

セントラル・バンキングの 歴史的分析視角

Central Banking in Historical Perspective

春 井 久 志

This paper deals with the development of the main functions of a central bank, its role as the guarantor of the value of the currency, the role as a banker to the government, and as banker to the commercial banks. There are three areas of tension in the historical evolution of the central banking: the relationship between a central bank and commercial banks, the relation to the great debate about how monetary policy should be conducted, whether by rules or discretion, and the relationship between a nation's central bank and its government. Historically the principal factors influencing government/central bank relations over almost two centuries have been the prevailing political conditions (especially peace/war), the dominant political/economic philosophy of the time, and the exchange rate regimes. Besides, price stability, central banks have a micro objective of maintaining financial stability. The recent record is at best spotty, and has been getting dreadfully worse since the Lehman-shock of 2008.

Hisashi Harui

JEL : G01, G21, E42, E44, E58

キーワード：中央銀行と商業銀行、通貨価値の安定と金融システムの安定、ルールか裁量か、最後の貸し手、世界金融危機

Keywords : central and commercial banks, monetary and financial stability, rules or discretion, lender of last resort, global financial crisis

I はじめに：「百年に一度の金融・経済危機」

「百年に一度の金融危機」とさえ称される今次の金融危機は、サブプライムローン問題に代表される、2007年の米国の住宅バブルの崩壊を契機にした未

曾有の金融危機であり、それこそ 1930 年代の「世界大不況」以来の重大な経済危機にまで発展した。今次の世界金融危機は中央銀行に対する関心を広範な分野で改めて引き起こしている。日本における金融危機対策として、1990 年代後半から 2000 年代中ごろまで日本銀行は超低金利政策およびゼロ金利政策を採用した。さらに、特に 2008 年 9 月「リーマン・ショック」を契機に、世界の主要国の中央銀行がこれと極めて類似した超緩和的な金融政策や信用政策を採用するようになったからである。中央銀行に対する学会や研究者の関心の高まりを *EconLit*¹⁾ に基づいて中央銀行に関する研究論文の発表件数の動向から考察してみよう。

II 中央銀行関連の文献データベース

アメリカ経済学会 (American Economic Association: AEA) が公表している経済学関連の文献データベースである *EconLit* によれば、データベースの登録開始年の 1969 年以降 2010 年までの約 40 年間における文献論題をキーワード「中央銀行」で検索した。その結果、表 1-1 が示すように、全期間を通じて文献ヒット数は増加する傾向を示している。図 1-1 に見られるように、この増加傾向は 1985 年以降急激にその増加幅を拡大し、加速する傾向すら見られる。表 1-1 および図 1-1 から明らかなように、1970-75 年から 5 年ごとに見た場合も、文献ヒット数は同様に増加する傾向を示している。特に、1985-1989 年はその前期の約 2 倍に急増している。1990-1994 年期は若干減少したが、翌期の 1995-1999 年は 1.5 倍に、また 2000-2004 年期も前期の約 2 倍に急増している。2005-2009 年期も増加を続け、1970-1974 年期と比べ、ヒット件数は約 40 年間に 10 倍近くに著しく増加している。表 1-2 から 1990 年の単年を見ても 445 件、2010 年には 1,594 件と、この 20 年間を見ても件数は約 3.6 倍に増加している。さらに 1990-94 の 2,300 件台と比べると、2004-2010 年には約 9,300 件と 4 倍近くに急増しており、中央銀行に関する研究が急拡大したことが反映していると考えられる。

1) *EconLit* は、経済学分野に関する学術論文・研究書等の文献をアメリカ経済学会が公表しているデータベースである。この *EconLit* は 1969 年まで遡及して文献を検索することができ、JEL 分類コードによって論文を主題別に分類するサービスも提供している。

表 1-1 EconLit 検索：central bank +, 1970-2010

	central bank	CB + independent or independence	CB + communication	CB + transparency	CB + Accountability	CB + Lender of Last Resort
1969	72	0	0	0	0	0
1970-1974	464	0	0	0	0	0
1975-1979	545	0	0	0	0	1
1980-1984	650	0	0	0	0	1
1985-1989	1528	0	1	0	1	5
1990-1994	2339	11	18	2	12	20
1995-1999	3662	90	24	44	56	52
2000-2004	5694	49	90	155	80	85
2005-2010	9297	74	296	331	99	99

図 1-1

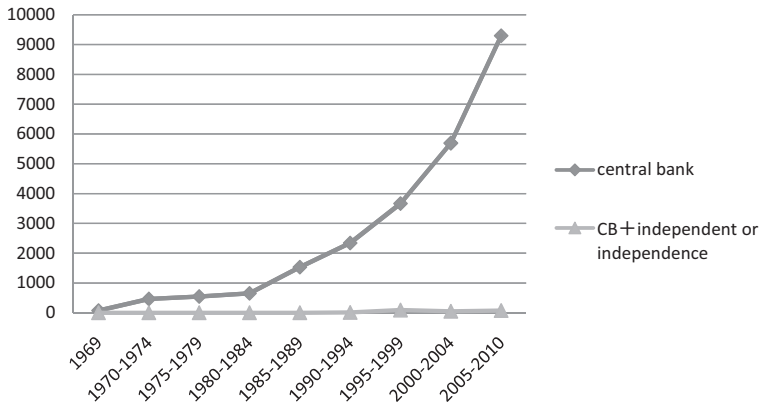
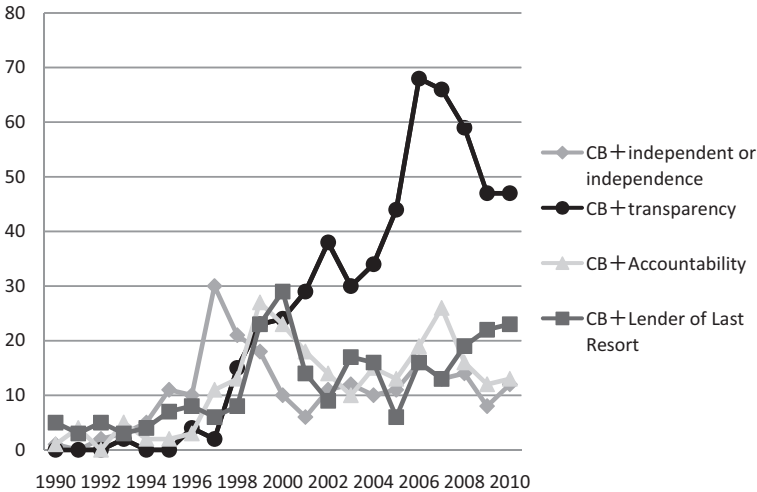


表 1-1 および図 1-1 から、「中央銀行」にさらにキーワードを 1 つ追加して検索した結果、「独立性」というキーワード追加した場合、「中央銀行+独立性」のヒット件数をもっとも多く見られ、そのピークが 1997-99 年に集中していることがわかる。この時期は日本の金融危機と東アジアの通貨・金融危機などが発生した時期でもある。その他にヒット件数が多かったキーワードを探すと「透明性」と「コミュニケーション」であった。しかし「時間的不整合性」は、2000 年代にごくわずか見られたに過ぎず、「時間的不整合性」や「政策コミットメント」は皆無に近い状態であった。

表 1-2 EconLit 検索 : central bank +, 1990-2010

	central bank	CB + independent or independence	CB + communication	CB + transparency	CB + Accountability	CB + Lender of Last Resort
1990	445	1	2	0	1	5
1991	417	0	1	0	4	3
1992	441	2	11	0	0	5
1993	470	3	0	2	5	3
1994	566	5	2	0	2	4
1995	515	11	2	0	2	7
1996	573	10	1	4	3	8
1997	743	30	4	2	11	6
1998	737	21	8	15	13	8
1999	1094	18	9	23	27	23
2000	1090	10	9	24	23	29
2001	1068	6	8	29	18	14
2002	1182	11	26	38	14	9
2003	1166	12	22	30	10	17
2004	1188	10	25	34	15	16
2005	1486	11	44	44	13	6
2006	1391	16	52	68	19	16
2007	1447	13	58	66	26	13
2008	1587	14	54	59	16	19
2009	1792	8	44	47	12	22
2010	1594	12	44	47	13	23

