

## 投資，投機，群集行動（1）

吉 澤 昌 恭\*

序 誰も信じない？

1. ケインズ

- 1.1. 『雇用・利子および貨幣の一般理論』の分析の枠組
- 1.2. 予想の不確かさ
- 1.3. 組織された投資市場と投機

2. 佐 伯

- 2.1. 砂上の桜閣としての金融市場
- 2.2. 金融のグローバル化
- 2.3. 奴隷が主人となる

3. イートウェルとテイラー

- 3.1. リスクの民営化
- 3.2. 資本自由化と世界経済のパフォーマンス
- 3.3. 世界金融機関の役割

4. 方法論的考察

- 4.1. 野口 vs. 「市場原理主義批判」者
- 4.2. ヒュームの衝撃
- 4.3. 再び，野口 vs. 「市場原理主義批判」者

序 誰も信じない？

イートウェルとテイラーは、その著『金融グローバル化の危機 —— 国際金融規制の経済学』の序文で次のように述べている。

「一九九七年のアジア通貨危機を契機に、国際金融取決めのパフォーマンスにつ

---

\* 広島経済大学経済学部教授

いて、世界中で再検討が始まった。それは、学会、(IMF・世銀・BISなどの)国際金融機関、政治的会合(特に主要先進国会議であるG7)の場で行われている。この議論は、『国際金融機構の改革』(Reform of International Financial Architecture)という名で呼ばれてきた。金融の自由化は必ず利益をもたらすという九七年以前には広く受け入れられていた前提を、真面目な論者なら今やほとんどすべてが放棄している。<sup>(1)</sup>(傍点は、吉澤が付した。)

1997(平成9)年に起った、アジアの通貨・金融危機を目の当りにして、それでも尚、「金融の自由化は必ず利益をもたらす」ということを信じるのは難しくなった。とはいえ、今尚、そのことを信じる人がいないわけではない。野口旭氏がそのひとりである。野口氏の主張は、4.1.並びに4.3.で論ずることにする。

まずは、金融市場には固有の不安定性がある、とする人々の議論から見て行くことにしよう(1.~3.)。

## 1. ケ イ ン ズ

### 1.1. 『雇用・利子および貨幣の一般理論』の分析の枠組

ケインズは、『雇用・利子および貨幣の一般理論』の第12章で、金融市場に固有の不安定性について論じている。そこでのキー概念は「群集心理」と「美人コンテスト」である。こうしたことを論ずるに先だって、『雇用・利子および貨幣の一般理論』の分析の枠組を明らかにし(1.1.)、次に、「予想」についてのケインズの見解を紹介しておこう(1.2.)。

#### (1) 与件・独立変数・従属変数

『雇用・利子および貨幣の一般理論』の第18章第1節で、ケインズの分析の枠組が明らかにされている。

ケインズは、「与件」「独立変数」「従属変数」の区分を行っている。与件とは短期においては変化することがなく、考察の対象から取り除き得るものである。ケインズが与件に含めるのは、以下の7つである。

---

(1) Eatwell, John / Taylor, Lance: *Global Finance at Risk — The Case for International Regulation*, The New Press, New York 2000, p. ix. (岩本武和・伊豆久訳『金融グローバル化の危機 —— 国際金融規制の経済学』岩波書店, 平成13年, xi 頁)。

1. 利用可能な労働の現存の熟練と量
2. 利用可能な設備の現存の質と量
3. 現存の技術
4. 競争の程度
5. 消費者の嗜好と習慣
6. 労働並びに・組織運営のための活動に伴う，様々の強度の不効用
7. 国民所得の分配を決定する諸力

次の3つのものが独立変数とされる。

1. 消費性向
2. 資本の限界効率
3. 利子率

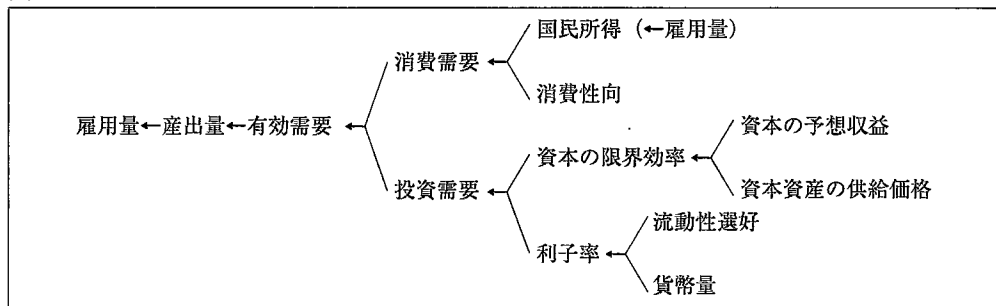
そして，次の2つのものが従属変数である。

1. 雇用量
2. 国民所得

(2) 独立変数と従属変数の関係の仕方

与件は考察の対象から除外されるのであるから、『雇用・利子および貨幣の一般理論』の分析は，主として，独立変数と従属変数の関係の仕方を中心に展開される。それら諸変数の関係の仕方を図式化すれば，図1の如くなる。

図1



A：有効需要の原理（セー法則の否定）

ケインズは，「供給はそれ自らの需要を創造する」というセー法則を否定し（『雇

用・利子および貨幣の一般理論』第2章), 代って, 有効需要の原理を提示する(『雇用・利子および貨幣の一般理論』第3章)。それによると, 雇用量の大きさは産出量の大きさによって決まり, 産出量の大きさは有効需要の大きさによって決まる。有効需要は消費需要と投資需要から成り立っている。

#### B: 消費需要

消費需要の大きさは, 国民所得と消費性向の大きさによって決まる。消費性向とは, 所得の内の「消費に支出される額」と「元の所得」との割合を表わす概念である。また, 資本設備の量や技術の水準が所与とされる短期においては, 国民所得は雇用量の大きさに応じて決まる。

#### C: 投資需要

有効需要のいまひとつの柱たる投資需要の大きさは, 資本の限界効率と利子率という2つの要因に依存している。資本の限界効率とは, 資本の付加的1単位の予想収益とその1単位を生産する原価との間の関係を表わす概念である(『雇用・利子および貨幣の一般理論』第11章第1節)。

