

金融市場の世界的統合と政策運営

総合政策学の視点から

岡部光明*

2003年12月

21世紀COEプログラム

「日本・アジアにおける総合政策学先導拠点」

慶應義塾大学大学院 政策・メディア研究科

* 慶應義塾大学大学院 政策・メディア研究科 / 総合政策学部 (okabe@sfc.keio.ac.jp)

金融市場の世界的統合と政策運営
総合政策学の視点から

岡部光明

【概要】

ここ10年余、IT革新による金融取引コストの低下、対外取引規制の撤廃などによって金融市場の国際統合が急速に進展している。本稿では、そうした事態が金融政策ならびに信用秩序維持政策のあり方（政策運営方式、政策効果、政策形成過程など）に及ぼす影響を、経済理論、定量的検証、政策機構論、契約理論ないしインセンティブ理論などの視点を適宜援用しつつ分析を行った。その結果（1）近年の国際資本移動の活発化は、為替フロート化および金融政策運営の自律性確保をある程度必然的にもたらしている、（2）金融国際統合は金融政策と信用秩序維持政策（銀行規制監督政策）に異なった影響を与えている、（3）金融政策は為替フロート制の下で各国独自に政策目標を追及するのが望ましい（国際協調の必要性は比較的乏しい）のに対して、信用秩序維持政策では制度間裁定を回避させるため国際政策協調（バーゼル交渉過程）が不可欠である、などの結論を得た。

キーワード：国際金融統合、トリレンマ、国際政策協調、信用秩序維持政策、動機整合性、バーゼル合意

はじめに

金融取引は直接モノの取引を伴うものでなく、情報および通信を基礎として成り立つ経済取引である。このため、情報および通信における近年の技術（ICT）革新は、金融取引のコストを劇的に低下させ、金融取引を容易に地球規模に拡大させる要因の一つとなっている。金融取引がこのようにグローバル化する場合、従来、主権を持つ一国の政府が行ってきた経済政策は、その運営方式を見直す必要が生じるのではないのか。また、国内経済を適切に誘導するという意味での公共政策の有効性も変化するのではないのか。さらに、他国と協調して政策を運営する必要性が強くなるのか、それとも必ずしもそうとはいえないのか。

本稿は、金融取引のグローバル化によって生じるこうした問題を、金融に関する公共政策のあり方に焦点をあて、近年の諸研究の成果を踏まえつつ論じることを目的としている。むろん、個々の論点に関しては当然多くの研究があるが、ここでは、それらの詳細をめぐって議論をするというよりも、むしろこうした問題意識のもとに、いわば輪郭が明確な絵を大きなキャンバスに描いてみる、という姿勢で以下記述することとしたい。

第1節では、金融取引グローバル化の意味、およびそれを測る尺度を議論したあと、国際金融統合の実体を評価する。第2節では、金融に関する制度と政策は密接な関係を持っていること（いわゆる三目標のトリレンマ）をまず論じ、次いで金融に関する各種公的政策のうち二つの政策、すなわち金融政策、金融システム安定化政策（信用秩序維持政策）がその中心になることを述べる。そして、それらの政策が追及すべき課題や両政策の関係を議論し、金融グローバル化の含意を考える。第3節では金融政策に焦点をあて、金融取引グローバル化がもたらす政策運営方式や政策効果面への影響を議論するとともに、マクロ政策国際協調の意義と限界を述べる。第4節では、金融システム安定化政策あるいは信用秩序維持政策と称される政策（金融機関に対する規制監督政策、具体的にはBIS規制等）を取り上げ、その政策内容や政策形成過程が市場化・グローバル化によって近年大きく転換していること（政策思想における革新）を明らかにする。第5節では、本稿の結論を整理する。なお付論では、為替相場制度と金融政策の国際協調をやや分析的に論じる。

1 国際金融統合の実体とその背景

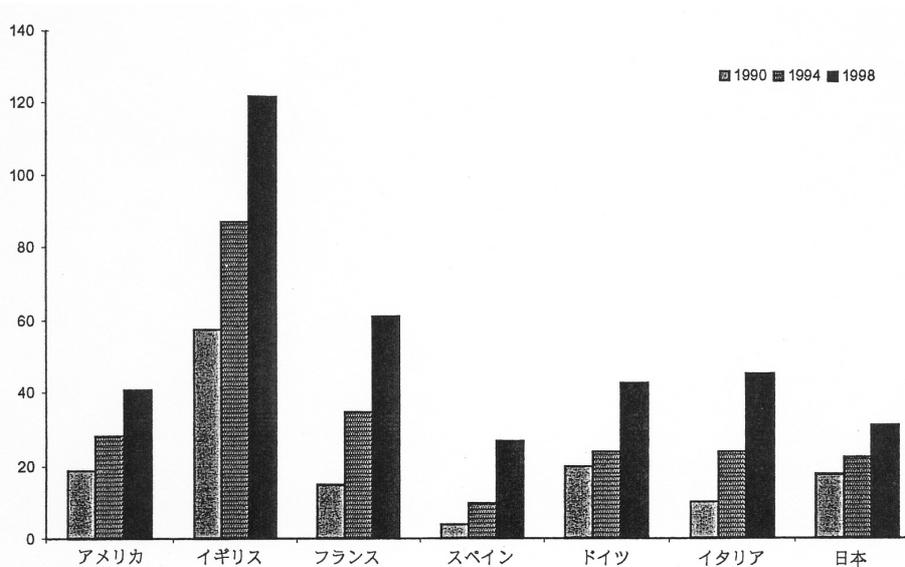
グローバル化とは一般に、財、サービス、資本、情報、個人などが国境を越えて移動する傾向が強まることを意味する。とくに金融取引は、直接モノの取引を伴うものでなく、情報および通信を基礎として成り立つ経済取引であることから、財やサービスの取引の場合よりもグローバル化、すなわち国際的統合（international financial integration）が進展しやすいと想像できる。果たして、金融グローバル化は統計的に確認できるのか、そしてそれをもたらした要因は何か。まずこれらの点を検討しよう。

国際金融統合の実体

金融市場の国際的統合を統計的に把握しようとする場合、二種類の尺度を考えることができる。一つは、国際的な金融取引金額（一定期間中の取引額あるいは特定時点における対外金融資産の残高）すなわち量的尺度である。もう一つは、国際的な金融取引増大は裁定取引の活発化を意味するので、各国金融資産の価格変動における連関性上昇、あるいは（リスク要因調整後の）金融資産収益率ないし実質金利水準の収斂、すなわち収益率という尺度である。

まず前者の観点に立ち、主要国の国際金融活動の水準を対比すると、幾つの特徴を指摘できる（図1）。第一に、主要国では1990年以降、例外なく金融取引の国際化が顕著に進展していることである。第二に、そのテンポに関しては、1999年の単一通貨導入を控えていた欧州諸国での加速ぶり（とくに1990年代後半）が目立つ一方、米国や日本は比較的安定的に国際化進展をみたことである。そして第三に、日本の国際化の程度（1998年時点）は、欧米諸国より幾分小さいことである。また別途、より多くの国を対象とし、より包括的な指標を用いて一層長期的にみても、資金取引の量的側面に着目する限り国際的金融統合は紛れもない事実であることが確認できる¹⁾。

図1 主要国における1990年代の金融国際化



（出所）Ayuso and Blanco（2000）第1図。原図はIMFおよびOECDの統計に基づき作成。
（注）「対外直接投資額 + 対外間接投資額」の対GDP比率。

次に、二番目の尺度である金融資産の収益率は、国際的に収斂してきているといえるのであろうか。まず株価については、世界7大株式市場の株価（週次データ）の相関は、1990～94年の0.42から1995～99年の0.54に上昇している（Ayuso and Blanco 2000）。株価に関するこのような傾向は、その他多くの研究（例えばTsutsui and Hirayama 1998）によっても実証されている。また、主要7か国の長

1) 「先進14か国の対外資産および対外負債の合計」÷「先進14か国のGDPの合計」の値は、1980年代前半には1を下回っていたが、その後はほぼ継続的に上昇し、2001年には2を越えている（Lane and Milesi-Ferretti 2003、図1）。

期実質金利の水準をみても、1980年代以降、傾向的に均等化する傾向が認められる（Sasaki, Yamaguchi, and Hisada 2000）。確かに、情報のグローバル化が進めば、各種経済情報および政治情報が世界規模で同時に伝達される。またデリバティブ取引の発達、各国金融資産の価格裁定を一層円滑化させる（翁・白川・白塚 1999）。このため、近年は金融市場の国際的連関が向上しているはずである。現に株価や長期金利に関する幾つかの研究では、上記の諸研究を含めこうした傾向を示唆するものが確かに多い。

ただ一方では、これとは逆に、国際投資が活発化しても、ひとつの世界金利（金融資産利回り）に収斂する動きを実証的に検出することはできず、金融資産利回りは時系列的にもまた資産の種類によっても差異が残存している、とする最近の報告（Lane and Milesi-Ferretti 2003）もある。こうした結果が生じるのは、たとえば国際金融取引の規制が完全に撤廃された状況においても、投資家が保有する資産の需要には国内資産への偏向（いわゆるホームバイアス）がある、という従来から良く知られた現象がみられるからである。このため、金融資産の利回り均等化という視点から国際金融統合を実証的に裏付ける場合には、量的尺度を用いてそれを試みる場合よりも、概念的かつ統計的に困難が伴うことになる。

国際金融統合の背景

以上を達観すれば、最近およそ20年間、国際金融統合が進んできていることを統計的にも確認できるといえよう。事実、それを促すような環境変化を幾つか指摘できる²⁾。

第一は、貿易量の増大に伴って国際金融取引が増加したことである。近年における貿易の量的増大、そして貿易相手国の多様化は、それに伴うファイナンスの必要性および決済額の増大をもたらすので、国際金融取引を必然的に増加させる。さらに、国際金融取引はリスクヘッジやリスクテイクを主たる動機とする取引も多いので、その拡大テンポは貿易拡大のそれよりも一層急速なものとなる。

第二は、情報通信技術（ICT）革新による金融取引コストの劇的な低下である³⁾。金融取引は、上記のように情報および通信を基礎としている。したがって、技術革新により巨額の資本を迅速かつ安全に国境を越えて移動させる手段が発達すれば、国際金融取引はその影響をとくに大きく受けて伸びる筋合いにある。

第三に、対外資本取引面での規制の撤廃がさらに進むなど、全般的な規制撤廃を指摘できる。そし

2) 以下は、主として Lane and Milesi-Ferretti (2003)、Ayuso and Blanco (2000)、Masson (2001) に依存している。

3) ちなみに、通信およびコンピュータの価格は次のように劇的に低下している。

	ニューヨークからロンドン への3分間の電話代 (2000年米ドル価格表示)	コンピュータおよびその周辺機器 の価格の対GDPデフレーター対比 (2000年=100)
1960年	60.42	186,900
1970	41.61	19,998
1980	6.32	2,793
1990	4.37	727
2000	0.40	100

(出典) Masson (2001, 表2)

て第四には、日本を除き国内株式市場の規模が拡大したことから、それに伴う投資家のポートフォリオ多様化ニーズが強まり、その結果、国内市場のリスクを多様化する手段として国際金融取引が増大したことである（Lane and Milesi-Ferretti 2003）。

2 市場統合の含意とそれが提起する政策運営上の課題

金融市場の国際統合が持つ含意は3点に整理できる。第一は、それが資本の国際的配分を改善し原理的には各国に利益をもたらすことである。なぜなら、国際的な金融取引の障害が除去されて市場統合度合いが向上すれば、国内投資家にとって資産多様化の機会が増大し、したがって一定のリターンを得るうえで受容しなければならないリスク水準を低下させるからである。あるいは、一定のリスク水準のもとで得られるリターンを上昇させる、といっても同じである。

第二は、国内の金融資本市場を世界市場へ完全に開放することは、国内市場の不安定性ないし脆弱性を増大させ、その結果、より一般的にいえば経済活動の不安定性ないし脆弱性を増大させる可能性が大きいことである（いわば負の外部効果）。その好例が1997～98年の東アジア（タイ、インドネシア、韓国、マレーシア）の金融危機である。そこでは、まずこれら諸国では固定為替レート制が採用される一方、国内金利が高水準を続けていたため海外短期資金が大幅に流入した。その後、その流れが反転する過程において国内金融部門の脆弱性が露呈する、という展開を示したため国内経済が大きな混乱に陥ることになったと理解できる（詳細は吉富 2003 を参照）。これは市場統合の進展が国内経済を従来になく大きく揺がす可能性が高まっていることを如実に物語っている。