図 1-2



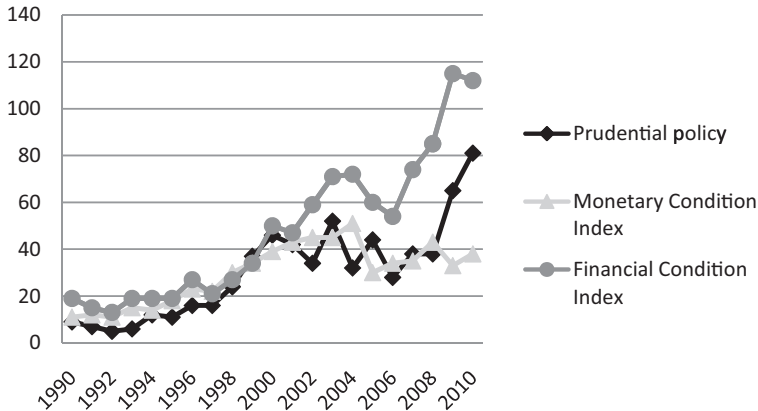
他方、中央銀行というキーワードを外して文献を検索したところ、1970-74年の210件から2005-09年の6,091件と「コミュニケーション」がもっとも顕著な増加傾向を示した。さらに「時間的不整合性」と「アカウンタビリティ」とがその後に続いて大きな増加を示した。また、「ブルーデンス政策」に関しては、1985-90年に6件見られたことを除けば、1995-1999年、2000-04年および2005-2010年の時期にそれぞれ104件、206件および294件と急増している。「マクロブルーデンス政策」こそ、1996年の1件を例外に、近年ではほとんど検出されていない。さらに「ミクロブルーデンス政策」に至っては、まったく検出されなかった。2007-09年のグローバル金融・経済危機の経験をうまく説明する結果となった。

しかしながら、Monetary conditions index (MCI) が1990年以降、そのヒット件数が緩やかに増加しているのに対して、Financial conditions index (FCI) は2000年以降急増していることが表1-3と図1-3から読み取れる。2007年の「パリバ・ショック」、さらに2008年の「リーマン・ショック」により世界経済は1930年代以来の大きな経済危機に見舞われ、その回復過程で更なる「ソブリン・ショック」を経験している。特に、ギリシャなど財政基盤の脆弱な南

表 1-3

	central bank	CB + independent or independence	CB + communication	CB + transparency	CB + Accountability	CB + Lender of Last Resort	Prudential policy	Monetary Condition Index	Financial Condition Index
1969	72	0	0	0	0	0	0	0	0
1970- 1974	464	0	0	0	0	0	0	0	0
1975- 1979	545	0	0	0	0	1	0	0	1
1980- 1984	650	0	0	0	0	1	0	1	0
1985- 1989	1528	0	1	0	1	5	6	22	42
1990- 1994	2339	11	18	2	12	20	39	63	85
1995- 1999	3662	90	24	44	56	52	104	127	128
2000- 2004	5694	49	90	155	80	85	206	223	299
2005- 2010	9297	74	296	331	99	99	294	213	500

図 1-3



欧諸国（スペイン、ポルトガルなど）が深刻な経済状況に陥っている。このような状況を生み出したのは、1999年に発足した統一通貨「ユーロ」とともに、ユーロ圏17カ国の中央銀行（National Central Banks: NCBs）が1つの欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）に統合されて金融政策が一本化された。また従来の外国為替レート変更による対外不均衡の調整手段である為替レート政策が利用不可能となる一方、財政主権は加盟各国に温存されている。この財政主権に基づく各国の財政政策も「安定・成長協定（Stability and Growth Pact: SGP）」により財政赤字はGDP比3%以内、国債発行残高は同60%以内に中期的に制限されており、加盟各国の財政政策の発動余地も極めて限定されている。言い換えれば、通常利用可能な3つのマクロ経済政策手段である金融政策、財政政策および為替レート政策のいずれもが十分に利用できないというユーロ圏諸国の構造的問題が危機への対処を極めて難しいものになっている²⁾。このようなグローバル危機の状況がFCIのヒット件数の急増の背景にあるものと推察される。

次に、「最後の貸し手」機能というキーワードで検索してみよう。「最後の貸し手」機能をキーワードに検索（表1-3）すると、1970-74年には1件もヒット

2) 田中・春井・藤田編（2004）を参照。

トせず、1975-1979 年と 1980-1984 年でもヒット数は一桁に留まっていた。しかし、その後徐々に増加し 1995-1999 年には 97 件、2000-04 年には 153 件まで急増した。

表 1-2 で 1990-2009 年間の各年の動き見ると、1999 年と 2000 年に 23 件と 29 件とピークを迎え、その後も 20 件前後と安定したヒット件数を示している。このヒット件数の動向は、1997 年の東アジアの通貨危機やその後の米国 LTCM 危機、ロシア危機など一連の金融システム不安を反映しているものと考えられる。

さらに、2007 年夏の「パリバ・ショック」や 2008 年秋の「リーマン・ショック」によって米国発の住宅金融市場の危機が一挙に世界的な金融危機、さらには金融市場の逼迫、すなわち個別金融機関の流動性危機に留まらず、市場流動性危機を誘発して、世界的な経済危機にまで発展した。表 1-3 は金融システムの実態とそれに関する研究文献の公刊までのタイムラグを反映して、「プルーデンス政策」のヒット件数は 1980-84 年には 0 件であったが、その後は増加傾向にある。今後「プルーデンス政策」のヒット件数はさらに大幅に増加するものと予想される。なぜなら、2008 年秋には民間の金融機関、特に銀行の支払能力に関する不安が世界経済を不況に陥れるのではないかと危惧された。しかし 2010 年には、「ソブリン・リスク」、すなわち各国政府の支払能力不足に関する不安の増大が、欧米諸国の政府が公的資金で救済した銀行それ自体がギリシャなど南欧諸国政府の国債を大量に保有しており、この国債が不良債権化した場合には、ドイツやフランスなどの大手銀行をさえ経営破綻の危機に陥れることが懸念され始めているからである。

この場合だけは、「最後の貸し手」の機能そのものが破綻することが懸念される。というのは、徴税権限を有する政府以外に、「最後の貸し手」機能を発揮する経済主体は、この地球上に存在しないという冷徹な事実を否定できないからである。ECB はこれを「金融部門と公的金融との間の悪循環（アドヴァース・フィードバック）」³⁾と呼んでいる。主要国の政府がそれぞれの財政再建

3) ECB (2010) を参照。

を確固としたものとする、信頼に足る対策を「市場」に具体的に提示しない限り、これは「破局への処方箋」以外のなにものでもない。

まさに銀行の経営破綻が金融システム全体の崩壊へと繋がるリスクを恐れた金融当局（政府と中央銀行）は、公的資金を注ぎ込んで民間銀行の救済に当たった。しかしその結果、政府の国債発行額が巨額に上り、財政赤字の増大とともに、対 GDP 比で見た財政の悪化が金融市場から不安視され、いわゆる財政健全化の経済政策の有効性に対する疑念が生じた。まさに「ソブリン・リスク」の発生である。政府・中央銀行と銀行の関係が更なる新しい展開を示しつつある。

III セントラル・バンキングの歴史的分析視角

1. 金融規制に関する 3 つの「緊張関係」

Goodhart (1994) は、歴史的に見ると、個人や組織体の生成・発展過程におけるのと同様に、金融システム、特に中央銀行の生成・発展過程の源動力になっているのは、そのダイナミックな過程における生来の緊張関係や拮抗関係である⁴⁾、という。彼は、最初に中央銀行と商業銀行との関係に注目する。当初、両者は商業信用の供給において競合する厳しい緊張関係に陥るが、その後、この関係はほぼ解消して、今日のように「銀行のための銀行」という安定した関係に進展する。イギリスの事例に見られるように、当初、両者が激しく競争・対立したのは、イングランド銀行（イギリスの中央銀行）が創立された 17 世紀当時、同行はおそらくイギリス国内で「唯一の」商業銀行として設立され、その目的は、主として国家のための銀行あるいは「政府のための銀行」として、商業銀行業務を提供することであったと考えられている。一般にヨーロッパでは、国家が中央銀行を創立したのは、商業銀行の各種サービスを提供するための銀行を設立することを目的としていた。その目的のために設立された中央銀行は、設立後相当の期間にわたって、そのような各国でもっとも重要で規模の大きな商業銀行であった。したがって、中央銀行と商業銀行との初期

4) Goodhart (1994), p. 233.

の関係は、金融市場における対立と競争であった。

この関係が長い時間をかけて解消されたのは、多くの諸国において、20 世紀の初頭以降であった。例外を除くと、多くの場合、中央銀行が商業銀行業務から撤退することを見返りに、商業銀行が中央銀行の金融市場における主導権を自発的に容認する、明文化されていない「暗黙の盟約」に基づくものであった、と考えられている。

このような中央銀行と商業銀行との関係の歴史的展開過程からも明らかのように、現在 160 行以上の中央銀行⁵⁾ が世界に存在すると考えられているが、これらの中央銀行は大きく 2 つの種類に分類できる。1 つは、設立当初は今日的な意味における中央銀行ではなく、国家の銀行あるいは政府の銀行としての商業銀行の形態をとって生まれたが、その後、次第に中央銀行へと進展・変貌してきたものである。たとえば、17 世紀に設立されたスウェーデンの中央銀行であるリクス銀行⁶⁾ やイングランド銀行などである。これに対して、その設立当初から中央銀行としての機能を発揮するべき銀行として誕生したものがある。これらの中央銀行は、その当時（19 世紀後半から 20 世紀前半）のイギリスなど当時の先進国に比べて比較的発展段階が遅れた諸国が、中央銀行を必要として設立したものである。たとえば、わが国の日本銀行（1882 年）やアメリカの連邦準備制度（1913 年）などは比較的新しい中央銀行である。中央銀行業（*central banking*）の起源はその進展過程に認められるが、大半の中央銀行（*central banks*）は中央銀行としての設立を「意図」してあるいは「構想」

5) Capie *et al.* (1994) Table 1.2, p. 6. Source: Pringle and Mahate (1993).