他方, ケインズによれば, 利子とはある一定期間にわたって流動性(貨幣の形で保持される資産)を手放すことに対する報酬である(『雇用・利子および貨幣の一般理論』第13章第2節)。人々の「流動性選好(つまり, 貨幣需要)」と「貨幣量(つまり, 貨幣供給)」とによって, 利子率が決定される。

### 1.2. 予想の不確かさ

#### (1) 景気循環の原因

『雇用・利子および貨幣の一般理論』の第22章で, 景気循環が論じられている。ケインズは, 景気循環の主要原因は資本の限界効率の変動にある, と述べている。

「私の考えでは, 景気循環は, 経済体系における他の重要な短期的変数の変化のからみ合いによって複雑にされ, 激化させられることが多いけれども, 資本の限界効率の循環的な変動によって引き起こされるものであると見るのが最も適當である。」<sup>(2)</sup>

---

(2) Keynes, John Maynard: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. VII — *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, Cambridge (次頁へ続く)

## (2) 資本の限界効率と資本の予想収益

さて、資本の限界効率は、「資本の予想収益」と「資本資産の供給価格」という2つの要因によって決まってくる（図1参照）のだが、資本の予想収益がとりわけ重要である、とケインズは言う（『雇用・利子および貨幣の一般理論』第11章第3節）。しかも、この資本の予想収益というのは、今期の収益のみならず、将来の収益をも視野に入れた概念である。

例えば、将来利子率は下落すると予想されるなら、このことは資本の限界効率を低下させる効果を持つ。<sup>(3)</sup> そのメカニズムは次の通りである。

将来における利子率下落の予想 → 今日生産される設備からの産出物は、その設備の存続期間の一部において、より低い収益で満足する設備からの産出物と競争しなければならない、という予想 →（今日における）資本の限界効率の低下

耐久設備の存在によって、経済の将来が現在と結びつけられる、<sup>(4)</sup> というわけである。

## (3) 予想の基礎

景気の良し悪しは、主として、投資需要の水準によって決まり、この投資需要の水準は資本の限界効率の高低によって大きく左右され、そして、資本の限界効率がいかなる水準に決まるかに際しては、資本の予想収益が決定的に重要な役割を演ずる——これがケインズの主張である。ところが、ケインズによれば、資本が生み出す収益を予想することは極めて困難なことである。

「顕著な事実、われわれが（資本の）予想収益を推定するさいに依拠しなければならない知識の基礎が極端に当てにならないということである。投資物件の数年後における収益を規定する要因について、われわれの知識は通常きわめて乏しく、しばしば無視しうるほどである。率直に言えば、われわれはある鉄道、銅山、繊維工場、特許薬品ののれん、大西洋定期船、ロンドン市の建物などの一〇年後における収益を推定するに当たって、われわれの知識の基礎がほとんどないか、

---

University Press 1973, p. 313. (塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社、昭和58年、313頁)。

(3) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 143. (同上, 141頁)。

(4) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 146. (同上, 144頁)。

時にはまったく無であることを認めなければならない。五年後についてさえそうである。事実、このような推定をしようと真面目に試みる人々はいつも非常に少なく、市場を支配するのはこういう人々の行動ではない。<sup>(5)</sup>〔( )内は、吉澤が挿入した。〕

投資された資本の生み出す収益を綿密に推定することがほとんど不可能であるとすれば、投資しようとする人は、いかなることを拠り所として投資を決断するのだろうか？ 企業家の「楽天的な気質」「建設的衝動」が投資を促す、とケインズは言う。

「企業が主としてそれを起こした人々またはその友人や協力者によって所有されていた古い時代には、投資は、一生の仕事として事業に乗り出し、楽天的な気質 (sanguine temperament) と建設的衝動 (constructive impulses) を持った人々がふんだんにいたことに依存しており、実際に予想利潤の正確な計算に依存するものではなかった。事業はある程度富籤のようなものであった。<sup>(6)</sup>」

個人企業の時代においてすら、投資は一種富籤<sup>とみくじ</sup>のようなものであり、「不確かさ」と不可分のものであったのだが、株式会社全盛時代となると、この「不確かさ」は更に増幅されることになる。

### 1.3. 組織された投資市場と投機

#### 1.3.1. 「群集心理」と「美人コンテスト」

##### (1) 組織された投資市場

株式会社制度が発達することによって、個人や少数の人々だけでは不可能であった巨額の資本調達が可能になり、このことは、一方で、巨大企業の出現を促し、他方で、そうした巨大企業での「所有と経営の分離」をもたらした。この株式会社制度並びに株の取引される証券市場の出現によって、投資は促進されたが、経済体系の不安定性も著しく高められることになった、とケインズは言う。

「証券市場がない場合には、われわれがすでに契約してしまった投資物件の再評価を頻繁に試みてもなんの役にも立たない。しかし、株式取引所は多くの投資物

(5) Keynes, John Maynard, *ibid.*, pp. 149–150. (同上, 147–148頁)。

(6) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 150. (同上, 148頁)。訳文には一部変更を加えた。

件を毎日のように再評価し、その再評価は個人に対して（社会全体に対してではないが）彼の契約を変更する機会を頻繁に与えている。それはあたかも農夫が朝食後、晴雨計に打診して、午前一〇時から一時までの間に農業から彼の資本を引き揚げようと決意することができ、またその週の終りに再び農業に戻るかどうかを考え直すことができるようなものである。しかし、株式取引所の日々の再評価は、主として旧投資物件を一個人から他の個人へ移転することを容易にするために行われるものであるが、不可避的に今期の投資額に決定的な影響を及ぼす。<sup>(7)</sup>（傍点は、吉澤が付した。）

かくして、ある種の投資物件は、専門的企業者の真正の期待によるよりもむしろ、株式取引所で取引する人々の、株式価格に現われる「平均的な期待（average expectation）<sup>(8)</sup>」によって支配されることになる。しかし、この「平均的な期待」というのは、かなり始末の悪い代物である。

