

目次

謝辞

v

ペーパーバック版向けの序文 F-13

- 最近の動向は改革論をどのように後押ししているか? F-15 逆効果の政策 F-18 脱出速度に届くか? F-20 改革は何の達成を目指すべきか? F-22 中央銀行は何のためにあるのか? F-26 政府と銀行に新たな言い訳を与える F-28 ユーロのせいで金融の議論は横道に逸れた F-29 IMFの信念 F-31 それも言い訳? F-32 中国と
いう好都合な犠牲者 F-35 準備金という時限爆弾が時を刻んでいる F-36 銀行業の改革は立ち往生している
..... F-39 終りも目的もない規則 F-40 銀行業の「バルカン化」 F-42 「新銀行」が力を誇示する F-44 批判に
対する回答 F-47 展望 F-51

日本語版への序文 F-55

- 第一に、マネー・トラップとは何か? F-55 通貨の概念 F-57 第二に、どのようにしてこの罠にはまったのか? F-59 第三に、どうしたらマネー・トラップから抜け出せるか? F-60 第四に、日本はトラップ大統領の挑戦にどう応えるべきか? F-61 アベノミクスに代わるもの F-64 第五に、国際通貨制度改革の展望はどうだろうか? F-65 どのような種類の世界通貨か? F-68

序文 F-71

略号に関する注 F-79

はじめに 1

「マネー・トラップ（罠）」とは何か？ 1 なぜ回復に力が無いのか 3 分析単位としてのGFS 8 本書の構成 9

第一章 危険地帯へ 19

通貨の失敗 19 根底にある問題 21 政府のひ弱な対応 24 想像力が欠けている、それとも勇氣が無い？ 26 ほとんどの中央銀行家はなぜ視野が狭いのか 27 しかしアイデアが変化しつつあった 30 地政学的な現実も変化していた 33 改革支持論を探求する 35 政府は信認を失った 39

第二章 プレーヤーにはなぜ新しい規則が必要か 41

GFSは主要参加者をどのようにミスリードしてきたか 41 ファウストの悪魔との契約 43 金融の二面性 46 マネー・ゲーム 47 漸進的な侵食 51 激動はプレーヤーの行動をどう変えたか 53 空手形の繰り返し 56 金融のロビー 61

第三章 通貨制度はどのようにして生まれたか 65

古典的な金本位制 65 金本位制の終焉 68 プレトン・ウッズ体制の誕生 69 政治的な影響力 72 ケインズとホワイト 74 アメリカの決断が重要な要素 76 創始者たちの理想 78 試みられた改革——仮説 80 金本位制支持論 82

第四章 アンカーを欠いた世界通貨 85

国際的な基準 85 プレトン・ウッズの教訓 88 プレトン・ウッズ体制の浸食 91 バランス・シート 92 一

部の諸国は五つ星のパフォーマンス 95
ブレトン・ウッズ体制の崩壊 98
金融政策の実験 99
狂った通貨 101
金融政策に関して教訓を学んだか? 106
幻滅——そして絶望? 108

第五章 各国の政策を改善する……………113

はじめに 113
主要な選択肢 115
第一の選択肢としてのITプラスが抱える問題 118
名目GDPを目標にする 120
広義の通貨を目標にする 123
マネタリー・ベース・コントロール 126
一部の諸国だけが可能? 128
為替相場を別の通貨に対して固定する 130
中央銀行は選択肢を使い尽くしている 132

第六章 ユーロ圏のための解決策……………139

ユーロの本当の運命 139
安定の島? 142
収斂する討論 145
初期の弱点は決して是正されなかった 147
物価安定だけでは十分ではなかった 150
ユーロの強さがどうしてヨーロッパ債務危機を引き起こしたか 152
純粹にヨーロッパ的な解決策の悲運な模索 155
ユーロのスポークスマンはまだわかっていない 157
通貨圏から新しいGFSへ? 160

第七章 国際通貨……………165

指導力の空白 166
幅広い改革の要求 170
制度の推移——対処メカニズム 172
より徹底的な改革者 176
アメリカ財務省の意見 177
G 20は期待外れ 182
大きな賭けに出る 184

第八章 あの世界的不均衡……………191

世界的不均衡がGFCの原因だったのか 191
世界経済に対する脅威? 193
アジアとドイツの黒字を非難する? 196
貯蓄余剰および世界的不均衡の理論のどこが間違っていたのか 199
銀行が真犯人ではなかったのか