6) 「世界最古の中央銀行」として一般に理解されている (<http://ja.wikipedia.org/wiki/>)、1668 年創立のリクス銀行 (Sveriges Riksbank) は Stockholms Banco (The Stockholm Bank) をその前身とする。後者は Johan Palmstruch による私的な勅許状によって設立された。もともと勅許上は同行に対する政府も相当の関与を反映していた。当初、動向は証券と担保に融資し、預金を受け入れるだけの業務を行っていたが、1661 年に硬貨に兌換可能な銀行券を発行し始めた。すなわち、ヨーロッパにおける最初の発券銀行の起源である。しかしながら、銀行券の乱発により硬貨への兌換が不可能となり、その責任を問われた創業者は投獄された。その後、同行は 1668 年に議會の下に置かれた国家機関として、銀行の再建が行われた。このように、リクス銀行の設立動機は、Stockholms Banco による銀行券乱発による混乱を処理するためであった。Capie *et al.* (1994), p.123 参照。

(design) して創立された⁷⁾。

したがって、上記のように当初は国家のために設立された商業銀行をその当時に於いて「中央銀行」と呼ぶことは正確さを欠くが、これらの銀行と対立・競争した民間の商業銀行一般と対比するために、以下では、便宜上あえて「中央銀行」と呼称することにする。

このように金融規制に関する 3 つの「緊張関係」のうちの 1 つは、中央銀行と商業銀行との関係であり、2 つ目の緊張関係は国家（政府）と中央銀行との関係である。最後の関係は、銀行券発行や金融政策の運営方法をめぐる対立である。最後の緊張関係の事例の 1 つは、19 世紀中頃のイギリスにおける、イングランド銀行券の発行をめぐる通貨学派と銀行学派との間で戦われた「通貨論争」である。もう一つが、20 世紀後半におけるマネタリストとケインジアンとの間で論争された「マネタリスト・ケインジアン論争」である。

これ以外にも、銀行券の人為的な発行規制の意義それ自体を否定し、市場原理もしくは市場競争に基づく銀行券の自由な発行を主張する「フリーバンキング主義」と発券規制制度の主張との間に「フリーバンキング論争」が存在する。しかしこの前者の主張は中央銀行の存在そのものを否定する考えに基づいており、セントラル・バンキングの経済分析を目的とする本書の研究対象から割愛する⁸⁾。

(1) 政府と銀行・中央銀行

歴史的に見ると、国家（君主 [sovereign]）と銀行業との関係は、当初から極めて密接に繋がった関係であった。たとえば、13 世紀のイタリアにおける

7) Capie (2009).

8) 「フリーバンキング論争」に関しては、Goodhart (1988), Chapter 2 'The Case for Free Banking' が詳しい。なお、今日の主要な諸国では、中央銀行は十分に堅固な基礎の上に確立された存在であり、金融政策を担当する重要な政策主体・組織体として確立されている、と一般にみなされている。しかしながら、イギリスにおける中央銀行機能に関する主要な著者の 2 人は、少なくとも理論的には、フリーバンキングをより望ましい制度と考えていた。その 2 人とは、*Lombard Street* (1873 年) の Walter Bagehot と *The Rationale of Central Banking* (1936 年) の Vera Smith である。See Bagehot (1873), p. 104.

初期の銀行業者は君主の「金庫番」的な役割を果たしていた。君主の資金需要の大半は戦費調達のためであった。17世紀末の1694年に設立されたイングランド銀行もまた、当時のイギリス・スチュアート朝の王、ウィリアム3世（1650-1702年）の戦争債務を融通することを目的としていた。銀行業の初期段階からすでに、国家（君主）と銀行との関係は、決して穏やかなものではなく、多難な関係であった。戦争によって敗戦国が国家として消滅すると、国家債務の返済不履行となった。この国家（君主）の債務不履行のリスクは、銀行業の日常的な障害であった。銀行業の歴史を通じて、国家債務の返済不履行は銀行が破綻する唯一、最大の原因であった。イタリアの一大金融業者であったフィレンツェのメディチ家の没落もまたこの同じ原因により生じた⁹⁾。

このような国家債務リスク（ソブリン・リスク）が増大してくると、銀行は、民間の借り手に対して徴収するよりも高い金利を国家への融資に要求するようになった。イタリアの銀行は、イタリア人の商人に対して5-10%の金利で融資する一方、イタリア戦争を始めた、15世紀のフランス王、シャルル8世（1470-1498年）に対しては、その国家債務に100%の金利を要求した。

他方、イギリスにおいても、イングランド銀行の最初の対政府融資には8%の金利が徴求されたが、それはイングランド銀行が民間の金融手段である「為替手形」に適用した割引金利の2倍の高金利であった¹⁰⁾。

ところが、過去約2世紀の間に、国家と民間銀行との関係は180度の急展開を示した。19世紀のイギリスにみられるように、危機に瀕した銀行は、戦時下の国家と同様に、流動性不足に陥った。この銀行に対して「最後の貸し手」として流動性を供給したのが国家であった。このように、国家が銀行の最後の貸し手としての役割を果たす逆展開を示すようになった。初期銀行業の場合と同様、19世紀以降の銀行においても、最後の貸し手として供給された融資資金は完全には返済されないか、あるいは所定の期限までに返済されないことが

9) Reinhart and Rogoff (2009)。今次のグローバル金融危機の第2段階（2009-10年）に発生したギリシャ国債危機やその後の南欧諸国に拡大した政府債務危機も本書の展開の流れの中に位置づけることができる。

10) Homer and Sylla (2005) 参照。

多かった。1930 年代の「世界的大不況」は、国家による銀行システム救済における一大転換点を画するといっても過言ではないであろう。預金保険制度の創設をはじめ、国家（政府）による民間金融機関の救済が暗黙のうちに想定されるようになった。それは、一般社会におけるいわゆる「暗黙の政府保証」の定着であり、同時にそれは預金者と銀行システムの側における「モラルハザード」の定着でもあった。2007 年の米国サブプライム問題を契機とした今次のグローバル金融危機は、国家の信頼性をも包含した包括的な「信用危機」とともに、国家による金融システム安定化という、もう 1 つの一大転換点を画することになるかもしれない。

政府と中央銀行の間の適切な関係という問題は、もっとも直接的な政策的関連性のある問題であろう。1990 年代の日本における金融危機の発生とその対策として採られた一連の大規模な公共投資という形の拡張的な財政政策と日本銀行の「ゼロ金利政策」や「量的緩和政策」などに見られる超緩和的な金融政策との同時発動が、結果的に先進国の中でもっとも突出した政府債務残高の累積およびそれを反映した民間の金融機関のみならず日本の中央銀行である日本銀行による日本国債の大量保有を不可避免的に生じさせた。大量の国債保有に伴う国債の償還問題のみならず、償還前に発生する危険のある民間金融機関と日本銀行がともに抱える金利リスクが顕在化しつつある。

しかしながら、以上のような政府と中央銀行との現在における関係だけが争点なのではない。中央銀行の歴史を通して、通貨価値の安定を維持するという中央銀行の目的と「政府のための銀行」としての中央銀行の機能との間には、大きな緊張関係が内包されてきた。中央銀行は、ほとんど常に、政府の勅許状などの国家の法律によって設立されてきたし、それゆえに「政府のための銀行」として明示的に規定されてきた。政府としては、自らが設立した中央銀行から低金利で資金調達することを志向することはむしろ当然の事態であるといえる。特に、戦争などによって国家（政府）の存亡に関わるような危機に直面した場合には、政府の直接的な必要に応じて資金供給する事を最優先するように中央銀行に強要する権限と誘因とを政府は有しているからである。

上述のとおり、初期の段階で中央銀行を創立した政府の誘因の 1 つは、戦

争やその他の非常時に必要な資金を機動的に供給することができる銀行を設立することであった。しかしもう一つの誘因があった。特に、ナポレオン戦争（1796-1815 年）終結当時に設立された銀行や第一アメリカ合衆国銀行（1791-1811 年）は、国家が戦費調達のために発行した政府紙幣の乱発により生じた急激なインフレーションを終息させることであった。発行銀行券を正貨兌換することによって、比較的独立した商業銀行を設立することは、物価の安定性（monetary stability）を回復するための 1 つの方法とみなされていた。

