平成29年３月発行
佐賀大学経済論集第49巻第４号　抜刷

書評

柴田徳太郎編著『世界経済危機とその後の世界』

（日本経済評論，2016年３月）

楊　枝　嗣　朗

書評

柴田德太郎編著『世界経済危機とその後の世界』

（日本経済評論，2016年３月刊）

楊　枝　嗣　朗

（一）

本書は，2007-2008年の世界金融危機が現代の資本主義の在り方とどのように関連しているかを，危機の背景とそのメカニズムの分析から解明せんとするものである。世界金融危機については，すでに数多くの研究が山積みされているが，あえて本書を上梓されたのは，世界金融危機の背景に「株式資本主義」，「ファンド資本主義」，「高株価経営」，「コーポレートガバナンスの変質」等があったこと（ｉ頁）と，いまひとつは，金融危機発生においては「外生的に供給されたものとしての貨幣が貸手から借り手へと移転される金融仲介業務の仕組み」ではなく，「銀行を核とする金融システムが貸出によって新たな貨幣（預金通貨）を創出するという信用創造による弾力的な内生的貨幣供給が重要な役割を果たした」（25頁）ことを，強調されたいがためと思われる。

本書の章立ては以下の通りである。序章「世界経済危機の背景とその後の世界」（柴田），第１章「住宅金融の証券化と信用創造」（柴田，岩田佳久），第２章「コーポレートガバナンスの変質と高株価経営」（中川淳平），第３章「アメリカのファンド資本主義化と金融危機」（横川太郎），第４章「金融危機後におけるドイツの銀行業界の諸問題」（石塚史樹），第５章「グローバル金融化の時代の金融バブルをめぐるBIS viewとFed view」（岩田），終章「総括と展望―何が明らかになったのか？―」（柴田）。

本書の内容は，はしがき，終章で詳しく紹介されている。序章では，(1) 1980年代以降，家計部門の金融資産に占める証券のシェアーが拡大し，機関投資家が巨大な株式の保有者として登場し，短期的な収益拡大，株価の引き

上げを志向する「株式資本主義の台頭」が金融危機の背景にあったこと。(2) そのため，「人減らし」のよるコスト削減志向が求められ，景気回復期にすら雇用不安が発生したため，景気回復期にすら金融緩和政策が持続し，規制緩和と相まって，サブプライム・ローンを中心とする信用拡張が，住宅バブルを発生させ，アメリカと世界の景気拡大を領導したこと。(3) しかし，その破綻による金融危機は，欧米のドル流動性危機，信用危機を生み，世界経済に甚大な被害をもたらし，危機後の「金融異次元緩和政策」は，グローバル流動性の急激な拡大を生んだが，その後の米国の異次元緩和収束の模索はグローバル流動性収縮を通じた新たなる金融不安定性を生みだしていると述べ，本書の構図が示される。

第１章は，「住宅モーゲージ債権の証券化」の仕組み，すなわちシャドウ・バンキング・システムを，金融仲介という観点からではなく，従来，論じられることのなかった「信用創造」という観点から明らかにされる。米国預金金融機関の資産構成最大の項目はモーゲージ債権（42. 2％）であることに着目され，とりわけ1970年代以降のセキュリタイゼーション・金融革命の進行で論じられた「商業銀行衰退論」や，機関投資家の重要性，証券化における非銀行金融機関の金融仲介機能の急激な展開に関心を示されることなく，商業銀行の信用創造機能の重要性を強調される。すなわち，「債権の証券化，預金類似金融資産（レポ債権，MMMF）の拡大により，銀行の BS が拡大せずに住宅抵当金融が拡大する事態が発生した。このことは一見すると，銀行の信用創造機能が低下し，金融システム全体の金融仲介機能が拡大したように見える。しかし，実態は異なる。」OTD 型の住宅金融は，「一見，信用創造よりも金融仲介が重要な役割を果たしているような外観を与える。しかし，これは単なる外観に過ぎない」(29頁)「OTH 型と同様に OTD 型においても銀行の信用創造が起点になっている点が重要である。」(39頁)「銀行の信用創造が・・・預金類似金融資産の拡大を生み出し，その預金類似金融資産がモーゲージ債権証券化商品保有のための資金調達に活用される循環が形成されていたと考えられる」(41頁)。

「OTD 型金融は信用創造と金融仲介のハイブリッド型である」(61頁) が，しかし，それはあくまで「銀行の信用創造を基礎にして，多数の金融機関が

連鎖した金融仲介の形をとって拡大していくという形が現われた」(64頁)のであったと言われる。この観点は，第５章の内容に繋がっている。

第２章は，金融危機の背景には「コーポレートガバナンスの変質によって経営者が機関投資家の行動に左右され，短期的な経営手法の導入」により，「ビジネスエリートが高株価経営の下で巨額の報酬を獲得する一方で，一般従業員の所得水準は向上せず，雇用不安が起こったこと」を，「株式資本主義」の観点から分析されておられる。

