

信用理論研究

第 31 号

2013 年 6 月

大会報告および討論

春期大会（埼玉大学）:

共通テーマ「世界史の現段階における金融・財政危機」

「利子率」革命と中産階級の危機

……………水野和夫（埼玉大学）

2000 年代における国際通貨ドルの内生的供給と世界的な

金融脆弱性

……………徳永潤二（和光大学）

欧州の金融・財政危機

……………岩田健治（九州大学）

秋期大会（福岡大学）:

共通テーマ「サブプライム危機と金融市場の混乱

—金融危機の今日的形態」

金融危機下のイギリス金融市場

……………築田 優（和歌山大学）

サブプライム危機下の米系大手金融機関

—彼らの収益構造は変化したのか？—

……………掛下達郎（松山大学）

リーマン・ショックと FRB ……………伊豆 久（久留米大学）

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「世界史の現段階における金融・財政危機」

「利子率革命」と中産階級の危機

……………水野和夫（埼玉大学）……………（ 1 ）

2000年代における国際通貨ドルの内生的供給と世界的な金融脆弱性

……………徳永潤二（和光大学）……………（15）

欧州の金融・財政危機 ……………岩田健治（九州大学）……………（25）

秋期大会共通テーマ「サブプライム危機と金融市場の混乱

—金融危機の今日的影響—

金融危機下のイギリス金融市場

……………築田 優（和歌山大学）……………（49）

サブプライム危機下の米系大手金融機関

—彼らの収益構造は変化したのか？—

……………掛下達郎（松山大学）……………（61）

リーマン・ショックとFRB……………伊豆 久（久留米大学）……………（79）

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

「利子率革命」と中産階級の危機

水野 和夫

(埼玉大学)

1. 過剰にいきつく「蒐集」

21世紀になって最初の年に先進国は9・11（米国同時多発テロ）、9・15（リーマン・ショック）、そして3・11（東日本大震災と東京電力福島第一原発事故）といった「想定外の事態」に次々と見舞われた。さらに、ギリシャの国家財政で粉飾決算¹が行われていたことが2009年末に発覚し、2010年以降ユーロゾブリン問題が世界経済の大きなリスク²となっている。9・11は1517年のローマ劫掠³に匹敵する事件であるから、500年ぶりの大事件ということになる。9・15はグリーンSPAN前FRB議場によれば、「100年に一度の金融危機」⁴だった。3・11は869年の貞観地震以来の大震災で、想定をはるかに超える大津波が東京電力福島第一原発を襲い、原

1 ギリシャの財政問題発生経緯については、内閣府 [2010] pp. 187-200 を参照のこと。

2 2011年11月16日、日銀の白川芳明総裁は「中でも最大のリスク要因は、欧州ソブリン問題の今後の展開だ」と記者会見で答えている。

3 1527年5月6日、ローマ劫掠の状況に関しては、アンドレ・シャステル [2006] の pp. 142-143 を参照のこと。

4 1907年10月、米ウォール街では新興の総合金融会社トラスト・カンパニーによる株式投機の失敗が引き金となって、金融パニックが起きた。

子力事故としては最悪のレベル7⁵となった。現段階ではその被害の大きさは確定できないが、日本史上で最悪の事故として記録されるであろう。

ユーロズプリン問題も含めて、これら一連の事故、事件は西欧がキリスト教誕生以来、有する「蒐集」(コレクション)の限界に達していることを示唆している。イギリスの美術史家ジョン・エルスナー [1998] が指摘するように「社会秩序それ自体が本質的に蒐集的なのであって、・・・(中略) 帝国とは諸国、諸民族を集めた一コレクションなのである。一国とは諸地方、諸部族のコレクションである」(p. 11)。ユーロは「陸の国」である独仏の政治同盟によってできた「帝国」である。ユーロ帝国はユーロの参加基準を緩めてまでもギリシャという諸国(領土)を「蒐集」したのであって、今回のユーロズプリン問題は「蒐集」は必ず「過剰、飽満、過多」⁶に行き着くということを証明した。9・15は、ウォール街が世界の富を一手に集中させた⁷ことに対する第三世界からの抗議とみることができる。9・15はマネーを飽満に「蒐集」しようとして投資家がレバレッジを賭けすぎて、自らの重みに耐えきれなくなって自壊してしまった。3・11による原発事故はエネルギーの過剰な「蒐集」の結果としてとらえることができる。

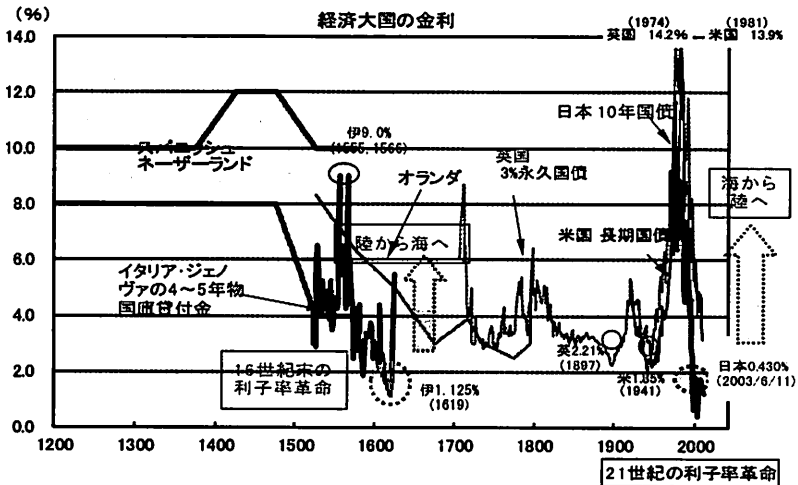
5 福島第一原発事故はチェルノブイリ原発事故と同じく、国際的な事故評価尺度(INES)によって放射性物質の放出レベルが数万ベクレル以上で最悪の「レベル7」と認定された。

6 スーザン・ソントグ [2001] は、「偉大なコレクションとは膨大なということであって、完成していることではない。・・・(中略) 蒐集家が必要とするのはまさしく過剰、飽満、過多なのだ。・・・コレクションとはつねに必要を超えたものなのだ」(p. 81)と指摘している。

7 1995年にルービン米財務長官が「強いドルは国益」政策を採用してから、世界のマネーフローをみると、アジアを中心に世界の余剰マネーが米国債に流入し、その後米国から新興国の株式に投資する流れが顕著になった。詳細は水野和夫 [2007] pp. 29-42 参照。

9・11から始まって3・11までの一連の事件、事故は過剰な「蒐集」の結果として起きたのであるが、問題はいつから過剰な「蒐集」が始まったかである。企業の実物投資の利潤率はROA（使用総資本事業利益率）⁸で表すことができ、ROAは国債利回りと同動して動くので、上記の問いはいつ国債利回りの低下が始まったかを問うことと同じである。先進国の国債利回りの趨勢的な低下が始まったのは1970年代半ばである（図1）。ここから21世紀の「利子率革命」がスタートして、1997年には日本の10年国債利回りが2.0%を下回った。国債利回りが複数年にわたって2.0%を下回ったのは、現在の日本と17世紀のイタリア・ジェノバしかない。そ

図1 利子率革命



（出所）SIDNEY HOMER “A History of Interest Rates”、日銀「経済統計月報」

- 8 ROA＝事業利益/使用総資本。事業利益＝経常利益＋支払利息割引料、使用総資本＝総資産＋割引手形残高。ROAはROE（株主資本利益率）と負債コストの加重平均値であり、負債コストが国債利回りと連動し、ROEも長期的にみれば国債利回りと連動する。

の継続期間はイタリアの場合 11 年間で、現在の日本はすでに 15 年目に突入り、しかも 1.0%を下回ったのは、5000 年の「金利の歴史」⁹ 上、初めてのことであるから、日本を先頭に先進国は前人未踏の領域に突入していることになる。

1973 年秋の石油危機で石油価格が高騰したため市場の拡大を求めて遠くへいくと移動コストが増加するようになり、さらに 1975 年になると米国のベトナム戦争敗北によって市場の拡大が止まってしまった。その結果、英米は「電子・金融空間」¹⁰ を創造し、キャピタルゲインで利潤の極大化を図った。70 年代から市場の自由化¹¹ が始まった。17 世紀初頭のイタリア・ジェノバの「利子率革命」が始まったのは 1555 年だった。1555 年のアウクスブルグの宗教和議はローマを中心としたカトリック社会の膨張を止め、縮小に転じた大事件だったのである。そこで、スペイン、ポルトガルは益々肥沃なオランダの土地を手に入れようと、80 年戦争にのめり込み、1588 年、スペイン無敵艦隊はアルマダの海戦でイギリス海軍との一戦を交えたのだった。金利（利潤率）が低下するのは、投資先がないから

9 Homer and Sylla (1963) によれば、最も古い金利の記録は紀元前 3000 年のシュメール王国から存在する。従って、金利の歴史は 5000 年ということになる。

10 「電子・金融空間」とは、実物投資で得られる二次元空間に対して、レバレッジを駆使した三次元空間のことをいう。二次元空間とは、生産数量と販売価格の二変数からなる財・サービスの生産活動の領域を指し、いわゆる名目 GDP（生産数量と販売価格の積）の拡大を目指す経済領域のことをいう。一方、「電子・金融空間」は二次元空間から遊離した空間であり、取引高と資産価格に加えて、売買回転率の高速化（あるいは、レバレッジ）で三次元の空間を膨張させようとする金融取引活動である。売買回転率の高速化には IT 技術が欠かせない。詳細は水野和夫 [2011] pp. 302-309 参照のこと。

11 その象徴的な出来事が 1971 年のニクソンショックだった。これによって為替市場の自由化が始まって、その後金利、株式、デリバティブと次々と自由化が進んだ。

である。「長い16世紀」¹²には、「銀と金は投資の手段を見出すのが困難」(F・ブローデル [2004]、p. 75) などに資本があり余ったのであった。

20世紀末から21世紀にかけても16-17世紀と同じことが起きている。金融の自由化で株価が断層的に上昇し、量的緩和と国債の大量発行で世界のマネーは溢れている。2011年8月まで国債利回りは2.0%割れだったのは日本だけだったが、2011年7、8月の第二次ギリシャ危機直後、米英独の10年国債利回りが一斉に2.0%を切った。9・11から始まってユーロゾンブリン問題が深刻だと認識された時点で、「失われた20年」が日本の特殊性に起因するものではなく、先進国共通の問題だったということが明らかになったのである。最も近代化した先進4ヶ国（これにフランスを加えると、いわゆるG5）が過去5000年の歴史で17世紀前半のイタリアでしか起きたことがない超低金利時代を迎えていることになる。

最初の資本主義は12-13世紀のイタリアで誕生した¹³。当時、利子はローマ教会によって禁止されていたが、「12世紀を通じて貨幣経済が一般化し」(ル・ゴッフ [1989]) たため、1215年の第4回ラテラノ公会議で教会は渋々利子を公認したのだった¹⁴。当時、スペイン世界帝国の皇帝が戦費を調達する時の利子は8-10%だった。それに対して、教会は33%以上を違法だとしたのであるから、資本主義が始まったときから、違法ではないが、経済的には不当な高利が存在したことになる。こうした状況を当時のフィレ

12 F・ブローデルのいう「長い16世紀」は1450年から1650年までを指す。この時期は「価格革命」の時期とちょうど重なる。

13 ジャン・ドリュモ（2012）の「最初の資本主義」（第7章）を参照のこと。

14 「利子が支払いの遅延に対する代償、あるいは両替商や会計係の労働に対する賃金、さらには、貸付資本の損失リスクの代償とみなされるときには、貨幣貸付に報酬が認められてよい、といささか偽善的に容認する。ただしあまりに《高い》利子は認められなかった。・・・教会は、西欧では33%が貨幣の《正当な価格》の認可ぎりぎりの線だと認めた」（ジャック・アタリ [1994] p. 230-231）。

ソツ市の最高行政官の一人だったダンテ・アリギエーリは、「お金（単位
のフローリンには「花」の意がある）について、「神の僕をして道を誤ら
せる花」であり、これに固執する人を「強欲で妬み深く、思い上がった手
合い」と厳しく非難していた」（ジャン・ドリュモー [2012年]、p. 297）。
このように、資本主義は誕生からして「過剰・飽満・過多」に行き着くメ
カニズムを内包していたのである。それを象徴しているのが21世紀の
「利子率革命」なのである。

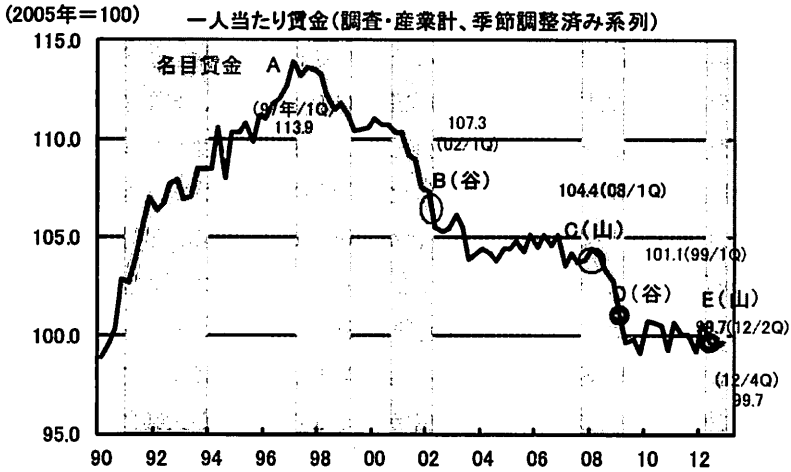
2. 三つの逆転現象

「利子率革命」が起きると、必然的に「歴史における危機」¹⁵となる。
「歴史における危機」とは、既存のシステムが時代の要請に応えることが
できなくなり、かつ新しいシステムが未だ姿、形を表していないことをい
う。「利子率革命」はまさにそのことの現れである。資本家は資本の蓄積
率が極めて低くなり、超低利潤に満足できなくなり、労働者は景気が良く
ても賃金が下がるので、不満・不平が高まる（図2）。政府は巨額の財政
赤字に悩んで、財政再建を目指すのが、不人気で国民の支持を得られない。

ケインズはこうした事態を「文明の危機」と称している。「過去の歴史
において文明が破綻したのは、利子率を下げるができなかったからで
あ」（ライムズ『ケインズの講義』[1989]、p. 142）。まさに、現在のギリ
シャを代表とする南欧諸国は金利が急騰し国家破産の危機に瀕している。
それとは対照的に日本など超低金利国は危機的状況ではないかという
と、そうではない。「利子率をゼロにまで下げても総需要が増えずに、人々の
暮らしに対する不満を解決できない場合には、利子率を下げられないとき