一方、日本においても明治維新後、明治政府は財政不足を補うために太政官札などの不換紙幣を大量に発行した。その上、西南戦争（1877 年）などの士族反乱に対応するために紙幣を増刷した結果、急激なインフレーションが発生した。この対策として、大蔵卿の松方正義は日本銀行を中央銀行として設立する一方で漸進的に紙幣償却を進め、紙幣流通量が正貨保有額に等しくなった時点で、兌換紙幣に切り替えていく方針を打ち出した。1882 年に日本銀行条例を制定して中央銀行構想を確立した松方は、1885 年に日本銀行に兌換紙幣を発行させて、翌年より政府発行紙幣・国立銀行発行紙幣との交換が行われた。このようにして、不換紙幣の日本銀行券による変換、いわゆる「紙幣整理」政策によってインフレーションが終息し、日本の通貨制度の信頼（monetary stability）を回復した。

古典的な金本位制度の下における通貨価値の安定（monetary stability）は、中央銀行券を正貨と等価で交換することで達成されていた。今日的な意味での物価の安定は、財・サービスに対する通貨の購買力の安定を意味するが、金本位制度の下では、それは中央銀行の間接的な目的であった。財・サービスに対する金の価値が安定している場合には、通貨と金との間の固定した平価は通貨価値の安定と同じことを意味した。

しかしながら経済学者の中には、金本位制度の下において金が真の名目的アンカーとして機能することに疑問を呈する議論を展開する者が現れた。第一次世界大戦による金本位制度の混乱を契機にして、I・フィッシャー（Irving Fischer）は「補整ドル」制度（“compensated dollar” system）を提案した。これは紙幣に含有される金の量を金表示の財の価格とともに変動させる制度で

ある。この制度によって、紙幣で表示した物価水準の固定することを目指した。この提案は金本位制度の「自動的調整作用」を保持しつつ物価を政策目標とする最初のものであった。他方、ケインズ (J.M. Keynes) も『貨幣改革論』(1923 年) で、今日「インフレーション・ターゲティング」と呼ばれる政策を推奨している。第一次世界大戦後のインフレーションとデフレーションが発生する国際経済の混乱の中で、国際的なインフレ時には通貨価値を増価(為替レートの切り上げ)させ、国際的なデフレ時には通貨を減価(為替レートの切り下げ)させて、国際物価を比較的安定させる伸縮的な為替レート制度を勧告している¹¹⁾。

しかしその後の金本位制度の衰退によって、20 世紀後半には完全な紙幣本位制度、すなわち「管理通貨制度」によって置き換えられた。これに伴い、右肩型上がりの一方向的なインフレーションが恒常的な経済現象となり¹²⁾、物価の安定はいまや中央銀行政策の主要な目的とみなされるようになった。

その後、マネタリストが仮定した貨幣需要の安定性に対する現実妥当性が消失し、インフレーションの中期的な予想が困難で「時間的不整合性問題」が重要視される状況の下で、中央銀行の独立性を高める主張が顕著な傾向となった。すなわち、中央銀行に対して物価安定を第一義の目的と定めるマンデートを法律によって規定し、同時に政府からの圧力から解放して独立性を与え、物価安定の目的を達成するために短期金利を裁量的に変更する自律性を付与することを重視する主張である。

中央銀行の独立性に関するこれらの理論的な議論とは別に、近年、独立性の高い中央銀行ほどインフレ率が低いことを示す実証研究の結果が公表されてきた¹³⁾。しかしながら、そのほど独立性の高くない中央銀行においても、独立性

11) 春井 (1975) 参照。第二次世界大戦後の「ブレトンウッズ体制」の下では、これらのインフレ目標政策はその関心を減退させた。しかし 1990 年にニュージーランドがインフレ目標政策を創始し、今ではカナダや英国、オーストラリアなど数多くの国が採用している。

12) イングランド銀行がその創立 300 周年を迎えた年に公表された論文の表が、過去 300 年間のイギリスのインフレーションの経緯を典型的に示している。MacFarlane and Mortimer-Lee (1994) の Chart 1: Retail Price Index 参照。

13) Alesina and Summers (1993)。

の高い中央銀行を成長率や雇用水準で評価してほぼ同様の結果が生じているとの指摘もある。この反論は、インフレを低く抑えるために犠牲にする失業率のコストを低く抑えること（「損失関数」）が、独立性のより高い中央銀行のほうが達成しやすいとの実証的な根拠を与えていないことを示唆している。むしろそれは、低いインフレ率を支持する政治的な支持者が支配的な社会ほど、独立性の高い中央銀行を確立しやすいことを示唆していると考えられる。さらに、独立性の高い中央銀行は、その自らの行動や発言、および評判によってそのような支持者を拡大し、維持し続けることを可能にすることができる、といえる。つまり、この後者の主張、すなわち独立的な中央銀行の確立が成功するかあるいは失敗するかは、低いインフレ率を支持する政治的な支持者を強く保持し続けることを可能にする「政治的な」スキルに依存している、との主張は、中央銀行に独立性を付与する法律の制定がそれ自体で中央銀行に真の独立性を常に保証する「万能薬」ではない点を示唆している。中央銀行の法律上の独立性が過大に評価されると、逆にその後、物価の安定などの中央銀行の本来の目的を達成する実績が大きく毀損する結果を生むリスクに留意するべきであろう。しかしながらこのような懸念はおそらく杞憂に終わり、各国の中央銀行家に慎重な判断を喚起する意味はほとんど不要となる時代が近い将来到来することが大いに期待される。

(2) 商業銀行と中央銀行¹⁴⁾

金融規制に関する3つの「緊張関係」のうちの2つ目は、商業銀行と中央銀行との関係である。

一般に見て19世紀後半までのヨーロッパにおける初期の発展段階における中央銀行は、商業銀行業務の遂行を期待されていた。中央銀行が最初に設立されたときには、その中央銀行はその国において商業銀行としての銀行業務サービスを提供する唯一の金融機関であることが多かった。設立後も長期間にわたって、そのような中央銀行はその国においてもっとも重要かつ有力な銀行で

14) 春井（1998b）参照。

あり、もっとも規模の大きな商業銀行に留まった。その結果、中央銀行とその他の民間の商業銀行との初期の関係は、同業者としての対立関係であり、顧客を奪い合う競争関係にあった。しかしながら、このような両者の敵対的な関係も、若干の例外を除けば、多くの場合、20 世紀への転換期ごろには次第に解消していった。中央銀行が民間銀行と競合する商業銀行業務から徐々に撤退することを見返りに、商業銀行もまた金融市場、特に短期の貨幣市場における中央銀行の主導力を自発的に受容するように変化していった。このような関係の変化は、その大部分が明文化された規定や法律に基づいて行われたというよりは、成文化されていない「非公式の紳士協約」のようなものに基づいていたと考えられる。

実際のところ、イギリスにおける中央銀行と商業銀行との間の緊張関係の進展は、3 つの段階に分けて変遷したと見ることができる。第 1 段階は、中央銀行が民間の銀行と競争する関係、さらには敵対する関係などを紆余曲折を経て脱し、銀行システム全体の健全性に対する中央銀行としての責任、すなわち「最後の貸し手」機能の実行を受容する段階への進展である。この段階は W・バジョットの有名な著書である『ロンバード街』が刊行された 1873 年ごろから 19 世紀末頃の期間であると推察される。

第 2 段階は、20 世紀初頭から 1970 年代前半ごろまでの期間である。しかしこの期間の民間の金融機関は銀行法など関連業法による参入規制などの保護やそれに基づく金融機関のカルテル化、および仲間同士の閉鎖的なクラブ形式の業界構造を温存していたために、多くの中央銀行は銀行業界、さらに広く金融業界に対する規制・監督機能の実行面において極めて制限された実務機能を果たしうる段階に留まらざるをえなかった。それゆえに、これらの金融機関は中央銀行等による法的規制をできる限り回避し、その代わりに業界団体自らによる「自主規制」を優先する方針を強く貫いてきたといえる。

しかしながら、情報通信技術 (ICT) の進歩やインフレーション、金融システムの不安定化、および金融の規制緩和・自由化などによる競争の激化は、その後、カルテル化した金融機関の組織構造を解体した。しかも、20 世紀の最後の約 20 年間は、多くの諸国で銀行のリスク・リターン構造が顕著に悪化し

た。このようなリスク・リターン構造の著しい悪化に対して、リスク評価に比例した、より高い自己資本比率が要請されるようになった。しかしながら、少なくともホールセール金融市場においては、金融機関間の競争は国際的な市場で展開されるようになったために、1 国の金融当局が単独で自己資本規制を強化したとしても、規制の緩い他の地域の金融機関との競争において、規制対象の管轄領域に所在する金融機関の競争力の比較優位性を逆に悪化させる結果となる。いわゆる「規制の失敗 (regulatory arbitrage)」問題が生じる。この問題を回避しつつ、金融機関の自己資本を強化するためには、各国の中央銀行およびその他の規制当局は、国際的な金融市場で営業する金融機関に対して、国際的に共通する統一的な規制を制定し、施行する必要に迫られた。これが 1980 年代後半にバーゼルの銀行監督委員会によって初めて導入された「自己資本比率規制」であり、一般的には「バーゼル合意」もしくは「バーゼル I」と呼ばれている。第 3 段階である。

