

ミンスキーの金融不安定性理論とアジア通貨・金融危機

内野好郎

目次

はじめに

1. 均衡から不均衡の経済学へ
2. 金融面の不安定性を導入した投資決定の理論
3. キャッシュ・フローと3種類の金融形態
4. アジア通貨・金融危機への応用

おわりに

はじめに

世界的な金融・経済危機を経験して、再び、ケインズ理論と異端のケインジアンとも呼ばれるミンスキーの理論が注目を浴びている。筆者は、かねてより、アジア通貨・金融危機からサブプライムローン問題を起因とする世界金融危機についての分析を進めてきた。当初、これらの論文¹⁾は、理論研究を直接の目的とはしていなかったが、分析を進めるうちに、金融の不安定性と不確実性が通貨・金融危機の共通のキーワードとして浮かび上がり、ミンスキーの金融不安定性理論の主要な点を掴んでおく事は、これらの現象を分析するうえで有意義と考えるようになった。理論を現

実に起きた個々の金融・通貨危機に適用することによって得られるインプリケーションは貴重である。金融危機はその深刻さと規模を増して現在も起きているが、それらに共通した特徴は、一見合理的と見られた判断が、実は合理的でないとは判定された時に、投機筋が加わり、経済を大きな危機へと導くという点である。

そこで、先ずミンスキー理論の特徴は何か、何が異端なのかについて、ミンスキーの著書『ケインズ理論とは何か』²⁾と『金融不安定性の経済学』³⁾にもとづいて考えてみたい。

ミンスキーがケインズの理論を発展させた点としては、投資の決定理論において、 P_k 関数を用いて、銀行や企業の債務構造が資産の需要価格と供給価格に与える影響について、ケインズよりも更に明示的に詳しい分析を行っている点である。さらに、ミンスキーは投資支出の変動を説明するという問題に接近する上で、ケインズの資本の限界効率表による説明よりも、見込収益を資本化して実物資本の需要価格を決める方が、自然な方法である、としている点である。それは、見込収益を資本化する際に、借手リスクや貸手リスクといった金融の不安定性要因を P_k 関数の中に取り込むことができるからである。

さらに貨幣需要をケインズよりも広く詳細

1) 「インドネシアの通貨・金融危機の再考(上)」『立教経済学研究』第61巻第3号、2008年1月。
「インドネシアの通貨・金融危機の再考(下)」『立教経済学研究』第61巻第4号、2008年3月。
「アジア通貨危機に際してのマレーシアの対応」『立教経済学研究』第62巻第3号、2009年1月。
「アメリカ金融安定化法とマレーシア通貨危機からの教訓」『立教経済学論叢』第74号、2010年2月。

2) H. P. ミンスキー『ケインズ理論とは何か』(堀内昭義訳)岩波書店、1999年。

3) ハイマン・ミンスキー『金融不安定性の経済学』(吉野紀、浅田統一郎、内田和男訳)多賀出版、1996年。

に分析し、投機的貨幣需要の決定要因として実物資本の需要価格 P_k を導入することにより、資本市場での資本の収益性の決定と企業の投資行動をより緊密に結びつけようとした点である。

またキャッシュ・フローと資産価格を結びつけることの意義は、それが、金融危機に際しては、企業と銀行のバランスシート上の資産価値の毀損と同時に、現実問題として日々、キャッシュの不足に悩まされるという、「二重の深刻な問題」をもたらすことに気付かされる点にある。

ミンスキーの金融不安定性についての先行研究としては、萩原氏の「H. P. ミンスキーの投資理論と金融不安定性仮説」⁴⁾がある。この論文では、ミンスキーの理論を敷衍し、なぜ今ミンスキーなのかについて説明しており、標準的なケインズ解釈とミンスキー理論の比較について、よくまとめられている。この中で萩原氏は、ミンスキーの著『金融不安定性の経済学』が出版されたのが、1986年だった。だから、1990年代から21世紀にかけての金融自由化、とりわけ、国際資本取引の自由化の進展を考えると歴史的制約を有しているといわなければならないだろう。したがって、この仮説の現代化を論じなければならないのであり、とりわけ、アメリカ型金融システムによる資本調達方式の形成プロセスと経済の証券化が顕著に進む中で、金融不安定性が論じられなければならない、と述べている。また、それに伴い、この理論を開放経済体系によって考察しなければならないとしている。しかし、この論文のなかでは、企業が外部負債に依存するようになった点を重視するが、資本の自由化によって実際にどのような形で危機が発生したかの事例は取り扱われ

ていない。本稿ではミンスキーの金融不安定性理論が、金融の国際化、資本移動の自由化によって、より強化された形で表れることを、アジア通貨・金融危機の事例に応用することにより、明らかにしたい。

一方、ミンスキーの金融不安定性理論との関連でアジア通貨・金融危機を取り扱った論文としては、J. A. Kregel による、“Yes, ‘it’ did happen again—the Minsky crisis in Asia”⁵⁾がある。

本稿では、ミンスキー理論の特徴と問題点の一部を指摘した後で、Kregel の論文を参考にしながら、ミンスキーの金融不安定性の理論が、通貨・金融危機、特にアジア通貨・金融危機の分析にどのように役立つのかを明らかにするための土台としたい。結論から言うと、もっとも重要な点は、資本移動の自由化によってもたらされる運用通貨と調達通貨のミスマッチ及び、運用期間と調達期間のミスマッチという二重（ダブル）のミスマッチが原因となり、ミンスキーの金融不安定性が一層増幅された形態で起きたことである。

1. 均衡から不均衡の経済学へ

ミンスキーは『ケインズ理論とは何か』の序章で、本来ケインズが『一般理論』において提起した問題点が、新古典派総合の発展の過程で無視されたとし、その無視された本質を、次の三つに分類する。不確実性下での意思決定、資本主義の経済過程の循環的性格、先進資本主義経済における金融上の諸関係である。特に新古典派総合のモデルにおいては、制度的な性質は捨象され、ケインズ

4) 萩原伸次郎「H. P. ミンスキーの投資理論と金融不安定性仮説」『世界経済と企業行動』2002年、大月書店、199頁。

5) J. A. Kregel, “Yes, ‘it’ did happen again—the Minsky crisis in Asia”, *Financial Keynesianism and Market Instability-The Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume* , Edited by Belloiore and Piero Ferri, Edward Elgar Publishing Limited, 2001.

にとって中心的な課題であった金融メカニズムは、ほとんど常にいびつに取り扱われているとして、この点を取り入れたモデルを取り扱うことによって、資本主義に内在する不安定性を、明らかにしようと試みる⁶⁾。

ミンスキーの批判の対象は、新古典派経済学であり、さらに、新古典派総合に取り込まれてしまった「通説的なケインズ理論」に対する批判である。ミンスキーによれば「通説的なケインズ理論」は、完全雇用を達成するために金融財政政策の利用を提唱しているものとして理解されてきたが、こうした理解の上だけに立てば、現実の経済において、インフレーションやスタグフレーションの発生、さらには、ブームから負債デフレの起きる過程が説明できないとする。ミンスキーのケインズの再解釈では、金融市場の諸関係、その攪乱または不安定性が、経済の動向を特徴づける経済体系の様々な局面において主要な役割を演じる点を強調する。また閉鎖モデルよりも、開放モデルにおいて、これらの点の重要性は大きいとしている⁷⁾。

2. 金融面の不安定性を導入した投資決定の理論

(1) ケインズの投資決定の理論

ミンスキーによれば、ケインズの『一般理論』⁸⁾において、投資は次の4段階の過程を

6) アジア通貨・金融危機に際しては、金融の不安定性を無視した金融経済理論に基づいて、国際機関が金融の引き締め政策を推奨し、危機が深刻化した。

7) しかし、ミンスキー自身は開放モデルを取り扱っていない。資本の移動と金融の自由化の進んだ現在において、この基本モデルの持つ意味は大きい。最近の通貨金融危機を分析するにあたって、金融市場の諸関係、その攪乱性、不安定性を説明する理論は有益である。