第三は、市場統合（世界単一市場化）が進展すれば、国内金融市場あるいは国内経済動向に対応するために実施する各種経済政策は、従来どおりの運営方式ではその効果が弱まる可能性が大きくなるので、新たな対応が求められることである。なぜなら、政策当局が相手とする市場は、従来よりも広がりを持つものになるからである。このため、政策の有効性を維持するには、政策内容、運営方式、あるいは金融制度にまで遡って新しい状況に対応したものにする必要が生じる。そうした要請は、どのような政策領域で生じるのか、そしてどう対応すべきか、また国際的な政策協調をどう考えるべきか。次に、これらの問題の主要論点を整理しよう（国際協調は別途3節（2）で議論する）。

（1）政策と制度に関するトリレンマ

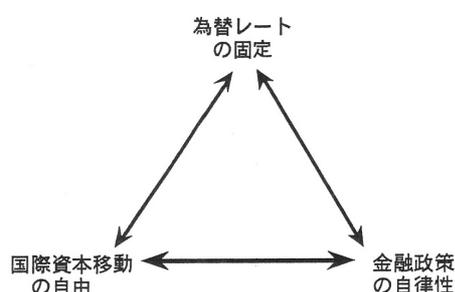
金融面における公共政策を考える場合、まず最も基本的な問題として政策当局はトリレンマ（trilemma）に直面していることを認識する必要がある。つまり当局は、従来指摘されてきたように、三つの望ましい（しかし相互に矛盾を含む）政策目標の実現を迫られている状況に置かれている⁴⁾。それらは

4) 以下の記述は主として Obstfeld, Shambaugh and Taylor (2003) に依存している。トリレンマについての日本語による解説は白井 (2002: 6章) を参照。

- (1) 為替レートの固定（国際的にみた相対価格安定という目標）
- (2) 国際資本移動の自由（資本の効率性維持という目標）
- (3) 独自の金融政策発動（国内景気安定化という目標）

の三つである。これら三つは、そのうち二つだけが矛盾なく成立する（三つ全部が同時には成立しえない）ものであるので、政府は三つのうちどれを断念せざるを得ないか、という問題である、ということができる（表1の上図を参照）。

表1 三目標同時達成の不可能性（Impossible trinity）：理論および歴史的経験



	為替レートの固定	資本移動の自由	金融政策の自律性	実証分析の結果（総じて理論的命題を支持）
金本位制 （第1次大戦前）	○	○	×	・ 国際資本移動が自由であったため、一国の金利変動は迅速かつ明確に他国に波及。
ブレトンウッズ体制 （1945-73年）	○	×	○	・ 資本移動を規制していたため、為替レートが固定されていても国内金利は自由に操作。
変動為替相場制 （1973年-現在）	×	○	○	・ 変動為替相場制を採用する国では、固定レート制採用国よりも比較的自由に金利を操作。

（注）歴史的データをもとにした実証研究 Obstfeld, Shambaugh and Taylor (2003) の結果を整理して作成。

この問題が理論的基礎を持つことは容易に理解できる。例えば、国内経済安定化のために当局が独自の金融政策発動をすること（上記（3））を選択しているとしよう。そのことは、国内の金利水準を世界金利水準から乖離させる能力を政策当局が保持していなければならないことを意味する。この時、さらに上記（2）の状況にあるとする。すると、資本市場においては内外金利差に基づく活発な金利裁定取引が発生し、金利平價⁵⁾が成立するまでそうした内外資本移動は止むことがない。こうした場

5) 国内外金融市場で自由に裁定取引がなされる場合に成立する次の条件のこと。詳細は岡部（2003：第6章）を参照。

- ・ 短期の場合（先物カバー付きの金利平價）：
 $(\text{円短期金利}) - (\text{ドル短期金利}) = (\text{為替の直先スプレッド率})$
- ・ 長期の場合（先物カバーなしの金利平價）：
 $(\text{円長期金利}) - (\text{ドル長期金利}) = (\text{為替相場の予想変化率}) + (\text{為替相場変動に対するリスクプレミアム})$

合にもし当局が固定相場（上記（１））を維持しようとするれば、当局は外国為替市場で自国通貨の無制限の買いまたは売りをすることによって民間資本の国際移動に対応しなければならない。ところが、もしそうするならば、自国の金融市場における通貨需給は国内経済安定化にとって必要な通貨需給状況（（３）が要請する状況）から乖離してしまうことになる。したがって、この場合には固定相場制を維持することができず、為替レートの変動を容認せざるを得なくなる。つまり、（２）および（３）を選択するならば、（１）は放棄せざるをえない。

同様に、これら三つは全てを同時に実現することはできず、そのうち一つは放棄せざるを得ないことが導かれる。選択肢が二つあって両立しない場合は一般にディレンマ（dilemma）と称されるが、ここではそれが三つあるのでトリレンマ（trilemma）と称されるわけである。この明快かつ単純な経済学の定理は、また「三目標同時達成の不可能性」（impossible trinity または inconsistent trinity）という名称によっても従来から知られてきたものである。

では、歴史的にみた場合、果たしてこれらの命題が実証的に成立することが確認されるのか。その定量的な実証分析が行われるようになったのは、実はごく最近のことである。まず従来の経済史においては、次のような理解がなされてきた。すなわち、古典的な金本位制は一国通貨の価値が金にリンクした固定相場であり、そこでは国際資本移動も自由であった。したがって（上記の理論的推測に基づけば）金融政策の運営は大きな制約を受けていた。その後の両世界大戦間の時期においては、主要国で金融政策における自由度確保の動きが目立ち、したがってそれに伴って変動相場制の採用、および為替管理の実施が行われるようになった。そして第二次大戦後に構築されたブレトンウッズ体制は、金融政策における自由度確保をさらに進めることを意図した体制であり、したがって為替相場制度としては、レート調整の可能性を伴った固定相場制（adjustable peg）が採用される一方、資本の国際移動は規制された。その後、同体制の崩壊後は国際資本移動の勢いが増大し、これに応じて日本を含む幾つかの国では金融政策における自由度確保のためフロート制（変動相場制）を採用した。一方、別の国では固定相場制（幾つかの国における域内固定相場制を含む）を採用する、あるいはフロートと固定の間を行き来するといった政策が採られる状況が生じ、現在に至っている。

こうしたトリレンマに関する歴史的記述は、定量的分析の結果としても強く支持されることが最近の有力な研究（Obstfeld, Shambaugh and Taylor 2003）によって明らかになっている。表１の下表は、以上の理論的推測と歴史的経験についての実証分析結果をまとめたものである。政策におけるこのようなトリレンマの存在は、金融面での公共政策をどのような政治的立場から実施するにしても、基本となる政策の制約ないし枠組みとして認識する必要があるものである。

（２）為替フロート制と金融政策

上記の議論を前提にすると、政策運営を論じる前にまず固定為替相場制、フロート制のいずれを採用すべきか（あるいは採用されているか）を明らかにしておくことが不可欠である。この制度選択問題は、国際金融論の基本テーマとして従来から繰返し議論されてきたことであるが、ここではいくつかの基本的な点だけを指摘しておきたい。

すなわち固定為替相場制は、国際資金取引における一つの不確実性を解消するなどの長所を持つものの、その制度が維持されるには幾つかの重要な条件が満たされることが必要になることである。例えば、健全な財政政策、高い国内貯蓄率、頑健な銀行システム、外的ショックの懸念の少なさ、などが満たされる必要がある（White 1999）。理論的にみた場合には、各国で生じるショックが完全に同時化するのでない以上、固定相場制は海外でのショック発生に伴う国内経済の変動を防止できないので最適な制度となることはありえない（Obstfeld and Rogoff 2000）との指摘もある。さらに、近年のようにIT革命が国際資本移動を活発化させている状況では、上記の（2）の政策選択肢はいわば不可避免的に選択せざるを得ないものである、ともいえる。さらには、こうした状況において金融政策を国内経済安定化のための手段として確保すること（上記（3））を狙うならば、トリレンマの制約がある以上、固定相場制の採用（上記（1））は原理的に困難であり、フロート制以外にないことになる。現に、途上国では傾向として国内金融市場を開放する（上記（2））を選択する一方、固定相場への依存を傾向的に低める（為替相場の弾力的な変動を容認する、つまり（1）を放棄する）という動きが一般的なものとなってきている（Obstfeld 1998）。

一方、フロート制の下では、金融政策を能動的に発動することによって国内経済（ことに物価）の安定性を達成することが正当化され、またそれが可能となる。逆に言えば、国内物価安定を達成するためには、固定相場制よりもフロート制がより適している。現に近年では、上記の途上国、米国、日本のほか、カナダ、英国、豪州、ニュージーランド、そして単一通貨圏としてのEU地域などで、金融政策の自律性確保と為替フロートを組み合わせて選択する動きが多い。またフロート制は、経済に加わる各種のショックを為替レートの変動というかたちで吸収するので実体経済の変動を緩和する、という面でも固定相場制にはない長所を持つ。このような金融政策の自律性確保ならびに外的ショック吸収機能は、フロート制の持つ最も重要な特質である（これらに関するやや分析的な提示は付論を参照）。

この点に関して、最近なされた一つの実証研究（約70か国の1970～1999年のデータを対象）によれば（1）フロート制を採用していても国内金利は海外金利の変動の影響を受ける（金融政策の完全な独立性はない）、（2）しかし変動相場制の色彩の強い国ほど国際金利の変動から受ける影響が遅い（金融政策の自律性が比較的高い）、ことが報告されている（Frankel, Schmukler, and Servén 2002）。

ただし、フロート制は、国内物価目標達成にとって必要条件ではあるが、それには特有の複雑な問題がある点に留意する必要がある。一つは、為替レートが変動すること自体が実体経済に対してショック波及メカニズムの一部になることである。いま一つは、為替レートに関するドーンブッシュ・モデル⁶⁾が示唆するとおり、為替レートの変動には乱高下が不可避であることである。このため、当局は必要に応じて為替市場介入すること、あるいは他国と協調介入をすることの必要性と妥当性がある。

（3）金融安定に関する二つの目標、その政策、そして政策機構

一国経済にとって、金融面での安定は経済全体の安定にとって不可欠である。そうした金融安定化の

6) あるショックが生じた場合、その為替レートに与える影響は、財市場での調整速度と金融市場でのそれが異なるために短期的にはまず均衡値を越えた水準となり、その後均衡値に行き着く、という為替レートの理論モデル。

政策目標としては二種類ある。一つは、通貨面での安定性 (monetary stability) あるいは通貨価値の安定性であり、もう一つは金融システムの安定性 (financial stability) である⁷⁾。前者は一般物価水準が安定していること、そして主要な金融市場において、市場参加者が安心して取引できるとともに、金融資産が基本的諸要因を反映した価格によって取引される状況にあることを指す。一方、後者は、金融システムを構成する主要な金融機関が、外部からの介入ないし援助なくとも契約債務を継続的に履行できるという強い信頼がある状況を意味している。これらを達成する政策は、通常、前者については金融政策 (monetary policy)、後者については信用秩序維持政策ないし銀行監督政策 (prudential policy) とよばれる (表2を参照)。政策目標はなぜこの二つに集約できるのか。この二つはどのような関係にあるのか。これらの目標を達成するうえで中央銀行と政府は機能面でどのように役割を分担し、また機構面の対応がなされるべきか。そして国際金融統合はそうした政策の運営にどう影響するのか。

表2 金融安定化の2目標：その政策枠組と金融国際化の影響

	通貨面での安定 (Monetary stability)	金融システムの安定 (Financial stability)
政策の概要		
名称	金融政策	信用秩序維持政策
目標	物価の安定	決済システムの安定
主体	中央銀行	中央銀行、政府 (金融庁等)
手法	金融市場および為替市場における介入取引 (金利水準、ベースマネーの調整)	法律に基づく監督、規制、命令 (金融機関を直接に対象)
金融国際統合に伴う変化		
	- 固定為替相場維持の困難化。但し、短期的には為替市場介入 (国際協調介入を含む) の必要性和余地	- 政策形成過程の変化 (政策の主体と客体の対話の重要化。"Basel process")
	- 政策効果波及メカニズムへの影響 (金利と為替レートの関係の変化等)	- 政策運営方法の変化 (命令方式から動機整合性方式へ。表4を参照)