しかしながら、国際的に共通する統一的な規制を制定し、施行することは決して容易なことではない。主要国の伝統的な企業環境、たとえば商法、会計基準、銀行の業務慣行や行為様式などは各国の歴史的な発展の特徴を反映して、相互に大きな相違を示しているからである。このような環境の下で、各国からみて平等な事業環境を厳密で完璧なものに構築することは不可能に近い難事である。このような規定の制定・施行過程は、各国間の利害調整という困難な政治的過程を経る必要がある上、その過程ですべての懸案を解決することも不可能であろう。また、金融機関が遭遇するリスクが多岐に渡り、しかもそれぞれのリスクを事前に（資産価格を決定する金融市場機能の混乱が発生する以前に）リスクを評価することは、おそらく、それ以上に困難であろう。

他方、中央銀行や金融規制当局による国際的な統一規制システムの制定作業そのものが、規制当局によって、リスク・リターンのトレード・オフ関係が人為的な影響を受ける領域に銀行業務を押しやる危険も生じうる。銀行に対する自己資本の増強要請は銀行経営にとっての負担となりうる。特に、高度に発達し、効率的で競争的な資本市場を供えたいわゆる先進国では、伝統的な銀行業務に悪影響を及ぼし、そのような銀行業務を衰退させる可能性が懸念される。

さらに、一方における銀行以外の各種金融機関、いわゆるノンバンク金融機関による中核的な銀行業務への進出と、他方における銀行による非伝統的な金融業務への進出など多角化への動きも見られる。その結果、銀行とノンバンクとの境界があいまいになり、各金融機関の「同質化」が「コングロマリット化」とともに急速に進展しつつある¹⁵⁾。

前述したとおり、これまでの金融規制・監督は特定の金融危機に対して、悪く言えばその場しのぎとして、良く言ったとしても対症療法的に、対応する程度を大きく超えることはなかった。金融市場や金融商品が飛躍的な構造変化を遂げている現在、従来のような対応の仕方では、到底、急速な変化に適合した金融規制・監督システムを構築することは不可能である。今次のグローバルな金融・経済危機に臨んで、欧米各国の中央銀行や金融当局をはじめ各国国際金融機関（世界銀行、IMF、欧州委員会（欧州金融安定化理事会や欧州銀行監督機構など）が将来の新しい金融危機の再発防止に向けた金融制度改革案を検討・実施しつつあるのも、必然的な事態であるといえる。

(3) 銀行規制方式：通貨学派と銀行学派

金融規制に関する3つの「緊張関係」のうちの3つ目は、銀行券の発行（規制）方式をめぐる2つの相対立する考え方の「大論争」である。これは金融政策を「ルール」に基づいて運営するべきか、あるいは中央銀行家の「自由裁量」に基づいて運営するべきかという、金融政策の枠組みあるいはその運営方式をめぐる論争である。古くは19世紀初頭の「地金主義対非地金主義」による「地金論争」や19世紀中ごろの「通貨主義対銀行主義」による「通貨論争」がその典型であり、より新しくは1970年代に特に顕著となった「マネタリズム対ケインジヤニズム論争」である。

18世紀のイギリスには、すでに手形交換所制度が存在していた。その当時貨幣として流通していた銀行券は民間の諸銀行が発行していた。これらの持参人払いの銀行券はそれぞれの発券銀行が準備として保有している「金に対する

15) 春井（1991）参照。

請求権」であった。今日でも、かつての名残として、イングランド銀行券の券面には「額面通りのポンドを持参人の要求により支払います（“I promise to pay the bearer on demand X pounds”）」という文言が、イングランド銀行の業務局長（chief cashier）の署名入りで印刷されている。当時の銀行券はこの約束の文言どおり、要求あり次第、まさに「正貨（gold specie）」、すなわち金地金または金貨に兌換されたので、この約束は実際に履行されていたといえる。しかも非常に長期間にわたって、すべての銀行券は各民間発券銀行が保有する金準備の大きさに応じて発行されていた。

しかしながら 1797 年にフランス軍がイギリス本土に上陸したとのうわさが広がり、イギリス中の銀行に「銀行取付け」が広範に発生した。銀行券の保有者がわれ先取引銀行へ押しかけて、銀行券を金に兌換することを一斉に要求したからである。一部準備銀行制度を採用していた各発券銀行は、日々の銀行業務において必要とされる金しか準備として手許に置いていないのが通常であるため、一斉の銀行券の金兌換に応じることはできなかった。この結果、パニックが発生してイギリスの銀行システムは破綻の危機に瀕した。このような銀行取付けがもたらす金融システムの不安定化のリスクを懸念したイギリス政府は、イングランド銀行による銀行券の正貨兌換を停止することを決定した。

この正貨支払い停止により、イギリスの銀行システムの危機は速やかに終息した。しかしイギリス政府は、金融危機終息後も、速やかにイングランド銀行券の兌換（正貨支払い）を再開しなかった。それだけでなく、イギリス政府は金兌換を義務付けないまま、銀行券を発行することを民間銀行に引き続き許可した。1800 年代には、銀行券の金兌換の維持をめぐる賛否両論の議論が法律家や銀行家、政治家などを巻き込んでイギリス全土で広範に展開された。「地金主義者（Bullionist）」と呼ばれるグループの人々は金兌換を求めて議論を展開し、これに対して「非地金主義者（Non-Bullionist）」と呼ばれるグループの人々は金兌換停止の現状維持を主張して、両グループは激しく論争を繰り返した。地金主義者の主張は単純明白である。もし自ら発行する銀行券の金兌換が義務付けられなかったとすれば、銀行は保有する金準備の額を超えて、銀行券を過剰に発行する誘惑に駆られる。その結果、銀行券は過剰に発行されて、貨

幣の価値が低下し、インフレーションを引き起こす。彼らは、インフレーションを回避するためには金兌換を義務付けるべきであり、正貨支払いを再開するべきである、と主張した。

これに対して、非地金主義者は「真正手形説 (Real-Bills Doctrine)」と呼ばれる主張を擁護する点で共通している。A・スミスによれば、銀行券は商人が発行する為替手形、すなわち「商業手形」と交換に銀行が発行する。この商業手形の返済が十分に信頼できるものであれば（つまり「擬制手形」ではなく、「真正手形」である限り）、商人は商取引に関連して振り出す金額以上の銀行券が発行されることはありえない、と考える。言い換えれば、商人による銀行券に対する需要は「取引の必要」、すなわち「実需」それ自身によって限定される。したがって、銀行券の過剰発行や乱発は生じないことになる。しかしながら、何らかの偶然や事故によって、仮に銀行券が過剰に発行されたとしても、商業手形の満期到来（通常、90 日や 120 日などの短期日物が多い）による償還によって清算されるので、過剰に発行された銀行券は速やかに発行銀行に戻り、消去される。このため、銀行券の過剰発行によるインフレーションの恐れは少ない。これが「還流の法則」であり、真正手形説の理論的支柱の一つとなっている。

これに対して、地金主義者の H・ソーントン (Thornton [1802]) は、非地金主義の真正手形説に対する明解な批判を展開した。彼は、商取引から生じる貨幣需要（すなわち、銀行券に対する需要）に上限があるとする点を疑問視した。つまり、もし実際の資本の利益率が銀行が商業手形を割り引く際に適用する金利（割引金利）よりも高いとすれば、たとえそれが「真正手形」であったとしても、商取引に伴う貨幣需要は際限なく増大する。この場合、銀行券を求めて振り出される商業手形に上限を設けることは容易ではない、と指摘した。もし彼が正しければ、その帰結はインフレーションである。

ヴァイナー (Viner [1937]) によれば、1800 年代の初めにイギリスはインフレーションを経験し、ナポレオン戦争が終わった 1814 年にそのピークを迎えており、それが地金主義者の主張に根拠を与えた。しかし非地金主義者は戦争中の政府による物資の購入と配給制度がインフレーションの原因であり、銀

行券の乱発が原因ではないと反論した。この戦争中のインフレーションの原因の究明とその解決策の勧告を目的にイギリス議会は特別調査委員会を設置し、委員会は多くの証言を聴取した後の1810年に、有名な報告書『地金報告 (*the Bullion Report*)』を議会に提出した。同報告書は地金主義者の主張を大体において支持し、イングランド銀行券の段階的かつ部分的な金兌換の再開を勧告した。この委員会の委員の一人であったD・リカードゥは厳格な地金主義者の立場を堅持し、即座のかつ全面的な金兌換再開を主張した。しかしながら、戦争の終結とともに、世論は非地金主義者の主張の支持へと流れていった。地金主義者が喧伝したインフレーションの懸念とは裏腹に、1815年か1830年までの期間、デフレーションが長期間継続したからである。

しかしながら、これをもって非地金主義者の勝利と評決することほどには問題は簡単ではなかった。議会は、1816年に金本位法を制定し、さらに1819年にイングランド銀行券の金兌換再開法を可決し、実際に1821年には予定よりも2年早く、金兌換が再開された。その結果、イギリス経済は、金兌換停止下の6年間のデフレーションの後に、この金兌換再開による金融引締め効果の下でさらに9年間もデフレーションを経験することになった。