## (2) 慣行と投資

現存投資物件の日々の再評価は、一種の慣行（convention）に従って行われている、とケインズは言う。そして、ケインズによれば、この慣行の本質は、「われわれが変化を期待する特別の理由をもたないかぎり、現在の事態が無限に持続すると想定する<sup>(9)</sup>」という点にある。

こうなると、投資を行おうとする人は、自らの投資の価値が10年後にどのようなものになっているか思い煩う必要はなくなり<sup>(10)</sup>、投資が促進されることになろう。

ここまではよい。しかし、その先に難題が待ち構えている。

## (3) 玄人と素人

ケインズは、組織された投資市場への参加者を、「玄人」と「素人（一般大衆）」に区分する。そして、玄人筋の間の競争が、より優れた判断と知識をベースにして、孤立した無知な素人筋の気まぐれを修正する、といったようなことは起こらないと断じている。なぜなら、玄人筋の主たる関心は、素人筋をほんの少しだけ出し抜くことにしかないからである。

---

(7) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 151. (同上, 148-149頁)。

(8) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 151. (同上, 149頁)。

(9) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 152. (同上, 150頁)。

(10) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 153. (同上, 151頁)。

玄人筋の「大多数の主たる関心は、投資物件からその全存続期間にわたって得られる蓋然的な収益に関してすぐれた長期予測をすることではなく、一般大衆にわずかに先んじて評価の慣行的な基礎の変化を予測することにあるからである。」<sup>(11)</sup>

かくして、素人筋は言うに及ばず、玄人筋でさえもが、投資物件から得られる収益を綿密に算定する、といったようなことを行わず〔また、1.2.(3)で述べたような理由から、行い得ず〕、投資市場は、時として、「群集心理 (mass psychology)」に翻弄されることになる。

玄人筋の投資行動に関して、ケインズは、「美人コンテスト」の比喩を提示している。

「玄人筋の行う投資は、投票者が一〇〇枚の写真の中から最も容貌の美しい六人を選び、その選択が投票者全体の平均的な好みに最も近かった者に賞品が与えられるという新聞投票に見立てることができよう。この場合、各投票者は彼自身が最も美しいと思う容貌を選ぶのではなく、他の投票者の好みに最もよく合うと思う容貌を選択しなければならず、しかも投票者のすべてが問題を同じ観点から眺めているのである。ここで問題なのは、自分の最善の判断に照らして真に最も美しい容貌を選ぶことでもなければ、いわんや平均的な意見が最も美しいと本当に考える容貌を選ぶことでもないのである。」<sup>(12)</sup>

そして、玄人筋のわずかな評価のおれは、一般大衆の群集行動を帰結するかもしれないのである。

資本の「予想収益に対して実際には大きな相違をもたらさない要因であっても、これらの要因について突然の意見の動揺が起こると、多数の無知な個人の群集心理の産物としてつくり上げられた慣行的な評価は、激しい変動にさらされがちである。それは慣行的評価を固執する強い確信の根拠がないからである。確定的な変化を予想する明白な根拠はないにしても、現在の事態が無限に持続するという仮説がふだんよりはいささか怪しくなった異常な場合にはとくに、市場は樂觀と悲観の波にさらされることになろう。それは不合理なことではあるが、合理的な計算のための確固とした基礎が存在しない場合には、ある意味において正当なこ

(11) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 154. (同上, 152-153頁)。

(12) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 156. (同上, 154頁)。



とである。<sup>(13)</sup> (傍点は吉澤が付した。)

### 1.3.2. デイレンマ

#### (1) 投資と投機

ケインズによれば、投資 (investment) とは、投資物件から生じると期待される「予想収益」の系列に対する権利を購入する、ということの意味する。

「人が投資物件または資本資産を購入するとき、その資産の存続期間を通じて、それから生じる産出物を販売して、その産出物を得るための当期の費用を差し引いた後に、獲得できると彼が期待する予想収益の系列に対する権利を買っているのである。<sup>(14)</sup>」

これに対して、投機 (speculation) とは、「市場の心理を予測する<sup>(15)</sup>」ことを通して収益を得ようとする活動である。

#### (2) 投資市場 —— 自由放任か規制か

株式会社制度が発達し、投資市場が整備されればされるほど、「投機」が「投資」に対して優位を占める可能性が高まって行き、経済体系の不安定性が増大して行く。アメリカ人はイギリス人よりも「投機」好きであり、それは危険なことである、とケインズは言う。

「アメリカ人は投資物件を買う場合、その予想収益よりもむしろ評価の慣行的基礎の有利な変化に対して望みをかけており、アメリカ人は上述の意味〔市場の心理を予測することを通して収益を得ようとするという意味、吉澤註〕における投機家である…中略…投機家は、企業の着実な流れに浮かぶ泡沫としてならば、なんの害も与えないのであろう。しかし、企業が投機の渦巻のなかの泡沫となると、事態は重大である。一国の資本発展が賭博場の活動の副産物となった場合には、仕事はうまくいきそうにない。<sup>(16)</sup>」 (傍点は、吉澤が付した。)

(13) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 154. (同上, 152頁)。

(14) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 135. (同上, 133頁)。

(15) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 158. (同上, 156頁)。

(16) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 159. (同上, 157頁)。

もし、以上のことが正しいとすれば、投資市場を「自由放任の原理」に委ねることは望ましいことではない、ということになりはしないだろうか？ しかし、投資市場に規制を加えるなら、新投資が著しく阻害されるであろう。ここにディレンマがある、とケインズは言う。

