

金融市場の特性と銀行経営

明治大学 折谷 吉治

はじめに

折谷 (2013a) では、第 29 回全国大会の統一論題である「市場の生成と経営哲学」に沿って、円・人民元直接取引市場の創設をケース・スタディとして採り上げ、O. Williamson の同業者理論を適用して、邦銀の経営哲学について述べた。そこでは、金融市場は自然発生的にできてくるものではなく、関係者の努力によって創っていくものであることを強調した。今回、関東部会において「いまあらためて、市場の意味を考える」をテーマとしたシンポジウムで報告し、その報告内容に追加・修正した本稿では、金融市場の特性について、さらに深く検討することによって、金融市場における中央銀行の存在理由や、金融市場と証券会社等の金融機関を含む銀行経営との関係について述べることにする。検討に当たっては、新古典派経済学の市場理論と Coase-Williamson 流の取引コスト経済学を基本的な軸とするとともに、G. Morgan の市場論を加えた 3 つの経済理論を使うことにする。

なお、議論を具体化するために、リーマンショック後の金融市場に対する金融界の見方や「アベノミクス」に基づく日本銀行の金融政策、本年 6 月に実行された中国人民銀行の短期金融市場での緊縮政策についても触れることにする。

1. 経済理論における市場

(1) 新古典派経済学における市場

市場について考える場合、アダム・スミスやワルラスから始まって、1983 年、ノーベル経済学賞を受賞したケネス・アローとジェラルド・ドブリューに至る新古典派経済学における市場について見方が、基本的な出発点となる。すなわち、新古典派によれば、市場における自由な競争によって達成される競争均衡は安定的に存在し、しかも、その均衡は資源配分の観点からみると、「パレート最適」であるというのである。「パレート最適」とは、ある集団（例えば 1 国経済）が 1 つの資源配分を選択するとき、その集団の誰かの効用（満足度）を犠牲にしなければ、他の誰かの効用を高めることができない状態にあることであり、これは「パレート効率的な状態」ともいわれる。このような意味で、新古典派経済学は市場における競争が効率性を最大限に発揮させることを明らかにしている。

(2) 取引コスト経済学における市場

上記の新古典派の考え方は、市場には価格支配力をもつ独占的な経済主体が存在せず、市場での価格が伸縮的に動いて需要と供給を一致させ、安定均衡が存在することを前提としている。しかし、その後、安定均衡が存在する場合に前提されている様々な条件が、必ずしも現実には満たされず、「市場の失敗」が発生することが明らかにされた。

例えば、Coase-Williamson 流の取引コスト経済学では、すべての取引には「取引コスト (transaction cost)」がかかり、市場での取引コストが大きいと、市場取引は相互独

占になってしまうため、必ずしも効率的とはいえず、階層組織（ヒエラルキー）の方が市場取引よりも効率的になることが明らかにされた（菊澤（2006）を参照）。一方、階層組織においても、「官僚制コスト」など組織内取引での取引コストがかかるため、ある取引を市場取引とするか、階層組織の組織内取引とするかは、市場取引の取引コストと階層組織の官僚制コストとの比較によって、選択が行われるものとされた。

なお、取引コスト経済学では、取引コストが発生する基本的な要因として、経済主体は機会主義的行動を採る可能性があり、これを防ぐための完全な契約を締結することは困難な状況（「不完備契約の問題」）があることを指摘している。取引コストを最小化するために構築される仕組みは、「ガバナンス・ストラクチャー」（あるいは「ガバナンス・メカニズム」）と呼ばれ、企業組織をはじめ、様々な組織や制度が挙げられている。広い意味では、市場も市場取引を成立させるために、それなりのガバナンス・ストラクチャーが必要なことも認めている。従って、市場取引と階層組織の両極端だけでなく、両者の「中間形態（hybrid mode）」として、フランチャイズ制など様々な中間的なガバナンス・ストラクチャーも、取引コストの観点から整合的に説明されている。