このような「地金論争」は、イングランド銀行に銀行券発行の事実上の独占権を付与した1844年ピール銀行法 (*the Bank Charter Act 1844*) の制定前後、その内容や論者を若干変更して1840年代および1850年代に「通貨論争」として再燃した。同法は、当時のロバート・ピール首相が、イギリスの民間銀行の銀行券発行権限を制限し、イングランド銀行に事実上の発行独占権を与えた法律である。同法は、イングランド銀行以外には新たな銀行券の発行をいかなる銀行にも認めず、その時点で銀行券を発行していた銀行に対して、合併・吸収などで銀行が消滅した場合には、既に流通している銀行券を回収するべきことを義務付けた。同時に、イングランド銀行は、一定の政府証券を裏づけとした保証準備発行による銀行券を固定し、これを超えるイングランド銀行券の発行には100パーセントの金準備の裏づけを義務付けた。これを「保証準備直接制限制度」と呼ぶ。同法は流通界に流入する新しい銀行券の供給を制限し、イングランド銀行に新しい銀行券発行の事実上の独占権を与えた。

この 1844 年ピール銀行法を支持したのは「通貨学派」と呼ばれた論者であった。彼らは、イングランド銀行が保有する金準備が銀行券発行の最高額（「正貨準備発行」額）を規定する必要があると主張した。その意味で、通貨学派は地金主義者の主張を復活させたといえる。この学派に対抗したのが「銀行学派」と呼ばれる論者である。彼らは正貨準備発行という機械的な銀行券発行制度に反対した。しかし真正手形説を必ずしも受け入れたわけではなく、部分的な金兌換には反対しなかった。彼らの主張の根拠となった「還流の法則」も非地金主義者の主張よりも単純なものであり、銀行券の過剰発行によってインフレーションが発生するかもしれないが、もしインフレーションが生じても直ちにイングランド銀行への金兌換が殺到し、過剰に発行された銀行券はイングランド銀行に還流すると考えた。

1844 年ピール銀行法の制定自体は、銀行券の過剰発行がインフレーションの主要な原因であると主張した通貨学派の「通貨論争」上の勝利を象徴するといえる。しかしながら、同法は新しいイングランド銀行券の発行には 100 パーセントの金の裏づけを義務付けたとはいえ、政府は金融危機時には同法を停止する権限を留保していた。事実、同法制定後、1847 年、1857 年および 1866 年と連続的に金融危機¹⁶⁾が発生し、そのたびに 1844 年ピール銀行法は大蔵大臣のイングランド銀行に対する書簡によって停止され、金準備を超えるイングランド銀行券の発行、すなわち「保証準備発行」によって流動性が弾力的に供給され、金融システムは安定性を回復した。他方、1844 年ピール銀行法は新しい銀行券の発行には金準備による制限を設けたが、銀行券に代替しうる可能性を秘めた新規の貨幣形態である「銀行預金」については一切規制や制限を設けていない。特に、同法がイングランド銀行を発行部と銀行部との 2 つに分割し、発行部への厳格な規制とは裏腹に、銀行部には民間の銀行と競合して利潤の最大化、株主利益の最大化を可能にする制度を温存した。他方、この 2 分割により、その後、民間銀行が創り出した新しい貨幣形態である銀行預金は、小切手による効率的な決済機能により 19 世紀を通して普及し増加を続けた。こ

16) 鈴木 (1998) および Collins (1992) を参照。

れは、その当時の主要な貨幣形態であった銀行券のみを対象とした貨幣供給規制制度の有効性を損なう作用を果たすと同時に、民間銀行が金準備による供給規制を回避して、市場の貨幣需要に応じて流動性を弾力的に供給するという「銀行学派」的な内生的貨幣供給のメカニズムをイギリスの金融システム内に設けるという、1844 年ピール銀行法が想定しなかった「意図しない結果」を生じた。

J・ヒックス [Hicks (1967)] は貨幣理論と金融史との密接な関係を理解することの重要性を次のように説いている。すなわち、貨幣理論が金融史に属するということに 2 つの意味があり、この 2 つを峻別する必要がある、という。第一に、貨幣に関する著作の大部分が持論的であることを指摘する。第二に、貨幣理論の分析対象である貨幣それ自体が時とともに変化するので、貨幣理論が金融史と密接に関連せざるを得ないという¹⁷⁾。貨幣形態は、当初は金や銀などの貴金属など素材価値のある商品を基にした商品貨幣から、次第に素材価値に基づかない兌換銀行券やその後の不換銀行券、さらには支払手段として小切手を振り出すことのできる銀行預金などの信用貨幣へと変遷を重ねてきた。今や、クレジットカードやデビットカード、各種の電子マネーなど貨幣に極めて類似した機能を果たす「擬似貨幣」が普及しつつある。貨幣形態の変遷が、時の経過とともに、今後も続くことを頭から否定することはできないであろう。

かくして、19 世紀後半に生じた以上の 3 度の金融危機が 1844 年ピール銀行法の停止によるイングランド銀行券の増発によって収拾されたという事実は、銀行学派の主張の「事実上」の正しさを支持していると見ることができる。しかしながら、通貨学派が主張した、金兌換が第一次世界大戦による金融危機が発生するまでの長期間にわたり、「形式上」であるとはいえ、不変に維持されたことも事実である。さらに、同戦争の終結後のイギリスの貨幣制度をどのように構築するべきかとの諮問を受けて設置された大蔵省の特別調査委員会であるカンリフ委員会 (1918-19 年) は 1919 年に報告書を公表し、旧平価での金本位制度復帰を勧告した。ケインズ等による金本位制度復帰反対の議論が公表

17) 春井 (1992)、ii-iii ページ。

されたにも関わらず、このカンリフ委員会の勧告を受ける形で、当時の大蔵大臣 W・チャーチルは金本位制度の復帰法案を議会に提出し、1925 年金本位法が制定された。しかしながら、その後のいわゆる 1930 年代の「世界大不況」の下で、1931 年 9 月イギリスは再び金本位制度を離脱し、いわゆる「管理通貨制度」を採用して今日に至っている。

以上の 2 つの論争、つまり 19 世紀のイギリス金融史における「地金論争」と「通貨論争」とは、いずれもイギリス国内を中心に展開された。しかもこの 2 つの論争において、イングランド銀行がともに深く関連していたことは、金融政策の運営のあり方を検討する際に、イングランド銀行の行動を無視して議論することができないことを示唆しているといえる。これに対して、「マネタリスト・ケインジャン論争」はもっと広い世界で、特にアメリカを中心に、展開された点で前 2 つの論争と異なる。しかしながら、この 20 世紀の論争においても、イングランド銀行は、再び『ラドクリフ報告書』(1959 年)や『貨幣制御および中期的金融戦略に関する緑書』(1980 年)などの金融政策論争上の画期的な文献に密接に関連している。

これらの論争が展開された背景・環境や論争の結果などには共通性がある。これら 3 つの論争は、いずれもその時の社会が望ましいと考えた目的である通貨価値の安定を達成することができなかったという貨幣制度上の明らかな欠陥から生じている点で、極めて似通っている。19 世紀の地金論争はイギリスにおける銀行券の正貨支払い停止 (1797-1821 年) およびその結果生じたインフレーションの原因とその影響をめぐる議論や分析から発生した。また、その後の 1820 年代と 1830 年代における種々の金融危機の原因をめぐる議論によって、いつそう問題が拡大した。同様に、マネタリスト・ケインジャン論争も主要先進国における 1960 年代と 1970 年代における慢性的で着実に悪化の一途をたどっていた中期的なインフレーションに関する問題をめぐる論争から発生している。

いずれの場合においても、通貨学派・マネタリストはインフレーションの原因をそれに先立つ貨幣的な要因にその根本的な原因があると主張したのに対して、銀行学派・ケインジャンは農産物の凶作や石油ショック、名目賃金の上

昇・下方硬直性などサプライサイドの非貨幣的要因がインフレーションの根本的な原因であると主張した。また、さらに、以上3つのいずれの論争においても、少なくとも「表面的」には、通貨学派・マネタリストの主張に有利なような形でその論争の大半が終息したように見える。いずれの論争においても、通貨学派・マネタリストによれば、貨幣制度の機能不全は、金融政策運営の失敗や貨幣集計量の過大な増加率（19世紀においては銀行券、20世紀においてはその時々を選好された貨幣集計量（M1, M2, M3, M2+CD 等））などの金融政策運営に原因があったので、そこから導かれる当然の解決策はこれらその時々を選好された貨幣集計量を適切に制御する方式、つまり「ルール」を導入することであった。