8) J. M. ケインズ『雇用・利子および貨幣の一般理論』(塩野谷祐一訳) 東洋経済新報社、2001年。

を経て決定される⁹⁾。貨幣と金融資産の関係が「利子率」を決定する。長期期待が実物資本と経常的投資(すなわち資本ストック)からの収益 または期待キャッシュ・フローを決定する。その収益と利子率が相俟って実物資本の価格を決定する。そして投資は、投資財の供給価格が資本のストックの収益の現在価値に等しくなるところまで進められる。この点に関しては『一般理論』の第11章の通常理解は、次のように表される。資本資産の供給価格とそれがもたらす期待収益を等しくさせる割引率を「資本の限界効率」とよび、資本資産の供給価格を P_s 、資本の限界効率を m 、 k 期末の期待収益を Q_k とすると、次のような式が成り立つ。

$$p_s = \sum_{k=1}^n \frac{Q_k}{(1+m)^k} \quad (1)$$

次に資産価格の需要価格を P_d とし、期待収益の系列を Q_k 、期待利子率を i とすると次のような式が成り立つ。

$$p_d = \sum_{k=1}^n \frac{Q_k}{(1+i)^k} \quad (2)$$

(1)式における資本資産の(厳密に言えば追加される資本、したがって投資の)限界効率 m と(2)式の利子率が等しくなるように資本が追加される、すなわち投資が行われるということである。

この二つの式から、「利子率」は「資本の限界効率の下限値」となり、「資本資産の需要価格は資本資産の供給価格の上限値」となる¹⁰⁾。投資を決定するのは、需要価格が供給価格を上回る場合である。需要価格に影響を及ぼすのは、 Q_k に対する期待であり、利子率である。他方、ミンスキーは、「投資率を将来の見込収益とばかりでなく、金融市場の取引過程とも関連づけるケインズの投資理論

9) ミンスキー、前掲書(注2)、55頁。

10) 北川和彦「投機と投資」『立教経済学研究』第60巻第3号、2009年、22頁。

を正確に定式化」しようと試みる¹¹⁾。

ミンスキーによれば、「ケインズの分析の核心は、既存の資本資産の収益性、資本資産の投資と保有のための資金調達条件、および投資の供給条件を、有効投資需要の理論に統合していることである¹²⁾」と評価する一方で、ケインズが、『一般理論』の第4篇「投資誘因」において、金融の諸条件がどのように需要を左右するか議論していることを認めるものの、しかし残念ながら、金融と資産構成の関係及び、それらが資本の価格や投資のペースとどのような関連をしているか、という点についてケインズの議論は混乱していると指摘している¹³⁾。そこで自身は、金融の構造、債務構造の変化が資産の需要価格と供給価格に与える影響について、ケインズよりもより明示的に詳しい分析を行っている。「資本資産や金融資産の価格は、それらが生み出す期待されるキャッシュ・フローと資本化率に依存するが、資本化率は、各投資にかんする特定の危険度や不確実性を組み込んで決定される¹⁴⁾」としている。つまり、利子率と資本化率、あるいはケインズのいう資本の限界効率は、同じテーブルでは扱うことができないということである。

上記の式(2)の中には、金融の条件としては、利子率 i が組み込まれているが、債務構造や利子率に影響を与える流動性リスクや信用リスクといった側面は入る余地がない。そこで、ミンスキーは、資産価格の需要価格を算出するために、後に見るように P_k 関数を導入する。

(2) ミンスキーの投資決定理論

ミンスキーによれば、ケインズの投資理論は二つの基本的な構築物に依拠しているとし、

そのひとつは実物資本の需要価格と企業、家計、銀行の資産構造とを関連づける資産選択の関係であり、もうひとつは投資財の供給価格とその生産量とを関連づける投資財の供給関数である。そして、実物資本の保有と投資需要に対する金融の条件は、借手の不確実性と貸手の不確実性にかんする企業家と銀行家の判断に依存しているが、それを通じ実物資本の需要価格と投資財価格の供給価格が関連し合っていることになる¹⁵⁾。

一般的に企業が投資を行う際には、自己資金と外部負債からの調達が必要となる。ミンスキーの理論では、この構成比率の変化が、投資資産の需要価格と供給価格に影響を与える大きな要素となる。ただしミンスキーは「債務構造は企業価値に影響しないが、しかし、景気循環の文脈において流動性を位置づけるためには、キャッシュ・フローの概念に金融費用と租税負担を含めなければならない¹⁶⁾」としている点にも注目しておきたい¹⁷⁾。

外部負債を負うこと、特に借入れに対するリスクを、借手リスクと呼び、貸出側から見たリスクを貸手リスクと呼ぶ。多くの人が、楽観的な見通しを持っている時は、借手リスクや貸手リスクが低くなることから、流動性に対するプレミアムが低くなり、借入れ余力が高まり、投資に対する負債比率が上昇する¹⁸⁾。例えば、投資ブームに伴う株式ブーム

15) ミンスキー、前掲書(注2) 215頁。

16) 同上書、132頁。

17) こうした考え方は、資本構成は企業価値に無関係であるとする、フランコ・モジリアーニとマートン・H・ミラーの論文(いわゆるMM命題)と共通の認識である。ただし、この命題が成り立つためには、租税と破綻コストが存在しない場合という前提条件が必要である。現在の日本でも倒産の定義の一つは、手形小切手取引において、2度目の不渡りを出すことである。資金がショートし銀行が新たな貸出を行わない場合に、破綻という結末がもたらされる。

18) 借入リスク、貸出しリスクの概念はミンスキ

11) ミンスキー、前掲書(注2)、148頁。

12) ミンスキー、前掲書(注3)、143頁。

13) ミンスキー、前掲書(注2)、107頁。

14) ミンスキー、前掲書(注3)、214頁。

おいては、双方向的な促進作用が生じる。ある企業の株価が取引所において上昇することは、その企業の市場評価が上昇したこと 資金返済契約 c (c は返済額) の企業の市場価値に対する比率が低下したこと を意味する¹⁹⁾。そこで企業家はさらに負債を発行するし、 c を支払う債務契約にコミットできる。

ミンスキーは、ブーム期に実物資本の見込収益が示すキャッシュ・フローを基盤として、負債構造が際限なく増加するが、実物資本の実質的な見込収益は定常的にしか増加しないことに注目する。そしてブーム期に加速度的に成長する負債の増加によって利子率は上昇し、やがてブームは終焉するというプロセスを説明する²⁰⁾。

一方不確実性が増大する局面では、貨幣の投機的需要が、債務構造から見通される危険の増大を反映して増加すると、企業、家計、銀行は、流動性を増やすために、あるいは負債を返済するために、保有資産を減少させようとして、資産売却を行い、このために資産価格を低下させるといふ負債デフレモデルを展開する²¹⁾。

一、前掲書の第4章「企業金融と資産価格の決定」ではまだ出てこないが、第5章「投資理論」に登場する。

19) ミンスキー、前掲書(注2)、142頁。

20) ミンスキー、同上書、224頁。

21) この負債デフレモデルは後に詳しくみアジア通貨・金融危機に適用できる。インドネシア、タイ、マレーシアでは、「アジアの奇跡」と称えられ、その成長性が期待されている間は、将来に対する楽観的な見通しが支配的になり、外国為替リスクや流動性リスクを低く見積もり、外貨借入を増やし、積極的な投資を行った。ところが1997年に入って、確信の「突然の変化」により、企業と銀行の債務構造や為替のポジションが見直され、企業、銀行が流動性を増やし、借入金を返済するために、保有資産を売却し、債務デフレが進行した。さらに為替レートの下落を抑えるために、当初、政策当局が金融を引

