

Title	松井均著 『銀行原理と国際通貨システム』
Sub Title	
Author	山本, 美樹子(Yamamoto, Mikiko)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2003
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.96, No.1 (2003. 4) ,p.133- 138
JaLC DOI	10.14991/001.20030401-0133
Abstract	
Notes	書評
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20030401-0133">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20030401-0133</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.



松井 均 著

『銀行原理と国際通貨システム』

勁草書房, 2002年, 186頁

本書は2000年8月に出版された著者の『銀行原理と国際金融』を加筆、修正したものである。

松井氏は一貫して信用通貨の発行形態として銀行学派的な考え方を貫き、この立場から、第二次世界大戦終結時に設立された国際通貨基金によって作られた戦後の国際金融秩序であるIMFブレトンウッズ体制が崩壊したのはロバート・トリフィンの述べたように一国の通貨を基軸通貨として運営された国際金融体制においては必然的なものなのか、という問題を検証し直し、アメリカドルを基軸通貨として運営されたIMFブレトンウッズ体制が崩壊したのはトリフィンの述べた流動性ジレンマ説のように必然的なものだったのではなく、アメリカの非基軸通貨国への国際流動性の供給方法が誤ったからであり、アメリカの国内経済政策運営の失敗によるものだったと論じている。松井氏はこのアメリカの国内経済政策の運営の失敗を正当化する経済学的な基盤となったマハループ、キンドルバーガー、マンデル、マッキンソンの諸説を批判し、銀行原理的な立場に立ち、正しい方法(基礎収支を均衡させつつ、短期流動性債権=短期流動性債務)で国際流動性を供給していけば、ドルを基軸通貨としたブレトンウッズ体制は崩壊せずサステナブルだったという結論に達している。問題はもし基軸通貨国の基礎収支が赤字になったら、基軸通貨体制はそこで終わりなのかということであるが、松井氏は、基本的な国際マクロ経済モデルを用いて、基軸通貨国が基礎収支を均衡化させ、かつ国内で完全雇用を達成させ

るという政策運営をすることが理論的に可能であることを証明している。

本書の構成は大きく3部に分けられている。第一部は基本的な思考の枠組みと題して、国際収支表と貸借対照表が詳しく説明され、基軸通貨国が非基軸通貨国に国際流動性を供給するということはどういうことなのかについて述べている。

第二部は銀行原理的視点の重要性と題しているが、松井氏の主張の一番注目すべき点である。ここでトリフィンの流動性ジレンマ論が否定され、キンドルバーガーの「基軸通貨国の満期の変換機能」説、マハループの信認通貨の信認基準についての考え方が批判される。

第三部は簡単な国際マクロ経済モデルを用いて、彼の主張(ある特定の国の通貨を基軸通貨とした基軸通貨体制はサステナブルである)を理論的に補強し、今後あるべき通貨体制を考えている。以下では、本書の順番とは前後するが、筆者の解釈により松井氏の主張を述べていきたい。

信認通貨の発行の際、何を以てその通貨の信認の指標とすべきなのだろうか。その指標をめぐって通貨学派的見解と銀行学派的見解が存在する。あるいは通貨発行の際、その通貨の信認の指標はまったく必要ないのだろうか? 松井氏は通貨発行の際、その通貨が国内通貨であれば、国際的に流通する国際通貨(本書の場合は基軸通貨)であれば、通貨の価値基準となる信認の指標は必要欠くべからざるものであると論じている。これは異論のないことだろう。この点から“信用通貨の信認根拠はその通貨の受領性のみであるから、通貨発行機関が何らかの義務や債務を負う必要は存在しない”と考えているマハループ(1962)の説を氏は「ある意味ではトリフィンのジレンマ論(後述)やキンドルバーガーの基軸通貨国の満期の変換機能説(後述)よりも、基軸通貨体制の維持に対してさらに有害だった」として断罪している。1945年、金と金と価値をpegしたドルによる金・ドル複本位制としてスタートしたIMFブレトンウツ