15 「歴史における危機」とは19世紀スイスの歴史家ブルクハルトが『世界史的考
察』で述べている。

図2 一人当たり賃金の推移



(注) 2012年4Qの数字は、10、11月の平均値
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」

と同じことが起きる」(高橋伸彰 [2012]、p. 24) からである。一方、金利を下げられない国のソブリン危機はヨーロッパ経済を低迷させ、ヨーロッパ経済の低迷は中国の過剰生産を浮き彫りにさせつつある。超低金利国については、1997年以降日本の10年国債利回りが2.0%を下回り、金利低下と歩調を合わせるように金融資産非保有世帯比率が急上昇し¹⁶、雇用の非正規化が進み社会の不満¹⁷が高まっている。金利低下は社会の不満を

16 日本銀行、金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」によれば、2012年における金融資産非保有世帯は28.6%と1963年の調査開始以来、最も高い比率を更新中である。前年とくらべて6.3%ポイントも上昇した原因の主な理由に東日本大震災の影響があるといわれているが、それですべてを説明できるわけでない。最も低かったのは1987年の3.3%だったので、この四半世紀の間に、新たに4世帯に1世帯が無産階級へと転落したことになる。

17 内閣府の「国民生活に関する世論調査」が毎年1回、アンケート調査で「日常生活での悩みや不安」を調査している。

表わす関数となったのである

「歴史における危機」になると、具体的には三つの逆転現象が起きて、中産階級が没落の危機に直面する。三つの逆転現象とは、①金融経済の実物経済に対する優位、②新興国の先進国に対する優位、③資本の労働に対する優位である。サマーズ元米財務長官が「3年に一度バブルは生成し、崩壊する」と言ったように、80年代以降世界のどこかで大きなバブルが起きては弾けている。グローバル化が加速しているから、地球の裏側でバブルが弾けても、その影響は免れない。97、98年のアジア危機、ロシア危機、2000年の米ネットバブル崩壊、08年のリーマン・ショックはいずれも日本を不況に陥れた。バブル崩壊は需要が急激に縮小するから、企業は大規模なリストラを行い、失業率が高くなり、賃金が大幅に減少する¹⁸。

先進国の景気回復はたいいてい新興国の高成長に追随する。新興国の景気拡大は原油価格に象徴されるように資源高が伴うので、先進国にとって交易条件が悪化することになる。現に、実質GDP成長率と、それに交易利得（損失）を加味した実質GDIのそれを比較すると2004年から2011年までの間¹⁹、前者は年0.6%増だったが、後者は0.1%減だった。一景気循環を通じて、所得は増えなくなってしまったのである。戦後最長の景気回復期に限ってみても同様である。大企業・製造業の売上高、変動費、限界利益²⁰を01年と08年で比較すると、売上高は69.6兆円増加（年率4.8%増）したが、変動費は60.9兆円も増えた（年率6.1%増）。その結果、両

18 一人当たり賃金（厚生労働省「毎月勤労統計」）は、90年代半ば以降3回の不況を経験したが、3回とも減少し、しかも減少率が大きくなっている。

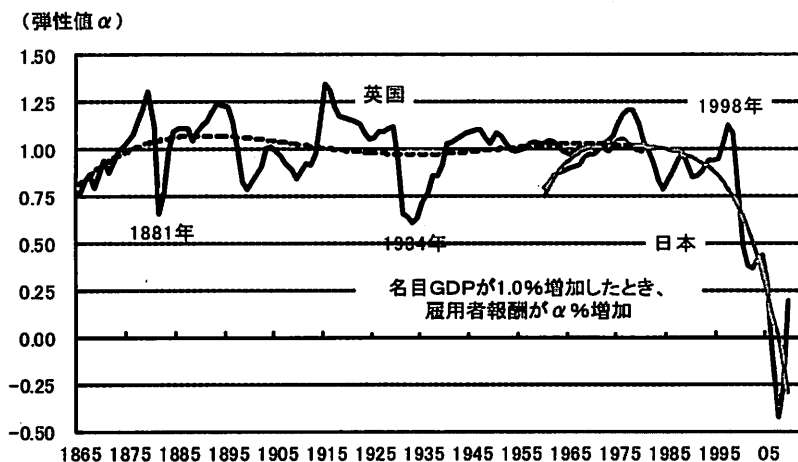
19 2004年を起点としたのは、原油価格が従来の変動レンジ（1バレル＝20ドルを中心として一倍の標準偏差10ドルを加味した10～30ドル）を逸脱して、2004年以降、一方的に上昇に転じたからである。

20 限界利益＝売上高－変動費。財務省「法人企業統計季報」で計算することができる。

者の差額である限界利益はわずか0.9兆円しか増えなかった（年率2.0%）。

それでも、先述したような③の現象が起きていなかったら、0.09兆円の限界利益の増分を労働と資本で7対3の比率で分配し、人件費（雇用者報酬）は増えたはずであるが、現実には雇用者報酬は同期間で1.8兆円減少した（年率1.1%減）²¹。1世紀以上にわたって、労働と資本の分配率は安定していた。長期に存在するイギリス国民所得統計を使って限界労働分配率²²を計算すると、長期間均せば、名目GDPが1.0%変動したとき、雇用者報酬も1.0%変動していた（図3）。名目GDPから雇用者報酬を控

図3 限界労働分配率



(注) 1. 弾性値 α を求めるとき、一次回帰式 $y = \alpha \cdot x + \beta$ 、 y =雇用者所得（対数表示）、 x =名目GDP（同）、推計期間=10年とした。

2. 日本の場合、大企業製造業の y =人件費（雇用者所得）、 x =限界利益（名目GDP）を用いた。

(出所) 原書房「イギリス歴史統計」（B・R・ミッチェル）、財務省「法人企業統計季報」

21 一人当たり賃金（厚生労働省「毎月勤労統計」は、02年1Q（景気に谷）から08年1Q（山）にいたる間、年率で0.5減少した。

22 限界労働分配率は Δ 雇用者報酬/ Δ 名目GDP、 Δ の期間は10年で計算した。

除したものが企業利潤であるから、企業利潤も1.0%変動していたことになる。初期時点での労働分配率が7割であれば、景気循環で上下変動するが、130年にわたって労働分配率は7割で安定していたのである。成果の配分をめぐる資本と労働で暗黙裏の契約があったのである。

しかし、日本の長期金利が2.0%を下回るようになってすぐに限界労働分配率は1.0から一気に低下し、05年にはマイナスの値をとるようになった。景気がいいとき株主への配分が厚くなったのである。その結果、景気がいいときも、悪いときも賃金は下落するようになった。雇用者報酬は増えないから、金融資本市場にアクセスできない人は資産を増やすことができなくなり、できる人は資産を増やすことができるのである。三つの逆転現象が起きて、もはや労働を主とする中産階級は資産を増やすことができない時代となった。

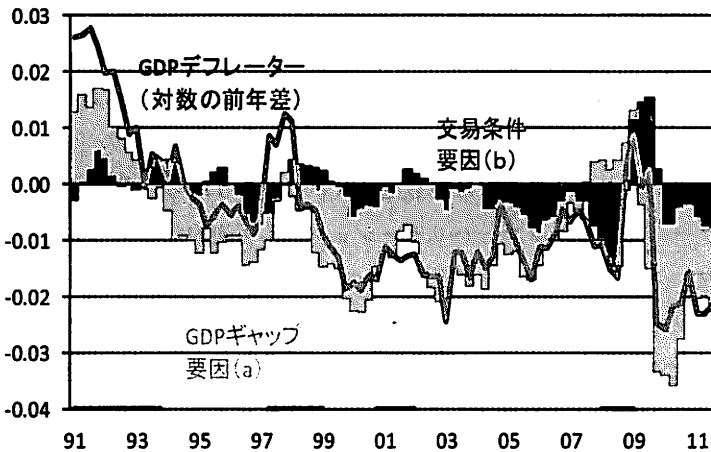
3. 中産階級再建と近代を超えて

グローバル化が猛威をふるっている背後で中産階級が没落し、貯蓄残高ゼロ世帯²³が急増するなど無産階級が増えている。「利率革命」が起きているとき、中産階級はいつも被害者となる。今後の課題は三つの逆転現象に対してどう対処するかである。金融経済の優位性に対しては、バブルを発生させないことである。それにはマネーの量を「過剰」にしないことであり、かつすでに「過剰」に存在しているマネーの国境を越える

23 「家計の金融資産に関する世論調査」(金融広報中央委員会)によれば貯蓄非保有世帯(二人以上世帯)は、2011年時点で28.6%と急増した。2002年に景気が回復して、翌年この比率は20%を超えて、2010年までは22%前後で推移していた。1995年は9.7%だったので、グローバル化が加速した背後で、貯蓄残高ゼロ世帯が急増したのである。単身世帯の貯蓄残高ゼロ世帯は38.7%にも達している。

取引に課税、いわゆるトービン・タックスを導入することである。新興国の優位性に対しては、資源を輸入している日本ができることはエネルギーの国産化比率を高めていくことである。高価になった資源を輸入する一方で、輸出する工業製品は価格が中々引き上げることができないので、交易条件が悪化しデフレを長引かせている。GDP デフレーターを需給の強弱を表わす GDP ギャップと所得の海外移転を表わす交易条件の2変数で回帰して、下落の要因を調べると、04年以降交易条件の悪化がデフレの原因であることがわかる(図4)。

図4 GDP デフレーターの下落の要因



(出所) 内閣府「四半期別 GDP 速報」

バブルを起こさないで、これまでの製造業中心の構造からサービス業中心の経済構造に改め、交易条件の悪化を食い止めれば、GDP デフレーターの下落を食い止めることができる。そうした上で、労働と資本の再契約を結べば、雇用量報酬が増加して、公共投資などに依存しないで内需成長率がプラスに転じることになる。その結果、中産階級の再建が可能となるのである。1997年から減少傾向にある名目GDPをプラスに転じさせること

は、税と社会保障の一体改革を成功させるための重要な条件である。しかし、これだけでは「利子率革命」が示唆する「歴史における危機」は終わらない。「利子率革命」はつねに既存のシステムが機能不全になって、次のシステムへの移行期に生ずるからである。

近代システムが限界にきていることを市場が「利子率革命」として表明しているのである。今後必要なのは、近代システムを超える思想である。ヘドリー・ブル（1932-1985）が『国際社会論』[2000]で提示した「主権国家システムを超えて」が非常に参考になる。主権国家システムは①複数の主権国家が存在すること、②これらの国家の間で相互依存関係が存在していること、そして③相互の共通認識と共通制度を承認しあうことの三つの基本的要件を備えている。

第1の要件を落とせば世界政府であり、第2の要件を欠けば保護主義ないしブロック経済であり、第3の要件がなくなるとホップズの「闘争状態」となる²⁴。第1と3の選択は誰も望まないであろうから、あるとすれば第2のケースである。グローバリゼーションが不可逆的な現象であると前提としていると、もっと大きな「想定外の事態」に襲われる。グローバリゼーションとは「蒐集」の手段なのであって、現在直面しているのは「蒐集」の限界である。近代の基本原則である「もっと遠くへ、もっと速く」のアンチテーゼが、国内の観点からすれば地域主権である。日本を7つか8つか地域にわけてエネルギー、食糧などで自立できる経済圏を構築することが最初の第一歩である。

24 ヘドリー・ブルはこの他に、④新中世主義、⑤非歴史的選択肢の可能性についても論じている。

(参考文献)

- エルスナー、J/R・カーディナル [1988]『蒐集』高山宏・富島美子・浜口稔訳、研究社出版
- Homer, Sidney/Richard Sylla [2005] “A History of Interest Rates” John Wiley & Sons
- ソントグ、S [2001]『火山に恋して ロマンズ』富山太佳夫訳、みすず書房
- ジャン・ドリュモール [2012]『ルネサンス文明』桐村泰次訳、論創社
- ブローデル、F [2004]『地中海Ⅲ 集団の運命と全体の動き 2』浜名優実訳、藤原書店
- ル・ゴッフ [1989]『中世の高利貸』渡辺香根夫訳、法政大学出版局
- ジャック・アタリ [1994]『所有の歴史』山内稔訳、法政大学出版局
- トーマス・K・ライムズ『ケインズの講義 1932-35年』平井俊顕訳、東洋経済新報社、1993
- 高橋伸彰『ケインズはこう言った 迷走日本を古典で斬る』NHK 出版新書、2012
- シャステル、アンドレ [2006]『ローマ劫掠 1527年聖都の悲劇』越川倫明・岩井瑞枝・中西麻澄・近藤真彰・小林亜起子訳、筑摩書房
- ブル、ヘドリー [2000]『国際社会論』臼杵英一訳、岩波書店
- ブルクハルト、ヤーコプ [2009]『世界史的考察』新井靖一訳、ちくま学芸文庫
- 水野和夫 [2007]『人々はなぜグローバル経済の本質を見誤るのか』日本経済新聞出版社
- 水野和夫 [2011]『終わりなき危機 君はグローバリゼーションの真実を見たのか』日本経済新聞社

2000年代における国際通貨ドルの 内生的供給と世界的な金融脆弱性¹

徳永 潤二
(和光大学)

1. 本論文の問題意識

世界金融危機の発生以降、国際資本移動の動きから今回の危機の原因を明らかにしようとする研究が注目を集めている。その中で支配的な見解となってきたのがグローバル・インバランス論である。同論は危機の根本的原因を、2000年代、新興諸国における過剰な国内貯蓄が米国に大規模に流入したことに求めている。この大規模な流入によって米国の長期金利が低下し、住宅・資産バブルは膨張することになった。このように、同論は危機の根本的原因を、危機の震源となった先進諸国の「影の銀行システム」ではなく、あくまでも新興諸国の過剰貯蓄に求めるという意味で外生的な危機論と言えるだろう。

しかし、今回の世界金融危機の根本的原因は、「影の銀行システム」の下、LCFIs (large complex financial institutions) のバランスシートにおいて生じた内生的かつ動態的な過程にこそ求められなければならない。2000年代、「影の銀行システム」下における国際通貨ドルの内生的供給に支えられながら、LCFIs のバランスシートが資産・負債両建てで膨張する中で、世界的な金融脆弱性が高まり、それが世界金融危機に結び付いたのである。