ミンスキーは資産価格を決定する要因を、 P_k 関数を使用して表わす。 P_k は実物資本の需要価格である。 P_k (実物資本の単位価格) が新たに生産される資本財の単位価格、つまり投資の需要価格を決定する要因である。その限りにおいて、 P_k の変動が投資の変動の主要な原因となる。 P_k 関数は次のように定義される。

$$p_k = K(q, M, \hat{c} - c)$$

$$dP_k/dq > 0, \quad dP_k/dM > 0$$

M は貨幣量であり、 P_k の値は関数 $K(\cdot)$ で規定され、関数 $K(\cdot)$ が安定しているときは、 M が変化すると P_k の値は変化し、または関数 $K(\cdot)$ それ自体が変化するときも P_k の値は変化する。貨幣量 M が他の資産や現金支払い契約 c との相対的關係において増加すると、貨幣に対する流動性プレミアムは低下し、 P_k が増加することを上記式は表している。さらに、 P_k 関数は見込収益 q の系列についての主観的な判断、および流動性の価値が変化するときシフトする²²⁾。 q の上昇は既存の債務構造によって課せられる制約を緩和する。なお \hat{c} は実物資本ストックのポジションを有する際の投機的な要素、 c は債務返済額を示す²³⁾。

これらは、将来にかんする予想を反映しており、それらの予想と、その予想にかんする確信の程はケインズが描いたような「突如とした変化」にさらされるのである。

次にミンスキーは、ケインズが「資本蓄積に伴う見込収益の低減と資本財の供給価格の上昇とを結合させることによって、金融市場で決定される利子率と投資率を関連づけるのに利用できる右下がりの曲線を導出」したが、

き締めたことにより、アジア通貨危機が深刻化していった。

22) 同上書、144 145頁。

23) 同上書、144頁の訳は \hat{c} であるべき点が c となっているので \hat{c} の説明がない形になっている。

しかし、これは実は、「実物資本ストックの変化の影響と実物資本の生産量の変化の影響をケインズが混同していた」といえると指摘している²⁴⁾。この点をどう解釈すればよいのであろうか。ケインズは「もしある期間内に一定種類の資本に対して投資が増加するならば、その種類の資本の限界効率は、それへの投資が増加するにつれて低下するであろう。その理由は一つには、その種類の資本の供給が増加するにつれて予想収益が低落するからであり、いま一つには、通常、その類型資本を生産する設備への圧力がその供給価格を増加させるからである²⁵⁾」と述べている²⁶⁾。前者が実物資本のストックの変化の影響であり、後者は実物資産の生産量の変化を表しているとして解釈できるとすれば、混同はしていない。

ミンスキーはこの関係を下記の式で表している。下記の式(3)と(5)から供給価格は投資の増加関数である事を示す。これは、ケインズのいう実物資本の生産量の変化の影響である。式(4)は見込収益と投資の供給価格を結びつける数式である。Qの系列を一定として、 P_t が上昇すると、この等式を維持するためには、 r の系列が低下しなければならないことになる。(6)から、期待収益Qは資本の減少関数である事を示している。Qは資本の希少性に依存しているからであり、実物資本のストックの増加による影響である。

$$P_t = P(I) \quad (3)$$

24) ミンスキー、同上書、156-157頁。

25) J. M. ケインズ『雇用・利子および貨幣の一般理論』(塩野谷祐一訳) 東洋経済新報社、2001年、126頁。

26) 過去の投資への影響を考える場合、投資が増加することによって、 P_t 、実物資本の供給価格が上昇しても、実物資本を購入した企業のバランスシート上の過去の価格は低いままであり、影響はないが、Q系列の減少は、過去の実物資産の評価も減少させるので、影響は大きいと思われる。

$$P_t(I) = \frac{Q_1(K_1, Y_1)}{1+r_1} + \frac{Q_2(K_2, Y_2)}{(1+r_2)^2} + \dots + \frac{Q_n(K_n, Y_n)}{(1+r_n)^n} \quad (4)$$

$$\frac{dP_t(I)}{d(I)} > 0 \quad (5)$$

$$\frac{\partial Q_i(K_i, Y_i)}{\partial(K_i)} < 0 \quad (6)$$

ミンスキーは「投資支出の変動を説明するという問題に接近する上で資本の限界効率率表によるよりも、見込収益を資本化して実物資本の需要価格を決める方が、自然な方法である」としている²⁷⁾。なぜなら、1. 代替的な方法のようにQの系列を陰にかくしてしまうことがない。2. 割引率を明示的に考察できる。流動性に対する評価が違っているので、その割引率と確実な貸付の市場利率との比率は様々な値をとる。3. 二つの市場価格、つまり実物資本ストックの市場価格と株式の市場価格が、次元としてQ系列の割引現在価値と同値であるからとしている²⁸⁾。ミンスキーは(4)式から導き出される利率(筆者・本来は割引率と訳すとよいと思われる)と金融資産の利率と同一視することを問題視している。なぜなら、ミンスキーは実物資産の割引現在価値率は、資金貸付の割引現在価値率の一定割合であり、それは不確実性の状況に依存していると考えからである²⁹⁾。したがって、この方法が、投資決定に不確実性と資産保有者の危険に対する選好を導入するためには、無理のない方法であるからであるとしている。こうした背景には、ミンスキ

27) ミンスキー、同上書、159頁。

28) ミンスキー、同上書、160頁。

29) ミンスキーはケインズの限界効率率表を資本が増加することにより収穫が逓減する、あるいはコストが逓増するという古典派的な考え方と結びつけることに反対する。最初に実物資本の価格を所与とするのは紛らわしいとしている。

一は需要価格の算出に当たって、期待収益だけでなく、流動性の状態や借手リスク、貸手リスクといった金融リスクを組込みたかったからではないかと思われる。ケインズ自身も『一般理論』において、二つの型のリスクが投資に影響するとして、借手の危険と貸手の危険について述べている。景気過熱期には、これらのリスク、即ち借手リスクと貸手リスクにかんする人々の推定は異常にかつ不健全なほど低くなりがちだとも言っている³⁰⁾。ミンスキーはこの借手リスクと貸手リスクを、実物資産の需要価格と供給価格の決定の要素の中に、明示的に挿入したのである。

一方、ミンスキーの考える供給価格は、生産者側のコストだけでなく、貸手リスクが加わると考える点が特徴である。ミンスキーは供給価格が、短期的には生産者側のコストで与えられるものだが、一方で貸手リスクを織り込んだ供給価格という概念を提示する。企業が抱えている資金調達構造により、資金供給者たちが評価する企業の債務返済能力の信頼性にも依拠する。そこには投資額が一定水準を超え、借入比率が高くなると貸手から見たリスクが加わるとする。貸手リスクを含む供給価格とは、資本財を生産し、供給する企業に対する貸手リスクなのか、投資財の買い手からみた実効的な供給価格なのであろうか、多少の議論の余地がある。

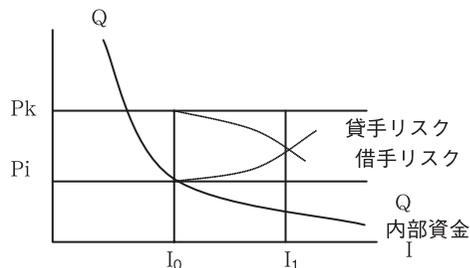
この点、一般的には、資本財を生産し、供給する側に対する、貸手リスクと考えられている。前出の萩原氏も、「資本資産の供給価格は、負債を増加させて生産を行う企業に対して、高い確定利子率や契約条項の変更によって、貸手リスクを負わせるのだから、生産技術に基づく供給条件とは独立に、資本資産の供給価格を上昇させるのである」としている。しかし、筆者は、ここでは、貸手リスクは、需要者側に対する貸手リスクとみるこ

もできると考える。供給価格自体は、生産者側の事情で決定され提示されるが、これを需要者側から見ると、この供給価格に、需要者が借入に依存して投資することに対して、需要者に資金を貸出す側のリスクが上乘せされると理解することができる。その理由は以下のとおりである。

ミンスキーは、借手リスクと貸手リスクを織り込んだ、需要価格の曲線と、供給価格の曲線を下記の図式で表した。QQ曲線は内部資金の制約線である。QQ曲線を超えると借手リスクが生じる。I₀の段階では、借入れは不要なので、借手リスクも貸手リスクもない。投資額は借手リスクと貸手リスクが交差した点で決まるという点に、ミンスキーの特徴がある。