か? 201 ……脱グローバル化がペースを増しているなかで…… 204 ……為替相場ドクターの「いんちき治療」 206 世界的な不均衡が提起するリスクをどう抑制するか 210

第九章 準備通貨の過剰 …… 213

通貨の寿命 213 信認から停滞へ 216 中央銀行はどのようにしてパニックをいっそう悪化させたのか 219 醜い通貨パレード 222 アジア中央銀行の「キラ・アプリ」 224 メルトダウンの回避? 227 準備ルールを交渉する? 229 複数通貨準備保有に向けて 232 人類を破滅させる凶器を解体する時 234

第十章 銀行を安全にすることができるか? …… 239

病気 239 診断 242 アメリカにおける危機管理 244 ポールソンの大きな失策 248 イギリスにおける危機管理 251 構造改革 257 銀行の給与 260 銀行業と通貨の改革を統合する 263 解体場へ? 265 新しいGFS に向けた二つの選択肢 267

第十一章 市場・国家・バブル …… 271

新時代の展望 271 開戦 273 内部からの意見 277 非難合戦 281 市場はどのようにしてバブルを生み出すか 283 バブルに関する経済学者の見解 286 現代のバブル理論 288 アリバーとクルーグマン 290 誤った経済イデオロギー 293 継続する金融改革 296 長期的な視点 298

第十二章 一〇〇年間にわたる通貨制度 …… 303

過去から信頼できそうな未来へ 303 フィッシャーからケインズまで 306 バンコール 308 トリフィン 311 国際中央銀行に向けて 314 商品本位制に向けて 316 ハイエク 320 リュエフ 324 ルールか金融積極主義か? 327

第十三章 基準の選択 331

- 複數通貨制度に向けて 334
- 刷新された信用本位制 337
- 改革された国際信用本位制 341
- 合成通貨本位制 344
- 商品本位制 347
- 金は公的な猛攻撃をどう生き抜いたか 350
- 金の復讐 353
- 新しい金本位制はどのように機能するか 356
- 金債券とデジタル金 358

第十四章 新通貨秩序への跳躍 363

- インフレ目標方式を超えて 363
- 新秩序の基準 368
- 貨幣の計算単位 370
- 「Ikon」の導入 372
- アイコンの他の潜在的な利益 380
- 実物通貨 383
- 銀行業を实体经济に縛り付ける 386

第十五章 世界的な金融システムの出現 393

- 変化への圧力 395
- 変化する国内政治 404
- 主要新興市場諸国の政府はシステムをどのようにみているか 406
- ……そして、ロンドンからの意見 408
- 銀行業に関する代替的な将来 410
- ……そして新しい国際通貨単位 412
- 機会 413
- GFS改革への道 414
- 北大西洋通貨地域 416
- あるいは債権国の反乱 419
- アンカーを忘れるな 422

参考文献

原註

索引

ペーパーバック版向けの序文

本書は最近の歴史についての独特な分析に基づいて、国際金融システムの根本的な改革を主張したものである。その分析は総じて好評を博したものの、読者の評価は、提案はあまりに野心的で過激であることから実現できないだろう、というものであった。そのような識者の言葉によれば、進歩は漸進的に行い、特定分野において事態の明確な改善を狙った措置に焦点を絞るのが最善である。頭上のお天道様ではなく、足元の地面を見なさい。確かに、もしそれで本当に進歩があったのであれば、そのような批判には重みがあるだろう。しかし、そうではない。現行の政策は、金融ショックが再発生するかもしれない、という恐怖を鎮めることには成功していない。さらに、実施されている措置のなかには、意図とは逆の効果をもたらしているものがある。筆者が示すことに努めているように、本書のハードカバー版が発行されて以降の動向は根本的な改革の必要性をいよいよ強めている。

本書の重要なテーマは次の通りである。

・金融の不安定性は世界経済にとって日常的なものになってきている。一九八〇年代初め以降、平均すると三 년ごとに金融の不安定性が生じており、うち五回は大規模な国境をまたぐバブルであった。このような事象

と国際通貨体制との関係に対しては、これまでよりもずっと細心の注目をはらう必要がある。

- 成長の促進と金融の不安定性の削減を目指す政策は、経済的問題が抱えている真の性質について不正確な診断に基づいている。

- 国際通貨制度や金融システムの構造、機能、および規制に関連した問題については、その学術研究や政策議論が切り離されて別個になされている。為替相場政策、通貨体制、および金融市場の相互作用に関しては、より連結された思考がぜひとも必要である。

