

信用理論研究

第 37 号

2019 年 5 月

大会報告および討論

春季大会（國學院大学）：

大会共通テーマ：「リーマンショックから 10 年

—金融緩和が残したもの—世界金融危機後の金融化の進展と課題」

金融政策正常化下における米国金融

……………飯島寛之（立教大学）

欧州中央銀行の金融政策とその評価

……………星野 郁（立命館大学）

リーマンショック後の金融政策の特徴には変化があるのか

金融肥大化と変動相場制下におけるゲームのルール—

……………松本 朗（立命館大学）

秋季大会（愛知教育大学）：

大会共通テーマ：「現代史としての国際通貨システム」

ポンド・ネットワークの盛衰

—国際通貨のネットワーク効果、協働効果、履歴効果の観点から—

……………前田直哉（神戸松蔭女子学院大学）

高屋定美（関西大学）

現代国際通貨体制としてのドル体制、ユーロ体制

……………奥田宏司（立命館大学（名））

発展途上国の通貨統合とドル体制—湾岸産油国の動向を事例に—

……………木村秀史（島根県立大学）

部会活動報告

学会事務局報告

会員著書・論文目録

信用理論研究学会

目 次

大会報告および討論

春期大会共通テーマ「マルクス信用論と現代－『資本論』刊行 150 周年－」

マルクスの利子生み資本論の射程－『資本論』と現代

……………小西一雄（立教大学（名））……………（ 1 ）

マルクス信用論と現代－資本論第 3 部草稿第 5 章「1」から「4」の

利子生み資本とそれに続く「5）信用。架空資本」の関係の考察を

踏まえて－……………前畑雪彦（桜美林大学（名））……………（ 19 ）

マルクスの信用論と現代資本主義

……………伊藤 誠（東京大学（名））……………（ 37 ）

秋期大会共通テーマ「世界金融危機後の金融化の進展と課題」

金融システムの質的变化とマクロ経済－証券化を中心として－

……………石倉雅男（一橋大学）……………（ 53 ）

英米大手銀行グループの収益構造は異なるのか？－金融化の内実を探る－

……………掛下達郎（松山大学）……………（ 69 ）

日本経済の金融化と金融業の未来

……………中野瑞彦（桃山学院大学）……………（ 85 ）

部会活動報告……………（ 103 ）

学会事務局報告……………（ 105 ）

会員著書・論文目録……………（ 107 ）

大会報告と討論

マルクスの利子生み資本論の 射程—『資本論』と現代

小西 一雄
(立教大学 (名))

はじめに

本報告の課題の第一は、昨年6月に上梓された大谷禎之介氏の『マルクスの利子生み資本論』全4巻の研究史上の意義を明らかにし、そのことをつうじてマルクスの利子生み資本論の内容を確認することである。第二は、マルクスの利子生み資本論は、兌換停止と金ドル交換停止の意味を正しく踏まえるならば、現代の「金融問題」や「恐慌と産業循環」の分析にとって理論的な宝庫であるということを確認することである。

1 monied capital を論ずるとはどういうことか

—大谷禎之介著『マルクスの利子生み資本論』全4巻の意義

エンゲルス編集の『資本論』第3部第5編とマルクスの第3部第1草稿(主要草稿)の第5章とには、その構成や重要な文章に大きな相違があるということが大谷氏が明らかにしたのは本学会の1983年春の大会であった。しかし、当時の多くの研究者の関心は自らがエンゲルス版で研究し到達した理解が草稿によっても維持できるかどうか、ということであったように思われる。そして多く研究者は、エンゲルス版と草稿との間には重要

な点で大きな違いはないと受け止めて、つまりは自説を変更する必要はないと判断して、以降、草稿研究そのものが大きく拡がることはなかった¹。では、エンゲルス版によって到達したマルクス「信用論」はどのようなものであったであろうか。

研究史を振り返ると、エンゲルス版『資本論』第3部第5篇（「利子と企業者利得とへの利潤の分割」を表題とするこの篇は第21章から第36章までの16章からなっている）の研究についてみれば、「信用と架空資本」という表題をもつエンゲルス版第3部第25章を、第25章から第35章までの総論あるいは概論として読む立場からの研究が60年代までにほぼ「完成」していた²。70年代に入ると、当時「新しい信用論」とよばれた『経済学批判要綱』に依拠して第3部第27章（資本主義的生産における信用の役割）を重視する研究が登場するが³、これも第25章を重視する研究と対立するというよりは、補強する研究と言うべきものであった。第25章と第27章を重視する読み方は要するに、第3部第5篇第25章から第35章までを信用制度論、つまり銀行制度論、あるいは銀行信用論として読むというものであった。そして1985年4月に有斐閣から刊行された浜野俊一郎・深町郁彌編『資本論体系6 利子・信用』はエンゲルス版による信用論研究のひとつの到達点を示していた。

さて草稿の第5章には「1」から「4」までの番号が付けられた記述が

-
- 1 もちろん草稿研究は大谷氏以外になかったわけではない。代表的な文献については拙稿「マルクス信用論」における草稿研究の意義」（『季刊経済理論』第51巻第2号、2014年7月）の注3）を参照されたい。
 - 2 代表的著作としては三宅義夫『マルクス信用論体系』（日本評論社、1970年）と川合一郎『資本と信用』（有斐閣、1954年）がある。このほかに飯田繁、岡橋保、麓健一など各氏の著作を挙げることできるが、その後の影響力という点では、いわゆる宇野派の研究を別とすれば、前記二著が突出している。
 - 3 「新しい信用論」の代表的著作は次の二つである。深町郁彌『所有と信用』（日本評論社、1971年）、飯田裕康『信用論と擬制資本』（有斐閣、1971年）。

あり、それはエンゲルス版の第 21 章から第 24 章までの 4 つの章にほぼ対応している。そして次にエンゲルス版第 25 章から第 35 章までに相当する大きな部分がただひとつだけの表題、「5) 信用、架空資本」という表題のもとに書かれており、つづいて「6) 前ブルジョア的諸関係」(エンゲルス版第 36 章) がくるという構成になっている。「5)」の内部では「Ⅰ」「Ⅱ」「Ⅲ)」という番号が付されている部分があり、それらはエンゲルス版第 28 章、第 29 章、第 30 章の冒頭に相当する部分に付されている。

エンゲルス版による研究は、結局、草稿の 5) の部分の主題を信用制度論と理解してきたわけであり、エンゲルス版ではこのような理解が生じうような編集がなされていたともいえるであろう。

これに対して、大谷禎之介『マルクスの利子生み資本論』全 4 巻は草稿研究にもとづいて、草稿の「5)」の部分の主題は信用制度論ではないことを強調している。「5)」の冒頭の段落は草稿ではこうなっている。「信用制度とそれが自分のためにつくりだす、信用貨幣などのような諸用具との分析は、われわれの計画の範囲外にある。ここではただ、資本主義的生産様式一般の特徴づけのために必要なわずかの点をはっきりさせるだけでよい。そのさいわれわれはただ商業信用だけを取り扱う。この信用の発展と公信用の発展との関連は考察しないでおく。」エンゲルス版第 25 章と第 27 章における信用制度についての記述は、ここに書かれているような限定のもとでのそれであり、したがって著者は第 25 章から第 27 章までに相当する部分を収録した第 2 巻の主題を「信用制度概説」としている⁴。

4 4 巻本でエンゲルス版『資本論』第 3 部第 26 章は本論ではなく挿論あるいは雑論であるということが明らかにされているが、このことは第 25 章から第 27 章についての理解においても重要な論点である。4 巻本の草稿の翻訳、エンゲルス版との異同の研究などの部分の価値については本報告では取り上げないが、この点については拙稿「(紹介と論評) 大谷禎之介著『マルクスの利子生み資本論全 4 巻を読む』(『経済』2016 年 11 月号) を参照いただければ幸いである。

では「5）」の主題はなにか。それは「信用制度下の利子生み資本 (monied capital)」の研究である、というのが大谷氏の理解である。第5章全体の構成についての氏自身の平易な解説を引用しておこう。

「マルクスが第5章で理論的に解明しようとしたのは、目前に見えている信用制度（銀行制度）のもとでの利子生み資本すなわち monied capital であって、このような利子生み資本の具体的な形態に到達するために、マルクスは、「1）」－「4）」で、まずもって信用制度を度外視して利子生み資本を概念的に把握 (begreifen) し、それから上昇して「5）」で、信用制度のもとでの利子生み資本の分析に取りかかった。だから「5）」での monied capital は、より具体的な形態にある利子生み資本なのであり、「5）」でマルクスが「利子生み資本」と言っているものも、(略) まごうことなき「利子を生む資本 [Zinstragendes Capital]」のこと」である⁵。「そして、以上の利子生み資本の理論的分析とそのあとの「6）」での利子生み資本の歴史的考察との全体、つまり第5章の全体が、利子生み資本の分析を成しているのである。」(第1巻147頁)

では「5）」の主題である monied capital 論はどこで論じられているか。それが先にみた「5）」の中で「I)」「II)」「III)」とつけられた部分である。「I)」は「トックおよびフラートンによる諸概念の混同と誤った区別との批判」を論じたエンゲルス版第28章（流通手段と資本。トックとフラートンとの見解）に対応する部分、「II)」は「monied capital の諸形態とそれらの架空性」を論じたエンゲルス版第29章（銀行資本の構成部分）に

5 ここでは著者が「まごうことなき「利子を生む資本」のこと」と強調しているのは、この引用では省略したが、次のような三宅義夫氏の見解への批判が念頭にあるからである。三宅氏は、第21章から第24章までの利子生み資本論では資本物神の完成を論じており、すべての資本が利子生み資本として現われるという意味での利子生み資本論であり、第25章以下では貸付資本は論じられているが、このような意味での利子生み資本論は論じられていないと解釈されていた。

対応する部分、そして「Ⅲ）」は貨幣資本の蓄積と現実資本（生産的資本）の蓄積を論じたエンゲルス版第30章から第35章に対応する部分である。

2 monied capital 論と信用制度論とは何が違うのか

ところで、そもそも「信用制度下の利子生み資本」を論ずるということ、つまり monied capital 論と信用制度あるいは銀行制度を論ずるということとは何が違うのであろうか。いや違わないのだという見解は三宅義夫氏が1992年の論文⁶で明示的に表明されたものである。この時期はまだ大谷氏が4巻本の第3巻と第4巻にあたる部分を発表される前であるから、後続の研究を見ても三宅氏がこのような見解を堅持されたかどうかは、三宅氏が鬼籍に入られた今となっては確かめる術は無い。しかし、このような見解は、明示的に論文等で表明されているかは別として、少なからぬ研究者によって「共有」されていることを評者は実感してきた。この「共有」されている受け止め方をより大雑把に表現すれば、エンゲルス版も草稿も重要な点ではそれほど大きな違いはないという受け止め方である。

マルクスが草稿で「貨幣資本の蓄積と現実資本の蓄積」の関係を問う場合、「Ⅲ）」の書き出しの部分で明言しているように、そこでの「貨幣資本の蓄積」とは、方法上の限定から、主に銀行信用の膨張・収縮であった。また「Ⅱ）」で、貨幣資本の蓄積とは「請求権」の堆積であるという場合も、主に論じられているのは「銀行資本の構成部分」であった。信用制度論＝銀行制度論＝銀行信用論という関連から、信用制度論と「信用制度下の利子生み資本」論とは同じことだという見解は、いいかえればどちらも銀行信用論なののだといっていることになり、一見すると説得力を持つかの

6 三宅義夫「『資本論』第3部第5篇の性格—大谷禎之介氏のマルクス草稿解釈に対する疑問について—」（『立教経済学研究』第45巻第3号、1992年1月）。

ようである。

しかし、monied capital には銀行信用だけではなく株式や国債などの有価証券が含まれるという、大事ではあるが当然の事柄は別としても、今一度マルクスの利子生み資本論の構成と課題とをみてみよう。利子生み資本の概念的把握である「1」～「4」では信用貨幣は登場しない。そこでは金属貨幣を前提すれば十分である。しかし「5」での信用制度下での利子生み資本、monied capital は「Ⅱ」で論じられているように信用貨幣をはじめとする貨幣請求権の堆積として現われる。そこで次に、貨幣資本の蓄積と現実資本（生産的資本）の蓄積の分析である。つまり、産業循環と恐慌のなかで、貨幣請求権の堆積として現われる貨幣資本の蓄積、つまり monied capital の蓄積は、現実資本（生産的資本）の蓄積に規定されつつも独自の運動を経過し、そして現実資本の蓄積に反作用を及ぼす、このような問題をどのように分析するか、それが「Ⅲ」のテーマであった。その際、「Ⅰ」冒頭で提起されている問題、「鑄貨としての流通手段と、貨幣と、貨幣資本 [Geldcapital] と、利子生み資本（英語の意味での monied capital⁷）との間の諸区別」ということが生きてくるのである。たとえば、ここでいう貨幣資本 [Geldcapital] とは現実資本の循環過程、 $G-W \cdot W'-G'$ における G 、 G' であるが、貨幣資本と現実資本の関係は Geldcapital の monied capital への転化、あるいは monied capital の Geldcapital への転化の問題を含んでいる。また貨幣量と monied capital の量は一致せず、利子率は monied capital の需給関係によって決まるのであるが、唯一恐慌期の支払い手段需要の増大の時期は貨幣量が利子率に影響する時期である、など。

つまり、大谷4巻本が明らかにしているように、第3部第1稿の第5章「5」のもっとも主要なテーマは、分量においても内容においても、「Ⅰ」

7 草稿のこの部分は“moneyed Capital”と表記されている。

「Ⅱ」を踏まえた「Ⅲ」における貨幣資本の蓄積と現実資本の蓄積との関係を論じた部分であり、そこでは産業循環と恐慌における両者の関係が問題になっているのである。それではこのような分析は銀行信用論であろうか。それは明らかに銀行信用論を越えている。それはまさに恐慌・産業循環と信用の研究というべき領域であり、そこでの信用とはなによりも「Ⅰ」以降の *monied capital* の運動なのである。

実際、エンゲルス版第5篇第25章から第35章までを信用制度論と読む既存の研究は、貨幣資本と現実資本の問題を正面から分析することはなかった⁸。それらは、「信用の架空性」、「商業信用と銀行信用」、「貨幣の前貸しと資本の前貸し」「金属準備の役割」など一部のテーマを取り出して信用制度論を補強するという形で第28章以下の内容を援用することに止まってきたのである。

3 現代の金融現象は『資本論』では解けないという議論について

次に以上のようなマルクスの利子生み資本論が現在の資本主義の分析にとってもつ意義を検討したい⁹。だがそのために、少し回り道をして、『資本論』で示されている理論は現代資本主義の分析には役立たないとする考え方を検討しておこう。以下ではそのような議論の代表例として井村喜代子氏の所論を取り上げる¹⁰。

-
- 8 貨幣資本と現実資本をテーマとする研究自体が無かったわけではない。川波洋一『貨幣資本と現実資本』（有斐閣、1994年）はその代表例である。
- 9 報告者の全体的見解については小西〔2014〕の第4章を参照されたい。
- 10 井村氏の所論の全体を取り上げるとすれば『世界的金融危機の構図』（勁草書房2010年2月）や『大戦後資本主義の変質と展開』（有斐閣、2016年5月）を取り上げるべきであろうが、ここでは本報告に直接関係する内容が要約的に述べられている井村〔2016〕を取り上げる。以下での引用文の頁数はこの論文の頁数である。

氏は現代の「投機的金融活動」と「過去の投機」との「決定的な違い」として、現代の「投機的金融活動」について次のように言う。「『投機の本質』は生産活動から離れて、なんらの生産物・価値を生み出さずに、価格変動それ自体から価格変動差益＝投機収益を獲得することである。」(p. 8)だがこのような取引は兌換制下でもみられた。為替取引から例を挙げれば、兌換制下でも金現送点の範囲内では為替相場は変動したから為替リスクは存在し、為替リスクをヘッジするための先渡し取引 (forward) が発展したが、先渡し取引が市場で成立するためには敢えてリスクを冒す投機家が必要であった。また金現送は国際収支に規定された為替の需給関係による相場変動によるものだけではなく、ロンドン金市場の金価格とポンドやドルの金平価との時々価格差を利用した裁定取引によっても、そして投機取引によっても惹き起された。敢えてリスクを冒す投機は為替相場の変動や金利＝証券価格の変動のあるところには、つまりリスクのあるところにはそれをヘッジしようとする取引とともに常に存在していたし、また市場(空間的、時間的)における価格差を利用した裁定取引が存在した。現在でも規模と手法の違いはあっても、ヘッジ、投機、裁定取引の「本質」に変わりはない。

さらにいえば、19世紀中葉の過剰生産期の外国貿易をめぐる投機も「生産活動から離れて、なんら生産物・価値を生み出さずに」投機的利益を手にしたのである。

しかし氏は言う。19世紀の資本主義では「投機は実体経済を巡るものであり、投機の対象もその規模も実体経済の再生産の規模、新産業開発の規模によって制約されていた。」(p. 8)もし19世紀の産業循環の過剰生産期＝過熱期に活発にみられる投機や19世紀中葉の鉄道投機が「再生産の規模、新産業開発の規模によって制約」されているだけであったなら、恐慌は起こらなかつたであろう。マルクスは「現実の恐慌は、資本主義的生産の現実の運動、競争と信用からのみ説明することができる」といって

いるが、ここでいわれている信用とはなによりも過剰生産期＝景気の過熱期における投機を支えるシステムにほかならない。そこで大事なのは、貨幣資本の蓄積（金融的蓄積）は現実資本の蓄積（实体经济における蓄積）を越えて進むということ、そうしたことが可能であるのは貨幣資本の蓄積は「貨幣請求権の蓄積」であって価値物の蓄積ではないということであった。もちろん、このような貨幣資本の蓄積は恐慌期にみるように結局は現実資本の蓄積によって制約され、崩壊する。しかし、現実資本の蓄積を離れて、それを越えて貨幣資本の蓄積が進み、しかし結局は現実資本の蓄積によって制約され崩壊するというのは、その規模や手法は変化しているが、現在でも同様である。

さて、井村氏は以上のほかに、現在のデリバティブにおける元本の必要のないレバレッジ効果の高い取引の存在とか、投資銀行やヘッジファンドなどの預金取扱い金融機関でない機関による信用膨張の増大とか、それら金融機関・組織の市場支配力などに言及したうえで、力を込めてアメリカにおける「住宅ローンの証券化」「証券の証券化」をそれらの集大成たるシンセティック CDO にいたるまで丁寧に説明している。そこでは CDO の特徴について次のように説明されている。「CDO は住宅ローン担保債権を担保とする RMBS 等と異なって、なんの「現物資産」の裏付けもなく、たんなる「原証券」からのキャッシュフローを担保にして組成・販売される証券である。…ここでは住宅資産・住宅ローンの借り手と貸し手の関係は消え失せてしまっており、ただ原証券からのキャッシュフローとそれを引当にした新証券 CDO の組成だけが現われている。」(p. 12) さらにシンセティック CDO についてはこう言われている。「シンセティック CDO が「本来の CDO」と決定的に異なるのは、CDO 組成金融機関が「原証券」の RMBS・ABS を集めないで、CDS「売り手」として「原証券」の「リスク」の「対価＝保証料」を大量に集め、これらを混ぜ合わせて新証券を組成することである。」(p. 16) これらの文章には氏が「实体经济と金融

の関連」の変質、と呼ぶものの内容が集約されている。つまり「なんら「現物資産」の裏付けもない」金融資産・金融取引、「原証券」を集まることすらしないで形成される、实体经济には制約されない金融資産・金融取引というわけである。

だがそうであろうか。まず住宅ローンは、それだけであればインカムゲインの世界に止まっている。これをキャピタルゲイン追求が可能となるようにする金融手法が「証券化」である。ここでつくられる「原証券」は住宅ローンがもたらす将来のキャッシュフローに対する「請求権」、「貨幣請求権」を体化している。次に、様々な「原証券」、いいかえればさまざまな「貨幣請求権」を混ぜ合わせてバスケット化し、これを優先劣後構造によって仕分けすることによってCDOが誕生する。ここでは様々な「現物資産」にかかわる貨幣請求権がバスケット化され、仕分けされているのであって、「なんら「現物資産」の裏付けもない」金融商品が生み出されているのではない。また、シンセティックCDOはクレジット・デリバティブの証券化であるが、デリバティブであるから原資産は登場しない。クレジット・デリバティブでは企業の債務不履行とか倒産などのクレジット・イベントが発生すればその損失を補償しますよという約束、つまり貨幣請求権がつくり出され、買手は売り手にプレミアムを支払うのであるが、それを証券化したものがシンセティックCDOである。ここでは元本のやり取りではなく約束によって貨幣請求権がつくり出される。だがその約束は实体经济と関係なくつくり出されるのではない。企業の債務不履行や倒産などの信用リスクは決して实体经济と離れた世界の話ではない。

昔も今も貨幣請求権のないところにかなる金融取引も成立しない。そして实体经济と無関係につくり出される貨幣請求権などは例外的なものでしかない。そして、貨幣請求権が現実に行使される場合（インカムゲインの実現）はつねに所得の移転が生じる。しかし貨幣請求権を体化した証券の価格は、その証券に貨幣資本（monied capital）が流入する限りでは上

昇し、キャピタルゲインを可能とする。そして、長期停滞基調の先進国資本主義では現実資本の蓄積の停滞を反映して貨幣資本の蓄積が進み、不断に金融資本市場に流入する貨幣資本（monied capital）が形成されている。ここで、一方では、インカムゲインの世界は実体経済の停滞を反映して魅力的なものではない。それを一見魅力的なキャピタルゲインを狙える金融商品に転化するのがデリバティブや証券化という新しい金融技法である。現実資本蓄積の停滞下での貨幣資本蓄積の進展、貨幣資本（monied capital）の金融資本市場への不断の流入がこれら金融商品の膨張、貨幣請求権の膨張を可能としている。しかしかにかに高度な仕組債といえども、その基本にあるインカムゲインの世界の制約から逃れることができない。

（なお大会では、貨幣資本（monied capital）の運動において銀行信用とシャドーバンキングが果たす役割について追加資料に基づいて説明したが、この点については拙稿「資本主義の「金融化」と『資本論』草稿研究」〔ニュクス3〕2016年、第Ⅱ節を参照されたい。）

おわりに—『資本論』と現代

報告者はエンゲルス版の研究による従来の信用論研究が現実の分析に果たす有効性については現在でもこれを確信している。だがマルクス草稿の研究はより深い内容を明らかにしてくれている。いま誤解を恐れずに単純化していうと、『資本論』における利子生み資本論の今日的意義は四つある。第一は、利子は利潤の、ひろくいえば所得の一部であるという見地である。第二は、貨幣資本（monied capital）の蓄積とは貨幣「請求権」の堆積にはかならないという見地である。第三は、貨幣資本の蓄積を現実資本の蓄積との関連で分析するという見地である。第四は、これら三つを貫ぬく貨幣現象を分析する際の諸範疇の区別の重要性である。（これらのより説明的な記述については、拙稿「『資本論』の恐慌・信用の理論と現代」

(『季刊経済理論』第53巻第4号)の「3『資本論』と現代」を参照されたい。))

1971年の金ドル交換以降、アメリカの国際収支赤字の拡大によって史上例のない規模のドル残高が形成され、グローバルに運動する貨幣資本(monied capital)の量も史上例のない規模に達している。またシンセティックCDOのような新しい金融技法が「進化」してきた。だがそのことは、現在の資本主義では「資本主義の基本法則が貫徹」(p.3)しなくなる、などという見解を支持することにはならない。

《主要参考文献》

大谷禎之介 [2016]『マルクスの利子生み資本論』全4巻、桜井書店。

井村喜代子 [2016]「戦後資本主義における「実体経済と金融の関連」の変質」(『政経研究』第107号)。

小西一雄 [2014]『資本主義の成熟と転換—現代の信用と恐慌』桜井書店。

〔コメントおよび一般討論に対するリプライ〕

建部正義氏のコメントとリプライ

①一般的利潤率の傾向的低下法則についての理解、および、関連して、『資本論』第3部第5篇の「貨幣資本と現実資本」でマルクスがたてた問題がどの程度解明されていると理解するか、この点で小西と大谷禎之介氏とは微妙な違いがあるのではないか、という質問について。

(リプライ) 報告者自身も建部氏が指摘されるような微妙な違いが、とくに後者の問題についてであると考えている。なお付記しておけば、「資本の絶対的過剰生産」についての記述は「極端な仮定」であってマルクスの一種の「思考実験」だとする大谷氏の理解それ自体は正しいと考えている。しかし、マルクスは現実の過剰生産は常に「相対的」なものだとする一方で、「この相対的過剰人口の減少はそれ自体すでに恐慌の一契機である。なぜなら、それは資本の絶対的過剰生産という今しがた考察された事態を引き寄せるからである。」とも述べており、絶対的過剰生産が「極端な仮定」であり「思考実験」であるということと、この概念が現実の恐慌の分析にとっても重要であるということとは矛盾しないと理解している。おそらく大

谷氏も同様だと思う。

②いわゆる信用創造論について、小西は批判的であるが、大谷禎之介氏は肯定的なのではないかという趣旨のコメントについて。

(リプライ) 大谷氏の見解にはこの間若干の変化があるのではないかと報告者は考えているが、コメンテーターの指摘は全体としてそのとおりでであろうと思う。

③現代資本主義の諸現象は「マルクスの理論に不換制や金ドル交換停止という事態をインターフェースとして入れるだけで、それらの現象を過不足なく分析できる、とはたして断定しきれぬであろうか」、他の様々な諸要因を組み込む必要があるのではないか、というコメントについて。関連して前畑報告へのコメントの最後に小西にも触れて、自由主義資本主義、独占資本主義などなどの局面区分を軽視し、「時代区分としては兌換制度から不換制度への移行を重視する傾向が認められる」というコメントについて。

(リプライ) 兌換停止とか金ドル交換停止は、商品、貨幣、資本という資本主義分析のもっとも基本的な範疇にかかわる領域での変化であるので、報告者はこれとくに重視している。他の諸要因や局面の区分が無意味であるとか、まったく必要ないなどと考えているわけではない。