本稿は、ミンスキーの金融脆弱性仮説を基礎として、2000年代、「影の

銀行システム」の下、国際通貨ドルの内生的供給が柔軟化することによって、LCFIのバランスシートが膨張し、その中で世界的な金融脆弱性が高まってきたことを明らかにする。

2. 2000年代における国際資本移動の急拡大

最近、グローバル・インバランスに伴うネットの国際資本移動ではなく、グロスの国際資本移動（グロスの対外資産及び対外負債の両建て）の飛躍的な拡大に焦点を当てることによって、2000年代の世界金融危機の根本的原因を明らかにしようとする研究が海外で注目を集めている（Borio and Disyatat [2011], Shin [2012] など）。グロスの国際資本移動の大部分を担っているのが米欧のLCFIである。2000年代、LCFIが「影の銀行システム」下においてバランスシートを資産・負債両建てで膨張させる中、グロスの国際資本移動は急拡大してきた。したがって、世界金融危機の原因を考えるに当たって、LCFIのバランスシートがどうやって、そしてなぜ急膨張することになったのか、について解明する必要がある。

3. ミンスキーの金融脆弱性仮説

ミンスキーは金融脆弱性仮説において、金融機関（特に銀行）による資産・負債管理（ALM）戦略の積極的な追求が金融システム全体の脆弱性を内生的に高め、それが金融危機に結び付くことを明らかにした（Minsky [1986/2008], Minsky [1982]）。その特徴は次の三点にまとめることができる。

第一は、銀行がALM戦略を追求する中で、積極的にバランスシートを拡大しようとすることである。具体的には、銀行は商業銀行システムを経由しない（現在の「影の銀行システム」に当たる）短期資金の借入を通じ

てレバレッジを拡大することによって、バランスシートを拡大させている。

第二は、ユーフォリア経済下において、銀行が新しい金融商品を開発し、金融革新を推し進めることによって、「影の銀行システム」下での短期資金の借入を急増させていくことである。例えばレポ取引のような担保付の短期資金借入の急増が過剰なレバレッジの拡大を促進し、ユーフォリア経済下において銀行のバランスシートは急膨張することになる。

第三は、上記の銀行によるバランスシートの膨張の過程が、内生的な貨幣供給（すなわち貨幣創造）に依存していることである。銀行は実体経済の拡大に伴う貨幣需要に対して内生的な貨幣供給で応えている。「影の銀行システム」下における内生的な貨幣供給は、商業銀行システムと比べて柔軟化し、さらにユーフォリア経済下では非常に柔軟化することになる。このような内生的な貨幣供給の柔軟化によって、過剰なレバレッジが促進され、銀行のバランスシートは急膨張していくことになるが、この中で金融システム全体の脆弱性が高まることになるのである。

4. 2000年代における LCFIs のバランスシートの膨張

2000年代、LCFIs は組成販売モデル（OTD）を基礎とするグローバルな ALM 戦略を追求する中、「影の銀行システム」下においてバランスシートを資産・負債両建てで膨張させてきた。

LCFIs のバランスシート膨張の背景には、「影の銀行システム」における証券化と担保資産仲介の発展があげられる²。まず証券化によって高格付けで長期の証券化商品（MBS、ABS、CDO）が大量に発行されることになった。この LCFIs による証券化商品の大量供給は、多国籍企業と機関投資家の安全資産（銀行預金に代わる資産）への需要、そして商業銀行と投資銀行がレバレッジ拡大を目的としてレポ市場で短期資金を調達する際に用いる担保資産への需要を満たすことになった。ここで最終的な貸し

手と最終的な借り手との間の金融仲介の過程には様々な市場参加者が携わることになる。このため LCFIs のバランスシートは、商業銀行システム下のそれと比較して、長く、複合的なものとなった。これによって、LCFIs のバランスシートは膨張することになる。次の担保資産仲介では、例えばレポ市場において担保資産が何度も再利用されることによって、短期資金供給の規模が拡大することになった。これはレバレッジの拡大を促進することで、LCFIs のバランスシートの膨張に結び付くことになった³。

5. ユーフォリア経済下の LCFIs のバランスシートの急膨張

米国がユーフォリア経済化した 2004 年から 2007 年半ば頃にかけて、グロスの国際資本移動が飛躍的に拡大したが、これには LCFIs のバランスシートが急膨張したことが関連している。

LCFIs のバランスシートの急膨張の背景としては、まずは住宅・資産バブルの膨張があげられる。住宅・資産バブルの膨張によって、市場参加者による市場リスクや信用リスクが過小評価され、資産価格が急上昇することになった。Adrian and Shin [2008] によれば、資産価格の上昇によって正味資産の増加が起きた金融機関は、適正な水準以下へのレバレッジの低下という形で、そのバランスシートには一種の過剰資本が発生する。この過剰資本を解消するために、LCFIs は「影の銀行システム」下において、資産側で高利回り・安全なドル建て長期の証券化商品への投資を増加させる一方、負債側ではレポ取引などを通じてドル建て短期債務を増加させることで、バランスシートを急膨張させる傾向を強めたのである。

次に問題になるのは、バランスシートの急膨張を支えるために、LCFIs がドル建て短期資金を世界中から集めることがなぜ可能であったのか、ということである。この背景には、Ponzar [2011] が指摘するように、多国籍企業と機関投資家が保有する流動性資産から成る「機関投資家の現金プー

ル」が高利回りで安全なドル建て短期資産に対する需要を高めていたことが重要であった。ドル建て（短期）資産の代表的な資産として米国の財務省証券と政府関連機関債があげられるが、その供給は「現金プール」の需要に対して恒常的に不足しており、この結果、高利回りで安全なドル建ての短期資産の不足が世界的な規模で発生することになった（「世界的な安全資産の不足」の発生）。

このドル建て短期資産の不足（言い換えれば、「現金プール」によるドル建て短期資産への超過需要）を解消したのが、LCFI_sによって大規模に供給された民間のドル建てマネーマーケット商品（レポ取引や ABCP など）であった。これは LCFI_s のバランスシートの負債項目から見れば、ドル建て短期債務の増加、つまり国際通貨ドルの内生的供給に他ならない。こうして、「影の銀行システム」下では、商業銀行システムと比較して、国際通貨ドルの内生的供給が柔軟化することになった。

ここで見落としてならないのは、LCFI_s によるドル建て短期債務の規模は、「機関投資家の現金プール」のドル建て短期資産に対する需要よりも遥かに大きなものであったことである⁴。このドル建て短期債務の急増を可能にしたのが、前述の住宅・資産バブルを背景とした担保資産の急上昇と、担保資産の再利用の更なる高まりであった。このように国際通貨ドルの内生的供給がさらに柔軟化していく過程で、過剰なレバレッジが促進され、ユーフォリア経済下において LCFI_s のバランスシートは急膨張していくことになったのである⁵。

6. 世界的な金融脆弱性の高まり

前述の通り、2000年代、特に米国がユーフォリア経済下にあった2004年から2007年半ば頃にかけて、「影の銀行システム」下において国際通貨ドルの内生的供給が非常に柔軟化していった。これによって、過剰なレバ

レッジが促進され、LCFI_s のバランスシートは急膨張していくことになったが、この中で世界的な金融脆弱性が高まることになった。なぜなら、「影の銀行システム」下における国際通貨ドルの内生的供給は非常に柔軟性を持つ一方、その構造がレポ市場をはじめとして担保資産価格に基盤を置いたものであり、非常に脆弱なものであったためである。実際、ユーフォリア経済の終焉を反映して住宅・資産バブルが崩壊し、市場リスクと信用リスクが顕在化すれば、担保資産の価格が急落し、ドル建て短期債務の増加が行き詰まることによって、デレバレッジが加速し、LCFI_s のバランスシートは急収縮する性質を持っていたのである。

7. 本研究のインプリケーション

最後に、本稿の分析で明らかにしたことが世界金融危機を理解するに当たってどのようなインプリケーションを持っているかについて、グローバル・インバランス論との比較で考えてみたい。

第一は、今回の金融危機は「影の銀行システム」の下、LCFI_s のバランスシートで生じていた内生的かつ動態的な過程によってもたらされたものなのである。今回の危機の根本的原因を解明するためには、2000年代に飛躍的に拡大してきたグロスの国際資本移動に焦点を当てなければならない。では、グロスの国際資本移動の急拡大はどのように形作られたのだろうか。それは「影の銀行システム」下における国際通貨ドルの内生的供給に依存しながら、LCFI_s がバランスシートを膨張させていたためである。これに対して、グローバル・インバランス論では、今回の危機の根本的原因を、新興諸国における過剰な国内貯蓄の米国への大規模に流入に求めている。しかし、同論では、危機の震源となった「影の銀行システム」下におけるLCFI_s のバランスシートの内生的かつ動態的な過程は考慮されていない。今回の危機の根本的原因は、LCFI_s のバランスシートにお

いて生じた内生的かつ動態的な過程にこそ求められなければならないのである。

第二は、上記の内生的かつ動態的な過程において、国際債務調達通貨としてのドルの圧倒的な地位が重要な役割を果たしたことである。グローバル・インバランス論が重視するように、2000年代、新興諸国は巨額の経常収支黒字（過剰な国内貯蓄の反映）の蓄積を高利回りで安全な代表的な資産である米財務省証券と米政府関連機関債の購入に向けた。これは、ドルの準備通貨としての圧倒的な地位を示すものである。

しかし、前述の通り、今回の根本的原因はLCFIのバランスシートにおいて生じた内生的かつ動態的な過程にあり、この過程を支えたのが「影の銀行システム」下における国際通貨ドルの内生的供給の柔軟化であった。このドルの内生的供給の柔軟化は、国際債務調達通貨としてのドルの圧倒的な地位を抜きには考えられない。

振り返れば、1980年代後半以降、国際債務調達通貨としてのドルの圧倒的な地位は低下し続け、99年のユーロ誕生の後、その地位低下は加速していた。これにもかかわらず、2000年代に入り、そのドルの地位低下に歯止めがかかり、その圧倒的な地位が回復することになったのは、ECB [2011] が明らかにしたように、2000年代、「影の銀行システム」下においてドル建てABSの発行が急増したためであった。前述の通り、ABSをはじめとする高格付けで長期の証券化商品は、商業銀行と投資銀行がレバレッジ拡大を目的としてレポ市場で短期資金を調達する際の担保資産として用いている。このことから、2000年代、「影の銀行システム」下において国際通貨ドルの内生的供給が維持され、LCFIのバランスシートの急膨張が支えられることになったのである。

つまり、今回の危機を分析するに当たっては、グローバル・インバランス論が重視するようにドルの準備通貨としての圧倒的な地位を重視するだけでは不十分であり、ドルの国際債務調達通貨としての圧倒的な地位と、

それを支えた「影の銀行システム」下における新たな金融革新と金融商品の分野におけるドルの圧倒的な地位についても考慮しなければならないのである。

参考文献

- Adrian, T. and H. S. Shin [2008], "Liquidity and Financial Cycles", *BIS Working Papers*, No. 256, July 2008.
- Borio and Disyatat [2011], "Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link?", *BIS Working Papers*, No 346, May 2011.
- ECB [2011], *The International Role of the Euro*, July 2011.
- IMF [2012], "Shadow Banking Economics and Policy," *IMF Staff Discussion Note*, December 2012.
- Minsky, H. P. [1986/2008], *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill.
- 吉野紀・内田和男・浅田統一郎訳 [1989]『金融不安定性の経済学—歴史・理論・政策』多賀出版。
- Minsky, H. P. [1982], *Can "It" Happen Again?*, M. E. Sharpe, Inc. 岩佐代市訳 [1988]『投資と金融—資本主義経済の不安定性』日本経済評論社。
- Pozsar, Z. [2011], "Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System", *IMF Working Paper*, WP/11/190, August 2011.
- Shin, H. S. [2012], *Global Banking Glut and Loan Risk Premium*, Princeton University, January 2012.
- Singh, M. [2011], "Velocity of Pledged Collateral: Analysis and Implications," *IMF Working Paper*, WP/11/256, November 2011.

- 1 本稿は、2012年度春季全国大会の報告原稿を、コメンテーター及び会員からの有益な質問とコメントを活かしつつ、修正・加筆したものである（タイトルの一部も変更している）。特にコメンテーターのお二人には感謝したい。「質疑応答」で掲載したのは当日頂いた質問の一部であり、その表現の一部を変更している。また、本稿は、私（徳永）とジェラルド・エブシュタイン教授（マサチューセッツ大学アマースト校）との共同研究の成果の一部である。言うまでもなく、本稿であり得る誤りの全ての責任は筆者（徳永）自身にある。
- 2 IMF [2012] は「影の銀行システム」の重要な経済的機能として、証券化と担保資産仲介をあげている。

- 3 「影の銀行システム」における証券化と担保資産の仲介のかなりの部分は、クロスボーダーかつドル建てで行われたと考えられる。
- 4 Pozsar [2011], Singh [2011] によれば、2007年、「機関投資家の現金プール」の安全な短期資産への需要の規模が1.6兆ドルであったのに対して、担保付の短期資金借入の規模は10兆ドルに達していた。
- 5 BISなどの研究が明らかにしているように、LCFIのバランスシートの膨張の背景として、2000年代、欧州銀行による大西洋を跨る「ラウンド・トリッピング」型投資の急拡大があげられる。「ラウンド・トリッピング」型投資では、欧州銀行はABCP発行によって調達したドル建て短期資金の大部分を、高リスクの米国住宅ローン（サブプライムローンなど）を原資産とするドル建ての長期の証券化商品への長期投資に積極的に充てていた。

欧州の金融・財政危機

岩田 健治

(九州大学)

はじめに 信用制度の発展と EU 金融・通貨統合—再考

本報告は、本学会の 2001 年秋季大会（東北大学）での報告「EU 金融・通貨統合と信用理論——組織資本主義論・長期波動論・経済統合論」の、世界金融経済危機を経た続編である。2001 年の報告は「EU の金融・通貨統合」を主題とし、一方で信用理論研究（学）会が創設来議論してきた「信用制度の発展」、他方で国際経済系の諸学会が長年議論してきた現代資本主義の経済統合という二つの分野の議論を、前者の枠組みの中に位置づけようとする試みであった。そこでの結論は「EU 金融・通貨統合は、国民経済毎に『管理通貨と金融資本』の 2 系列で組織され、発展を遂げてきた欧州各国資本主義の信用機構が、その困難を『自己否定』的に克服する際に採られた『合理的』選択であった」（岩田（2002）、59 頁）というものであった。この論点は、危機を経た現在も修正する必要はなからう。