ズ体制は、1970年8月のニクソン大統領の金・ドル交換停止宣言により事実上崩壊したが、この崩壊の直接的な原因となったのは、ベトナム戦争に伴う戦費の捻出による財政赤字を補填するための大幅なマネーサプライの増加によって引き起こされた1960年代のアメリカ国内でのインフレの激化だったといわれている。銀行学派的見解、通貨学派的見解どちらにもかかわりあわず、マハループの考え方は信認通貨の発行に対してヘリコプターマネー的なマネーサプライ方式を学問的に容認することになるので、アメリカの政策運営の失敗を正当化することにつながったと考えることができる。信認通貨を発行する中央銀行の保有するシニョレージとは「素材的にほとんど価値をもたない信用通貨に対してリザーブもしくは優良取立債権によって価値を裏付けることで、この権利と表裏一体をなすノープレス・オプリージュを必ず伴うものである」と松井氏は述べている。そもそもこれを忘れたことが金と価値をペグするドルを基軸通貨としたブレトンウッズ体制の崩壊の一番の原因だったというのである。

結果的にはこのインフレ激化に伴うアメリカ国内での金価格の高騰が基軸通貨体制の崩壊の直接の原因となったのだが、ある特定の国の通貨を基軸通貨とした基軸通貨体制は本当にサステナブルではないのだろうか？ 松井氏のテーマはここにある。マハループの所説に対しての批判のところ述べてきたように、信認通貨の発行の際、その通貨の価値基準として中央銀行はリザーブを保有する。通貨の信認の低下とは、通貨の信用の低下のことであり、これは言葉をかえれば中央銀行がその通貨に対して保証しているリザーブが減少することである。リザーブとしては金、優良取立債権（短期流動債権）が挙げられるが、金準備率100%を主張するのが通貨学派的な見解である。これに対して銀行学派的見解はリザーブが100%金である必要はなく、短期流動性債権＝短期流動性債務が必要条件である、と考えている。本書の主題である「ドル基軸通貨体制の崩壊は必然だったのだ

ろうか？」という問いに対して学会の主流となっている考え方としてトリフィンの流動性ジレンマ論というものがある。トリフィンは通貨学派に分類されるが、「世界経済の成長に伴う国際流動性の増加に伴い、アメリカの金準備は減少する。金準備の減少はアメリカドルの信認を低下させることになるので、基軸通貨の非基軸通貨国への供給の増加と基軸通貨の信認の維持は両立し得ない」と述べている。つまり、アメリカ国内のインフレ激化があらうとなかろうと、ドルを基軸通貨としたブレトンウッズ体制はいつかは崩壊せざるを得ない運命で、そのためにトリフィンは最終的には国際通貨基金設立時にケインズが提唱したバンコールのような世界共通通貨が必要であると考えたのである。

しかし松井氏は銀行学派的見解に立てばトリフィンの流動性ジレンマ論は正しくない述べている。松井氏は国際収支表、対外貸借対照表を詳細に検討しなおし、基軸通貨国、非基軸通貨国の国際収支をどのように定義するかを述べ、基軸通貨の非基軸通貨国への供給は銀行原理的にはどのように定義するのかを第1章で詳しく述べている。

国際収支の黒字は対外債権の増大である。問題はそれをどのような形で保有するかである。ブレトンウッズ体制ではアメリカは各国通貨当局が保有するドルに対していついかなるときも金1オンス＝35ドルで交換するという義務を有していたので、非基軸通貨国は対外債権の黒字をドルの形で保有すればよいことになる。一方アメリカは対外取引の黒字は専ら金の形で蓄えることになる。金は通貨当局によって保有されるので、基軸通貨国の国際収支の黒字、赤字の指標として公的決済収支が採用される。