(3) 市場創設に関する G. Morgan の見方

G. Morgan (2010) は取引コストの観点からみると、そもそも、市場についても市場取引を成立させるためのガバナンス・ストラクチャーが必要であるとして、O. Williamson (1975) が「始めに市場があった」として議論をしていることに対して、「自然の状態では市場は存在しない。契約と市場での交換を支える社会的・制度的ルールがなければならぬ」（Morgan (同)）としている。そうしたルールを決め、何が市場で取引されるかを定めるものとして、「文化と道徳観（culture and morality）」の重要性を指摘している。具体例として、「米国で生命保険の市場が成立するには、潜在的な消費者が生命保険を健全なリスク管理としてではなく、人の命に関するギャンブルとみていた道徳観が変化する必要があった」ことを挙げている。また、デリバティブ市場の成立についても、「将来価格に関するギャンブルとみられていた状況の変化が必要であった」と述べている。

2. 金融市場の特性

(1) 金融市場のマクロ経済での役割

金融市場では、広い意味での金融資産が売買されている。金融資産の中で、資金の貸出債権（あるいはそれを証券化したもの）を売買する市場を考えると、金融市場で決定される価格は、金利であることがわかる。市場金利は通常の財・サービスの価格と同様に、新古典派経済学が明らかにしたメカニズムに従って、市場参加者の競争によって、資金の需要と供給を調節し、資金の最適配分を実現する。資金の背後には、新古典派経済学における財・サービスがあることから、金融市場は資金の最適配分、ひいては資源の最適配分の機能を果たしている。

また、金融市場は先物、オプションなどデリバティブ商品の取引によって、リスクの最適配分も行っている。リスクは直接的に「資源」ではないが、間接的に「資源」と結びついており、デリバティブ市場も資源の最適配分の機能を果たしている。さらに、通貨の交換比率を決定している外国為替市場も、通貨の背景にある通貨発行国の経済全体についての交換比率を通じて、国際的な資源の最適配分の機能を果たしている。

(2) 金融市場の失敗

金融市場も、新古典派の前提するような条件が必ずしも満たされず、金融市場での「市場の失敗」が発生する。例えば、「システミック・リスク」と呼ばれる金融市場の失敗では、金融市場の参加者である銀行のうち 1 行が支払不能となると、次々に支払不能が多数の銀行に連鎖的に波及するおそれがある。このような状況では、金融市場は競争的に価格を決定することは不可能である。また、金融取引においては、例えば貸し手は借り手の支払能力について、借り手がもっているほどの情報をもっていないという、いわゆる「情報の非対称性」が大きな問題である。このため、競争的な市場取引では、資源の最適配分をもたらすような市場が成立しないこともある。

(3) 中央銀行の存在理由

金融市場は基本的には、新古典派経済学でいわれるように、市場での競争を通じて資源の最適配分に寄与するものであるとはいえ、「金融市場の失敗」もありうる。このため、金融市場には「中央銀行」という特別の参加者が必要となる。

折谷（2013）では、Williamson の取引コスト経済学に基づいて、金融システムにおける中央銀行の存在理由を検討した。まず、表 1 のように、金融システムを 3 つのタイプに分類した。

表 1

	タイプ A (中央銀行は存在せず)	タイプ B (中央銀行だけ)	タイプ C (共存)
①金融システムの担い手	民間銀行だけ	中央銀行だけ、民間銀行は存在せず	中央銀行と民間銀行が共存
②金融市場	金融市場は存在	金融市場は存在せず	金融市場は存在
③金融資産	現金は存在	現金は存在	現金は存在
④決済システム	インターバンク決済を中央銀行預金の振替で行うことが不可能。現金などでの決済。	インターバンク決済の必要なし。	インターバンク決済を中央銀行預金の振替で行うことが可能。

上記のように分類した上で、次のように、それぞれのタイプの金融システムに Williamson の経済システムに関する 3 タイプを対応させた。

<経済システムのタイプ>

- ① 競争市場タイプ →
- ② 階層組織タイプ →
- ③ 中間組織タイプ →

<金融システムのタイプ>

- タイプ A (中央銀行なし)
- タイプ B (中央銀行のみ)
- タイプ C (中央銀行と民間銀行の共存)