ところで、結論の「合理的」という単語に括弧をつけたのは、資本主義の合理性が「部分合理性」以上のもではありえないことを強調するため、報告者は、当時得られた知見の範囲内で、(1) 金融統合の問題点（預金保険制度を含む信用秩序維持政策の多様性の問題）と、(2) 通貨統合の問題点（独自の金利・名目為替相場消滅後の域内不均衡調整の問題）

の2点について抽象的に指摘した(岩田(2002)、58-59頁)。今回取り上げる欧州金融・財政危機は、前稿で指摘した諸問題の具体的発現といえる。

I. 欧州金融・財政危機の段階的深化とEU制度の強化

今回の欧州金融・財政危機は、大きく「体制レベル」「制度レベル」「政策レベル」の三つから問題を捉える事ができよう。本報告では、このうち「制度レベル」の問題に議論を集中したい。なぜなら、危機自体がまさに世紀に1-2度程度の制度的危機であり、また現代資本主義「国家」としてのEUが現在行っているのは、そうした制度危機をもたらしたEU諸制度の歴史的修復(repair)に他ならないと考えるからである。

その際、2008年9月以降の欧州金融・財政危機について、起源を同じくしつつも、明確に本質を異にする、二つの危機の連続的展開として把握する必要がある。

第1のフェーズは、2008年9月から09年春までの金融危機である。ここでは、上述の「金融資本」系列の国境を越えた展開＝金融分野の単一市場が大きく損傷した。

市場統合の際に形成された金融部門の単一市場は、銀行の域内単一免許という画期的システムを採用した一方、構成国が市場統合を受け入れるための「方便」として、金融分野の規制・監督は分権的にデザインされていた。こうした分権的規制監督の問題が、2008年のリーマンショック後の欧州金融経済危機で露呈したのである。危機に対するEUの課題は、EUレベルでの金融規制監督制度の構築とされ、そのプロセスは2012年末の期限を前に概ね完了している。

第2のフェーズは、2009年末のギリシャ政府による財政粉飾問題の暴露から始まった政府債務危機である。「管理通貨」系列の国境を越えた展

開である EU 通貨統合であったが、それを実現するための第 2 の「方便」、即ち金融政策は欧州中央銀行（ECB）が一元的に実施するが、財政政策は構成国が主体となって分権的に実施する、という統合のデザインが問題となったのである。こうした財政分野での EU レベルの制度不在を衝く形で「市場」が襲いかかっている。従って、フェーズⅡ危機への EU の対応は「財政分野での EU 制度の構築」に捧げられている。

以下では、それぞれのフェーズで何が起きたのか、また EU としてどのような制度構築が行われつつあるのかについて、順次見ていくことにしたい。

Ⅱ. フェーズⅠ＝欧州金融システム危機（2008-2009 年前半）

ここでは、2008 年 9 月のリーマンショックに端を発する世界金融危機が、なぜ欧州の金融システムを大きく傷つけたのかについて概観し、EU が「国家」としてその危機にどのように対処したのかについてまとめておきたい。

1. 単一市場と EU 金融機関

1992 年市場統合によって、域内の金融機関は EU 域内単一免許制度のもとで EU 域内を一国とみなして支店の開設や直接的サービスの提供を行えるようになった。広義「金融資本」の国民経済的限界が、EU 統合を通じて制度的に突破されたのである。

単一市場の中で、EU の金融機関は、国内合併（主に 1980 年代後半）および域内合併（主に 2000 年前後）を繰り広げ、EU レベルで展開する大規模総合金融機関（LCBG）が複数出現した。これら欧州 LCBG は、2000 年の IT バブル崩壊以降の低収益環境の中で、(1) 比較的利ざやの大きい中東欧の伝統的銀行業への金融 FDI を通じた進出（この点は本学会

2011年秋季大会でのパニンコバ・エバの報告を参照)、(2)トレーディング勘定を中心とする非伝統的「投資銀行」化などに活路を見出した。後者に活路を見出したLCBGや一部の専門銀行は、2000年代前半に米国で簇生した「影の銀行制度」に、①MBSの保有、②ABS-CDOの保有、③SIVへの出資、④モノラインの展開、⑤プライベート・ファンドの展開等を通じて深く関与し、米国「影の銀行制度」がもたらす一時的な高収益に与った。

2. フェーズI危機と信用理論

2008年9月に欧州経済を襲ったフェーズIの危機は、米国「影の銀行制度」の崩壊に端を発する「トレーディング勘定」危機であった。

信用理論の視点から見た場合、今回の危機にはいくつかの新規性があった。第1に「流動性危機」であるが、預金引出しによって生じた古典的な現金不足とは性格を異にしている。「影の銀行制度」に関与し「トレーディング勘定」で高収益をあげるべく、高レバレッジ化を進めた金融機関にとっては、預金以外のファンディングの手段が必要であった。危機は、何よりもこのファンディングが継続できなくなることで「流動性ファンディング危機」として発現した。第2に「ソルベンシー危機」についても、伝統的な銀行業を比較的時間をかけて襲う信用リスク顕在化=不良債権の増大ではなく、市場リスクを抱える資産の評価損や系列SIVの連結化等を通じて、資本不足が一気に生じた。第3は、ドルの問題である。「影の銀行制度」への関与がドル・ビジネスとして行われたために、「流動性ファンディング危機」の一部はドルでのファンディング危機となって現れた。

3. EU金融規制・監督システムの新展開

米国発の新規のトレーディング勘定危機の展開に対して、EUは以下のような対応を行った。先ず緊急対応としては、第1に、流動性危機に対し

て、ECB が米ドルを含む流動性供給で緊急対応を行った。第 2 に、ソルベンシー危機に対して、EU 競争法に抵触しないことを条件に EU 構成国政府による資本注入や保証が実施された。以上 2 つの措置により、いわば「急性」のトレーディング勘定危機は 09 年第 1 四半期までにはほぼ終息した。

こうした緊急措置と並行して、EU が金融規制監督制度の見直しに着手した点に注目したい。危機襲来から半年を経ずして出された『ドラロジュール報告』(The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (2009) 田中・岩田・太田訳 (2010)) は、そのための歴史的マニフェストであった。そこでは「規制」「監督」分野で種々の制度改革が明確に提案されている。(1) 規制改革としては、①「影の銀行制度」(再証券化商品、ファンド、格付機関等)に係る EU 規制の新設、②域内金融機関の破綻など危機時の対応拡充を軸とする諸提案がなされ、2012 年末を目標に EU 法の施行が相次いでいる。(2) 監督制度の改革では、同報告に沿う形で、マクロプルーデンス監督機関として ESRB (欧州システミックリスク理事会) が、ミクロプルーデンス監督機関として ESAs (欧州監督機構) がそれぞれ新設され、EU レベルでの監督体制が新たに構築された。

Ⅲ. フェーズⅡ＝ユーロ圏内政府債務危機 (2010 年～現在)

2008 年 9 月のリーマンショックは、何よりも株価の下落、投資や消費の大幅な落ち込みを通じて、欧州の実体経済を深刻な不況に陥れた。そうした中、ユーロ圏内の一部の諸国で政府債務 (ソブリン) 問題が深刻化し、ユーロ圏全体を脅かしている。

政府債務残高の相対的規模は、米国よりもユーロ圏の方が小さく、また日本よりもギリシャの方が小さい。にもかかわらずユーロ圏で危機が深刻化しているのはなぜだろうか。

1. 最適通貨圏 (OCA) 理論と EU 通貨統合

リーマンショックという共通ショックが、ユーロ域内で非対称的ショックに転化し、それを解決する調整メカニズムを EU が十分に持ち合わせていなかったことが危機を招来しているものと考えられる。そこで、ユーロが導入される際に議論された最適通貨圏 (OCA) 理論を今一度確認しておきたい。

一般に OCA は次の二つの Stage に分けて理解可能である。先ず「非対称性」である (これを Stage α と呼ぼう)。これは (1) 単一通貨圏を共通ショックが襲った場合に、それが非対称的ショックに転化したり、(2) 単一通貨圏の特定国だけがショックに襲われたりする可能性であり、それが大きければ、次にそうした非対称的ショックを緩和する各種の域内調整メカニズムが必要となる。そうした調整メカニズム (これを Stage β と呼ぼう) のうち、通貨統合前には、独自の金融政策 (金利) と名目為替相場の調整でそれが可能であったが、そうした手段を失った後には、(1) 労働移動、(2) 賃金・価格の柔軟性、(3) 財政による調整の三つの手段が考えられ、そのうち (2) が主要メカニズムとみなされてきた。

2. OCA 理論からみた欧州金融経済危機

今回の欧州政府債務危機にこうした OCA 理論を応用するならば、以下のような解釈が可能となろう。

Stage α 「非対称的ショックの可能性」：リーマンショックは、欧州全域のみならず主要先進諸国を襲った共通ショックであった。しかし、II で見た危機のフェーズ I において、資産市場や金融システムの相違、銀行のトレーディング勘定への関与の程度に応じて、それが域内で非対称的ショックに転化した (英国・アイルランド・スペイン等)。さらに危機のフェーズ II において、ユーロ導入以降に累積してきた構造的不均衡 (ポルトガル・

イタリア・ギリシャ)とマクロ的不均衡(スペインなど南欧諸国全体)が、深刻な不況の中で政府債務問題という形で顕在化し、非対称的ショックに転化した。

Stage β 「非対称的ショックの調整メカニズム」：労働移動は引き続き EU 域内の調整手段としては期待されておらず、賃金柔軟性についてもショックが襲った南欧諸国で民間・公務員労働者の抵抗に遭遇している。危機は域内の財政システムを直撃する形で表れており、かくして EU レベルでの財政制度の構築が喫緊の課題となったのである。

こうして、リーマンショックという共通ショックは、域内に不均等に波及する中で大規模な非対称的ショックに転化し、それを調整する EU のメカニズムの構築が求められるに至ったのである。

3. 政府債務危機への EU による制度的対応

フェーズ I の金融システム危機への対応と同様、政府債務危機に対しても EU は「国家」として EU レベルでの制度構築で対応しようとしているものの、北と南、さらには英国との間の利害の衝突の中で、そのデザインについてはなお未決部分も多い。ここでは、この間の経緯と EU の対応について概観し、その意義を考えてみたい。

(1) マクロ・構造不均衡是正と「収斂の共同体」の再建に向けて

主に南欧にショックが集中している現状は、構造的問題とマクロ不均衡という二つの視点から把握できる。

第 1 は、構造問題である。一般に、ユーロ域内の平均よりも景気が過熱した国は、物価の上昇を通じて実質為替相場が輸出に不利に働き、均衡に向かう。しかし、ユーロ導入直後から 2000 年代を通じてポルトガルとイタリアでは、域内平均以上の物価の上昇が観察されたものの、経済成長率は平均以下で推移した。これらの 2 カ国は明確な構造問題を抱え込んでい

たのである（田中・岩田（2008），第4章参照）。

第2は、マクロ不均衡問題である。これは南欧全体に見られる。従来、EMSの時代には為替相場の切り下げ圧力のために維持できなかった程度の経常収支の赤字が、南欧諸国を中心に持続した。マクロ不均衡を監視し、必要に応じて早期に是正するメカニズムがEUの制度として確立していなかった。

この問題に対しては、「欧州2020」戦略や各種の経済ガバナンス強化策（Six Pack等）などが相次いで打ち出されており、2012年6月には経済収斂強化・経済同盟強化のための報告書がEU首脳部により提出予定となっている。

（2）EUレベルでの財政制度構築

次に、フェーズIIの危機の震源となっている財政の問題について、EUはどのように対応しようとしているのか、見ていくことにしよう。

① 緊急支援網

2010年5月の第1次ギリシャ危機に際して、財政危機に陥ったユーロ参加国に対する二つの資金支援網が期限付き制度として措置された。第1は、EFSM（欧州金融安定メカニズム）で、EU財政を裏付けに欧州委員会が金融市場でのEU債券発行を通じて資金調達し、EU構成国に貸出を行うものである。いわば直接EUの諸制度が関与する制度である。第2は、EFSF（欧州金融安定ファシリティ）で、この制度を支えているのはユーロ圏構成国政府による保証であり、その点がEFSMと異なる。さらに2012年には、EFSFを継ぐ常設の安全網としてESM（欧州安定メカニズム）が創設される。加えて、IMFを通じた支援についても2011年12月の首脳会議で決定している。

これら支援枠の大きさや、EFSF-ESMの銀行化を通じたECBからの資金提供ルート構築などを巡って数々の駆け引きが行われている。ここでは恒久的な緊急財政支援網がEUの制度として新たに構築されようとして

いる点だけ確認しておきたい。

② 各国財政運営およびマクロ経済政策への EU の関与強化と EU 財務省
EU の財政規模は、EU 全体の GDP 比で約 1%強に過ぎない（ただしチェコの GDP に相当する規模）。EU 域内の財政は基本的に EU 構成各国の手中にある。政府債務危機に直面しても、そうした分散型の財政構造を EU に集中すべき、という声はほとんど聞かれない。むしろ財政は引き続き EU 構成各国が運営するものの、そうした財政運営への EU による関与を格段に高める方向で制度改革が試みられている。

2012 年 3 月に英国とチェコを除く EU25 カ国で署名された財政協定（Fiscal Compact）では、均衡財政の達成・維持を各国の国内法で謳うことが義務付けられ、国債発行のユーロ域内での事前調整などが決まった。既存の国別財政を維持しながら、その財政の歳出・歳入に対する EU の国家としての関与を大幅に強化することで、EU 域内で財政の有機的一体性を強化し、一部の国の放漫財政を防止しようという方向と理解できる。

こうした改革の延長線上には、通貨発行と金融政策の権限を委譲された ECB とペアをなし、EU の財政政策を実施する EU 財務省の創設という議論がある。

③ 安定債（ユーロ共同債）—財政赤字の EU 化

ユーロ域内の政府の資金調達について、2011 年 11 月には欧州委員会より『安定債（ユーロ共同債）導入の可能性に関するグリーンペーパー』が出され、既存国債を EU 安定債でどの程度置き換えるか等の程度に応じて三つのオプションが示され、EU 首脳部での検討に付されている。6 月の EU 首脳会議で基本的な方向付けがなされようが、オプションの一つには長期的戦略として安定債による既存国債の全面置き換えが提案されている点に注目しておく必要があろう。