#### 国際収支の複式簿記構造から

$$\text{公的決済収支} = \text{経常収支} + \text{狭義資本収支} - \text{為銀部門対外債権収支}$$

が得られる。非基軸通貨国に国際流動性が供給されるのは、上の式の右辺が負となる場合である。このとき基軸通貨国の金準備は減少する。通貨の

信認の高さは専ら信用通貨発行残高と信用通貨発行者の保有する金の額との比率のみによって決まり、金準備率が低下すると信用通貨の信認も低下するという通貨学派的な見解に立てば、これはドルの信認の低下と equivalent である。世界経済の成長に伴い国際流動性の対外供給の増加と基軸通貨国の金準備の低下は表裏一体をなすもので、これは基軸通貨の信認の低下につながり、国際流動性の供給とドルの通貨としての信認の維持は両立し得ない、というトリフィンの主張は流動性ジレンマ論として有名となった。流動性ジレンマ論は1959年に発表され、その後1960年代後半ベトナム戦争に伴うインフレ激化によりドルの価値が低下し始めたとき、戦後のドルを基軸通貨とした基軸通貨体制は維持可能ではないという主張の理論的根拠として脚光を浴びた。通貨学派的見解にたてばトリフィンのジレンマ（松井氏の言葉を借りると“元祖”流動性ジレンマ）は正しいことになる。

本書第一部第2章では対外貸借対照表を使って、非基軸通貨国に国際流動性を供給するということはどういうことなのかを考えている。対外貸借対照表は基軸通貨国であっても非基軸通貨国であっても同じである。対外貸借対照表からは

$$\begin{aligned} & \text{公的準備} + \text{対外短期債権} + \text{対外長期債権} = \text{対外短期債務} + \text{対外長期債務} + \text{対外純債権} \\ & \text{という関係が恒等的に成り立つ。この関係式から} \\ & \text{公的準備増分} + \text{対外短期債権増分} - (\text{対外純債権増分} + \text{対外長期債務増分} - \text{対外長期債権増分}) = \text{対外短期債務増分} \end{aligned}$$

という関係式が得られる。カッコの中は基礎収支なので、非基軸通貨国への国際流動性の供給（＝基軸通貨国の対外短期債務増分）ルートとして、非基軸通貨国からの金準備の購入、対外短期債券の購入、基礎収支の赤字の3つのルートが考えられることになる。ここから松井氏が“通俗的”流動性ジレンマ論という言葉で批判する、基軸通貨国の経常収支の赤字が非基軸通貨国への国際流動性の供給のための必要条件であるという考え方が

否定される。トリフィン自身は基軸通貨の供給ルートが上記のように3つのルートが存在することは認めている。しかし2番目のルートであっても、3番目のルートであっても、基軸通貨を対外的に供給することは基軸通貨国の保有する金準備を減少させることになり、これがドルに対しての信認の低下につながり、さらには金準備の低下を招き、という悪循環を続け、基軸通貨体制の維持は困難となると考えている。

しかし対外貸借対照表の関係から導かれた関係式から、基礎収支を均衡させつつ、つまりカッコ内を0に保ちつつ、非基軸通貨国へ国際流動性を供給するルートが存在する。信用通貨（ペーパーマネー）の信認根拠や管理手法に関する考え方には金融学説史上、通貨学派と対立する銀行学派が存在する。銀行学派の考え方（銀行原理）に基づく、基軸通貨国の（最終的な）国際収支として最も適切な概念は基礎収支であり、基礎収支の均衡を心がけることが最重要である。対外貸借対照表から基礎収支を均衡させつつ、基軸通貨国の金準備を変化させずに、非基軸通貨国に対して国際流動性を供給するルート（短期流動性債権＝短期流動性債務）が存在するので、銀行学派的見解では通貨の信認は通貨発行国の金準備＋短期流動性債権＝通貨発行残高であれば、維持可能である。これを基軸通貨体制に当てはめてみると、基軸通貨国の金準備が1以下であっても、この準備率が安定的で、短期流動性債務/短期流動性債権比率が1となり、基礎収支を均衡化させるという行動ルールを通貨当局が採用していれば、基軸通貨の非基軸通貨体制への国際流動性の供給は可能（世界経済の成長に伴う取引手段の需要が増加したとしても）ということになる。

通貨学派的見解、銀行学派的見解のどちらがより妥当なのだろうか。松井氏は一貫して信用通貨の発行ルートとして①本源の発行（リザーブの交換により顧客に与える）②派生的発行（短期・流動性貸付により顧客に供給）③タレ流し発行（信用通貨発行者の消費支出、贈与、長期的な貸付に