宮田惟史氏のコメントとリプライ

マルクスは「貨幣資本の蓄積と現実資本の蓄積との区別と関連、とくに「貨幣資本の過多」と「現実資本の]過剰生産」との関連を問題にしている。」マルクスはこの自らがたてた問にどのように答えたと理解しているのか、という質問について。

(リプライ) マルクスは基本的には十分にその問題を解明していると考えている。(具体的には拙稿「マルクス信用論における草稿研究の意義」(『季刊経済理論』第51巻第2号、2014年7月)を参照されたい。)また、コメンテーターが指摘するとおり、貨幣資本のプレトラの議論は現在の諸現象を解明するうえできわめて重要な概念であると考えている。

[一般討論]

足立一夫会員

①三宅義夫氏が1992年の論文で行った大谷禎之介氏への批判は、大谷氏の4巻本刊行以降も「依然として有効なのでしょうか」、という質問について。

(リプライ) 報告者は1992年当時でも現在でも三宅氏の大谷批判には異論があるということを報告したつもりである。

②足立会員は山口義之氏のインフレ論を紹介されて、これについての報告者の見解を尋ねられた。

(リプライ) 山口氏の見解について報告では全く触れていないので、なぜこの質問が出されたのか戸惑ったが、報告者と山口氏とでは信用創造論について理解の違いがあるが、氏のインフレーションについての理解に異論はないと答えさせていた。

清水正昭会員

質問は次のとおり。「マルクス信用論を現代に生かすためには、単に新たな金融現象を「貨幣請求権」の堆積という本質還元するだけではあまり意味はないのではないのでしょうか。マルクス段階の短期金融市場での「貨幣請求権」の堆積運動が何故、今日、シャドーバンキングシステムのもとでストラクチュア・ファイナンスという形態をとって進展したのか。その論理とメカニズムはどのようなものか。また、そこにおける「貨幣請求権」の堆積過程の矛盾はどのような形態をとって現われるとお考えになっているのか、ご教示ください。」

(リプライ) 現実の分析にとってマルクスが『資本論』で展開した議論は役立たないともいうかのような議論に対して、いや役立つのだと指摘したのであって、これを「本質還元するだけ」と受け止められたようである。シャドーバンキングにも、また現在のいわゆる金融化現象の矛盾についても報告では触れたが、ご質問のストラクチュア・ファイナンスそれ自体について報告では触れていない。それ自体を掘り下げるのであれば、改めて時間をとる必要がある。

堀内健一会員

①「実体経済と無関係につくり出される貨幣請求権などは例外的なものでしかない」とあるが例外的なもの具体例はなにか。

(リプライ) 天候デリバティブなどはその一例であろうが、それすら天候が経済活動に影響を及ぼすからこそ作り上げられている。

②報告の「おわりに」で利子生み資本論の今日的意義として「第二は、貨幣資本(monied capital)の蓄積とは貨幣「請求権」の堆積にほかならない見地である」とあるが、これは本文Ⅲにある「そこで大事なのは、貨幣資本の蓄積(金融的蓄積)は現実資本の蓄積(実体経済における蓄積)を超えて進むということ、そうしたことが可能であるのは貨幣資本の蓄積は「貨幣請求権の蓄積」であって価値物の蓄積ではないということであった。」という記述に対応していると考えてよいか。またこの見地はマルクス経済学のアドバンテージであると考えられるか。この見地を現実分析に生かすうえでどのような問題があるのか。

(リプライ) 文章の対応関係はご指摘のとおりである。またこの見地は主流派経済学や非マルクス経済学に対するマルクス経済学のアドバンテージだと考えている。

最後の質問は次の質問と関係があるのでそこで述べる。

③本文Ⅱには「monied capital には、銀行信用だけではなく株式や国債などの有価証券が含まれる」とあるが、「まず、monied capital は銀行預金として存在していて、それは株式や国債などの有価証券の形態をとると考えてよい」か。

(リプライ) 『資本論』で多く論じられている monied capital の存在形態はなによりも預金自体である。預金が有価証券投資に使われれば monied capital の形態は有価証券にかわる。この点は現在でも変わらないが、通貨量が圧倒的に預金通貨である現在にあっては、預金は「通貨」として把握された場合の役割と monied capital として把握された場合の役割をともに持っていることが注意されなければならない。

④ユーロダラーの事例は預金以外の金融資産の膨張を考えるとときにもヒントとなるか。

(リプライ) 報告者はヒントになると考えており、報告で捕捉した論点もそのために提示した。

松本朗会員

①「マルクスが利子生み資本論で問題にしている「利子 or 利子率」は短期の利子率か長期の利子率か。」

(リプライ) 基本的には短期の利子率であると理解している。

②「[シャドーバンキング] のレジュメの中の「信用創造」の説明ですが、NY 銀行の預金の回転数の増大ではなく、NY 銀行の信用創造（無準備の預金の貸付）がロンドン乙銀行の信用創造（無準備の預金の貸付）を生み出しているように見えます。」

(リプライ) 報告者がシャドーバンキングで説明しようとしたのはシャドーバンキングの「信用創造」ではなくて「信用膨張」の話である。またユーロダラーの例で、出発点の NY 銀行での A の預金がどのようにして作られたかは問題にしていなかったので、それを預金設定によるものだとしてもよいが、いったん設定された預金がロンドンの乙銀行の取引を媒介として預金の名義が次々に書き換えられていくこと、いいかえれば預金通貨の回転として説明したつもりである。

熊野剛雄会員

「絶えず発展、進化しつつある現実の現象、会計制度、法制等を身につけ、理論武装しなければ「朱子学」「訓詁学」に過ぎない、というそしりをまねぬがれないのでしょうか。」

(リプライ) ご指摘は十分に受け止めるが、近年はいわゆる解釈学が少なすぎると感じている。

井村喜代子会員

井村会員は当日 4200 字強の分量の「小西一雄氏による批判に対する疑問と反論」を配布され、それをもとに質問された。これを全文収録することは不可能であり、またこれを要約すると要約自体の正確性が問題になりかねない。そこで以下では、報告者への批判、疑問の部分は全文掲載し、その批判、疑問の前提となる記述については簡単な紹介にとどめておくこととした。(以下、文頭の①②などは報告者がつけた番号であり、その後の数字や見出しは井村氏自身のものである。)

① (序)「現代の資本主義」をいかに把握されているか

「……大戦後では、資本主義の歴史上例のない、①「軍事と経済の新しい関連」と、②「実態経済と金融の新しい関連」が生み出された。この①と②は関連をもっている。」という氏の論考の基本的骨格を展開されたのちに「小西氏の「現代」の「金融取引」「金融商品」「仕組債」等の把握は、これら「現実」とあまりにもかげ離れている。」とされている。

②『資本論』、資本主義の「基本的法則」について

「私は『資本論』の理論が「役立たない」と考えたことは全く無いし、そのように述べたことも無い。『資本論』は「資本主義経済一般の基本法則を解明した体系である。だが資本主義が上のような「変質」を重ね、基本的法則の展開が「歪められ」「歪みが深化」している以上、現代資本主義の特質は『資本論』そのもので解明できないのである。『資本論』を「生かす」ということは、『資本論』の理論を理論的基準として、資本主義経済の「変質」の内実を理論的に明らかにし、現代資本主義の理論的解明を追求することである。…小西氏はレジュメの最後で「現在の資本主義では『資本主義の基本法則が貫徹』(p3)しなくなる」(井村)という見解を非難される。しかし小西氏は「現在」「基本法則が貫徹」するという「姿」をいっさい示されていない。これでは「理論なき断定・切り捨て」で、不毛である。」

③ (1)「投機的金融活動」に対する批判についての質問と反論

質問① IMF 体制崩壊後の金融面での投機活動の特徴を概括されたのち、「投機の本質は同じ」だといって済まされる問題であろうか。」とされている。

質問② 「私が「決定的な違い」という第 2 は、投機的活動の担い手が米国投資銀行、ヘッジファンド、プライベート・エクイティファンド等となり、LBO 方式(標的とする被買収企業の資産や将来の期待収益を担保にした巨額の買収資金調達)等が現れ、1980 年代の LBO 中心の米国史上最大級の M&A&D が展開したことである。」

質問③ 「第 3 は、近年の投機的活動の担い手のヘッジファンドや大手投資銀行が、たんに外国為替・証券価格・利子等の変動差益を獲得するだけでなく、外国為替・証券等を「操作できる力」を持ち、「操作」によって投機収益を獲得することであ

る。…」 「小西氏はこれをしも、「過去の投機」の「本質」と同じといわれるのだろうか。」

③ (2) 「住宅ローンの証券化」・CDO に対する批判への質問・反論

井村氏はアメリカの住宅ローンと住宅ローンの証券化の歴史、特徴などを解説されたうえで、四点の質問（あるいは指摘）を提起している。

質問① 「…住宅の利便性・有効性はなんら変わらないにもかかわらず、巨額の潜在的な需要の下での住宅ローン需要拡大・住宅価格上昇が「住宅地帯」内・外の住宅価格をいっせいに「押し上げた」のである。私はこれを「価値物ではない」「虚」が膨れ上がったこととして、「虚（資産価値）」と規定している。これは「実態経済に基づく」「現物資産」の膨張だと済まされる問題では決してない。」

質問② 「ホームエクイティ・ローン」制度や「キャッシュアウト・リファイナンス」の説明が展開されている。

質問③ 「小西氏は、CDO は「現物資産にかかわる貨幣請求権がバスケット化された」ものだという。（貨幣請求権とは？）。しかし CDO 組成巨大金融機関は、リスクの大きいサブプライム担保証券等をリスクの低い安全な AAA、AA に混入して上位ランクの価値を持つものとして「仕立て」、収益を膨張させるのである。「収益膨張の仕組み」「トリック」である。サブプライムローン証券化は CDO の開発によって始まって一大膨張を遂げ、CDO の発展を支えたのである。」

質問④ 住宅ローン取引の破綻について

「小西氏は、「住宅ローンはそれだけではインカムゲインの世界」と述べ、キャピタルゲイン獲得の拡大も「その基本にあるインカムゲインの世界の制約から逃れることはできない」といわれるが、この主張は全く理解できない。インカムゲイン（マルクス経済学にない）は資産保有による収益（金利、株式配当、家賃等）であるが、住宅ローン取引は資産保有による金利の授受ではないし、証券取引拡大がインカムゲインによって規制されるとはどういうことなのか。／私は住宅価格上昇が進むと、賃金所得の制約によって住宅ローン需要の頭打ち・減退が生じることを注目しているが、しかし注意すべきは、この減退が住宅ローン市場の混乱だけではなく、CDO 市場の大混乱を惹起していくことである。CDO ではそこにどのような証券が含まれているか分からないうえ、CDO には株式のようなオープンな売買市場・売買価格が無い場合、ひとたび何らかの不安材料が生じると CDO の保有者はいち早く販売・安値販売を急ぎ、CDO の価格暴落・「紙くず化」が惹起されるのである。CDO 独特の「損失一挙拡大の連鎖」である。巨大 CDO 組成金融機関やヘッジファンドは大量の CDO を保有しているため CDO の「紙くず化」によって経営危機・倒産に陥る。史上例のない金融機関の経営破綻である。それゆえ公的資金投入では効果がなく、FRB はリーマン破綻とともに莫大な証券・CDO の買い

上げを行い、大規模な「FRBの資産劣化」が生じるのである（以上は拙著を参照されたい）。インカムゲインの制約、住宅バブルの破綻というような把握はマルクス経済学に基づくものとはいえない。」

（リプライ）以上のような井村氏の提起に対して、報告者は次のようにリプライをした。

- ①井村氏の批判は、数々の事実を並べられ、小西にはこの事実が目に入らないのかという角度からのものである。私は氏が指摘する事実について重要ではないといっているのではなく、それらの事実を理論的にどのように理解するか、この点で『資本論』で展開されている基本的法則や理論は依然として有効だと述べているのである。
- ②上記③の質問③と同じ趣旨のことを、私自身報告で述べているので確認されたい。
- ③バブル期の日本にはアメリカ型の住宅ローンはなかったが、不動産市場の特徴、つまり工業製品のような供給の弾力性がないことからくる価格膨張の特徴は同じである。それらの価格膨張は monied capital の不断の流入によって支えられているのであり、monied capital の源泉とその膨張のメカニズムの問題はマルクスの「貨幣資本の蓄積と現実資本の蓄積」を軸にしてこそ正確に理解できるのである。

川波洋一会員

CDOの組成においては、例えばデフォルトの確率が10%の証券を三つ合成すると三つの証券が同時にデフォルトに陥る確率は1/1000になる。これによって新証券の格付けがあがり価格が上昇するのであるから、井村氏のいう「虚」という理解は正しいのではないか。

（リプライ）新しい証券を組成する理屈はそのとおりであり、格付けはその証券に monied capital を誘引する重要な要素である。しかしそれは物的商品になぞらえていえば、新しい使用価値を創り出す技術であって、この新しい使用価値の価値が何によって規定されるかは別の問題である。ここでも流入する monied capital の源泉とその膨張の問題の解明が重要であると考えている。

マルクス信用論と現代

—— 資本論第3部草稿第5章の「1)」から「4)」の
利子生み資本とそれに続く「5) 信用。架空資本」
の関係の考察を踏まえて ——

前畑 雪彦
(桜美林大学 (名))

I. 第5章の「1)」から「4)」の利子生み資本

信用制度を捨象したここでの利子生み資本としての貨幣は金である。すなわち、ここでは金が、近代的利子生み資本の規定性を持つことが明らかにされている。マルクスは「1)」の冒頭で、利子生み資本を考察するにあたって、平均利潤の完成した姿を前提して、「貨幣（すなわちここでは貨幣はある価値額の自立的表現としてみなされているのであって、この価値額が貨幣のかたちで存在するか商品のかたちで存在するかにはかわりない）〔Da Geld(i.e.Geld hier genommen als *selbständiger Ausdruck einer Werthsumme, ob sie in Geld oder Waaren existire*)〕は資本主義的生産様式の基礎の上では資本に転化されることができるのであり、そしてこの転化によって、貨幣はある与えられた価値額から、自分自身を増殖する、増価させる価値にな」（大谷禎之介1. 169 ページ）と規定し、この貨幣が、資本としての資本の規定性において商品となり、利子生み資本としての貨幣になると規定している。上記引用の「（貨幣はある価値額の自立的表現とみなされているのであって、この価値額が貨幣のかたちで存在する

か商品のかたちで存在するかにはかかわりない」というのは、貨幣はある価値額の自立的表現としての一般的等価形態の規定性を持つ金であり、これが商品と並んで実金的金として存在するか、商品の価格形態で観念的金として存在するかにはかかわりなく、いずれの場合も貨幣は価値の自立的表現としての金であるという意味である。これが、ここでは、利子生み資本として、貸付－返済の独自の貨幣還流形態 $G-G'$ を描く。そしてこの貨幣の還流形態は、産業資本の貨幣資本循環形態 $G-W \left\langle \frac{A}{P_m} \cdot \cdot P \cdot \cdot W'-G' \right\rangle$ の貨幣還流形態を基礎として、それに支えられて、貨幣は、 $G-W \left\langle \frac{A}{P_m} \cdot \cdot P \cdot \cdot W'-G'-G'' \right\rangle$ の、2重の還流形態を描くものとして解明されている。

そして利子は平均利潤の分配形態であり、したがって利子率は、通常は、最高限界を平均利潤率に無限に近似する値と、最低限界は無限にゼロに近似する値との範囲で、貸し手と借り手との競争関係でのみ決定され、この需給関係の背後にあってこれを規制する自然利子率なるものは一般的に存在しないことが解明されている。すなわち現在の黒田日銀を筆頭として全近代経済学が想定する自然利子率は銜学の妄想であると批判する。

ここでは、利子生み資本としての貨幣の蓄積、すなわち $G-G'$ の拡大された規模での繰り返しによる貨幣資本蓄積と、現実資本の蓄積、すなわち $G-W \left\langle \frac{A}{P_m} \cdot \cdot P \cdot \cdot W'-G' \right\rangle$ の拡大された規模での繰り返しによる再生産過程の拡大とは、先に示した貨幣の2重の還流形態によって、一体的連続的な直接的関係として、乖離運動をする事はあり得ない。

貨幣資本の蓄積が現実資本の蓄積から乖離して、すなわち $G-G'$ がその運動の基礎である $G-W \left\langle \frac{A}{P_m} \cdot \cdot P \cdot \cdot W'-G' \right\rangle$ から独立して、貨幣それ自身で無限の価値増殖運動をすると思えるのが、利子生み資本として

の貨幣の完成した物神性を正確に反映する、リチャード・プライスの単利で借りて複利で運用する妄想理論である。

彼は言う。「複利を生む貨幣ははじめはゆっくり増えていく。しかし、増える率はだんだん速くなっていくので、ある期間がたてば、どんな想像力でもあざ笑うような速さになる。われわれの救世主が生まれたときに5%の複利で貸し出された1ペニーは、いままでに、すべて純金から成っている1億5千万個の地球に含まれているよりもっと大きな額に増大しているであろう」(大谷禎之介1, 343ページ)。「われわれの救世主が生まれた年に(というのだから、たぶんエルサレムの聖堂の中で)6%の複利で貸された1シリングは、全太陽系を土星の軌道の直系に等しい直系を持つ球にした場合に包含できるであろうよりも、もっと大きい金額に増大しているであろう」(同上、345-6ページ)。マルクスは、貨幣資本の蓄積に関するこの妄想を、資本関係の外面化形態 $G-G'$ の無限価値増殖運動のありのままの反映であるが、しかしこの資本の無概念的貨幣還流形態の繰り返しによる実在的量の蓄積は、現実には、生産過程を包摂する $G-W \left\langle \begin{matrix} A \\ P_m \end{matrix} \right\rangle \cdot \cdot \cdot P \cdot \cdot \cdot W'-G'$ の貨幣還流と、利子率の上限はこの現実資本の運動を支配する利潤率の傾向的低下法則とに規定されることを指摘する批判によって、ここまでの利子生み資本論を終了する。

II. 「5) 信用。架空資本」

信用制度を導入したここでの利子生み資本としての貨幣の主要形態は金貨幣ではない。主要形態は兌換銀行券あるいは預金である。すなわち、貸付-返済の独自の貨幣還流形態を描く利子生み資本としての貨幣は金請求権としての信用貨幣である。また金貨幣が利子生み資本として貸付-返済の独自の還流運動をする場合も、銀行の負う無準備の債務の発生と結合し

て、金貨幣は、ここでは、金支払い約束としての銀行預金との関係性でのみ利子生み資本運動を行うことができる。

兌換銀行券で、ここでの利子生み資本の独自性格を考察してみよう。兌換銀行券自体が金支払い約束としての銀行債務であるから、ここでは、貸し手である発券銀行業者と借り手である産業資本家との間の債権債務関係は、「1)」から「4)」までで考察した金で貸し借りされる場合の、金で借りて金で返すという1重の債権債務関係とは異なって、2重の債権債務関係となる。すなわち、1. 貸し出される貨幣そのものが金支払い約束としての発券銀行の債務である。だから借り手がこれを用いて商品を購入すれば銀行券は購買者の手から販売者の手に場所変換し、この販売者が、今度は銀行券所有者として、金請求権の所有者として、発券銀行との間で債権債務関係に立つ。2. この銀行券が銀行業者から産業資本家に貸し出されることによる貸し手である銀行業者と借り手である産業資本家との間の債権債務関係の発生と返済によるこの関係の消滅。預金設定で貸し出され、振替が行われる場合も、この点では同一である。1. 設定された預金（銀行業者の金支払債務）での借り手は、商品を購入することで、借り手である購買者の預金はマイナスになるが、その分、今度は、売り手の預金がプラスとなり、貸し手である銀行業者の預金債務（金支払債務）は増加したままである。この場合の預金の貨幣機能は流通手段ではなく観念的計算貨幣である¹。2. 設定された預金で借りた産業資本家と貸した銀行業者との間の債権債務関係の発生と返済によるこの関係の消滅。

信用制度下では、利子生み資本としての貨幣の主要形態は、価値の自立的表現としての貨幣ではなく、貨幣支払い約束としての信用である。そしてそれはまた自己価値を持たない架空資本である。信用制度下では、この制度を捨象した場合に再生産過程の担い手である産業資本家が相互に前貸

1 前畑（2007a）、同（2007b）を参照。

しする貨幣が、産業資本家に代わって、銀行業者が与える貨幣支払い約束である信用の形態をとる。資本の再生産過程では、資本は、貨幣資本形態を脱ぎ捨て生産資本形態をとり、またこれを脱ぎ捨て商品資本形態をとり、またこれを脱ぎ捨て貨幣資本形態をとる資本変態運動を行う。利子生み資本範疇が成立すると、資本変態の一契機としての貨幣資本と利子生み資本としての貨幣資本との、貨幣資本の2重化が生じる—従って両者の混同が生じることにもなる。トゥック、フラートンのこの混同に対するマルクスの批判が「5」の「I」の課題の一つとなる—。そしてこれを土台にして、信用制度下では、利子生み資本の形態における貨幣資本の社会的所有者として、銀行が産業資本に対峙することとなる。この銀行による産業資本への貸し付けの際に、利子生み資本としての貨幣がとる独自の社会的形態が、金支払い約束としての信用形態であり、自己価値を持たない架空資本形態である。あるいは信用資本形態である。マルクスは「5」の「II」で、銀行資本の諸成分を、種々の視点から分析し、この種々の視点を基準に架空資本の諸規定を与えているが、その中の1つの視点が、自己価値を持つか持たないかの視点で、自己価値を持たない、金の支払指図書としてのイングランド銀行券（紙券）を架空資本と規定している。従って自己価値を持つ金準備を非架空資本と規定していることになる—大谷氏は、この全信用制度の軸点として、価値尺度貨幣ならびに世界貨幣と同一素材からなる実在的金準備をも幻想とマルクスが規定していると解釈されるが、そうではない。そこでマルクスが幻想と述べているのは、この金準備量に銀行券流通量を機械的に適合させようとする、数量説に基づくピール条例の幻想性を述べているのである。つまりそれが「架空的支払い不能〔fictitious insolvency〕」（『マルクスエンゲルス全集』第12巻、大月書店、300ページ）を引き起こす架空の条例であることを指摘している。大谷氏のこの部分の先の理解によれば、銀行資本の諸成分の大部分ではなくその全部が架空資本と規定されることになるであろう—。

信用制度下の銀行業者の手許における利子生み資本 $G-G'$ の拡大された規模での繰り返しによる貨幣資本の蓄積は、この制度がない場合のドクター・プライスの夢想する実在的金の蓄積ではなく、債権債務関係の蓄積つまり貨幣請求権の観念的蓄積の形態、架空資本の蓄積の形態をとる。この観念的貨幣資本蓄積と現実資本の蓄積との関係の考察が、「5) 信用。架空資本」の中心課題である。この「信用の件〔Creditgeschichte〕全体のなかでも比類なく困難な」（大谷 3. 411 ページ）相互に関連する二つに分けられる問題について、つまり「5)」の「Ⅲ」に関して、私の見解を述べる。

マルクスはこの問題を3回にわたって提起（大谷 3. 411、468、523 ページ）するが、これらを通じて、草稿で取り組んだ主要な問題は「第1に、monied Capital の相対的な増大または減少は・・・生産的資本の蓄積とどのような関係にあるのか？そして第2に、それは、何らかの形態で国内にある貨幣量とはどのような関係にあるのか？」（大谷 3. 523 ページ）である。すなわち、第1は、ピール条例下にあって、貨幣恐慌を伴う10年周期の過剰生産恐慌に見舞われている、眼前のイギリスの産業循環過程における債権債務関係（貨幣請求権）の観念的蓄積・架空資本の蓄積と現実資本の蓄積との関係である。第2は、この観念的貨幣資本蓄積と、世界貨幣準備機能を含む蓄蔵貨幣と流通手段機能とを交互に果たす金地金・金铸貨、そして更にイングランド銀行券（これも流通手段と蓄蔵貨幣との両形態を交互にとる）を含む一国にある実在的貨幣総量との関係である。

この二つの問題について、第1を「信用制度による利子生み資本への影響」（大谷 2. 299 ページ）の研究の観点に立つ問題、第2を信用制度下で「利子生み資本がとる形態」（大谷、同）の研究の観点に立つ問題として整理したうえで、それぞれを現実資本蓄積との関係で考察してみよう。

第1の問題。これを「信用制度による利子生み資本への影響」の観点でマルクスの記述を見ると次の点が明らかとなる。信用制度下に独自の利子率の循環的変動と現実資本蓄積との関係である。信用制度が捨象されてい

た「1」から「4」の利子生み資本の考察では、利子率変動は、通常の場合には、最高限界を平均利潤率の近似によって、最低限界を無限にゼロに近似する水準で、この狭い幅の中で変動することだけが抽象的に規定されるだけであった。しかし信用制度が導入された「5」の「Ⅲ」では次の内容が解明される。現実資本蓄積との関係で、貨幣資本性質を持つ金準備量の相対的絶対的過多が生じると、利子率は最低限に低下する。そしてそれが次第に解消する過程で、利子率は次第に上昇する。しかし現実資本の利潤率との関係では相対的に低位なこの利子率が現実資本蓄積を促進する。そして現実資本の過剰生産が生じる時には、支払い手段需要の急増により、利子率は、平均利潤率の限界を超えて急騰し、観念的計算貨幣の実在的貨幣への急変である貨幣恐慌が爆発して、貨幣資本のこの制度下の形態である債権債務関係の過剰蓄積・架空貨幣資本の過剰蓄積ならびに現実資本の過剰蓄積の暴力的価値破壊が行われる。すなわち、「Ⅰ」・「Ⅱ」・「Ⅲ」が始まる前の「5」の中で命題的に述べられた信用制度の役割における、利潤率傾向的低下法則に基づく資本の再生産過程の限界突破を促進する作用と、この制度の果たす生産力発展と資本主義的生産様式解体の促進の歴史的使命とが、貨幣資本のプレトラとその解消過程における利子率の循環的変動の現実資本蓄積に及ぼす作用として、具体的に説明されているのである。言い換えれば、マルクスの言う「信用制度による利子生み資本への影響」とは、信用制度を導入して初めて課題として設定しうる、上記内容を持つ利子率の循環的変動に媒介される利子生み資本運動の独自の在り方とその現実資本蓄積に対する促進作用ならびに急性的価値破壊作用のことと考えられる。