さらに、各タイプの金融システムにおける取引コストを分析した。その結果、金融シス

テムは取引コスト経済学における「取引コスト最小化の原則」に基づいて、タイプ A の中央銀行が存在しない金融システム（中央銀行が発生する以前の金融システム）や、タイプ B の中央銀行のみの金融システム（旧ソ連など社会主義国の金融システム）を経て、現代の市場経済諸国のように、中央銀行と民間銀行が共存するタイプ C の金融システムが生き残ったことを明らかにした。

3. 銀行経営における金融市場の役割

(1) 市場圧力を通じた銀行のガバナンス改善

銀行経営における金融市場の役割について、新古典派経済学の観点からみると、銀行経営に対する市場圧力を通じたガバナンスの改善を挙げることができる。というのは、金融市場での銀行相互間の競争は、個別銀行に対して経営努力を強制し、非効率なガバナンスの銀行に対して、市場からの撤退を余儀なくさせるからである。このことは、Williamson 理論によれば、階層組織において官僚制コストが大きくなる理由は、階層組織では市場圧力が弱くなることを最も重視すべきと、高橋（2012）が指摘していることから明らかである。すなわち、金融市場への規制を強化するとともに、金融市場の参加者である銀行業務への規制を強化することは、金融市場の発達を抑え、銀行経営に対する市場圧力を通じたガバナンス改善努力を弛緩させる可能性がある。

ただ、中国の短期金融市場における最近の中国人民銀行のように、民間銀行のガバナンス改善のためとはいえ、金融市場において中央銀行が市場安定化策を採らず、民間銀行に余りにも強力な市場圧力をかけることは、本来の中央銀行の存在意義を否定することである（後述 4. (2) B.参照）。

(2) 中央銀行が機能する場の提供

中央銀行の金融政策や市場安定化政策は、銀行に対する業務命令や補助金の配布によって行われるものではなく、あくまでもひとつの市場参加者として、民間銀行からみて中央銀行と取引するかどうかを民間銀行の自由な判断に任せた市場取引によって行われる。このため、仮に何らかの理由で金融市場が縮小し、市場取引が小さくなってしまうと、中央銀行が活動する場が狭くなる。この結果、銀行経営の立場からみると、中央銀行の活動によって、本来、なされるべき市場安定化が十分に行われなくなってしまう、民間銀行の経営にとってリスクを過度に高めてしまうことになる。このようなことは、後述（4. (2) A.）のように、最近のわが国の国債市場において、中央銀行自体の活動（大量の国債購入活動）によって、国債市場から民間銀行を追い出す形で、実際に生じたことがある。

(3) リスク管理手段の提供

金融市場は民間銀行にとって、リスク管理のための売買を行う場である。例えば、短期金融市場では、一時的に資金の不足した銀行が、資金の余裕のある銀行から資金を借り入れることによって、流動性リスクを管理している。さらに、デリバティブ商品の市場を使って、銀行は高度なリスク管理を行っている。

G. Morgan（同）が述べているように、市場でどのような金融資産やリスクの取引を行うかは、その市場がある国の文化や道徳観に依存している。後述（4. (1)）のリーマン

・ショック以降の欧米各国におけるような市場に対する厳しい見方が広範化すると、市場で取引される金融資産やリスクが減少し、銀行のリスク管理が難しくなるおそれもある。

4. 最近の金融市場を巡る動向

(1) リーマンショック以降の金融市場に対する見方

米国の金融システムは、2007年8月のサブプライム・ローン問題の表面化以降、動揺を始め、それが世界各国に波及して、2008年9月の「リーマンショック」に至ってからは、「米国発世界金融危機」と呼ばれるような戦後最悪の金融危機に陥った。このような金融危機発生を契機に金融市場と、その参加者である銀行（とくに、証券業務を行う投資銀行）経営に対する欧米各国の見方が大きく変化した。まず、金融市場に対しては、新古典派的な「金融市場は資源の最適配分を果たす」との見方が急速に薄れ、「金融市場は実体経済も巻き込んで経済を不安定にする」との見方が強まった。また、銀行経営に対しては、道徳心もなく、単なる「強欲（greed）」に基づいて経営されているとの見方が広範化し、銀行経営者の高額所得が問題とされた。こうした見方を背景に、巷では「ウォール・ストリートを占拠せよ（Occupy the Wall Street）」運動が高まりを見せるなど、金融市場や銀行経営に対する批判が政治運動にまでなった。また、欧米各国の銀行監督当局は銀行経営に対して、様々な規制強化策を打ち出すとともに、デリバティブ商品の市場取引への規制など市場規制も強めている。