第３章も同様に，金融危機の背景にある資本主義経済の長期的変化をアメリカの「ファンド資本主義化」という視角から論じておられる。すなわち，1990年代以降の OTD モデルが形成されてファンドマネージャー・機関投資家向けの金融資産の供給が拡大し，2000年代には商業銀行や投資銀行がファンドマネージャー化して，もっぱら短期利益追求を行なったという。すなわち，「家計の金融資産が預金や国債から機関投資家にシフトする金融市場の機関化」が強調され，株式保有の機関化，株式流通市場の機関化，さらにはファンド資本主義化の進行が，仕組み金融の発展等，金融システムの構造変化をひきおこした経緯が詳細に実証されている。(111-119頁)ABCP，MMMF への大規模な投資にみられる如く，「機関投資家は，2000年代のアメリカの金融システムが機能する上で不可欠な資金と担保を提供していたのである。」(128頁)そして，ファンド資本主義による資本主義経済の不安定化を抑制するため，金融規制の必要性を主張される。(146- 7 頁)

第４章は，金融危機後のドイツ銀行業界の実情，すなわちゼロ金利下で行き場の失った資金が不動産投資に向かい，急激な不動産バブルが発生したことと，銀行の経営にガバナンスが働かず，健全経営への自浄能力が働かないことが興味深く論じられている。

見られるように，第２章から４章では，機関投資家やファンドマネージャー，金融資産の累積に着目され，機関投資家やファンドマネージャーによる膨大に累積した金融資産の仲介の役割が強調されており，序章や第５章，終章「総括と展望」での「(商業) 銀行の信用創造を基礎として多数の金融機関が連鎖して金融仲介を行うという」(236頁) 観点は，後景に退いている。

第５章では，金融バブルをめぐる Fed view と BIS view を取り上げ，「金

融経済の特徴をあらかじめ存在する貯蓄の，あるいは貨幣の移転として捉える」前者を批判し，後者の「将来の貨幣環流を先取りして現在の購買力を創出する信用創造を重視する」点を評価される（ⅲ頁）。すなわち，Fed view は，政策金利の引き上げにもかかわらず長期金利があまり上昇しない「グリーンスパンの謎」を「世界的貯蓄過剰（グローバル・セービング・グラット GSG）」＝＞アメリカへの資本流入から説明しており，さらに雇用と物価安定を重視するあまり，金融バブルの発生と破綻の影響を軽視して，金利引上げに躊躇した（207，210頁）。そして，金融危機についても，「新興国の過剰な貯蓄がアメリカに流入したことが原因」（208頁）と見ていたと言う。

これに対して，BIS view は，「最近の金融危機の要因とみなされている経常勘定のグローバルな不均衡の役割は，再検討される必要がある。・・・過剰貯蓄の考え方は信用ブームと金融不安の伝播の要因となるグローバルな仲介パターンの存在について何も語っておらず，危機の種を植え付ける貨幣金融制度から注意を逸らすことになる。／　国際的貨幣金融制度にある根本的な脆弱性は，『過度な弾力性』の問題から派生するのである。制度は信用と資産価格の持続不可能なブームを抑止するための十分に強力なアンカーを欠いており，そして，このフィナンシャル・インバランスが事実上，深刻な金融的歪みと世界経済の混乱を導くのである。」[(1)] という。

著者が評価し注目されるのは，「ファイナンシャル・インバランスとは，銀行のバランスシートの過剰な拡大のことで，典型的には信用と資産価格の急速な増加を背景」にしたバランスシートの拡大は，「銀行が信用創造によって預金通貨を内生的に増加させる結果として生じる」と考え，その拡大の度合いを「金融弾力性」と呼び，「信用創造過程，より一般的に言えば外部資金調達可能性が，通貨金融制度によってどれほど制御されているか，という度合い」（This is defined to be the degree to which the monetary and financial regimes constrain the credit creation process, and the availability of external funding more generally.）[(2)] という BIS view である。

バブルに至る累積的な信用拡張に注目する BIS 見解は，ヴィクセル＝フィッシャー＝ミーゼス＝ハイエクのオーストリア学派と，ミンスキー＝キンドルバーガーらの見解を継承するもので，著者は，「両説ともに信用創造

による内生的な貨幣供給の意義を強調する・・・。また，投資のためのファイナンスが実物資産の不均衡を拡大するという理解も共通する」(220頁) とみる。ただ，BIS view はオーストラリア学派に近く，「金融規制の役割への過度の期待を戒め，市場への操作や誘導には否定的」で，「資産バブル期には早期の金利引上げを求め」ていると言う。(221頁)

ミンスキーとハイエクでは国家介入についての理解が異なるとはいえ，BIS 見解を高く評価されるのは，著者の金融経済の特徴についての理解からくる。すなわち，現代資本主義の特質である「『金融化』とは，・・・経済活動が金融資産によって媒介される度合いが大きくなることである。現実の経済活動を金融資産の動きから理解し，金融資産の構成変更が経済活動の重要な部分と認識されるようになる。」(195頁) しかし，「金融化とはあらかじめ存在する過剰な資金が，新たな分野に流れ込む，とか，社会的に遊休する資金あるいは貯蓄が銀行に集められて貸し付けられる，ということではない。」「金融バブルでは，あらかじめ存在する資金の量が金融バブルを規定するのではなく，計算可能性や資産価格上昇によって利潤上昇の確実性が高まるために，与信が拡大して金融バブルに至る。」(200-201頁)