まず、通貨 (その根幹に位置するハイパワードマネー) は中央銀行によって独占的に供給される。したがって中央銀行は、自ら供給する通貨ならびにそれから派生する預金通貨が本来の機能 (価値保蔵手段、決済手段) を円滑に果すことに対していわば製造物責任を負う立場にある、と理解できる。

7) 以下は、岡部 (1999b : 15章2節、13章2節) で議論した点の概略である。安定化をこのように二つに分けて理解したものには、翁・白川・白塚 (1999)、White (1999)、Crockett (2001) などがあり、中央銀行関係者に多いのが特徴的である。

一方、供給した通貨が循環する環境、つまり決済に関するシステム全体に対してその安定性⁸⁾を維持していくことについても、中央銀行は（政府とともに）責任を負うことになる。このため、中央銀行としては、これら二つが最も本来的かつ基本的な任務になるわけである。

また、通貨の機能面に着目しても、上記二つの目標は相互依存的かつ相互補完的な関係にあることがわかる。まず金融政策がタイミング良く発動され、これによって物価の安定が確保され、また資産価格の大幅変動も回避されるならば、それは金融システム（ことに決済システム）の安定化につながる。なぜなら、そうした場合には、金融機関の貸出内容の悪化（金融機関における信用リスク増大）が回避され、また急激な金融政策の変更に伴う金融機関の経営不安定化（金融機関における金利リスク増大）の危険も小さくなる。このため、預金通貨を通じる決済が円滑かつ安全に行なわれる状況を確保することができる。つまり、物価や資産価格をはじめとするマクロ経済の安定が確保されるならば、金融機関全体によって構成される決済システムの安定性が維持できることになる。

逆にいえば、インフレ率が高い場合（その場合にはたいていインフレ率の不安定性も大きい）あるいはデフレ傾向にある場合には、企業や金融機関は各種投資案件の評価を適切に行うことが困難になる（情報不確実化の問題）。このため、そうした状況下での資金貸借は投資の実質利回りの不確実性を増大することになり、その結果、金融システムの不安定性が拡大することになる。より具体的にいえば、決済システム安定化政策は金融機関のリスクの把握が基礎となっており、そうしたリスクは貸出（担保価値の評価）や資産価格の変動と密接に関連している。したがって、もし資産価格が適切に形成されない場合には、金融機関の安全性評価指標である自己資本比率を基準とする健全性ルールがその役割を果たさなくなる可能性がでてくる。

一方、金融政策の遂行においては、その波及経路の中核として金融システムが介在しているため、そのシステムが安定しかつ安全なものでない限り、政策の影響が民間部門に効果的に伝達できず、また政策の帰結にも不確定要素が多くなる（金融政策の効率性低下）。このため、安定的な金融システムの存在は、金融政策を効果的に行なううえでの前提条件となる。

このように二つの金融安定化目標は、その具体的な政策手段や手法にはそれぞれ独自の領域があるものの、両者の追及は機能面で密接に関わっており、またそれぞれの目的達成が相互補強的な関係にある。このため、この二つは双対関係（duality）にある、あるいは「車の両輪」（two sides of the same coin）の関係にある、ということが出来る。両目標の間にこうした因果関係が成立することは、金融システム動揺に関する歴史的事例研究の結果によっても裏付けられている。

では、これらの目標を達成するうえで中央銀行と政府は機能面でどのように役割を分担し、またそのためにはどのような機構を構築すべきか。この問題は複雑な面を持つので、日本では従来あまり議論されなかったが⁹⁾、次のように整理できる¹⁰⁾。まず金融システム安定化政策の権限は、政府（金融監督庁等）ではなく中央銀行が保持すべしという見解がある。その論拠として挙げられるのは、第一

8) 金融システムに関しては、安定性（stability）あるいはショック適応性（resiliency）のほか、効率性（efficiency）、革新性（innovation）もまた大きな政策目標であるが、ここでは立ち入らない。詳細は岡部（1999a：7章4節）を参照。

9) 数少ない例外として、翁・白川・白塚（1999）、岡部（1999b：13章2節）がある。

10) 以下は主としてCrockett（2001）による。

に、中央銀行の場合、決済の現場といえる金融市場へのアクセスがより容易であるうえ、金融政策上必要な情報の収集と銀行監督上必要な情報の収集を同時に行うことができることである（情報収集に関する範囲の経済性）。第二に、規制・監督関係の情報が中央銀行に保持されていれば金融政策のより適切な運営あるいは金融政策との協調がより容易であることである（両政策の相乗効果）。そして第三に、中央銀行は市場機能や決済制度の運営など必要となる専門知識とノウハウを保持していることである。

一方、その政策権限は中央銀行と政府が分担して保持すべきである、という見解も多い。そうした分離論の論拠として指摘されるのは、第一に監督上必要な情報は両者が交換すること（政府が獲得した情報を中央銀行に提供すること）によって対応可能であることである。第二に、中央銀行だけが銀行監督権限を保有するならば、近年の金融機関の業務区分曖昧化に伴って中央銀行貸出の対象機関が拡大するので、金融機関がモラルハザードを起こすリスク（金融システムが不安定化するリスク）が増大することである。第三に、中央銀行に二つの権限を与えるとその権力が強大化し過ぎることである。そして第四に、両政策の間に利益相反が生じ、金融政策が不適切なものになる可能性があることである（例えば、銀行救済のため金融拡張を行うといった事態が生じる）。

どちらの考え方が一層妥当といえるのであろうか。これにはおそらく単一の最適解はなく、むしろ次の点が重要と考えるべきであろう。すなわち、銀行監督の責任を構造的にどう分離するかしないか（銀行監督責任を中央銀行内部に置くかあるいは外部に置くか）という問題よりも、むしろ二つの政策によって金融安定が達成されるためにどのような仕組みにするか、がより重要になることである。とくに（1）銀行監督権限を中央銀行から分離する場合、情報交換や政策調整の仕組みをどう構築するか、（2）金融政策面での中央銀行の独立性に支障をきたさないためにどのような制度的設計をするか、（3）中央銀行集中型あるいは権限分離型いずれの形態をとるにしても、中央銀行（決済機能の最後の手段を持つ一方、日々市場に接触する立場にある）をどのように関与させるか、などが重要な課題になる。近年、幾つかの国（例えば豪州、イギリス）では、金融機関の監督責任を中央銀行から分離させ、独立した規制当局に移転させている。また各国の金融規制のための組織形態は多様である（岡部 1999b：表 13-1）。これらを考えると、金融機関監督機構には、上記のとおり一つの最適解が存在するわけではないことが理解できよう。

（4）国際的金融統合の影響

金融面で国際統合が進展するからといって、それによって上記二つの政策目標に変化が生じるわけではない。しかし、二つの目標を達成しようとする政策運営の面では、新しい制約を加える、ないし運営を複雑化するという意味で重要な影響を与える。

これは次の第3節および第4節でやや詳細に議論するが、予め結論を整理すると前出の表2下段のようになる。まず金融政策面では、固定相場制の維持が困難になる一方、政策効果の波及メカニズムも影響を受ける。つまり、金融グローバル化の下ではまず為替フロート制が有力な為替制度になる。とはいえ、一国経済の安定化を図るに際しては、海外要因（国際共通要因）を考慮に入れることが依

然として（しかし従来とは異なった意味で）必要になる。

次に、銀行監督政策の面では、金融機関の健全性、金融市場、それらを支えるインフラストラクチャー（法制、決済システム等）等を判断する場合、単に国内的尺度だけによるのではなく国際的な側面に一層配慮する必要が出てくる。なぜなら、もし各国の制度面での差異が資金移動あるいは金融機関立地に重大な影響を与えるならば、そうした制度間の裁定行動（資金移動面あるいは金融機関立地の面）は、金融市場を不安定化するのみならず、いわば社会にとって無駄な金融機関行動を引き起こしていることを意味しており、このため経済厚生面で真に望ましいこととはいえないからである。したがって、この面では国際協調が必要となる。その場合、金融国際統合あるいは市場による支配力強化の下では、採用する銀行監督政策の性格はもとより、それが合意される過程にも大きな影響が生じることになる（第4節）。

3 金融市場グローバル化と金融政策運営の枠組み

金融市場の国際的統合は、前述のトリレンマを構成する各要素に大きな影響を与える。その結果、金融政策のあり方ないし役割も変化せざるをえない。

（1）為替フロート圧力と金融政策の役割増大

まず金融市場の国際的統合は、前述したように、資本の国際移動活発化と重複する現象ととらえることができる。つまり、金融市場の国際的統合が進むことによって、トリレンマの一つである「国際資本移動の自由」は有無をいわず受容せざるを得ない状況になっているわけである。

それだけに止まらない。国際資本移動の拡大は、固定相場制の維持を困難化している。なぜなら、固定相場が維持されるためには、前述したようにその前提条件として健全な財政政策、高い国内貯蓄率、頑健な銀行システム、外的ショックの懸念の少なさ、などが満たされる必要がある（White 1999）。ところがこれらの条件の一つが満たされないという事情が発生すれば、外国為替市場において当該国通貨が売り込まれる一方、海外資産への逃避（資本移動）が従来以上に進み易くなる。こうした状況の下で固定相場を維持しようとするれば、通貨当局は従来にない規模での為替市場介入を行う必要があるが、それには限界があり、結局固定相場を維持することができなくなる場合が多いからである。このことは、これまでの現実が証明している（Fischer 2003）。

すなわち歴史的には、ブレトンウッズ体制の崩壊（1973年）として如実に現れている。つまり当時、資本移動は固定相場を維持するには強力になりすぎ、主要国間の為替レートは変動相場制に移行せざるを得なくなった。また最近では、体制移行国ないし途上国への大規模な資本流入とその後の逆流は、トリレンマの制約の下で金融危機を発生させ、これらの国を次々に固定相場から変動相場への移行を余儀なくさせた。つまり、自由な資本移動の下では、固定相場制を長期にわたって維持することは不可能といえる。

金融の国際統合は、それに伴う市場圧力によって「国際資本移動の自由」および「為替レートの変

動」を結果としてもたらす。換言すれば、金融国際統合のもとでは、トリレンマの三つの目標のうち「国際資本移動の自由」を選択する一方、「為替レートの固定」を放棄することを意味している。したがって、この場合には第三番目の目標である「金融政策の自律性」が可能となる。つまりフロート制の下では、中央銀行は外為市場への介入義務を負わないため、金融政策が為替レート防衛義務から開放される。このため、国内目標の追及（国内物価安定化）が可能となる。このようにフロート制は、国内物価の安定を金融政策によって達成する場合には、固定相場制よりも適した為替相場制度である。またそれは、外的ショックが経済に加わった時に、そのショックを為替レートの変動というかたちで吸収することによって実体経済への影響を緩和するシステムである（隔離効果）、という面も併せ持っている（一つの定式化は付論を参照）。

金融政策の運営という観点からは、フロート制がこのように優位性を持つ。このことは、上記トリレンマの枠組みを援用することによってよりの確に理解できる。すなわち、ブレトンウッズ体制の崩壊後、主要国では金融政策を国内物価の安定化に割当てることが可能となった。そのため、通貨供給目標の設定とその達成（monetary targeting）、あるいはインフレ率目標の設定とその達成（inflation targeting）といった政策運営方法を採用することが可能となっている。また現に、カナダ、英国、豪州、ニュージーランド、そして単一通貨圏としてのEU地域など、多くの国や地域連合においてフロート制が採用されている。これは、資本の国際移動が活発化するもとで国内金融政策運営の自由度を確保するにはフロート制が最も適した選択になることを示している。

ただし、フロート制は国内物価目標達成にとって必要条件であるが、それは十分条件ではない。なぜなら、政策運営に際しては、固定相場制にはないフロート制特有の問題があり、政策目標を達成するうえではそうした問題を克服する必要があるからである。

第一に、為替レートの変動はマクロ経済の観点からみるとショック吸収作用を持つものの、その変動自体が経済主体の活動を変えていくことである。したがって、そのメカニズムを的確に把握するとともに、マクロ経済指標の含意の変化を的確に理解する必要がある。例えば、為替レートの変動は一国の交易条件を変化させ、その結果実質国民所得が変動する可能性が大きい。つまり、こうした面での変化を伴うため、中央銀行の政策運営は容易化するわけではなく、むしろ金融政策の効果波及経路に影響を与える要因がより複雑化するので政策運営に不確実性というコストが付け加わらざるを得ないことになる。とくに金融国際統合が進む場合には、その面での不確実性増大が大きな問題といえる（Wagner 2001）。