前述（1.（3））の G. Morgan が指摘するように、金融市場で何をどのように取引するかは、金融市場を取り巻く文化や道徳観によって決まるものである。従って、リーマンショックで明らかになったような金融市場の不安定性と市場参加者の倫理観の乏しさを前提にすれば、ある程度の規制強化は不可避といえる。ただ、「糞に懲りて膾を吹く」ような規制強化は、新古典派的な意味での市場の役割を封殺してしまうおそれもある。また、前述（3.）のように、金融市場は銀行経営にとって、重要な役割を果たしていることも忘れるべきではない。例えば、折谷（2013c）で述べたような金融危機における中央銀行の役割を強化することによって、金融市場の失敗を回避しつつ、金融市場の発展と銀行経営の健全化を図る努力を続けていくことが長期的な経済発展には必要不可欠である。

(2) 中央銀行と金融市場

前述（2.（3））のように、金融市場には中央銀行という特別の参加者が存在し、市場の安定化を図ることを本来の目的としている。しかし、わが国では2013年4月、黒田東彦氏が日銀総裁に就任し、「異次元の金融政策」（黒田総裁の表現）を採用して以来、国債市場は不安定化した。また、中国では同年6月に入ってから、中国人民銀行はインターバンク短期金融市場での流動性供給を停止したため、短期金利が高騰しただけでなく、大手銀行のデフォルトが噂されるなど、短期金融市場が混乱した。いずれのケースも、金融市場の混乱が銀行経営に多大な影響を与えた。このような金融政策が採られたのは、日中両国の中央銀行は政治からの独立性が十分でなく、時の政権の意向を受けたことによるものとみられている。このことは、中央銀行の政治からの独立性が、一般に言われるマクロ経済における物価の安定において重要なだけでなく、金融市場の安定、ひいては金融市場の発展にとって、如何に重要なものであるかを示している。

A. 日本のケース — 異次元の金融政策と国債市場の混乱

昨年12月に発足した安倍政権は、本年1月、2%の物価安定目標を日銀に強要し、3月には任期の到来した白川総裁に代えて、「大胆な金融緩和」に前向きな黒田東彦氏を総裁に、岩田規久男氏を副総裁に任命した。黒田総裁・岩田副総裁は4月、就任すると直ちに「異次元の金融政策」を打ち出した。その中心は、大規模な国債買入れ（2年間で保有残高2倍）と、買入れる国債の期間を長期化（最長40年債も買入れ対象に）することである。

国債の大規模購入と購入国債の長期化は、金融緩和を狙ったものであったにもかかわらず、政策の発表直後から国債金利は水準としては上昇するとともに、変動幅が大きくなって、時には国債市場の「サーキット・ブレイカー」が発動されて、取引が停止される事態も発生することになってしまった。

このような国債市場の金利乱高下は、銀行経営に大きな影響を与えている。第一に、もともと国債はデフォルト・リスクの少ない安全資産として銀行に保有されているにもかかわらず、金利の乱高下（＝価格の大幅変動）によって、銀行のリスク管理が困難になり、本来の保有目的を達成することができなくなってしまった。第二に、前述（1.（2））の取引コスト経済学によれば、市場圧力は組織内取引における官僚制コストを引き下げる効果が期待できるはずである。ところが、銀行の国債保有に対して余りにも大きな市場圧力がかかると、銀行は国債保有に伴うリスク管理に大きな人的資源を投入せざるを得なくなり、市場に期待された効果が減殺されてしまう。第三に、銀行の中にはリスク管理にとどまらず、大幅価格変動による利益獲得を狙った短期の投機的な国債売買に手を染める銀行も出てくる可能性もある。

