

〈研究ノート〉

## グリーンスパンの金本位制評価について

— 川合一郎の中央銀行券規定の意義 —

### On Alan Greenspan's Defense of the Gold Standard Monetary System

佐々木 勝 志

Masashi SASAKI

#### はじめに

「世界経済は、2008年の時のようにパーティで浮かれまくっている」という見出しで2017年末のニューヨーク・タイムズのある論説記事<sup>1)</sup>が、現在の世界経済の状況について「2008年のバブルは、アメリカの住宅建設市場と金融市場に限定されていたが、今日それが世界経済の隅々に見られる」として、連邦準備制度理事会のアラン・グリーンスパン元議長の危惧を紹介している。

かのリーマン・ショック（2008年）の際、既にその職を退いていたとはいえ米議会の聴聞会で繰り返し「金融危機を招いた」としてその長期にわたる低金利政策についての責任を問われた元議長は、一定の誤りを認める発言をせざるを得なかった。ところで10年後、再び金融バブルの心配が高まる中で、彼は金本位制に理解を示し、その意義を強調しているという。かつて1970年代のドル危機、及び金・ドル交換停止に際し

て「金廃貨」ということが言われ、今日では国際通貨体制としてのドル本位制が定着し機能している中で、金本位制の意義に言及することの意味は何なのか。彼は超インフレやスタグフレーションへの危機感をも表明している。

本稿では、グリーンSPANの金本位制評価の意味するものについて、それが中央銀行、中央銀行券の規定についての理論にかかわることとして整理し、川合一郎のこれへの理論を検討したい。

## 1 リーマンショック前後のグリーンSPANの発言とそれへの評価

リーマンショック直前と言える 2008 年 4 月の段階で、その数年ほど前からバブル危機的な様相を深めた信用危機をめぐる責任を問うことについて元議長は、それが「言われなき非難だ」と反論していた<sup>2)</sup>。

しかし、リーマンショック直後の 2008 年 10 月 23 日付のニューヨーク・タイムズの経済欄は次のように報じている。

He noted that the immense and largely unregulated business of spreading financial risk widely, through the use of exotic financial instruments called derivatives, had gotten out of control and had added to the havoc of today's crisis. As far back as 1994, Mr. Greenspan staunchly and successfully opposed tougher regulation on derivatives.

But on Thursday, he agreed that the multitrillion-dollar market for credit default swaps, instruments originally created to insure bond investors against the risk of default, needed to be restrained.<sup>3)</sup>

元々規制緩和を主張し低金利政策を実行してきたが、2008 年の崩壊を経験して元議長がそれまでの認識に懐疑的とならざるを得なかったことがそこには示されている<sup>4)</sup>。

こうして元議長は一定の誤りを認めたのだったが<sup>5)</sup>、そもそも「マエ

ストロ」とさえ呼ばれた人物でもこれに対処可能だったか否かについては、議論が分かれる。例えば、2014年2月に公開されたFRBの公開市場委員会の内部での2008年の議論を見ると、当時サンフランシスコ連邦準備銀行議長だったイエレン現米連銀議長は、2008年の初旬においては連銀の政策立案委員会で最も pessimistic な委員の一人とされたが、これからやってくるであろうものについての懸念は全くなかった。また、当時のバーナンキ米連銀議長が、リーマン・ブラザーズを救済すべきだったか否かについて、救済すべきだったとする批評家の主張が二つの理由から不当だとして次のように述べている。

“Also more recently we have heard more of a critique from the left, which is, ‘What in the heck were you guys doing letting Lehman fail?’” Mr. Bernanke said. “I think that critique is unfair at a narrow level in that, first, Lehman was a symptom as well as a cause of the recent crisis and, second, the Fed and the Treasury simply had no tools to address both Lehman and the other companies that were under stress at that time.”<sup>6)</sup>

ここでは、「連銀も財務省も病んだ状態のリーマンなどの金融機関に対処する手段 tool がなかった」としているが、公的な機関がそう簡単に私的企業を救済できないという立て前が存在することになる。

しかし、このことと関連して too big to fail<sup>7)</sup> として他の大きな金融機関が救済されたにもかかわらず、何故リーマンブラザーズは救済されなかったのか<sup>8)</sup>。リーマンの破綻の2日後には A.I.G. が救済され、リーマン破綻以前の3月には Bear Stearns が救済されていた。そのあたりの事情を2013年9月13日付のニューヨーク・タイムズでは、リーマンショック当時米財務省の上級職員だった人物が次のように述べている。