かくて，ボリオら BIS view が「実物資産には制約されずに預金設定によって行われる信用創造の意義を正しく強調し」(227頁)，Fed view を批判している点を高く評価し，本書の重要な理論的支柱としたのである。ただ，BIS view については，上に見たように“the availability of external funding more generally”というボリオらの叙述を捉え，「『外部資金の調達可能性』という表現で内生的貨幣供給論を後景化し，資金のたらいまわしのように思われる観点を残していた。たしかに現代の『金融化』は多数の金融仲介機関を持ち，外部から資金を調達しているように見える。しかし現代のそうした金融仲介機関は，従来は一つの銀行が行ってきた業務が多数の機関に分解されているため，『外部』のように見えることを踏まえておく必要がある。」(228頁) と批判的コメントを加えている。

(1) Claudio Borio & Piti Disyatat, “Global imbalances and the financial crisis : Link or no link ?”, BIS Working Papers No. 346, May 2011, p. 27.

(2) op. cit., p. 24.

(二)

以上，簡単に大筋を紹介してきたが，本書は，世界金融危機とその背景，住宅金融の証券化，コーポレートガバナンスの変質等々を詳細かつ実証的に分析しており，著者ら力量を伺わせる。とは言え，評者に問題と思われる点は，ひとつは各章のタイトルともなっている「株式資本主義」，「ファンド資本主義」，「高株価経営」という視点と，いまひとつは「信用創造機能」という商業銀行機能に局限して金融危機を論じる視角である。問題を狭く捉えることになっていないであろうか。

終章で総括されているように，「株式資本主義の台頭」，企業の「短期的な収益の拡大」と「株価引き上げ」の志向，景気回復期の「雇用不安の発生」，超低金利政策の長期化，規制緩和，証券化，住宅バブルに向かった信用拡張，金融危機といった脈絡は，それ自体，理解しやすいものではある。最近，「強欲な資本家の手」にある「資本主義の機能不全の危機」の警鐘を聞くし，「株式主権論の誤りを正せ」とも論じられている。(3)

とは言え，雇用不安，超低金政策の長期化を，「株式資本主義」や「ファンド資本主義」から論じる得るものだろうか。長期にわたる世界的な低金利の広がりはすでに以前から懸念されて来た。1980，90年代から続く先進国での長期債利回り低下，グロスならびにネット貯蓄の対 GDP 比率の上昇，総投資の対 GDP 比率の長期低下傾向，低いインフレ率の持続は，幾たびともなく指摘されている。(4)(5) 超低金利政策が長期化しているから金利が低くなったのではないし，雇用不安にしてもその主要因を，株式資本主義やファンド資本主義といった議論に求めるのは少々一面的であるように思う。

雇用不安や低金利に深く関わると思われる saving glut についても，高齢化社会の到来との関係や需要の慢性的不足による成長率の低下がその要因と言われる一方で，*Economist* 誌の最近のレポートは，それらの背景にグローバルに進行する企業の巨大化と巨大企業の寡占体制の存在を指摘している。世界の全公開企業の10％で，全利益の80％が生み出されており，年間収益が

１兆を超える企業が総グローバル収益のほぼ60％を押さえ，時価総額の65％を占める。[6]

米国では企業合併は1980年代に耳目を驚かせるほどに盛行したが[7]，今日に至るも寡占化傾向は一層強化され，上記レポートによると，上位100社が生み出す名目 GDP のシェアーは，1994年には33％，2013年には46％にも達している。フォーチュン500社が生み出す収益のフォーチュン100社のシェアーは，1994年にすでに57％に達していたものが，2013年には63％にもなっている。米国上場企業数は，企業合併と企業規模の拡大を反映して，1997年から2013年の間に半減し，6797社から3485社に激減している。大銀行上位５行だけで，2000年には全銀行資産の25％を，2013年には45％を掌握するに至っている。平均販売額も20年前のほぼ３倍に拡大しているが，起業家のホームグランドである米国で，新興起業数は今日，1970年代以来いかなる年よりも少なくなっており，消滅する企業数が起業件数を凌駕している。起業家は会社を大きくするよりも，巨大企業のひとつに売却することを夢見るようになっている。これらのことを反映して，州境をこえての労働者の移動は，1970年代以来いかなる時よりも少なくなっている。

企業の巨大化現象はデジタル革命を受けて，とりわけ知識経済において著しく，少数の巨人が圧倒的な勝利を収めている。巨大企業は価格の切り下げと，果敢な企業買収で競争者の排除し，グーグルは世界の検索作業の69％を押さえ，グーグルとアップルでスマートフォーンの運用システムの90％を提供している。ネットワーク効果を最大化し，国境を容易に飛び超えるデジタル革命（digitisation）により，このトレンドを押しとどめることは困難であろう。