上記の論争において、どのように貨幣制度を改革するかをめぐる知的論議において、通貨学派・マネタリストは勝利したといえる。イギリスの場合、この勝利はその時々々の首相（1840年代のロバート・ピールと1980年代のマーガレット・サッチャー）がそれぞれ通貨学派あるいはマネタリストの見解の信奉者であったという事実が大いに貢献しているように思われる。たとえば、1844年ピール銀行法の場合、通貨学派の主要な主張がほぼ忠実に同法律に反映されていた。また、主要先進国の中央銀行の大半は1970年代に何らかの形の貨幣集計量の中間目標を金融政策運営に採用していたからである。日本においても、「M1とM2+CDを比較すると、最近の状況を見る限り経済諸変数との関係はM2+CDの方が強い。これはM2+CDを中間目標として重視する金融政策にある程度の妥当性を保証していると読むことができる」（大久保[1982]）として、貨幣集計量を金融政策運営上重視していた時期があることが窺える。

しかしながら、貨幣制度改革の実際の展開過程を見れば、論争には勝利した通貨学派・マネタリストは、銀行学派・ケインジアン の主張に論戦では敗北したと言うべきであろう。丹念な議論の末に考案された「ルール」もその現実妥当性については、その基盤となる暗黙の仮定、すなわち貨幣制度の構造は時間の経過の下でも一定不変に留まる、という仮定に大きく依存していた。残念ながら、このような新しいルールが導入されると、そのこと自体が貨幣制度の構造を変化させる誘因となる。特に顕著な事例が、19世紀における銀行券の

発行規制というルールを導入が、このルールの適用を回避して、銀行券に代替する新たな交換・支払手段である小切手勘定を提供する銀行預金の普及のために、民間銀行が銀行預金にその経営資源をより集中的に投入する経営戦略へと転換させた。このような構造変化は、通貨論争の中で、既に銀行学派が警告していた。

実際には、この 19 世紀の新しい金融政策の運営方式は、当初期待されたとおりの結果を生み出さなかった。上述したとおり、1844 年ピール銀行法はその直後の 3 回の金融危機の発生を未然に防止することに成功しなかった。そればかりか、金融危機発生後、危機対策のために同法は 3 度も停止され、イングランド銀行による保証準備発行によるイングランド銀行券の増発によって危機は終息した。この経験が有名な W・バジヨットの『ロンバート街』(1873 年) 公刊のきっかけとなったと考えられている。同書で、バジヨットは、イングランド銀行による銀行準備金、すなわち金準備の集中保有は、1844 年ピール銀行法がその集中保有をいっそう強化する役割を果たしたにもかかわらず、金融システムの安定性という公共の利益を確保するという中央銀行としての機能をイングランド銀行が果たす上で、それほど大きな意味をもたないこと、を明らかにした。前述した、イングランド銀行を発行部と銀行部とに分割する提案の根拠となったイングランド銀行機能の分離は、その後、急速にその妥当性を失ってしまった。

1980 代にはアメリカを中心にした規制緩和や金融自由化の流れの中で、金融機関相互の競争が激化した。同時に、新しい金融手段 (financial instruments) が登場し、それに伴って名目金利は高騰しその変動率も大きくなった。このような環境変化を受けて、NOW 勘定や MMMF などの金融商品が開発されて金融革新が進展した。このような新しい金融商品の登場で貨幣流通速度の予測可能性や貨幣需要関数の安定性が損なわれることになった。事前に予想可能であったこのような法則性の瓦解は、19 世紀半ばよりも 1980 年代の方が遥かに迅速で全面的なものであったと想像されるが、論争のかなでは十分にその予兆を読み取ることはできなかった。その理由の 1 つは、最新の、専門家以外にはある意味で不可思議な計量経済学的手法によって、このような法則性が高い

「頑健性」と「有意性」とをもつて確立されたという事情による。また、計量経済学の詳細な手法に素人にとって、「チャウ・テスト」などの高尚な推計結果に異議を申し立てることは大いに憚られたからであろう。

再び 20 世紀の事例に戻って考えれば、1970 年代や 1980 年代に貨幣集計量を政策目標として達成しようとした金融政策の効果は、良く言ってまちまちであった。M・フリードマンなどのマネタリスト¹⁸⁾は、そのような政策が適切かつ真剣に実施されなかったと反論している。このような金融政策の運営方式は 1980 年代にかなり激しく論争されたが、結局のところ論争の決着は付かず、マネタリスト・ケインジアンとの意見の集約も行われない結果に終わった。この結果に伴って実際に生じたのは、すべての関係国とはいわないまでも、主要な諸国において貨幣流通速度の予測可能性の瓦解であった。これが意味していることは、新しい金融政策の運営方式を導入したこれらの諸国において、一般的に受け入れられる貨幣集計量の間目標を特定することはきわめて困難であり、あるいは不可能に近い、という結論であった。もしこの結論が正しいとすれば、ベースマネーの変動が有益な変数であることには変わりがないとはいえ、マネタリベースの制御にはなんら有意性が見出せなくなったということに帰結する。

以上で考察した 19 世紀と 20 世紀の論争の考察から推論して導き出すことができる一般的な教訓は何であろうか。考えうる 1 つの教訓は、筆者を含む経済学者が、一方で、中央銀行が過去におかした金融政策上の失敗の原因やその失策が引き起こした結末について、中央銀行家は丁寧に説明することには非常に長けているが、他方で、どのようにすれば金融危機の再発を防止し、金融システムを改革するべきかの具体策を提案することには、それほど優位性を持ち合わせていない、ということであろう。そのため、時に経済学者が提案する

18) C・グッドハート [Goodhart (1988, p. 2)] は、M・フリードマンと同様、F・v・ハイエク [Hayek (1978, pp. 77, 101-102)] も、ただし彼独自の根拠に基づいて、中央銀行による自由裁量的な金融政策の運営に疑念を抱いている、と指摘している。ハイエクは、フリードマン [Friedman (1959, pp.6-7)] と異なり、貨幣量増加のルール方式が、既存の銀行システムの枠組みに下で確立しうるかどうか疑念を示している。

「ルール」は、実際に彼らが自覚しているよりもはるかに大幅に、市場構造や市場のインフラストラクチャーについての暗黙の諸仮定に依存している傾向が強い。過去半世紀の世界経済の変化の過程を省みただけで明瞭に理解できるように、1960 年代の高度経済成長、1970 年代の 2 度の石油ショックを経験した「グレート・インフレーション」、1980 年代から 2000 年代前半までの「グレート・モダレーション」とその背後に生じた先進国と新興国間の「グローバル・インバランス」、そして 2007 年以降の「グローバル金融・経済危機」と 2009 年秋以降のギリシャを中心としたユーロ圏の「ソブリン・リスク（国家債務危機）」など、世界は極端に変動する大波乱の時代を経験してきた。

このような世界の潮流の激変を現に経験しているにも関わらず、1990 年代以降、世界的に著名な経済学者等が提唱する「インフレ目標 (inflation targeting)」を金融政策の運営方式とする中央銀行が徐々に増えつつあり、日本においても「バブル経済」崩壊後の「デフレ脱却」の金融政策として複数の著名な経済学者がこの政策目標の導入を積極的に提言している。これに対して、1970 年代よりも遥かに最近の、このような金融政策の運営方式をめぐる論議を虚心坦懐に、また同時に「warm heart but cool head」で思考する際に経済学者が念頭に置くべき要点として「グッドハートの法則 (Goodhart's Law)」が興味深い (Goodhart [1975] 参照)。

IV おわりに

前述したように、銀行券の人為的な発行規制の意義それ自体を否定し、市場原理もしくは市場競争に基づく銀行券の自由な発行を主張する「フリーバンキング主義」と発券規制制度の主張との間には「フリーバンキング論争」が存在する。しかしこの前者の主張は中央銀行の存在そのものを否定する考えに基づいており、セントラル・バンキングの経済分析を目的とする本書の研究対象から割愛した。

ある組織体の成功か失敗かの基本的な基準をその組織体が再生産され、その数が増加すること、あるいは時代の変化ともに生起する種々の新しい問題や困難に対して柔軟に対応する形で自らを変容させることに成功しているかどうか

に求めると仮定すれば、中央銀行という組織体は正真正銘、見事にその存在意義を明確に顕示することに成功してきたといえる。

Pringle and Mahate (1993) によると、中央銀行の数は 1900 年には 18 行を数えるに過ぎなかったが、第二次世界大戦後に急増して、1990 年時点では 161 行に達している。その数は、独立する国民国家の増加とともに、今後も増加傾向をたどるものと考えられる。中央銀行の存在は、政治的主権の重要な一部とみなされているからである。

しかしながら、中央銀行の諸機能の成否をその政策行動の実績を基準にして評価するとすれば、前出のイングランド銀行の過去 300 年の実績事例を挙げるまでもなく、その最近の結果は必ずしも成功とばかりはいえない、まちまちの結果である。すなわち、1960 年以降、特に 1970 年代には、それは戦争のない平時でしかも政治的に安定していた時期であり、また 19 世紀のような新しい金鉱山の発見などの外生的な異変も生じなかったにもかかわらず、慢性的なインフレーションという最悪の経済不安定が発生した。今日の世論はその責めを中央銀行にではなく、政治家に負わせるのが一般的である。しかしながら、今後も中央銀行の独立性を高める世界的な傾向が続けば、中央銀行家自身にその気概を問う事態が生じないとは言切れない。仮に、今後 10 年間にわたって、物価安定のマנדートを付与され、同時にそれを達成するための手段独立性をも付与されている中央銀行が「物価の安定」目標を達成することに失敗したとするならば、「フリーバンキング」を志向する極端な主張が現れないとも限らない。さらに、物価安定にある程度成功しているとはいえ、その反面で平均的な失業率が、特に欧州諸国においてかなりの高水準に高止まりする傾向にあることも懸念されている。このような事態は、損失関数の視点からすれば、インフレとともに失業率を比較的低い水準に保持することには成功しておらず、金融政策の信頼性を高めるに至っていないとはいえない。