このような事態になったのは、植田（2013）によれば、日銀の国債金利、ひいては国債市場への配慮が不十分であったからではないかとみられる。すなわち、日銀の異次元緩和政策では、ベースマネーを2年で2倍にするという大幅な量的緩和を目標にしており、そのための手段として、日銀による国債の大量購入と購入国債の期間長期化を打ち出している。この政策によれば、新規発行国債の7割が日銀によって購入されることになり、国債市場という「池」の中で、大量の国債を購入する日銀という「鯨」が暴れる回のような状態になってしまった。この結果、小幡（2013）が指摘するように、これまで安定的に国債保有を行ってきた地方銀行や信用金庫などが、保有リスクの高まりによって国債市場から撤退せざるを得なくなりつつある。

前述（2.（3））のように、金融市場には中央銀行という特別な存在が必要であるとはいえ、それはあくまでも金融市場の安定が目的である。中央銀行が金融市場や金融市場の参加者へ流動性を供給することは、市場調節のためではあるが、まぎれもなく金融市場への「介入」である。このため、伝統的に中央銀行は、できるだけ市場調節を短期金融市場に限定するようになってきた。というのは、金利は資金貸借の価格だからである。新古典派経済学が明らかにしたように、競争市場で決定される価格には、資源の最適配分を行うという重要な役割がある。日銀が国債市場へ大規模に介入し、多くの参加者による自由な価格形成を歪めてしまうことは、長期的にみて資源の最適配分を歪めてしまうのではないかと危惧される。とくに、長期国債の金利によって決まる長期金利は、本来なら満期までの実質成長率やインフレ率の予想、さらにはデフォルトの可能性など、誰にもわからない将

来の事象によって決まるべきものである。BIS の Turner (2013) は、外為市場への過剰介入がもたらす弊害を危惧した「ビナイン・ネグレクト政策」をもじって、「長期金利のビナイン・ネグレクト政策」を主張しているのも、こうした懸念からである。金融市場の特性として、市場安定化のために中央銀行の存在は必要不可欠としても、中央銀行が市場の中で暴れ回り、市場を安定化させるどころか、市場を壊してしまうようでは、本末転倒である。

このような国債市場を破壊するような「異次元の金融緩和」がおこなわれた基本的な背景について、北岡 (2013) は、安倍政権が財政赤字を日銀による赤字ファイナンス (国債購入) で賄おうとしたものであり、歴史的に繰り返された「マネーの暴走政策」であるとしている。また、政府による財政赤字の日銀によるファイナンスのために、政府が日銀の総裁等幹部の人事権を使うことも、珍しくないことを明らかにしている。そのうえで、日銀の金融政策決定権を立法権、司法権、行政権と並ぶものとするという意味で「4 権分立」とし、日銀の政府・政治からの独立性を高めることを提唱している。

B. 中国のケース — shadow banking 対策としての短期金融市場の金利高騰

中国上海のインターバンク短期金融市場では、本年 6 月に入ってから、金利がじりじり上昇していたが、6 月 20 日には指標金利が 10% 超となり、銀行の中には 20% を超える金利での調達を求める銀行も現れるなど、パニック状態になった。さらに、たまたま一部の銀行で ATM のシステム障害が発生し、預金の引き出しができなくなったこともあって、「銀行のデフォルトが発生した」というルーマーが世界の金融市場を駆け巡った。

インターバンク短期金融市場がこのような状態となったのは、直接的には中央銀行である中国人民銀行が市場での資金不足を調節するために供給すべき流動性供給をストップしたことにあるといわれている。ただ、こうした中央銀行の本来の役割からみて考えられないような人民銀行の行動の背景には、中国の新政権の意向が強く反映しているとみられている。すなわち、中国政府の中には「shadow banking」といわれる非正規の資金流通が中国経済をバブル化させているとの認識があり、こうした状態を正すために、非正規の資金流通の資金源となっている銀行に対して、資金不足になっても人民銀行が流動性を供給しない、という荒療法を採るよう人民銀行に迫ったのではないかとされている。