第二の問題は、フロート制の下では、為替レートの乱高下が不可避であり、それが上記第一の問題に輪をかける面があることである。経済に何らかの外生的なショックが加わったとき、為替レートは直ちに新しい均衡値に行き着きことはなく、当初はその水準を上回る水準にまで上昇し、一定の時間経過後にはじめて新しい均衡水準に行き着くという性質を持っている。こうした現象が生じるのは、資本市場と財市場では価格調整スピードが異なる（前者は瞬時に調整が生じるが後者ではタイムラグを伴う）ことによるものである（前述したドーンブッシュのオーバーシューティング・モデル）。このため、中央銀行あるいは政府は、短期的には必要に応じて為替市場への介入、あるいは国際的な協

調介入を実施する必要が生じる。

このような問題にもかかわらず、変動相場制は一国の金融政策の独立性に基礎をあたえるものであり、金融政策の適切な運営がなされれば国内物価の安定（海外インフレの遮断）を可能にする仕組みである。一方、金融国際統合が進んだことによって各国の実質金利水準が均等化する傾向を示しているのは事実であるものの、一国の金融政策（短期実質金利）は経験的には依然として国内長期実質金利への影響力を保持している（Sasaki, Yamaguchi, and Hisada 2000）。したがって、金融政策は、金融統合下でもなお長期金利への影響力をとおして依然として国内経済への影響力を保持している。ただ、その影響力は低下傾向にあることが同時に指摘されている（同）。そのような状況の下で政策効果を維持するための対応策は何か。一つの可能性は国際的な政策協調である。そこで次にこの課題を検討しよう。

（2）マクロ政策国際協調の意義と限界

国際政策協調（international policy coordination）とは魅力的な響きを持つ言葉である。それは、どのようなものとして理解すべきか。そうした協調には果たして望ましい効果があるのか。また仮に望ましいとしても協調の実現可能性はあるのか。協調する場合、どのような政策分野が対象となり、どのような領域が対象とならない（あるいはなるべきではない）のか。そして政策協調の効果は定量的にどの程度のものとして評価できるのか。以下、これらの論点を議論しよう。

まず国際政策協調とは一般に、複数の主権国家が一定の共通目標を達成するために実行する共同行動ないし集団的行動を指す。そうした行動が対象とする領域は多岐にわたるので、その中を二つに大別することができる¹¹⁾。

一つは、マクロ経済政策の協調、つまり金融、財政政策における政策変数の設定に関する共同行動、あるいは政策の相互調整である。この場合は狭義の国際政策協調（coordination）とすることができる。

もう一つは、政策変数の値ではなく、政策の決定ならびに実施に関する機構、制度、法律、ルール、規制などに関する設定ならびに維持の面における国際的な共同行動である。すなわち政策が発動される枠組み、民間主体の行動ルール、などを関係国が共同して設定する行為といえる。この場合は広義の国際政策協調であり、国際協力（cooperation）と称される場合もある。この二番目のタイプの例としては、各国における銀行の自己資本に関する国際的な討議ならびに基準設定（いわゆる BIS 規制。次節で扱う）を挙げることができる。また、広くとらえれば、国際機関（国際通貨基金 IMF や経済協力開発機構 OECD 等）が行う各国の年次審査もそれに含めて考えることができる。なぜなら、そうした審査結果は年次報告書（他国経済に関する貴重な情報源となる）などのかたちで公表されるので、それは各国が自国の経済政策を企画するうえで資する面があるからである。

11) 例えば、河合（1994：7章）はこの二つを区別していないが、McCallum（1996: p. 248）は区別している。なお前者には、政策協調問題の展望と分析的な展開が含まれている。以下で述べる協調（coordination）、協力（cooperation）のほか、統合（integration）そして特に制度等に関しては調和化（harmonization）、単一化（unification）などといった表現も用いられる。

マクロ政策国際協調の意義

マクロ政策の協調を議論することには、そもそもなぜ意味があるのか。それは、各国経済が相互依存（interdependence）関係にあるため、一国が採るマクロ政策の影響は、当該国に対してだけでなく他国経済にも影響するからである。換言すれば、一国のマクロ経済政策はスピルオーバー（spillover）効果あるいは外部効果（externalities）を持つので、各国が他国の政策動向を考慮することなく独自にベストだと思ふ政策を取るよりも、各国当局が相互に調整して政策決定をすれば（つまり経済の国際的な相互依存関係の認識に基づき国内政策を修正すれば）そうした外部性を内部化でき、各国経済のパレート改善が図れる可能性があるからである。ここに政策協調の意義がある。

政策協調の理論面における大きな論点は二つある。両者は関連しているが、一つは、協調によって政策効果がより望ましいものとなりうるのかという問題（desirability）である。もう一つは、仮に望ましいとしてもそうした政策修正に実現可能性はあるのかという問題（feasibility）である。これらの問題は、1980年頃から90年初にかけてまず理論面で盛んに研究され¹²⁾、その後計量的な研究も行われるようになった。

まず前者に関しては、浜田宏一氏（現イェール大学教授）によるゲーム理論的枠組を用いた先駆的分析（1976年の論文）がよく知られている。そこでは、各国が非協力的に政策選択を行う場合の均衡（ナッシュ均衡）は非効率的なものである可能性があること（逆に言えばもし政策協調が実現可能ならば関係国をパレート改善する政策がありうる、つまり相互に利益がありうること）が示された。一方、後者の問題（実現可能性）については分析が複雑にならざるを得ないが、これは一般的には前者の問題（望ましさ）と密接に関連しており、前提の置き方次第では実現可能性を結論として得ることもできるしまた逆の結論もありうる、というのが現時点での理解となっている（Garfinkel 1992）。例えば、国際政策協調を1回限りの国際政策ゲームとしてとらえるのではなく、繰り返しゲームとして定式化するならば、協調が自律的メカニズムとして生成するという主張（河合 1994：7章）もある。

政策協調を理論面から理解するだけでなく、協調の効果を定量的に評価しようとする研究も、かつて相当みられた。その代表的な一つの研究（Oudiz and Sachs 1984）によれば、協調の利益は、確かに存在するものの定量的にはきわめて小さいことが結論づけられている。より大きな問題は、むしろ、そうした利益をどのような尺度（経済指標）を基準として測定するかである。例えば、目標として経済成長率の上昇、あるいは物価安定化を想定し、その達成度合いによることがまず考えられる。また、為替レートの変動が経済に与える影響の大きさに着目すれば、為替レートの安定化も一つの目標になりうる。そこで以下では、主要国経済の相互依存関係を明示的に定式化した一つの有力なマクロ国際モデル（その乗数表）を用いて、政策協調の評価を試みよう。

政策協調の効果対比：財政政策と金融政策

表3は、財政政策および金融政策における国際政策協調の効果を試算したものである。具体的には

12) この時期に研究が活発化したのは、当時ドル相場のミスアラインメント（基調レートからの大幅かつ長期にわたる乖離）が発生し、その結果、日米間における経常収支不均衡が一層拡大して世界経済の不安定要因とみなされたため、それを是正する方策として国際政策協調が脚光をあびていたことによる。

表3 財政政策および金融政策における国際協調の効果

	米国経済に対する効果 (%)			
	財政政策		金融政策	
	米国だけが 財政拡大	米国が財政拡大、日本 およびドイツも財政拡大	米国だけが 利下げ	米国が利下げ、日本 およびドイツも利下げ
米国 GDP	1.42	1.75	1.01	0.82
ドル相場	3.33	3.23	-2.58	-0.48

(出所) 経済企画庁経済研究所 (1995 : 4 ~ 6 頁) により作成。

(注) 1. 主要3ヶ国の財政政策 (実質政府支出の実質 GDP1 %相当額拡大)、金融政策 (短期金利1 %ポイント低下) の国内および海外への効果に関する乗数表をもとに筆者が算出。

2. いずれも標準ケースからの乖離率 (3年目の値)、ドル相場は実効レート、プラス値は米国にとっての増価。

(1) 米国が単独で政策を実施した場合、(2) 米国と同様の政策を日本およびドイツでも実施した場合、につき米国経済にどのような効果があるかを、財政政策および金融政策それぞれについて示してある。

まず財政政策をみよう。この場合、米国にとって自国の財政拡大政策は当然ながら景気拡張的である (GDP に対して3年後には標準ケース比 +1.42 %の効果)。そして日本ならびにドイツも米国に足並みをそろえて財政拡大政策をとった場合には、米国経済にとって一層大きな景気拡張効果 (同 +1.75 %) があることがわかる。これは、日独両国において内需が増大するうえ、それに伴う日独両国内での金利上昇から日独両通貨とも増価する (米ドルが減価する) ので、両国では対米貿易面において輸出の減少・輸入の増加が生じること (ともに米国の総需要増加要因である) によるものである。一方、為替レートは、米国が単独で財政拡張政策を採る場合 (ドルの実効レートは3.33 %増価) よりも、3か国が協調して同様の拡張政策をとる場合 (同3.23 %) の方が変動が少なくすむ。これは、財政拡張に伴う米国金利の相対的な上昇幅がより小さいものに止まるからである。つまり財政政策の協調は、為替レート安定化にも役立つ。

次に金融政策をみよう。まず、米国の利下げは自国にとって当然ながら景気拡張的である (GDP は +1.01 %)。そして、日本およびドイツも足並みをそろえて金利引下げをした場合には、財政政策の場合とは対照的に、米国経済にとっての景気拡張効果はむしろ小さくなる点 (同0.82 %) が大きな特徴である。これは、日独両国における利下げは (1) 日独両国の景気拡大に伴う対米輸入増加・輸出減少 (米国からみると純輸出増加) をもたらずのでそれによる米国 GDP を増加させる効果 (所得効果) と、(2) 日独の通貨の減価 (米ドルの増価) を通じて米国の純輸出、GDP を減少させる効果 (近隣窮乏化効果) という、プラス、マイナスの両方の効果があることによる (ここでは後者の効果が前者の効果を上回る結果となっている)。一方、為替レートは、財政政策の場合と同様、米国の単独利下げの場合 (ドルの実効レートは2.58 %減価) よりも、3か国が協調して同一方向の金融政策をとる場合

(同 0.48 %減価)の方が、変動幅が抑制される。つまり金融政策の協調は、為替レートのみでは、財政政策の協調と同様、安定化に寄与する。

以上、マクロ経済政策の国際協調が米国経済に与える影響を例にとって定量的に評価した。その結果はより一般的に次のようにまとめることができる。第一に、為替相場の安定化を目標とするのであれば、財政政策、金融政策とも政策協調をすることに意味があることである。第二に、関係国の景気拡大を目標とするのであれば、財政面での協調的拡大は確かに各国経済に対する効果を強めることになる(関係国が逆に景気を抑制する場合も同様である)。そして第三に、金融面からの景気拡大政策、つまり協調利下げは、一見したところでは一国の単独利下げの場合よりも関係国の景気刺激効果を強めるように思われるが、実際には関係国にとってむしろ逆効果となる、あるいはその可能性があることである(上記の場合には3か国の協調利下げは米国の単独利下げよりも米国景気刺激効果が小さいものに止まる)。このような結果を踏まえると、単にマクロ経済政策の協調といっても、財政政策と金融政策では効果の性質に相当相違があり、金融政策は国際協調になじまない、と結論できよう。

国際政策協調とその限界

国際政策協調という場合、対象となりうる政策は各種ありうる。まず財政政策の場合には、国際政策協調は確かに関係国の政策効果をパレート改善するものであることが、上記のとおり理論的にも実証的にも確認される。また為替市場への介入の場合には、単独国の介入の場合よりも関係国と協調介入する方が、為替レート安定化効果は短期的には大きいと期待できる(この点は種々の実証研究によって支持される)。

さらに、政策協調の程度として最も緩やかなものといえる各国の経済状況や政策の考え方についての情報交換にも、十分意味がある(コーデン 1987 : 13章 ; 河合 1994 : 7章)。なぜなら、国際的な政策協議の場(サミット、G 7、BIS、IMF、OECDなどの会合)あるいは二国間協議など多くのルートを通じて政策当局者が頻繁かつ継続的に接触していれば、海外動向の理解など各面での不確実性を減らすことができる。このため、不適切な情報に基づいて国内政策を実施する場合よりも望ましいものになる、そして突発的なショックが生じ危機対応が必要となるような時に共同対応をしやすくなる、などの利益があるからである。