しかも勤労者にとって悲劇的なことは，今日のデジタル革命の巨人らは，GM やウォルマートやエクソンらと異なり，驚くほどに巨額な時価総額を誇りながらも僅かの資産しか持たず，雇用創出に大きく寄与しないことである。1990年代でもデトロイトの自動車企業の上位３社は，250億ドルの年間収益と360億ドルの時価総額で，120万人の雇用を維持していたが，2014年の今日，シリコンバレーの上位３社は，それぞれ2470億ドル，１兆超ドルと目が眩むほど高額であるが，雇用人数は137,000人ほどに過ぎない。2016年の世界の

時価総額上位10社は，Apple，Alphabet，Microsoft，Berkshire Hathaway，Exxon Mobil，Amazon，Facebook，Johnson & Johnson，General Electric，China Mobile であり，雇用を創出することの少ない資産規模の小さな IT，Telecom 企業が大勢を占める。雇用の停滞は，エクソンですら，1960年代には15万人を雇用していたが，今日では，ライバル企業モービルと合併したにもかかわらず，雇用は半減していることからも推測しうる。

かつて「1860年代から1890年代，グローバル経済は，鉄鋼や石油などの新しい巨大産業の興隆と電気や燃料エンジン等の革命的な新技術の到来によって構築され，その構築過程で見られた厳しい競争の時代は，短期間で終了し，長期の寡占の時代に取って代わられている。その当時も大企業（business titans）は，競争企業を業界から駆逐するなり，政治家連中と親密な関係を結ぶことで，自らの独占的地位を強化してきた。しかし，その後発生した反動の嵐は，多くのヨーロッパに於ける自由な秩序を破壊することになった。」[8] レーニン『帝国主義論』は，資本の集積集中，独占の形成，現実資本の過剰，貨幣資本の過剰，資本輸出，植民地分割戦争といった脈絡で，その時代のシナリオを提供した。同様に，半導体 IT 革命や生命科学での革命は，当初，激しい競争環境を生んだとして，自由競争の時期は短期間に終了し，90年代以降から2000年代へと巨大企業の寡占の進行，投資の停滞と雇用不安の継続，金融資産の巨額の累積，金融市場の異常な活況，格差の拡大，巨大企業による膨大な数のロビイストを駆使した政治家の取り込み・親密な関係の構築等を思うと，昨今の没落する中産・下級階層の政治的反乱は，強化されつつある寡占体制に伴う資本主義の不安な未来を予兆しているのかもしれない。

ともあれ，こうした状況で「企業利潤の拡大と投資の停滞」が共存する「奇妙な乖離」（“A mysterious divergence”）[9] が進行していたのである。ミンスキーに依拠して，バーバラは，「現代の過剰は資産市場ではじまる。」「メインストリートの静寂はウォール街で取られる大きなリスクを誘発したのである。」と言う[10] 企業・家計金融資産の累積（saving glut）が継続する中で，金融危機直前には，全米企業利潤の４割超を金融機関が掌握するといった金融業界の歪な繁栄をもたらした。すなわち，金融資産の累積，機関投資家の

存在が重要性を増し，さらに企業金融に代わって家計金融が金融市場の舞台で主役を演じるに至る金融革命，金融の証券化が進行したのである。その詳細は，松井和夫『セキュリタイゼーション』（1986年）や金子栄作『二つの証券化―金融の証券化と不動産の証券化―』（1989年）により，さらには金融危機へのプロセスは，本書第１章に於いて，詳細に明らかにされている。

言うまでもなく，本書の著者たちは筆者が指摘した事実を十分に認識しておられるはずである。上に述べた様々な断片的事実からも，資本主義経済は明らかに構造変化を経たのである。著者らが強調される「株式資本主義」「ファンド資本主義」といった視角も当然重要であるが，それに止まらず，上記の諸事実に表象される現代資本主義の構造変化を，より広い視野から論じていただきたい。

⑶ *Financial Times*, Sep. 16, 2016,『日本経済新聞』2016年９月18日に翻訳転載。岩井克人,『日経』2016年８月９日。

⑷ “A world of cheap money”, *The Economist*, April 6th, 2013, ケネス・ロゴフ「世界的に広がる低金利のミステリー」,『週刊東洋経済』2013年４月20日, “Briefing: The fall in interest rates”, *The Economist*, Sep. 24th 2016。

⑸ M. Wolf, “The corporate contribution to the savings glut”, *FT*., Nov. 18, 2015, *FT*, “BIG READ. Pensions”, Aug. 23th, 2016, Elaine Moore, “Gilt complexities”, *FT*., Sep. 15th, 2016, M. Wolf., “The unwise war against low interest rates”, *FT*., Oct. 19th 2016.

⑹ *Economist*, Sep. 24th 2016, *Economist*, Special Report, Companies, Sep. 17th, 2016.