Lehman failed before TARP was passed or even proposed to the Congress. This meant that the Treasury Department had no legal authority to put

government money into the firm or provide a guarantee for its obligations. This changed with the passage of the Emergency Economic Stabilization Bill on Oct. 3, 2008, which provided \$ 700 billion in TARP financing to be used to purchase troubled assets (used in the end mostly to purchase preferred shares in banks).<sup>9)</sup>

ここで、TARF とは、不良資産救済プログラム Troubled Assets Relief Program のことだが、①リーマン破綻以前にこのプログラムが議会で提案され通過しなかったこと、②そのことで、財務省が私企業の負債に対して公的資金を投入する法的根拠がなかったが、③2008年10月3日の緊急経済安定化法案 the Emergency Economic Stabilization Bill の成立によって、TARF に基づいて問題のある資産に7,000億ドルの資金供給が可能になった、と説明されている。

バブル膨張の原因がグリーンズパンの長期の低金利政策にあったのだとは言え、バーナンキもかつてインフレと名目国内総生産にかかわる指標が金融政策に重要であってその点では、次のようにグリーンズパンの低金利政策に正当性があるとしていた。

Bernanke said this back in 2003. The future Fed governor explained that inflation and nominal GDP — which just refers to the total size of the economy — are the best indicators for monetary policy. And looking at them totally vindicates Greenspan's low-interest rates in the 2000s.<sup>10)</sup>

では、最近のグリーンズパン自身はこのような流れをどう評価し、それが金本位制への評価とどうつながっているのか。

## 2 グリーンズパンのリーマンショックとその後についての認識の概要

グリーンズパンの認識を示すキー・ワードは「バッファー」と「レバレッ

ジ」のようだ。彼にとって、2008年のような危機を回避するためには、資産の運用において無政府的にレバレッジをかけつつ拡大することに対する主要な経済主体によるバッファの保持が常になされる必要があるという。しかもそれについては国家組織による監督や規制が有効ではなく、競争原理の中に組み込まれてなされることで、低い生産性の経済主体を排除し高い生産性の経済主体を育てることで発展できるとする。この点を、彼の最近の著書『リスク、人間の本性、経済予測の未来』から整理してみる。

### 1) 金利による規制について

2008年以前のプロセスについて次のように述べる。

2005年、2006年にはサブプライムローンの組成はアメリカ住宅ローン全体の20%にも膨れあがった。それは2002年の数字の3倍近い数字である。FRBは2000年に入って間もない頃から、このすこぶる変則的なサブプライムローンの引受状態に注目していた。だが、残念なことに、通常の慎重な監視で済む局地的問題だと見てしまい、それが数年後に発生するサブプライムローン証券化の前兆であるとは考えなかった。(p.76)

グリーンスパンは2006年1月31日まで連銀議長の職に在ったが、この時点でサブプライムローンの危険性は判断できなかったとしている。それは何を意味するだろうか。ここで注視しておきたいのは、金利政策や監視・規制ということの有効性に対する否定的な姿勢である。例えば、上の引用のすぐ後に、

だが2005年以降のきちんとした公式データを当時持っていたとしても（それはその後、2006年12月に、FRBより2006年HMDA報告書の中で発表された）、住宅価格の上昇を抑えるためにFRBとして手を打つすべはなかった。(p.76)

とし、さらに、

1994年にITバブルが始まったばかりのときにFRBは徐々に引締めを行ったが、振り返ってみると、バブルを押さえ込むというよりも助長してしまったのではないかと思える。(p.76)

と述べているが、これは「助長」と言っているようにオーバーキルの回避ではなく、このようなプロセスでの金融引き締めによる金利政策そのものの有効性に疑問を呈していると言える。

## 2) 監督・監視の不可能と正常な経済活動の阻害

さらに、これと同様に、一般に連銀、財務省による規制が現実的物理的に不可能で却って害をなすものとしてこれについても否定的スタンスを示す。

FRBは、銀行内部の監査や独立の監査役が見逃してしまうような新たな問題を、規制当局の監督官や検査官に予見する能力があるかどうか、長年関心を持って見てきた。…… 残念ながら、この最前線での防衛もまた、2008年にはもろくも破れた。(p.130)

その理由として国際化の流れに触れ、

「たとえば、ロシアの銀行に対する融資、ひいてはその銀行のローンのポートフォリオ全体をどう判断すれば良いのだろうか。そのためには、そのロシアの銀行の取引先、そしてその取引先の取引先を厳しく検査する必要がある。たった一つの融資の健全性を調べるために、それだけのことをしなければならぬのだ。要するに、銀行の監督官が判断することは不可能だし、格付機関にそれを求めるのも不可能だということだ。いったい何重に検査を重ねれば、大丈夫と言えるのだろうか。」(p.130)