結びに代えて

現代の「金融資本と管理通貨」が突き当たった国民経済的桎梏を資本の論理で突破しようとする動きとして EU 金融統合と EU 通貨統合を捉えた岩田 (2002) の視角を堅持しながら、今回の危機を契機に、それら二つの次元の統合において未決の課題として残されてきた「EU 金融規制監督制度」と「EU 財政制度」とが、EU の手で飛躍的に強化されつつあることを指摘した。「国民経済の桎梏」と衝突する中で誕生した「金融分野の単一市場」と「単一通貨」であるが、それを支える「国家としての EU」の機能が事後的に整備されているのである。

主要参考文献

- 岩田健治 (2002) 「EU 金融・通貨統合と信用理論 —— 組織資本主義論・長期波動論・経済統合論」、信用理論研究会『信用理論研究』第 20 号。
- 田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治 (2011) 『現代ヨーロッパ経済 第 3 版』有斐閣。
- 田中素香 (2007) 『拡大するユーロ経済圏 その強さとひずみを検証する』日本経済新聞出版社。
- 田中素香・岩田健治編著 (2008) 『現代国際金融』有斐閣。
- 田中素香編著 (2010)、『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房。
- DeGrauwe, Paul (2009), *Economics of Monetary Union*, 田中素香・山口昌樹訳 (2011) 『通貨同盟の経済学 第 8 版』勁草書房。
- The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (Chaired by Jaques de Larosière) (2009), *Report*. 田中素香・岩田健治・太田瑞希子訳『ドラロジュール報告』、中央大学『経済学論纂』第 50 巻第 1・2 号合併号, 3 月。

【予定討論者から岩田報告へのコメントと回答】

1. 清水正昭（千葉商科大学）

1. 欧州金融危機の「新規性」について

(a) 「流動性危機」について

今回の「流動性危機」の特徴は、「預金引出しによって生じた古典的な現金不足」とは異なり、預金以外の市場性資金を取り入れて資産拡大を行ったことで、危機はこのファンディングが継続できなくなる「流動性ファンディング危機」として現れた、とされる。

しかしながら、古典的な「流動性危機」といっても、取り付けによって預金の確保が困難となり「古典的な現金不足」が生じるといったものではない。それは銀行間市場が凍結して資金調達に困難に陥った結果生じるのであり、その意味では同様に「流動性ファンディング危機」として現れる。問題は、「流動性危機」の形態そのものではなくて、SIVの発行するABCP市場やレポ市場で、何故、流動性が枯渇したのか、というメカニズムを検討することによって、その「新規性」を明らかにすることができないのか？

(b) 「ソルベンシー危機」について

同様に、貸出債権の不良資産化が時間をかけて生じようと、投資債権の評価損が一気に生じようと、それらが自己資本を超過して債務超過に陥れば、直ちに「ソルベンシー危機」が生じることに変わりはない（評価損が一気に表面化しても、自己資本の範囲内で償却できるのであれば「ソルベンシー危機」は現れない）。

「表と影の信用制度」が異なれば、「危機」の発現メカニズムが異なるのであって、「危機」の形態そのものが変化するわけではない。

2. EU規制・監督体制として、マイクロ・ブルーデンスとマクロ・ブルーデンスの分割監督体制を提案した『ドラロジュール報告』の評価について。

今回の危機は、個々の金融機関が市場の規律を逸脱したがために生じたのか、あ

るいは「マイクロ・ブルーデンス」を遵守していたにもかかわらず生じたというのか？もし前者であれば、今回の危機はたまたま生じた一時的・偶発的出来事だが、後者であれば、「マイクロ・ブルーデンス」政策を積み重ねても、「マクロ・ブルーデンス」とは一致しないことを意味しているが、その論理はどのようなものなのか？また、そうであれば、『ドラロジュール報告』のように、分割監督体制をとれば、かえって問題が深刻化するのではないか？（cf. バーゼルⅢ）

3. 一連の欧州金融・財政危機の局面区分について

BIS規制に基づく国債のリスクウェイトでは、シングルBマイナス以下ではリスクウェイトの掛け目が150%にもなっている。それ故、そのような国債を保有していれば、含み損だけではなく、自己資本の増大圧力にもさらされる。2011年10月、ギリシャやイタリアの国債を大量に保有していた仏ベルギー系大手銀行デクシアが破綻し、財政危機から金融危機への波及が現実化した。金融危機と財政危機の相互促進的なスパイラルの悪循環の中で、新たに金融機関の破綻の連鎖的波及の可能性が出てきたのではないか？また、「ユーロ危機」への発展の可能性をどのように考えられるか？

〈回答〉

1. 流動性危機については、清水先生の考えとほぼ同じである。最後は銀行間市場で資金をとることができなくなるわけだが、それに至るプロセスが異なる。古典的な現金不足は、バジョットの『ロンバード街』にもあるように凶作、外国からの侵入の恐れ、大会社の突然の破綻等、いろいろな原因で取り付けが発生し、それがインターバンクでの資金取入れの不可能化となって現れてくる。今回も、最後はインターバンクでとれなくなるわけだが、その理由がCP等による短期調達ロールオーバー不能にあった点に新規性があると思う。実際、危機後に欧州の銀行は、安定的ファンディングのために、預金獲得に力を注いでいる。

ソルベンシー危機についても、同じ認識である。日本でバブル崩壊により不良債権がじわじわと増大し破綻が生じるまでに約7年かかったが、今回の欧州ではリーマンショック発生から、それが別な問題（实体经济や財政の悪化）に転化して「解

決」するまでわずか半年であった。危機の本質が債務超過である点に変わりはないが、危機の原因や危機に至るプロセスの新規性は強調しておきたい。

2. 『ドラロジュール報告』は、個々の金融機関が遵守すべきマイクロ・ブルーデンスのあり方自体に問題があったという立場である。加えて、個別金融機関に対するマイクロ・レベルの監督では掌握しきれないマクロの問題が確実に存在するため、その視点での監督体制の構築が必要という認識である。その実効性については今後注目していく必要があるが、マイクロ・マクロ双方の視点から金融システムを監督するという発想は、現代資本主義において、国家が資本へのコントロールを一歩強めたものと考えて良いのではないか。

3. 報告者も清水先生と同様の認識である。政府債務危機が、当該政府の国債を保有している（主に当該国所在の）銀行の資産を毀損し、金融危機に転化する可能性は常に存在してきた。実際、欧州各国の国債の格下げが進行しているので、ご指摘のとおり欧州の銀行には自己資本の積み増し圧力が生じている。市場から資金がとれなくなった銀行への資本注入について、リーマンショック後の金融危機の際にはEU構成各国政府が欧州委員会の承認のもとに行ってきたが、政府債務危機の深まりの中で、EUが財政危機対応で創設したEFSF（欧州金融安定ファシリティ）の資金を、直接銀行に注入できるようにすべきという議論も出ている。

財政危機と金融危機の連鎖、ユーロ危機の深化をいかに食い止めるのかという課題に直面し、EUは首脳会議で対応を打ち出そうとしている（その後、年末にかけて銀行同盟、財政同盟、政治同盟などを展望する「真のEMU（経済通貨同盟）」という形で議論が進み、一部は2013年初からスタートしている）。

2. 前畑雪彦（桜美林大学）

報告者は、「今回の欧州金融・財政危機」を「体制レベル」「制度レベル」「政策レベル」の3つから捉えることが出来るが、しかし本報告では『「制度レベル」の問題に集中」する。その根拠を氏は「今回の危機自体がまさに世紀に1-2度程度の制度危機」と把握する点に求める。そのうえで「EUの諸制度の歴史的修復（repair）」

として、EUの金融規制・監督と財政面の危機対応処置のこれまでの展開を整理されている。そしてこの展開を「『国家としてのEU』の機能が事後的に整備されているのである」と結論されている。

しかしこれで欧州の金融・財政危機を分析したことになるのだろうか？またこれによって今大会のメインテーマに答えることになるのだろうか？まず何よりも世紀に1-2度の「危機」は、はたして「制度レベル」と言えるだろうか？ここで言う危機はアメリカのサブプライムローン破綻に端を発しリーマンショックで頂点を迎え現在の欧州金融・財政危機に繋がる一連の事態をさすと考えるが、これは「体制レベル」の危機ではないだろうか？つまり価値増殖運動を生産力発展の原理とする資本主義的生産様式に内在しこの体制を揺さぶる危機ではないか—もとよりこの認識は明日にでも奇跡が起こるなどと言っているわけではない—？従ってこの危機は上記の3つのレベル総体で、それらの相互関連の中で分析されなければならない対象ではないか？

欧州金融・財政危機は次のような一連の関係において生じていると思われる。1) 欧州金融機関のサブプライム関連資産の減価に起因する貨幣恐慌の起動とこれの防御処置としての不換性に独自のECBによる「無制限流動性供給」と政府の資本注入による緊急対応—報告者は「以上の2つの処置により、いわば「急性」のトレーディング勘定危機は09年第1四半期までにほぼ終息した」とだけとらえて済んでいるように見える—とその後のこれら政策発動の必然的帰結としてのECBのバランスシートの異常な拡大と政府債務の増大。2) ギリシャ・イタリア・スペイン国債等の減価（これら長期金利高騰）と既に先の危機で不良債権を持つ金融機関によるこれら債務の保有による欧州金融・財政危機の発生、3) これに対するECBのインターバンク市場におけるこれら国債の買い上げ—当初否定していた長期国債買い上げの実行、無制限LTRO（期間3年）の2回の実施、出口政策の事実上の放棄—、4) 財政赤字は本質的に財政余剰で埋め合わせられねばならぬが、このための緊縮政策は国内不況をさらに強めかえって赤字削減を困難とし、失業を増大させ、国民的統合を脆弱にする。5) これは政権を不安定化させ政府の徴税能力を低下さ

せる。これによって政府の中央銀行金融政策への依存を更に増大させる。6) ユーロ圏は、失業10.8%へと増加し、消費者物価は安定目標値2%を16カ月連続で超えて2.7%となっており、既にスタグフレーション現象が生じている。7) この状況下で更なる「量的緩和」「信用緩和」を求められるECBの金融政策の行き詰まりの進行。8) 世界市場におけるECB・FRB・BOJによるゼロを含む未曾有の低金利政策の継続とバランスシートの競争的な異常な同時拡大政策によるそれらの国・地域間の為替切り下げ競争の発生。9) 世界市場の金融不安の逐次的発生と不況長期化による、不換制の歴史的経験から出口政策を志向する先進諸国中央銀行に対する緩和政策継続強化への繰り返される強制。以上、欧州に直接かかわることだけを思いつくままに指摘した一私はこれらの対抗関係を財政金融政策に媒介される資本蓄積の不換制に独自の lebendiger Widerspruch と規定する一。欧州の金融・財政危機の認識にはこれらの内的関連の分析が求められるのではないか？これらは「体制レベル」「制度レベル」「政策レベル」の観点から、資本の本質規定に基づいてそれら三つの「レベル」の相互関連の下で総合的に分析されるべきではないか？そしてこれらとの関連で「EU 諸制度の歴史的修復 (repair)」の意味と限界 (崩壊の可能性の程度) が考察されるべきではないか？そしてその際、欧州統合の理念という上部構造の下部構造に対する反作用力の大きさも十分考慮されるべきではないか？

〈回答〉

たしかに「体制」「制度」「政策」は相互に関連し、総体としての分析を要するが、今回は欧州の金融・財政危機が持つ「制度レベル」の問題に集中した。かつてなら「体制レベル」危機と言えたが、ソ連崩壊と中国の資本主義化により、所有関係の転換を伴う「体制」の問題を提起することがますます困難になっている。そこで、あえて資本主義の「制度」深化の見極めに徹した (こうしたコンテンツの制約から、銀行収益率などを含めた分析について今回は触れていないが、そうした分析に関しては田中素香編著 (2010) 所収の抽稿を参照されたい)。

指摘された論点のうち、1) については、急性のトレーディング勘定危機が終焉したのは確かだが、それで危機が終わったわけではなく、より高いレベルの危機＝

政府赤字等に転化したという認識である。4) については、フランスのオランド大統領登場により、従来の緊縮政策に加え成長という要因が入ってくるので、それがEUの政策としてどのように位置づいていくのか、見極める必要がある。5) については、原油価格高騰で4%台に達していたインフレ率はリーマンショックで大きく低下している。スタグフレーションという認識はとらないが、参照値を越えるインフレ率のもとでもECBが利下げを余儀なくされるという矛盾した状況は確かにある。6) については、かつてのような切下げ競争が起きていると思えない。むしろ、いま問題になっているのは、リスクオフで危ない資産から安全資産に資本が逃避している状況ではないか。

【一般討論】

〈岩田氏への質問と回答〉

○藤田誠一氏（神戸大学）

“Scoreboard”ではマクロ不均衡の監視と是正が義務付けられていますが、この評価をお願いします。

(1) 10の項目を均衡化させることは整合的に可能でしょうか。

(2) 不均衡是正がユーロ圏経済の活性化という目標にマイナスになるのではないのでしょうか。

〈回答〉

今回の政府債務危機でEUは大きなEU財政を作ろうとはしておらず、各国財政に対するグリップを強化しようとすることで対応している。財政赤字と、それに関連する経常収支などのマクロ諸変数等についてScoreboardを用いてチェックして、問題がある場合、欧州委員会が是正を促すという方式である。Scoreboard変数間の整合性については今後、実際の結果をにらみながら検討していきたい。また、ご指摘の通りScoreboardの対象となっているEU構成国の中には、先進国とキャッ

チアアップ国、実物重視の国と金融立国などが混在しており、一律の基準の適用が適切かどうかについては、確かに疑問がある。一般にキャッチアップ国は、インフレ率や経常赤字などが先進国より高めとなるので、キャッチアップ国の特定指標については何らかのアローアンスを設けるのも一つの考え方かもしれない。この点も今後注意しながら検討していきたい。

○川本明人氏（広島修道大学）

「国家としての EU」に向かうとすると、EU 金融機関の域内クロスボーダー再編はさらに進むと見られるでしょうか。また、G-SIFIs（グローバルな金融システム上重要な金融機関）に特定された EU のメガ金融機関のグローバル戦略は、ソブリン危機後どのようにになるとお考えでしょうか。

〈回答〉

EU 域内の金融機関再編は、過去、市場統合や通貨統合の時期に大きく進んだ。今後は政府債務危機が南欧全体に波及した場合、南欧の銀行の破綻や救済という問題になっていくので、後ろ向きの再編が進む可能性は高い。他方で、前向きの戦略的な再編については、危機下の現状ではなかなか見通しづらいところがある。