第2の問題。これを信用制度下で「利子生み資本がとる形態」の観点から見る。「Ⅲ」で、私が読むところでは、4回にわたって²、信用制度下の

2 大谷禎之介(2016) 3. 182-186、432、496、516 ページを参照。

預金に媒介された利子生み資本の運動 $G-G'$ の繰り返しによる債権債務関係の膨張の形態での観念的貨幣資本蓄積が、現実資本の蓄積からは独立して行われうるということが説明されている。すなわち、銀行業者（あるいは銀行制度）から産業資本家に貸し出された貨幣が、彼によって生産手段の購買に使われ、貨幣そのものは、生産手段の購買者からその販売者に場所変換して、その貨幣が、生産手段の販売者の手で同じ銀行業者（銀行制度）に預金され、この預金として還流した貨幣を、銀行業者（銀行制度）が別の産業資本家に再び貸し付け、そして同様の過程が繰り返されることで、同一貨幣片が、銀行業者（銀行制度）によって、例えば、4回の $G-G'$ の繰り返す運動を、それぞれの借り手の許で行われる現実資本の蓄積を表す $G-W \left\langle \frac{A}{P_m} \cdot \cdot P \cdot \cdot W'-G' \right\rangle$ の貨幣還流に基づく銀行業者への返済の前に、これらの実体的貨幣還流運動から完全に独立して、展開することが説明されている。

ここには、信用制度が導入される前には存在しなかった次の新たな諸契機が存在する。

1. 「1」から「4」では、利子生み貨幣資本家は、 $G-G-W \left\langle \frac{A}{P_m} \cdot \cdot P \cdot \cdot W'-G'-G'' \right\rangle$ の2重の貨幣還流の完了後でなければ、再び新たに利子生み本の $G-G'$ の運動を開始することはできなかった。つまり貨幣資本蓄積はできなかった。しかし信用制度下では、預金制度によって、上に見たように、銀行業者として、預金債務と貸付債権との両建ての観念的形態で、利子生み資本としての貨幣の独立的蓄積が可能となる。

2. この場合利子生み資本は、預金者から借りた他人所有の資本として、金貨幣で貸す場合にも信用資本〔Creditcapital〕という独自の形態をとる（大谷3. 515 ページ。同4. 125-6 ページも参照）。

3. すでに述べたように、ここでは、兌換銀行券・預金設定で貸し出す場合には、債権債務関係の2重化が生じる。

4. ここでは「利子生み資本がとる形態」は信用であるとの視点で、はじめ、G-G' 運動を独自の推進力とする債権債務関係の膨張の限界が、言い換えればこの観念的形態での貨幣資本蓄積の内在的限界が、実在的金準備量との関係で規定され、その限界突破を表す観念的貨幣の実在的貨幣への急変である貨幣恐慌の爆発による信用主義の重金主義への急変が、 $G-W \left\langle \begin{matrix} A \\ P_m \end{matrix} \right\rangle \cdot \cdot \cdot P \cdot \cdot \cdot W'-G'$ 運動を独自の推進力とする現実資本蓄積との関係で説明される。すなわち、信用制度に固有の信用膨張の限界ならびにその独自の推進力による限界突破と、資本の再生産過程に固有の内在的限界ならびにその独自の推進力による限界突破との二重構造と、それらの間の相互促進関係が、貨幣資本蓄積と実在的貨幣量の問題として、現実資本蓄積との関係において説明されている。

貨幣資本蓄積と一国に存在する実在的貨幣量との関係の課題とは、信用制度下で、金支払い約束の形態をとる、あるいは金請求権の形態をとる利子生み資本の運動に媒介される債権債務関係の膨張の形態での観念的貨幣資本蓄積と、それ自身貨幣資本の性質を持つ、相互の間で衝突しうる3重の役割を持つ、全信用制度の軸点としての、最小化した実在的金準備量の増減との関係の問題と考えられる。そして貨幣資本蓄積と貨幣量の問題のこのような基本的解決を、大谷氏が、「5）」を信用論としては理解できないことによって、草稿から認識できないのは必然である—大谷 4. 261 ページ—。

エンゲルスは、現行版『資本論』第 27 章の末尾近くで、マルクスの「いまわれわれは、利子生み資本そのもの {信用制度による利子生み資本への影響、ならびに利子生み資本がとる形態} の考察に移る」を「以下の諸章で我々は、信用を利子生み資本そのものとの関連で考察する、すなわち信用が利子生み資本に及ぼす影響、ならびにそのさい信用がとる形態を考察する」と書き替えたのであるが、この書き替えで、内容上問題とな

る部分は、マルクスの弓かっこの中の説明部分とエンゲルスの「すなわち」以下の文章である。その中のマルクスの「信用制度による利子生み資本への影響」とエンゲルスの「信用が利子生み資本に及ぼす影響」とは同一内容を言い表していると考えられるから、相違するのは、マルクスの「利子生み資本がとる形態」とエンゲルスの「信用がとる形態」という点である。信用制度下では、これまで説明したように、利子生み資本は信用の形態をとる。すなわち利子生み資本としての貨幣は貨幣支払い約束（貨幣請求権）の形態をとる。しかし同時に、これは、信用が利子生み資本の形態をとることでもある。すなわち貨幣支払い約束（貨幣請求権）である例えば兌換銀行券が、G-G'運動を描くものとして、利子生み資本としての形態を取るということである。両者の違いは同一の事態を、利子生み資本を主語とするか、信用を主語とするかの相違であって、同一の関係をそれぞれの主語に基づいて表している。従って、エンゲルスの書き換えは理論的な誤りではない。

以上のように、信用制度下の利子生み資本の理論は同時に信用の理論である。すなわち信用制度下の「利子生み資本そのもの・・・の考察」は同時に「信用を利子生み資本そのものとの関連で考察する」ことである。両者はコインの裏表の関係である。「5）」に対してマルクスの付けた表題が「信用。架空資本 [Credit.Fictives Capita]」であり、その中核的問題を「信用の件 [Creditgeschichte] 全体のなかでも比類なく困難な問題」とした理由もここにあると考えられる。それは貨幣論が同時に商品流通論であるのと同様である。従って、前者の理論は後者の理論ではないとする大谷氏の主張はミスリーディングと言わねばならない。この点では三宅義夫氏の主張が正しいのである。その説は死んだ犬ではない。

最後に次の点を付け加える。マルクスのこれまでの貨幣資本蓄積と現実資本蓄積の関係についての考察は、資本論第2部初稿（1865年前半）の枠組みに制約されている側面があると思われる。すなわちこの初稿では、

再生産論は、その基本的枠組みとして商品対商品の交換構造を前提し、実在的貨幣は、基本的に、両部門間の商品交換を媒介する貨幣として、流通手段の前貸し還流運動をする貨幣として把握されている。これに制約されつつ、第3部第5章の「5」の「Ⅲ」（1865年後半）で、実際は、この枠組みを乗り越える貨幣資本蓄積と現実資本蓄積の問題が扱われている。均衡関係を前提して、貨幣資本蓄積と現実資本蓄積の同時的空間的対応関係、すなわち貨幣対商品の交換構造をマルクスが解明したのは、その死の2年ほど前の彼の資本論に関する最終稿第2部8稿（1880-1年）であった。従って、マルクスが、資本論第1部（1867年）の清書稿を書き上げるために、資本主義の総体を視野に入れるべく、自己了解を目的とした第3部第5章初稿—このような目的の場合、マルクスが扱う問題について彼自身が設ける方法的前提は、課題の展開の中で、彼自身で、容易に踏み外す、ないしは実際上変更するのであって、それは試行錯誤を伴う研究においては不可避であり、その文言に形式的に拘るべきではない。この点は第2部初稿を見ればよく分かる—で取り組んだ貨幣資本蓄積と現実資本蓄積の問題は、第2部8稿までの資本論第2部を前提として、マルクスの文言が示唆する長期的関係をも含めて、更に高度な形に仕上げられねばならぬと思われる。

Ⅲ. マルクス信用論と現代—不換制度下の貨幣資本蓄積と現実資本蓄積—

マルクスが考察した兌換制下の貨幣資本蓄積と現実資本蓄積の関係に対する現代の不換制下のこれらの関係についての、際立った現象の相違は、兌換制度では、物価と利率は、産業循環に伴って、並行的に上昇し、貨幣恐慌を伴う過剰生産恐慌の爆発においては、前者は暴落し後者は急騰するが、不換制度では、景気循環に伴って、物価変動の一般的姿は、上昇率の緩急はあるがその絶対水準は上昇し続け、利率は危機においても急騰

しない点である。この点は「リーマン・ショック」で典型的に表れた。すなわち、資本主義的生産様式の危機に際して、世界の諸中央銀行によって共同的に繰り返し発動された不換制度に立脚する「無制限流動性供給宣言」によって、貨幣恐慌は抑え込まれたのである³。また不換制度では、この制度の特質に基づいて、インターバンク市場のオーバーナイト金利は中央銀行によって完全にコントロールできる⁴。この新しい制度的条件下における貨幣資本の観念的蓄積（不換紙幣に対する請求権の蓄積）と現実資本蓄積の関係の解明が課題となる。

ここでの解明のポイントは、すでに説明したように兌換銀行券での貸し借りでは債権債務関係の2重化が生じるが、不換銀行券では、金での貸し借りの場合と同様に、債権債務関係は、中央銀行が無制限に発行できる強制通用力を持つ紙券の貸し借りとして、1重化する点である。不換銀行券での借り手が借りた不換銀行券で商品を購入して、これが商品の販売者に場所変換する場合、販売者である不換銀行券の所有者とその発行者である中央銀行との間には債権債務関係は存在しない。存在するのは、不換券の貸し手である銀行とその借り手との最初の当事者間だけである。そして金とは異なって、紙券の独自の運動は、商品の流通過程では紙幣流通法則に規定される。商品の流通過程の拡大縮小は現実資本の蓄積に規定される。紙幣流通法則の作動にとってポイントとなる流通過程は、労働力商品の流通過程 $A-G-W$ (Lm) である。この流通過程の拡大縮小が紙幣流通法則の内生的作動を引き起こす。言い換えれば、賃金率と失業率の増減が紙幣流通法則作動の内生的コア条件となる。ここで実在的円紙幣が減価すれば、これを反射して観念的貨幣円が減価し、こうして円で表示される商品価値の円価格の不可逆的上昇と、同じく円で表示されている観念的貨幣資本蓄

3 前畑（2010）を参照。

4 前畑（2012）、同（2013）を参照。

積総額の減価—利子率上昇—が生じることになる。中央銀行は、この場合、物価上昇を抑えるには金利を上げねばならず、円で表された架空資本の価格下落を阻止するには、これを買い上げて金利を下げねばならない。不換制の中央銀行はそれに独自のこのような政策展開上の危険な衝突に陥る⁵。

《参考文献》

- 大谷禎之介著『マルクスの利子生み資本論』1～4、桜井書店、2016年6月。
- 前畑雪彦(2001)「現代貨幣論—貨幣数量説・金廃貨論批判とインフレ・デフレ論—」(『経済』新日本出版社、73号、2001年10月所収)。
- 同(2005)「不換制の貨幣理論としての紙幣流通法則」(信用理論研究会年報『信用理論研究』第23号、2005年所収)。
- 同(2007a)「第7章 預金通貨論批判」大谷禎之介編『21世紀とマルクス』(桜井書店、2007年3月所収)。
- 同(2007b)「マルクス計算貨幣概念と「ペイメントシステム」の電子化—支払い手段に含まれる無媒介的矛盾の不換制下の独自の形態—」(『経済』2007年12月号、No. 147所収)。
- 同(2010)「政策金利の成立メカニズムと今回の世界恐慌の変容形態—不換制下の貨幣恐慌の起動と防御の力学的構造—」『桜美林大学 桜美林論考 桜美林エコノミクス』創刊号(経済学部創立40周年記念号、2010年3月所収)。
- 同(2012)「オーバーナイト金利の成立メカニズム—白川方明理論批判—」(前掲誌第3号(通算59号)、2012年3月所収)。
- 同(2013)「オーバーナイト金利と需要供給—自然利子率説批判・高橋勉氏への反批判—」(前掲誌第4号(通算60号)、2013年3月所収)。
- 同(2014a)「非伝統的金融政策の競争的展開と現代資本主義の矛盾—不換制に独自の生きた矛盾の展開過程—」(信用理論研究会年報『信用理論研究』第32号、2014年所収)。
- 同(2014b)「量的・質的金融緩和とインフレーションの発生メカニズム—再生産過程と紙幣流通法則の作動—」(中央大学『商学論纂』第55巻 第5・6号、2014年3月所収)。
- 同(2015)「第9章 不換制度下の貨幣資本蓄積と現実資本蓄積」(鶴田満彦・長島誠一編『マルクス経済学と現代資本主義』桜井書店、2015年7月)。

5 前畑(2001)、同(2005)、同(2014a)、同(2014b)、同(2015)を参照

《コメント・一般討論への回答》

[建部正義氏のコメントに対して]

1. 草稿「5」の冒頭の「信用制度・・・の分析は・・・我々の計画の範囲外にある」について、報告者はどう考えるのか？

マルクスの草稿「5」の全体をありのままに見た時、この断言を文字通りにそのまま鵜呑みにすることはできない。額面通り受け取れば、「5」では、信用制度の分析は、どのような水準の研究でも、またどのような観点の研究でも、したがって大谷氏の言われる概要でも、「計画の範囲外」として全て完全に退けられることになるからである。しかし実際には、マルクスは、「5」で、「Ⅰ」、「Ⅱ」、「Ⅲ」に入る前に、先の断言のすぐ後で、公信用に対立する信用だけを扱うとして、「資本主義的生産様式の一般的特徴づけのために必要なわずかの点をはっきりさせるだけ」という限定において、信用制度の2側面と信用制度の役割について分析している。そこで問題となるのは、実際に解明された信用制度の2側面ならびにその役割の考察と、これに続く「Ⅰ」、「Ⅱ」、「Ⅲ」の実際の内容との関係である。私は私が理解した「Ⅰ」、「Ⅱ」、「Ⅲ」の実際の内容に基づいて報告したのであるが、それによって考えると、両者は、事実上、信用制度の序論と本論との関係として位置付けられると思われる。序論の内容を本論で、特に「Ⅲ」で、私が報告した内実で具体的に分析的に展開していると思う。マルクスは、「6」で、この第5章を最終的に締めくくるのであるが、その後半部分で彼は、高利資本を資本主義的生産様式に従属させるために信用制度が成立することを説明したうえで、この「信用制度はそれ自身資本主義的生産様式の内在的形態であり」、「資本主義的生産様式が作り出した最も人工的な最も発達した産物であり、それはまた「即自的に資本そのものの止揚を含んで」おり、「資本主義的生産をそれ自身の諸制限を乗り越えて進行させる最も能動的な手段」であり、「資本主義的生産様式から結合した労働の生産様式への過渡期において、信用システムが強力な梃子として役立つ」（大谷 4. 494-6）と述べている。これは上記の序論と本論の信用制度の事実上の分析を受けての、この制度の認識についての総括だと思う。そして金属貨幣を基礎としてそこから本性上離脱できない信用制度は、金属準備量の増減に対応する利子率変動によって、商業資本や産業資本に巨大な力を揮うのであるが、この6)の最後に、1865年10月11日現在として、銀行券発行高や地金準備量などの表を掲げて、金準備の国内流失に対応して、イングランド銀行が利子率を上げる操作を繰り返し展開し、9月末から10月7日までの短期間に4%から7%へ引き上げた事実を指摘している（大谷 4. 501-2 ページ。エンゲルス版では削除された部分、また大谷氏が同 4 の 375 ページ

ジで「6）」の内容とは全く無関係と独断した部分)。信用制度論の最終的な締めくくりとして、印象的であると同時に極めて適切な草稿と思われる。つまりマルクスは、冒頭の文言を鵜呑みにした場合に反して、実際には、信用制度を分析して、その結果、それは「資本主義的生産様式の内在的形態」であるとの認識に到達したのだと考えられる。だからこそ、1868年4月30日付エンゲルス宛てのマルクスの手紙で、第5章の内容について「利子と企業者利得とへの利潤の分裂。利子生み資本。信用制度」と書いたと思われる。従って、第5章の初稿を完成稿とする時には、この認識に基づいて、仕上げると推定できる。

なお資本論第2部初稿でも、「第3章 流通と再生産」の最初に、ここでは貨幣流通を取り扱わないと言っておきながらすぐさまこれを扱っている。

2. インフレーションを引き起こす「過剰は預金創造…の段階で生じる」という建部氏の説ならば、現下の日銀当座預金の短期間の巨大な創出下でインフレーションが起きていない事実をどの様に説明するのか？私は、報告したように、資本の再生産過程を構成する労働力商品の流過程の拡大縮小から、つまり現実資本蓄積の運動から、内生的に紙幣流通法則が作動すると考えている。

3. 今回の不換制度下で起きた世界金融危機は、報告したマルクスの貨幣資本蓄積と現実資本蓄積の関係の法則の認識に基づいて、それを不換制度に発展させる形でのみ、特に架空資本の発展形態としての証券化商品市場を、従来型の銀行制度との関係で位置づけることを通じて、内生的必然的に生じると把握できると思う。今回の危機は近代経済学が考えるような外生的偶発的なショックではない。

兌換制度から不換制度への移行という契機が、すなわち不換制度が国家独占資本主義の本質的要素と考えている。

[宮田惟文氏のコメントに対して]

大部分は建部氏の1で答えた。付け加えれば、エンゲルスが書き替えたマルクス草稿の「{信用制度による利子生み資本への影響、ならびに利子生み資本がとる形態}」について、具体的に説明したつもりである。ここに言う影響に関してだけ更に付け足せば、影響を与える信用制度と影響を受ける利子生み資本との関係性が研究対象である。この関係性が、利率変動に対してその循環的形態を与える。信用制度を舞台、利子生み資本をそこで演じる役者に例えるならば、役者だけではなく、舞台と役者との関係性が研究対象なのである。また「5）」の最初で行った「資本主義的生産様式一般の特徴づけのために必要なわずかの点をはっきりさせるだけ」という限定された信用制度分析は、結局、信用制度は「資本主義的生産様式の内在的形態」であるという結論に到達させたと考えらるべきであろう。この信用制度の分析をマルクスは「5）」で行い、「6）」の後半でその結論を総括的に記述したと考えら

れる。

私は、兌換制度と不換制度とを貫いて、利潤率の傾向的低下法則が働いているとみている。そのことは、1970年代以降から現在に至るまで続く、先進資本主義諸国に共通な長期利子率の低下に現れていると思う（堀内健一『現代日本における銀行資本の蓄積』唯学書房、2015年、4ページ参照）。すなわち資本の再生産過程における利潤率の傾向的低下が貨幣市場における貨幣資本の過多を長期にわたって生じさせる究極の源泉と考えられる。こうして生じる過多が、不換制度下で、証券化商品市場などの新しい金融市場を生み出し、また新興国も含む電子化された国際的計算貨幣システムとしての国際決済制度（これは同時に新たな国際的貨幣恐慌の可能性の形態である）に立脚する、諸中央銀行の金融政策に媒介されて増幅し、それが独自の「金融化現象」をもたらしていると考えている。

（野田弘英氏の質問）

前畑は大谷氏を批判して、金準備は幻想性を持たず、従ってそれを大谷氏が架空資本と規定することは誤りだとするが、それで本当によいのか？

（前畑雪彦の回答）

よいと思います。マルクスは「II」で架空資本の諸規定を種々の基準で行っていますが、兌換銀行券の場合は、基準は自己価値を持つか持たないかです。イングランド銀行券は金支払指図書として、それ自身紙であり自己価値を持ちませんから架空資本ですが、これに対して自己価値である金は非架空資本です。そしてこれが全信用制度の軸点となります。ただし次の点は重要です。金属貨幣は流通空費です。生産手段にも消費手段にも使用できないこの金属貨幣が、恐慌において、現実資本の素材的要素である生産手段や消費手段の大量を生贅として、信用制度の軸点として死守されねばならぬことは、資本主義的生産様式が必然的に生み出したこの最高の人工的構築物のグロテスクで野蛮な性質を示すものです。この空費性格の金属軸点による制限をマルクスは *phantastische Schranke* と表現しています（MEGA II / 4.2.s.626）。

（松本朗氏の質問）

「信用制度が利子生み資本に及ぼす影響、ならびに利子生み資本とる形態」について、更に説明をしていただきたい。

（前畑雪彦の回答）

前者については、宮田氏のコメントでお答えしましたので、後者について、宮田氏のところで用いた舞台と役者の比喻を用いて答えます。信用制度の舞台では、役者である利子生み資本は信用資本の形態を取ります。これによってこの役者の運動

と舞台装置の軸点である金属準備との間には関係性が生じます。そしてこの関係性によって、役者の運動は舞台装置の軸点に内在的に制限されます。同時にこの内在的制限の突破と舞台の崩壊ということも独自の問題となります。利子生み資本が信用資本の形態を受け取らなければ、すなわち信用制度を捨象した「1)」から「4)」までの利子生み資本では、その運動は、舞台の軸点に内在的に制限されません。またこの内在的制限突破と舞台の崩壊も問題とはなりません。

マルクスの信用論と現代資本主義

伊藤 誠

(東京大学 (名))

1. 『資本論』における貨幣・信用論

マルクスの『資本論』は、商品経済にもとづく資本主義のしくみが、自然的秩序ではなく、人間の労働力の商品化を基礎とする歴史的に特殊な歴史社会をなしていることを理論的にあきらかにしている。その一環として、資本主義経済の内的矛盾が資本の自己破壊としての恐慌を生ずることにも理論的考察を深めている。と同時に、『資本論』は、古典派経済学や新古典派マイクロ理論と異なり、貨幣・金融を実体的な経済のたんなる媒介とはみなさず、資本主義経済に内在的な不安定な動態をもたらす重要な一面として扱い、その点でJ・スチュアート（1767）の貢献を吸収し、J・M・ケインズ（1936）に先行する重要なマネタリーな経済理論の体系としての特性をも示している。

このマネタリーな理論体系としての特質は、欧米マルクス経済学のルネッサンスにおいてもあまり注目されていなかった。C・ラバヴィツァスの新著 *Marxist Monetary Theory* (2017) が回顧しているように、1980年代になっても英語での政治経済学者たちは、搾取、労働関係、技術、投資、利潤率の傾向的低下などの「実体」経済に関心を集め、貨幣・金融を課題とすることはまれであった。しかし、現代資本主義が金融化傾向を強め、その投機的不安定性が顕著となるにしたがいその研究動向にも変化が生じ、

1990年代以降には貨幣・金融に関する政治経済学的論文、著書が着実に生みだされるようになっていく。

これにくらべ、日本でのマルクスにもとづく政治経済学の研究は、戦前からの蓄積にもとづき、戦後は信用理論研究会も形成され、広範で手厚い研究が積み重ねられてきた。それは、日本の学界の世界的に誇れる特徴のひとつをなしている。

にもかかわらず、マルクスの信用論をめぐる研究には、いまなお学問的に興味ある諸問題が少なからず残されている。その重要な理由のひとつは、『資本論』において利子生み資本と信用制度を理論的テーマとしてあつかう第3巻第5編が、全巻中最も完成度の低い草稿によるところであったことにも由来している。マルクスはそこで、複雑で奥の深い考察対象について、当時の通貨学派と銀行学派との論争などを批判的検討の材料として収集しつつ、論評を加えて、利子と信用の理論を拡充しつつあった。エンゲルスは『資本論』第3巻への「序文」において、この編の多分に未完な草稿を編集する作業が『資本論』第2巻の編集出版（1885）後に第3巻の編集作業が大幅に遅延した主要原因のひとつであったと回顧している（Marx（1894）、邦訳⑥、23ページ）。

その後もこの編のためのマルクス主要草稿は、世界的な共同作業に引き継がれて進行中のMEGA（Karl Marx, Friedrich Engels: Gesamtausgabe）の編集、出版作業においてもいぜん残されている重要な草稿部分となっている。大谷禎之介『マルクスの利子生み資本』全4巻（2016）は、MEGAの編集にも重要な貢献を果たしている著者が、現行エンゲルス版の第3巻第5編のもととなったマルクスの（1865年8-10月中旬に執筆された）手書きの草稿を邦訳し、現行版との比較を丹念に注記しつつ、その理論的意義を読み取る努力を重ねた労作である。

そこで以下、この著作からあらためて確認できる『資本論』の利子論の草稿の構成と内容について、現行エンゲルス版との対比をふくめ、いくつ

かの要点を抽出してみよう。

第1に、『資本論』の第3巻第5編は現行版では第21章から第36章までの16章に区分されている。その全体は、草稿でも3つの部分に区分できる。現行版では最初の4章にあたる部分では、利子生み資本の抽象的な概念が提示展開されている。この部分は完成度が高かった。つぎの現行版では11の章では、信用制度のもとでの利子生み資本の現実的な姿態を理論的に取り扱っている。草稿ではこの11の章のもととなった部分全体に「信用。架空資本」という表題が与えられていた。エンゲルスがこれを第25章の表題としたのは勘違いであった。最後に現行版第36章「資本主義以前」の利子生み資本についての考察がおかれている。

第2に、エンゲルスの編集では、マルクスの本論用テキストと、材料集めのためノートの部分との区分が読み取れなくなっている。たとえば、第25章「信用と架空資本」は、草稿では最初の総論的な本文テキストに続き、材料集めのノートが書かれており、つぎの第26章「貨幣資本の蓄積それが利子率に及ぼす影響」の草稿も銀行学派的論理とその混乱をあつかった雑録に属する挿論的ノートで、本文のテキストは第27章「資本主義的生産における信用の役割」に続いている。こうしたちがいは、大谷氏によれば、草稿がA3判より少し大きい紙を二つ折りにして4ページをつくり、これをさらに二つに折って、その上半分に本文を書き、下半分は、脚注や、あとの書き加えなどにあけているのにたいし、材料集めのノートは、折り目を無視してページ全体を埋めてゆく手書きの方式からわかる（大谷(2016)、第2巻、p47.）。エンゲルスは、アイゼンガルテンという若者に草稿を読んで書き取らせ、この筆写稿を使って編集作業をしたため、草稿の内容をきちんと読み取れなくなっていたと推測される。（同上、第1巻、p44）。