実際にはそれは不可能であるだけでなく、逆にこれを完璧に規制し

ようにすることで、「健全な銀行融資や必要なリスクを取って行うビジネスに支障をきたすことは先ず間違いないだろう。」(p.131)としている。

### 3) 規制に懐疑的な理由

では、何故これほど金利政策も含めて中央の規制に懐疑的なのかについては、2008年の破綻そのものを回避できなかったことへの省察があるように思われる。この著書の第2章において「危機管理の失敗」について、「だが、安全装置のバッファは多数あり、このような危機が広がるのを防ぐはずだったのに、なぜうまく機能しなかったのか。」(p.52)としてこの点をさらに考察している。例えば、

(過去の引用者) ノーベル賞受賞者たちの功績から生まれたリスク管理の枠組みは、学界、中央銀行、**金融管理当局** に受け容れられ、2006年にはバーゼルⅡとして知られる銀行管理の国際統一基準の中核をなすものとなった。…

だが、時代の最先端のモデルを使い、過去50年を網羅する大量のデータを基に計算したとしても、危機が近づいていたことを予測できなかっただろう。…

2008年の崩壊前、浮かれ気分で過ごした何年もの間に、民間のリスク管理者もFRBなどの監督官庁も、金融機関の自己資本を適切な水準に上げることができなかった。誰もその内在的な規模、リーマン危機後に初めて表面化したリスクの範囲を理解できなかったことがその理由の1つである。(p.53)

として、その場合、「いわゆるテールリスクの拡大の規模を十分に理解できずにいた。」ことが大きいとしている。

ここで「民間のリスク管理者もFRBなどの監督官庁も、金融機関の自己資本を適切な水準に上げることができなかった。」と言う場合、この文脈でははっきりしないのであるけれど、既に1)、2)で見たように、

この点は「自己資本を追加する」という個別のリスク管理の問題であって、中央の規制による対応は成功しないとしているように思われる。

これらのリスクを過小評価していたために、リスク管理者は金融システムに大きな動揺が訪れたときの適切なバッファとなるように自己資本を追加する必要があることを予想できなかった。(同)

また、「テールリスク」とは「投資の結果、発生する確率は非常に低いが実際に発生すると巨大な損失をもたらす類のものをリスク管理者が表現する時に使う」(p.53) のだそうであるけれど、5でも触れる「アニマルスピリット」の働きによって、この事態はさらに予測不可能になっていることにも注目したい。

#### 4) 求められるのは金融機関や企業の自己資本の充実

では、何が求められるのか。グリーSPANは、2008年当時の状況について

商業銀行と投資銀行、とりわけ投資銀行の2008年以前の資本金は、振り返って今になってみれば危機を防ぐには不適切な水準にあったことが、よくわかる。(p.52)

としている。資本金が「不適切な水準」であるとは、サブプライムローンの証券化・デリバティブ化にみられるようなレバレッジをかけた過剰な投資をさすわけであるけれど、この点は過去の事例とも比較してその根拠を示している。

アメリカの投資銀行が異常に高いレバレッジ（有形資産の25倍から35倍に届くところもあった）をかけたために引き起こした2007年8月の危機は、もしこれらの銀行が40年前のようにパートナーシップ制をとっていたなら起きていただろうか、と考えると興味深い。(p.127)



さらに、1970年にニューヨーク証券取引所が証券会社が株式会社化してより資本増強が可能にしたことへの懐疑の気持ちが表明されている。

株式会社化する前には、ジェネラル・パートナーが合同で、あるいは数人で負債を負うことを恐れて、できる限りリスクを回避しようとしていた。  
(p.127)

また、レバレッジに関わって次のような例も挙げている。

(暗黒の月曜日 Black Monday と呼ばれる一引用者) 1987年10月19日のショックに経済があまり反応しなかったのは、巨大な損失を吸収した当時の投資家がレバレッジをかけていなかったためだった。(p.149)

結局、節度を示すバッファの保持ということになるが、株式会社形態が資金集中に有効な手段であるものの、レバレッジによる拡大の可能性がモラルハザードを生み出す無責任な膨張へとつながったと言うのである。

しかし、多くの場合リスクを測定する数学的モデルが有効であり「モデルの概念的枠組み自体に問題は見いだせない」(p.53)としても2)及び3)で見たように、こういった事態、特にテールリスクと呼ばれるそれに対する監視・監督は完全には不可能として次のように述べる。

2008年の金融危機のおかげで、きわめて重要であるにもかかわらず従来知られていなかった投資家の「損失関数」のテールの形を知るのに必要な新しいデータを大量に入手できた。新しいデータを使って、金融に与える結果、特に金融制度と経済に大きな影響を与える結果に焦点を当てて、その範囲と確率をもっと現実的に評価することが課題である。深刻な金融危機は将来必ず再びやってくる。そのときフィアット・テールが市場でどう作用するか、理解が進んでいると思いたい。(p.54)