- 危機後に繰り返されている同じ政策対応は、単に次の危機のお膳立てをしているだけだ。各サイクルごとに金利はますます低下して、今やほぼゼロになっている (White, 2013)。金融規制もやはりいつも厳格化されているが、手緩い規制が危機の主因であったという見方は極めて疑わしい。危機に至るまでの盛り上がりにより規制体制が果たした役割に関する限り、それは手緩すぎたからではなく、規制体制が、過度なリスク・テイキングを奨励し、強力なプレーヤーにうまく利用されたからである。

- 各国が積極的金融政策を頼りにしているのは筋違いであり、短期的な利益が減少すると同時に、長期的には大きな潜在的コストが増加している。このような政策の失敗は、経済システムのなかで金融政策運営の在り方に関する誤った見方を反映している。

- 政策の失敗が引き続いていくにもかかわらず、危機の後遺症のなかで金融政策の枠組みを再検討することへの意欲や、インフレ目標方式の支持という古いコンセンサスに対する反対意見はほとんど見られない。マクロ・ブルーデンス政策と組み合わせても、現行の金融政策では信用サイクルを手なずけるのに十分でないだ

ろう。

・ 正確な診断においてはグローバルな金融システムが抱えている欠陥が指摘されているが、その中心的な問題は真の国際通貨制度が存在しないことと、それに関連して各国の政策と金融市場プレーヤーに対する規律が無いことにある。

・ したがって、新しい金融構造を構築するためには——比喩を変えると、官民両部門向けの新しいルールブックを作成するためには——、多大な努力が必要とされる。

最近の動向は改革論をどのように後押ししているか？

本書が二〇一二年に刊行されて以降の諸事象は、以下の通りその主張を後押ししている。

・ 市場金利が長期にわたって抑圧されているため、金融メカニズムは資本資源の配分という真の機能を果たすことができない状況に陥っている。それに伴う最も深刻な結果として、金利は投資家や借り手にとって信頼できるシグナルとしては、もはや機能できないという状態が生まれている。したがって、例えば、企業の財務担当者や投資家はアメリカの財務省債券を金利の基準として使うことができなくなっている。

・ 二〇一二年から一三年半ばにかけて株式市場は堅調であったが、多くの識者はその原因を、見通しにおける主要な部分の改善ではなく、連邦準備（FED）を初めとする各国中央銀行が実施してきている金融緩和政

策にあるとしている。

- ・ 金融市場はいっそう分断化されてきている。第十一章で検討するように、政治家が金融抑圧の措置に訴えるようになってきていることは、資本移動の自由がもたらす利益を信じている人々にとっては深刻な懸念であろう。
- ・ 銀行を規制するというアプローチ全体（いわゆるバーゼルⅢやバーゼル・プロセス）の有効性に関しては懐疑的な見方が増えている。金融部門によるロビー活動が、金融システムにとって必要な再構築を阻害しているのである。

- ・ 「量的緩和」（貨幣増刷）などのような措置は、財政緊縮と組み合わせ、所得や富の^{不平等}——過去三〇—四〇年間における注目すべき特徴——をいっそう拡大させてきている。
- ・ 我々が直面している問題の性質については深い理解がみられない。

このような規模の危機が発生し、不確実性と緊張感という後遺症が十年間も継続しているということを考えると、それをもたらしたシステムの徹底した分解と検査が必要なことは自明である。さもないと、危機は再発するだろう。改革すれば民間部門の金融システムは、社会的機能——資本資源の配分——をよりうまく遂行できるようになるだろう。また、世界の各国および地域間の金融の関係を規制するのに十分な枠組みを提示してくれる、適切で正式な国際通貨体制を再建することができるだろう。優れた国際通貨システムの基盤のためには、各国の金融政策にとって参照点ないし信頼できる基準として機能する、適正な貨幣標準（基準）を選択するべきである（第十三章で主要な選択肢を検討する）。より安全な金融機関を構築する鍵は、

すべての機関とすべてのサービス利用者の自らの内に、個人的な責任感とリスクに対する認識を持たせることにある。これは融資契約を株式契約で置き換えることによって最も適切に達成される。後者の契約では、当事者は所有権に付随する報奨の可能性を手に入れると同時にリスクも先行的に引き受ける。改革は金融市場における動向に基づくべきである。それどころか、本書が提案するように、特に株式市場を中心とする金融市場のグローバル化は、新しい本位貨幣制に向けた基盤の提供に使うことができる。新しい形の金融仲介が奨励されるべきであり、社会にとって受け入れがたいリスクをもたらすことなく管理するには、あまりに大きく複雑すぎるメガバンクは解体すべきである。