第28章「流通手段と資本、トックとフラートンとの見解」において、「では、Aへの銀行の前貸しは、どの程度まで資本の前貸しとみなされ、

どの程度まで、支払い手段の前貸しとみなされるべきか？」という問題を、エンゲルスがマルクスのテキストのように書き入れていることも、草稿に照らしてわかるところで、そこから不要な混乱がこれまで生じてきた。(同上、第3巻、60ページ以下。)さらに現行版により『資本論』のこの編は、最初の4章で利子生み資本論が完了し、現行版第25章からは信用制度論が論じられているとみなされてきた従来の解釈(たとえば三宅義夫(1970))は、大谷氏によれば、その草稿からみても正しくないのであって、その編全体が利子生み資本の分析をなしている。

第3に、現行版の第30-32章「貨幣資本と現実資本、I、II、III」の部分、大谷氏からみても、信用制度のもとでの利子生み資本をあつかうマルクスの考察の「最も肝心な部分」であり、したがってまたマルクスの利子生み資本論「全体のかなめをなす部分である」(大谷、第3巻、197ページ)。そこでは、「信用制度のもとで、媒介者としての銀行業者の手中に集中し、彼らから利子生み資本として貸し出される、貨幣形態にある資本」(同上、207ページ)としての *monied capital* の蓄積と現実資本の蓄積との関連が、周期的恐慌を一環とする産業循環の機構として分析されている。『資本論』全巻のなかでこれほど頻繁に産業循環に言及しているまとまった個所はほかにはない。(同上、256ページ)。しかもそのさい、一方で好況末期に雇用が増大し、労賃が上昇すると同時に利子率も上がることに注意をむけつつ、他方で信用制度をつうじて、「架空資本」の投機的取引が膨張して急性的恐慌の発生を媒介する側面が強調されていることは、拙著『信用と恐慌』(1973)でも活かそうと試みたところであるが、周期的で激発的な典型的恐慌の原理を『資本論』から取り出して整備するさいに見逃せないところといえよう¹。

1 宇野弘蔵(1953)は、周期的恐慌の原理を『資本論』の蓄積論、利潤論、信用論を活かし、労働力の商品化にもとづく資本主義経済の内在的矛盾の発現とし

こうしてマルクスの草稿とそれをエンゲルスが編集してまとめた現行版をつうじて、『資本論』の利子論は、多分に未定稿として残されており、その全体を構成する利子生み資本の抽象的規定、信用制度のもとでのその現実的姿態や機能、資本主義以前のその形態の三つの部分の相互関係も、それぞれの部分の展開も、なお完成されるべき問題点をふくみ、それらについてマルクス自身の理論的接近にも異なる観点を読み取れるところがある。そのような問題点は、宇野弘蔵が試みていたように、資本主義の世界史的発展段階論や現状分析の考察基準となる原理論として、『資本論』を位置づけ、マルクスがめざしていたと思われる方向に、学問的に補正し完成する作業がくりかえされてよいところであろう。大谷氏の労作はその基礎としても十分に役立てられてよい。そのような発想から、そこでの問題点のいくつかにあらためて検討を加えてみよう。

Ⅱ. 利子生み資本論の意義と問題点

(1) 利子生み資本の抽象的規定と信用制度論の方法論的前提

『資本論』第3巻第5編の利子論は、草稿にそくしてみても、前半4章にあたる部分での利子付き資本の抽象的規定の展開とその後の信用制度論にそくした考察とでは、方法論的前提に相違がある。

前半4章では、利潤を生む資本として貨幣を有する貨幣資本家Aが、その貨幣を機能資本家Bに貸し付け、Bがそれを資本として充用して取得する利潤の一部を利子として受け取る関係が想定され、そこに成立する利子生み資本の規定が貨幣資本家の基礎とされる。

て解明する筋道をあきらかにしている。しかし、そのさい、好況末期に発展する投機的取引やそれを助長する信用の役割は、その重要な担い手となる商業資本の機能とともに、実際には重要であるが、原理的には捨象してよいとしていたところには、拙著（1973）でも述べたように補正を加えたい。

これにたいし、それに続く信用制度の考察では、産業資本や商業資本（現実資本）がその回転にともない形成する（蓄積準備金、固定資本の償却基金、流通期間のつなぎ資金、価格変動準備金などの）各種の遊休貨幣資本を基礎として、その相互的利用機構としての商業信用と銀行信用のしくみを形成し、それによって流通と再生産を弾力的に拡大し、利潤率均等化の運動を媒介する原理があきらかにされる。そこでは、利子は、労賃、利潤、地代と異なり、その所得形態がそれに対応する固有の社会階級の基礎をなすものとしてではなく、むしろ利潤を生み取得する現実資本内部での遊休資本の相互融通にともなう再配分関係にそくして考察されることとなる。

いずれにせよ、資本主義的経済においては、資本による剰余価値の取得に遊休資金を効率的に役立てるなかで、追加的に取得される利潤としての剰余価値からの副次的再配分を利子として受け取る関係が、利子生み資本の基本となる。とはいえ、信用制度にそくした考察からすれば、利子は、その所得形態に対応する特殊な階級を基礎づけるものではない。信用制度下の利子関係の考察におけるマルクスの複雑な考察対象との理論的格闘を経たのちに、その前におかれた抽象的な利子生み資本論の展開構成はどのように再整理されることになりえたか。資本主義的生産にもとづく利子関係は、むしろ最初から信用制度をつうじて考察されるべきものとして、再整理する宇野（1964）の試みも有力と思われる。

（2）市場経済一般の基本形態としての利子生み資本

むろん、産業資本と商業資本の遊休資本の相互融通のしくみとして、信用制度を考察するさいにも、貨幣の債権・債務に利子が支払われる利子生み資本の形式は、その前提となるところといえよう。それは、資本主義的生産がその成立・発展の基盤として、市場経済一般の基本的な諸形態として、商品、貨幣、資本の存在を前提していることに深く関わっている。

『資本論』も、第1巻第3編の「貨幣の資本への転化」論の第3節で「労働力の売買」を歴史的條件として資本主義的生産の特徴的しくみに分析をすすめるに先立って、商品、貨幣、資本の諸形態とその有機的関連を資本主義にさきだつ諸社会にも（共同体的諸社会のあいだの交易関係から）生ずる市場経済の基本形態として考察していた。

第3巻第5編で信用制度の考察にはいる第25章の草稿の最初の箇所でも、その箇所に注意をむけ、「私は前に、どのようにして単純な商品流通から支払い手段としての貨幣の機能が形成され、それとともにまた商品生産者や商品取引業者のあいだに債権者と債務者との関係が形成されるか、をあきらかにした」と述べ、「資本主義的生産様式が発展するにつれ、この信用システムの自然発生的基礎は拡大され、一般化され、仕上げられていく」と記している（大谷（2016）、第2巻、159ページ）。第1巻の貨幣論に続く「貨幣の資本への転化論」においても、貨幣を用いて貨幣を増殖する資本としての運動形式について、市場経済一般に古くから「大洪水以前の」姿としてあらわれる商人資本的形式 $G-W-G'$ と高利貸しなどの利子生み資本形式 $G-G'$ に論及していた。第3巻の第5編の利子論では第36章「資本主義以前」で、史実にそくして、資本主義にさきだつ利子生み資本の意義と（しばしば消費信用による収奪的な）機能が解明されている。そうした利子生み資本一般につうずる貨幣の貸し付けにより利子を要求しうる合理的根拠を説明することは困難で、マルクスもその問題は回避しているように思われる²。

2 ケインズが高く評価していたS・ゲゼル（1920）が、ベーム・バヴェルクによりつつ、資本家は利子をなぜ受け取ることができるかについて、従来の利子論を、結実理論、生産力理論、効用理論、節欲理論、（資本家の－伊藤）労働理論、搾取理論の6類型に分けていづれも満足すべき回答を与えていないとしたことは、もっともなところがある。これにたいし、ゲゼルは、貨幣が他の商品とくらべて持ち越し費用がかからない物的特性の優位性から取引にさいし

とはいえ、信用制度の考察にさきだって前提されるべき、利子生み資本の一般的規定は、貨幣の蓄蔵や支払い手段の機構とともに、市場経済に広く形成されていた「信用制度の自然発生的基礎」として、労働力の商品化にもとづく資本主義的生産にさきだつ「貨幣の資本への転化」論ですでに与えられるものと位置づけられてよいのではなかろうか。

(3) マルクスの利子生み資本論の理論上の問題点

ところがマルクスは、信用制度の考察にさきだつ利子生み資本の抽象的規定をあらためて生産過程にもとづく資本の剰余価値の生産関係から派生する資本形式として発生論的に説こうとして、「可能的資本としての、利潤を生産するための手段としての属性において、貨幣は商品に、といっても一つの独特な種類の商品になる。または、同じことに帰着するが、資本としての資本が商品になるのである」(大谷 (2016)、第1巻、169 ページ)と規定し、(みずからは機能しない) たんなる貨幣資本家 A が (みずからは資本を所有しない) たんなる機能資本家 B にそのような属性を持つ貨幣を貸し付けて、B がその貨幣を投資してあげる利潤の一部を利子として A に支払う関係を例証としている。

しかしこうした利子生み資本の規定では、第1に、信用制度の基礎として、資本の回転運動のなかから生ずる遊休貨幣資本が、当面利潤をあげる手段として使えないかぎり融通されるのであり、融資を受ける側も通常

利子がえられるとする理論を提示している。しかし、同様に腐食せず持ち越し費用のかからない特性を有していても貨幣と異なり利子を与えて取引できない財もあるので、ゲゼルの利子論も十分納得できるものとはいえない。むしろ利子取得の一般的根拠を問う問題はさけて、しばしば収奪的機能も発揮していた利子生み資本の形式が、古くから市場経済一般のなかに商人資本形式とともに形成され存在してきたことを認めたくて、利子の合理的根拠、内実、機能、水準決定論などを資本主義経済にそくして考察するマルクスの理論構成にしたがうしかないのではなかろうか。

すでに自己資本を投じて回転させつつ、これへの追加的借り入れをおこなう資本家的企業であって、たんなる機能資本家ではないことが、理論上不明確になるのではないか³。

第2に、抽象的利子生み資本論の展開をつうじ、さらにすすんで自己資本による現実資本もその利潤が利子と企業者利得とに質的に分割され、すべての資本がそれ自身に利子を生むものとしての物神的表象が一般化するという資本の物神化論は、資本主義経済の日常意識のなかにある程度生じうる観念形態を説くものではあるが、信用制度にそくした利子関係、とくに大谷氏もマルクス利子付き資本論全体の「かなめの部分」とみている「貨幣資本と現実資本」の部分でも、内容的に活かされてはいない。資本主義経済の現実の運動機構のなかで、諸資本の競争を媒介する利潤や利潤率が、利子関係によって関心の外におかれるようになることはそもそも原理的にありえないのではなからうか。

第3に、貨幣の商品化と資本の商品化は、同じこととみなしてよいかどうか。信用制度をつうじて成立する貨幣市場での遊休資金としての貨幣の商品化にたいし、株式資本としての資本の商品化の規定は、抽象的な利子生み資本論なりその具体化としての信用制度論の一面として、定期的収入が利子率で資本還元されて擬制資本として評価される一例のように論及されるにとどめられてよいかどうか。もともと『経済学批判要綱』執筆当時（たとえばエンゲルスあて1858年4月2日付手紙などで）マルクスは、資

3 この論点は、信用制度論にさきだつマルクスの利子生み資本論の方法論上の問題点として宇野（1962）によっても提示されていた。大谷氏はこれに論及し、松下幸之助、田中角栄の資本家への転化を、宇野への反証としている（大谷、第4巻、402-3ページ）が、その事例は、どのように無所有の機能資本家として両名が事業資金を、たんなる貨幣資本家から借り受けたのか、古典的銀行業務にそうした事例がどれほど一般化できるのか、なお補足的説明を求めたいところである。

本についての理論的考察を資本一般に続き、競争、信用、株式資本の4編で構成し、信用論とは区分された株式資本論で締めくくる構想を有していた。株式資本としての資本の商品化による資金の動員、資本の集中、擬制資本としての株価形成、それにともなうヒルファディング（1910）のいう創業者利得などのキャピタルゲインの理論的意義などを、信用制度をつうずる貨幣の商品化市場の機構にたいする株式資本としての資本の商品化の原理として考察する課題が『資本論』の利子論には残されていた重要課題のひとつであったといえよう。

Ⅲ. 新自由主義的金融化資本主義の意義と限界

この最後の問題点は、マルクスの信用論が、19世紀中ごろまでのイギリス資本主義を主要な考察基盤としていたことにともなう限界でもあり、それは宇野弘蔵の『経済原論』（1964）にも共有されていた。『資本論』を経済学の原理論として位置づけて整理する宇野の発想を継承しつつ、この点を補整する試みもその後（山口重克（1985）、伊藤誠（1989）などで）すすめられてきている。そのような補充は加えたうえで、『資本論』の理論体系、とくに信用機構をつうずる現実資本と貨幣資本の蓄積の動態を産業循環と恐慌の原理的考察基準として、現代資本主義の動態に顕著な深刻な投機的不安定性の解明に活かすことが重要な意義をもつ時代となっている。

たとえば1970年代初頭に戦後の高度成長を終焉させた経済危機も、ブレトンウッズ国際通貨体制の崩壊にともない通貨・信用の膨張をうながした金融政策の誤りやそれに触発されたインフレ期待による投機の膨張によるインフレの悪性化に起因すると分析されるだけでは十分ではない。むしろ高度成長期の継続的資本蓄積の末に、先進諸国の内部の労働力と世界市場での1次製品の供給余力の制約をこえる資本の過剰蓄積が進展し、労賃

と1次産品価格とが高騰して利潤を圧縮する危機が深化していたことが、ブレトンウッズ体制崩壊過程での通貨・信用膨張と重なってインフレ恐慌からスタグフレーションへの経済危機をもたらしたことを重視しなければならない。それは、マルクスの信用と恐慌の原理的考察において提示していた論理が現代的様相のもとに大規模に再現されて、その後の長期にわたる現代資本主義の危機と再編の過程への転換を媒介したことを意味している。

その後の危機と再編の過程で、新自由主義が先進諸国の経済政策の基調となり、高度情報化技術を新たな発展の基礎としつつ、グローバルな多国籍企業の投資・営業活動を拡大し、海外の安価な労働市場を利用する度合いを高めるとともに、先進諸国内部でも安価で弾力的調整の可能な各種非正規の雇用を激増させ、不況局面に特徴的な労働コストの「合理化」、産業予備軍の再形成をすすめてきた。労働力商品化の原理的無理は、この局面では労働生産性の上昇による成果が労働者に還元されず、むしろ雇用が不足し、実質賃金が抑制され、切り下げられる傾向に示され、それにともない先進諸国では消費需要が容易に回復せず、設備投資も停滞基調からなかなか脱しにくい傾向に集約されているといえよう。

それを反映して金融諸機関には、不況期に特有な資金の過剰が利子率の低位をとめない大規模に長期にわたり存続する傾向が生じている。H・ミンスキー（1982）が一般理論のように提示している金融市場を中心とする投機的投資の膨張とその破綻をもたらす景気循環（ミンスキー・サイクル）の定式化が、現実的妥当性を感じさせるような、株式市場と不動産市場をめぐる投機的バルブルが、長期不況基調のもとでの一時的景気回復の重要な要因となりやすいのは、こうした先進諸国の現実資本の蓄積の停滞基調にもとづく資金過剰化傾向と深く関わりるところと理解されてよい。その意味では、マルクスが19世紀中葉の古典的周期的恐慌の発生過程について、重要な一契機とみなしていた信用制度の弾力的拡大が投機的取引を助長し

て、資本の自己破壊を生ずる一面が、その後、商業銀行を中心とする貨幣の商品化市場にもとづき、さらに株式資本としての資本の商品化と不動産の擬制資本としての取引をふくむ資産市場の拡大にも引き継がれて、一見、現実資本の蓄積の動態から遊離した金融界の投機的発展とその崩壊が産業や商業にはね返る（伊藤・ラパヴィツァス（2002）での第2形態的）貨幣恐慌を生じているようにすらみえる。

しかしその根底には、この長期不況のもとでの現実資本の蓄積の困難と停滞、労働者の雇用とその条件の抑圧傾向が、一方で金融的な資金の過剰傾向をもたらして、その株式や不動産などの擬制資本への投機的取引を短期の景気回復の契機としやすくしている背景をなしていることに注意しなければならない。他方で、日本の1980年代末の巨大バブル膨張の一面をなし、アメリカではサブプライム恐慌にさきだつバブルの中心となったように、労働者の広範な家計にまで住宅金融などの消費者金融を売り込んで、労働力の商品化の無理に加え、労働力の金融化を深化・拡大して、搾取と収奪を新たな金融システムの機能としていることにも分析を深めなければならない（伊藤（2009））。それはマルクス信用論が、古典的信用制度にそくして、産業資本の蓄積に社会的遊休資金を役立てる機能を、資本主義以前の利子生み資本の高利貸しの消費金融の収奪的役割と対比していたのにたいし、現代の金融システムが新たに拡充している一種の逆流作用ともいえよう。ピケティ（2014）の経済格差再拡大の分析にも、金融システムの果たしている役割が補充されてよい。それは新自由主義的資本主義が、労働力の商品化にもとづく資本主義の根本的で原理的な限界を深部から露呈している一面とみてよいのではなかろうか。

《参考文献》

伊藤誠（1973）『信用と恐慌』東京大学出版会。

伊藤誠（1989）『資本主義経済の理論』岩波書店。

伊藤誠・C. ラパヴィツァス（2002）『貨幣・金融の政治経済学』岩波書店。

- 伊藤誠 (2009) 『サブプライムから世界恐慌へ』 青土社。
- 宇野弘蔵 (1953) 『恐慌論』 岩波書店。岩波文庫、2010 年。
- 宇野弘蔵 (1962) 『経済学方法論』 東京大学出版会。
- 宇野弘蔵 (1964) 『経済原論』 岩波書店。岩波文庫、2016 年。
- 大谷禎之介 (2016) 『マルクスの利子生み資本』 全 4 巻、桜井書店。
- 三宅義夫 (1970) 『マルクス信用論体系』 日本評論社
- 山口重克 (1985) 『経済原論講義』 東京大学出版会。
- Gesell, S. (1920), *Die natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld*, 4 Auflage, Berlin. 相田愼一訳『自由地と自由貨幣による自然的経済秩序』 ぱる出版、2007 年。
- Hilferding, R. (1910), *Das Finanzkapital*, 林要訳『金融資本論』 大月書店、1952 年。
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 塩谷九十九訳『雇用、利子および貨幣の一般理論』 東洋経済新報社、1941 年。
- Lapavitsas, C. (2017), *Marxist Monetary Theory*, Brill.
- Marx, K. (1867, 84, 94), *Das Kapital*, Bd. I, II, III. In *Marx-Engels Werke*, Bd. 23-25. 岡崎次郎訳『資本論』 ①-⑨、国民文庫、1972-75 年。
- Minsky, H. (1982), *Can "It" Happen Again?* 岩佐代市訳『投資と金融』 日本経済評論社、1988 年。
- Piketty, T. (2014), *Capital in the Twenty-First Century*, translated by Arthur Goldhammer. (フランス語初版、2013), 山形浩生ほか訳『21 世紀の資本』 みすず書房、2014 年。
- Stuart, J. (1767), *Principles of Political Economy*, 2 vols. 小林昇監訳・竹本洋他訳『経済学原理』 名古屋大学出版会、第 1・2 編、1998 年、第 3・4・5 編、1993 年。

《コメント・一般討論への回答》

建部正義氏のコメントの 1: 「労働力の商品化の原理的無理」とは、労働力は資本によって生産することができない商品であるというのが本来の含意である。したがって、この原理を「不況局面に特徴的な労働コストの『合理化』、産業予備軍の再形成」を説明する論理として使用することには「無理」があるのではないか。

回答: 『資本論』の原理的な産業循環と恐慌論の一面には、産業予備軍の吸収と反発を基礎とする論理が組み込まれつつあった。その論理を信用論での関連個所と

あわせて、原理的恐慌論として完成する試みを示したのが宇野弘蔵の恐慌論であった。そこではご指摘のように、好況末期に生ずる労賃騰貴を資本によって生産しえない労働力の商品化の無理の発現とみている。それと同時に、不況期には恐慌時よってすでに過剰化している労働人口をさらに追加的に過剰化する生産方法の改善、「合理化」への競争圧力が高まり、資本により生産も供給も調節できない労働力の過剰化が労賃の下落、失業や半失業の増大を生じ、生産資本も貸付資本もともに過剰化する不況構造の基調を形成する。そこにも労働力商品化の無理の反転した発現がみとめられるのではないか。現代資本主義の1970年代初頭のインフレ恐慌には、その前半の論理が特殊な貨幣信用の膨張の作用とあわせて有力に作用しており、その後の長期不況の構造の根底にはその後半の論理が妥当し、そのため貨幣信用の膨張をとまらぬ資金の過剰は、インフレではなくデフレ基調のうえでのバブルの回復をもたらす傾向に転じてきたのではないかと考えている。

コメント2:「労働力の金融化」という概念は、「労働者が金融の世界に包摂される」のであって、「金融化」とは言えないのではないか。それには「本源的蓄積」という歴史的革新的変革は必要ない。また、「労働の金融化」を「現代金融システムが新たに〔収奪的役割を〕拡充している一種の逆流作用」とするのも行き過ぎではないか。

回答:労働力の金融化という概念は、労働力の商品化の無理の現代的深化形態として、ご指摘のように、労働者が金融の世界に包摂されるという問題をあまりに短縮して表現しすぎているのかもしれない。労働力商品の金融化とすべきかもしれないが、金融組織としても、労働者階級の預金、年金基金、保険基金などの役割が増大するとともに、住宅金融などの消費者金融が大拡張している現代の特徴は、『資本論』の利子論との関係でも協力して、その理論的意義を検討してゆきたいところである。コメント3もこの問題にかかわる。消費者金融をつうずる労働者階級の搾取・収奪機能の拡大は、古典的金融資本にもなかった側面で、現代資本主義の金融システムに、『資本論』では大洪水以前のとされていた高利貸しの作用が再現しているところといえないであろうか。

宮田惟史氏のコメント1:宮田氏の引用しているご指摘の(a)(b)の限定は、マルクス自身の理論的検討が、商業信用と銀行信用の組織的しくみとその作用をめぐり、深化しているなかで、その積極的成果を読みとろうとしてきたこれまでのマルクスによる信用理論の原理的研究の意義を否定する方向で強調されてはならないであろう。利子生み資本論の展開としても信用制度のしくみと機能の原理的考察を欠いては、産業循環をつうずる貨幣資本の蓄積と現実資本の蓄積との関連(コメント3の問題)は、論理的に整理して解明できないのではないか。

2：『資本論』第3巻第5編前半の利子生み資本論と後半の信用制度のもとでの利子生み資本論では、理論的前提が異なること、ことにたんなる貨幣資本家とたんなる機能資本家との異なる資本家階級の想定に資本主義のもとでの利子関係の「本質的關係」があるのか、資本家相互の遊休資本の相互融通の社会的機構にむしる資本主義の利子関係の古典的原理があるのか、方法論的にはこの点を再考してほしい。

3：マルクスによれば、貨幣資本のプレトラは、好況の進行過程でも生じ、商業信用が銀行信用から相対的に独立して拡大し、利率を利潤率に比して低位に抑制する。これが好況末期の投機を誘発する。不況期に生ずるそのプレトラは、これとは異なり現実資本も遊休しがちで、商業信用も不活発であることを示す。

4：現代の新自由主義的金融資本主義も、一部の強欲な金融資本家やウォール街の金融利害の支配による弊害を中心問題としてではなく、マルクスが試みていたように、資本主義の労働力の商品化にもとづく社会的蓄積機構のしくみの現代的展開のなかで、その基本的矛盾とその発現の現代的特性が分析され、あきらかにされるべきであろう。その意味で、利子生み資本の展開としても大谷氏も強調される貨幣資本と現実資本の蓄積の機構の動態論が、現代資本主義にとっても重要な考察基準となるのであって、たとえば利子生み資本の規定の展開のなかでの利潤の利子と企業者利得との質的分割論による資本の物神性論は、原理的にも現代の分析にもさして活かさないおそれはないか。

熊野剛雄氏の質問1：マルクスの分析に国家独占資本という要因を取り入れる必要があるか？

回答：国家独占資本という規定は、高度成長期についても、その後半期のフォードの蓄積様式の役割の重要性からみて、積極的には使いにくいところがあった。その後の新自由主義のもとでは、さらに国家の経済的役割が抑制されてきている。金融資本ないし金融化資本主義といった用語のほうが、国際的にも使いやすいと思われる。

松本朗氏の質問：マルクスが利子生み資本論で問題にしている「利子ないし利率」は、短期金利か長期金利か？

回答：貨幣資本の蓄積と現実資本の蓄積との関係をめぐり、産業循環の考察をすすめるなかでは、短期の利率に焦点をあてている。しかし利率の「自然的」率をめぐる現行版第22章などでは長期的利率をもマルクスは問題としている。そのさい、利潤率には客観的な決定原理があるのにたいし、利率には貨幣市場での需給動向以外に決定原理はないことをあきらかにしていることは、古典派を引き継ぐマルクス利子論の重要な特徴であろう。この点は現代的にも重要な意義と妥当

性があると思われる。

清水正昭氏の質問：グローバル化に「賃金シェアの低下」にもかかわらず、なぜ「労働力の金融化」による騰貴ブームという形になるのか？

回答：興味ある重要な論点であり、今後とも協力して説明してゆきたいところである。さしあたり先進資本主義にとっては、①アジアその他の低賃金諸国に生産拠点を移転したグローバリゼーションの反作用として、先端的諸産業まで、それら諸国との競争圧力にさらされて賃金シェアの低下が利潤率の上昇につながらない不況構造が続きやすい。②先進諸国内ではサービス経済化がすすみ、ここでは労働生産性の上昇が容易でない分野が比重を増している。そのためもあって、賃金シェアの低下、低賃金、不安的雇用の増大が、有効需要を抑制し、利潤も回復しにくく、投資も停滞するデフレ構造となっているのではないか。そのために、過剰資金が住宅ローンなどの消費者信用に注ぎ込まれ、ブームと崩壊をくりかえす傾向も生じているのではないか。