いくつかの中央銀行はマクロ的な政策目的として物価の安定を達成することを義務付けられたり（インフレ目標方式の導入）、あるいは法律等で規定（マンドートを付与）されている。他方、いくつかの中央銀行は金融システムの安定を維持するというミクロ的な政策目標も与えられている。特に、支払・決済

システムの維持やそれを銀行業務として担う商業銀行システムの安定性である。1980 年代の発展途上諸国の過大債務問題や 1987 年の株式市場暴落（いわゆる「ブラック・マンデー」危機）、2000 年前後の「IT バブル」の崩壊問題など、金融システムを不安定化させる恐れがあったシステム・リスクの回避において、中央銀行など金融当局の対応は極めて顕著な成功事例を示している。しかし 1988-93 年における米国、北欧諸国などにおける不動産バブルの発生・崩壊については、中央銀行の対応には疑念がもたれた。さらに、今次のグローバルな金融・経済危機の発生に至っては、金融規制・監督当局はいうまでもなく、中央銀行の責任も厳しく問われていることは真摯に受け止めるべき事態である。

金融機関のクロスボーダーの業務の拡大と展開、モラルハザードの危険、「大きくて潰せない (TBTF)」症候群、デリバティブ金融商品などのセキュリティゼーションの拡大、金融機関の「レバレッジ」を高めた貸付業務の増加、「シャドーバンキング・システム」の拡大など金融システムの新しい展開過程については、中央銀行はマクロブールデンス政策等において十分に対応しきれていなかったことが、今次の危機を通して、明白な事実として証明された。

2012 年現在、世界中の金融当局はこぞって、新しい金融危機の再発防止のために、金融改革案の提案に知恵を絞っている。1930 年代の「グラス・スティーガル法」などの厳しい金融規制法が制定されて以来、幾多の金融自由化・国際化の段階を経て、世界の金融システムは再び約 80 年ぶりの包括的な金融規制への一大転換の時代を迎えている。同時に、グローバリゼーションは大規模な国際資本移動を生み出し、世界中の外国為替取引高の急激な膨張をもたらした。その中で、金融当局は一般に、特に中央銀行は、国際通貨システムを安定的に維持することに成功しなかった。一方で変動為替レート制度は理論的に期待されたほどの為替レートの安定性を実現することができず、他方で固定為替レート制度は支離滅裂状態に陥っているといっても過言ではない。さらに深刻な問題は、新興国・地域の経済成長による世界経済の押し上げ効果による下支えにも関わらず、欧米の経済が「景気の二番底」に陥り、3 度目の大不況を経験する可能性が論議されつつあり、「日本型デフレーション (a Japanese scenario)」

のリスクが高まっていることである¹⁹⁾。

参考文献

- 大久保 隆 (1982) 「マネーサプライと経済諸変数間の因果関係—パワー寄与率からみたマネー、所得、物価および金利の相互関係について—」『金融研究』、第 1 巻第 1 号、10 月。
- 田中素香・春井久志・藤田誠一編 (2004) 『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』有斐閣。
- 春井久志 (1971b) 「D. リカードウの貨幣銀行論」『関西学院大学経済学研究』、第 4 号、12 月。
- 春井久志 (1980) 「カンリフ委員会と金本位制度——金本位制の調整機構の古典派モデル——」『名古屋学院大学論集 (社会科学篇)』第 17 巻第 2 号、12 月。
- 春井久志 (1991) 「イギリス——ビッグバンとコングロマリット化」、太陽神戸三井総合研究所編『世界の金融自由化——先進 7 カ国・ユーロ市場比較』、第 6 章、東洋経済新報社。
- 春井久志 (1992) 『金本位制度の経済学』ミネルヴァ書房。
- 春井久志 (1994) 「創立 300 年を迎えたバンク・オブ・イングランド (1694-1994 年) (上/下)」『月刊金融ジャーナル』、8/9 月号。
- 春井久志 (1996a) 「金融の自由化・国際化と金融システムの安定性——イギリスのセカンダリー・バンク危機を中心に——」『経済学論究』、第 49 巻、第 4 号、1 月。
- 春井久志 (1996b) 「中央銀行の独立性：イギリス—イングランド銀行：金融政策の信頼性確保を目指して—」『月刊金融ジャーナル』、12 月号。
- 春井久志 (1997a) 「中央銀行の機能をめぐる諸問題——中央銀行論 (Central Banking Theory) を目指して——」『金融経済研究』、第 11・12 号、3 月、209-212 ページ。
- 春井久志 (1997b) 「イングランド銀行の独立性」『金融経済研究』、第 13・14 号、11 月、184-189 ページ。
- 春井久志 (1998a) 「中央銀行機能の生成・発展」『経済学論究』、第 51 巻、第 1 号、1 月。
- 春井久志 (1998b) 「中央銀行制度の諸機能——その生成と発展——」、三木谷良一・石垣健一編著『中央銀行の独立性』、第 9 章、東洋経済新報社。
- 春井久志 (1999a) 「金融政策レジームとイングランド銀行法改正」『商学論究』、第 46 巻、第 3 号、3 月。

19) 春井 (2011) および “Turning Japanese”, *The Economist*, July 30th 2010.

- 春井久志 (1999b) 「中央銀行の最後の貸し手機能と金融監督機能」『経済学論究』、第 53 巻、第 3 号、12 月。
- 春井久志 (2011) 「『銀行』と『中央銀行』の存在意義」『経済学論究』、第 65 巻、第 3 号、12 月。
- 伊藤隆敏・林 伴子 (2006) 『インフレ目標と金融政策』東洋経済新報社。
- 日本銀行百年史編纂委員会編 (1982) 『日本銀行百年史』、日本銀行。
- 鈴木俊夫 (1998) 『金融恐慌とイギリス銀行業』日本経済評論社。
- 田中生夫 (1979) 「金本位制小考——イギリス金本位制に関する R.S. セイヤーズの見解の発展」『岡山大学経済学会雑誌』、5 月。
- 立脇和夫 (2005) 「中央銀行形成史序説——世界最古の中央銀行の検証——」『早稲田商学』、第 403 号、3 月。
- Alesina, A. and Summers, L. (1993) 'Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence', *Journal of Money, Credit and Banking*, 25-2.
- Bagehot, Walter (1873) *Lombard Street*. London: Kagan, Paul & Co, 1873 [14th edition London: John Murray, 1927]. 久保恵美子訳『ロンバード街』日経 BP 社、2011 年。
- Capie, F., C. Goodhart, S. Fischer and N. Schnadt (1994) *The Future of Central Banking, The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge U.P.
- Capie, F. (2009) "Some scattered thoughts from history on evolution and design in central banking", in Mayers, D. and G. Wood eds. (2009) *Designing Central Banks*, Routledge.
- European Central Bank [ECB] (2010) *Financial Stability Review*, December.
- Friedman, M. (1959) *A Program for Monetary Stability*, Fordham University.
- Goodhart, C.A.E. (1975). "Monetary Relationships: A View from Threadneedle Street". *Papers in Monetary Economics* (Reserve Bank of Australia).
- Goodhart, C. (1988) *The Evolution of Central Banks*, MIT Press.
- Goodhart, C. (1994) "Conference Proceedings: Presentation". In Capie et al. (1994).
- Green, Edwin (1989) *Banking: An illustrated history*, Phaidon Press Limited. 石川通達監訳『図説 銀行の歴史』原書房、1994 年。
- Hayek, F.A. *New Studies, Politics and Economics*, University of Chicago Press.
- Homer, S. and R. Sylla (2005) *A History of Interest Rates*, 4th edition, John Wiley & Sons.

- MacFarlane, H. and P. Mortimer-Lee (1994) “Inflation over 300 years” *Bank of England Quarterly Bulletin*, May.
- Pringle, R. and A.A. Mahate (1993) *The Central Banking Directory*, Central Banking Publications.
- Reinhart, C.M. and K. Rogoff (2009) *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Sayers, R. S. (1976) *The Bank of England 1891-1944*, Cambridge University Press. 西川元彦監訳『イングランド銀行 1891-1944』東洋経済新報社、1979 年。
- Thornton, H. (1802) *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, edited by F. A. von Hayek (1939), London: George Allen and Unwin. 渡辺佐平・杉本俊朗訳『紙券信用論』実業之日本社、1948 年。
- Viner, J. (1937) *Studies in the Theory of International Trade*, George Allen and Unwin.