## 5) グリースパンの考える経済発展のポイント

ところで、2)で「健全な銀行融資や必要なリスクを取って行うビジネスに支障をきたす」として、規制に否定的姿勢を示すわけであるけれど、その理由は、「資本主義の根本は競争である。」(p.262)という、戦後のケインズ流の経済学の流れからすると、新自由主義的発想がその中心にあると言える。

古典派経済学者アダム・スミスとその後続いた学者たちの最大の貢献は、いかに需要と供給が価格を形成し、それによって消費者がもっとも価値を認めるものに経済資源が振り向けられるかを示したことである。(p.262)

そうであるが故に、金融・財政当局による安易な救済策には否定的である。2010年10月21日に制定された「ドッド・フランク・ウォール街改革・消費者保護法」について、次のように批判する。

ドッド・フランク法は「大きくてつぶせない」金融機関を排除することに注力すると明言しているが、実際は違う。多数の銀行を少し前に救済したばかりで、「システムに重要」と指定した金融機関を政府がつぶすなどできるだろうか？ この先待ち受けるのは、縁故資本主義である。(p.274)

ここでの「縁故資本主義」の問題については次の部分が説明している。

これらの機関(Too big to failとして認定された17の金融機関—引用者)は実質、連邦政府の保証を得たようなものだ。だが、非常に厳しい時代に自力で競争して生き残れる健全な銀行ですら、大きくてつぶせないと認定されたら、そのうち、馬鹿げたリスクを取っても市場から手痛い仕置きを受けることはないんだという意識に負けてしまうのではないかと懸念される。そうならば、金融機関であるか否かを問わず、生産性の低い組織を支えるために国家の希少な貯蓄が使われてしまい、生産性向上に資する技術に資金が回らなくなってしまう。(p.276)

この著書の第8章は「生産性 ―経済の成功を測る究極の指標」、続く第9章は「生産性と権利の時代」といずれも生産性の問題を取りあげている。ここでこれらの章を詳しくは見ないが、

生産性は経済成功を計る中核的指標であるといつて間違いないであろう。  
生産性の水準が最終的には平均的生活水準を決める。(p.175)

と言っているように、経済発展のポイントに生産性の向上があり、これを阻害する要素として既に見たように様々な規制や政策、「権利の時代」に関わっては社会保障についても言及している。そして、この経済発展の活力となる生産性を阻害する要素に対するという意味で、金本位制についての評価にもつながるといえる。

### 3 グリーン・スパンの金本位制についての評価

グリーンスパンは今日の管理通貨制の下でも金が外貨準備の手段として各国中央銀行によって保有されている現実を、戦後ブレトン・ウッズ体制が成立するにあたり、ケインズの提唱するバンコールではなく金とリンクしたドルが国際通貨として採用された歴史を振り返りつつ次のように言う。

もし、ドルなどの不換通貨が常時受け容れられるなら、中央銀行は金を保有する必要性を感じないだろう。だが、実際には中央銀行が金を保有しているので、不換通貨は金の代替とされていないことがわかる。IMFに報告の義務を持つ30カ国の「先進国」のうち、外貨準備に金を所有していないのは、わずか四カ国のみである。金利を生む証券に投資すれば、保管費用や安全確保の費用をかけずに済むのに、中央銀行が金を保有すること自体が、金のたぐいまれなステータスを表す。(p.291)

ここでは、「ドルなどの不換通貨が常時受け容れられる」とは限らない、という認識に注目しておきたい。前節の4)で自己資本が不十分であるに

もかかわらずレバレッジをきかせすぎた投資が2008年の破綻を生み出したとグリーンSPANが見ていることを述べた。この点は、この著書の一番最後の15章「最終的に重要なのは……」においても同様のことが述べられる。

備えが不十分な金融の枠組みは、どうしても不確実性をもたらす。だが、それを解決するのは、容易だ。銀行その他の金融機関の自己資本を現在検討されているより高い水準にすればよい。…2005年と06年に多額の資本バッファがあったなら、そしてCoCo債があったなら、多額の損失の発生は防げなかったとしても、金融システムが動揺することはなかっただろう。適切な資本があれば、債務不履行の連鎖は起こらなかったはずだ。(p.328)

しかし、結局それはこれらの金融機関が安定した資産をバッファとしていなかったことをも意味するわけで、安定資産に関わる基準として彼が金を意識していることが見えてくる。この点は、ある雑誌のインタビューで「超低金利やマイナス金利に対して、準備資産としてどんな役割を果たしていると考えるか」という問に答えて次のように言っていることからわかる。