G-SIFIs については、ECB が、2008 年の金融危機後に「多様化モデル」と「特化型モデル」に分けて ROE 等の比較を行い、前者が安定的だったとして評価している。概ねこうした方向に進むものと考えられるが、EU 所在の G-SIFIs は、とにかく足元の環境が非常によくないのでグローバル戦略をなかなか見いだせないでいる。

○熊野剛雄氏

報告要旨 12 頁によれば、「米国の shadow banking がもたらした一時的な高収益」とありますが、shadow banking は必然的に形成された構造であり、バブルが崩壊しても依然として存在し、機能しています。そういう評価をすべきだと思いますが、どうお考えでしょうか。また shadow banking は、銀行が信用供与してお

り、また銀行がSIVなどのファンドを設立するなどして資金を流入させており、密接につながっております。

〈回答〉

shadow banking のどこまでが金融革新で、どこまでがサブプライム関連の持続不可能なメカニズムだったのか、見極めるのは難しい。だが、今回の危機を踏まえEUでは、originate to distribute モデルの問題点が指摘され、格付け機関のビジネスモデルも根本的に見直されるべきといった議論がなされている。ご指摘の通り、shadow banking システムは、既存の銀行システムと密接につながっているからこそ、それをshadowのまま放置することなく、規制の光を当て、しっかり監督を行っていくという方向になっているのだと考える。

○岩見昭三氏（奈良産業大学）

1. 統合の収れんへの影響

先生のご報告のように、近年ユーロ圏内で不均衡が拡大しているが、この拡大は、

1) 統合による必然的結果、2) それ以外の要因、のいずれが原因なのか。

2) も考えられるが、統合による競争強化を考えると、1) も無視できないのではないか。その場合、統合を深化させながら如何にして収れんを進めるのか。

2. 収れんの指標

「収れんの共同体」は、具体的にどのようにイメージすればよいのか。すべての国がドイツ並みの成長率、輸出競争力、産業構造を有するべきと考えるのか。あるいは、ユーロ圏内分業構造をイメージすればよいのか。

〈回答〉

1. 1) としてしまうと、1960年代から99年の通貨統合開始に至る期間、関税同盟や域内市場創設などを通じて実際に生じた収斂は何だったのか、ということになってしまう。域内レベルでの競争環境を強化した結果として収斂が進んだ。今回の危機は、統合それ自体ではなく、統合の際の制度デザインの欠陥からもたらされたものであると考える。即ちユーロ圏を構成する各国の財政やマクロ政策等への監視と

コントロールのための十分なメカニズムを欠いたまま通貨統合へ進んだ点が問題だった。

2. ここにいう収斂とは、いわゆる「キャッチアップ」のことで、一人当たり GDP の低い国が域内の平均に近づいていくことである。実際、80年代以降、EC 平均の6割程度で加盟したギリシャ、スペイン、ポルトガルなどが、次第に平均に近づくプロセスが観察できた。産業構造も域内の相互的な直接投資を通じて似てくるだろうが、産業や企業毎に最適立地は異なるため、全ての国がドイツと同じになるというわけではない。

○川波洋一氏（九州大学）

1. EU 諸国において「収斂の共同体」に変調が生じてきた（一人当たり GDP の二極分化が生じてきた）ことと、統一通貨ユーロの導入はどの様に関連していますか。

2. 先生はユーロ危機の背後にある二つの事象すなわち一つは通貨の統合と財政の分断という統合のあり方、もう一つはアメリカの住宅バブル⇒サブプライム危機からリーマンショックへと至る金融危機とを切り分けて議論しておられるように見受けられます。その場合、今回のユーロ危機をもたらした要因として、この二つの事象のうちどちらが本質的なものとお考えでしょうか。

〈回答〉

1. ギリシャやイタリアのような国に対して EU が事前にその政策上の問題を監視し、是正することができる仕組みを十分に整えずにユーロを導入したことに変調の原因があったのであり、ユーロを導入したこと自体に問題があったのではないと考える。

2. 前者が本質と考える。リーマンショックについては、ECB による流動性供給や資本注入を通じて 2009 年までにはほぼ解消に向かった。財政やマクロ政策を EU レベルで監視し、問題が生じている国の財政やマクロ政策を事前に監視・是正するメカニズムが EU に十分に備わっていたならば、リーマンショックが、実物経済の落ち込みを通じて、ユーロ危機へと転化することはなかったと考える。

○小林真之氏（北海学園大学）

2008年のサブプライム危機と現在のユーロ危機との関係をどのように考えられますか？両者は独立した金融危機として把握されるのか、あるいは同一の原因から派生した連続した金融危機と把握するのか、お考えをお聞かせ下さい。

〈回答〉

連続性が大きいと考える。米国のサブプライム危機とリーマンショックは、銀行への資本注入と投資をはじめとするGDPの落ち込みを通じて、各国の財政赤字を拡大させた。その結果、（財政同盟なき経済・通貨同盟という制度的与件のもとで）ギリシャなど特定国において政府債務危機が引き起こされた。

【予定討論者のコメントへの徳永氏の回答と一般質問への回答】

1. 清水正昭氏（千葉商科大学）のコメントと回答

①「影の銀行システム」下における内生的な貨幣供給の柔軟化の限度はどこにあるのか。

②「表の銀行システム」と「影の銀行システム」とはどのような関連にあるのか。

〈回答〉

①直接的な限度はレポ取引などの担保付短期貸付において担保として利用される資産価格の動向（例えばレポ取引におけるヘアカット率）にある。そして資産価格の動向は、市場参加者による市場リスクと信用リスクに対する評価によって主に左右される。

②両システムは前者から後者への流動性保証の供与などを通して深く関連している。しかし、「表の銀行システム」下の中央銀行の金融政策を軸とする短期資金供給と「影の銀行システム」における担保資産価格に基盤を置いた短期資金供給がどのように関連しているのかについては十分に解明されていない。この論点を今後の研究で解明していきたい。

③ミンスキーの金融脆弱性仮説に基づいて、どのような問題点が明らかにされたのか。※なお、飯田裕康氏（慶應大学）からも同様の趣旨の質問を頂いた。

〈回答〉

本文の7.「本研究のインプリケーション」を参照されたい。

2. 前畑雪彦氏（桜美林大学）のコメントと回答

ミンスキー理論の積極的意義、すなわちそのマルクス信用理論の関連と相違をどのように考えているのか。※コメントの中では、資本の価値増殖に基づく生産制限を突破させる信用制度の役割についても強調された。

〈回答〉

ミンスキーの金融不安定性理論の特徴は、マイクロ経済主体（企業、銀行、家計）のバランスシートの動向を十分に踏まえながら、金融システム全体（マクロレベル）の脆弱性の高まりとその結果である金融不安定性を説得的に明らかにしたことある。また、海外の研究動向を概観すると、ケインズ及びミンスキー研究者を中心とするポストケインズ派の研究は、他の主流派経済学（マルクス派、レギュレーション派、制度学派など）の研究成果を取り込む形で、「経済の金融化」論として発展している。「経済の金融化」論は、1970年代以降、経済危機がすぐれて金融危機や通貨危機という形態で発生していること、そして実体経済を牽引する企業の資本蓄積と家計の個人消費が金融主導型になっていることを説明する理論として一定の有効性を持っている。

付言すれば、マルクスとミンスキーの問題関心は異なる。前者が金本位制における周期的な過剰生産恐慌の発生にあつたのに対して、後者は戦後の管理通貨制における金融危機の頻発化にあつた。

【一般討論での徳永氏への質問と回答】

○藤田誠一氏（神戸大学）

①通常、貨幣供給の「内生的」という場合、実体経済の需要に対応する貨幣供給を指すが、ここで言う「内生的」は何に対するものなのか。

②ドルの「外生的」供給である米国の経常収支赤字との関係はどのように考えら

れるのか。

〈回答〉

①本稿で言う「内生的」なドル供給とは、「機関投資家の現金プール」による高利回りで安全なドル建て短期資産への需要（「世界的な安全資産の不足」を反映）に応じた LCFIs によるドル建て短期債務の供給を指している。

②すでに 1985 年に発表されたアグリエッタの研究が明らかにしているように、国際通貨ドルの内生的供給と米国の経常収支赤字を通じたドルの外生的供給とは明確に区別されるものである。国際通貨ドルの内生的供給の中心はユーロ銀行業経由である。最近の BIS 四季報に収録された論文によれば、ドル建てのグローバルな銀行業におけるユーロ銀行業経由のシェアは、1970 年代の 10% 台から世界金融危機直前には約 35% まで達している。このことは、2000 年代、国際通貨ドルの内生的供給が柔軟化してきたことを示している。

○小林真之氏（北海学園大学）

米国の金融危機とユーロ危機は独立した金融危機なのか。それとも同一の原因から派生した連続した危機なのか。

〈回答〉

基本的には連続した危機と捉えられる。米国の住宅・資産バブルに伴う信用需要に対する資金供給において重要な役割を果たしたのが欧州銀行であった（注 4 を参照）。この結果、米国の金融危機が欧州銀行のバランスシートを直撃することになった。しかし、欧州銀行による大西洋を跨いだドル建てビジネスと、域内を中心するユーロ建てビジネスがどのような関係にあったのか（それともなかったのか）ということは今回の危機を考える際に重要な論点であり、今後の研究で明らかにしたい。

○木村二郎氏（桃山学院大学）

内生的貨幣供給は新たな貨幣供給ではなく、既に供給された貨幣の再利用（回転数の拡大）ではないか。

〈回答〉

既存研究が明らかにしているように、非銀行金融機関、例えば投資銀行による貨幣供給は貨幣の流通速度の高まりもたらすものであり、商業銀行の貨幣供給のように新たな貨幣供給ではない。しかし、このことは非銀行金融機関による貨幣供給が商業銀行のそれよりも重要ではないということを意味しない。海外の研究が明らかにしたように、2000年代、米国では、投資銀行による貨幣供給の規模は商業銀行のそれとほぼ同じ水準に達していたのである。このことを理論的に分析していくことは、「表の銀行システム」と「影の銀行システム」との関連を解明することに寄与するだろう。

《編集担当者からのお断り》

春期大会の報告者であった水野和夫氏より、予定討論者へのリプライ、および一般討論での質疑については割愛させて欲しい旨の申し出があったので、異例ではあるが編集担当者として了解したことを記しておきたい。

金融危機下のイギリス金融市場

築田 優
(和歌山大学)

はじめに

2007年夏のサブプライムローン問題顕在化に始まり、2008年秋のリーマン・ショック、2009年以降のユーロ危機・ソブリン危機と、グローバル金融市場では重大な危機が連鎖し、そのため金融監督当局は過去に類をみない異例の政策対応を余儀なくされている。このグローバル金融危機からの出口は未だ見出せず、今後想定外の部門・地域で新たな危機が発生することも起こり得る、非常に不安定な状況が続いている。

ところで、今回の金融危機はアメリカの金融危機に始まり、その後にグローバル金融システムを通じて世界中に拡大したが、同時期までに景気が過熱していたイギリスは、この悪影響を特に大きく受けた。現在のところイギリスでは新たな危機は生じてはいないが、しかし危機が終息したというには時期尚早であり、今後の動向を注視する必要がある。

ただ今後の予測は困難である。そこで本稿では、危機後のイギリス金融市場を再確認し、また景気と関連性が高くバブルが顕著であった同国住宅金融市場や、それと関連する同国MBS市場について検討したい。

1. 危機前後のイギリス金融市場

イギリス金融市場についてみていく前に、大まかに今回の金融危機前後のマクロ経済状況を確認しつつ金融市場についてみていく。まず危機前であるが、2000年以降のイギリスではGDPが急速な勢いで成長を続けた。前年同月比で見れば2008年秋に発生したリーマン・ショックまでは一貫してプラス成長を続けており、しかも成長率は4%から6%と比較的高水準で変動幅の狭い成長率が続いていた。

また労働市場では、好調なマクロ経済の下で平均所得が急上昇を続け、失業率は低下傾向となっていた。さらに好況にも関わらずCPI上昇率は比較的安定しており、(現在はその枠組みが疑問視されているものの)イングランド銀行がインフレ抑制を目的に行っているインフレーション・ターゲットのレンジ内(現在:目標値2%、レンジ±1%の最低1%から最大3%)におさまっていた。大まかではあるが、このようにイギリスは、安定的な経済成長(狭い景気変動幅)とインフレ率の安定基調という、いわゆる“グレート・モデレーション”と呼ばれているような「超」安定した状態が続いていたのである。

ただし周知のとおり、2007年夏のパリバ・ショック、2008年秋のリーマン・ショック以降はGDPの成長は鈍化し、2008年第3四半期に16年ぶりのマイナス成長となると、翌年の第1四半期には成長率が-6%を記録し失業率も急上昇した。なお、GDP成長率の減速(マイナス幅)は、IMFによれば先進諸国で最も大きいとされた。

つぎに金融市場の状況として株価についてみていくと、2000年以降のイギリス金融市場は急拡大を続けた。たとえばイギリス株式市場の主要指標であるFTSE100についてみていくと、2000年代初頭は1990年代末からのリセッションが完全に収束していなかったため、2003年3月3日に

は 3287.04 ポイントと近年の最安値となっていた。しかしそれ以降上昇を開始すると、2007 年 10 月 31 日には 6721.57 ポイントと、わずか 4 年半で 2 倍以上にまで上昇した。しかし GDP 同様、パリバ・ショックやリーマン・ショック以降は株価も下落し、急上昇が始まった 2003 年と同水準にまで下落した。ここ数年は異例の低金利政策（0.5%）の継続効果もあって上昇傾向ではあるものの、ユーロ圏諸国のサブリン危機やユーロ危機等の影響もあり、上昇しては下落するという不安定な状況が続いている。

また 2000 年以降の好況のなかでは住宅金融市場も好調であった。これについての詳細は次節に譲ることとするが、概要を述べるならば、そもそも銀行貸出が急速に伸びる²⁵⁾ なかで住宅ローン貸出も好調で、残高も急速に増加し、住宅価格も急速に上昇した。とは言えイギリスの住宅価格は先進国で最もバブル化していたとされており、好調の背景ではリスクが高まっていた。またイギリスでも 2000 年以降に住宅ローン債権を担保とした証券である MBS (Mortgage Backed Securities) 等の証券化商品の発行が活発化していた。しかしこれらの市場は、危機下で大きく混乱し、現在も不安定な状況が続いている。