⑺ 松井和夫「アメリカにおける M&A ブームの歴史」,『M&A－20世紀の錬金術―』，講談社現代新書，1991年，第３章参照。

⑻ *Economist*, Sep. 17th., 2016, “Leaders: A giant problem”, p. 9.

⑼ *FT*., July 25 2013.

⑽ R. J. バーバラ『資本主義のコスト』，羊泉社，菊池正俊訳，2009年，22，26頁。

（三）

いまひとつの観点，信用創造の重要性の強調についてであるが，著者らは商業銀行業の信用創造機能を重視するあまり，1960年代以来，金融市場の発展・拡大・変容を領導してきた金融資産の膨大な累積，機関投資家の重要性，さらには金融の証券化（セキュリタイゼーション）の進行における金融仲介

機関の意義を，理論的には視界から消し去っている。

「OTD 型金融は信用創造と金融仲介のハイブリッド型であり，支払準備や自己資本を積まない信用創造が行われる仕組みであった」(236頁)。「複雑化した現代アメリカの住宅金融の証券化は，外生的に供給されたものとしての貨幣が貸し手から借り手へと移転される金融仲介の仕組みとしてみなされることが多いが，本章では銀行を核とする金融システムが貸出によって新たな貨幣（預金通貨）を創出するという信用創造による弾力的な内生的貨幣供給が重要な役割を果たしていることに着目する」(25頁) あまり，住宅金融の証券化において「一見，信用創造よりも金融仲介が重要な役割を果たしているという外観を与える。しかし，これは単なる外観に過ぎない」(29頁) とまで言い切られる。

全面的な賛意を表明されていたボリオらの見解にして，彼らが「外部資金の調達可能性」といった表現を用いたことを捉えて，「内生貨幣供給論を後景化し，資金のたらいまわしのような観点を残していた」(228頁) と批判されるのも，証券化の著しく進行した今日の金融市場では，「金融システム全体の金融仲介機能が拡大したように見える」(41頁) のは単なる外観に過ぎないとの信念からであろうが，私にはいくつかの誤解や思い込みがあるように思われる。

「OTH 型と同様に OTD 型においても銀行の信用創造が起点となっている点が重要である。」(39頁)「銀行の信用創造が（MMMF 出資金，レポ債権を含む）預金類似金融資産の拡大を生み出し，その預金類似金融資産がモーゲージ債権証券化商品保有者のための資金調達に活用されという循環が形成されていた。」(41頁) と認識されることで，今日，膨大に積み上げられている金融資産は，貸し出しにより創出された預金通貨の形態変化したものであって，証券化資産のすべては元を正せば，無から創造された預金通貨であると言われるのであろう。「預金が貸し出されるのではなく，貸出しによって預金債務（信用貨幣）が生まれる。貸出は債権・債務関係の創出であり，信用貨幣の創造である」(27頁) ということはその通りであろうが，とは言え，すべて「銀行の信用創造が起点」だと言うなら，証券化の進行で論じられた銀行業の衰退論議や，銀行業務の地盤沈下を受け進行したグラス・スティーガル法

の撤廃，商業銀行が投資銀行業務を包摂せんとしてきた経緯は，一体何だったのであろうか。

「現在の世界では，とくにアメリカでは株式や債券・・などの膨大な金融資産（証券）が蓄積され，貸付を中心とする伝統的銀行資産の占める比重は少ない」[11]という現実は，虚構に過ぎないと言うのである。金融資産も金融債務もすべて商業銀行の貸し出しによる信用創造から派生したもので，預金・貯蓄等金融資産の存在それ自体は，ファイナンスと別物だといった認識では，証券化が進行する背景に歴史的にすでに膨大に積み上がった金融資産，とりわけ家計金融資産が存在していた事実は何の意味も持たないことになろう。生保・年金・信託等に集積集中されてきた金融資産は，ただ沈黙して動かない存在ではない。「膨大な金融資産が存在する社会では，金利，為替相場，収益の変動とその予想によって，金融資産の価格が変動し，売買が行われ，投機家が跳梁する。金融資産の売買のための市場が不可欠である以上，バブルとその崩壊，市場の低迷と活況が繰り返し生起することになる。」[12][13]

早や1980年代末に，金融の舞台は企業金融よりもむしろ家計金融へと傾斜し，産業と銀行業との資金の流れは激変し，世界の支払決済システムの心臓部である銀行業が衰退しつつあり，全金融構造の中枢を掌握できなくなるとの懸念のなかで，銀行業は過大なリスクを積極的に取り狂気の世界に突入しつつあると，警鐘が鳴らされていた。[14]信用創造機能がそれほど重要であるなら，証券化の世界に於いて，商業銀行の衰退などといった議論は発生しなかったであろう。それは単なる見かけ倒しに過ぎなかったのであろうか。

銀行業の投資銀行業務への進出，住宅モーゲージ債権の証券化やバブルへの猛進も，また，そのような金融資産市場を支える機関投資家の下に積み上げられてきた膨大な金融資産がなければ，不可能であったろう。流通市場あってこそ，証券の発行市場が機能するのと同様である。