When I was Chair of the Federal Reserve I used to testify before US Congressman Ron Paul, who was a very strong advocate of gold. We had some interesting discussions. I told him that US monetary policy tried to follow signals that a gold standard would have created. That is sound monetary policy even with a fiat currency. In that regard, I told him that even if we had gone back to the gold standard, policy would not have changed all that much.<sup>11)</sup>

このインタビューが金売買を促進しようとする企業団体によるもので、多少のリップサービスの可能性を差し引くとしても、ここでは不換通貨 fiat currency に基づく管理通貨制の下でも連銀議長としては、金本位制の場合に生み出されるであろうシグナルに基づいて金融政策を行うよう

努力したことを強調している。既に見たように、グリーンスパンは行き過ぎたレバレッジによって破綻する金融機関や投資家は救済すべきではないと考えており、これを救済することによって「ゾンビ企業」(p.274)が経済全体を停滞させることを危惧している。そのため、实体经济の側からの健全な状態への引き戻しの役割を金が果たすように見ているとも言える。

そうであるが故に、この点がうまく機能しない場合を危惧してこのインタビューの始めの部分で、

We have been through a protracted period of stagnant productivity growth, particularly in the developed world, ...<sup>12)</sup>

というように、先進国の生産性上昇の停滞の認識を示し、

At the same time, the risk of inflation is beginning to rise. In the United States, the unemployment rate is below 5%, which has put upward pressure on wages and unit costs generally. Demand is picking up, as manifested by the recent marked, broad increase in the money supply, which is stoking inflationary pressures. To date, wage increases have largely been absorbed by employers, but, if costs are moving up, prices ultimately have to follow suit. If you impose inflation on stagnation, you get stagflation.<sup>13)</sup>

として、インフレ、さらにはスタグフレーションの恐れにまで言及している。恐らく2008年の破綻だけではなく、1970年代のハイパーインフレやスタグフレーションを経験したことを想起して、強い危機感を表明していると思われる。

#### 4 金本位制と川合一郎の中央銀行券規定

グリーンスパンの現在の経済状況についての認識は、本稿の冒頭で見たようにバブルを予想し、また、すぐ上にも見たように70年代に見られた

スタグフレーションに対する危機感を深めているものである。彼は、2の4)及び3で見たように、リスク管理に基づく自己資本の充実による破綻の歯止めを述べていたが、その具体的な内容が何かは必ずしもはっきりしない。この「自己資本」とは、リスク分析を踏まえて必要な流動性を有する安全資産と解釈しておけばよいように思われるが、それは金本位制の評価とどうつながるのか。グリーンSPANは学者ではなく実務家であると言われているが<sup>14)</sup>、その現実を見る目から金本位制の意義を評価するわけで、既に見たように安全資産として金を挙げ「ドルなどの不換通貨が常時受け容れらる」とは限らないとしている。

しかし、金本位制という場合、中央銀行を頂点とする信用制度において発券集中による中央銀行券が金との兌換券となるわけで、これとの関わりで兌換がなされない不換券=現在の管理通貨の規定を再度整理しておく必要があると思われる。1980年代以降は70年代に見られたハイパー・インフレやスタグフレーションといった現象は見られなくなった中で、そのような事態を危惧するグリーンSPANの主張の意味を考える上では、ここでその主張の正否を検討するものではないが、基礎的な部分の規定が重要になる。

他方、グリーンSPANはマネタリストとして分類される場合も多く2の5)で「新自由主義的発想が中心にある」と書いたが、既に見たその主張は単純なマネタリストのそれではないように思える<sup>15)</sup>。同じ2の5)で見たように、生産性=実体経済を重視し、そのために「縁故資本主義」「ゾンビ企業」を排除するものとして競争を重視し、また同じ理由で中央の規制に否定的である。それは、ケインズ主義的な救済が長期には却って危機を深めているというもので、中央銀行の金利政策についても、リスク管理をすべき私的経済主体がバッファーとなる資本金を追加したりレバレッジの行き過ぎを抑えるべきものとするが、金利政策によってそれが可能だとは考えていないのであり、この点に金本位制を想定して対

応するということが出てくるようである。

2の4)で2008年の破綻がレバレッジのかけ過ぎによるとグリーンスパンが指摘していることを見たが、要するに、「資本金」「準備金」など表現は色々あるが、能力=バッファ以上に信用創造=レバレッジをかけてしてしまったということになる。この点でも中央銀行を頂点とする信用制度と信用創造、それを可能にする(中央)銀行券規定について再度整理すべきものと思われる。

