦中戦後の通貨増発

とインフレによって実質価値を減価させた。

市場メカニズムを麻痺させ、金融市場を安定させるというのが、フィナンシャル・リプレッションである。80年以降の金利低下過程で債券市場が活況を呈し、政府や企業などの債券発行者（債務者）を債券投資家（債権者）が監視するといった民間自主規制の仕組みが確立した。そうしたデファクトスタンダード（事実上の標準）型の自主規制制度が破綻した結果、フィナンシャル・リプレッションが必要になった。しかしその問題点は、通貨価値への信認を損なう可能性があることである。

法制貨幣の価値の根源

元来貨幣には商品貨幣と信用貨幣があり、現代の貨幣は、法に基づいて発行される信用貨幣ないし法制貨幣である。法制貨幣は、法秩序や社会的結束に信用の基盤を置くが、この場合、法秩序や社会的結束を維持する主体は、近代以降国民国家政府を意味した。国民国家政府は、債権者の権利を守ることによって、法制貨幣を管理する立場にある。貨幣を発行するのは中央銀行だが、貨幣への信認は、憲法を頂点とする法秩序および社会的結束を維持する国家政府の意思と規律などを基盤とする。米国の場合には合衆国憲法の存在が、またユーロ圏加盟国の場合にはEU条約の存在が、ドルやユーロへの信認の法的基盤となっている。当然ながら、法治国家の政府が徳政令によって債務者を救済したり、政府債務（国債）をみずから踏み倒したりするわけにはゆかない。IMFも基本的には債権者の権利を重視するから、80年代の中南米危機や90年代のアジア危機時には、これら債務国に緊縮政策を強要した。

ところが現在は、日米欧の先進工業国が政府債務の肥大化に直面し、それを解消するための貨幣増発がすでに始まっている。つまり法秩序維持主体ないし監督主体である先進工業国政府が、債務者として金融市場取引の参加者（プレイヤー）にもなっている。このことは、社会契約としての貨幣の価値を毀損する危険性を内包している。

（以下は次号に続く）

わたべ りょう（法政大学教授）