「現代の投資市場の光景を見て、私は時々、投資物件の購入を、あたかも結婚のように、死とかその他重大な原因による以外には解消することのできない恒久的なものにすることが、おそらく今日の害悪を救う有効な方策となるであろう、という結論に駆りやられた。なぜなら、このようにすれば、投資家は長期予想に、しかも長期予想のみに注意を向けざるをえないからである。しかしこの方策を少し考察してみると、われわれはディレンマに直面し、投資市場の流動性は時には新投資の発展を阻害することがあるけれども、しばしばその発展を促進していることが分かるのである。なぜなら、個々の投資家はめいめい自分の契約を『流動的』であると思いついでいる（このことはすべての投資家全体には当てはまらないが）ために、彼の神経は静まり、彼はいつそう進んで危険を冒すことになるからである。もし個人による投資物件の購入が非流動的なものになると、そのことは、個人にとって自分の貯蓄を保有する代わりの方法があるかぎり、新投資を著しく阻害するであろう。これがディレンマである。<sup>(17)</sup>」

以上、1.2.～1.3.で見たようなケインズの議論は、グローバル化、とりわけ、金融のグローバル化が喧伝される今日において、光彩を増しつつある。

## 2. 佐 伯

### 2.1. 砂上の桜閣としての金融市場

『ケインズの予言 —— 幻想のグローバル資本主義 (下)<sup>(18)</sup>』で、佐伯啓思氏は、金融市場は砂上の桜閣である、と断じている。

上掲書第2章の前半部分で、筆者が<sup>(19)</sup>1.1.～1.3.で論じたのと同じような議論が展開されている。つまり、『雇用・利子および貨幣の一般理論』においては、「1国全体の有効需要不足」が問題とされていること。経済的変動の最大の原因が投資にあ

(17) Keynes, John Maynard, *ibid.*, p. 160. (同上, 158頁)。

(18) 佐伯啓思『ケインズの予言 —— 幻想のグローバル資本主義 (下)』PHP 新書, 平成11年。

(19) 佐伯啓思, 同上, 76-95頁。

るということ。投資水準の決定に際しての期待（或いは、予想）の重要性並びに期待（或いは、予想）のあやふやさ。株式会社制度の発達とその含意。組織された投資市場（株式市場）で「玄人」と「素人」の果す役割。

以上のような事どもが論じられた後に、次のように述べられている。

金融市場は「特に重要な情報や気分の変化がない『慣行』が支配しているときにはむしろ安定的に作用し、経済全体としての資産の流動化を促進する。しかし、一度、その『慣行』に対する信頼が崩壊すると大変な不安定要因となるだろう。なぜならこの『慣行』そのものが、さしたる根拠をもたず、ただ人々の集団心理によって支えられているにすぎないからだ。その意味で、金融市場はつねに砂上の楼閣の上に成り立っており、金融の価値形成はつねに蜃気楼のような幻影と隣り合わせである。<sup>(20)</sup>」(傍点は、吉澤が付した。)

## 2.2. 金融のグローバル化

1990年代のいつの頃からか、グローバル化、グローバリゼーション、グローバリズム、といったことが盛んに論じられるようになった。しかし、グローバリズムに関して、2つのレベルを区別せよ、と佐伯氏は言う。①国家間における経済の相互依存、②地球的一体化のイデオロギー、の2つがそれである。

### (1) 経済の相互依存の高まり

国家間における経済の相互依存は高まっており、少なくとも、世界的な資本の移動を国家や国家連合が適切に管理することは極めて困難になってきた、と佐伯氏は言う。<sup>(21)</sup>短期資本による、「金融市場の世界的な連接化」が起っている。

こういった意味でのグローバル化、とりわけ、金融のグローバル化のトレンドは容易に逆転し得るものではない。その結果、①各国の経済的主権は益々制限され、②各国の経済は相互に緊密に結ばれつつあり、③ひとたび変事があった時に、どのような事態が生じるのか予測不可能になりつつある。

### (2) 地球的一体化のイデオロギー

しかし、グローバリズムが論じられる時、以上のようなものとは別次元の要素が存在する、と佐伯氏は言う。

<sup>(20)</sup> 佐伯啓思, 同上, 95頁。

<sup>(21)</sup> 佐伯啓思, 同上, 114-118頁。

「今日『グローバリズム』という言葉が使われるときには、何かもっと強いインプリケーションが含まれているように見える。それが第二のレベルの『グローバリズム』である。それは現実というよりは一種のイメージであり、そうやってよければイデオロギーとでもいうべきものだ。端的にいえば、国家の主権という政治的権力を免れた経済や市民的活動の地球の一体化というイメージである。地球的市民主義などといういささか内容空疎な言葉がここに随伴する。<sup>(22)</sup>」

こういったイデオロギーの唱道者は、①地球の一体化が世界的な平和と繁栄をもたらし、②世界は標準化して行き、地域間の差異や格差は縮小し、③市場経済の下で、生産技術・経営・消費文化は標準化に向かい、遂には④世界は、市場競争の経済と民主主義の政治体制へと収斂する<sup>(23)</sup>、などと説くのであろう。

このような主張は荒唐無稽な作り話に過ぎない、と佐伯氏は断じている。しかし、作り話だからといって、それが生み出す害毒は看過すべきではない。

「この地球の一体化という意味での『グローバリズム』には、かりにそれがひとつの傾向だとしても異を唱えたい。国民国家の時代からグローバリズムの時代へ、などというのは荒唐無稽な作り話でしかない。それはせいぜいひとつのイデオロギーでしかない。とはいえ、イデオロギーでしかないからさしたる重要性をもたないということではない。イデオロギーでしかないものが実際には決定的に社会的役割を果たすことはあるのだ。マルクス主義や社会主義という、たかだかイデオロギーでしかないものが実際に歴史を動かしたこともあるのだから。いや歴史を動かすのは、多くの場合、いささか荒唐無稽なイデオロギーだという方が正解なのであろう。<sup>(24)</sup>」

マルクス主義がたれ流した驚くべき量の害毒とは比ぶべきもないとはいえ、「グローバリズム」のイデオロギーにも危険は伴っているのである。

### 2.3. 奴隷が主人となる

過去10年・20年の間に、金融部門の比重は決定的に大きくなり、しかも世界化し

---

(22) 佐伯啓思，同上，118–119頁。

(23) 佐伯啓思，同上，119–120頁。

(24) 佐伯啓思，同上，121頁。

た、と佐伯氏は言う。<sup>(25)</sup> 貨幣のグローバルな規模での流動性の飛躍的拡大が起った、というのである。このことが、国家・市場・市場を支える道徳的基盤に対して、重大な影響を及ぼしている。