この場合、一つの金融行為に対し、借手リスクは、借りる側からみたリスク、貸手リスクは同一の借手に対する貸し手側からみたリスクと考える方が自然である。勿論、供給価格自体は供給者側の問題であるが、需要者からみた実効的な供給価格は、これに需要者に対する貸手の貸手リスクを加味したものと考える。供給者側も生産量の増加によって、負債が増加しリスクが生じるのであれば、それは、供給者にとっての借手リスクである。

次に注意すべき点は、実物資産の需要価格と実物資産のストックの市場価格との違いである。実物資産の需要価格 P_k といった場合は、新たに生産される資本財の単位価格、すなわち投資の需要価格を決定する要因である。一方ミンスキーは、実物資産のストックの市



30) J. M. ケインズ, 前掲書, 144 145頁。

場価格という言葉も使う。例えば、「実物資本のストックの市場価格と株式の市場価格が、次元としては Q 系列の割引現在価値と同値である³¹⁾」という使い方もする。なぜなら、新規投資だけでなく、ストックとしての実物資本の価格³²⁾の変動の大きさが、投資の変動要因になるからである。新規投資の見込収益 Q が低下することは、過去の同一の産出物を生む実物資本のストックから生み出される Q も減少することを意味する。それゆえ、ミンスキーは、バランスシート上に残された過去の資産と負債を重視し、過去のキャッシュ・フロー Q の見通しが、突然変化することの影響の大きさを強調しているわけである。ミンスキーは集計化された P_k という形で実物資本のストックの価格を決定する $P_k(M, Q)$ 関数を使用し、この関数も不安定的だとしている³³⁾。この点がミンスキーの金融の不安定性を理解する上で重要な点である。ケインズ自身も資本ストックという言葉を使うが、限界資本効率には、限界的な新規投資の意味が隠されている。そこで、これを投資の限界効率とすべきだという議論もある³⁴⁾。

次にミンスキーは Q の見通しという場合、 Q は単なる期待収益ではなく、 l 流動性、 c 持越し費用を q に加減した $q-c+l$ と考える。またケインズの場合、限界的な投資時点で、利子率は決まっており、 Q の見通しも最後に行われる投資の Q に固定されているのであるが、ミンスキーの場合は投資が進むにつれて、 Q の見通しも、利子率も、そして借手リスクも貸手リスクも変化する。すでに見たと

おり、ミンスキーは、資本の限界効率と貸出利子率は同じ次元で論じられるものではないと考えている。それは実物資本と金融資産の割引率、あるいは実物資本の割引率と債務の割引率は異なると考えているからである。貸出利子率は企業の信用度によっても、流動性の状況によっても変化する。つまり、貸出利子率とは信用リスクも流動性リスクも勘案された利子率なのである³⁵⁾。

(3) 貨幣需要に関する考え方

ミンスキーがケインズよりも、より詳細に分析している点は、貨幣需要に関する考え方である。複雑で洗練された金融市場が存在する経済においては、貨幣需要を決定するのにかかわる取引の範囲は、標準的な貨幣数量説が強調している最終所得に関連する財の取引よりもはるかに広いとして、ケインズより、貨幣需要を詳しく分類している。

$MV = PT$ は、フィッシャーの基本方程式であり、この式は、貨幣需要を取引需要としてとらえる。 $M_d = kPO$ (k 貨幣で需要される所得の比率) はケンプリッジ型の数量方程式である。ミンスキーはこれらの式が、貨幣需要と最終生産物に対する需要の結びつきだけを強調し、貨幣需要に対する金融取引の影響を看過していると指摘している。

31) ミンスキー、前掲書、(注2)、160頁。

32) 実物資本という概念を量的にとらえることは、「ケンプリッジ資本論争」で議論されたように困難であるが、ある種の製品を生産するための実物資本の合計という考え方は可能である。

33) ミンスキー、前掲書、(注2) 166頁。

34) 宇沢弘文「ケインズ『一般理論』を読む」岩波書店、2011年2月、193頁。

35) 金融危機に際し日本の銀行の間では、過去の倒産確率をもとに金利を設定すれば貸し倒れ損失が防げると考えて、企業や貸出金を一つひとつ格付けして、この格付けに対しては、上乘セスプレッドを何パーセントとして貸出金利を決めればよいという考えが浸透した。しかし、実際には顧客という相手があることであり、理屈通りにはいかなかった。

ミンスキーは金融資産のキャッシュ・フローは実物資本のキャッシュ・フローと異なり、確定しているとしている。しかし貸手から見れば、あるいは投資家から見れば、金融資産の生み出すキャッシュ・フローは発行した企業の業績を反映して、変動するのである。

ケインズは貨幣の保有動機として、取引動機、予備的動機、投機的動機の3つを挙げる。

取引動機および、予備的動機を満たすために保有される現金の量を M_1 とし、投機的動機を満たすために保有される量を M_2 とし、 L_1 は取引動機を反映、 L_2 は投機的動機に基づく貨幣需要であり、利子率 r の流動性関数であるとすると $M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$ と表せる。この式においては、所与の貨幣量の下では所得が高いほど利子率は高くなる。

ミンスキーは、「不幸なことであるが、流動性選好を説明する際にケインズは利子率という言葉資金の貸付の金利として使うと同時に、暗黙的に扱われていた実物資本価格の代理変数をとしても使うことによって、説明を曖昧にしてしまった³⁶⁾」と批判している。そこでミンスキーは、貨幣需要の決定要因として実物資本の価格水準 P_k を明示的に入れ、貨幣需要を次のようにあらわす。 M を所与とすれば、投機的貨幣需要は実物資本の価格を決定する要因として働く。

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r, P_k)$$

この式では、所得が高いほど利子率は高くなり、資産価格は低くなることを示しているが、もしより高水準の所得が実物資産の保有からの所得の確実性が上昇すると解釈すれば、流動性関数のシフトにより、一定の貨幣供給量の下で、所得が高くなるほど、利子率も高くなり、実物資本も高くなるとも考えられる³⁷⁾。

さらに民間部門が抱える既存の金融契約的 F に基づく予備的動機による貨幣需要として L_3 を加えると次の式となる。

$$\begin{aligned} M &= M_1 + M_2 + M_3 \\ &= L_1(Y) + L_2(r, P_k) + L_3(F) \end{aligned}$$

さらに貨幣類似資産とよぶことのできるいくつかの金融資産 MN の流動性効果 $L_4(MN)$ を反映させると、下記のような式となる。

$$\begin{aligned} M &= M_1 + M_2 + M_3 - M_4 \\ &= L_1(Y) + L_2(r, P_k) + L_3(F) - L_4(MN) \end{aligned}$$

貨幣供給量と所得水準を所与とすると、民間部門の金融的契約残高 F が増加するほど、利子率は高くなり、実物資産の価格は低くなる³⁸⁾。貨幣類似資産の額が大きいほど利子率は低く、実物資本の価格は高くなる。

ケインズが流動性選好、あるいは貨幣需要を貨幣と債券の価格との関連で説明したのに対し、ミンスキーは貨幣、金融商品としての債券、それから実物資産を明確に分けて分析する点に特徴があるといえる³⁹⁾。

(4) 不確実性、投資と投機に関する考え方に、「不確実性」とは何かについて考えてみよう。ミンスキーが「不確実性を含まないケインズ理論は王子の登場しない「ハムレット」のようなものである」とか、ケインズを理解する上で重要であるにも関わらず無視されてきたのが、循環的変動の視点、投資と資金調達との関係、そして不確実性の概念であるというように、不確実性の概念は、ミンスキーにとっても重要な概念である。不確実性とは何が不確実なのであるうか。

投資は利潤期待に依存して変化する時間のかかる過程なので、投資の決定は常に不確実性の条件の下で行われる。不確実性とは、主観的な確率であり、十分な知識が欠如したままで、付与される確率であるとされる。ケインズの考えでは、将来にかんする主観的な見

38) ミンスキー、同上書、118頁。

39) 期待利潤と利子率の相関関係を見直し、金融の不安定性をモデル化した論文として L. Taylor and S.A.O'Connell, "A Minsky Crisis," Quarterly Journal of Economics, Vol. 100, 1985. がある。