金融システムの質的变化とマクロ経済

—証券化を中心として—

石倉 雅男
(一橋大学)

第1節 はじめに

伝統的な組成保有型の金融仲介モデルでは、銀行によって貸出債権が組成され、満期まで保有される。1980年代の後半から2000年代半ばまでの期間における日本の銀行部門の経験に見られるように、組成保有型の金融仲介モデルでは、信用リスクが銀行の貸借対照表に集中する傾向がある¹。これに対して、「組成販売型 (originate-to-distribute)」の金融仲介モデルでは、貸出債権の証券化と証券化商品の市場流動性を通じて、信用リスクが幅広い層の投資家へ分散されると期待された²。

貸出債権の証券化を活用すれば、銀行は、高いリスク・ウェイトが割り当てられた貸出先への貸出残高を減らしやすくなり、国際決済銀行 (BIS) の自己資本比率規制のもとでの自己資本要件を満たしやすくなったと、し

-
- 1 1980年代から2000年代後半までの日本の金融システムの質的变化については、Ishikura (2007) と石倉 (2011) で若干の考察を試みた。また、2013年以降の量的・質的金融緩和政策については、Ishikura (2017) (特に pp. 2-7 の部分) で若干の記述を行った。
 - 2 アメリカ合衆国における組成販売型金融システムの形成過程についての最新の体系的な研究として、掛下 (2016) がある。

ばしば指摘されてきた。特別目的事業体（SPV）等への貸出債権の売却を進めると、銀行は、流動性の低い資産を流動性の高い資産に転換しやすくなるので、資産管理をより弾力的に行えるようになるとも言われてきた。しかし、金融システム全体の観点では、原資産の信用リスクが、証券化の過程を通じて、ほんとうに幅広い層の投資家へ分散されたのかどうかを、注意深く調べなければならない。貸出債権からの信用リスクの多くが、最終的な投資家へ転嫁されるにいたらず、金融仲介機関の貸借対照表のうえに残存していることを実証した最近の研究もある³。

貸出債権の証券化が金融システムに及ぼす影響を考察するさいには、原資産の信用リスクを分散させる方法だけでなく、証券化商品の保有と流通にも注目しなければならない。銀行は、原資産としての貸出債権の組成者であるだけでなく、証券化商品への投資家でもある。証券化商品を保有する主な主体は、投資銀行、年金基金、保険会社、投資信託、および、ヘッジファンドを含むその他の機関投資家である⁴。投資信託は株式と債券だけでなく証券化商品も投資対象とした。証券化商品の流動性（現金への転換可能性）が消滅したため、これらの証券化商品を投資対象とする投資信託のなかには、一時的に解約が停止されたものもあった。

証券化を伴う「影の銀行システム」では、証券化商品を担保とする買い戻し条件付き売却（レポ取引）が、短期的な資金調達と資金運用の手段として使われることが多い。レポ取引を用いた資金調達と資金運用は、担保として差し出される証券のヘアカット率の上昇に起因する「レポ市場への

3 Greenlaw et al. (2008) と Shin (2010) を参照。

4 2007年半ばの時点で、アメリカ合衆国で発行されたモーゲージ関連の証券の残高は総計6兆6,000億ドルであり、その保有比率（一次取得者）は、政府系住宅金融会社（17.6%）、銀行（18.6%）、海外投資家（18.4%）、保険会社・年金基金（14.5%）、投資信託（9.9%）、不動産投資信託（1.3%）、その他（19.7%）（IMF（2008）, p. 35）。

取り付け (run on repo)』⁵の危険にさらされていることが、しばしば指摘される⁶。

組成販売型の金融仲介システムでは、最終的な貸し手と最終的な借り手の間に、証券化の過程に関わる多様な金融仲介機関相互間の複雑化した債権債務関係が積み上がっている。組成販売型の金融仲介システムは、個々の投資家のリスク管理と信用リスクの分散に寄与する側面を持つと同時に、最終的な貸し手と最終的な借り手の間に積み上がった複雑な債権債務関係に起因する新たなリスクを伴うことに、注目しなければならない。

証券化の過程の起点にあるのは、貸出債権の組成であるが、それは、借り手の預金口座に入金する形で行われる銀行の貸出を通じて行われる。伝統的な組成保有型システムでも、証券化を伴う組成販売型システムでも、預金が貸出によって創造され、返済によって消滅するという信用創造の基本的なしくみは同じである。しかし、貸出債権がそれを組成した銀行の貸借対照表から切り離すことが許されるようになると、貸出債権の組成における銀行の判断（たとえば、借り手の信用力に関する評価）が変わり、信用創造を通じた貯蓄と投資の均等化過程にも影響が及ぶかもしれない。かつて、ケインズ派の経済学者ヴィクトリア・チックは、「銀行システムの発展段階」とマクロ経済構造（貯蓄・投資・利子率の間の関係）との関連に注目し、金融システムの質的な変化がマクロ経済に及ぼす影響について考察した⁷。現代経済の金融化 (financialization) をめぐる近年の研究でも、金融システムの質的な変化に注目されている。本稿では、貸出債権の証券化を伴う組成販売型金融仲介システムの資金循環構造に注目して、金融シ

5 Gorton (2010), p. 47.

6 Farhi and Cintra (2009) では、「グローバルな影の銀行システムのメルトダウン (the melting down of the global shadow banking system)」(p. 5) の過程が詳しく分析されている。

7 Chick (1992).

システムの変化がマクロ経済に及ぼす影響について、予備的な考察を行う。

本稿の構成は次の通りである。第2節では、組成販売型の金融仲介システムにおける資金循環の基本的な構造について検討する。第3節では、組成販売型の金融仲介システムにおける金融部門内部の資金循環、および、金融部門と非金融部門間の資金循環について検討する。第4節では、証券化の過程に関わる金融仲介機関の行動について検討する。第5節では、今後の研究課題を簡潔に述べて、締めくくる。

第2節 組成販売型の金融仲介システムの仕組み

本節では、組成販売型の金融仲介システムにおける最終的な借り手、金融仲介機関、最終的な貸し手、および、関連する金融機関の間の資金循環の基本的な構造について、制度部門別の単純化された貸借対照表を用いて検討する。

いわゆるサブプライム住宅ローン危機 (subprime mortgage crisis) の背景にある「影の銀行システム」(Shadow Banking System) に関わるさまざまな問題については、多くの研究が行われてきたが、証券化を伴う「影の銀行システム」における資金循環についての研究は、あまり多くない。Pozsar (2008) と Pozsar et al. (2012) では、最終的な借り手、金融仲介機関、最終的な投資家、連邦準備制度、その他の関連する金融機関の間の債権債務関係が、制度部門別の貸借対照表によって図解されたうえで、連邦準備制度が証券化に関わる金融機関に対して流動性を供与した経緯について、詳しく検証されている⁸。

8 Pozsar (2008), p. 22 の「影の銀行システムの地図 (map of the SBS)」を参照。「影の銀行システム」の資金循環に関するより詳しい図解については、Pozsar et al. (2010) を参照。

組成販売型の金融仲介システムでは、最終的な借り手（商業銀行や住宅金融会社から住宅ローンを借りる家計など）、最終的な貸し手（商業銀行に預金を保有する家計、MMMF〔短期金融資産投資信託〕の最終投資家〔受益者・顧客〕）の間に、証券化に関わる金融仲介機関相互間の債権債務関係のネットワークが介在する。貸出債権の組成、買い取り債権の一元管理、証券化商品・再証券化商品の発行をはじめとする証券化の過程は、関連する諸機関の貸借対照表のうえで処理される。

Pozsar et al. (2012) の「付録 (Appendix)」では、(1) 銀行による貸出債権の組成、(2) 貸出債権の買取と在庫保有、(3) 貸出債権を裏付けとする証券化商品の発行・保有・流通、(4) 各種の証券化商品の在庫保有とそれに基づく二次的証券化商品の発行、(5) 各種証券化商品の「仲介 (intermediation)」、(6) 銀行による信用枠の発動等に至るまでの証券化の過程に沿って、組成販売型の金融仲介システムにおける関係金融機関相互間の債権債務関係の展開について、図解されている。ただし、Pozsar ほかの研究者による「影の銀行システム」の図解は、独自の工夫が凝らされており、かなり複雑である。柴田・岩田 (2016) では、Pozsar et al. (2012) による図解を拡充して、証券化の過程が進むにつれて、関連諸機関（銀行、政府機関、政府支援企業、投資銀行、MMMF 等）の貸借対照表がどのように変化するかが、より明確に例示されている⁹。

「影の銀行システム」における証券化の過程に見られるように、金融不安定性を引き起こす契機として、証券化に関わるさまざまな機関の貸借対照表における満期のミスマッチが考えられる。証券化に関わる個々の機関の財務状況、および、証券化商品の流動性については、さらに検討しなけ

9 「Agency〔政府機関〕とGSEs〔政府支援企業〕による証券化と信用創造」に関する「図1-1」（柴田・岩田 (2016)、31頁。〔 〕内は引用者）、「FHC〔金融持株会社〕による証券化と信用創造」に関する「図1-2」（同、34頁）、「独立系投資銀行により証券化」に関する「図1-3」（同、37頁）。

ればならない。しかし、これらの論点を扱うまえに、組成販売型の金融仲介システムの構造的な特質について、金融部門と非金融部門の間の債権債務関係の観点から、検討しておきたい。

第3節 組成販売型金融システムにおける金融部門と非金融部門の間の債権債務関係

組成販売型の金融仲介システム（証券化を伴う「影の銀行システム」）では、最終的な借り手と最終的な貸し手の間に、金融仲介機関（銀行のほか、証券化に関わる諸機関）相互間の債権債務関係が介在する。これに対して、伝統的な「組成保有型」の金融仲介システムは、最終的な借り手と最終的な貸し手の間に存在するのは、基本的には、銀行だけである。言い換えれば、組成販売型の金融仲介システムでは、最終的な借り手と最終的な貸し手の間に、証券化の過程に関わる複雑な債権債務関係から成る「資金仲介の長い連鎖」(long intermediation chain)¹⁰が介在する。

貸出債権の証券化が金融システム全体に及ぼす影響を調べるためには、非金融部門に対する金融部門の債務総額（すなわち、非金融民間部門によって保有される現金と預金、および同種の金融資産から成るマネースtock）、および、金融仲介機関相互間の債権債務の総額が、1990年代から現在に至るまで、どのように推移したかを検証する必要がある。

Shin (2010) は、1994年7月から2009年7月までのアメリカ合衆国の

10 Shin (2010), p. 101. 邦訳、133頁。同書では、貸出債権の証券化に関わる(SPV〔特別目的事業体〕, ABCP〔asset-backed commercial paper〕) 導管体をはじめとする) 金融仲介機関相互間の債権債務関係を分析するための枠組みとして、「銀行間の債権債務のマトリックス」(the matrix of claims and obligations between banks) (Ibid., pp. 110-111. 邦訳、145頁) が示されている。

金融市場のデータに基づいて、「1994年から2008年4月までに、M2のストック¹¹が2.4倍に増加したのに対して、翌日物レポのストックは7倍近く増加した」¹²と指摘している。

1994年第1四半期から2011年第2四半期までの期間のアメリカ合衆国におけるABS（資産担保証券）の発行残高、レポ市場の取引残高、および、マネーストック（M2）の推移は、次のとおりであった。マネーストック（M2）は、1994年第1四半期から2011年第1四半期にかけて、ほぼ一様に、約2.6倍まで増加した。レポ市場の取引残高は、1994年第1四半期の値を基準として、1999年第1四半期まで2.0倍に増加し、さらに2007年第2四半期には5.1倍という最高値に達したが、その後は急落し、「リーマンショック」後の2009年第1四半期には約2.3まで低下した。また、ABSの発行残高は、1994年第1四半期の値を基準として、1998年第1四半期の約2.1倍に増加し、さらに2007年第3四半期には約9.3倍という最高値に達したが、その後は急落し、2011年第1四半期に約4.6まで低下した¹³。2007年第3四半期の実数を示すと、マネーストック（M2）

11 アメリカのマネーストック統計では、M1（通貨、要求払預金、トラベラーズチェック、その他の小切手振出可能預金）に一般保有のMMMF、貯蓄性預金（MMMD [money market deposit account: 市場金利連動型普通預金]）、小口定期預金を加えたものが「M2」と定義される（Council of Economic Advisers (U.S.) (2011), p. 271）。

12 Shin (2010), p. 157. 邦訳、203頁。

13 データの出所は次の通り。Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States, Z.1, Level Tables, for the total liabilities of ABS issuers (Line 11, Table L126) and the total liabilities of federal funds and security repurchase agreements (Line 1, Table L207). (<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/>). Board of Governors of the Federal Reserve System, “H.6: Money Stock Measures,” for the levels of M2, seasonally adjusted (<http://www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/>).

は7兆3595億ドル、レポ市場の取引残高は2兆3799億ドル、ABS残高は4兆5717億ドルであった。

以上のデータから検証されるように、非金融部門に対する金融部門の債務総額はおおむね一様に増加しているが、金融仲介機関相互間の債権債務関係の規模は、1990年代末から2007年半ばまでの間に加速度的に膨張し、その後は急速に縮小している。

証券化が金融システム全体に及ぼす影響を考察するためには、非金融部門への金融部門の与信総額だけでなく、金融仲介機関相互間の債権債務関係の規模の膨張と収縮にも注目しなければならない。マネーストックが同じ規模であっても、金融仲介システムのタイプ（たとえば、伝統的な「組成保有型」システムか、証券化を伴う「組成販売型」システムか）が異なれば、金融仲介機関相互の債権債務関係のタイプと規模が異なるかもしれない。

第4節 投資家の行動様式と「貨幣資本の過剰」の概念

前節までに見たように、組成販売型の金融仲介システムでは、最終的な貸し手と最終的な借り手の間に、証券化の過程に関わる金融仲介機関相互の債権債務関係が介在する。組成販売型の金融仲介システムにおいて、金融機関相互間の債権債務残高が巨額に積み上がる理由を説明するためには、証券化の過程に関わる金融機関、特に金融投資家の行動様式について考察しなければならない。ヘッジファンドや資産運用機関（money managers）などの金融投資家は、レポ市場やABCP市場で短期債務を取り入れて、投資適格債券を買うか否かに関する意思決定を行っていると思われる。たとえば、短期債務を追加的に取り入れて、流動性の低い証券化商品を追加的に取得しようとする投資家の行為は、どのような行動原理に基づくと考えられるのか。本節では、このような観点から投資家の行動様式について

予備的な考察を行う。

組成販売型の金融仲介システムの特徴のなかに金融危機をもたらすものがあることを理解するうえで重要なのは、時価評価会計制度（marked to market accounting system）のもとで金融投資家が貸借対照表のうえで行う意思決定である。Adrian and Shin（2008）は、証券の価格と貸借対照表の金額の間に、景気増幅的な（procyclical）正のフィードバック関係が存在することを、ポートフォリオをつねに時価評価する投資家によるバランスシート管理の観点から説明している。両氏の数字例を検討しよう¹⁴。

投資家の貸借対照表は、100 と評価された証券から成り、負債は 90、自己資本は 10 である（数字は金額を表す）。

(1) 第 1 段階の貸借対照表

資産	負債
証券 100	負債 90
	資本 10

第 1 段階のレバレッジ比率は、資産（100）÷資本（10）＝10.0 であり、これはレバレッジ比率の目標値に等しい。

ここで、資産価格（証券価格）が上昇し、資産側の証券の評価額が 100 から 101 へ増加した結果として、第 2 段階の貸借対照表が得られる。

(2) 第 2 段階の貸借対照表（証券価格の上昇）

資産	負債
証券 101	負債 90
	資本 11

14 Adrian and Shin（2008），pp. 6-8. なお、投資家のバランスシート管理に関する以下の説明は、石倉（2016）、99-100 頁の記述に加筆したものである。

(負債の金額は 90 で変わらないと仮定すれば) 資産側の証券の評価額が 100 から 101 へ増加した結果、正味資産 (資本) が 10 から 11 へ増加した。貸借対照表の規模は、第 1 段階の 100 から第 2 段階の 101 へ拡大した。第 2 段階でのレバレッジ比率は、資産 (101) ÷ 資本 (11) = $9.\dot{1}\dot{8}$ であり、これは目標値 (10.0) を下回る。

レバレッジ比率の目標値 (10.0) を達成するためには、追加的な債務を取り入れ、証券を追加購入しなければならない。証券の追加購入額を x とすれば、資産 ÷ 資本 = $(101+x) \div 11 = 10$ により、 $x=9$ である。したがって、追加的な債務 (9) の取り入れにより、資産側で証券が 9 だけ追加購入された結果として、第 3 段階の貸借対照表が得られる。

(3) 第 3 段階の貸借対照表 (追加的な負債の取り入れ、証券の追加購入)

資産	負債
証券 110	負債 99
	資本 11

負債側では、追加的な債務 (9) の取り入れにより、負債が第 2 段階の 90 から 99 へ増加した。資産側では、証券の追加購入 (9) により、証券が第 2 段階の 101 から 110 へ増加した。その結果、第 3 段階のレバレッジ比率は、資産 (110) ÷ 資本 (11) = 10.0 であり、これはレバレッジ比率の目標値と一致する。しかし、第 3 段階の貸借対照表の規模 (110) は、第 1 段階の 100 に比べて 10% 拡大している。

資産側の証券の時価評価、および、レバレッジ比率の目標値 (10.0) を維持するための能動的なバランスシート管理を前提とすれば、証券価格の上昇は、証券の追加購入と追加的な債務の取り入れによって貸借対照表の規模を拡大させ、その結果、証券価格のいっそうの上昇を引き起こす。こうした事態の連鎖が意味するのは、証券価格と投資家の貸借対照表の規模の間の正のフィードバックである。これは、縦軸を価格、横軸を数量とす

る平面で、証券の需要曲線が右上がりであることを意味する¹⁵。

逆に、証券の価格が低下した場合には、資産側の証券の評価額が 100 から 99 へ減少し、(負債の金額は変わらないと仮定すれば) 資本が 9 へ減少する。それゆえ、レバレッジ比率が資産 (99) ÷ 資本 (9) = 11.0 になり、これはレバレッジ比率の目標値 (10.0) を上回る。それゆえ、投資家は、レバレッジ比率を目標値に下げするために、証券の一部を売却して負債の一部を返済し、貸借対照表の規模を縮小させなければならない。その結果、証券価格と投資家の貸借対照表の規模の間に負のフィードバックが成立する。これは、証券の供給曲線が右下がりであることを意味する。証券価格が低下した場合の第 2 段階と第 3 段階の貸借対照表を、下記に例示しておく。

(2') 第 2 段階の貸借対照表 (証券価格の低下)

資産	負債
証券 99	負債 90
	資本 9

(3') 第 3 段階の貸借対照表 (負債の一部返済、証券の一部売却)

資産	負債
証券 90	負債 81
	資本 9

証券価格の上昇に伴ってレバレッジ比率が目標値 (10.0) を下回る状況について、Adrian and Shin (2008) では、「金融仲介機関は余剰資本

15 「このように、証券の価格が 1 だけ上昇する結果として、保有額が 9 だけ増加する。需要曲線は右上がりである。」(Adrian and Pozsar (2008), p. 7. 邦訳は引用者による)。

(surplus capital) を保有し、自分たちの余剰資本を使うことのできる方法を見つけようと試みるであろう」(Ibid., p. 2. 邦訳は引用者による)と指摘される。また、「余剰資本」の概念については、「製造業の企業との厳密でない類推で言えば、金融システムが『余剰能力 (surplus capacity)』を持っていると見なしてもよい」(同)と解釈されている。

高田太久吉氏は、Adrian と Shin によって提起された「過剰資本」の概念を応用して、時価評価会計のもとでのバランスシート管理に関する投資家の行動様式に基づいて、「貨幣資本の過剰」の経済的意味を、「バランスシートを自己資本に見合う適正規模に拡大するために、投資可能な証券や貸付可能な借入手を積極的に探している状態」として把握される¹⁶。

時価評価会計のもとでのバランスシート管理に関する投資家の行動様式、および、それに基づく「余剰資本」あるいは「貨幣資本の過剰」の概念は、組成販売型金融システムの構造を研究するうえで、重要な意義を持つ。ただし、Adrian and Shin (2008) の「余剰資本」概念の基礎とされているのは、レバレッジ比率の目標値を維持するために追加的な債務の取り入れ（あるいは、一部返済）を通じて証券の追加購入（あるいは、一部売却）を行うという形に定式化された投資家の行動様式である。証券化に関わる金融機関相互の債権債務関残高の累増の背景にある投資家の行動については、理論的にも実証的にも、いっそうの検討が必要とされるであろう。

16 高田 (2015), 91 頁。ここでの「過剰な貨幣資本」の概念は、Pozsar (2011) によって定義される「制度的なキャッシュ・プール (institutional cash pools)」にも対応する。「制度的なキャッシュ・プールという用語は、世界の非金融企業、ならびに、資産運用機関、証券の貸し手、年金基金のような機関投資家が保有する巨額で、集中的に運用される短期の現金残高を意味する」(Ibid., p. 4. 邦訳は引用者による)。

第5節 結び

本稿で見たように、組成販売型の金融仲介システムでは、最終的な貸し手と最終的な借り手の間に、証券化に関わる金融機関相互間の債権債務関係が介在し、これらの債権債務関係を通じて、貸出債権を裏付けとする証券化商品の組成・保有・流通が行われる。組成販売型金融システムの特質に限定しても、以下のような課題が残されている。

第1に、「貨幣資本の過剰」という概念の基礎とされたバランスシート管理に関する投資家の行動様式については、本稿で仮定された「一定のレバレッジ比率の維持」を目的としたバランスシート管理以外にも、検討すべき行動様式があると考えられる。

第2に、非金融部門に対する金融部門の負債（マネーストック）が同じ規模であっても、最終的な貸し手と最終的な借り手の間に介在する金融機関相互の債権債務関係が単純であるか複雑であるかに応じて、銀行組織の信用創造を通じた利潤の実現機構にどのような違いが生じるかを考察すること。

第3に、「金融化（financialization）」をめぐる分析視角のなかに、組成販売型の金融仲介システムの構造的な特質を導入すること¹⁷。

参考文献

- Adrian, Tobias and Shin, Hyun Song (2008), “Liquidity and financial cycles,” *BIS Working Papers*, No. 256, July 2008, pp. 1–22.
- Chick, Victoria (1992), “The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest,” in Victoria Chick, edited by Philip

17 金融システムの質的な変化に注目した金融化の研究として、高田（2015）、高田（2017）、小倉（2016）が挙げられる。

- Arestis and Sheila C. Dow, *On Money, Method and Keynes: Selected Essays*, London: Macmillan, 1992, pp. 193–217.
- Council of Economic Advisers (U.S.) (2011), *Economic report of the President: transmitted to the Congress: together with the annual report of the Council of Economic Advisers*, United States Government Printing Office.
- Farhi, Maryse and Cintra, Marcos Antonio Macedo (2009), “The Financial Crisis and the Global Shadow Banking System,” *Revue de la regulation*, No. 5, pp. 2–19.
- Gorton, Gary (2010), *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*, New York: Oxford University Press.
- Greenlaw, David, Hatzius, Jan, Kashyap, Anil K., Shin, Hyun Song (2008), “Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown,” US Monetary Policy Forum Conference (<http://www.chicagobooth.edu/usmpf/docs/usmpf2008confdraft.pdf>: most recently accessed on 20 August 2017.)
- International Monetary Fund (2008), *Global Financial Stability Report*, October.
- Ishikura, Masao (2007), “Reassessing the Japanese response to globalization: causes and consequences of Japanese financial crisis,” in Jang-Sup Shin (ed.), *Global Challenges and Local Responses: the East Asian Experience*, London: Routledge, pp. 116–139.
- 石倉雅男 (2011), 「日本の金融システムの構造変化と金融政策」(渡辺和則編『金融と所得分配』, 日本経済評論社, 2011年, 第8章, 所収, 155–175頁。)
- (2012), 『貨幣経済と資本蓄積の理論』, 大月書店。
- (2016), 「(書評) 高田太久吉著『マルクス経済学と金融化論—金融資本主義をどう分析するか』」『政経研究』(政治経済研究所), 第106号, 97–103頁。
- Ishikura, Masao (2017), “Introduction” (with Seongjin Jeong and Minqi Li), in Masao Ishikura, Seongjin Jeong and Minqi Li (eds.), *Return of Marxian Macro-Dynamics in East Asia (Research in Political Economy, volume 32)*, Emerald Publishing, pp. 1–12.
- 掛下達郎 (2016), 『アメリカ大手銀行グループの業務展開—OTD モデルの形成過程を中心に—』, 日本経済評論社。
- 小倉将志郎 (2016), 『ファイナンスリゼーション—金融化と金融機関行動—』, 桜井書店。
- Pozsar, Zoltan (2008), “The Rise and Fall of the Shadow Banking System,” *Regional Financial Review*, Moody’s Economy.com, July, pp. 13–25. (<https://www.moodys.com>)

//www.economy.com/sbs; most recently accessed on 20 August 2017.)