そして金融問題(危機管理等)では近年、各国が共同して対応を要する問題が増加しており、このため国内の金融ガバナンスよりも世界金融システムの国際的共同ガバナンス(international collective governance)が相対的により重要になっている(Bryant 1999)ということもできる。この場合には、各国政府間協力の拡大や国際機関の強化が欠かせない。そして、次節で議論するように、民間部門の行動についてのルール作り(BIS規制の実施ないしその改訂など)の領域においては、国際協調は大きな意味を持ってくる。

しかしマクロ政策面についての協調は、以上とは多少異なる面を持つ。すなわち、その効果は定量的にみてひところ予想されたよりはるかに小さいものでしかなく、理論面、定量面とも各種の課題が多いことである。第一に、上記のように財政政策の場合には期待されるメカニズムが作用するが、

金融政策についてはそれが妥当しないことである。第二に、対象となる政策とその効果をどの程度の期間にわたる問題として捉えるか、また政策効果発現のメカニズムをどのような経済理論モデルによって理解するか、などについて関係国の合意を得ることが容易ではないことである（協調の実現可能性に関係する一つの問題）。

こうしたことから近年では、国際政策協調の必要性ないしそれが正当化される余地はあまりなく、むしろ、各国が自国の国内経済に対して最良の政策対応をしていれば国際政策協調の必要はほとんどない（McCullum 1996: 12章）、という理解が一般的になっているようにうかがわれる。つまり、金融政策の場合、国際経済動向からの独立性を維持できる為替フロート制を採用し、その下で（活発な情報交換を前提にしつつも）各国が自国経済の安定を追及すること（to keep one's house in order）が結局最も望ましい政策運営のあり方といえよう（岡部 1999b：6章4節、15章1節）。それはまた、わが国が1980年代後半に国際協調の意義を誤解し、バブル経済を引き起こしてしまった苦い経験からいえることでもある（同）。こうした考え方が妥当性を持つことは、最近の興味深い一つの理論的研究（Obstfeld and Rogoff 2000）によっても示されている。すなわち、その分析によれば、国際資本市場が統合してその機能が一層高まる一方、国内金融政策の運営ルールが改善される状況の下では、金融政策の国際協調を行わない場合（ナッシュ均衡）と、金融政策ルールを国際協調によって設定する場合は、同一の結果をもたらす。これは、金融政策運営においては、国際的な制度改善よりも国内的に最適な政策運営方式にしていくことの方が重要であることを示している。

4 金融市場グローバル化と信用秩序維持政策の革新

金融安定に関する第二の課題は、金融システムの安定性ないし頑強性（systemic resiliency）の維持である。そのための公共政策は、信用秩序維持政策あるいはプルーデンシャル政策（prudential policy）とよばれる。より具体的には、公的当局（中央銀行または金融監督庁ないしその両者）による銀行に対する規制監督政策を指す。

その議論においては、まず金融業に対して規制監督を行う論拠は何か、その手段にはどのようなものがあるか、重要な尺度とされる銀行の自己資本はどのような意義と役割を持つのか、などを明確にする必要がある。また、今後必要となる一般的な施策としてどのような課題があるか、銀行監督のための機構（中央銀行と金融監督庁との関係等）はどのようなものとすべきか、なども重要論点である。これらはいずれも別途論じたので、以下では主に金融市場の国際統合が信用秩序維持政策の考え方、手法、政策形成過程にどう影響しているかを論じることにしたい。

13) 前者に関しては岡部（1999b）12章を、後者に関しては同13章をそれぞれ参照。なお13章においては、信用秩序維持政策で今後重要となる5項目として、銀行の十分な自己資本維持、早期是正措置の活用、市場規律の活用、市場機能を補完する公的セーフティ・ネット、市場の制度的枠組み整備、を指摘し各項目を詳細に議論している。

(1) 銀行規制監督政策の変革を迫る諸要因

銀行に対する規制監督政策は、金融政策の場合と相当異なり、近年大きな変革が迫られているのが特徴である。そうした事情は表4のように整理できる。まず、変化の背景としては、各種規制の撤廃、

表4 金融システム安定化政策の革新

	従来 방식	最近方式
政策の性格	・ 命令と統制による運営方式	・ 動機整合性を持つ運営方式
環境条件	・ 金利規制や金融取引規制 ・ 国際資本移動の制限	・ 市場圧力の強まり ・ 情報・通信技術の革新 ・ 金融市場の国際統合
具体的政策	・ Basle 1 (第1次自己資本比率規制) ・ 銀行破綻回避のための護送船団行政	・ Basle 2 (第2次自己資本比率規制) ・ 銀行自己資本比率に基づく早期是正措置 ・ リスクに応じた可変的預金保険料率制 ・ 銀行自己資本維持の事前申告制
特徴	・ 当局の権限に依存。 ・ 金融機関重視の監督方式に対応。 ・ 裁量や規制増大による不透明性。 ・ 規制内容の国際的統一は不要。	・ 当局の権限よりも市場圧力の活用を重視。 ・ 金融機能重視の監督方式に対応。 ・ ルールは比較的明瞭で透明性も大。 ・ 実効性確保のために国際的統一が不可欠。 ・ 官民による国際政策形成 (Basel process)
評価	・ 短期的には直接的効果。しかし長期的には規制回避的行動を誘発するので効果が希薄化。 ・ 革新やリスク管理手法開発に阻害的。 ・ 近年の諸条件変化に伴い無力化。	・ 金融機関の行動動機が金融システム安定化につながることで効果的。リスク管理に関する監督当局の情報優位という前提は不要。 ・ 革新やリスク管理手法開発に促進的。 ・ 国際的に主流の政策思想に発展中。

(注) 岡部 (1999b : 12章) やその後の動向を踏まえて作成。

情報通信技術の革新、金融市場の国際統合がある。それらは複合的に作用してきており、その結果、各国の金融機関（とくに銀行）とその行動に対して四つの面で大きな影響がみられる。

第一は、国内および国際的な競争激化によって金融機関の規律づけ効果が強まっていること（市場圧力の強化）である。つまり金融機関では、外部からみた場合に個々の金融機関の経営健全性の差異が一層鮮明化し、その結果、金融機関の存続に関してももっぱら市場が判断を下す状況になっている。つまり、経営が不良である、ないし過度のリスクを取っているとみられる金融機関は、それに対

して様々な市場価格の支払い（資金調達時の支払金利へのプレミアム追加、要求される担保増大の負担など）を余儀なくされ、その結果、その金融機関の株価低下や、それを反映した経営陣の責任追及などが生じる。また、こうした経営情報が十分に開示されていない金融機関も同様のコストを負うことになり、その結果、経営規律の強化が図られ、場合によっては金融機関の存続が問われることになる。現に、ごく最近の実証研究（対象は107か国。Barth, Caprio, and Levine 2002）においても、銀行行動に対する政府の直接的規制は、銀行部門の発展および経営効率そして安定性にとって逆効果を持つこと、逆に言えば情報開示、市場による銀行の規律づけなどの性格を持った銀行監督規制の方が銀行部門の発展および経営効率そして安定性にとって望ましい結果を持った、と報告されている¹⁴⁾。

第二は、新金融技法（デリバティブや資産証券化）の利用増大により銀行行動が高度化・複雑化し、その結果、規制当局と銀行の間における情報の非対称性が拡大したことである。つまり、監督する主体（監督当局）が監督される主体（銀行）よりも情報劣位の状況になるので、当局の監督能力とその実効性に根本的な疑念が生じることになる。

第三は、資本市場の国際統合によって資産価格の国際連動が強まるので、それを通じて各国金融システムの不安定性が連動する可能性が高まることである（翁・白川・白塚 1999）。つまり金融市場の国際的統合により、一国のショックは他国に簡単に伝播するようになっている。この場合、もしショックの最終的な影響が有害でない形で国際的に稀釈化されるのであれば望ましいことである。しかし、そうでなく、諸条件の変化が何も生じていない外国の市場にショックが伝染しその市場の機能不全をもたらす、といったことも大いにありうる。特に近年は、経済ショックの他国市場への伝播のほか、資金決済の面でも多くの国にまたがるトラブルが多くなっているため、各国金融市場および国際金融市場全体が不安定化するリスクがより大きくなっている。

そして第四に、規制がより緩やかな国ないし金融機関に向かって金融取引や資金が移転する動き、つまり規制間裁定あるいは制度間裁定（regulatory arbitrage）が強まることである。こうした要因に基づく資金移動もまた国際金融市場全体が不安定化するリスクを高めている。

以上をまとめると次のようになろう。すなわち金融グローバル化は、上記第一および第二の点が示唆するとおり、金融システムに対する影響力（パワー）のバランスを政府から市場へシフトさせる。そしてその結果として従来の解決方法、すなわち国毎による規制あるいは国際条約による対処、の有効性を低下させる。したがって、金融がグローバル化した状況下での銀行監督政策は、この二つの変化に的確に対応するものでなくてはならない。すなわち第一に、国内的には政府と民間金融機関の従来のあり方を変更することが求められる。第二に、国際的には各国政策当局間の従来のあり方を変更することが求められる。これら二つの要請は、金融分野でのガバナンスの変革が国内的にも国際的にも生じることを示すものである。

14) これは、単なる規制撤廃と市場規律への単純な依存が万能的政策であるわけではないことを示唆している。最近の国内外の研究によれば、重視されているのはそれら自体よりもむしろ投資家の権利保護（法律や裁判の機能向上）、経営情報の情報公開など、制度的基盤の構築である。例えば池尾（2003）。

(2) 政策運営方式の転換：動機整合性の重視

まず第一の点に関しては、従来の「命令と統制を基礎とする銀行規制監督方式」(command and control approach)から「金融機関の動機整合性を持つ規制監督方式」(incentive-compatible approach)への転換を不可避のものとしている¹⁵⁾。

前者は、規制当局が規制対象機関に対して、行ってよいことと行ってはならないことを伝達するとともに、それが遵守されているかどうかを監視することによって政策目的を達成しようとする方式である。その例としては第一に、銀行破綻回避のために大蔵省(当時)が長年とってきた銀行に対する護送船団行政がある。第二に、当初のBIS規制(銀行の自己資本比率に関する規制)もこの性格を相当帯びるものといえる。ところが、この方式が有効に機能するには(1)規制当局が情報優位にあること、(2)規制回避的行動は限定的なものに止まること、(3)規制に伴う不公平性は小さいこと、などが前提条件となる。しかし、金融技術革新や金融グローバル化はこれらの条件を突き崩し、従来の政策方式の有効性を失わせることとなった。

それに代わって新しく登場した方式は、程度の差はあれ基本的には動機整合性を持つ方式といえる。これは、規制される立場にある民間金融機関の行動動機(インセンティブ)と社会的目標を一致させることを眼目とした政策方式であり、規制目標を効率的に達成すること自体が金融機関自身の利益になるように仕組む点に特徴がある。例えば、経営状態が優れた銀行にはより大きな経営自律性を与えるとともに当局による検査も簡略化する、というように、経営の健全性を自発的に促進させるような方式がある。

こうした政策手法の例としては第一に、従来のBIS規制に市場リスクも追加して取り込まれた際に導入された「内部モデル」アプローチといわれる方式を挙げることができる(1998年1月より適用開始、2006年末施行予定の第2次BIS規制でも継承される見込み)。これは、銀行が直面する市場リスクを評価するに際して、自行内部で用いているリスク評価モデル(内部モデル)を一定の条件の下に許容する、という方式である。こうした銀行監督政策がとられる場合(1)銀行は積極的にリスク評価技術の開発に取り組む動機を持つ、(2)規制当局もそうしたリスク管理技術を政策目的達成のうえで直接利用できる、(3)銀行検査における作業量を減らせる、などの長所がある。つまり、各銀行の行動動機と金融システム安定化という政策目標達成がここでは一致したものとなっている。また第2次BIS規制においては、信用リスクについても(程度は少ないが)同様に金融機関の内部信用リスクモデルに依存する面を打ちだしている。