36) ミンスキー、前掲書(注2)、119頁。

37) ミンスキー、同上書、118頁。

通しこそが投資決定や資産選択の最も重要な基礎であり、しかもこの主観的見通しは変わりやすい点を指摘している。ミンスキーも不確実性という言葉を度重ねて使用する。一つは、投資の後の期待収益 Q が不確実であるということである。これは企業が投資に見合ったリターンが得られるかどうか不確実な状況で意思決定をしていることを意味する。さらにミンスキーにとっては借入れを行うと、これを返済できるか、あるいは借り替えるかの不確実性が金融の不安定性の源泉となる⁴⁰⁾。借入によって、投資する場合は、こうした不確実性に対処するために「安全性のゆとり幅」をもつ必要があることを指摘する⁴¹⁾。

次に投資と投機の考え方についても、ケインズとミンスキーを比較してみよう。ケインズにとっては、投機は市場の心理を予測する行動であるのに対し、投資は、資産の全存続期間にわたる予想収益を予測する行動として、投機家は企業活動の着実な流れにおけるバブルとしては無害かもしれない。しかし、企業活動が投機の渦巻きの中の泡となったときには事態は重大である、と述べている。

ミンスキーは投機をより広く捉えている。資本主義経済の根本的な投機は二つの側面をもつとし、実物資本の獲得という側面と、その実物資本獲得のための資金調達に用いられる債務に表示される現金返済契約を発行する

側面であるとしている⁴²⁾。

ダブル・ミスマッチを抱えた、インドネシアの銀行や企業の行動は、投資活動であったのか、投機の要素が含まれていたのか。ミンスキーの視点からすると、資金調達のミスマッチという意味で、投機的な要素が含まれていたともいえるが、ケインズの視点からすれば、まさに「企業活動が投機の渦巻きの中の泡」となってしまったところに、通貨投機の専門家が加わり、事態をより深刻なものにしたといえる。

3. キャッシュ・フローと3種類の金融形態

一般にミンスキーの金融不安定性の議論においては、ヘッジ、投機、ポンツイ金融という言葉だけが独り歩きしている。本来これらは、企業金融と資産価格の決定、投資理論の延長線上で捉えるべき問題である。

『金融不安定性の経済学』第9章「金融取引契約と不安定性」では頑健な金融構造から脆弱な金融構造へなぜ進むのかについて検討される。ミンスキーは、企業の過去から受け継がれた資本資産ストックのポジションが、バランスシートの負債側に記載される金融手段によって調達されているという点を重視する。資本資産を保有するために使われる資金を調達するために使用された債務構造は変化し、それはまた、金融関係や支払取引契約に影響を及ぼすとしている。

ミンスキーは、金融取引契約がいかにして経済に影響を及ぼすかを分析するためには、経済主体を彼らが獲得するキャッシュ・フローの観点からみる必要があり、そして当然のことながら、銀行も普通の企業も、流動性と支払能力をもつ必要があるとしている。このことは、負債に対する支払取引契約が、実現キャッシュ・フローと期待キャッシュ・フロ

40) 不確実性については、ミンスキーとは対極的なシカゴ学派に属する「ナイトの不確実性」の概念がある。ナイトは不確実性には2つのタイプがあり、第一のタイプは、それが起こる可能性についての確率分布が描けるものだとする。これを「リスク」と呼ぶ。もう一つのタイプは、それが起こる「確率分布」が思い描けないものであり、類似した事象が過去に発生したことの無い事象である。ナイトはこれを「真の不確実性」と呼んだ。

41) アジア通貨危機に際しては、この不確実性が突然現実のものとなり、「安全性のゆとり幅」もないまま、金融機能が完全に麻痺した。

42) ミンスキー、前掲書(注2)、140頁。

一によって与えられる限界内に収まらなければならないことを意味している⁴³⁾。

ミンスキーによれば、不安定性の要因の一つは、産業化された、或いは産業化されつつある経済が金融を必要としていることにある。経済が発展し、寿命の長い資本資産を取得するための投資とその資産の所有もまた外部金融を必要とするし、生産がより資本集約的になり、投資財の相対的費用や懐妊期間が増加するにつれて、不安定性がさらに悪化する。なぜなら、そのような資本主義経済においては、債務者が所得の生産によってではなく、新たな債務を背負うことによって得た現金によって古い債務を返済するという金融の配合が出現する可能性が高いからである⁴⁴⁾。したがって、負債による資金調達あるいは外部金融による資金調達を生む金融構造が経済の安定性に対してもつ含意を研究しなければならないとしている⁴⁵⁾。

上記のような理由でミンスキーはキャッシュ・フローを重視し、キャッシュ・フローを所得キャッシュ・フロー、バランスシート・キャッシュ・フロー、ポートフォリオ・キャッシュ・フローの3種類の基本的な類型に分類する⁴⁶⁾。

所得キャッシュ・フローは所得循環に付随して循環するキャッシュの流れである。バランスシート・キャッシュ・フローは、既存の過去から受け継がれた債務によって支配される。元金と利子の双方を含むこれらのキャッシュ・フローは、債務証書の契約条項によって決まっている。ポートフォリオ・キャッシュ・フローは、資本資産や金融資産の所有者が変わることによって発生する。このキャッシュ・フローは、資産を取得したり売却したり、あるいは新しい債務を経済循環に投入する決意の結果起きる。

ミンスキーによれば、金融の不安定性は、所得キャッシュ・フロー、バランスシート・キャッシュ・フロー及びポートフォリオ・キャッシュ・フローの相対的な重要性に関連していることになる。所得のキャッシュ・フローは、バランスシート・キャッシュ・フローとポートフォリオ・キャッシュ・フローが依拠する基礎である、としている⁴⁷⁾。

こうしたキャッシュ・フローの分析をもとに、ミンスキーは金融形態をヘッジ金融と投機的金融とポンツィ金融の3つに分類する。これらの金融方式は、負債に対する現金支払い契約と、資本資産あるいは自己所有金融証書に対する債務者の契約約定によってもたらせる準地代⁴⁸⁾との間のさまざまな関係によって特徴づけられるとしている。ある経済主体が未払いの債務のすべてを返済できるほどの十分な額の実現キャッシュ・フローおよび期待キャッシュ・フローに直面しているならば、その経済主体はヘッジ金融を行っていることになる。現実論から言えば、投資のための債務の少ない、自己資本比率の極めて高い企業であろう。

43) ミンスキー、前掲書(注3)、244頁。

44) ミンスキー、同上書、245-246頁。

45) 借り替えのファイナンスが必要な例としては、プロジェクト・ファイナンスがあげられる。当初は所得キャッシュ・フローがないので、利払いは、自己資金あるいは、借入金の中から支払われる。プロジェクトが完成し、事業がキャッシュを生み出すようになった時点で、長期のローン(Take out Finance)への切り替えが行われる。

46) 現代の企業経営においては、キャッシュ・フローが重視されており、企業は、事業報告書において営業キャッシュ・フロー、財務キャッシュ・フローに分けて開示している。また複雑な金融商品の価格も将来のキャッシュ・フローを現在価値に直して価格が設定され、取引が行われている。

47) ミンスキー、前掲書(注3)、250頁。

48) 生産された資本資産ストックが生み出す収益が地代と類似しているが、資本資産は土地と異なり、磨滅するので準地代という用語を使っている。

投機的金融とは、ある経済主体の支出バランスシート・キャッシュ・フローが期待所得受領額を上回り、したがってそれに唯一の対応できる方法は、負債を転がすか、あるいは負債を増加させることである場合を指す。ポンツイ金融とは、負債を返済するための資金を調達するために負債を増加させる状態を指す。

一方で、資本資産は利潤をもたらすが故に価値をもつということが真実であるとするれば、資本資産の市場価格は、将来の利潤に関する現在の期待と、期待利潤が現在価値に返還される方法に影響されるとし⁴⁹⁾、ここで、ミンスキーは、キャッシュ・フローから算出される資本資産の市場価格の問題に一旦戻っている。