貨幣は、本来、交換のための手段である。モノの生産と移動という「実体経済」に貨幣は従属する。そして、経済が相対的に1国で完結し、適切に運営されている時には、金融市場は、おおむね、マクロ経済政策によって制御可能であったし、金融には様々な規制が加えられ、それなりに安定した秩序が維持されていた。

しかし、1970年代になると、国際金融システムは変質し、オイル・ダラーのような国内の規制を受けない自由な資本が急成長した。1980年代には、先進諸国で金融自由化が進められ、それはやがて、発展途上国にも及んで行った。こうなると、国際資本は、国内金融当局の管理とは無関係に動き、コントロール不能のものとなって行った。ここで倒錯が起る。本来は手段であった貨幣が、それが仕えるべき「実体経済」を振り回すようになった。奴隷が主人となったのである。

「貨幣は、実体経済に対する従属から、むしろ彼らが主役となりつつある。ヘーゲルが述べたことが思いもかけない形で実現しつつあるのだ。歴史は、奴隷が主人の座を奪うことによって大きく進展するというのがヘーゲルの述べたことである。確かに、グローバリズムの時代とは、『奴隷』が『主人』となった時代である。しかも、それはヘーゲル的にいえば、まさに『世界史』の時代である。ただヘーゲルの予言と異なるのは、ここで国家が解消されるというイデオロギーが闊歩していることだけである。<sup>(26)</sup>」

\* \* \*

佐伯氏は、「グローバルな資本主義がそれなりにうまく機能するためには、それぞれの社会の安定性が必要であ<sup>(27)</sup>る」と述べている。しかし、グローバルな資本主義、とりわけ、グローバル化された金融は、各国の社会秩序を瓦解せしめ得るほどの破壊力を秘めている。1997（平成9）年に起った、アジアの通貨・金融危機は、危機に見舞われた国々に測り知れないほどの被害をもたらし、なかでも、インドネシアでは国家解体の可能性すらある。アジアの通貨・金融危機の真因が何であるか

(25) 佐伯啓思、同上、123頁。

(26) 佐伯啓思、同上、124-125頁。

(27) 佐伯啓思、同上、191頁。

については見解の相違はあろうが、短期資本の急激な流出がそうした危機の直接の契機であった、ということ否定するのは難しそうである。

かくして、国際資本移動規制の方途を探るべきである、と主張する人々が増えてきた。その代表的な人物が、イトウエルとテイラーである。

### 3. イトウエルとテイラー

#### 3.1. リスクの民営化

##### (1) 国際資本移動規制のなかった3つの時期

1870年代以降、国際資本移動規制のなかった時期が3つあった、とイトウエルとテイラーは言う。<sup>(28)</sup>①第一次世界大戦前の「厳格な」金本位制の時代、②両大戦間期における金為替本位制の時代、③今日の新しい自由な金融秩序の時代、の3つがそれである。

厳格な金本位制の時代（1870～1914）には、ほとんどの国が自国通貨を金に固定し、対外決済のために金準備を保有していた。<sup>(29)</sup>この時期、イングランド銀行を中心にした国際マクロ調整が行われ、イングランド銀行と他国の中央銀行との協調行動もしばしば実施された。また、イギリスが不況に見舞われた時には、イギリスからの資本流出が起り、流出した資本によってイギリス以外の所での需要が刺激され、反対に、イギリスが好況の時には、イギリスへの資本流入により、イギリス以外の所での需要が抑制されたため、システムは反循環的に（counter-cyclically）作用したのである。

しかし、両大戦間期の金為替本位制の時代には、システムは必ずしもうまく作動しなかった。<sup>(30)</sup>各国は、対外準備を金または外国為替で保有した。アメリカは貯蓄超過状態にあり、最大の国際的な貸し手となった。問題は、アメリカが好景気の時には、アメリカの総貯蓄が増え、アメリカからの資本輸出も増え、その結果、他国経済も刺激される傾向があった、ということである。つまり、システムは、景気循環増幅的に作用したのである。

更に悪いことに、両大戦間期における国際協力は貧弱なものであった。

(28) Eatwell, John / Tayler, Lance: *Global Finance at Risk — The Case for International Regulation*, p. 31. (岩本武和・伊豆久訳『金融グローバル化の危機 — 国際金融規制の経済学』, 39頁)。

(29) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, pp. 31–32. (同上, 40頁)。

(30) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, pp. 33–35. (同上, 42–45頁)。

## (2) プレトン・ウッズ体制とその崩壊

1930年代は激動の時期であった。世界恐慌と保護貿易主義が各国で社会不安を醸成し、日本やドイツでの軍国主義台頭の一大要因を成した。やがて、世界は第二次世界大戦へと巻き込まれて行く。こうしたことの反省の上に立って、第二次世界大戦後、自由貿易体制・国際通貨制度の再構築が図られた。一方では、GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) の下で、自由貿易の流れが定着した。

他方、国際通貨制度再構築の努力は、1944 (昭和19) 年に始められた。1944年7月22日に、アメリカのニューハンプシャー州のプレトン・ウッズで、連合国通貨金融会議の最終議定書が調印された。これによって、①金本位制下の自由な国際金融市場が「資本移動の厳格な規制」に置き換えられ、②各国政府は、資本市場の開放に伴う懸念に煩わされることなしに、「完全雇用政策」を追求できるようになったのである。<sup>(31)</sup>

25年間続いたプレトン・ウッズ体制は、①国際本移動規制、②国内金融市場管理、③為替レートの安定、をその本質的特徴としている。そして、為替レートが安定していたというのは、「民間部門が為替リスクから解放されている」ということを意味していたのである。

「二五年間、プレトン・ウッズ体制は為替レートの安定を強固に維持してきた。為替レートは、長い間隔をおいてしか変更されなかった (ポンドの対ドルレートは、一九四九年に切り下げられたが、次に切り下げられたのは一九六六年のことだった)。長い間、各国は互いの通貨を交換する際の為替レートに信認を置くことができた。固定相場制は、国際資本移動の厳格な規制によって維持できたのである。と同時に、国内金融市場も厳格に管理されていたのである。