2. イギリス住宅金融市場の混乱

イギリス住宅金融市場のバブルとその崩壊についてみていく前に、アメリカや他のヨーロッパ諸国と比較した場合のイギリス住宅金融市場の特徴について確認しておきたい。

イギリスの住宅金融で最も特徴的なのは、住宅ローンのほぼ全てが変動

25) Office for National Statistics によれば、2000 年から 2008 年までに大手金融機関の資産総額は GDP の 6 倍から 9 倍に急上昇した。これは同時期、アメリカが同 3 倍から 4 倍を少し超えたのと比較すると著しく高い上昇である。

金利型である点である。このことは、イギリス住宅金融市場では金利リスクはローンの借手が取っていることを意味している。もちろんイギリスにも固定金利型の住宅ローンは存在するが、そのほとんどは2年から5年の短期固定型であり、10年超固定期間のものは全体の1%程度である²⁶⁾。ちなみにアメリカでは住宅ローン（プライムローン）のほとんどが長期固定型であり、その他の先進国でもフランスで50%、ドイツで30%が長期固定型である。

またイギリスでは住宅金融市場への公的介入がほとんど行われていないのも特徴である。例えばアメリカでは、政府機関や政府系機関（GSE等）が貸出から償権保証、証券化にまで強く介入している。しかしイギリスではこのような介入が行われていない。もちろん住宅金融市場が自由放任主義的に行われているわけではなく、法的規制の下で一定の監督は行っている。しかしそれは介入というほど積極的なものではなく、また歴史上で住宅金融にかかわる公的機関が存在したことも無かった。

イギリスの住宅金融市場について具体的にみていくと、住宅ローン新規貸出額は2000年代を通じて増加を続けた。また住宅価格も上昇を続け、2001年には8万ポンド程度だったものが、近年で最も高かった2007年には20万ポンドを超えるまでになっており、6年間で2.5倍となった。これに関して国際通貨基金（IMF）は、イギリスにおける住宅価格上昇は、ファンダメンタルズの状況から判断して25%程度割高だとしている²⁷⁾。この値は主要先進諸国のなかで最も高いと指摘されており、すなわちイギリスは先進諸国中で住宅価格が最もバブル化していたということである。

イギリスにおける住宅価格上昇については種々の要因が挙げられるが、その主なものとしては①平均所得上昇、②需給のミスマッチ、③MBS市

26) 詳しくは築田 [2011a] 72頁を参照されたい。

27) International Monetary Fund [2008] p. 7.

場の活況、であろう。①については傾向的に理解できるし、③については次節で触れるため本節では触れないこととして、ここでは②について簡単に説明を加えたい。

イギリスでは好調な経済の下で住宅所有意欲が高まったが、しかしイギリスでは住宅の新築に一定の制限が加えられることがある。すなわち、イギリスでは住宅建設は都市計画・国土開発と密接に結びついており、新たな土地に住宅を新築・増改築するためには地方政府の許可が必要となる。そしてこの許可を得るためのハードルが高く、また審査期間も長期にわたる。そのためイギリスでは中古住宅の売買が住宅売買の中心となるのであるが、2000年代は旺盛な住宅需要に対し住宅供給が追い付かず、そのため住宅価格の上昇が引き起こされていたのである。

なお、イギリスでも（アメリカとは比較にならないほど少ないものの）サブプライムローンの貸出は行われていた。さらにサブプライムローンはMBSとして証券化され販売され始めてもいた。ただし、イギリスのサブプライムローンやサブプライムMBSについては、一部の大手金融機関がイギリス国内で取り扱いを始めていたが、ただし国内市場が活発化する前にアメリカでサブプライムローン問題が深刻化したため、イギリス版サブプライムローン問題が顕在化することはなかった。

ちなみにイギリスでは、イギリス籍のノンバンクもサブプライムローンを貸し出していたが、中心的に行っていたのは、例えばアメリカのゼネラルモーターズの金融子会社であるGMAC・レジデンシャル・ファンディングやアメリカ系ネット専門銀行など、アメリカ系ノンバンクのイギリス子会社（支店）が広くサブプライムローンを貸し出していた。

しかしリーマン・ショックを境に住宅ローン貸出額は減少した。景気が著しく減速した2009年以降はピーク時の約半分となり、特にリモージェ向け貸出が著しく減少した。また住宅価格も2007年後半から下落に転じると、2008年から2009年にかけては大幅な下落となった。2009年後半

には住宅市場への支援策が奏功して一時的に上昇傾向となったが、2010年に入ると再び下落し、2012年現在では16万5000ポンド程度となっている。また住宅価格の下落が続けばネガティブ・エクイティ（アンダーウォーター・ローン）の発生率は上昇し、これによる逆資産効果で消費性向の低下が生じて実体経済にも悪影響を与える。特に住宅市場・住宅金融市場のバブルが著しかったイギリスは影響は大きいはずであり、その意味でも住宅価格の下落は大きな懸念材料である。

また住宅ローンの延滞・差押え率については、2008年から2009年にかけて両比率は急速に上昇し、6ヵ月以上の延滞率は1%に迫る高さとなった。2010年以降は低下傾向となっているが、それでもリーマン・ショック前と比較すれば2012年現在でも高い水準であり、住宅ローン借入者においては返済困難が継続していることが分かる。これについては景気の悪化や失業率の急上昇等の影響であることは明らかであろう。

最後に住宅ローン金利について確認すると、実態経済の停滞を受けて住宅ローン金利もリーマン・ショック後は急速に低下し、こちらも歴史的な低水準となっている。

3. 金融危機下のイギリス MBS 市場

アメリカでサブプライムローン問題が深刻化し、それにともない世界的に証券化商品市場が機能停止状態に陥ると、これによりイギリス金融市場も大きな影響を受けた。

金融危機下のイギリス MBS 市場について述べる前に、同市場の歴史的背景について触れておきたい。周知のとおり、MBS が初めて発行されたのはアメリカで、それは1970年代のことであった。この時期のアメリカでは金利リスク回避や貸出原資の確保といった要因から公的機関による MBS 発行が国策的に行われ、それは一定の成果を上げた。その過程で、

ソロモンブラザーズは S&L や公的機関（フレディ・マック）の協力を得て民間での MBS 発行の可能性を探っており、実際に発行も行った。その後、他の金融機関も民間 MBS 発行を行うようになったが、1980 年代になりソロモンブラザーズや他の投資銀行は、アメリカでの成功を基にイギリスでも同様のことを始めるようになった。すなわちそれらはイギリスに子会社のモーゲージカンパニーを設立し、その子会社の住宅ローン貸出債権をもとに 1987 年から MBS 発行を始めたのである。以後、アメリカ系モーゲージカンパニーが中心となり、イギリスでも MBS 市場が展開することとなった。

ここでは以下の点に注意したい。先に述べたとおり、イギリスの住宅ローンは歴史的にほとんどが変動型金利であり、金利リスクは借手が負っている。また貸手においては、貸出原資の確保に苦慮する状況は生じず S&L 危機のようなことも生じていなかった。そう考えると、イギリスでの MBS 発行は、アメリカで市場の困難性回避を目的に始まったのとは異なり、アメリカ投資銀行の収益基盤拡大のために始められた面が強いのではないか。

その後、1990 年代初めにはイギリス経済のリセッションに伴い MBS 市場は急速に縮小したが、2000 年以降には今度はイギリス国内の銀行が中心的な発行体となって再び市場が拡大した²⁸⁾。とくに 2005 年から 2006 年にかけては著しい拡大がみられた。なお、この時期に MBS 発行を積極的に行ったのは 1990 年代に住宅金融組合から銀行転換した金融機関であった。

このような MBS 市場の急拡大は、イギリスでもいわゆる Originate to Distribute 型のビジネスを可能とさせた。すなわち、金融機関は住宅ローン融資を増やしても（金利収入は減少するが）債権を証券化すれば売却す

28) イギリス MBS 市場の展開については、詳しくは築田 [2011a] の第 3 章を参照されたい。

ることができ、またそれによりリスク移転と資金調達が出来たため、証券化して売却することを前提とした貸出が急速に増加していった。一方では金融機関が住宅ローン融資を積極的に行うことで住宅需要が高まり、それにより住宅価格の上昇にも影響を与えたであろう。このような貸出と証券化を繰り返すことで、背景ではレバレッジの急拡大が進んでいた。なおMBSを主に発行していたのは旧住宅金融組合の転換組銀行であった。またイギリスMBSへの投資家は主に国内外の機関投資家であったが、アメリカのMMFもその多くの部分を保有していた²⁹⁾。

前置きが長くなったが、ここから危機直前から危機発生以降のMBS市場についてみていく。2007年から2011年第2四半期までのイギリス大手行の債券発行（資金調達）の状況を見てみると、2007年前半時点ではMBSやCMBSおよび他のABSなど、いわゆる証券化商品が発行（資金調達）の中心となっていた。しかし2007年後半からはそれらの発行額は急速に縮小し、2009年後半までまったく見られなくなった。ただし2009年後半以降は、たしかに発行が行われるようにはなっているものの、それでも以前と比べれば格段に少ない。

そのようななか、2007年夏以降にアメリカでサブプライムローン問題が顕在化してバリバ・ショックが生じると、証券化商品市場の信用低下からイギリスMBS市場もこの影響を大きく受けて停滞をはじめた。イギリスではMBSの担保資産である住宅ローンについては延滞率や差押え率などがまだそれほど悪化していなかったにも関わらずMBS市場が停滞した点がアメリカとの違いであり特徴的な点であるが、いずれにしてもリーマン・ショック後にはイギリスでもMBSはほとんど発行が行われなくなった。

なおイギリスではこの時期、1990年代に住宅金融組合から銀行転換し

29) 築田 [2011a] 第3章を参考にされたい。

た金融機関により MBS の発行が積極的に行なわれたことはすでに述べたが、発行目的として大きかったのは、リスク分散にくわえて資金調達が大きかった。すなわち転換組の銀行は、伝統的な大手銀行が支店を出している地域に新たに支店を出してリテール預金の獲得競争をすることを得策と考えず、一方で当時潤沢に存在していた市場性資金を吸収することが資金調達として効率的と考えたようである。そもそも転換組のなかには、当時の住宅金融組合に課されていた総負債に占める市場性資金の割合の上限(20%)を嫌って銀行転換したところも多かったといわれている。

このようにイギリスでは転換組の銀行を中心に MBS 発行が大規模に行われていたのだが、パリバ・ショックやリーマン・ショックを経て MBS 市場が機能不全に陥ると、そのような銀行においては資金調達難から経営危機が頻発した。転換組の銀行であり、資金調達の約 7 割を MBS 発行で賄っていたノーザンロックの破綻はその典型例であった。この点については、効率的とされた近年の金融機関の資金調達構造変化(市場性資金への依存)が、市場の不安定時にはリスクを増幅させるものであるとの評価がなされており³⁰⁾、また一方では旧来的なリテール預金の重要性が再確認されるものであると言えよう。

イギリス MBS 市場の最新データは今のところ入手できていないが、住宅価格が下落を続け、住宅ローン返済の延滞・差押え率が依然として高い現在、MBS 発行が活発に行われているとは考えにくい。イギリス政府や BOE も、2008 年 4 月に発表した「特別流動性スキーム」で、MBS とイギリス国債のスワップを可能とするなどの対応策を一時的に講じ、その後これを延長・拡大させるなどして MBS 市場を側面から支援した。しかし MBS 市場が危機前の状況に戻ったという情報はこれまで得られていない。

30) 齊藤・築田 [2010] 第 4 章を参照されたい。

ただし、2012年5月に巨額の損失を発表したJPモルガンの投資部門は、2009年10月以降に私募発行されたイギリスMBSの約45%（130億ポンド）を保有していたとされている³¹⁾。そこから計算すると、イギリスでは私募だけで300億ポンド近くのMBSが発行されていたことになるため、一定程度回復している可能性は考えられよう。

おわりに

本稿では、世界金融危機下のイギリス金融市場についてみるにあたり、特にバブル化の著しかった住宅金融市場と、証券化商品の代表格であるMBS市場を通して詳しくみてきた。全体を通して感じられることは、ひとつは本来裏方であるべき金融または金融機関が表舞台で独り歩きし、しかし危機が発生するまで（バブル認知の有無を別として）それに目を背けていたことのツケを今払わされているのだ、ということである。今回みてきた限られた範囲のなかだけでも、株価は4年半で2倍となり、住宅価格は6年間で2.5倍になり、銀行資産/GDPも8年間でも6倍から9倍となった。さらに本来金融安定化を目的に開始されたはずの証券化（少なくとも筆者はそう考えている）の進展・利用拡大により、ハイリスクな債権の組成・証券化・それへの投資が世界的範囲で大規模に進んだ。結果論だとの批判もあるかもしれないが、しかし危機が発生する前であってもこの状況がバブルであることは明らかであり、そもそも強く指摘されてもいた。よくいわれているように、バブルの最中にバブルを認識して制御することが困難なのは当然と言えば当然なのであるが、結果として今回払うこととなったツケは甚大なものであった。

もうひとつは、（本稿から少し飛躍するが）イギリスは金融業に依存し

31) 2012年5月18日付のFinancial Times紙より。

た産業構造の見直しが迫られているのではないか、ということである。グローバル化の進んだ現代では国境を越えて多額の金融商品が取引されており、アメリカ以外では最も多額に証券化商品を大規模に発行・保有していたイギリス金融機関は、他国の同商品市場の不安定化の波及で国内も大混乱し、連れて金融市場が混乱し、実態経済は先進国のなかでも最も強い影響を受けることとなった。イギリスは、規制改革等による金融安定化の一方で、国内産業構造の転換にも目を向けなければならないのではないだろうか。

参考文献

- 斉藤美彦・築田優 [2010], 『イギリス住宅金融の新潮流』, 時潮社, 2010年6月。
築田優 [2011a], 『証券化と住宅金融—イギリスの経験—』, 時潮社, 2011年6月。
築田優 [2011b], 「リーマンショック後のイギリス住宅金融市場」, 『季報 住宅金融』 2011年秋号, 住宅金融支援機構, 2011年11月。
築田優 [2010], 「世界金融危機下のイギリス MBS 市場」, 『証券経済学会年報』第45号, 証券経済学会, 2010年7月。
Bank of England [2011], Inflation Report, May 2011.
Caroline Purdey [2009], *Housing equity: a market updates*, Council of Mortgage Lenders, January 2011.
Council of Mortgage Lenders [2010], *The outlook for mortgage funding markets in the UK in 2010–2015*, January 2010.
European Covered Bond Council [2011], ECBC Fact Book 2011, June 2011.
European Mortgage Federation [2010], HYPOSTAT 2009, November 2009.
International Monetary Fund [2008], World Economic Outlook, October 2008.