そして、キャッシュ・フローの問題に再び立ち返り、金融契約が資本資産に十分長い期間を許容するような長期契約でないかぎり、経済の正常な作用によって契約を遂行するために必要な現金をえることはできないので、こうした状況の下では、所得キャッシュ・フローとポートフォリオ・キャッシュ・フローを組み合わせることによってのみ、支払約定を履行することができるとしている⁵⁰⁾。

ヘッジ金融に従事する主体とその取引銀行は、資本資産操作がもたらすキャッシュ・フローが、現在および将来における支払契約を上回ることを期待している。投機的金融に従事する経済主体とその取引銀行は、資産操作(あるいは自己所有の金融証書に関する金融取引)から得られるキャッシュ・フローが典型的には近い将来の一時期における契約支払額を下回ることを予想する。

もし所得不足に陥れば、ヘッジ金融に従事する経済主体は、投機的金融に従事する主体にもなりうるし、もし所得が急上昇するか長

期負債に負債を「借替える」ならば、投機的金融に従事する経済主体はヘッジ金融に従事する主体になりうる。

ポンツイ金融に従事している経済主体は、近い将来のある期間中に契約支払額が自己所有の資産によってもたらされる期待受領額を上回る、という意味では、投機的金融に従事している経済主体に類似している。しかしポンツイ金融に従事する経済主体は、利子を資本化して、債務構造に組み込む結果、ポンツイ金融に従事する経済主体の未払いの負債の金額は上昇する。

このように、景気がブームから負債デフレへと循環する過程で、ヘッジ金融は投機的金融に、投機的金融がポンツイ金融に変化することもある。

景気が平穏な状態から、ブームにそして、負債デフレへと循環するうちに、企業の金融はヘッジ金融から、ポートフォリオ金融、ポンツイ金融へと変化していく。それでは、どのようなプロセスを経て、ヘッジ金融が投機的金融に変化していくのであろうか。ヘッジ金融が優位を占めるシステムでは、短期利率は長期利率よりも低いので、短期借り長期運用によって利潤を稼ぐことが可能となる。ヘッジ金融が支配的な状況で、投機的な需要が加わると、資産価格は上昇し、資本利得も発生する。このように経済を投機的金融へと誘う利潤獲得の見込が存在し、頑健な金融構造から脆弱な金融構造へと移行する内生的な諸力が働く。やがて、投資ブームによる資金需要の増加が利率の上昇をもたらす、さらには、原材料や労働費用も上昇して、Qの見通しも低くなり、その結果、資本資産の価格が投資の供給価格を下回るようになり、投資が減退し始める。こうなると、短期で調達していた資金の借り換えが難しくなり、資産の売却による資金調達が始まり、負債デフレーションへと向かうことになる。

ミンスキーは実物資本の需要価格を算出す

49) ミンスキー、同上書、252頁。

50) ミンスキー、同上書、254頁。

るための準地代 Q の分析を『金融の不安定性の経済学』の第8章「投資と金融」の中でを行い、キャッシュ・フローの重要性を説いたが、第9章の「金融取引契約と不安定性」では、ミンスキーの定義する所得キャッシュ・フローが、期待収益 Q に限定されず、より広い概念になっている。ミンスキーは「もし所得が急上昇するか長期負債に負債を「借替える」ならば、投機的金融に従事する経済主体はヘッジ金融に従事する主体になりうる。」と述べているが、所得が急上昇する場合はよいが、短期の債務を長期に切り替えただけでも、投機的金融がヘッジ金融になるというのは、単に運用と調達 mismatches を問題にしているだけである。本来、銀行家にとって、融資の可否の判断をする上で重要なのは、企業の収益の実績と期待収益の見通しである。銀行は危機に際しては、平時の冷静な分析ができず、銀行自体の流動性を確保し、不良資産を減少させようという視点から、無闇に資産圧縮を行い、結果としてさらに経済を悪化させるという行動をとりがちではあるが、いわゆる企業の「黒字倒産」を起こさないためにも、ソルベントなのかインソルベントなのかを判断することが必要であり、収益や利潤をベースとしたキャッシュ・フローの状況による、金融状況の定義も重要であろう。

しかし債務構造の変化が、平穏状態、ブーム、そして負債デフレに進ませるというミンスキーの理論は、通貨・金融危機を分析する上で十分に有効である。特に、資本・金融の自由化の進んだ現代においては、金融の不安定性は増幅されており、その理論の重要性はさらに増している。

4. アジア通貨・金融危機への応用

ケインズ理論では、各循環局面の一時的な性質を規定している要因は投資の不安定性であるが、ミンスキーは資本主義的な金融制度

を持つ経済における景気循環のより根本的な原因は金融資産構成及び金融諸関係の不安定性だとしている⁵¹⁾。ミンスキーの金融不安定性仮説は「現代資本主義経済が正常に作用するかどうかは、過去の債務を有効化するために十分な所得を資本資産稼働できるような水準に資本所得が到達し、かつその水準を維持できるかに依存している⁵²⁾。」この点で、金融や資本移動の自由化によってもたらせる運用通貨と調達通貨 mismatches と運用期間と調達期間 mismatches という、二重 mismatches によって、ミンスキーの金融不安定性仮説は一層、増幅された形で成立するのである。

ミンスキーの金融不安定性との関連でアジア通貨・金融危機を取り扱った論文としては、J. A. Kregel による、“Yes, ‘it’ did happen again—the Minsky crisis in Asia” 「再び起きた、アジアにおけるミンスキー危機」がある。この論文は、アジア通貨・金融危機の分析にミンスキー理論を用いて、的確に分析している。

Kregel は、この論文の「はじめに」において、ミンスキーの金融不安定性仮説がアジア通貨・金融危機に適用できると考えている。ミンスキーの金融の脆弱性から金融の不安定性への道程についてもとの分析は、国内の金融政策の変化、あるいは持続している安定的な国内の状態を基本としている。しかし、この分析は、オープンな市場で活動している企業や国際市場で貸し借りしている銀行にとっては、外生的な為替レートの変化の影響にも拡張される。相互に依存した市場と増大する資本の流れによって、国内の金融政策の変化の影響は、大きな国際的な貸手の金融政策の変化の影響にも、拡張されなければならない⁵³⁾、と述べている。ミンスキー自身も

51) ミンスキー、前掲書（注2）、85-86頁。

52) ミンスキー、前掲書（注3）、214頁。

53) J. A. Kregel、前掲論文。

述べているように、ブームの破綻が金融恐慌、負債デフレーションや深刻な不況をもたらすか、あるいは被害の少ない景気後退をもたらすかは、経済の全般的な流動性、政府部門の相対的な規模、および連邦準備銀行が最後の貸手としてどの程度積極的に行動するかに依存するとしており、理論的な分析に加え、個別の国の状況を詳細に分析する必要性は高い。ここでは、ミンスキーの金融不安定性がどのように、アジア通貨・金融危機、特にインドネシアに適用されるかをみてみよう。ミンスキーの金融の不安定性、不確実性がより具体的にどのような過程を経て実体経済に作用するのか、Kregel が触れていない部分も含めて、実例を挙げてみることにする⁵⁴⁾。

ミンスキーの金融不安定性仮説をアジア通貨・金融危機に応用できる主要な点は、以下の7点である。

- (1) 急激な資本の流入・流出
- (2) 投資決定における金利と資本コストの読み違い
- (3) ダブル・ミスマッチによる金融不安定性の増幅
- (4) 自国通貨の下落が需要価格および供給価格に及した影響
- (5) 金融取引契約の実態
- (6) 総需要を支える手段がなかったこと
- (7) ヘッジから投機、ポンツィ金融への道

(1) 急激な資本の流入・流出

ミンスキーは、ブーム期に実物資本の見込収益が示すキャッシュ・フローを基盤として、負債構造が際限なく増加するが、実物資本の

実質的な見込収益は定常的にしか増加しない点を指摘する。ブーム期に加速的に成長する負債の増加によって利子率は上昇し、やがてブームは終焉するというプロセスを説明する。

一方不確実性が增大する局面では、貨幣の投機的需要が、債務構造から見通される危険の増大を反映して増加すると、企業、家計、銀行は、流動性を増やすために、あるいは負債を返済するために、保有資産を減少させようとして、資産売却を行い、このために資産価格を低下させるという負債デフレモデルを展開する。