より顧客に供給)の3ルートを主張する。これを基軸通貨の非基軸通貨への供給ルートにすると②は短期流動性債権による供給、③は経常赤字、長期資本赤字、つまり基礎収支の赤字による供給、ということになる。トリフィン②でも③でも金準備を減らすことには変わりないと述べているが、松井氏は②と③とでは大きく異なると述べている。③による供給は、非基軸通貨国の経常収支の黒字から得られたドル、あるいはアメリカから投資目的のために長期的な目的で借りられたドルであり、長期債務という形で得たドルも容易にアメリカに戻ってくるものではない。非基軸通貨当局の要求により金との交換請求が起こるリスクは②より高い。②は決済目的のため、つまり近い将来アメリカに戻ってくるので非基軸通貨当局に資産化される可能性は非常に低く、金との交換請求が起こるリスクも非常に低い。また、②によって対外的に供給されたドルは短期流動性債権によってカバーされているのでアメリカの金融引き締め政策によって回収することが可能だが、③は基軸通貨当局の金融政策が効きにくい。以上のことから銀行学派的な視点からは、金準備が1よりはるかに低いとしても、基軸通貨国が基礎収支を毎期、毎期均衡に保ち、もっぱら短期貸付のみによって基軸通貨を非基軸通貨国に供給することにより、基軸通貨の金交換性(一般的には信認)を維持しつつ、世界経済の需要増大にインフレ・デフレを招くことなく応じることが可能であると考えられる。

歴史的なデータからは金本位制を導入し基軸通貨をポンドとしていた1880年代~1914年はイギリスの金準備は1よりはるかに低く0.3前後だったが、基礎収支は単年でほぼ均衡していたことがわかる。これに対しアメリカはブレトンウッズ体制スタート時は1をはるかに超える金準備率でありながら、1960年には1を割り込み、1970年には0.27まで低下している。この急激な金準備の低下はドルの信認を低下させた。基礎収支は一貫して赤字、短期流動性債権/短期流動性債務比率は0.2前後と非常に低い。松井氏は、(金準備+短期流

動性債権)/短期流動性債務=1となる1960年にアメリカが政策運営の失敗に気が付き、基礎収支の均衡を念頭に置けばドルを基軸通貨とした体制はあのような形で崩壊しなかったのではないかと述べている。

アメリカが基礎収支の赤字に気を配り、これを修正しようと政策運営をしなかったことを正当化する考え方として、松井氏はキンドルバーガーの基軸通貨国の満期の変換機能説を挙げている。これは、基軸通貨国は世界経済におけるバンカーとしての役割を持ち、短期借り、長期貸しという満期変換機能を持っているので、アメリカの長期資本収支が赤字だからといってそれが必ずしも不健全なものではない、という考えである。これは基軸通貨国アメリカの経済の運営を甘やかし、基礎収支の赤字を改善するべく努力を怠った点において、ドルを基軸通貨としたブレトンウッズ体制の崩壊につながったと松井氏は考えている。

銀行学派的見解によると、信用通貨発行者が満期変換を行えるのは通貨発行主体のサウンドバンキングがあればこそで、通貨発行者だから満期変換ができるのだとして短期借り、長期貸しという形の満期の変換が許されるものではない。満期変換による長期資本収支の赤字であれば、基礎収支が赤字でも(経常収支の均衡が保てる、あるいは黒字であれば)問題はないとしたキンドルバーガーの見解は、基礎収支の赤字を正当化した点では非常に有害だったと松井氏は述べている。

松井氏は、「信用通貨発行主体(基軸通貨国)に課される行動規律は、対外均衡と基礎収支の毎期均衡である」と述べている。対外短期貸付のうち債務不能(不良債権化)になったものは、外国への贈与という形で経常収支の赤字項目に計上され、その分基礎収支は赤字となる。基軸通貨国はこの不良債権分を調整した真の基礎収支を毎期、毎期均衡化させるべく、経営の舵取りが課されている、と松井氏は考えている。銀行学派的見解に立てば、基軸通貨国に課されているものはこのような行動規律を守り短期貸借均衡を図ることで、

膨大な金準備を保有することではない。銀行学派の見解は金の呪縛から解放されて無制限に通貨の発行を許すものでは決してないのである。彼の考えた3つの通貨供給ルートのうち、キンドルバーガーは部分的に③の“タレ流し的”発行を認め、マハループ（前述）は通貨供給ルートとして③のみと考えている、と松井氏は述べている。