- (2011), “Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System,” *IMF Working Paper*, No. 11/190, pp. 1–35.
- Pozsar, Zoltan and Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky (2012), “Shadow Banking,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 458 (first issued in 2010, then revised in 2012).
- 柴田徳太郎・岩田佳久 (2016), 「住宅金融の証券化と信用創造」(柴田徳太郎編著『世界経済危機とその後の世界』, 日本経済評論社, 第1章所収, 25–70頁。)
- Shin, Hyun Song (2010), *Risk and Liquidity*, Oxford: Oxford University Press. (ヒュン・ソン・シン著, 大橋和彦・服部正純訳『リスクと流動性—金融安定性の新しい経済学—』, 東洋経済新報社, 2015年。)
- 高田太久吉 (2015), 『マルクス経済学と金融化論—金融資本主義をどう分析するか』, 新日本出版社。
- (2017), 『引き裂かれたアメリカ—富の集中, 経済危機と金権政治—』, 新日本出版社。

[コメントへの回答]

拙報告に対して、コメンテーターの神野光指郎氏(福岡大学)より、(1)証券化モデルにおける「長い仲介連鎖」の意味、(2)その参加者間での債権債務関係の形成、(3)時価会計の普及と参加者間の債権債務関係によるレバレッジ形成、のそれぞれに関して、ご質問をいただきました。証券化を論じる以前に、そもそも銀行による金融仲介の仕組みについての基本的な理解が踏まえられていないことも、率直にご指摘いただきました。心より感謝申し上げます。拙報告では「証券化という特定の技術に注目するあまり、その背景で生じている大きな変化から目を反らしているのではないか」というご指摘を、重く受けとめています。伝統的な銀行業によって包括的に提供されていた金融仲介プロセスが、さまざまな要因に分解されて「長い仲介連鎖」になったと言うのが、このことが「債権債務関係の金額」とどんな関係にあるのか。銀行による信用仲介と言っても、それは「銀行間市場や企業間信用の補完が初めて成立する」という事実を忘れてはならない。また、原資産の組成から証券化商品の発行に至るまでの過程のなかで、各種ディーラーのレバレッジ拡大が「つなぎ」に利用されていたとしても、その割合は小さいのではないかと。これらのご指摘についても、至急取り組みたいと思います。

出席者の皆様からも、有益なご質問とご教示をいただきまして、心より感謝申し

あげます。拙報告の第4節で、時価評価会計のもとで証券の価格と投資家の貸借対照表の規模の間に「正のフィードバック関係」が成立するという先行研究に言及しましたが、投資対象の価格と貸借対照表の規模との正の関係を示すだけでは、証券化の仕組みを分析したことにならないとの旨、ご指摘をいただきました。このほかにも、金融のしくみの基本的な理解も含めて、有益なコメントを多数いただきました。いずれも、報告者がすぐに取り組まなければならない課題に関わります。

拙報告につきましては、大会の共通テーマ「世界金融危機後の金融化の進展と課題」にもっと貢献できる形で、議論を展開すべきであったと反省しているところです。もともと報告者は、マルクス派やポストケインズ派経済学の立場から資本蓄積と所得分配に関する諸理論を検討するなかで、マクロ経済レベルでの貯蓄と投資の関係（あるいは、資本主義経済における投資と実現利潤の関係）の基礎にある金融システムの制度的変化について、もっと掘り下げて分析する必要があると考えてきました。現代経済の「金融化」を考察するさいには、証券化も含めた金融システムの質的な変化という観点を、もっと重視すべきではないかと考えています。貸出債権の証券化がマクロ経済レベルでの投資と実現利潤の関係に対してどのような意義を持ちうるのか、という粗い問題設定のもとに、証券化についても拙い考察を重ねてきました。しかし、根本的な課題に気づかないままになっておりました。今回の大会で報告の機会をいただき、有益なコメントとご教示をいただいたことは、たいへん幸いなことです。厚く御礼を申し上げます。

英米大手銀行グループの収益構造は 異なるのか？*

—金融化の内実を探る—

掛下 達郎

(松山大学)

対象と視角

新自由主義の進展において、グローバル化と金融化は重要な役割を果たしている。本報告は、このうち大会共通テーマの金融化を視野に入れて、その実態に迫るために、英米大手銀行グループの収益構造と業務展開を考察する。アメリカとイギリスは、同じく資本市場中心の金融システムであり、共通するところも多いが、本報告でみるように異なっているところもある。英米大手銀行グループの収益構造と業務展開における共通点と相違点を把握することによって、両国における金融化の内実を探ることとする。

報告者は、金融化の学術的ルーツの1つはフリードマン〔1980〕と考えている。彼は第2次世界大戦以降のアメリカの金融市場における特徴として民間債務経済（企業・家計）の出現をあげている。戦後は1970年代まで政府部門の債務残高（対GDP比）が減少する一方で企業・家計の債務残高（対GDP比）が増加している。そして、1970年代までは政府部門と

* 本研究は JSPS 科研費 JP16K03920、2018 年度松山大学特別研究の助成を受けたものです。

民間部門の債務残高の GDP 比が 140 パーセント程度で安定している。フリードマンの作った図を現在まで延長してみると、1980 年代から民間部門だけでなく政府部門の債務残高（対 GDP 比）も増加している。そのため、現在では政府部門と民間部門の債務残高の GDP 比が増加して 300 パーセントを越えている。フリードマンの実証を拡張する形で、フィリポン〔2015〕は 1860–2010 年代のアメリカの金融収益、金融資産、金融仲介コスト、金融所得シェア、負債等を計測している。

このように様々なマクロデータが用いられているが、①そもそも金融化とは何を意味するのか、②金融化は実体経済にどのような影響をもたらすのか、はようやく議論され始めた状況である。アルカン、ベルケシュ、パニッツァ〔2015〕は、1960–2010 年における 64~133 か国のデータを用いて、以下のような回帰分析をしている。金融部門が比較的小規模な段階において金融深化と経済成長には正の相関がある。しかし、民間部門への貸付が GDP の 80~100% に達すると、成長に対してマイナスの影響があるという。こうした金融の負の側面を指摘したのは、ミンスキー〔1974〕、キンドルバーガー〔1978〕、ラジャン〔2005〕等で、彼らは金融システムが肥大化して複雑になると、不安定性が増し巨大な破綻が起きやすくなるとした。ミンスキーとキンドルバーガーはバブルや景気循環に注目した。ラジャンはより長期の金融深化を考察し、本報告もこの考え方を踏襲している。また、トービン〔1984〕は、金融システムの行き過ぎた発展はリソース（資本、人材）の配分を乱すおそれがあるとした¹⁾。

本報告では、まず第 1 節と第 2 節で、英米大手銀行グループのマイクロデー

1) 以上 Minsky〔1974〕, p. 272, Kindleberger〔1978〕, p. 4, (訳、8頁) Friedman〔1980〕, pp. 16–17, (訳、23–24頁) Tobin〔1984〕, pp. 1, 3–4, Rajan〔2005〕, pp. 359–60, Philippon〔2015〕, pp. 1411–2, 17, 20–21, 24, 32–33, figure 2, 3, 4, 5, 7, 8, 11, 16 and 17, Arcand, Berkes and Panizza〔2015〕, pp. 105, 107, 109–110, 112–114, 123–124, 141, table 1, 2 and 6.

タによって、個々の金融機関の競争関係、すなわち英米大手銀行グループの収益構造と業務展開の一端を明らかにする。第1節で英米大手銀行グループの収益構造における投資銀行業務の位置づけ、第2節で同じく業務展開におけるリテールバンキングの位置づけを考察する。本報告で扱うマイクロデータは、英米大手銀行グループの損益計算書（第1節）、貸借対照表（第2節）、既存のアンケート調査（第3節）である。第1節と第2節の収益構造と業務展開を受けて、第3節では、アンケート調査等の先行研究を参考にしながら、マクロデータだけでは見過ごされがちな、両国のマーケットの競争状態に即した英米金融システムの違いに迫っていきたい。すなわち第3節で業務展開における抱き合わせ取引の対象を考察し、最後に本報告のまとめについて述べる。

1. 投資銀行業務の盛衰

英米大手銀行グループの投資銀行業務への進出は共通するところもあるが、本節でみるように異なっているところも多い。ここでは、英米大手銀行グループの投資銀行業務を軸にその収益構造における共通点と相違点を考察することによって、まず彼らの業務展開を探る糸口にする。

投資銀行業務のコアには、引受業務とトレーディング業務がある。まず、図表1でアメリカ3大銀行グループの引受業務の推移をみると、相対的に安定していた。つぎに、同じくトレーディングを含んだ自己勘定取引も用いてトレーディング業務をみると、3大銀行グループは、トレーディング業務で積極的にリスクをとって、収益拡大を目指してきたと考えられる。

図表2をみると、1990年代末からイギリス4大銀行グループは投資銀行業務から離れつつあったが、サブプライム危機をへてロイズを除いて再びその動きが起きている。たとえば、今世紀に入り、HSBCは顧客に膨大な資金を貸しているが、彼らの証券発行や外国為替等はモルガン・ス

図表1 アメリカ3大銀行グループの総収益の内訳 2001-2016年
(単位: 100万ドル)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
JPモルガン・チェース																
バンク・ワン買収 ペーパー・スターンズ買収																
投資銀行業務 ⁽¹⁾	3,612	2,763	2,890	3,537	4,088	5,520	6,635	5,526	7,087	6,190	5,911	5,808	6,354	6,542	6,751	6,448
アドバイザリー	1,248	756	642	898	1,255	1,638	2,272	1,955	1,861	1,429	1,796	1,492	1,318	1,631	2,111	2,095
引受手数料総額	2,364	2,007	2,248	2,639	2,833	3,882	4,363	3,571	5,226	4,761	4,115	4,316	5,036	4,911	4,640	4,353
株式引受手数料	525	464	699	780	864	1,179	1,713	1,477	2,487	1,589	1,181	1,026	1,499	1,571	1,408	1,146
債券引受手数料	1,839	1,543	1,549	1,859	1,969	2,703	2,650	2,094	2,739	3,172	2,934	3,290	3,537	3,340	3,232	3,207
自己勘定取引	n.a.	n.a.	n.a.	5,148	7,669	10,778	9,015	-10,699	9,796	10,894	10,005	5,536	10,141	10,531	10,408	11,566
貸付・預金関連手数料	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,389	3,468	3,938	5,088	7,045	6,340	6,458	6,196	5,945	5,801	5,694	5,774
アセット・マネジメント	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,996	7,003	5,994	5,353	6,128	6,690	7,101	8,549	9,646	9,755	9,201	
管理手数料	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,430	2,401	2,452	1,927	2,023	2,171	2,135	2,101	2,179	2,015	1,915	
委託手数料、フィー	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,429	2,250	5,497	5,260	5,348	5,233	4,632	4,456	4,106	3,739	3,475	
キャピタル・ゲイン(ロス)	866	1,563	1,446	338	-1,336	-543	164	1,560	1,110	2,965	1,593	2,110	667	77	202	141
モーゲージ手数料・間接収益	n.a.	988	892	803	1,054	591	2,118	3,467	3,678	3,870	2,721	8,687	5,205	3,563	2,513	2,491
クレジットカード収益	2,108	1,674	1,727	2,672	3,389	3,468	3,911	7,419	7,110	5,891	6,158	5,658	6,022	6,020	5,924	4,779
非金利収入総額	10,802	11,526	12,337	25,845	34,693	40,757	44,966	28,473	49,282	51,693	49,545	52,121	53,287	50,571	50,033	49,585
総収益(ネット)	26,162	29,614	33,256	42,372	54,248	61,999	71,372	67,252	100,434	102,694	97,234	97,031	96,606	94,205	93,543	95,668
バンク・オブ・アメリカ																
フリート・ボストン買収 メリルリンチ買収																
クレジットカード収益	2,422	2,620	3,052	4,592	5,753	14,290	14,077	13,314	8,353	8,108	7,184	6,121	5,826	5,944	5,959	5,851
サービス料	4,943	5,276	5,618	6,989	7,704	8,224	8,908	10,316	11,038	9,390	8,094	7,800	7,390	7,443	7,381	7,638
投資ビロ・カレンジャーサービス	2,112	2,237	2,351	3,614	4,184	4,456	5,147	4,972	11,919	11,622	11,896	11,393	12,282	13,284	13,337	12,745
投資銀行業務 ⁽²⁾	1,526	1,481	1,669	1,886	1,856	2,317	2,345	2,263	5,551	5,520	5,217	5,299	6,126	6,065	5,572	5,241
アドバイザリー ⁽³⁾	251	288	228	310	295	337	443	546	1,167	1,018	1,246	1,066	1,131	1,207	1,503	1,269
引受手数料総額	796	721	963	920	1,596	2,139	2,094	2,163	5,088	4,388	3,996	4,388	5,274	5,073	4,269	4,140
株式引受手数料	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	273	315	19	624	1,964	1,329	1,303	1,026	1,469	1,490	1,236	864
債券引受手数料	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,323	1,824	1,775	1,539	3,124	3,059	2,693	3,362	3,805	3,583	3,033	3,276
株式投資	291	-280	215	863	2,212	3,189	4,064	539	10,014	5,260	7,360	2,070	2,901	1,130	333	299
プリンシパル・インベシメント	n.a.	n.a.	n.a.	966	1,500	1,894	2,217	-84	1,222	2,299	392	589	378	-46	n.a.	n.a.
トレーディング損益	1,842	778	409	869	1,763	3,358	-4,889	-5,911	12,235	10,054	6,697	5,870	7,056	6,309	6,473	6,902
モーゲージ・バンキング	597	761	1,922	414	805	541	902	4,087	8,791	7,234	-8,890	4,750	8,874	1,563	2,364	1,853
保険プレミアム	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	437	761	1,833	2,760	2,066	1,346	-195	n.a.	n.a.	n.a.
キャピタル・ゲイン(債券)	n.a.	682	943	1,700	1,084	-443	180	1,124	4,723	2,526	3,374	1,662	1,271	1,354	1,138	490
非金利収入総額	14,348	13,571	16,422	21,005	26,438	38,187	32,392	27,422	72,534	58,697	48,838	42,678	46,677	44,295	44,007	42,605
総収益(ネット)	34,638	34,494	37,886	48,963	57,175	72,776	66,833	72,782	119,643	110,220	93,454	83,334	88,942	84,247	82,965	83,701
シティグループ																
スミス・バーニー売却																
委託手数料、フィー	15,993	15,258	16,314	15,981	17,143	19,244	20,706	10,366	17,116	13,658	12,850	12,926	13,113	13,032	11,848	10,521
投資銀行業務 ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	4,222	4,499	5,254	5,462	3,245	4,763	3,828	3,308	3,688	4,028	4,703	4,567	4,312
アドバイザリー	n.a.	n.a.	n.a.	927	1,212	1,329	1,832	1,038	754	720	682	709	844	949	1,093	1,000
引受手数料総額	n.a.	n.a.	n.a.	3,295	3,287	3,925	3,630	2,207	4,009	3,108	2,626	2,979	3,184	3,754	3,474	3,312
株式引受手数料	n.a.	n.a.	n.a.	1,108	1,136	1,237	1,912	629	1,385	937	672	673	1,016	1,246	906	628
債券引受手数料	n.a.	n.a.	n.a.	2,187	2,151	2,688	1,718	1,578	2,624	2,171	1,954	2,306	2,168	2,508	2,568	2,684
自己勘定取引	5,544	4,513	5,120	3,716	6,443	7,989	-12,086	-22,601	3,832	7,517	7,234	4,781	7,121	6,698	6,008	7,585
管理手数料、その他受託費	n.a.	n.a.	n.a.	5,524	6,119	6,934	9,132	8,222	5,195	4,005	3,995	4,012	4,089	4,013	3,648	3,964
キャピタル・ゲイン(ロス)	237	-485	510	833	1,962	1,791	1,168	-2,061	1,996	2,411	1,997	3,251	748	570	682	948
保険プレミアム	3,450	3,410	3,749	2,726	3,132	3,202	3,062	3,221	3,020	2,684	2,647	2,476	2,280	2,110	1,845	836
非金利収入総額	n.a.	n.a.	n.a.	37,956	44,402	50,061	33,117	-2,150	31,371	32,415	29,906	22,570	29,573	28,889	29,724	24,771
総収益(ネット)	67,367	71,308	77,442	79,635	83,642	89,615	78,495	51,599	80,285	86,601	78,353	70,173	76,366	76,882	76,354	69,875

- (注1) 投資銀行業務は投資銀行部門のみのデータである。
(注2) 投資銀行業務の内訳はグローバル企業と投資銀行業務部門のみのデータである。
(注3) アドバイザリーは債券、株式、M&Aのアドバイザリー手数料である。
(注4) 投資銀行業務は法人顧客向けグループのみのデータである。
〔出所〕 各社決算資料より作成。

図表2 イギリス4大銀行グループの収益の内訳 2001-2016年
(単位: 100万ドル)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
HSBC (営業収益)																	
金利収入 (ネット)	14,725	15,490	25,598	31,099	31,334	34,486	37,795	42,563	40,730	39,441	40,862	37,672	35,539	34,705	32,531	29,813	
手数料収入 (ネット)	7,470	7,824	10,394	12,948	14,456	17,182	22,002	20,024	17,964	17,355	17,160	16,430	16,434	15,957	14,705	12,777	
口座サービス	1,620	1,716	2,317	2,779	3,132	3,633	4,359	4,353	3,592	3,632	3,670	3,563	3,561	3,407	2,745	2,417	
運用ファンド	965	1,026	1,096	1,479	1,831	2,718	2,975	2,757	2,172	3,801	3,965	3,030	2,673	2,658	2,570	2,076	
カード	1,116	1,242	2,976	3,987	4,699	5,708	6,496	5,844	4,625	2,561	2,753	2,561	2,455	2,460	2,281	1,970	
写信枠	628	752	966	1,179	880	922	1,138	1,313	1,479	1,635	1,749	1,761	1,907	1,890	1,919	1,795	
ブローキング収益	928	773	873	943	1,104	1,354	2,012	1,738	1,617	1,789	1,711	1,350	1,388	1,371	1,441	1,060	
ユニット型投資信託	481	284	358	498	388	520	875	502	363	560	657	739	891	1,005	1,007	863	
輸出入	524	556	609	692	722	780	866	1,014	897	991	1,103	1,196	1,157	1,115	971	820	
引 受	135	173	175	234	234	274	367	325	746	623	578	739	866	872	762	705	
トレーディング損益 (ネット)					2,786	5,864	8,222	9,834	6,560	9,863	7,210	6,506	7,091	8,690	6,760	8,723	9,452
金融商品の売却益 ⁽¹⁾ (ネット)					1,034	657	4,083	3,852	-3,531	1,220	3,439	-2,226	768	2,473	1,532	-2,666	
金融投資			米ハウスホール	D買収	540	692	969	1,956	197	620	968	907	1,189	2,012	3,356	2,068	1,385
保険収益 (ネット)					5,368	5,436	5,668	9,076	10,850	10,471	11,146	12,872	13,044	11,940	11,921	10,355	9,951
総額 (ネット)	25,888	39,117	44,302	55,988	61,704	70,070	87,601	88,571	78,631	80,014	83,461	82,545	78,337	74,593	71,092	59,836	
パーケレイズ (営業収益)																	
リーマン・ブラザーズ買収																	
金利収入 (ネット)	5,966	6,205	6,604	6,833	8,075	9,143	9,598	11,469	11,918	12,523	12,201	11,639	11,600	12,080	12,558	10,537	
フィードバック収入 (ネット)	3,737	3,925	4,263	4,847	5,705	7,177	5,771	6,491	8,418	8,871	8,622	8,582	8,731	8,174	7,892	6,768	
トレーディング損益 (ネット)	1,011	833	1,054	1,487	2,321	3,614	3,754	1,339	7,001	8,078	7,660	3,025	6,553	3,331	3,623	2,768	
投資収益 (ネット)					1,027	858	962	1,216	680	56	1,477	2,305	817	680	1,328	1,138	1,324
総額 (ネット)	11,142	11,872	12,411	13,015	15,762	19,441	18,249	15,780	21,052	25,768	26,890	21,095	24,864	23,120	23,340	19,078	
RBSグループ (総収益)																	
金利収入 (ネット)	6,846	7,849	8,301	9,071	9,918	10,596	12,069	18,675	16,504	13,782	12,303	11,402	9,017	9,258	8,767	8,708	
フィードバック収入 (ネット)	3,805	4,343	4,418	4,547	4,909	5,194	6,085	7,445	7,009	6,301	5,417	4,875	3,755	3,539	2,933	2,535	
支払サービス									1,776	1,638	1,498	1,368	1,090	989	923	856	
カード手数料									2,389	2,432	1,093	1,088	892	822	738	645	
貸付 (信用枠)									2,433	1,863	1,707	1,480	1,291	1,250	1,076	1,044	
ブローカレッジ									450	652	631	548	397	321	262	154	
投資管理									627	568	525	471	434	391	305	250	
貿易金融									370	423	410	314	269	280	242	196	
トレーディング損益 (ネット)	1,426	1,462	1,793	1,988	2,343	2,675	1,292	-8,477	3,881	4,517	2,701	1,675	2,536	1,325	806	974	
外国為替									1,906	2,340	1,491	1,327	654	1,660	1,428	809	989
金 利									1,026	3,883	1,862	760	1,932	25	-108	35	
クレジット									-12,207	-4,147	48	-308	737	424	-82	-80	
総額 (ネット)	14,558	17,016	19,281	22,515	25,569	28,002	30,366	25,868	38,690	26,622	24,651	17,941	16,737	15,150	12,923	12,590	
ロイズ・バンキング・グループ (総収益)																	
HBOS 買収																	
金利収入 (ネット)	4,922	5,171	5,255	5,110	5,671	5,329	6,099	7,718	9,026	12,546	12,698	9,075	7,338	10,660	11,318	9,274	
フィードバック収入 (ネット)	2,689	2,865	2,539	2,210	2,148	2,478	2,624	2,537	2,737	3,310	3,544	3,293	2,734	2,257	1,810	1,689	
当座預金	573	579	623	637	593	652	693	707	1,088	1,086	1,053	1,008	973	918	804	752	
カード手数料	332	414	460	520	545	493	536	581	765	812	877	941	984	1,050	918	875	
保険ブローキング	528	647	604	672	681	629	648	549	539								
信託手数料									331	362	413	395					
トレーディング損益 (ネット)	233	188	560	5,036	9,298	6,341	3,123	-9,186	19,098	15,724	-368	13,554	16,467	10,159	3,714	18,545	
外国為替	158	173	228	174	163	130	193	141	771	447	658	335	400	249	255	1,905	
投資不動産																	
証券その他	75	15	332	4,533	8,705	5,580	3,251	-8,269	18,541	14,843	-919	13,483	15,911	9,397	3,043	16,723	
保険プレミアム	428	486	535	6,070	4,469	4,719	5,430	5,412	8,946	8,148	8,170	8,284	8,197	7,125	4,792	8,068	
総額 (ネット)	8,888	8,887	9,908	19,283	22,726	19,673	18,228	7,009	45,297	31,410	14,145	29,891	37,985	29,892	23,150	39,611	

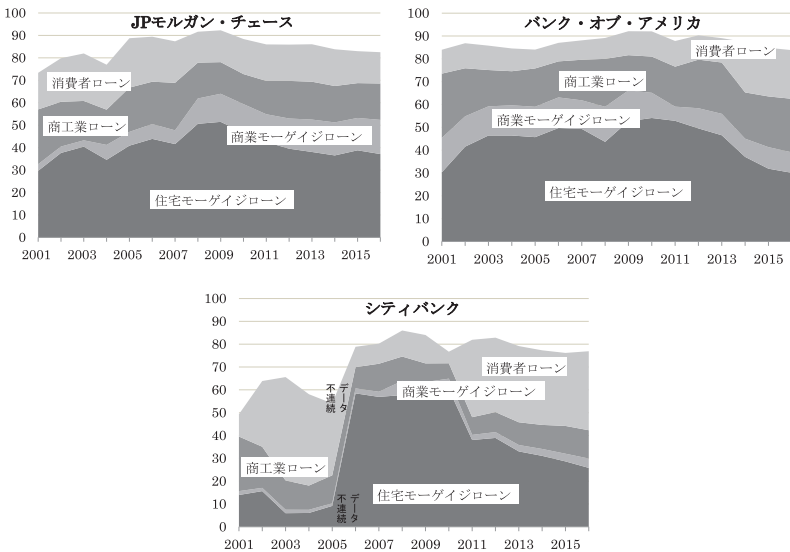
(注) 金融商品からの収益とは、公正価値に指定された金融資産の価格変動による影響を計測したものである。
〔出所〕 各社決算資料より作成。

タンレーがおこなっている。HSBC は証券化のような「複雑なストラクチャー商品はコストが掛かる」と判断したという²⁾。

2. リテールバンキングの位置づけ

前項で扱った投資銀行業務は研究開発会社のように組織化され、本項で取り上げる小口のリテールバンキングは工場のように操業されるという³⁾。これは投資銀行業務におけるエンジニア達の高度な金融工学と、素朴な大

図表3 アメリカ3大銀行の貸付残高の内訳 2001-2016年末
(総貸付に占める比率%)



(注) 海外支店を含むが、持株会社やその子会社を除いた銀行本体のデータである。
(出所) Federal Financial Institution Examination Council, *Reports of Condition and Income* 各号, Schedule RC-C より作成。

2) Roberts and Kynaston [2015], pp. 554, 568.

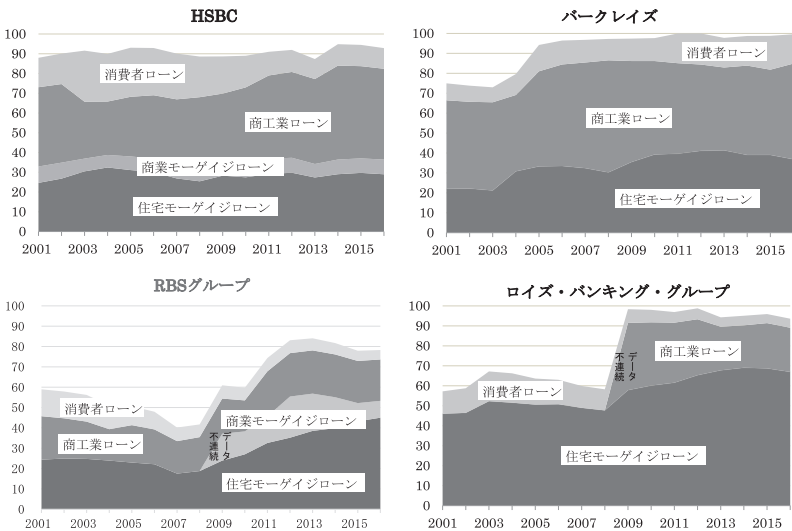
3) Rogers [1999], p. 209.