二つ目の例は、銀行の自己資本比率を基準として当局の政策対応を規定した早期是正措置(prompt corrective action)の制度である¹⁶⁾。これは(1)金融機関自身による自己資本の充実を促すこと、(2)問題金融機関の破綻を未然に防止すること、(3)破綻金融機関の処理コストを抑制すること、を目的としている。そこでは、銀行の自己資本比率の高低に対応して当局が当該銀行にどのような対応をす

15) これらの詳細は、岡部(1999b:12章)を参照。

16) この制度、および後述する可変的預金保険料率ならびに自己資本維持の事前申告制度に関する詳細は、岡部(1996b:12章、13章)を参照。

べきかが具体的に規定されている。このため幾つの特徴がある。第一に、銀行の行動動機（自己資本充実）と規制監督当局の政策目的達成を一致させた仕組みになっていることである。第二に、監督当局による銀行経営への介入内容が明示されているため、当局の裁量の幅を狭めて行政の透明性を高めることである。第三に、客観的なルールを設定することによって金融当局が問題銀行の処理を先送りするのを抑止できることである。こうした仕組みは、まず米国で従来の金融規制にとって代わる分水嶺ともいえる革新的な制度として1992年に導入された。その後日本でも1998年に導入されている。

三つ目の例は、リスクに応じた可変的預金保険料率（risk-based deposit insurance premiums）の制度である。米国では従来、連邦預金保険制度は対象金融機関に対して一律の保険料率を適用していた。しかし1993年には制度加入金融機関がそのリスクに応じて異なった保険料を支払う方式に変更した。後者の長所としては、第一に、銀行経営者は預金保険料の上昇を回避しようとするため、銀行経営改善に対する動機づけが新たに組み込まれることになった点を指摘できる。第二に、リスクの高い銀行（倒産確率が高い銀行）ではその預金者が預金保険金支払を受ける可能性が高いため、保険料率がそれに見合ってより高く設定されるのが公平性にかなうことである。なお、日本ではまだこの制度は導入されていない。

四つ目の例として、自己資本比率維持に関する事前的自己申告制（precommitment approach to capital regulation）の構想がある。これは、銀行に必要自己資本を維持させる一歩進んだ政策枠組みとして米国連邦準備銀行によって研究されている斬新な監督手法である。その下では（1）各銀行は内部モデルに基づき一定期間ごとにリスク額を算出する、（2）そのリスクをカバーするうえで必要となる自己資本額を自ら事前に推定しそれを監督当局に自己申告する、（3）もし実際の損失が申告したリスク額を上回る場合には当該銀行に対して罰則が課される（そうでない場合には何ら罰則はない）、ということを経営者と銀行が取り決める方式である。この方式は、銀行自身のリスクの評価能力と対応力を十分に活用できるので動機整合的である、規制当局の任務も簡素化、明確化、合理化できる、などの長所がある。これを実施するうえではなお解決すべき課題が多く残されている（例えば最適罰則構造はどのようなものか）が、興味深い仕組みといえよう。

金融グローバル化の下での銀行監督政策は、以上みたような市場規律依存型ないし民間銀行の行動動機重視型の色彩をさらに強めていかざるを得ない。その最も徹底した例としてニュージーランドの銀行規制監督方式がよく知られている。すなわち同国では、もともと預金保険機構の制度がないうえ、制度のあり方について三本柱を立てることによって金融システムの安定を達成するという市場主義を貫徹している。その三本柱とは、民間金融機関の経営情報の徹底的開示、銀行の自己資本と経営方式についての強制規定、金融危機時における中央銀行の迅速かつ効果的な対応権限、である。その思想的背景、機能ぶり、他国への移転可能性など（Mayes et al. 2001：6章、7章）は興味深いものである。

なお、ごく最近、金融業に対する規制監督機能の「独立性」の問題が一つの重要論点として取り上げられている（Goodhart 2000a）。その背景には（1）銀行行動規制やルール導入が政治的圧力によって不十分なものととどまる可能性があること、（2）銀行に対する規制監督権限を中央銀行（従来比較

的高い独立性がある)から切り離して既存の監督機構に移転させるという最近の各国動き¹⁷⁾は規制監督主体の独立性を弱める懸念が大きいこと、にある。銀行の規制監督においてその権限が政府の関連部門や金融業界から独立し、また機構面や予算面でも独立性を持つことは、中央銀行が金融政策面で独立性確保が重要なと同様、金融システム安定化にとって重要な要素である可能性が大きい (Quintyn and Taylor 2002)。

(3) 政策形成過程の転換：バーゼル交渉過程

金融グローバル化は、上述したとおり、政策当局の国際的相互関係においても従来のあり方に変更を迫るものである¹⁸⁾。なぜなら、一国の中央銀行ないし金融監督当局が、海外諸国における政策を十分に考慮に入れないまま自国の金融システム安定化のための政策を実行しようとしても、それは規制裁定という不安定化、そしてその結果としての政策の実効性喪失、をもたらす。そしてこうした事態は、国際金融システムに対して負のシステムリスクを発生させる。このため、それを回避するには国内規制と海外の規制を平準化するうえで各国が(単独行動ではなく)協調行動を採ることが要請される。すなわち金融グローバル化の下では、金融規制の国際的な収斂(convergence of financial regulation)あるいは規制の実効性確保のための国際的統一が不可欠となる。

規制収斂の二類型

一般に、規制の国際的収斂は二つの類型で理解できる¹⁹⁾。一つは、政府主導による規制収斂(government induced regulatory convergence)である。これは、市場の動向から要請されるのではなく、複数国の政府が協調しつつ何らかの政策的判断に基づいて規制を導入するケースであり、例えば銀行の自己資本比率規制がそれに該当する。いま一つは、市場主導による規制収斂(market induced regulatory convergence)である。これは、市場取引の成長によって規制それ自体の変更が余儀なくされるケースである。例えば、かつてのユーロ通貨市場(自国通貨の貸借が海外においてなされる現象)の成長によって欧州諸国では各国内の種々の規制が有名無実のものとなり(規制の空洞化)、その結果、各国の規制内容を統一化せざるを得なくなったケースがこれに該当する。このように、市場の力は規制の調和化を迫る面を持つ。しかし規制の変更は、市場の力だけに任せておくべきではなく、政府が大きな政策目的に従って能動的に政策対応していくことが不可欠である。

その場合に重要なのは(1)各国の金融機関に平等な競争条件(level playing-field)を確保すること(規制内容の統一化)、(2)規制裁定(非加盟国への業務移転)の可能性を回避するためできるだけ多くの国の参加を求めること(参加国の範囲拡大)、この二つである。さらに、市場圧力が増大する下では、政策内容はもとより、政策を形成、決定、実施するプロセスが大きな意味を持つてくる。

17) 英国、豪州などでは近年、金融機関の規制監督は中央銀行の外部にある別の機関へと機構面で、して法的にも移管された

18) 以下の整理は、White (1999) および世界銀行における研究 Jodan and Majnoni (2002) に相当依存している。

19) Jodan and Majnoni (2002)。

近年の政策形成過程に関する四つの特徴

近年における主要国の、あるいは主要国間における銀行監督政策は、次の4つの特徴を持つと理解できる。第一に、各種規制は、危機を防止するうえで事前的に対応を行ってきたことを示すというよりも、現実には過去の金融危機の副産物として危機管理体制や危機回避のための政策が導入されてきたことである。例えばメキシコ金融危機（1994年）は、脆弱な国内金融システムならびに海外資本流入への過度の依存に原因があった。そして、その反省から銀行監督の基本原則（Core Principles for Effective Banking Supervision）が形成されたというのが実態である。その後、G10（主要10か国）中央銀行総裁会議は、スイスのバーゼルに本拠を置く3つの金融関連国際委員会に対して、標準化が必要かつ実現可能な領域の検討を依頼し、その結果として国際基準、透明性、政策実施などに関する種々の原則が次第に確立していった。

第二の特徴は、上記のように政策形成過程における国際的な共同行動が重要性を増すなかで、近年は国際的な各種委員会の数および活動が増大してきたことである。これらの会議は各国の中央銀行ならびに監督当局による国際会議（各国専門家によるG10委員会）であり、その大半はバーゼル所在の国際決済銀行（BIS）で開催される。

その代表的なものとして三つの常設委員会がある。その第一は、バーゼル銀行監督委員会（Basle Committee on Banking Supervision, BCBS）である。これは、銀行の健全性維持（銀行の自己資本比率規制など銀行監督に関する国際基準の設定）に焦点を合わせた研究・企画・基準の普及などを任務としており、最も歴史が古く（1974年設置）最も重要な委員会である²⁰⁾。第二は、グローバル金融システム委員会（Committee on the Global Financial System, CGFS）である。これは中央銀行のフォーラムであり、金融市場と金融システムの動向を監視・分析するとともに、中央銀行がその政策目標である通貨の安定および金融システムの安定を達成するために必要な政策の助言を行ってきた²¹⁾。そして第三は、支払・決済システム委員会（Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS）である。これは、近年重要性が一層高まっている各国の決済システムならびに国際決済システムないし多通貨決済システムの動向を監視・分析する中央銀行のフォーラムである（1980年設置）。これら3つの常設委員会は、近年、極めて多数の調査、研究の成果を公表している。それらはほとんどの場合、金融安定を国内的、国際的に達成するうえで必要となる一国の法律、規制、慣行などの改善に関する具体的な政策提言を伴ったものである。

これらの委員会は、それぞれ金融機能の一部を対象として調査、提言を行っているが、これら相互間で、あるいは関連する国際機構との間で相互連携を強めてきているのも近年の特徴である。例えば近年、金融におけるコングロマリット（多分野統合企業）の活動が活発化し、銀行・証券・保険など専門金融機関とそれとの間の境界が不明瞭化しており、このため金融機関監督においても新しい課題が生じている。これに対処するため、上記のバーゼル銀行監督委員会は、投資ディーラーの国際規制機関（証券監督者国際機構IOSCO、事務局はモントリオール）、保険会社の国際規制機関（保険監督

20) 詳細は、<http://www.bis.org/bcebs/aboutbcbs.htm> を参照。

21) 詳細は、<http://www.bis.org/cgfs/index.htm> を参照。

者国際機構 IAIS、事務局はバーゼル)と共同討議の場を 1996 年に創設、1999 年には金融コングロマリットの監督に関する提案²²⁾を公表するなど共同活動を多様化させている。いま一つの例としては、近年重要性が増している証券決済(証券の授受とそれに伴う資金決済)システムについて、上記の CPSS および IOSCO による共同検討委員会が 2001 年に提言書(市中協議書)を公表している²³⁾。

第三の特徴は、上記のような各種国際委員会と各国政策当局との間での情報交換・意見調整・交渉・国際合意の修正といった一連の過程が増大し、かつそれが各国の銀行監督等の政策決定において重要化していることである。ここで注目すべきは、各国が実施する政策の最終的決定は、あくまで主権を保持するそれぞれの国(各国内における法制化)においてなされなければならない点に依然変わりはないが、そうした一国の決定は、バーゼル等における会議で各国の専門家相互間における交渉および合意といった長い一連のプロセスの最終的な仕上げ(final act)という性格を一層強めてきている点である。したがって、金融面で市場の国際統合が進んだ状況下では、一国主権は依然保持されているにしても、それは相当制約を受けた形で行使されることになっている。この現象を国際政治学者は「バーゼル交渉過程」(Basel process)とよんでいる(Kapstein 1992, 1994)²⁴⁾。これはまた国際的な政策統合(policy integration)がある程度進みつつあることを示す現象と解釈することもできよう。

第四の特徴は、各国政策当局が上記のような国際交渉の結果をそのまま国内政策として実施するのではなく、それがまず市中協議書(consultative paper)というかたちで公表されるので民間金融機関等の意見を聴取・反映する機会が設けられ、いわば官民共同で政策内容を変更・進化させる過程が組み込まれていることである。

(4) 銀行自己資本比率規制：政策形成過程転換の代表例

政策形成、ことに銀行に対する規制監督政策の形成に関する過程が従来から大きく転換したことを示す代表例は、銀行の自己資本比率に関する国際統一基準である(この基準は現在世界 100 以上で事実上採用されている)。これは国際的に「銀行の自己資本に関するバーゼル合意」(Basel Capital Accord)という名称で呼ばれている銀行監督基準である(日本では残念ながら「合意」という含意が欠如した「BIS 規制」という呼び方が通称となっている)。その成立の経緯、内容、特徴、問題点、見直し案などは別途論じたので²⁵⁾、ここでは、当初合意の見直し案がどのような過程を経て国際基準として各国銀行監督の基準になってきたかという観点から、そのプロセスに限定して記述しておこう。