金融資産の累積，企業金融から家計消費者金融への転換が，金子栄作氏によって明らかにされた住宅等家計金融の証券化のイノベーションによる金融市場の変容を支えたのである。米国の非・企業金融＝証券化の本質は，「1970年代に高金利とボラティリティという金利変動度の増大により，このモーゲージ・マーケットにディスインターミディエーションが起き」「資金調達

先としてボンドおよびマネー・マーケット」から「資金を取り戻す金融仲介機関の行動・方策」にある。したがって，証券化において，企業金融の証券化と，非・企業金融の証券化は，はっきりと区別される。前者は株式・社債・転換社債で，後者は，まずモーゲージ証券・商業不動産モーゲージ証券・自動車ローン証券・消費者ローン証券等，資産金融の証券化でくくられる。これら非・企業デットは証券化により，資本市場へのアクセスをもつことができるようになる。そのため，例えば「不動産金融に於いては，信用リスクの判断は，対象企業ではなく，不動産（資産）そのものが対象になる」という点でも，無担保化の方向に進んできた企業金融とは明確に区別される「金融の仕組み性」が重要である。(15) すべてを銀行信用の信用創造に還元し，「従来は一つの銀行が行ってきた業務を多数の機関に分解されているため，外部のように見える」（239頁）との理解では，貨幣市場と資本市場の相違，金融の証券化と不動産の証券化の区別，ひいては金融市場を変貌させた証券化における「仕組み性」の現代的意義は，理解できない。

金融市場は伝統的な銀行業務ではなく，資産担保金融の証券化＝＞シャドゥ・バンキングの発展と，資本市場が領導する形で，急激な変貌を遂げたのである。そして，過去数百年の金融史を振り返ってみてわかるように，新しい金融イノベーションは，金融資産の累積や投資の停滞，長期金利の低下傾向という新しい環境の下に於いて，その行き過ぎによって世界金融危機を，しかも今回は，企業金融ではなく家計金融を基盤に招来したのである。「OTD型金融（債権の証券化）が信用創造と金融仲介のハイブリッド型である」（236頁）との意味も，上記の脈絡で理解されるべきである。(16)

「信用のファシリティは銀行券の発行や鋳貨にすら依存しません。」(17) といった無からの信用創造という認識は，19世紀の銀行学派の常識であったが，やっと最近になって，信用創造の重要性が見直されることが多くなったことは，喜ばしいことである。(18) とは言え，本書がボリオらの「外部資金の調達可能性」との指摘を捉えて，「資金のたらいまわし」論と批判されるのはどうであろうか。かつて信用論研究で「無からの信用創造」か「遊休資金のたらい回し」かといった議論がなされ，評者自身も，「たらい回し論」を批判しているが(19)，しかし，それは信用貨幣の生成を遊休資金の融通媒介→預金

の仮空化から説く誤りを批判したもので，遊休資金の融通媒介，たらい回しの視点それ自体は，何ら批判されるべきものではない。

「信用創造が起点である」とみて，金融仲介が重要とみえるのは「単なる外観に過ぎない」とまで極論され，すべてを信用創造に還元する本書の理解は，川合一郎氏らに代表される信用論体系のいまや常識的とみなされている理論構成から派生しているように思われる。信用論研究の通説では，商業信用―銀行信用―（手形割引市場）－中央銀行という系列と，過剰資金の蓄積―株式会社―証券市場―金融資本という系列から体系が描かれ，「商業信用は信用制度の基礎」だという規定と，「利子うみ資本は信用制度の基礎」という規定に関しても，「商業信用のほうがけん引の動力であり究極の基礎であって，利子うみ資本が基礎だというのはあくまで二次的なものである。・・・（「利子うみ資本は信用制度の基礎」という規定は，―引用者）産業資本の機能から直接にひきおこされるのではなく，利子うみ資本の増殖衝動によって開拓された消費者信用や公信用の一側面は利子うみ資本の極に移さないかぎり完全には描写しきれないであろう。」と論じられる。銀行信用は商業信用の社会化から派生し，信用貨幣も商業手形の発展と誤解したがため，遊休資金の融通媒介や資本信用は信用制度論の二次的・派生的なもの，あるいは「資本過剰の圧力」が高まる独占段階の信用と位置づけられてきた。[20] したがって，信用論研究では，20世紀初頭以来，R. W. ゴールドスミスが金融仲介機関の比重増大を指摘していたにも関わらず，評者も含め，金融仲介機関の理論や歴史を信用論の考察の対象として取り上げることは稀であった。

しかし，遊休資金の融通媒介を担う金融仲介機関は，我が国の信用論研究の通説とは異なり，拙著で紹介したように，近代金融の端緒より重要な位置をしめていた。F. T. メルトンは，スクリヴナー業務から生成した初期預金銀行，アボット・クレイトン＆モリス商会の詳細な研究のなかで，以下のように論じている。「スチュアート朝イングランドの預金銀行は，民間部門での直線的な発展として生まれた。前期のスクリブナー銀行業と後期の金匠銀行業は，連続した発展過程を形作っていた」が，その存立基盤は異なっている。スクリブナー銀行業は，地主や農業・土地市場との関連で，キャッシー