このような過激な市場圧力によって、中国の銀行経営者は緊張感を高め、shadow banking への資金流通を絞り、健全経営を指向するようになるとの効果も期待できる。とはいえ、インターバンク短期金融市場は 2 階層金融システムのコアとなる市場である。そこで、銀行のデフォルトなどが発生すれば、金融システム全体の危機に繋がるおそれがある。だからこそ、中央銀行が存在し、インターバンク短期金融市場で流動性供給の役割を担っている。

前述 (A.) の日銀のケースは、中央銀行の市場への過剰介入であるのに対して、逆に、中国のケースは市場での中央銀行の役割放棄という相違点がある。しかし、どちらのケースも、時の政権の意向で中央銀行が金融政策を行うと、市場を不安定化させてしまっ、中央銀行の本来の役割である市場機能を維持するという目的が達成できないことを示している。中国の中央銀行制度では、中国人民銀行総裁は国務院 (内閣) のメンバーであり、先進国で確立されている「中央銀行の独立性」という制度設計は考えられていない。銀行

経営に適切な市場圧力を与えつつ、安定的な金融システムとするには、中国の場合も、わが国とは違った意味で、中央銀行制度の基本を再設計する必要があるものと思われる。

おわりに

以上、述べてきたように、銀行経営にとって金融市場は重要な役割を果たしている。リーマンショック以降の欧米諸国では、金融市場や銀行経営に対して、規制強化の動きが強まっているが、規制強化によって市場機能を封殺するのではなく、金融市場の特性を踏まえて、金融市場の長期的な発展に資するような制度改革が必要である。とくに、金融市場の特性として、金融市場における中央銀行の存在が挙げられる。最近のわが国における「アベノミクス」に基づく、日本銀行の異次元の金融政策が国債市場の混乱を招いたことや、中国の短期金融市場における中国人民銀行の急激な金融引き締め策がもたらした混乱などをみると、いずれも時の政権の意向が背景にある。時の政権の意向によって左右されないような中央銀行の独立性の確立・強化など、しっかりした制度設計に基づく中央銀行制度を構築することによって、金融市場の安定と発展を図り、銀行経営、ひいては国民経済の安定と発展を目指すべきものと思われる。

参考文献

- 植田和夫 (2013) 「市場の金利予想、不安定に一『異次元緩和』から 3 ヶ月」『経済教室』日本経済新聞 7月3日
- 小幡績 (2013) 『ハイブリッド・バブル—日本経済を追い込む国債暴落シナリオ』ダイヤモンド社
- 折谷吉治 (2013a) 「円・人民元取引市場の創設と邦銀の経営哲学」『経営哲学』第10巻第1号
- _____ (2013b) 「金融システムにおける中央銀行の存在理由」『中央銀行制度の経済学—新制度経済学からのアプローチ』第1章 学術出版会、11月刊行予定
- _____ (2013c) 「金融危機管理における中央銀行の役割」『中央銀行制度の経済学—新制度経済学からのアプローチ』第7章 学術出版会、11月刊行予定
- 菊澤研宗 (2006) 『組織の経済学入門—新制度派経済学アプローチ』有斐閣
- 北岡孝義 (2013) 『アベノミクスの危険な罠—繰り返されるマネーの暴走』PHP研究所
- 高橋大樹 (2012) 「ウィリアムソンの取引コスト論における『企業の限界』—『選択的介入の不可能性』のメッセージ」『経営哲学』第9巻1号
- Morgan, G. (2010) "Money and Markets," *The Oxford Handbook of Comparative Institutional Analysis*, Oxford University Press.
- Turner, P. (2013) "Benign Neglect of the Long-term Interest Rate," *BIS Working Papers* No. 403. Bank for International Settlements.
- Williamson, O. E. (1975) *Markets and Hierarchies*, Free Press. 『市場と企業組織』、浅沼万里、岩崎晃訳、日本評論社、1980年