政府が固定相場制を維持してきたという事実は、民間部門が為替リスクから解放されていたことを意味する。<sup>(32)</sup> (傍点は、吉澤が付した。)

しかし、1971 (昭和46) 年8月15日の、ニクソン・ショックによって、国際金融の世界は一変し、プレトン・ウッズ体制は動揺した。そして、1973 (昭和48) 年に崩壊したのである。

## (3) 国際資本移動規制の撤廃と「美人コンテスト」

(31) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, p. 35. (同上, 45頁)。

(32) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, pp. 1-2. (同上, 2頁)。

ブレトン・ウッズ体制が崩壊して、為替レート的大幅な変動が日常茶飯事になると、一方で、為替レート変動を利用しての利潤獲得機会が拡大し、他方で、民間部門が為替レート変動によって被るコストをヘッジすることが必要になった。かくして、国際資本移動を禁止していた規制の構造は撤去されることとなったのである。つまり、為替レート変動に由来するリスクは民営化されたわけである。

しかし、リスクの民営化は、国内金融システム並びに国際金融システムの双方に、強い緊張をもたらすこととなった。

「ブレトン・ウッズ体制の崩壊は、金融規制を除去しようとするさまざまな国内的圧力と結びついて、世界的規模で金融システムの規制緩和をもたらす大きな要因となった。為替管理は撤廃され、金融機関が国境を越えた市場にアクセスするための国内規制も廃棄され、貸出しの増加に対する数量制限も除去された。今や金融政策が行うことのできる主な仕事は、短期金利を管理することだけになってしまった。こうして、金融商品のグローバル市場が生み出されたのである。<sup>(33)</sup>」(傍点は、吉澤が付した。)

リスクの民営化と規制の撤廃によって、国際資本移動の規模は飛躍的に上昇した。そして、その多くの部分が超短期の取引であり、「投機」の性格を帯びたものであった、とイトウエルとテイラーは言う。

「通貨取引のうち断然大きい割合を占めるのは、超短期の取引である。それらは、財およびサービスの貿易金融や、長期の投資のために行われるのではないから、こうした短期取引は、金融資産の価値の変化から生じる利益への期待や、損失への恐怖に基づいて行われる。最も広い意味において、それらは投機的であり、キャピタル・ゲインを期待して行われたり、潜在的なキャピタル・ロス<sup>(34)</sup>をヘッジしたり、裁定利益を追求したりするものである。」

イトウエルとテイラーによれば、新しい国際金融システムには、次の2つのような特徴がある。<sup>(35)</sup>

(33) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, p. 3. (同上, 3-4頁)。

(34) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, p. 4. (同上, 5頁)。

(35) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, p. 5. (同上, 7頁)。



1. 新しい国際金融システムは非常に不安定であり (highly volatile), 特に, 為替レート・利子率・資産価格は, 短期的にも長期的にも大きな変動にさらされている。
2. 新しい国際金融システムは, 「伝染効果 (contagion)」の影響を受け易い。つまり, 金融上の震動が, その「震源地」から, 「一見するとその震源地とは何の関係もないように見える国や市場」へと伝わって行くのである。

\* \* \*

1.3.1.(3)で, 組織された投資市場, 即ち, 金融市場は「美人コンテスト」のような様相を呈する, というケインズの主張を紹介した。イトウエルとテイラーも, 金融市場の「美人コンテスト」的<sup>(36)</sup>性格に言及している。

「美人コンテストのように機能している金融市場は, すべての意見が同じ方向に変化する<sup>(37)</sup>ので, 極端に不安定で, しばしば深刻な流動性の喪失に見舞われやすい。誰もが一斉に売りたいがっているような場合, 買ったがる者は誰もいなくなる。美人コンテストの機能によって, リスクを取ろうとすることで生まれる流動性は失われるのである。」

ケインズの時代よりも具合が悪いのは, 現在が「金融グローバル化」の時代だということである。美人コンテスト的状況の生み出す不安定性は, 「多数の無知な個人の群集心理」<sup>(38)</sup>を介して, 容易に, 国際的な通貨・金融危機へと増幅され得るのである。

### 3.2. 資本自由化と世界経済のパフォーマンス

#### (1) 経済成長率の低下と資本自由化の関係

各国の GDP 成長率は, 1990年代に, 1960年代と比べて低下した, という事実をイトウエルとテイラーは指摘する。

<sup>(36)</sup> Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, pp. 12–15, pp. 83–84. (同上, 15–19頁, 108–110頁)。

<sup>(37)</sup> Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, p. 15. (同上, 19頁)。

<sup>(38)</sup> Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, p. 84. (同上, 110頁)。

「一九八〇年代と九〇年代の GDP 成長率のトレンドを、六〇年代と比較すると、経済政策上非常に重要な問題が明らかになる。まず所得水準の高い工業国である G 7 諸国すべてで、九〇年代の成長率は、六〇年代の約三分の二に低下し、失業率も上昇した。また発展途上国も全体で見ると、平均成長率はほぼ同じ程度下落した。東アジアや東南アジアでさえ、一人当たり成長率は、同地域の主要七か国・地域のうち四つで下落している。しかもそれは、九七年中頃に経済危機がこの地域全体を襲う前のことである。

こうした成長率の鈍化は、世界的規模での資本形成の低下に伴うものであった。<sup>(39)</sup>」

経済成長率が世界的規模で低下したという事実は説明を要する。そして、1980年代・1990年代に、すべての国に影響を及ぼした要因として「国際金融制度自由化の加速」がある、とイトウエルとテイラーは言う。

「過去二〇年間（1980年代と1990年代のこと、吉澤註）にすべての国に影響を及ぼした一つの普遍的な要因がある。すべての国に影響を及ぼした要因とは、一九五〇年代におけるユーロカレンシー市場の発展に始まる国際金融制度の自由化であり、それは七〇年代初め以降の資本市場の爆発的成長によって加速された。<sup>(40)</sup>」