通貨当局が銀行学派の見解から正しいと思われる政策運営をしなかったことを正当化する経済学的裏づけがあっただけではなく、正しいと思われる政策運営をすることができないという学問的な裏づけも存在する。これはマンデル、マッキンノンの主張する“redundancy theory”である。「 $n$ ヶ国からなる世界において各国が自由に選べる国際収支目標は  $n-1$  個で、 $n$  番目の国は国際収支目標を能動的に選ぶことができない。 $n$  番目の国はほかの国の国際収支目標選択の結果として定まる国際収支を受動的に受け入れなくてはならない」という主張である。この主張の  $n$  番目の国は基軸通貨国で、基軸通貨国は能動的に自国の国際収支を均衡化させることはできないことになる。

しかし松井氏は「経常収支に関しては基軸通貨国は平価変更のイニシアチブを持たないので、非基軸通貨国の結果を受動的に受け止めなくてはならないが、金融政策という武器を独占的に持ち、国際資本市場で金融引き締め、緩和を行うことができるので、この金融政策を用いて基礎収支を常に均衡化させることができる」と考えている。銀行学派の見解によれば基軸通貨国の国際収支＝基礎収支と考えられるので、基軸通貨国は自国の国際収支を能動的に均衡化させる政策運営をすることが可能で、マンデル、マッキンノンの述べているように  $n$  番目の国ではなく、むしろ世界経済をリードしていく1番目の国である、と松井氏は考えている。

この考えの理論的裏づけとして、標準的な国際マクロ経済モデルを用いて、基軸通貨国の政策効果を理論的に分析している。ここから得られる結論は①基軸通貨国、非基軸通貨国両国は基軸通貨

の供給量、両国の財政政策（政府支出、税収）を政策ツールとして、両国の国内完全雇用の達成、基軸通貨国の基礎収支の均衡という政策目標を同時に達成することができる、②さらに非基軸通貨国の平価変更を政策ツールに加えると、両国の国内完全雇用の達成、基軸通貨国の基礎収支の均衡、基軸通貨国の経常収支の均衡を同時に達成することができる、というものである。つまり、仮に基軸通貨国の基礎収支が不均衡であっても、均衡を回復するメカニズムが存在しているということである。以上のことから、特定の国の通貨を基軸通貨とした基軸通貨体制は銀行学派の見解に立てばサステイナブルであり、政策運営の仕方がこの通貨体制の命運を決めたと考える。

最後に松井氏は、ドルを基軸通貨とした国際金融秩序は optimal であるとはいえないが、「第二次世界大戦後パクスアメリカナのもとに半世紀以上が経過し、アメリカが世界で唯一の経済大国になった今日、基軸通貨体制を銀行原理的に運営するという構想は、世界中央銀行の設立や人工通貨の導入よりも、むしろ現実的な国際通貨体制の改革案である」と考えている。

以上のように、ブレトンウッズ体制の崩壊した原因は、基軸通貨国が銀行学派の見解では正しくない政策運営をした結果であり、この体制が抱えている問題ゆえに起きた必然的な結果ではない、ということ、歴史的なデータとともに、これを容認した学問的裏づけを批判しながら述べている。やや誤解されがちな表現方法があるものの、一貫して銀行学派の見解に立ち、結論を導いている点で、非常に労作である。特に教科書的には経常収支＋長期資本収支としてしか説明されていない基礎収支が、銀行学派の見解に立つと、非常に重要な指標となることが丁寧に説明されている。国際経済学を専攻する学生は本書を読むことによって、基礎収支に対する考え方が変わるだろう。21世紀のあるべき国際通貨体制として、アメリカの世界経済における地位から銀行原理的にドルを基軸通貨として運営する、という考え方には、現在のア

アメリカの立場を考えると若干疑問を持つ。本書の中にケインズの考え方の変遷について述べた部分があるが、望ましい通貨体制を考える際には各国の政治力が反映される点も無視できず、経済的な問題であるのに、経済学的な見地だけで考えられないという難しい側面もある。国際経済、特に国

際金融に興味をもつ学生に一読してほしい著書である。

山本美樹子

(獨協大学経済学部助教授)