出版以降、絶え間ない金融スキャンダル（金融商品の不適正な販売、主要金利の不正な設定、インサイダー取引など）の流れに煽られて、より徹底した改革を要求する世論の声が持続している。私見では、左派あるいは（自由市場を信奉している）右派いずれの改革案であれ、その多くは金融システムの改善につながるだろう。事実、両派の主張は相互に、また本書で検討されている次のような発想、すなわち金融力・政治力の過度な集中は回避すべし、倒産させられないほど大きな金融機関は解体すべし、公的資金の私的流用は停止すべし、通貨システムは民主化すべし、などといった考えと共通するところが多い。にもかかわらず、主要な政党がこのような改革案を取り上げる可能性はほとんどないだろう。

公表されて以降、このような提案がこれほどの反対を引き起こしている理由がいよいよ明白になってきている。真の改革が明白な国家の自律性のある程度犠牲にすることを求めているからだ。この犠牲は健全な銀行や交易を促進するだけでなく、市民にも利益をもたらさだろう。しかし、各国の政治家や官僚の利

益にはならない。

逆効果の政策

政府は悪い状況をいつそう悪くする政策を相変わらず採用している。この重要な点を例証すべく、規制当局が銀行に対して資産（帳簿上の融資や投資）との対比で、より多くの資本を保有する——すなわち自己資本比率を引き上げる——ことを指導している点を検討してみよう。ところが、この政策を推進するに当たって政府も規制当局も、それが銀行マネジャーが直面している報奨へ与える影響を無視している。彼らの給与は典型的には特定の自己資本利益率（ROE）の達成に連動している。当然ながら、マネジャーは新規に資本を調達する——そうすればROEは低下する——のではなく、少なくとも一部分は新規の融資を抑制して資産を削減することによって、高いROEを達成することに努めてきている。おそらく、ROE引き上げへの執拗な要請は需要を抑制し、経済の回復を阻害してきているであろう。このことは、危機で示されたように自己資本の脆弱な銀行が経済に与えるリスクを考えると、こういう形で銀行を強化しようとするのは誤りである、と主張するものでは決してない。そういった政策のジレンマは、むしろシステム自体が内包する欠陥を指摘しているのである。

これは問題の分析がそもそも部分的で、しかも間違っているにもかかわらず、公的政策はそれに基づいているということを示す一例にすぎない。したがって、人々が筆者に「ねえ君、まあ落ち着きなさい、我々は

そこにたどりつきつつあるんだから」と言う時、私はむしろ欲求不満に陥ってしまふ。多くの措置は解決策からますます遠ざかっているばかりか、当局の取り組みにかかるコストを押し上げてしまっている。このうち、特に金融機関や金融市場に対する統制の網を拡大し続けていることがその一例である。例えば、一九四五―六〇年という終戦後の時期における経験は、通貨問題に対するそのような「集団主義的」アプローチが望ましい、あるいは効率的な結果をもたらす可能性は低いことを示している。

このような間違いは問題に関して官界にはびこっている誤った表面的な分析、すなわち危機以前は基本的に健全だったので、若干の補修が必要なだけであるとされる分析を反映している。このような分析は無政府主義的な左派、あるいは自由意志論的な右派といった一握りの急進派だけが抱いている「極端な」意見ではない。二〇一三年六月末でイングランド銀行総裁を退任したマーヴィン・キング卿は直截的にこう指摘している。「危機の基本的な原因はどれ一つとして除去されていない」（二〇一一年の発言であるが、意見を変えたと考える理由はない）。将来に関して深刻な懸念を密かに抱いてはいても、公には口外できないとしている高官や筆者は他にも数人知っている。間違った考えに導かれて金融混乱の再発を恐れている政府は、間違った政策や統制に手を伸ばしている。それこそマネー・トラップの仕業である。それは、政府、金融家、そして消費者を、自分の真の利害に反して行動するよう誘う。このような考えは変更して、それによってある部門にもたらされている利益を暴き、我々の金融システムに潜む基本的な問題をより深く理解するための道標を提供する必要がある。筆者としては、この新しいペーパーバック版がより広範な読者層の関心を引き付けて、世論が政策当局に真の問題に取り組むよう迫るのに役立つことを願っている。