当初のバーゼル合意は 1988 年に公表され、その後各国においてその内容が銀行監督の基準として採用された(日本では 1993 年 3 月末以降採用)。ところがその後、金融技術の革新(デリバティブ取引の急増)、リスク管理技術の進歩、市場経済の規模拡大などによって銀行を取り巻く環境が劇的に

22) 日本語の要約は <http://www.boj.or.jp/intl/99/bis9902a.htm> を参照。

23) 日本語の要約は <http://www.boj.or.jp/intl/01/bis0101c.htm> を参照。

24) Kapstein (1992) は、1974 年の主要国における金融機関倒産(ドイツのヘルシュタット銀行等)以降、1988 年のバーゼル合意成立までの過程を分析し、それは二段階ゲームによつて的確に理解できる(国際的に強制された合意は国内で実施することが比較的用意である)と主張している。

25) 岡部(1999b: 12 章 4 節)。また簡潔な展望として森(2001)がある。

変化した。このため、銀行にとっても当局にとっても、銀行リスクの管理方法の改善が不可避となった。

これに対応してバーゼル銀行監督委員会は当初合意の見直しを1998年に決定、1999年6月に合意見直しの第1次市中協議書案（A Proposal for a New Capital Adequacy Framework）を公表した。これに対して寄せられたコメント（その期限である2000年3月末までに200件以上があった）に加え、銀行業界などの関係者との対話、そして委員会独自の調査結果などを織り込んで、より具体的な内容を示した第2次市中協議案を2001年1月に公表した。バーゼル銀行監督委員会では、これに対して再び市中からの意見を求めるとともに、並行して進めた調査結果をも踏まえて包括的な内容の第3次市中協議案を2003年4月に公表した²⁶⁾。

第3次案の3本柱は、最低自己資本保有の義務づけ（従来どおり8%が基本）、自己資本保有に関する監督当局の調査義務、そして市場規律とされている。この協議書に対しても200を超えるコメントが寄せられ、現在は幾つかの論点の解決に向けた作業がバーゼル銀行監督委員会で行われている。現在のところ、新規制（リスク感応度の高い自己資本規制）は2006年末から適用が開始される予定である²⁷⁾。このように、最近のバーゼル交渉過程は次第に大掛かりかつ内容が詳細にわたるものになっており、その継続期間も長期にわたるものとなっている。ちなみに、新規制の適用は当初予定では2005年であったがその後2006年末に延期された。

なお、このような市中協議方式はバーゼル銀行監督委員会だけが採用しているものではなく、前述の「金融コングロマリット監督に関する提案」（1999年）や「証券決済システムについての提案」（2001年）など関連委員会が共同発表した協議書においても採用されている。

（5）政策形成過程の性格と課題

前で（3）で述べた四つの特徴のうち、第三および第四の特徴を合わせてみると、銀行監督に関する国内政策ならびに国際政策は、相互に依存する二段階ゲームによって形成される、とみることが可能である（Kapstein 1992, 1994）。一つは、国際レベルにおける各国間の交渉と合意（バーゼル交渉過程）であり、もう一つは、各国国内における政策当局と民間金融機関の間での交渉と合意である。

これら二つの過程は相互に依存していること、さらに市場圧力が増大していることを考慮すれば、現在の銀行監督に関する政策形成過程は次のように整理できよう。すなわち（1）国際的には各国の銀行監督当局に対して規制統合に対する相互圧力（international peer pressure）が作用する、一方（2）当局と国内金融機関の間でも政策形成に向けての相互作用がある、（3）国内金融機関にとっては適切なバンク・コーポレートガバナンスと効果的なリスク管理を行わせるために市場規律が作用する、という相互補完的な構造である。

こうした政策形成過程はどう評価すべきか。まず、この手法は、専門家の国際協調によって作成された規制基準が各国に提供される一方、それが各国の国内規制政策のダイナミクスと結びつけられ

26) その概要は、<http://www.boj.or.jp/intl/03/data/bis0304b2.pdf> を参照。

27) こうした過程に関する主要公表資料の邦訳は、http://www.boj.or.jp/intl/03/intl_f.htm に掲載されている。

ている点で明確な構造を持っており、革新的かつ建設的なものである（Jordan and Majnoni, 2002）と評価できよう。

一方、この過程は予め青写真があって構築されたというよりも試行錯誤的に形成された方法であるので、論理的に困難な課題を内在させている。すなわち、規制において一般性という目標を達成するか、それとも各国での必要性（国の規模、法制の差異、金融セクターの発達度合の差異など）に応じたものにするかを重視するか、というトレードオフを不可避免的に伴っている。また多国籍金融機関は誰が監督権限を持つべきか、という問題もある（現時点では銀行監督は一国の責任とされており、国際業務を営む銀行でも単一国の監督下にある）。こうした問題は、新しい通貨ユーロが導入された欧州においてみられる問題と同一の性格を持つ難問といえる²⁸⁾。

すなわち、欧州中央銀行（ECB）は、全ユーロ通貨地域に対して通貨（ユーロ）を供給する責任を負っている。このことは、前述した「製造物責任論」を適用すれば欧州中央銀行こそが二つの安定化（ユーロ価値の安定化、ユーロ決済システムの安定化）に責任を負っていることを意味する。しかし現時点では、統一通貨（ユーロ）発行主体である欧州中央銀行は銀行監督権限を持っておらず、その権限は原則的に依然として各国の責任とされる体制になっている。

その一方、通貨の統一により、欧州では国境を越えた金融取引が加速して金融市場の統合が進む結果、金融機関の域内多国籍化（汎欧州的金融機関の増大）が進んでいる。このため、一国の金融問題はユーロ地域全体の問題となることが不可避である。こうした状況の下では、一つの疑問が論理的に生じてくる。それは、問題金融機関への対応は各国監督当局ないし各国中央銀行（NCB）が行うべきなのか、それとも欧州中央銀行が行うべきかという問題、換言すれば銀行監督面でどの程度中央集権的あるいは分権的な制度にするかという問題（銀行監督面における ECB と NCB の関係）である。ユーロ地域における二つの安定化政策に関しては、その実施機構について現時点ではこのように本来的に無理が生じており、今後改善する必要がある。より一般的にいえば、金融国際統合の下ではこうした事情に対応することが（ユーロ地域の場合ほど早急に生じることはないにしても）今後検討すべき課題として浮かび上がってこよう。

28) 以下の記述は、主として Goodhart (2000b) に依存している。

5 結論

以上、金融国際統合の実体やそうした環境の下での公共政策の諸問題を様々な観点から議論した。これまでの議論を要約すると次のとおりである。

表5 金融安定性と政策運営のあり方

	各国の独立的決定	国際的協調
通貨と物価の安定	○	△
金融システム安定	×	○

(注) ×は、二つの政策目標を達成するうえで政策運営方式の望ましさの程度を表わす(変動為替レート制を前提とした場合)。

(1) 金融市場の国際的統合は、ここ10年あまり主要国において明確かつ急速に進展している。その背景には、貿易量の増大、情報通信技術(ICT)革新による金融取引コストの劇的低下、対外取引規制の撤廃などがある。

(2) 開放経済では、為替レートの固定、国際資本移動の自由、独自の金融政策発動という三目標の同時達成は不可能であること(制度と政策の間のいわゆるトリレンマ)を認識する必要がある。近年のICT革新は国際資本移動の活発化を不可避のものとしており、このため固定為替レートの放棄(為替フロート化)と国内目標達成のための金融政策運営を選択することが大きな世界的流れとなっている。

(3) 金融面での安定は、通貨面での安定(monetary stability)と金融システムの安定(financial stability)という二つの大きな、そして関連する領域がある。金融国際統合は、この二つの面に関する政策に対して異なった影響を与えている(表5を参照)。

(4) 通貨面での安定(物価安定)を目標とする金融政策は、為替フロート制の下で各国独自に政策目標を追及するのが望ましく、国際協調の必要性和妥当性は比較的乏しい。この点では、金融国際統合の影響は比較的小さい。一方、金融システムの安定を目標とする信用秩序維持政策(銀行規制監督政策)においては、各国独自の対応は制度間裁定(regulatory arbitrage)を誘発して政策の実効性を低下させるため、国際協調によるルール設定等が不可欠である。

(5) 近年の銀行規制監督政策は、市場圧力の強まりや金融国際統合を反映して、従来の「命令と統制を基礎とする方式」から「動機整合性を持つ方式」へと大きく性格を変化させている。これに伴い、関連する政策形成の過程も、国内的には市場規律への依存度が増大する一方、国際的には各国による緊密かつ頻繁な交渉(Basel process)が重要化している。

(6) 銀行に対する規制監督政策のうち、世界各国にとって最も重要かつ共通のものは銀行の自己資本比率に関する合意ないし規制(あるいはそれを基礎とした銀行監督方式。バーゼル合意ないしいわゆ

る BIS 規制)である。当初導入された自己資本比率規制は、その後の大きな環境変化の下で幾つかの欠陥が生じたため、これまでバーゼル銀行監督委員会、各国当局、民間銀行の間で緊密な内容調整がなされてきており、2006 年末には世界的に新規制が実施される予定である。

付論 為替相場制度と金融政策の国際協調

以下では、金融政策の国際協調を為替相場制度と関連づけて分析する。いま、新古典派的理論モデルの最も簡単な関係式を用いると、自国（日本）における通貨の需給均衡は、次のように表わせる²⁹⁾。

$$m - p = \alpha y \quad (1)$$

ただし、 m 、 p 、 y は、それぞれ名目通貨供給量 M の対数 ($m = \log M$)、物価水準 P の対数 ($p = \log P$)、生産量 Y の対数 ($y = \log Y$) であり、 α は一定値 ($\alpha > 0$ 、実質通貨需要の所得弾性値) である。この (1) 式は、実質通貨需要は生産量の関数であること (正の関係にあること) を示している (なお、ここでは金利は無視する)。また外国 (アメリカ) においても、同様の関係式が成り立つ。つまり外国の変数にはアスタリスク (*) を付けて表わすならば、

$$m^* - p^* = \alpha y^* \quad (2)$$

となる (便宜上、通貨需要関数の所得弾性値は両国とも同一とする)。この2国はそれぞれ開放経済であるとする。この場合、各国で生産される財の価格を共通の価値尺度で評価すれば、両国の財の価格 (物価) は等しくなるはずである。つまり、 e を為替相場 (円/ドル)、 P^* を国内価格が P である財の国際通貨 (ドル) で測った価格、とすると次の式が成り立つ (購買力平價あるいはマネタリーモデルにおける為替レート決定)。

$$P = e P^*$$

つまり、 e を為替レートの対数 ($e = \log e$) とすると次式のように表わせる。

$$e = p - p^* \quad (3)$$

いま (2) 式から (1) 式を辺々引くと

$$p - p^* = m - m^* - \alpha (y - y^*) \quad (4)$$

となる。そして (3) 式と (4) 式を考慮すると次式が得られる。但し、 e_0 は均衡為替レートである。

$$e_0 = m - m^* - \alpha (y - y^*) \quad (5)$$

この式は、幾つかの興味深いそして重要なことがらを示している。まず、もし両国の経済成長率の差が一定ならば、為替レートは、両国の通貨供給量の増加率の相対的な大きさによって決定されることである。換言すれば、両国の経済成長率の差が一定ならば、両国の通貨供給量の伸び率の差を一定に維持することによって、為替レートの安定 (固定的な為替レート) を達成することができる。また、日本の通貨供給量 (m) の増大は円安化をもたらすこと、そして日本の経済成長率 (y) が高まれば (通貨供給量の増加率不変のもとでは) 円高化をもたらすこと、が示されている。

次に、経済に外的ショックが加わった場合、経済全体の安定化を図る上での金融政策の役割、そして金融政策の国際協調 (international monetary policy coordination) の可能性を上記を用いて検討しよう。その場合、為替相場制度がどのようなものであるかによって様相は大きく異なったものとなる。

まず、変動相場制の場合を考える。いま日本の通貨需要面において予想不可能なショックが突然加わったとする。すなわち、 α として例えば、決済技術の向上による現金の節約 ($\alpha < 0$)、あるいは