「各国の経済成長率の低下」と「国際金融制度自由化の加速」という2つの事実の並存をもって、直ちに両者を因果の連鎖で結びつけることはできないであろう。イトウエルとテイラーは、以下の3つの問を提示している。<sup>(41)</sup>

1. 資本市場の自由化は、金融システムの破綻をもたらし、すべての国に問題を生じさせたか？
2. 資本市場の自由化は、先進国でも途上国でも見られるような、成長率および GDP に占める投資比率の傾向的低下を引き起したか？
3. もしあるとするならば、国際金融機関と国際金融規制のどのような枠組みが、成長や雇用や生活水準に最も効率的な結果をもたらすだろうか？

(39) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, p. 29. (同上, 37頁)。

(40) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, pp. 29–30. (同上, 38頁)。

(41) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, p. 30. (同上, 38–39頁)。

第3の問は、3.3.で論ずる。まず、最初の2つの間に取り組むことにしよう。

(2) 説得力ある説明？

1980年代と1990年代に、ほとんどの主要工業諸国は、①経済成長率の低下、②GDP に対する投資比率の低下、③失業率の上昇、に悩まされてきた。こうした事実を説明し得る要因が存在するのであるだろうか？

主要工業国に共通の特徴が見られる、とイトウエルとテイラーは言う。

「主な工業国全体に共通の特徴が見られるということは驚くべきことである。それは、過去二五年間における低成長と高失業の原因が、各国個別の要因ではなく、すべての国にはほぼ同様に影響を与えた何らかの変化にあることを、意味しているからである。

共通の原因として、四つをあげることができる。第一に一九七〇年代の石油ショックの影響、第二にヨーロッパと日本がアメリカに『キャッチ・アップ』した戦後復興ブームの終焉、第三に資本移動の高まりと、第三世界とりわけ中国と環太平洋地域からの工業製品輸出の急増に伴う、世界貿易構造の変化、第四に七三年以降の国際金融環境の変化、である。<sup>(42)</sup>」

(i) 石油ショック、(ii) ヨーロッパと日本の戦後復興ブームの終焉、(iii) 世界貿易構造の変化、(iv) 国際金融環境の変化といった要因が、1980年代と1990年代の「経済成長率の低下」「GDP に対する投資比率の低下」「失業率の上昇」を説明し得るものかどうか、ひとつずつ検討されている。<sup>(43)</sup>

1970年代に二度起った石油危機と、各国政府が物価上昇抑制のために採った政策が、1970年代以降の経済パフォーマンスを悪化させたと考えられる。しかし、1970年代における石油価格の上昇だけでは、今日まで続く長期の低成長と高失業率を十分に説明することはできない、とイトウエルとテイラーは言う。

「七〇年代における石油価格の上昇だけでは、今日まで続く長期の低成長と高失業率を十分に説明することはできない。西側経済は、朝鮮戦争の際にも同様の原材料価格の上昇に見舞われたが、それは石油ショックの時のような景気の低迷なしに吸収されている。また、八六年には、石油その他の一次産品価格の暴落が発

(42) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, p. 106. (同上, 142-143頁)。

(43) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, pp. 106-120. (同上, 143-159頁)。

生しているが、<sup>(44)</sup> といって新たな高度成長時代が始まったわけでもないからである」

ヨーロッパと日本の戦後復興ブームの終焉はどうであろうか？ この要因によって説明できるのは、1980年代と1990年代の低成長率・高失業率の一部に過ぎない、とイトウェルとテイラーは言う。また、この要因だけでは、アメリカ経済までが低迷し始めたことを全く説明できない。

イトウェルとテイラーによれば、世界貿易構造の変化も、先進国での低成長率・高失業率を十分説明し切れるものではない。なぜなら、第三世界からの競争は、先進国における特定産業での雇用消失をもたらしたはしたが、1997年の通貨危機に至るまでは、新興工業国の輸入は輸出よりも速く増大し、先進国の、対「第三世界の成長地域」貿易収支は黒字傾向にあったからである。

残るのは、国際金融環境の変化である。新しい国際金融秩序は、①経済成長率の低下、②GDP に対する投資比率の低下、③失業率の上昇、の十分な説明要因となり得るのであるだろうか？

「新しい国際金融秩序は、明らかに、すべての国の経済パフォーマンスに影響を与えた『共通因子』である。問題を解く鍵は、金融市場の自由化と主要工業国の経済パフォーマンスの悪化傾向とを結びつける、説得力ある説明は可能か、という点である。自由化された金融市場と、成長・生産性・投資へのデフレ圧力の関係を明らかにするためには、政府部門と民間部門の双方が、資本移動の潜在的大きさや潜在的かつ現実的な資本移動のボラティリティの高さから、どのような影響を受けているかについても解明する必要がある。」<sup>(45)</sup>

### (3) 民間部門の行動の変容

イトウェルとテイラーは、短期資本移動のボラティリティ（不安定性）の増大が投資率の低下を招いた、と主張したがっているように見える。そして、次のように述べている。

「短期的なボラティリティの上昇が实体经济にどのような影響を与えているかについて、十分な証拠は存在しない。しかしながら、一九八〇年代のアメリカ経済

(44) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, pp. 107-108. (同上, 144頁)。

(45) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, p. 111. (同上, 148頁)。

に関する研究は、以下のことを明らかにしている。アメリカの製造業は、変動相場制への移行によって、実質賃金・原材料の実質価格、実質産出価格などの不確実性の大幅な上昇を経験した。実質産出価格の不確実性が高まれば、投資率と生産性はマイナスの影響を受けたはずである。<sup>(46)</sup>

しかし、以上のように述べただけでは、何も証明したことにはなっていない。

#### (4) 政府部門の行動の変容

資本移動のボラティリティの増大が政府の行動にいかなる影響を及ぼすか、についてはより説得力のある議論が展開されている。巨額の資本が移動し得る世界では、各国政府は市場の「信頼」の維持を迫られる。その結果、控え目なマネー・サプライ水準、デフレ・マクロ経済政策が各国政府の指針となった、というのである。