数の法則に基づいたリテールバンキングを対比したものであろう。しかしながら、リテールバンキングと投資銀行業務は、必ずしも独立して存在するわけではない。ここでは、英米大手銀行グループのリテールバンキングにおける共通点と相違点を考察することによって、彼らの業務展開に迫ることにする。

図表3のように、アメリカ3大銀行では住宅モーゲージローンが過半を占めることもあった。

図表4をみると、イギリス4大銀行のHSBCとバークレイズではほぼ商工業ローン、RBSとロイズでは住宅ローンが最も大きくなっている。

図表4 イギリス4大銀行グループの貸付残高の内訳 2001-2016年末
(総貸付に占める比率%)



〔出所〕 各社決算資料より作成。

3. 抱き合わせ取引の対象

バーガー等〔2000〕の学術的な研究では、一般に伝統的銀行業での規模の経済は、比較的小さな事業規模で完全に実現されているという。よく知られた銀行は規模が大きく、すでに大半の規模の経済の利益を受けているという⁴⁾。規模の経済ではない大手行の利益の源泉の1つは、抱き合わせ取引だと考えられる。銀行の抱き合わせ取引は、銀行のコア業務である預金と貸付を主たる商品としておこなわれている。ここでは、英米大手銀行グループの抱き合わせ取引における共通点と相違点を考察することによって、彼らの業務展開の実態に迫ることとする。それによって、マクロデータだけでは見過ごされがちな、両国のマーケットの競争状態に即した英米金融システムの違いに迫っていきたい。

まず、図表5Aから、アメリカでは、キャッシュ・マネジメントという商業銀行業務だけでなく、銀行融資を武器に投資銀行業務／戦略的アドバイザリー・サービス、債券引受という投資銀行業務に積極的に進出しようとする大手商業銀行グループの姿が想像できる。図表5Bによると、アメリカ企業は、商業銀行業務だけでなく、投資運用、資本市場サービス、デリバティブ／ヘッジ・サービスという投資銀行業務をも、投資銀行より商業銀行を利用した。さらに、図表5Cをみると、企業は、投資銀行業務を依頼する際に、投資銀行単体よりも、グループ化した商業銀行と投資銀行を利用したいということがわかる。

イギリス銀行サービス調査委員会のいわゆるクルックシャンク・レポート（2000年）によると、イギリスの当座預金の供給は集中度が高く、当座預金は他の商品分野における銀行間競争の鍵を握っているという。その

4) Cruickshank〔2000〕, pp. 20, 44, note 5. (訳、27-28、60頁)

図表5 アメリカの金融部門における抱き合わせ取引

- A 商業銀行グループに融資以外の業務を与えないという理由で融資を拒絶または融資条件を変更された企業 2004年2月調査¹⁾ (単位：%)
- B 各金融サービスによって利用する金融機関の形態 2000年7月調査²⁾ (単位：%)

	全企業	年商10億 ドル以上
あらゆる業務	50	63
投資銀行業務／戦略的 アドバイザーサービス	42	53
債券引受	40	51
株式引受	17	23
戦略的アドバイザー ／M&A業務	28	35
キャッシュ・マネジメント	40	48
個人退職金積立プラン	16	20
投資ブローカレッジ	13	16

	商業 銀行	ファイナンス ・カンパニー	投資 銀行	保険 会社
キャッシュ・マネジメント	98	3	11	1
貸付等	85	16	15	9
外国為替	60	3	6	0
投資運用	58	7	53	4
資本市場サービス	48	7	42	2
デリバティブ	37	3	19	1
／ヘッジ・サービス				
M&Aアドバイザー業務	23	7	33	2
保 険	1	1	7	87

- C 今後2年間に各金融サービスによって利用したい金融機関の形態 2000年7月調査²⁾ (単位：%)

	商業 銀行 単体	保険 会社 単体	投資 銀行 単体	グループ化した商業 銀行と保険会社	グループ化した商業 銀行と投資銀行	グループ化した投資 銀行と保険会社
資本市場サービス	15	1	19	2	57	6
M&Aアドバイザー業務	10	0	27	2	54	7
投資運用	17	1	23	2	52	5
デリバティブ／ヘッジ・サービス	29	1	13	3	50	4
外国為替	53	1	2	4	38	2
貸付等	54	1	1	7	35	2
キャッシュ・マネジメント	64	1	1	4	31	2
保 険	1	69	1	14	2	12

(注1) 過去5年間に融資をうけた企業における融資を拒絶または融資条件を変更された企業の比率である。企業の財務担当者(370人)のアンケート回収結果によるものである。

(注2) 製造業を中心とした財務担当者(444人)のアンケート回収結果によるもので、各金融サービスによって利用する各金融機関が全アンケート企業に占める比率である。全アンケート企業の年商別構成は以下の通りである。年商2億5,000万ドル未満が30%、2億5,000万～10億ドルが32%、10～50億ドルが25%、収益50億超が11%、返答なしが2%である。

〔出所〕 Association for Financial Professionals [2000], pp. 5, 9, 19, 23, Exhibit 1, 5 and 15, Association for Financial Professionals [2004], pp. 2, 7.

ため、銀行は当座預金と他の金融商品との抱き合わせ取引をおこなった。図表6Aをみると、当座預金は、貯蓄預金、クレジットカード等と抱き合わせて販売されてきた。図表6Bによると、当座預金は、貯蓄預金を媒介に、生命保険、消費者ローン、住宅保険、自動車保険に、銀行が進出する足掛かりになっているようである。

図表6 イギリスのリテール金融部門における抱き合わせ取引

A 当座預金の抱き合わせ取引率 2009年9月調査 2012年8月調査

	2009年(1,829口座、公正取引庁)	2012年(4,271口座、デロイト金融サービスセンター)
貯蓄預金	88%	66%
クレジットカード	53%	33%
預金型ISA	42%	
消費者ローン(保証なし)	42%	
自動車ローン		5%
モーゲージ	27%	9%

B 抱き合わせ取引の実態 2009年1~3月調査(欧州政策研究所等)

主たる商品	従たる商品	消費者ローン	住宅保険	投資助言	生命保険	自動車保険	支払保障保険	年金商品	貯蓄預金	総数
消費者ローン		▲	▲		▲1	▲	1		▲1	3
クレジットカード							1			1
当座預金									▶1	1
デビットカード									1	1
投資助言				1	2			1		4
モーゲージローン			1				1			2
貯蓄預金		1	1		2	1				5
総数		1	2	1	5	1	3	1	3	17

〔出所〕 Centre for European Policy Studies and Van Dijk Management Consultants〔2009〕, pp. 214-215, 266, table 59, UK Office of Fair Trading〔2010〕, p. 131, table 7.1, Deloitte Center for Financial Services〔2013〕, pp. 1, 3, 15, exhibit 3. 原資料は Mintel, *Current, Packaged and Premium Accounts, Finance Intelligence*, June 2010.

銀行グループの抱き合わせ取引は、さらなる拡がりを持つ可能性がある。たとえば、ロバーツとキーナストン〔2015〕によると、HSBCでは、銀行業務は他部門の成長のインキュベーター(保育器)であるという。事業のライフサイクルに対応して、各種の銀行業務が求められる。起業時には銀行業務が必要で、その後パーソナルまたはグローバルバンキング、IPO(新規公開株式発行)、貿易保険を顧客に勧めるようになる⁵⁾。バンカシュアランス等のリテールバンキングだけでなく、投資銀行業務をも含めた抱き合わせ取引戦略が現実におこなわれており、こうした動きに今後とも注目していく必要があるだろう。

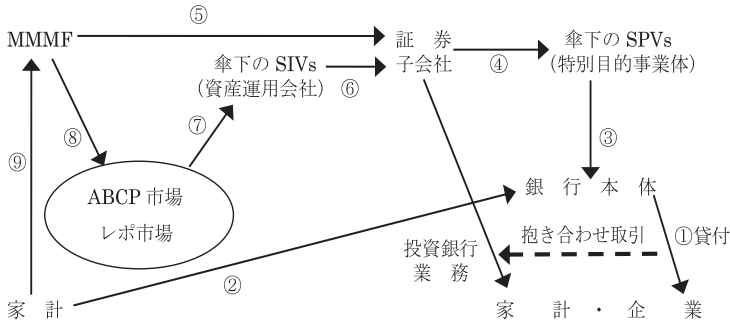
5) 以上 Cruickshank〔2000〕, p. 134, (訳、189頁) Roberts and Kynaston〔2015〕, p. 546.

おわりに

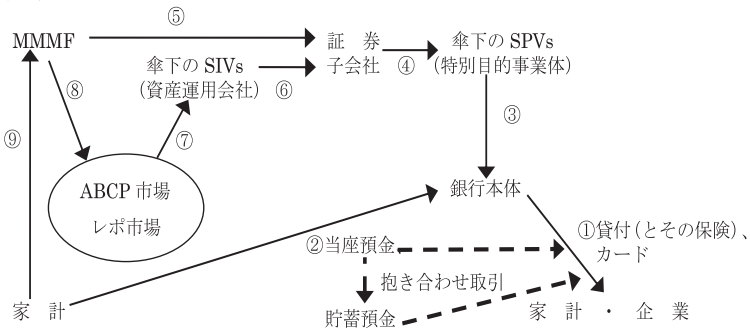
図表 7A のように、アメリカの 3 大銀行グループは、主として①の企業向けローンと OTD（組成分配型）モデル以外の投資銀行業務を抱き合わせ取引していた。一方、イギリスの 4 大銀行グループは、主に②の預金と①の家計向けローン（とその保険）を抱き合わせ取引している（図表 7B）。

図表 7 大手銀行グループの抱き合わせ取引の関係図

A アメリカ



B イギリス



(注) —————> はキャッシュフローを、-----> は主たる商品から従たる商品への方向を示している。①～⑨の番号は OTD モデルの業務を表している。各業務の説明は、掛下 [2016a)、285-7 頁、図 IV を参照されたい。

同じく資本市場中心の金融システムもしくはアングロサクソン型モデルと呼ばれているが、両国の金融システムはかなり異なっており、この違いをもたらしている要因には興味深いものがある。

金融システムの相違をもたらしている要因の一つとして、両国のマーケットの競争状態の違いが考えられる。アメリカでは長らく投資銀行による投資銀行業務の寡占が問題となっており、大手商業銀行グループが20年の歳月をかけて、投資銀行による寡占を打ち破ったのであった。一方、イギリスでは各種投資銀行業務は商業銀行もおこなうことができ、投資銀行であるマーチャントバンクによる寡占は問題とならなかった。むしろ大手商業銀行による当座預金業務を中心とした寡占を、クルックシャンク・レポート（2000年）が問題視したのであった⁶⁾。アメリカでは、投資銀行に寡占化された業務に対して、そこに風穴を開けようと、大手商業銀行グループが自らの寡占業務である貸付を主たる商品として、抱き合わせ取引をおこなった。一方、イギリスでは、競合している家計向けローン（とその保険）に対して、競争を有利に進めようと、大手商業銀行グループが自らの寡占業務である当座預金を主たる商品として、抱き合わせ取引をおこなった。伝統と格式を重んじるイギリスと創造と変革を志向するアメリカの国民性の違いがここにも表れたのである。

<引用・参考文献>

- 掛下達郎〔2016a〕、『アメリカ大手銀行グループの業務展開：OTDモデルの形成過程を中心に』日本経済評論社
- 掛下達郎〔2016b〕、「現代の金融業」川波洋一・上川孝夫編『現代金融論（新版）』有斐閣ブックス、122-141頁

6) クルックシャンク・レポートは銀行のブームの流れに背いて静かな墓場行きとなったという。Martin〔2013〕, p. 116. (訳、147頁) 掛下〔2016a〕、第5章第3節。

- 掛下達郎〔2017〕、「イギリス四大銀行グループの収益構造」公益財団法人 日本証券経済研究所『証券レビュー』第57巻第5号、87-102頁
- Arcand, J-L, Berkes, E and Panizza, U〔2015〕, “Too much finance?” *Journal of Economic Growth*,〔2015〕, Vol. 20, Issue 2, June, pp. 105-148
- Association for Financial Professionals〔2000〕, *Financial Industry Consolidation Survey*
- Association for Financial Professionals〔2004〕, *2004 Credit Access Survey*
- Centre for European Policy Studies and Van Dijk Management Consultants〔2009〕, *Tying and Other Potentially Unfair Commercial Practices in the Retail Financial Service Sector, Final Report*, Submitted to the European Commission
- Cruikshank, D〔2000〕, *Competition in UK Banking: A Report to the Chancellor of the Exchequer*, Stationery Office Books（古川顕監訳『21世紀銀行業の競争：クルックシャンク・レポート』東洋経済新報社、2000年）
- Deloitte Center for Financial Services〔2013〕, *Kicking It Up a Notch: Taking Retail Bank Cross-selling to the Next Level*, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/financial-services/us-kickingitupanotch-092614.pdf>
- Friedman, B〔1980〕, “Postwar changes in the American financial markets,” in M. Feldstein, ed., *The American Economy in Transition*, Chapter 1, University of Chicago Press 宮崎勇監訳『戦後アメリカ経済論：変貌と再生への途』日本経済新聞社、1984年）
- Kindleberger, C〔1978〕, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Basic Books（吉野俊彦・八木甫訳『金融恐慌は再来するか：くり返す崩壊の歴史』上、東洋経済新報社、1980年）
- Minsky, H〔1974〕, “The modeling of financial instability: An introduction,” in *Modelling and Simulation*, Vol. 5, Proceedings of the Fifth Annual Pittsburgh Conference, Instruments Society of America, April, pp. 267-72
- Mukunda, G〔2014〕, “The price of Wall Street’s power,” *Harvard Business Review*, June, pp. 70-78（辻仁子訳「社会の不均衡を是正する4つの方策「ウォール街資本主義」の歪みを正す」『Diamond ハーバード・ビジネス・レビュー』2014年12月、90-103頁）
- Philippon, T〔2015〕, “Has the US finance industry become less efficient? On the theory and measurement of financial intermediation,” *American Economic Review*, Vol. 105, No. 4, April, pp. 1408-38

- Rajan, R. G. [2005], “Has financial development made the world riskier?” Proceedings of the 2005 Jackson Hole Conference organized by the Kansas City Fed, February, pp. 313-69
- Roberts, R and Kynaston, D [2015], *The Lion Wakes: A Modern History of HSBC*, Profile Books
- Tobin, J [1984], “On the efficiency of the financial system,” *Lloyds Bank Review*, 153, July, pp. 1-15
- UK Office of Fair Trading [2010], *Review of Barriers to Entry, Expansion and Exit in Retail Banking*, OFT1282, http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20140402142426/http://www.oft.gov.uk/shared_of/personal-current-accounts/of1282

【予定討論者への報告者の回答】

1. 神野氏の「報告の趣旨について」への回答

アメリカの大手銀行グループの特徴は①投資銀行業務にあり、一方イギリスの大手銀行グループの特徴は②リテールバンキングにある。その違いは両者の③抱き合わせ取引にも端的に表れている。こうした違いは今まで明示的に語られることは少なくかつ両国のマーケットの競争状態に即した英米金融システムの違いは重要な研究テーマだと思われる。

2. 山村氏の「企業・家計向けローンと経済成長について」への回答

先進国では、企業向けローンに対して相対的に家計向けローンが発達しており、長期停滞とも重なり、家計向けローンが経済成長の推進力となることは少なくなった。企業向けローンと家計向けローンがバランスよく発達すれば、両者が経済成長の推進力となると考えている。

【一般討論】

○代田純氏（駒澤大学）、川波洋一氏（下関市立大学）、前田淳氏（北九州市立大学）
「金融化、長期停滞について」

<回答>

この問題に対しては、少なくとも古典的な景気循環、スタグフレーションを経た新自由主義、サブプライム期以降を考慮する必要があると考えている。景気循環が長期化するにつれて過剰生産の問題が深刻化し、それに対して消費拡大のために家

計向けローン等が発達してきた。このメカニズムを掘り下げて理解することが重要だと思われる。

○星野郁氏（立命館大学）

「EU における資本市場同盟あるいは投資銀行業務の可能性について」

<回答>

アメリカほど現代的な投資銀行業務が発達した国はないが、EU 独自の同盟あるいは業務展開を模索することも必要だと思われる。その可能性の1つに EU 各国特有の抱き合わせ取引があると考えている。

○山口博教氏（北星学園大学）

「英米の抱き合わせ取引について」

<回答>

英米の抱き合わせ取引は、それぞれ固有の性格が強く、サブプライム危機後も基本的に違いはないと考えている。

○足立一夫氏（元三菱 UFJ 信託銀行）

「デフレ下の住宅ローンの可能性について」

<回答>

アメリカでは住宅ローンはインフレ時代の金融商品であったが、日英ではデフレ下も経験しており、これを参考にしたい。

日本経済の金融化と金融業の未来

中野 瑞彦

(桃山学院大学)

1. 金融化の定義

金融化とは何か。その定義は必ずしも定まっていないが、金融取引が企業・家計の経済活動に広範囲に関わり、その過程の中で金融資産の規模や金融取引の額が実物経済に比べ飛躍的に増大した状態、並びにこれまで相対取引の中に留まっていたものが、金融商品に加工され市場で取引されるようになった状態を指すのだろうと筆者は考えている。後者に関連する金融革新について、ボワイエは以下のように述べている。「その昔、金融イノベーションの大部分は、実物領域の経済活動を促進する機能を持っていた。具体的には、投資資金の調達、企業の資金繰り、耐久財の購入、住宅の取得、公債のファイナンス—中略—これに対してファイナンス理論の発展によって現れたのは、一連の膨大で純粋な金融イノベーションである。これらのイノベーションは金融活動それ自体を促進することしか目指していないという意味で、純粋である。」(ボワイエ、2011、24 ページ)

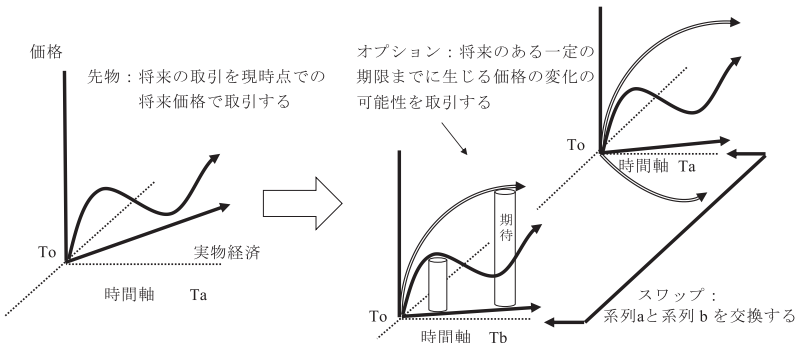
報告者はこうした観点を踏まえ、金融化とは、実物経済を時間的・空間的に拡張したものと捉えている。かつて金融取引は実物取引に付随するものでしかなかった。これが先物の登場により、金融取引は時間的に将来方向へ拡張されるようになった(図1-1)。先物価格は資本還元によって決定されるが、還元に際し使用される割引率は将来の成長率やインフレ率な

ど不確定要素によって変動するため、その影響を受けて期待が変化し、先物価格も変動する。これに加えて、1970年代の金融革新により、オプション、スワップなどのデリバティブ取引が発達した(図1-2)。オプションは先物を空間的に増幅する効果があり、スワップは同種ないし全く脈絡のない異種との取引を関連づける効果がある。後者の典型は、シンセティックCDSであろう。これは実体取引からかけ離れた賭博行為に過ぎない¹。

金融化の特徴は、将来の期待を容易に現時点に引き直すことができる点にある。実物経済が高成長から低成長に移行する状況下で、金融に関する規制緩和や自由化が進められて期待はむしろ増幅されるようになった。重要なことは、こうした金融取引を支えている期待という「柱」が、将来の生産活動すなわち労働が生み出すであろうと想定した価値だという点である。例えば、住宅ローンの組成も将来の所得からの返済を前提にしている。

図1-1. 先物取引のみの金融化

図1-2. デリバティブ取引による金融化



(筆者作成)

1 筆者の知るところでは、1990年代後半に外資系金融機関が機関投資家にCDSを売り込んだ。これを購入したある機関投資家は、1997年12月の東食(株)の破綻により一度の取引で10億円程度の損失を余儀なくされた。

この将来の生産活動に対する期待が何等かの事情によって収縮すれば、将来の価格を支えていた期待が一気に失われ、将来価格は暴落する。実物経済が標準的な成長率で推移していればそれに即して相応の期待が形成されるが、バブル経済期のように何らかの要因により根拠のないままに期待が大幅に引き上げられると、それに連れて上昇した価格は脆弱なものとなる。その後、価格を支える柱である実物経済の将来への期待が崩壊するとともに価格は暴落し、金融危機が発生する。

2. 日本経済の金融化の状況

金融化の計測については様々な議論がある。民間非金融機関や家計の金融資産が顕著に増加している点は、先行研究でも明らかにされてきた。例えば、小西は資本金 10 億円以上の企業の有形固定資産、金融総資産、貨幣資本総計の推移を示した上で、1998 年以降は有形固定資産と負債の増加が一服する一方で、金融総資産の増大が顕著になっていること、その背景に現実資本の蓄積の停滞と貨幣資本の蓄積があることを指摘している（小西、2014、212-215 ページ）。この結果、金融総資産に現金・預金を加えた貨幣資本総計は金融総資産とほぼ平行に増加している。

これに対し、本報告では金融化を経済セクターの金融債務面から測定する。その理由は、金融資産額が市場価格の変動により変化すること、金融債権の裏側には金融債務があり債務のチャンネルの多様化が金融化の推進力でもあるからである。経済セクターのうち、民間企業（民間非金融機関）、家計、一般政府の債務残高合計について対名目 GDP 比の推移を見ると（表 1）、1980 年度には略 180%であったが、バブル経済期に上昇し、1990 年度には略 250%に達した。この 10 年間に名目 GDP は 1.8 倍となったが、債務残高は民間企業が 2.6 倍、家計が 2.7 倍、政府が 2.2 倍であり、軒並み 2 倍を超える膨張を示した。この背景にバブル経済があるのは周知の通

りである。ところが、1990年度から2000年度にかけて名目GDPが1.2倍となる中で、債務残高は民間企業が0.9倍と減少したのに対し、家計は1.3倍、政府は2.6倍となった。更に、2010年度にかけては、名目GDPが0.9倍と減少する中で、民間企業、家計ともに債務残高が減少したのに対し、政府のみ債務残高が増加した。一口に金融化といっても、その担い手は経済状況に応じて変化している。一般的には、民間企業や家計は経済状況に応じて債務額を調整するのに対し、政府はショック・アブゾーバーとして反対の動きを取る。しかし、日本の場合には景気対策を公共投資に過度に依存するという財政政策上の体質により、政府債務は恒常的に増加してきた。特筆すべきは、1980年度から2016年度の36年間に、名目GDPが2.2倍へと増加する中で、債務残高は民間企業が2.1倍、家計が2.8倍であったのに対し、政府は10.0倍へと激増した点である。このような変化は、金融化の中身にも大きな影響を与えると考えられるべきであろう。なお、企業債務に株式発行額を加えた場合には、2016年度は1980年度の4.0倍と倍加するが、それでも政府債務の増加ペースの半分にも達してい

表1. 経済セクター別の金融債務残高の対GDP比と増加ペース
(10年前比、倍)の推移

年度	GDP比 (%)	GDP	民間企業 除く株式	家計	政府
1980	180.1	248.4兆円	220.6兆円	106.0兆円	120.4兆円
1990	249.1	1.8倍	2.6倍	2.7倍	2.2倍
2000	294.7	1.2	0.9	1.3	2.6
2010	344.1	0.9	0.8	0.8	1.4
2016	368.5	1.1	1.1	1.0	1.2
1980年度比	—	2.2	2.1	2.8	10.0

(注) 2016年度の増加ペースは2010年度比。
(資料) 日本銀行「資金循環勘定」各年度より作成。

ない。

次に、経済セクター別に年間の増減額（フロー）を見ると、主役の交代はより明瞭である。バブル経済期には民間企業が主役であったが、1990年代以降は明らかに一般政府と家計が債務を積み上げていった。この間、金融機関は企業貸出を抑制し、代わりに国債投資に傾斜した。しかし、積みあがる政府債務残高は、当てにならない将来の税金を先取りしたものにすぎない。それでも2006年度から2008年度にかけては政府の増加ペースも緩やかとなった。ところが、リーマン・ショック後の2009年度以降には再び政府債務の増加が目立っている。この国債を最終的に引き受けているのは、言うまでもなく近年では日銀である。ここに至って金融化のプロセスは、政府が日銀に利払いをし、これを日銀が国庫納付金で国に納めるという、公的セクターの自己完結の様相を呈している。その過程で手数料稼ぎや鞘取りなど、半ば不要である費用が金融部門の収益となっている。

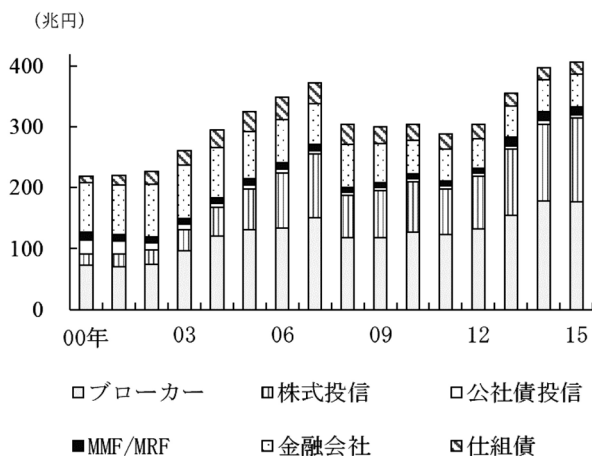
重要な点は、異次元金融緩和政策の導入以降、周知の通り日銀が国債の最終保有者として政府の金融化を推進する役割を担っている点である。日銀が引き受けるというのは金融政策上の一時的な方策であるとの見方もできるが、国債残高が積み上がる中で評価損リスクが高まっており、今さら市中銀行が国債を引き受けることは考えにくい。この結果、日銀・政府のタッグは、金利を中心とする金融の市場機能を歪めるとともに、金融機関の収益力を著しく減退させ、日本の金融化を異質なものとしているのである。

次に、金融化の質について検討する。日本ではバブルの発生の原因は銀行貸出の膨張であり、資産価格の上昇も株価や地価の上昇であり、金融化の質という点では単純なものに過ぎなかった。その後は、金融制度の自由化や金融商品の開発により、日本の金融化にも質的な変化が見出せる。まず、株式市場の売買高の推移を見ると、1990年代以降、株価との相関が低いまま売買高が急増している。これは周知の通り、インターネット経由