インドネシア、タイ、マレーシアでは、「アジアの奇跡」と称えられ、その成長性が期待されている間は、将来に対する楽観的な見通しが支配的になり、外国為替リスクや流動性リスクを低く見積もり、外貨借入を増やし、積極的な投資を行っていた。ところが1997年に入って、「確信の突然の変化」により、企業と銀行の債務構造や為替のポジションが見直され、企業、銀行が流動性を増やし、借入金を返済するために、保有資産を売却し、負債デフレが進行した。この過程はミンスキーのブームから負債デフレに陥るモデルが、そのまま当てはまる。さらに為替レート下落を抑えるために、当初、政策当局が金融を引き締めたことにより、アジア通貨・金融危機が深刻化していった。Kregel は、この点について「銀行は借入れの必要のない人へのみ貸すべきであるという警句がある。これは、多くの発展段階にある国の経験を反映しているように見える。借入れが必要な時に、途上国は困難に直面するが、海外からの投資資金を受け入れている時は、それを止めることは難しい⁵⁵⁾」と述べている。

54) 詳しくは次の論文を参照。「インドネシアの通貨・金融危機の再考(上)」『立教経済学研究』第61巻3号, 2008年1月。「インドネシアの通貨・金融危機の再考(下)」『立教経済学研究』第61巻4号, 2008年3月。「アジア通貨危機に際してのマレーシアの対応」『立教経済学研究』第62巻第3号, 2009年1月。

55) J. A. Kregel, 前掲論文, p.199.

(2) 投資決定における金利と資本コストの読み違い

投資の需要価格に影響を及ぼす要因の一つは金利である。アジア通貨・金融危機が起きるまでは、企業家の投資の意思決定、そして銀行の貸出の意思決定において、金利の読み間違えがあったのではないと思われる。バンカーや投資家の行動は情報の非対称性や不完全性があるため、リスクプレミアムを見誤って、低利での貸出競争に走ったり、反対にパニックに陥って急激な貸し出しの回収に走ったりするなど合理的な行動をとれない場合が多い。リスクプレミアムの読み違いとは、例えば、カバーを取らない外貨借入れの地場通貨転換により、一見金利が低く見え、資本コストを低く見積もってしまったため、本来は採算に合わない投資案件も取り上げられてしまったと考えられる。クローリングベッグ制に慣れてしまい、為替をアンカバーのまま期限を迎えても、借入れ時とあまり変わらぬ為替レートでドルを購入することができれば、実際にルピアで運用していてもドル並みの金利を支払えばよいことになる。こうした状態が長く続いていたので、本来地場通貨ルピアの金利で個々の投資の判断をすべきところを、それより低いドルなどの金利をもとに投資の判断をしていたことになる。

(3) ダブル・ミスマッチによる金融不安定性の増幅

ミンスキーの企業の債務構造を重視する考えに基づいて、アジア通貨・金融危機の大きな流れを説明することができる。アジア通貨・金融危機が起きたことにより、インドネシアでは、企業や銀行が外貨で借り入れしていたことに潜むダブル・ミスマッチの問題が顕在化して、金融の不安定性は一層、増幅された形で現れた。ルピアの下落は、ドル建てで借入れをしているインドネシアの銀行や企業の自国通貨ベースでの債務負担を増やすこと

になり、銀行から債務の返済の圧力がかかる。債務の返済のためにドルを購入しようとするのが、ルピア安が予想される段階でドルの売り手が少なく、益々ルピアの売り値が下がる。通貨当局はルピア防衛のために金利を引き上げる。これは、ルピア売りドル買いを行い難くする効果はあるが、一方で企業にとっては資金調達コストが高まることになり、企業業績は悪化し、投資も控えられ、経済活動全般が不活発になる。企業の業績と財務内容が悪化すると、銀行の資産内容の悪化から銀行自体の信用が低下し、インドネシアの銀行の海外からの資金調達能力も下降する。さらに高金利は銀行にネガティブスプレッド（調達金利の高騰を貸出金利に転化できない状況）をもたらし、銀行の業績をさらに悪化させた。こうして、経済の資金循環は中断され、ルピア安の進行により更なる悪循環に陥ったのである。つまりこの背景には、海外からの短期資金がインドネシアの企業に貸付けられ、それらが、通貨面、期間面で二重（ダブル）のミスマッチとなっていたにもかかわらず、そのリスクが認識されずに、ミンスキーがいうところの「安全性のゆとり幅」が低かったことが、上記の悪循環を引き起こす要因の1つであった。

(4) 自国通貨の下落が需要価格および供給価格に及ぼした影響

ミンスキー理論における投資の決定に当たっては、実物資本の需要価格と供給価格の決定が重要な役割を演じるので、自国通貨の下落が資産の需要価格と供給価格に及ぼした影響についても見ておこう。為替レートの切り下げによって、外貨建て債務の自国通貨ベースでの債務が膨張し、企業のキャッシュ・フローは悪化し、流動性を確保するために、資産の売却を行い、その結果、資産価格の下落という負債デフレの悪循環に陥った。加えて、金融の不安定性を背景に消費や投資も控えら

れ、 Q の見直し自体も低下し、実物資産の需要価格は低下した。一方供給価格は、資本設備や原材料を輸入に依存する経済構造のために、為替レートの下落により、実効的な供給価格が高騰した。こうして需要価格と供給価格が大きく乖離した結果、投資が全く行われない状況に陥った。

(5) 金融取引契約の実態

金融取引契約がいかにして経済に影響を及ぼすかをミンスキーは重視する。通貨危機が起きるまでは、アジア重視の政策を打ち出していた邦銀は、シンジケーションのパッケージをもって、インドネシアの大手企業に日参し、マンドートの獲得競争をしていた。つまり、良い貸出先だと考えていたことになる。ただし、こうしたローンは表面的には3年とか5年の長期のものもあったが、貸し手が1年毎のプットオプションを持っている（貸し手が1年ごとに融資を打ち切りできる条件付の）ケースが多く、またコブナント (Covenant)⁵⁶⁾が厳しく、何か起きればすぐ借手が期限の利益を失うようになっていた。このように金融契約条項が貸手に有利にできていると、危機に際して、借手はなす術がなくなるのである。

為替取引が自由で、かつ安定的な為替相場の下、海外から大量の民間資金が流入し、結果として企業と銀行が多額の対外債務を抱えるようになっていたことが、後に通貨危機深刻化の要因の一つとなったことは間違いなかった。また危機によって、将来のキャッシュ・フローの予想が低下し、これにより投資が完全にストップしてしまったのであるが、更

に金融取引契約の内容が危機の深化に拍車をかけたといえる。

ミンスキーのいう金融取引契約の重要性は、インドネシアの銀行と企業の金融取引の契約の状況がダブル・ミスマッチを内包しており、そのことが通貨・金融危機を深刻なものに押し進めていったことを理解するのに役立つ。ミンスキーは、商業銀行は長期ポジションを獲得するための短期金融による資金調達をともっており、商業銀行は、基本的な投機的金融組織である、という指摘をしているが⁵⁷⁾、もともと、銀行は信用というものを介して、短期借り、長期運用によって利潤を上げる事業である。問題は、そのミスマッチの程度である。

(6) 総需要を支える手段がなかったこと

Kregel は、ミンスキーは総需要を支えるための大きな政府の役割の利点を主張した点に注目している。所得の下支え保証があれば、資産価格の下落が起きない。政府が大きければ、大きいほど経済は安定するからである。アジアではクロニー経済のことをよく耳にするが、これは、こうした国のエリートたちのある種のもたれあいであり、これは、ミンスキーが考えたような、不安定性を避けるための、ある種の所得の下支えにはならない⁵⁸⁾、としている。

この点について補足すると、インドネシアはIMFと結んだ趣意書により、緊縮財政を余儀なくされ、需要の下支えなどできる状態ではなかった。またクロニー経済といっても、Kregelの指摘を裏付けるように、当時の大統領のスハルト系の企業でさえ、自社を支えることができず、債務不履行に陥ったのであり、需要を下支えするような力はなかった。