ヤ・貸付業務を発展させた。彼らの「主要なイノベーションは，モーゲージ・ファイナンスの領域での金融」であり，「国際金融の世界に焦点を合わせることは決してなく」，信用貨幣も彼らの取引では大きな役割を演じなかった。これに対して，金匠銀行は，ロンドン商人のキャッシーヤとして，その預金源泉もスクリブナーとは異なり，「マネー・スクリヴナーとは競合関係にはなかった。」「もっとも著名な金匠は，国王の依頼分を含め，中小の金匠銀行やマネー・スクリヴナーたちよりも，はるかに外国為替に直接従事していたように思われる。スクリブナーは，通常，ロイヤル・イクスチェンジの商人，あるいはブローカーの中で情報を得るようになるまで，為替相場を知る術をもたなかったのである。」「17世紀における預金銀行業は，マネー・スクリヴナーと金匠銀行業という二つの遊離した伝統の周辺に作り上げられた。これら初期銀行の預金の絆には，大きく言えば，継続性が見られた。ローン・ブローカーとして彼らの役割を拡大するプレッシャーが，民間銀行業の構造における大きな変化を促したのである。スクリヴナーは，公証人的，法的基盤から現れたのに対して，他方，金匠銀行は，外国為替のスペシャリストとして初めて銀行業に登場したのであった。」[21]

イギリス産業革命期の地方銀行業務においても，不動産貸し付けが重要な位置を占めていたことは，Gurney's Letter Book for the Wisbech & Lincolnshire Bank からもうかがえるし[22]，熟練労働者らがつくる不動産融資のビルディング・ソサイエティですら，早や1775年にバーミンガムに登場し，1825年までに全国に69社が設立されている。1836年には Building Societies Act が制定され，勤労者のための不動産金融は19世紀30年代までに確固たる基盤を築きあげている。[23] さらに言えば，遊休資金の融通媒介を担う金融がなくては，資本蓄積に不可欠な運河・道路・港湾・鉄道・住居・商業不動産等のインフラの整備は不可能であった。米国においても，最初の商業銀行 Bank of North America が設立された1781年以前に，最初の火災保険 Philadelphia Contribution-ship が1752年に，海上保険が1757年に組織されている。最初の生命保険会社 Pennsylvania company は1812年に，1816年から1819年には貯蓄銀行３行が設立され，最初の投資信託と見られ Massachusetts Hospital Life Insurance Company が1818年にチャーターを得

ている。[24]

「商業信用は信用制度の基礎」と見て，銀行信用を商業信用の社会化したものと誤解され説かれた信用貨幣・信用創造の視角からだけでは，資本主義経済が求める信用と金融は充足されようもない。資本主義信用制度の歴史を素直に当たり前に見ていけば，何の疑問もなく理解されよう。金融仲介機関の理論的研究が待たれているとともに，信用創造を問題にするだけでなく，遊休資金の融通媒介をも包摂した信用論の体系が構築されなければならない。[25] [26] 若い著者たちの並々ならぬ力量に期待するものである。

⑾⑿　小林襄治「投資銀行の終焉？：アメリカ銀行小史」，『情況』2016年８，９月２号，201頁。このような事態を受けて，「理論的には，商業銀行の信用創造機能は何処でどのような形で存続していくのか」と，川波氏は問題を提起しておられるが（『証券経済学会年報』42号，2007年，304頁），大方は，「金融システムの変貌下でも，商業銀行に本質的な信用創造機能は，依然重要な働きをする」とか，「要点は，商業銀行が金融仲介機能を果たすとき，それは・・・信用創造の形に包摂され，いわば溶け込んで存在するということである。」，「信用創造が結果的に金融仲介機能を果たしているという点を明示することは，決定的に重要である。」と指摘をするのみである（大矢繁夫「ドイツの金融システム」，『現代金融と信用理論』，2006年，36，38頁，木村二郎「商業銀行と信用創造」，同書所収，60頁）。

⒀　信用創造への注目に伴い，論者の多くは，銀行信用＝信用創造と考えておられるが，信用創造機能は銀行業の本質的機能である支払決済機能（貨幣取扱業務）の追加的・派生的機能であったことに注意すべきである。産業革命期のランカシャ地方銀行では貸付金利と預金金利が同じで，収益は支払い決済等の貨幣取扱業務に関わる手数料から得ていた。以下のコーンの指摘も理解されよう。「工業化以前のヨーロッパの金融システムの主要な動力は，貸付ではなく，支払であった。・・・工業化以前のヨーロッパの主要なふたつのイノベーションである預金銀行と為替手形は，この必要に対処するために発展したのであった。元々，貸付はペイメント・システムに付け加えられ発展したのであって，その後，その他の機能へと拡大したのであった。」「しばしば貸し付けに光が当てられるがリスクに伴う支払いや取引を促すことにおける金融システムの役割こそが不可欠な事柄であった。」（M. Kohn, “Payments and the Development of Finance in Pre-industrial Europe,” Nov. 2001. homepage より引用）。

⒁　John Plender, “Mad, mad, world of banking ; why on earth banks are so thirsty for risky business.” *FT*., Jan. 28/29 1989.