その点で、1950年代から60年代にかけての不換銀行券論争を踏まえた、川合一郎の見解を整理し再評価しておきたい。

### 1) 銀行が貸し付けるのは金貨幣ではなく銀行券だということ

川合は、深町郁彌(1971)<sup>16)</sup>の再生産過程を踏まえた商業信用、銀行信用の規定を高く評価した上で、銀行券規定について次のように述べる。

深町氏の場合、明白でないのは、銀行は預かった貨幣を貸し出すのか、それとも銀行券(一般的には自己宛の一覧払債務、「受ける信用」)を貸し付けるのか、という点にある。このことは、銀行は受ける信用を貸し付けるのであり、したがって銀行の窓口から貨幣(cash)が払い出されるのは、けっして貸付としてではなく、債務(預金)の支払いとしてのみ行われるということを確認するために必要なことである。<sup>17)</sup>

ここでは商業信用から生ずる商業手形の割引を貨幣(cash)を貸し出すのではなく、自己宛の一覧払い債務証書である銀行券で貸し付けるということがポイントである。こうして、個々の銀行がそれぞれに銀行券を発行することになるが、川合は、こうして様々な銀行券が流通する中で、その一部が商業信用を媒介する商業流通から一般流通へ転用される事態を想定する。

こうなると厄介なことが起こる。同じ銀行券でも一般流通にあるときは、そ

れを渡せば債権債務関係も終結するところの現金として機能し、商業流通にあるときは現金を支払うという約束証として流通する。銀行券が現金に昇格したからといって、両流通の性格は変わるわけではないから、この混乱は解消できない。この混同をさけるために、その発行する銀行券が一般的流通手段となった銀行券以外の銀行は、銀行信用を与える形式としては、いままでの銀行券発行をやめて一覧払預金の設定の形式にうつるのである。このときから、これらの銀行は預金の設定による信用供与を行ない、いまや現金となった発券銀行の銀行券を設定した預金の支払い手段とするようになる。<sup>18)</sup>

このように「現金となった発券銀行の銀行券」を通して中央銀行の規定及び必然性を明かにし、これよって商業信用を代位した銀行は商業銀行としての規定を受け、銀行券ではなく、預金通貨（当座預金）の形で債務の貸付を行うとともに、その支払いは「現金」としての中央銀行券で行う構造が明らかになる。商業銀行の信用創造は、預金通貨を通してなされることになる。ただ、

手形が銀行券に代わるのは同じ商業流通の内部でのことであり、一般の銀行券が中央銀行券におきかえられるのは商業流通から一般流通にうつるときである。<sup>19)</sup>

と述べているが、「一般の銀行券」が一般流通で流通しないとしても、では、中央銀行券が「現金」として一般流通で流通する根拠がこれではつきりしたと言えるだろうか。一般流通は最終消費の過程であるが、そうすると再生産過程との関わりでは、労働力の再生産のための労賃の支払いが中央銀行券で可能となることが大きいのではないかと考えられるが、この点は今後さらに考察する必要があると思われる。

**2) 一般流通の「現金」としての中央銀行券に金兌換の必然性がないこと**  
さて、このように中央銀行券を規定しているが、今日の管理通貨とし



での中央銀行券規定ということでは、不換銀行券論争についての次のような川合の見解からも学ぶ必要がある。

不換銀行券は信用貨幣か紙幣かという問題に答えるためには、一般流通に入った兌換銀行券は厳密な意味の信用貨幣といえるかどうかをまず明らかにする必要がある。そのためには、商業流通と一般流通の区別を再生産論的に把握しておく必要がある。論争当事者にはそれがないからただ不換銀行券だけを追っかけることになる。かれらの論理のなかには真の信用貨幣＝預金通貨の存在する余地はないのである。<sup>20)</sup>

つまり、銀行券が「現金」であるのはそれが一般流通で流通するからであって、金との兌換か否かではない。一般流通に入った銀行券は最終消費（＝商品価値の実現）を媒介すればよいのである。しかも、金との直接のリンクが切れることで、流過程でに必要な金を節約する形で成長通貨として機能するように信用創造が可能となる。

他方、不換中央銀行券であることは法貨 legal tender という規定を受けながらも、「国家による強制通用力」が直接生のまま現れるわけではない。赤字国債でさえも中央銀行引き受けの形を取り、中央銀行はこれを商業銀行に公開市場操作を通して配分、または吸収するように、国内流通において資本の要求する信用システムの内部から現れ、そのことによって流通量としては伸縮するのである。その点でいわゆる単純な国家紙幣でもない。それは、資本の再生産過程の必然性から発生し、これに規定されて流通しているわけで、単なる紙幣が通貨として恣意的に発行され、流通量も規制できるように実は出来るわけではないこと、このことがグリーンスパンの金本位制についての評価に反映していると言える。既に見たように、商業信用－銀行信用－中央銀行信用という流れからは、直接に極度のレバレッジの必然性は出てこないのであって、再生産過程の必要とする信用創造の範囲ということになる。とは言え、金に