²⁹⁾ 以下のモデルは、Obstfeld and Rogoff (1996 : 8章) のモデルを極度に単純化したものである。

金融不安台頭による現金需要急増 (> 0) などが発生したとする。すると (1) 式は次の (1-1) 式のようになり、(5) 式も (5-1) 式となる。

$$m - p = y + \quad (1-1)$$

$$e_1 = m - m^* - (y - y^*) - \quad (5-1)$$

つまり、この場合には、ショックが実体経済（景気）に直接影響を与えることはなく、また金融政策（通貨供給量）を変化させなくとも、為替レートが e_0 から e_1 へ変動することによってショックが吸収される。上記の例に則して言えば、日本において決済技術向上による現金節約が発生する場合 (< 0) には為替レートが円安化し、金融不安台頭によって現金需要が急増する場合 (> 0) には円高化する、ことになる。一方、日本の実体経済面で予想不可能なショック が加わった場合はどうか。すなわち、 > 0 として、例えば工業品の生産技術の飛躍的向上 (> 0) あるいは何らかの理由による投資活動の急低下 (< 0) などが発生した場合がこれに該当する。すると (1) 式、(5) 式はそれぞれ下記の (1-2) 式、(5-2) 式のようになる。

$$m - p = (y + \quad) \quad (1-2)$$

$$e_2 = m - m^* - (y - y^*) - \quad (5-2)$$

つまり、この場合には、金融政策の変化がなくとも、ショックによる実体経済への影響（対外的関連でみた場合）は、為替レートが e_0 から e_2 へ変動することによって吸収され、この結果、2 国間の経済成長率の相対的關係は不変に保たれる。この例で言えば、日本で生産技術の向上 (> 0) が生じる場合には円高化し、投資活動の急低下 (< 0) が生じる場合には円安化する。つまり、為替フロート制の下では、通貨面であれ実体経済面であれ、どのようなタイプのショックが加わった場合でも、金融政策の変更をせずとも為替レートの変動によってショックが吸収される。ここに、フロート制の最大の特徴がある（ショック緩衝器の機能）。

次に、固定相場制 ($e_0 = \bar{e}$ 、一定値) の場合をみよう。自国（日本）において通貨需要面でのショック、ないし実体経済面でのショックが加わるときには、経済は上記と同様に、それぞれ次のような状況となることを導くことができる。

$$\text{通貨需要面でのショック： } \bar{e} = [(m - \quad) - m^*] - (y - y^*) \quad (5-3a)$$

$$= [(m - m^*) - \quad] - (y - y^*) \quad (5-3b)$$

$$\text{実体経済面でのショック： } \bar{e} = [(m - \quad) - m^*] - (y - y^*) \quad (5-4a)$$

$$= [(m - m^*) - \quad] - (y - y^*) \quad (5-4b)$$

この結果から次のことがわかる。第一に、固定相場制（為替レートの安定）を維持する一方、両国における実体経済の相対的安定性を維持しようとするためには、金融政策面での対応が不可避であることである（大かっこの中はいずれもショック前に比べて異なる値となっている）。第二に、金融政策面での対応（通貨供給量の増減）の方法には二つあることである。一つは、自国の金融政策のみを変更することによる対応である（5-3a および 5-4a）。もう一つは、自国（日本）および外国（アメリカ）が協議をし、両国とも金融政策を変更して対応するケースである。すなわち、5-3b および 5-4b における および に相当する通貨供給量の変更を、両国が分担して実施することである。これは、金融政策において国際協調を行うことを意味している。

ただし、自国内でのショックが原因で為替レートが不安定化する場合、為替レート安定化のために、果たして他国の金融政策発動を要請（期待）することは、現実には困難な問題が少なくない。例えば、米国の景気が急拡大するような場合（5-4b 式において - を + * で置き換えた式になる）、両国の金融政策が不変であれば、円相場には円高圧力が発生する。そうした場合に、円高・ドル安の回避を最優先する（固定的な為替レートを維持する）方針をとるのであれば、アメリカは自国で通貨供給量を減少させる（ $m^* - *$ とする）か、あるいは日本の通貨供給量を増加させる（ $m+ *$ とする）か、によって対応可能である。しかし、後者はアメリカにとって外国（日本）の政策変更を迫ることを意味するので、政治的その他の課題（あるいは困難）を伴うものとなる。

以上のように、一般に金融政策の国際協調は、固定相場制の下では意味を持つ（ただしその実行には種々の問題がある）。一方、為替フロート制の下ではそれはさして大きな意味を持たないといえる³⁰⁾。

30) これらの認識は、上記のきわめて素朴な経済モデルから導かれるものであり、より多くの要因（例えば金利水準、物価の調整速度、相場固定化に対する信認、中央銀行と民間部門の間の戦略的關係等）を加えたモデルに拡張して分析した場合や、海外通貨当局との国際協調の有無を考慮した場合には、当然幾つかの面で異なった結論になる（例えば、Obstfeld and Ragoff 1996 : 8 章、9 章）。

引用文献

- 池尾和人 (2003) 「金融再生のための制度的基盤形成を」日本金融学会秋季大会報告資料。
- 岡部光明 (1999a) 『現代金融の基礎理論：資金仲介・決済・市場情報』日本評論社。
- 岡部光明 (1999b) 『環境変化と日本の金融：バブル崩壊・情報技術革新・公共政策』日本評論社。
- 岡部光明 (2003) 『経済予測：新しいパースペクティブ』日本評論社。
- 翁邦雄・白川方明・白塚重典 (1999) 「金融市場のグローバル化：現状と将来展望」日本銀行金融研究所 『金融研究』 18 (3)。
- 河合正弘 (1994) 『国際金融論』 東京大学出版会。
- 経済企画庁経済研究所 (1995) 「第5次版 EPA 世界経済モデル：基本構造と乗数分析」 『経済分析』 139号。
- コーデン、W. M. (1987) 『国際マクロ経済学』 (岡部光明訳) 東洋経済新報社。
- 白井早由里 (2002) 『入門 現代の国際金融』 東洋経済新報社。
- 森俊彦 (2001) 「銀行監督の国際的枠組み：バーゼル合意の見直し」 日本銀行銀行論研究会編 『金融システムの再生に向けて』 有斐閣。
- 吉富勝 (2003) 『アジア経済の真実：奇蹟、危機、制度の進化』 東洋経済新報社。
- Ayuso, Juan, and Roberto Blanco (2000) "Has financial market integration increased during the 1990s? ," BIS Conference Papers, Bank for International Settlements.
<<http://www.bis.org/publ/confer08i.pdf>>
- Barth, James R., Gerard Caprio Jr., and Ross Levine (2002) "Bank regulation and supervision: What works best?," NBER Working Paper no. 9323. <<http://www.nber.org/papers/w9323/>>
- Bryant Ralph C. (1999) "Policy making in an integrated world: Discussion," Rethinking the International Monetary System, Conference Series no. 43, Federal Reserve Bank of Boston, pp.227-237.
<<http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf43/index.htm>>
- Crockett, Andrew (2001) "Monetary policy and financial stability," speech at the Fourth HKMA Distinguished Lecture, Hong Kong, February 2001. <<http://www.bis.org/>>
- Fischer, Stanley (2003) "Globalization and its challenges," American Economic Review 93(2), May, pp.1-30.
- Frankel, Jeffrey A., Sergio L. Schmukler and Luis Servén (2002) "Global transmission of interest rates: Monetary independence and currency regime," NBER Working Paper no. 8828.
- Goodhart, C.A.E. (2000a) "The organisational structure of banking supervision," FSI Occasional Paper no. 1, Financial Stability Institute, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.
- Goodhart, C.A.E. (ed.) (2000b) Which Lender of Last Resort for Europe, London: Central Banking Publications.
- Garfinkel, Michelle R. (1992), "International policy coordination: Game-theoretic perspectives", Peter Newman, Murray Milgate and John Eatwell, eds. The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, volume

- 2, London: Macmillan, pages 489-491.
- Jordan, Cally, and Giovanni Majnoni (2002) "Financial regulatory harmonization and globalization of finance," World Bank Policy Research Working Paper 2919, October.
- Kapstein, Ethan B. (1992) "Between power and purpose: Central bankers and the politics of regulatory convergence," International Organization, 46 (1), pp 265-287.
- Kapstein, Ethan B. (1994) Governing the Global Economy : International Finance and the State, Cambridge, Mass. : Harvard University Press.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti (2003) "International financial integration," IMF Working Paper, WP/03/86.
- McCallum, Bennett T. (1996) International Monetary Economics, Oxford University Press.
- Mayes, David G., et al. (2001) Improving Banking Supervision, Palgrave.
- Masson, Paul (2001) "Globalization: Facts and figures," IMF Policy Discussion Paper, PDP/01/4.
- Obstfeld, Maurice (1998) "The global capital market: Benefactor or menace?" Journal of Economic Perspectives, fall, pp.9-30.
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff (1996) Foundations of International Macroeconomics, MIT Press.
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff (2000) "Do we really need a new international monetary pact?" NBER Working Paper no. 7864. <<http://www.nber.org/papers/w7864>>
- Obstfeld, Maurice, Jay C. Shambaugh and Alan M. Taylor (2003) "The trilemma in history: Tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility," March, mimeo, University of California, Berkeley. <<http://elsa.berkeley.edu/users/obstfeld/>>
- Oudiz, G., and Jeffrey D. Sachs (1984) "Macroeconomic policy coordination among the industrial economies," Brookings Papers on Economic Activity I, pp. 1-64.
- Quintyn, Marc, and Michael W. Taylor (2002) "Regulatory and supervisory independence and financial stability," IMF Working Paper, WP/02/46.
- Sasaki, H., S.Yamaguchi and T. Hisada (2000) "The globalisation of financial markets and monetary policy," International Financial Markets and the Implications for Monetary and Financial Stability, BIS Conference papers, vol. 8, Bank for International Settlements, March. <<http://www.bis.org/publ/confer08.pdf>>
- Tsutui, Yoshiro, and Kenjiro Hirayama (1998) "Intensifying International Linkage of Stock Prices," Osaka Economic Papers, 48(1), July, pp. 1-17.
- Wagner, Helmut (2001) "Implications of globalization for monetary policy," IMF Working Paper, WP/01/184.
- White, William R. (1999) "Evolving international financial markets: Some implications for central banks," BIS Working Papers no. 66, Bank for International Settlements. <<http://www.bis.org/>>

既刊「総合政策学ワーキングペーパー」一覧*

番号	著者	論文タイトル	刊行年月
1	小島朋之 岡部光明	総合政策学とは何か	2003年11月
2	Michio Umegaki	Human Security: Some Conceptual Issues for Policy Research	2003年11月
3	藤井多希子 大江守之	東京圏郊外における高齢化と世代交代 高齢者の安定居住に関する基礎的研究	2003年11月
4	森平爽一郎	イベントリスクに対するデリバティブズ契約	2003年11月
5	香川敏幸 市川 顕	自然災害と地方政府のガバナンス ～ 1997年オーデル川大洪水の事例～	2003年12月
6	巖 網林 松崎 彩 嶋原美可子	地域エコシステムのマッピングとエコシステム サービスの評価 地域環境ガバナンスのための GIS ツールの適用	2003年12月
7	早見 均 和気洋子 吉岡完治 小島朋之	瀋陽市康平県における CDM (クリーン・デベロ プメント・メカニズム) の可能性と実践: ヒュー マンセキュリティに向けた日中政策協調の試み	2003年12月
8	白井早由里	欧州の通貨統合と金融・財政政策の収斂 ヒューマンセキュリティと政策対応	2003年12月
9	岡部光明	金融市場の世界的統合と政策運営 総合政策学の視点から	2003年12月
10	駒井正晶	PFI 事業の事業者選定における価格と質の評価方 法への総合政策学的接近	2003年12月

*各ワーキングペーパーは、当 COE プログラムのウェブサイトに掲載されており、そこから PDF 形式で全文ダウンロード可能である（但し一部の例外を除く）。ワーキングペーパー冊子版の入手を希望される場合は、電子メールで当プログラムに連絡されたい（coe2-sec@sfc.keio.ac.jp）。また当プログラムに様々なかたちで関係する研究者は、その研究成果を積極的に投稿されんことを期待する（原稿ファイルの送信先：coe2-wp@sfc.keio.ac.jp）。なお、論文の執筆ならびに投稿の要領は、当プログラムのウェブサイトに掲載されている。

当プログラムのウェブサイト <<http://coe21-policy.sfc.keio.ac.jp/>>