「巨額の資本が移動するという状況の中で、各国政府は、市場の『信頼』を維持する必要に迫られている。これまでに経験のないことであるが、信頼が、九〇年代における政策当局の試金石となったのである。信頼される政府とは、『マーケット・フレンドリー』な政策、すなわち、市場が『健全』で『効率的』だと信じるものと適合的な政策を遂行する政府である。特に好ましいのは、『控えめな水準に』事前決定されたマネー・サプライ目標値を目指す、あるいは金融政策に数値目標を課す、あるいは予算を均衡化する（さらに増税よりも政府支出の削減が望ましい）といった政策である。『健全』で『慎重』な政策を遂行できなかった政府は、金利の上昇という形で罰金を払わなければならない。深刻な信頼喪失であれば、金融危機に至る場合もある。しかし、何が信頼され、どのようにして政府は信頼を失うのかを決定するのは、他の市場参加者が何を考えるかについての市場参加者の推測なのである。

信頼を失えば、その影響は長年に及び、再びそれを得るためには、実物タームで非常に大きなコストが必要となる。したがって、そうしたリスクを回避しようとする政府は、信頼を求めて、包括的なデフレ・マクロ経済政策を遂行しようとする。一九六〇年代には、国際金融のフレームワークが規制されていたために、拡張的な完全雇用政策が可能であった。そしてそれは、国内では民間投資を促し、国際的には貿易の成長を保証したのである。しかし七〇年代以降は、金融の枠組

(46) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, pp. 112–113. (同上, 150頁)。

みに関する規制が緩和され、成長や雇用よりも金融の安定性を尊重する政策が重視されるようになった。そしてそうした政策は、実質金利を高い水準に維持し、結果的に国内の投資、貿易、有効需要の成長率を抑制することとなったのである。<sup>(47)</sup>」

もし、以上のようなとすれば、市場は、低成長率・高失業率の均衡に落ち着こうとするであろう。

### 3.3. 世界金融機関の役割

3.2.(1)で、イートウェルとテイラーの提示している、3つの問に言及した。それは以下のようなものであった。

1. 資本市場の自由化は、金融システムの破綻をもたらし、すべての国に問題を生じさせたか？
2. 資本市場の自由化は、先進国でも途上国でも見られるような、成長率およびGDPに占める投資比率の傾向的低下を引き起したか？
3. もしあるとするならば、国際金融機関と国際金融規制のどのような枠組みが、成長や雇用や生活水準に最も効率的な結果をもたらすだろうか？

3.2.(2)～3.2.(4)で紹介した議論は、最初の2つの問に取り組むものであった。ここでは(3.3.)、第3の問に取り組むことにしよう。

#### (1) 中央銀行の役割

一般に、中央銀行の主要業務は、①貨幣の発行・管理、②金融政策の遂行（景気の過熱・過度の冷え込みの緩和）、③金融システムの安定性の維持、の3つであると考えられている。本稿と主として関係するのは第3の業務である。

さて、ケインズ、佐伯、イートウェルとテイラーが論じたのは、「財・サービス市場」と比べた場合の、「金融市場」の特殊性であった。金融市場は「美人コンテスト」的性格を有しており、「群集行動」にさいなまれる。群集行動が発生すれば、金融システムは倒壊するかもしれない。こうした金融のシステムミック・リスクの発生を防止し、金融システムの安定性を維持する、という課題が各国の中央銀行に課せられているのである。

<sup>(47)</sup> Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, pp. 118–119. (同上, 157–158頁)。

## (2) ブレトン・ウッズ体制下のシステムミック・リスク

ブレトン・ウッズ体制は、①国際資本移動規制、②国内金融市場管理、③為替レートの安定、をその特徴としている [3.1.(2)参照]。

こうした体制の下では、金融システムの安定性の維持という課題の遂行は、比較的容易であった。各国の中央銀行は、銀行への取り付け騒ぎや銀行の連鎖倒産の発生を防止すれば事足りた。中央銀行は、銀行を監督しその行動を規制することによって、銀行の経営破綻を未然に防ぎ、また、最後の貸し手機能を発揮することによって、風説に由来する「群集行動 (即ち、預金者の取り付け)」に対処し得たからである。

## (3) 金融グローバル化時代のシステムミック・リスク

グローバル金融市場の形成によって、事態は一変してしまった。群集行動に端を発した危機は、ある国から別の国へ、またその国から第3の国へと、容易に伝染するようになってしまったからである。かくして、ある国での金融のシステムミック・リスクが、国際金融システムのシステムミック・リスクを生む。

個々の国の中央銀行の力量では、こうした事態に対応できるものではない。かといって、ブレトン・ウッズ時代にもどれるものでもない。そこで、イトウェルとテイラーは、国際金融システムのシステムミック・リスクの発生防止という課題に取り組む、「世界金融機関 (World Financial Authority)」といったものを提唱する。

「世界金融機関が、市場と同じ領域において真に実効的な規制機関となるためには、こんにち効率的な国内規制当局が担っているのと同じ任務を遂行する必要があるだろう。この任務とは、情報、許認可、監視、指導、法的強制、政策方針である。実際には、これらの任務の大部分は、世界金融機関と連携ないしは世界金融機関の代理機関として機能する国内規制当局によって遂行される。世界金融機関が存在することの重要性は、多くの基準や手続きを調和させ、グローバルな視野や適切な意思決定を開発することにある。<sup>(48)</sup>」

以上のような「世界金融機関」が早晩出現するとは思えない。なぜなら、各国が、自らの主権を拘束することになる超国家的な権限の発生を易々と受け容れるとは考えられないからである。イトウェルとテイラーも、このことははっきりと認識し

(48) Eatwell, John / Tayler, Lance, *ibid.*, pp. 220–221. (同上, 287頁)。

ている。

とはいえ、「金融」を取り巻く今日の世界情勢に鑑を見る時、「世界金融機関」的なものについて考察することは、避けて通ることができないであろう。