の取引活発化と、手数料引き下げを反映したものである。また、銀行以外の金融チャネルであるシャドウ・バンキングの取引残高も、2000年以降に急増してリーマン・ショック前には372兆円と銀行貸出残高を大きく超えた(図2)。直近の2017年3月末には407兆円と再びリーマン・ショック以前を上回る水準に戻っており、シャドウ・バンキングによる取引が活性化していることを窺わせる。しかし、これらをもってして日本でも金融化が質的に「進化」しているとは言い難い。その理由は、売買高や残高が増えこそすれ、リスク・テイクの度合いが限られているからである。例えば、売買高が増えても株価を押し上げなかったし、シャドウ・バンキングの主たる担い手は、英国と同じくディーラーやブローカーであり、米国やユーロ圏とは異なった様相となっている²⁾。

企業の金融化について、例えばトヨタ自動車の状況を見てみたい。トヨ

図2. シャドウ・バンキング市場規模の推移



(資料) 日本銀行データに基づいて作成。

2 日本銀行の分析によれば、米国やユーロ圏では、投資ファンドがシャドウ・バンキングの占める割合が高い(日本銀行、2015、4ページ)。

タは2000年代に急速に業況を拡大した。2002年3月期の現預金0.7兆円（連結ベース、以下同じ）、有価証券1.6兆円、投資その他資産4.0兆円、計6.3兆円（金融債権を除く）、これに対し有形固定資産は5.4兆円であった。その後、金融資産、固定資産ともに増加し、直近の2017年3月期には現預金4.1兆円、有価証券1.8兆円、長期投資有価証券で7.7兆円、計13.6兆円と倍増した。有形固定資産もほぼ倍増し10.2兆円となったが、金融資産が有形固定資産を上回る構造が定着している。一方、金融資産を原資とする金融収益（受取利息、受取配当金、為替差益等の純額）は、低金利下での運用のために略2千億円であり、税引前利益の略9%にとどまっている。こうした金融資産と金融収益の関係を金融化の観点からどう捉えるべきか判断が難しいが、金融化がかなりの速さで進んでいると言い切れる状況ではない。

他方で企業の金融化を鮮明に表しているのが、M&Aによる事業の取得である。株式交換や債券発行を機動的に駆使し、事業や企業をあたかも金融商品のごとくに売買する手法は、現代資本主義社会の一つの特徴である。この代表例がソフトバンクである。ソフトバンクは数十社余りに投資し、買収・売却を繰り返すことで事業規模を拡大してきた。1999年の初期投資額110億ドルが2017年5月には1千750億ドルと15倍に増加した³。過去18年間の内部投資収益率は、年平均44%となっており、同期間の預金金利や株式投資利回りと比較しても格段の収益率を誇っている。この意味において、ソフトバンクは、IT関連事業への投資会社といっても良い。ただ、こうした企業はまだ一部に限られている。JTやサントリー、日本電産などが企業買収を積極的に進めているが、これらは本業強化の側面があり、企業の買収・売却を業としているわけではない。

このように見てくると、日本の金融化の現状は金融化の先進国である米

3 ソフトバンク株式会社プレゼン資料「SoftBank World 2017」による。

国とは、規模的にも質的にも異なっている。例えば、金融化の担い手である。米国では債務証券残高は2005年末の26.4兆ドルから2015年末の40.0兆ドルに51.5%増加した。リーマン・ショック直前には不動産担保証券の発行が高まったが、リーマン・ショック後は、公債（国債、連邦機関債、地方債）の新規発行高が増加する一方で民間債の発行が低調に推移したため、その割合は低下した。しかし、それでも2015年時点で民間の割合が5割を超えており、債務証券市場において民間がなお主流であることを物語っている。

3. 資本主義の行き詰まりと金融化

日本の金融化は、日本の資本主義経済の行き詰まりとどのように関係しているのだろうか。高田によれば、W. ロビンソンは1980年代以降に進展した多国籍企業主導のグローバル化は、その後の資本主義に以下の四つの質的变化を惹き起こしたと主張している。第一は、真に超国家的な資本（巨大多国籍企業）の台頭である。第二は、超国家的な資本階級の構成である。第三は、IMF、WTO、EUに代表される超国家的な国際機関（TNS）の台頭である。第四は、グローバルなレベルでの社会的・階級的な不平等、覇権—従属、搾取関係が拡大していることである（高田、2017、17-28ページ）。こうした傾向は、先進資本主義国の経済成長の行き詰まりを打開せんと資本が捻りだした新たな仕組みであり、日本もその例外ではない。

ボワイエは資本論第三巻の一部を引用しつつ、「危機に至る典型的連鎖は不変である—サブプライム危機も然り」とした上で、「マルクスの直観に見るように、大危機は資本主義の歴史における根本的に重要な出来事である」と述べている（ボワイエ、2011、98-102ページ）。つまり、リーマン・ショックに代表される金融危機あるいは金融の膨張とその崩壊は、プレーヤーこそ変われども資本主義に組み込まれた必然的な過程であって、

金融化もその過程で生じている一つの現象と捉えるべきであろう。また、ボワイエはケインズの『一般理論』を引用した上で、「ケインズの分析は、それとは反対に『厚みがある流動的な金融市場』を追求していくと投機が促進される、というものである。金融手段の洗練化—それにより投機の媒体が増える—が進むにつれて、投機はますます活発になるということである。」(ibid、105 ページ) と述べ、金融手段の質的・量的拡大が金融投機の引き金になることを指摘している。

この考え方は、ミンスキーに継承された。ミンスキーの主張したポンツィ・ゲーム(ミンスキー・モーメント)は、金融化とどのように関係づけられるであろうか。第一は、過剰資本によって市場金利が低下し(供給価格の低下)、貸出金利がリスクに見合わない水準にまで低下することである。第二は、複数のモーメントが連鎖することであり、ボワイエは「ここに、景気循環が金融システム全体の安定性の喪失をもたらす可能性が開かれる。これは、こうした行動が経済活動のほぼ全体に広まり、またデリバティブ商品の複雑性が増すことによって、全アクター間で前例のない相互依存作用が作り出されたからである」(ibid、113 ページ) と述べている。ミンスキーは、金融危機は以下の三条件が整った時に発生すると指摘した。第一に大幅な金融緩和、第二に金融に関する規制緩和、第三に金融技術の革新である。この三条件は確かに日本の金融危機、米国のサブプライム危機に当てはまる。ただし、1970年代以降に米国が中心となって進めた金融自由化は、低成長を打開せんと先進資本主義各国の産業資本が進めたというよりは、規制のくびきから解放されんと金融資本が独自の収益追求のために求めたものであり、その結果として金融化が進んだのである。勿論、金融化が産業資本にとって資するところはあったが、金融化が決定的に産業資本の収益性を高めたわけではない。日本に限って言えば、金融化が進んでも実物経済の低成長問題は解決されていない。その意味で、金融化は実体経済の行き詰まりを解消するものではない。既述したように、金融化

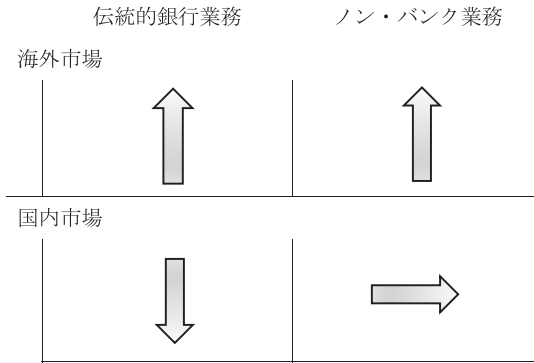
を支える将来の期待は、実体経済に対する将来の期待に依存しているため、金融化の程度は、一時的に上下に振れることはあっても最終的には実物経済の状況に依存せざるをえないのである。

4. 日本の金融業の未来

一国の金融化の動向並びに程度は、その国の経済動向に依存している。日本経済は既に成熟化して供給超過の様を呈しており、これが現在のディスインフレーションやデフレーションに表れている。更に先行きを考えれば、経済規模の縮小は不可避であり、その主たる要因は人口減少である。大幅な移民の受け入れなどがない限り、総人口は2010年の1億2千800万人が2060年には8千800万人へと約40%減少、労働力人口は8千200万人から4千400万人へと約50%減少する。この結果、現在の人口（約130百万人）を前提とした住宅・不動産市場、道路・交通システム、その他経済インフラは大きな影響を受け、供給過剰となる。

こうした中で、日本の金融業にどのような未来が描けるだろうか。日本では依然として銀行への依存度が高いだけに、日本の金融化の将来像は銀行を中心とした金融機関の動向にかかっている。しかし、Nakanoによれば今やその銀行が市場の縮小に苦しんでおり、図3に示すように伝統的な銀行ビジネスはもはや成長が期待できない状況である（Nakano, 2016、159 ページ）。ノン・バンクや証券ビジネスも暫くは成長するが、その後は天井に達する。メガ・バンクは既に国内市場の限界を察知し、海外ビジネスを規模と収益拡大の柱としている。メガ・バンクの海外向け貸出残高（銀行・信託銀行単体ベースの合計、海外オフショア勘定を含む）は、2011年3月末の26.4兆円から2016年3月末の65.8兆円へと5年間に39.4兆円、約150%増加した。この間の国内向け貸出（除くオフショア勘定）は、169.1兆円から178.1兆円とわずか9兆円、約5%の増加にとど

図3. 邦銀にとっての今後の経営の方向性



(資料) Nakano (2016)

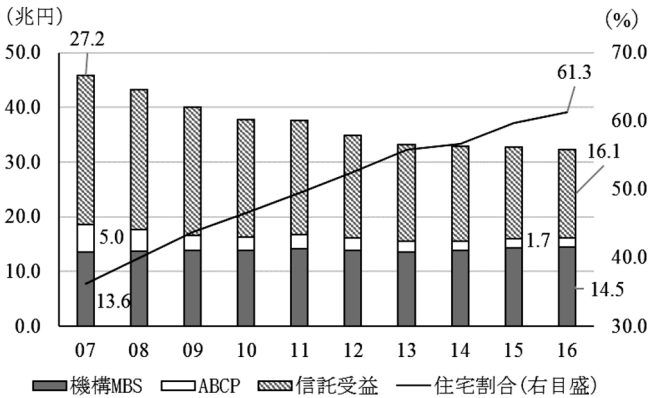
まっている。さらにメガ・バンクはアジアを中心に子会社を使って海外展開を進め、グループ全体での貸出残高を増やしている。その最たる例は三菱UFJフィナンシャル・グループ（以下、MUFG）で、銀行本体の海外向け貸出残高は2011年3月末の13.2兆円から2016年3月末の29.5兆円へと約120%増加したのに対し、海外子会社の貸出合計額は同時期に5.1兆円から15.7兆円へと約200%増加し、残高自体も本体の略2分の1に迫っている。ちなみにMUFGの銀行本体の国内貸出は同時期に63.8兆円から72.5兆円へと約14%の増加にとどまっている。しかし、海外市場での業務拡大はリスクを高めることになり、そのリスクを最終的に誰が負担するのかという本質的な課題を抱えている。

一方、地銀や第二地銀は再編・統合による整理が不可欠であり、ここ数年でその動きが加速している。しかし、地域経済が疲弊する中では統合・合併は対処療法にすぎない。地銀の将来は地域経済の再生度合にかかっているが、その前途は険しい。協同組織金融機関も抜本的な再編を余儀なくされる。ソニー銀行やイオン銀行など異業種からの銀行業への参入によりリテール金融業はチャンネルが多様化している。更にゆうちょ銀行が参入す

れば、縮小するリテール・ファイナンス市場での競争は激化し、小規模金融機関は淘汰を余儀なくされる。金融機関のこうした変化は、将来の日本の金融化の姿を変えるかもしれない。

そうは言っても、資本市場は中小企業にとって主たる資金調達の間となりにえない。その理由は、後述するように日本ではハイ・リスクの取り手が限られているからだ。証券化商品の残高推移を見ても、リーマン・ショック以降は一貫して減少している（図4）。また、大半が住宅支援機構の発行するMBS（住宅債務証券）であり、このことは日本の証券化市場におけるリスク引き受け許容度を反映している。他方、シャドウ・バンキングも規模こそ拡大するだろうが、リスク引受の程度は限られる。その理由は、日本ではブローカーや投資信託が主流であり、ハイ・リスク・テイクの割合は小さいからである。クラウド・ファンディングも同様に、小口・リスク分散の手法としてのニッチにとどまる。日本においてシャドウ・バンキングが真に金融化の一端を担うためには、米国のようにハイ・リスク・テイカーが必要であるが、その実現は容易ではない。

図4. 証券化商品の残高推移



(資料) 日本銀行データに基づいて作成。

日本の金融化の進展が米国に比較して「遅い」のは、金融市場が規制対象である銀行を中心に回っていること、実物経済の持続的縮小が予見され、価格の上振れ期待が乏しいためであろう。金融化が資本主義の必然的な経路として組み込まれているとはいえ、資本主義の在りかたは各国の形成過程に依存している。一国の金融化の状況は、その国の実物経済の状況と諸制度によって規定される。その意味では、日本の金融化は米国のように進まない。ただし、一部には預金保険でリスクを回避しながら投機的業務に走るような金融機関が存在しているのも事実である⁴。しかし、金融市場は当局のコントロールに影響を受ける。この点で、金融当局がバブル期のような銀行行動を容認、いやむしろ推奨しない限り、1990年代終盤のような大規模な金融危機は発生しがたい。

先進資本主義国の経済を俯瞰すると、恰も金融が経済を主導しているかのように見受けられるし、そうした面がないわけではないが、最終的に金融債務の支払いに充当されるのは、実物経済が生み出す価値でしかなく、その意味で金融化は実物経済の支配を受ける。日本の資本主義経済は、現行のままでは残念ながら将来的に高い経済成長が期待できない以上、金融化の程度は部分的な凹凸はあるにしても、コントロール可能な範囲に留まる。むしろ、現行制度を前提にすれば、日本の資本主義の矛盾は、富の偏在による格差の拡大と政府債務の際限なき増大という形で累積し、実物経済の世界で破滅的な解消を余儀なくされるだろう。

4 例えば、高知信用金庫の2017年3月期末の預貸率は8.6%、預証率は79.7%である。貸出金のうち事業者向け貸出は略2割に過ぎない。

【参考文献】

Nakano, M. *Financial Crisis and Bank Management in Japan: 1997–2016*,
Macmillan Palgrave, Dec. 2016

小西一雄『資本主義の成熟と転換』、桜井書店、2014年6月

高田太久吉『マルクス経済学と金融化』、新日本出版社、2015年3月

高田太久吉「グローバル資本主義の矛盾とトランプ政権」『経済』、No. 263、2017
年8月

日本銀行「シャドーバンキングの現状」『日銀レビュー 2015-J-10』、2015年7月
ボワイエ. R『金融資本主義の崩壊』藤原書店、2011年5月

コメントへのリプライ

1. 報告者は、日本の金融化が異質だと言っているわけではないし、あるいは遅れていると言っているわけではない。金融はあくまでも実物経済をベースとしたものである以上、実物経済の在り方に規定される。日本はアメリカと同じく資本主義国であり、その意味では日本の資本主義も資本による労働からの搾取という資本主義の本質から免れることはできないが、その現れ方は歴史的経緯や社会的背景によって大いに異なる。金融化の現れ方もその一つである。今回報告した「日本の金融化」は、現在の日本経済に基づいた金融化の現状と展望であり、そこには米国のような金融化の進展が見られるわけではないことを指摘している。
2. 日本経済の金融化現象を非金融部門の債務に注目して観察すると、本日報告した通り、日本では1990年代以降に政府部門が新規債務の大半を占め、名目GDPに比較して著しく増大していることがわかる。民間企業部門や家計部門はおおむね名目GDPと比例的に増減した。つまり、日本の債務市場においては、一種のクラウドディング・アウトが発生していたのである。コメンテーターは、超低金利政策やマイナス金利政策は欧米でも同様であると指摘したが、それはリーマン・ショック以降現在までの約9年の状況であるのに対し、日本の低金利政策はバブル崩壊以降現在まで約27年の状況である。このように経済的背景が決定的に異なる。

一般討論への回答

1. J・G・Gurley と E・S・Shaw の金融構造論の議論と、今日の金融化の質的な違いは、今日では非金融部門の債権・債務が増大していることである。とりわけ、デリバティブや証券化などの金融技術の発展によって、金融取引が時間的・空間

的に増大し、債権・債務が膨れ上がっている。これは同時に、何らかの金融ショックがあれば、非金融部門の金融取引が大きく毀損することを意味している。

2. 金融化をもたらす最も重要な要因は、金融制度の設計とその規制緩和だと考えている。住宅ローン制度がなければ住宅購入に伴う金融化は発生しないし、証券化が認可されていなければ貸付債権が分割されて市場で取引されることもなかった。現代資本主義の行き詰まりは、その解決策の一つとして金融に突破口を見出したが、これを実現するためには、金融制度の規制を緩和したり、新たな取引を制度化したりしなくてはならなかった。つまり、相対取引を市場取引に拡大して、リスク・テイクの参加者を増やすことが必要であった。
3. 実物経済と乖離して金融化が進むメカニズムはないと考えている。金融化が進むためには、一定の金融資本の蓄積それも各経済部門が相当の蓄積を保有することと、発達した金融制度と金融市場とが必要である。こうした条件が整備されるためには、実物経済が高度に発達していなければならない。実物経済が未発展の国においては、特定の希少資源が発見されて、一時的な投機現象を招くことはありえるが、それは現代の資本主義経済のように、経済システムに組み込まれた金融化とは言えないだろう。
4. 最近の地銀統合の動きや、地域金融機関の再編は経済状況の変化に則するものであり、支持する。そもそも日本では金融が過剰になっており、供給サイドの再編は必至である。地域経済にとっては、どの域金融機関がどのような形態で生き残るかは、あまり重要な問題ではない。肝心なことは、地域において一定の金融サービスが確保されることである。それこそ IT 技術の進展により従来の金融サービスの多くをロボット機能で代替できるようになれば、金融機関がどんな形であるかはほとんど意味をなさないだろう。
5. フィンテックが金融化に与える影響は二つに分けて考えている。第一は、従来の金融システムを簡素化し、迅速化するものである。ビットコインなどの仮想通貨は、現時点ではこれに該当する。第二は、信用を拡大する機能を伴うものである。ICO (Initial Coin Offering) はこれにあたる。こちらは金融化の促進という点で大きな影響を与える可能性が高い。

部会活動報告

[北海道部会]

日 時 2018年3月3日 14時～17時
場 所 北星学園大学第2研究棟 第3研究室
報 告 者 ①濱田康行（北海道大学名誉教授）
論 題 『地方創生論に見る「まち、ひと、しごと」』
報 告 者 ②山口博教（北星学園大学）
論 題 『書評：U. Novak/A. Kerner, “Die Akte Deutsche Bank”』

以上 証券経済学会北海道部会と共同開催

[関東部会]

日 時 2018年1月20日（土）
場 所 拓殖大学茗荷谷キャンパス
報 告 者 小倉将志郎（駒澤大学）
論 題 「米国非金融企業の金融化の実態
—M&A活動と会計手法に焦点をあてて—」

[関西部会]

日 時 2018年3月31日（土）13:30-17:00
場 所 大阪市立大学商学部2F会議室
報 告 者 ①北野友士氏（桃山学院大学）
論 題 「ポスト Brexit のシティと EU 金融市場」
報 告 者 ②岩見昭三氏（奈良産業大学（名誉））
論 題 「ユーロ発足後の ECB の金融政策
—『バブル』膨張と景気回復効果に関連して—」

[西日本部会]

日 時 2018年2月17日(土)14時～
場 所 西南学院大学 西南コミュニティセンター1階多目的室
報 告 者 ①西田顕生氏(西南学院大学商学部)
論 題 「転換期の地域金融」
討 論 者 高山浩二氏(九州産業大学商学部)
報 告 者 ②神野光指郎氏(福岡大学商学部)
論 題 「アメリカにおける投資銀行業務と資本市場の変貌」
討 論 者 掛下達郎氏(松山大学経済学部)

学会事務局報告

春季大会は、2017年5月29日（月）に拓殖大学の文京キャンパスで開催されました。拓殖大学の前身・台湾協会学校は1900年に創立されたそうです。会場はE館「後藤新平 新渡戸稲造 記念講堂」でした。会場入口には、後藤新平と新渡戸稲造の銅像が据えられ、入場する際には図らずもお二人とアイコンタクトすることになりました。同講堂は、2015年に建てられたもので、重厚な扉を開けて中に入ると、木目調で上品なクリーム色の壁が目に入り、白いテーブルとよくマッチしていて、大変落ち着いた気持ちで大会に集中することができました。

大会テーマは「マルクス信用論と現代—『資本論』刊行150周年」で、57名の参加を得て、エンゲルスの編集による理論も含めて、マルクス信用論の現代における意義は何かなどについて、活発な報告と討論が行われました。会員総会では、『信用理論研究』第12号に収められている写真を上映しました。なつかしい大先輩の皆さんが写っており、会場からはどよめきが起きていました。その中には、1975年に拓殖大学で開催されたときの集合写真もありました。

懇親会は、大会会場と同じ建物の9階で開かれました。東京スカイツリーを窓から見ることができる、眺めの良い会場でした。柴垣和夫先生の乾杯のご発声の後、思い思いの話し合いが和やかに続きました。留学生による本格的な民族楽器の演奏をBGMにしつつ、料理とお酒を楽しむことができました。

秋季大会は、10月2日（月）に鹿児島県の「マリンパレスかごしま」で開催されました。今回初めて、開催大学がなく、西日本部会からの担当者として、掛下達郎先生、近廣昌志先生に準備・運営していただきました。結婚式会場として使われている美しい施設で、清げな空気が肌にしみ込ん

でくるような、不思議な雰囲気が漂っていました。4階の会場「カトレア」からは波静かな錦江湾と雄大な桜島を眺めることができました。参加者は21名で、「世界金融危機後の金融化の進展と課題」のテーマのもと、熱心で活発な報告と討論が行われました。

懇親会は、同会場のレストランで椅子に座ってのビュッフェ形式でした。平岡賢司先生の乾杯のご発生の後、鹿児島島の郷土料理「鶏飯（けいはん）」などを堪能しました。

両大会にご登壇いただいた皆様、開催校・開催ご担当の皆さま、大変お疲れ様でした。ありがとうございました。

会員著書・論文目録（2017年）

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行月
掛下 達郎	イギリス四大銀行グループの収益構造	公益財団法人 日本証券経済研究所『証券レビュー』第57巻第5号	5月
金井 雄一	「銀行券が預金されたのか、預金が銀行券を生んだのか—初期のイングランド銀行券が示す外生的貨幣供給論の非現実性—」	『歴史と経済』第237号	10月
川本 明人	「書評：平岡賢司著『再建金本位制と国際金融体制』」	『修道商学』、第58巻第1号	9月
神崎 稔章	「多地域への影響を考慮した熊本地震の越境性測定と復興のための金融措置」（岡本隼輔氏との共著）	『尾道市立大学経済情報論集』, Vol. 17, No. 1, 41-55頁.	6月
	「1980年代アメリカ金融市場の様相—1970年代後半から1980年代前半を中心に—(1)」	『尾道市立大学経済情報論集』, Vol. 17, No. 2, 137-158頁.	12月
	「自然災害に対応するARTの発展と課題(1)」	『尾道市立大学経済情報論集』, Vol. 17, No. 2, 159-171頁.	12月
木村 秀史	「新興国の複合危機」	牧野裕・紺井博則・上川孝夫編著『複合危機—ゆるるグローバル経済—』日本経済評論社	12月
紺井 博則	「現代の金融危機と経済危機」	(牧野裕・紺井博則・上川孝夫編著『複合危機—ゆるるグローバル経済—』、第1章所収) 日本経済評論社	12月
	「中国の複合危機と人民元国際化」	(同上編著、第7章所収)	同上
建部 正義	ロバート・B・ライシュ『SAVING CAPITALISM—最後の資本主義—』を読む	『商学論纂』第59巻第1・2号、中央大学商学研究会	9月
西尾圭一郎	「インド進出邦銀の業務展開」	佐藤隆広編『インドの産業発展と日系企業』、pp. 159-218、神戸大学経済経営研究所	3月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行月
濱田 康行	「人口減少社会のまち、ひと、しごとー地方創生の新たな方向と中小企業ー」(金子勇氏と共著)	一般財団法人 商工総合研究所「商工金融」2017年6月号	6月
	「地方創生にみる『まち、ひと、しごと』」(金子勇氏と共著)	経済学研究(北海道大学)第67巻 第2号	12月
福光 寛	中国の経済学者 馬寅初(マー・インチュ 1882-1982)について	成城大学社会イノベーション研究 第12巻 第1号	2月
	中国経済学の父 孫治方(スン・イエファン 1908-1983)について	成城大学経済研究第217号	7月
	農業政策で主張を堅持 鄧子恢(トン・ツーホイ 1896-1972)について	成城大学経済研究第218号	12月
堀内 健一	銀行資本の利潤率の傾向的低下	『経済学論集』(駒澤大学経済学会) 第48巻 第4号	17年3月
前田 直哉	高等学校家庭科における金利の役割	神戸松蔭女子学院大学教職支援センター年報第2号	8月
山口 博教	書評: Ulrich Novak/André Kerner 著, Professor Dr. Thomas Mayer/Thomas Fritz 寄稿 [2016] Die Akte Deutsche Bank: Geschichte, Skandale, Zukunft	証券経済研究、第99号	9月
山田 博文	「異次元金融緩和」と金融・財政問題の深刻化	『経済』(新日本出版社) NO. 257	2月
	現代の金融資本と金融寡頭制	『経済』(新日本出版社) NO. 266	11月
由里 宗之	「ドッド=フラン克福制定過程における米国コミュニティ銀行業界団体(ICBA)の対応 ーJ.Kingdonの『政策の窓』概念を中心とした政策過程論的検討」	『総合政策論叢(中京大学)』、第8巻	3月

信用理論研究 第37号

2019年5月発行

発行者	信用理論研究学会
発行所	信用理論研究学会
〒802-8577	北九州市小倉南区北方4-2-1 北九州市立大学経済学部 前田 淳研究室 TEL 093 (964) 4125
印刷所	株式会社 信利
〒545-0001	大阪市阿倍野区天王寺町北2-4-16 TEL 06 (6713) 1833