よる歯止めがないために、低金利政策や赤字国債引き受けの流れで「過剰な現金通貨」が实体经济からかけ離れて創出される可能性はある。また、商業銀行のレベルで預金通貨という形で同様のことは生じうる。しかし、問題は、どこまでが過剰でどこまでがそうでないかの基準は、70年代のようにハイパーインフレになるか、2008年のようなバブルの崩壊となるか、という結果によってしか判断できないということである。2の3)で見たように、「時代の最先端のモデルと大量のデータを基にした計算によっても」危機が近づくことを予測できなかった、とグリーンスパンも言っている。

ところでこのように信用創造の幅も広がるわけだが、この点は国際通貨という視点で見ると、1972年の金・ドル交換停止、さらには今日の変動相場制成立以降、直接には外国為替相場の変動に対する先物為替によるリスク・ヘッジ技術から為替投機を可能にし、それ以降の金融派生商品開発にもつながっており、ここでもかつての金・ドル為替本位制と呼ばれた時代からドル本位制への転換の歴史的意味を確認すべきことを既に見たグリーンスパンの議論は示していると言える。

## 5 まとめと今後の課題

日本においても2013年3月に138兆円だったマネタリーベースは2017年11月までに338兆円も増加し476兆円の史上最高を更新しつつあるとのことだが、その大部分は日銀当座預金に滞留してる。この日銀当座預金の額は2013年の47兆円から現在319兆円増えて366兆円の史上最高に達している。既に見たグリーンスパン流の評価を示すなら、この滞留した預金が生産性を向上させることのできる分野で生産的に活かされないなら、やがては信用危機か、ハイパーインフレを引き起こすということになるのかも知れない。既に述べたように本稿はグリーンスパンの見解の正否を論じようとするものではないが、今後を評価する上で注

目していきたい。

ところで、2008年の破綻は、1980年代以降の新自由主義的な競争を重視した政策や、金本位制を意識した政策でも回避できなかったということになるが、その点グリーンスパンはどのように考えているのか。

一つには、既に2で見たようにそもそも完全な予測は不可能だということになるが（注の4）も参照のこと）、もう一つには、2の3）において見た「アニマルスピリット」によってテールリスクの予測がさらに不可能になると述べていることに注目したい。ここで「アニマルスピリット」とは、

（株価の急速な下落に直面して一引用者）資産が急速に目減りしていくという耐えがたい不安から逃れたいという感情に流されそうになる。そしてほとんどの場合は、底値かそれに近い値で売却してしまう。過去の経験から、正反対の行動を取ることが正しいとされているにもかかわらずだ。<sup>22)</sup>

ということだが、サブプライムローンの証券化とそれを組み込むことから派生する金融商品のようなものでも投資対象となったわけで、投資資産の安全性は結果を見なくては分からない。「正反対の行動を取ることが正しいとされてい」ても、それが本当に正しいかが確認できるわけではない。また、2の4）で見たように、グリーンスパンにとって、リスク管理を個別資本がしっかりして自己資本の追加をしていれば破綻は起きないのだが、全ての個別資本にそれが可能ではないとすれば、それは多くの個別資本がそうすれば破綻は限定的だったはずだ、という以上ではないことになる。

かつてグリーンスパンは

“I was praised for things I didn't do,” Greenspan told the newspaper. “I am now being blamed for things that I didn't do.”<sup>22)</sup>

と述べているが、大きく言えば経済法則の認識とその技術的な利用に関わる問題がそこにはあると思う<sup>23)</sup>。

本稿では、元連銀議長グリーンSPANの金本位制評価について整理しその背後にあるものを貨幣・金融論的に分析するうえで川合一郎の中央銀行券規定の意義をまとめた。本来であれば川合以外の研究者との比較でも検討すべきところであるけれど、その点も含め、マルクスの信用論は未完成だと言われていることから、「新メガ」MEGA (Marx-Engels-Gesamtausgabe) の発行なども念頭に今後の課題としたい。