⒂　金子栄作『二つの証券化―金融の証券化と不動産の証券化』，東洋経済新報社，1989年，86，93，22-28，30，45頁，岡本憲也・楊枝嗣朗「グローバル金融資本主義の歴史的

位相―『21世紀型世界金融危機』に寄せて―」，経済理論学会編『季刊 経済理論』51巻３号，2014年，27頁参照。

⑯ OTD 型金融（債権の証券化）に於ける信用創造と金融仲介のハイブリッドとの関連については，神野光指郎氏が以下の論稿で精力的に考察されておられる。「伝統的銀行業の特徴とその衰退要因」，大阪市立大学『経営研究』66巻４号，2016年２月，「金融アンバンドリングによる銀行仲介の変容」，『福岡大学商学論纂』60巻４号，2016年３月参照。

⑰ *Essay on Money*, 1837.

⑱ 信用創造，内生的貨幣供給論の評価の高まりを受けて，「マルクスもまた，内生的貨幣供給論の系譜に連なる論者の一人であった」といった主張までなされているが，どうであろうか。楊枝「書評：建部正義著『21世紀型世界経済危機と金融政策』，2013年刊」，『政経研究』101号所収，2013年12月参照。

⑲ 拙著『貨幣・信用・中央銀行―支払決済システムの成立―』，同文館，1988年参照。

⑳ 川合一郎「信用創造から資産選択論へ―信用論から利子うみ資本論へ―」，著作集第６巻『管理通貨と金融資本』，有斐閣，1982年，303-304頁。

㉑ *F. T. Melton, Sir Robert Clayton and the Origins of English Deposit Banking, 1658-1685*, 1986, pp. 14-15, 32, 35, 113, 124, 227. 拙著『近代初期イギリス金融革命―為替手形・多角的決済システム・商人資本―』，ミネルヴァ書房，2004年刊，第１章「近代初期イギリスにおける商人の手形取引・金融業務」参照。

㉒ 楊枝「資料：Gurney's Letter Book for the Wisbech & Lincolnshire Bank（１-５）」，『佐賀大学経済論集』45巻５号-47巻５号，2013-2015年参照。

㉓ *E. J. Cleary, The Building Society Movement*, 1965, Chapter １-３参照。

㉔ *Herman E. Krooss and Martin R. Blyn, A History of Financial Intermediaries*, 1971, chapter ２参照。

㉕ 岡本憲也氏は，「決済性預金」と「貯蓄性預金」とを厳密に概念区別することの重要性を強調されているが，その理解から，金融資産の累積する現代金融システムに於ける「信用制度と資本蓄積」（企業金融，生産優位）から「高度消費社会と信用」（家計・消費者金融，消費優位）へという視角の転換を強調されるに至っている。かくて「信用創造と金融仲介，決済性預金と貯蓄性預金の区別と関連こそ金融システム論の要諦である。」（「商業銀行と兼営銀行」，川合一郎編著『現代信用論』上巻所収，1978年，「金融システム論」，信用理論研究学会編『現代金融と信用理論』所有，大月書店，2006年参照）。岡本憲也・楊枝嗣朗，前掲「グローバル金融資本主義の歴史的位相」，26頁参照。

㉖ GSG と金融危機との関連をめぐる議論については，関村正悟氏が詳細にフォローしておられる（「グローバル・インバランスからグローバル・シャドーバンキングへ―バーナンキの global saving glut 論の展開をめぐって―」（岡本憲也・楊枝嗣朗編著『なぜドル本位制は終わらないのか』所収，文真堂，2011年）。なお関村氏は，「証券化技術が銀行のビジネスモデルの変化を可能にし・・・・，」「同時に信用格付けを梃子にした事実上の信用拡大が可能になった・・・。これは，いわゆる銀行原理による信用供与とは質が異なる。」（同「サブプライム危機の構造：序説」，『佐賀大学経済論集』41巻１号，2008年５月、

66頁），「80年代以降拡大した年金，投資信託といった機関投資家の大量の資金が90年代後半以降の金融拡大と金融革新の時代潮流として，新しい金融商品の市場取引の主要プレーヤーとして立ち現れたヘッジファンドやプライベート・エクイティファンドの投資資金の大量流入を生み出した。」（同「サブプライム危機から投資銀行危機へ―流動性危機を生み出した米国金融システムの構造への一考察―」，同誌，41巻６号，2009年１月，120頁）と論じておられる。

＊2017年３月末に佐賀大学経済学部を定年退官される，畏友ラタナーヤカ・ピヤダーサ氏に本稿を捧げる。