Kregel は、ミンスキーが資産価格を支え

56) コブナントとは、融資契約の条件として、財務比率等に制限を設けることを指す。借り手がこれを守られなければ、期限の利益（借り手が当初の契約の期日まで返済する必要のないことの利益）を失い、返済を迫られる。

57) ミンスキー、前掲書（注3）、256頁。

58) J. A. Kregel, 前掲論文。

るために「最後の貸し手」として登場する中央銀行は重要であると考えた点を取り上げる。この危機では、企業や金融機関への主な貸出しは、ドルで行われていたので、これらの国では、中央銀行の「最後の貸し手」としての機能はドル準備の大きさに制約されていた。したがって無制限に貸出すというバジョットの原理に従うことができなかった。勿論、変動相場制に移行しないという選択の余地はあったろうが、そのように行動する能力は少なかった、としている。

インドネシアの場合、中央銀行は「最後の貸し手」としての機能を適切に果たすことができなかった。ドルの供給だけでなく、地場通貨ルピアの供給についても、適切な対応はできなかった⁵⁹⁾。

(7) ヘッジから投機、ポンツイ金融への道
アジア通貨・金融危機に直面した企業が、金利と為替レートという二つの外生的な変化をカバーする「安全性のゆとり幅」が十分でなかった結果、ヘッジ金融だったものがいきなり、ポンツイ金融に変化したと捉えることができる。借入人の「安全性のゆとり幅」が減少すれば、銀行の貸出金に対する貸手リスクが一般的に増加する。企業は当初期待していたキャッシュ・フローを実現することが困難になり、借入リスクも増大するので、銀行からの借入が困難になる。こうした条件下、当初はヘッジ金融企業だった多くの企業が投機的金融企業かポンツイ金融企業に変容していった。銀行からの借入ができなくなった企業は、経常的な支払いを遅らせることにより、キャッシュの流出を防ぎ、在庫を投げ売りすることにより、現金を確保する。それでもキャッシュが足りなければ、現在の事業を中止

し、資本設備を売却し、そして労働者をレイオフ、あるいは解雇した。こうした一連の企業行動は、有効需要を減退させ、景気の悪化に拍車をかけた。

一方、銀行は既に(3)でみたとおり、不良債権の増加により金利収入が減少しただけでなく、海外からの資金調達のコストを増加させ、調達金利が貸出金利より低いという「ネガティブスプレッド」が生じた。この結果、銀行は、ヘッジと投機に分類される企業への貸出を減少させ、ポンツイ金融に対しては資金を回収しようとする。投機的そしてポンツイ企業は、まさに生き残るために融資を必要としているが、銀行自体がポンツイに属してしまっただけの結果、銀行自身の資金調達の問題もあり、貸出の更改や与信の延長を拒否された。

信用不安から国内の銀行間市場は縮小し、銀行は日々の決済も困難になった。インドネシアの場合は中央銀行が、国内銀行の中央銀行にある当座勘定を当座貸越にすることにより対処した。しかし、後に多くの銀行が倒産し、中央銀行はこれらの債権を回収することが困難になった。

インドネシアでは危機の発生した年1997年の12月に、エービーエヌ・アムロ銀行のジャカルタ支店は、このままでは混乱が起こるので債務のリストラが必要であり、そのための組織を作ることを提案した。しかし外国銀行は期限の来るローンのロールオーバーを拒否し始めた。外国銀行、および合併銀行は通貨切り下げに伴い、自己資本比率や大口融資規制を守るためには増資が必要であったが、先行き不透明の状態では増資をすることは非常に難しく、資産の圧縮（貸し金の回収）を図るしかなかった。企業と銀行がともに、外貨借り入れと外国為替のポジションを縮小しようとして、ドル買いに走ったが、不確実性の高い状況でドルを売る者はいなくなり、外国為替市場も崩壊した。こうして脆弱な金融システムは不安定なシステムに変化した。

59) 詳細は「インドネシアの通貨・金融危機の再考(下)」『立教経済学研究』第61巻第4号、2008年3月、227頁参照。

おわりに

ミンスキーの金融不安定性理論をインドネシアの通貨・金融危機にどのように適用できるかについては、今後理論をより正確に理解し、現実をより深く分析することにより、その精緻化を図りたい。

ミンスキーの金融の不安定性は、サブプライムローンの証券化にともなう、世界的な金融危機を理解する上でも、役立つと言える。当初、サブプライムローンやCDOを取り扱った銀行や投資銀行は、はじめから、ポンツィ金融になるとは考えていなかったと思われる。

ミンスキーは資本主義の抱える金融構造がもたらす不安定性の理論を展開したが、それに対する政策は、明示していない。ミンスキーは金融革新が起きるときに、それらの発見者は巨額の富を手にするが、反対にそのことは、不安定性を増幅する種を宿しているといっている。まさにCDS (Credit Default Swap) やCDO (Collateralized Debt Obligation) の手法の開発により、投資銀行や銀行が高収益を上げた時期もあったが、その後こうした金融商品が世界規模での大混乱を引き起こしたのである。一見合理的と見られた判断が、実は合理的でない判定された時の、攪乱は経済を大きな危機へと導くのである。アジア通貨・金融危機に際しては、何が一見、合理的な判断であったのか、サブプライムローン問題を起因とする世界金融・経済危機に際しては、何が一見、合理的な判断であったのか、二つの危機を分析することにより、明らかになる。

こうした危機を防ぐにはどうしたらよいか。ミンスキーが教えてくれるのは、経済が安定しているときは、将来の楽観的な見通しに基づいて、資金が流入し、信用が膨らむので、その際は、中央銀行は景気の過熱を防ぐべき

政策をとることである。また悪化した時は、早めに、資産デフレに陥らないような政策をとることである。最近では、「マイクロブルーデンスからマクロブルーデンスへの転換」が議論されるようになった。マクロブルーデンスの視点とは、例えば国際決済銀行エコノミストのポリオ氏によれば、規制監督政策において、金融システム全体の安全性を確保することによって実体経済への打撃を最小化することである⁶⁰⁾。世界的な金融危機を体験し、「金融機関の行動とマーケット、マクロ経済の相互関係に目を配り、金融システム全体の安定化を確保するために「マクロブルーデンス (金融システム全体の信用秩序維持)」の視点でどのような制度、政策対応が必要か考える必要がある⁶¹⁾」といわれているが、筆者は、アジア通貨・金融危機の分析からも、マクロブルーデンスの重要性を強調し、政策対応の在り方を検討してきた。ミンスキーは資本主義社会では、金融の不安定性は避けられないと主張したが、今まで経験した危機からの教訓を生かすことにより、それを緩和することは可能と思われる。そのためには、一つ一つの危機を詳細に分析していく必要があると思われる。具象から抽象 (理論) へ、抽象 (理論) から具象へという分析を続けることにより、生きた教訓が得られると思われる。

13年前にアジア通貨・金融危機によって困難に直面したタイ、インドネシア、マレーシアは現在世界的な経済不況の中、高い成長を続けている。その背景には、アジア通貨・金融危機からの教訓、ミンスキー的な考え方が生かされたからだと言っても過言ではないと思われる。

一方で、リーマンショックからようやく回

60) 『日本経済新聞』2009年6月30日「経済教室」
「議論深まる世界の金融規制監督改革」翁百合。

61) 翁百合『金融危機とブルーデンス政策』日本経済新聞出版社、2010年。

復しつつあると見られた世界経済も、ギリシャの財政危機に端を発したユーロ危機によって、再び金融危機の様相を見せている。リーマンショックの際は、日米欧が結束して財政・金融政策を発動し、危機からの脱却を図った。特に、米国、欧州においては、自己資本不足に陥った金融機関には積極的に資本注入

した。今回のユーロの危機では、各国の財政赤字が注目されており、財政発動や金融機関へのさらなる資本注入は難しくなっている。こうした状況の下で、不確実性を除去するには、ミンスキーの金融の不安定性理論を理解した上での一層の国際協調とマクロブルーデンスが必要とされている。