## 注

- 1) New York Times  
The Global Economy Is Partying Like It's 2008  
By DESMOND LACHMAN DEC. 13, 2017  
<https://www.nytimes.com/2017/12/13/opinion/economy-bubble-recession.html>
- 2) Reuters # MARKET NEWS  
APRIL 8, 2008 / 4:11 PM / 10 YEARS AGO  
Greenspan says unfairly blamed, has no regrets: report  
Reuters Staff  
SINGAPORE (Reuters) - Former Federal Reserve Chairman Alan Greenspan has lashed out again at his critics, saying he was being blamed unfairly for the credit crisis and that he had no regrets about decisions he took while at the helm. ...  
<https://www.reuters.com/article/us-economy-credit-greenspan/greenspan-says-unfairly-blamed-has-no-regrets-report-idUSSP30310020080408>
- 3) New York Times  
Greenspan Concedes Error on Regulation  
By EDMUND L. ANDREWS OCT. 23, 2008

<http://www.nytimes.com/2008/10/24/business/economy/24panel.html>

- 4) もっとも金融危機それ自体については、2000年の自らの言及に触れ「このような出来事は一世紀に一度か二度起こるだけかもしれないが、繰り返し起こるし、そのつど新しい動きではなく、不気味なほど類似した動きをすることが私の発言を十分裏づけてくれた。」と述べている。『リスク、人間の本性、経済予測の未来』p.64

- 5) 2009年5月17日に放送されたNHKスペシャル「マネー資本主義 第2回 超“金余り”はなぜ起きたのか? カリスマ指導者たちの誤算」次のサイトで視聴可能。

<http://www.dailymotion.com/video/x28o0pa>

- 6) New York Times

Inside the Fed's 2008 Proceedings

BY THE NEW YORK TIMES FEBRUARY 21, 2014 10:30 AM February 21, 2014 10:30 am 6

<https://economix.blogs.nytimes.com/2014/02/21/live-blog-inside-the-feds-2008-proceedings/>

- 7) 次の注8)と同じNew York Timesの記事の中に次のように当時の連銀議長バーナンキの発言として示されているが、Wikipediaによるともっと以前の1980年代にも用いられたようである。

Perhaps with an eye on history, he defended the decision, but he was also quick to note the danger of letting financial institutions become too big to fail, a phrase soon to enter the lexicon of the crisis. And one still very much on the mind of policy makers today. (下線は引用者)

- 8) New York Times DealBook

What Might Have Been, and the Fall of Lehman

BY ANDREW ROSS SORKIN SEPTEMBER 9, 2013 8:34 PM

...

The decision not to rescue Lehman has been called a mistake and worse. Christine Lagarde, the French finance minister at the time, called it

“horrendous.” …

<https://dealbook.nytimes.com/2013/09/09/what-might-have-been-and-the-fall-of-lehman/>

9) New York Times

Why Lehman Wasn't Rescued

BY PHILLIP SWAGEL

SEPTEMBER 13, 2013 1:18 PM September 13, 2013 1:18 pm

<https://economix.blogs.nytimes.com/2013/09/13/why-lehman-wasnt-rescued/>

10) *The Atlantic*

**Happy Birthday, Alan Greenspan: The Housing Bubble Wasn't Your Fault**

**MATTHEW O'BRIEN MAR 7, 2012**

<https://www.theatlantic.com/business/archive/2012/03/happy-birthday-alan-greenspan-the-housing-bubble-wasnt-your-fault/254089/>

11) The World Gold Council 発行 *Gold Investor*, February 2017 p. 14

<https://www.gold.org/>

12) 同上 p. 11

13) 同上 p. 11

14) 村井昭彦 『グリーンスパンの隠し絵 上』 p.3

15) 同上 p.6

16) 深町郁彌 『所有と信用』

17) 川合一郎 『管理通貨と金融資本』 p.12

18) 同上 p.105

19) 同上 p.109

20) 同上 p.262

21) アラン・グリーンズパン 『リスク、人間の本性、経済予測の未来』 p.341

22) この出典は注2) と同じ。

23) この点では、宇野弘蔵 『経済学方法論』 p.112 などを検討する必要がある

る。

### 参考文献

- Greenspan, Alan (2013), *The Map and the Territory 2.0: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting*, Updated and Expanded, Penguin Press. 斎藤聖美訳『リスク、人間の本性、経済予測の未来』日本経済新聞出版社, 2015年
- 宇野弘蔵 (1962) 『経済学方法論』 東京大学出版会
- 川合一郎 (1974) 『管理通貨と金融資本』 有斐閣
- 深町郁彌 (1971) 『所有と信用』 日本評論社
- 村井昭彦 (2017) 『グリーンスパンの隠し絵 上』 名古屋大学出版会

以下の、新聞・雑誌 URL などについては上の注を参照（該当の番号をコロンのあとに示す）

*Gold Investor* : 11), 12), 13)

New York Times : 1), 3), 6), 7), 8), 9)

Reuters : 2)

*The Atlantic* : 10)