サブプライム危機下の米系大手金融機関※

—— 彼らの収益構造は変化したのか？ ——

掛下 達郎

(松山大学)

はじめに

まず、大会共通テーマと本報告との関連を述べたい。サブプライム危機の最中に、とくにヨーロッパで金融市場の混乱がみられた。しかし、アメリカの大手金融機関の中でマネーセンターバンク¹はつぶれるどころか、大手投資銀行を吸収していった。1930年代の大恐慌期には預金引出と銀行閉鎖がつぎつぎと起こったが、大会共通テーマである金融恐慌の今日的形態では大規模な預金流出と銀行破綻はアメリカではみられなかった。その一方で、全体であたかも「影の銀行」のような役目を担ったシャドープランキングが問題となった。本報告では、大手金融機関とその投資銀行業務にテーマを絞り、金融恐慌の今日的形態の一端を浮き上がらせることが目的である。

サブプライム危機をへて米系投資銀行のビジネスモデルが批判されてきたが、本報告では大手金融機関の収益構造について考察する。投資銀行業務というと、投資銀行がおこなっているというイメージがある。しかし、マネーセンターバンクも投資銀行業務をおこなっている。そこで、投資銀行だけでなくマネーセンターバンクを含めて大手6社の収益を時系列データで分析する。その投資銀行業務の中でトレーディング業務に着目する。

現代的には、顧客は数ある金融機関の中でマネーセンターバンクを選んで
いる。この問題を OTD（組成分配型）モデルに即して、組成分配の際に
貸出業務やトレーディング業務が重要となることを通して考察していく。
その中で、マネーセンターバンクと大手投資銀行がグループ化、もしくは
合併していく理由を考えたい。

1. 先行研究

ここでは、金融機関の収益構造を扱った先行研究をサーベイする。

まず、*Federal Reserve Bulletin* に毎年 “Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks” と題するレポートが公表されている。このレポートは、資産規模別の収益とバランスシートの分析をおこなっている。ただし、バランスシート分析は詳細だが、本報告で焦点を当てる収益の項目が少ないことが難点である。

つぎに、戦略コンサルティング会社であるベイン・アンド・カンパニーの Zook [2007] がある。彼は、スルガ銀行の事例を取り上げ、コア事業の再定義や隠れた資産の活用を提案している。スルガ銀行は顧客情報管理システムを欧米銀行以外で初めて本格的に導入した銀行である。同じくベイン・アンド・カンパニーの先行研究 Gadiesh and Gilbert [1998a, 1998b] がある。彼らは、架空のリージョンバンクの事例で、キャッシュを生んでいるのはどの事業部門なのか、また金融商品・サービスごとの利益の推計をおこなっている。ただし、この利益の推計は分析対象の財務担当者でないとは不可能な部分がある。

最後に、民主党系のブルッキングス研究所の Litan [1987] がある。彼はナローバンク論の提唱者として著名であり、商業銀行と銀行持株会社の業務多角化とその社会的利益を多面的に分析している。そこで、Litan [1987] を参考に、業務多様化の利益を整理する。

Litan [1987] は、業務多様化の利益には、まず競争の促進が挙げられるという。1975-84年には、「すべての金融サービス産業のなかで、投資銀行業務だけが著しい不完全競争状態にある」。「すなわち、正常以上 (supranormal) の収益性および市場集中」がみられるのである。収益性については、1975-84年のROE (標準偏差) は、商業銀行では12.3% (1.3%)、証券引受業者²では16.4% (5.7%)となっている。市場集中については、「1985年において投資銀行上位5社は、その年に引き受けられたアメリカ企業の株式・社債の70%-1982年の54%より上昇している - およびディーラーによって扱われたすべてのコマーシャル・ペーパーの96%の主幹事を務めた」という。ここから得られる含意は、投資銀行業務、証券引受業務が不完全競争状態で、正常以上の収益性と市場集中が存在したならば、これらの業務に参入することは社会的にも個々の商業銀行、マネーセンターバンクにも利益があるということである。

彼は、業務多様化の利益には、つぎに範囲の経済があるという。「すなわち専門化された供給主体によってではなく、同一の組織体から多様な財やサービスを結合的に提供することから生じる費用節約である。」それは第1に、「法人預金と法人資金需要の営業基盤が大きければ、多くの銀行は多くの投資銀行よりも効率的かつ迅速に、法人資産 (あるいは法人全体) の買い手と売り手の出会いをつけることができる」ことにある³。

業務多様化の利益には、最後に収益変動の緩和があるという。「全体として、表3-4における計測は、考察された各期において典型的な銀行および銀行持株会社の収益が、もしいくつかの非銀行業務をおこなうことが許可されていたとしたら、より安定的であり得たということを明確に語っている。銀行 (および銀行持株会社) の変動係数は、ある期間において表に載せられているいくつかの業務・・・・のそれよりも実際に高い。さらに、商業銀行の収益は表に示された各期において、最近の期間では統計的に有意なものではないが、いくつかの非銀行業務と負の相関をもってい

た」という。

これは銀行業務と非銀行業務との特性の違いによるものと推測される。すなわち「ポートフォリオ分析（によると一引用者）・・・・銀行業務が最もリスクが低く」収益が低いという。

「広範な金融業務に参加する自由が与えられれば、銀行および銀行持株会社は、少なくとも収益形態の変動、そしてそれゆえに倒産のリスクを著しく減少させる機会を得る」と考えられる⁴。つまり、業務多様化によってリスクを減少させえるならば、投資銀行業務に参入することは社会的にも個々の商業銀行、マネーセンターバンクにも利益がある。こうした業務多様化の利益（競争の促進、範囲の経済、収益変動の緩和）の背後に存在する隠れた資産⁵を探ることが本報告の隠れた目的である。

1. 大手金融機関の収益構造

前節の先行研究のサーベイを受けて、ここでは大手金融機関の収益構造を考察する。大手金融機関の収益の柱となっている投資銀行業務の最も狭い定義は、引受業務とトレーディング業務である。それに M&A（合併・買収）アドバイザー業務を加えた投資銀行業務の定義がある。以上がコア業務の部分である。もう少しだけ広げて、すべての資本市場活動とする定義も使われており、この報告ではこちらを採用する。

2.1. 大手投資銀行

大手投資銀行の現状をみると、プリンシパル・インベストメント、例えば未公開企業への投資ビジネスが、サブプライム危機時、2007-09年に赤字に転落している。投資銀行業務のコアを引受業務、トレーディング業務、M&A アドバイザー業務とすると、その収益は2007、08年、その前後に減少している。投資銀行業務のコアは、各社によって少しずつ違う

が、減少しているとしてもわずかか、急激に減少した後にV字回復している状態である。

その中で、今回トレーディング業務に注目して、トップ3社をみると、まずゴールドマン・サックスは、総収益に占める広義のトレーディング損益⁶はほぼ60%前後で、2009年には70%を超えている。モルガン・スタンレーは、2007年に28%に落ち込むが、大体30%から50%である。そして、メリルリンチも2008年には赤字になっている。上位2社に比べると少ないが、17%から27%という状態である。ただし、メリルリンチのトレーディング損益は、ブローカー業務の仲介手数料（コミッション）だけでも、引受とM&Aアドバイザー業務の合計より大きくなっている。

ゴールドマン・サックスのプリンシパル・インベストメント総額、モルガン・スタンレーの自己勘定取引の中のインベストメント、メリルリンチの自己勘定取引、これがプリンシパル・インベストメントで減少したところである。それほど減少していないトレーディングの部分は、ゴールドマン・サックスの株式のトレーディングやモルガン・スタンレーの自己勘定取引の中のトレーディング、メリルリンチの自己勘定取引は分解されていないのでコミッションの部分である。

2.2. マネーセンターバンク

つぎに、大手商業銀行であるマネーセンターバンクの収益構造について投資銀行業務を中心に考察したい。

大手マネーセンターバンクにおいても、住宅モーゲイジ・ローンの金利・手数料収入が最大項目になっている。正確にとれるデータは2008年からの四半期のものだが、JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカは大きくなっている。シティバンクもサブプライムまで大きくて、それ以後少し減少しているが、それでも最大項目になっている。

それ以外にも非金利収入があるが、その非金利収入が大きくなっている。

非金利収入の主要項目は投資銀行業務である。マネーセンターバンクや大手の銀行、具体的にいうと総資産 100 億ドル超の大規模国法銀行は投資銀行業務に進出している。

トレーディング損益と投資銀行業務ブローカー手数料は、資産 1 億ドル未満の規模の銀行において、ほとんどゼロに近い値である。資産 1 億から 10 億ドルの規模でみても投資銀行業務は小さい値になっている。ところが、規模が大きくなると、資産 10 億ドルから 100 億ドルのところでは投資銀行業務はまだゼロがあるが、やや大きくなっている。資産 100 億ドル超の部分でみると、明らかに大きくなっている。大規模行になると積極的に投資銀行業務に進出していることがわかる。

非金利収入は、サブプライム危機直前には総収益の過半という状態になっている。プリンシパル・インベストメント業務が、サブプライム以前は大きかったが、サブプライム以後は明らかに小さくなっている。

マネーセンターバンク 3 行のデータからわかるように、プリンシパル・インベストメントが赤字に転落している。しかし、投資銀行のところでは述べた引受業務、M&A アドバイザリー業務は、減少しているとしてもわずらかか、または急激に減少した後に V 字回復している状態である。したがって、引受業務、M&A アドバイザリー業務といったマネーセンターバンクの投資銀行業務のコアも、プリンシパル・インベストメントに比べると持ちこたえている。

2.3. トレーディング業務

トレーディング業務は、証券の引受業務に引き続き、その証券を市場で売っていくことで発生する。トレーディングはただ売買するだけで生産的ではないという議論がサブプライム危機の際にされたが、マーケットメイクをするという意味ではプラスの面があることを本報告では強調したい。

マネーセンターバンクのトレーディング損益の内訳のデータを見ると、

マネーセンターバンクはトレーディングで積極的にリスクをとって収益拡大を目指してきたことがわかる。それがサブプライムのときにどうなったかを確認していきたい。

2007年から10年までの4年間、四半期ごとにとったデータでみると、年次データを四半期に直しているのに、赤字がふえた印象を受ける。とくにシティバンクは大変な赤字になっている。内訳をみると、トレーディング損益の中のクレジットのところでも巨額の損失を計上している。サブプライム危機はクレデリ取引と深く結びついていたのである。

それでは、トレーディング損益全体ではどうなっているのだろうか。意外なことに、全体ではトレーディング損益は収益の1つの柱になっているのである。シティバンクが一番苦しい状態だが、大手の投資銀行も含めてみると、トレーディング業務はサブプライム後でさえも収益の1つの柱になっている。データを確認すると、JP モルガン・チェースでは、サブプライム危機を通じてトレーディング損益が年データでは最大項目である。

先行研究でみたように、業務多様化の利益には範囲の経済がある。それは「法人預金と法人資金需要の営業基盤が大きければ、多くの銀行は多くの投資銀行よりも効率的かつ迅速に、法人資産（あるいは法人全体）の買い手と売り手の出会いをつけることができる」ということであった⁷。「買い手と売り手の出会いをつける」ことは、まさにトレーディング業務である。しかし、「法人資産（あるいは法人全体）の買い手と売り手の出会い」の場合、これはトレーディング業務にとどまらない。すなわち、預金・貸出業務を営むことによって、M&A 業務の仲介（株式・社債の引受を含む）をおこなうことが容易になるのである。これは次節で扱う課題である。

3. 銀行中心の金融システム

最後に、グラム・リーチ・ブライリー法前後のアンケート調査を紹介す

ることによって、顧客が数ある金融機関の中でマネーセンターバンクをどのように選んでいるかをみる。その中で、顧客に望まれる金融機関とはどのようなものかを考えたい。

3.1. OTD モデル

商業銀行は投資銀行にたいして独自性、さらには幾つかの優位性をもつと考えられる。ここでは、この問題を OTD モデルに即して考察したい。

1つ目の独自性は、組成分配なので、商業銀行はローンをオリジネートできることにある。2004年におこなわれた企業の財務担当者370人のアンケート回収結果⁸によると、商業銀行に融資だけを勧められた企業はかなりの割合になるが、「減多にない」または「決してない」は、全企業の29%、年商10億ドル以上では33%に達している。つまり、銀行の融資担当者は、融資以外のビジネスを「いつも」または「普通」に、全企業の29%、年商10億ドル以上では33%も勧めているのである。ローンのオリジネートが融資以外のどのようなビジネスを実際に勧めているのかは、同じく2004年のアンケート調査で明らかになる。企業の財務担当者370人のアンケート回収結果によると、取引銀行である商業銀行に融資以外のビジネス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⁹企業がどのくらいあるかという点、全企業の50%、大手では63%である。

第2の独自性は、商業銀行だけが決済システムを持ち、決済業務をおこなえることである。銀行決済の基礎は預金にある。預金は様々な銀行業務で利用される。まず、預金は相対的に安価な資本の調達手段である。一方、預金業務のない投資銀行は近年、信用枠などを拡げてきた。しかし、マネーセンターバンクにくらべてバランスシートの余裕が乏しく、資本面でマネーセンターバンクに対抗していくのは容易ではないという¹⁰。つぎに、商業銀行は融資のオリジネートを預金の設定という形でおこなう。ローンのオリジネートという商業銀行の第1の独自性に、預金決済・決済業務という

第2の強みが加わるのである。これは第3の独自性につながる。

第3の独自性は、商業銀行だけがバランスシートの両側で自らオリジネートした多様な各種金融商品にたいして証券化等をおこない投資家にディストリビュートし、その金融商品は商業銀行自らの決済システムで決済される。

この銀行のオリジネートした多様な各種金融商品が証券化等でディストリビュートされることに関する規制緩和を Litan [1987] を参考に整理しよう。そもそも 1985 年 8 月までに、州法免許銀行に証券引受業務を認めていた代表的な州は、アラスカ、アラバマ、オハイオ、カリフォルニア、ニューヨーク、ノースカロライナである。

これに関連して指摘したいのは以下の記述である。「ニューヨーク州が自州の州法免許銀行にたいして証券引受業務権限を自由化した直後、1987 年 4 月にシティコープは、ニューヨーク州ロチェスター所在の銀行子会社を国法免許から州法免許に転換した。このシティコープ傘下銀行子会社は、過去 10 年以上の間に通貨監督官の管轄権限を離脱した最初の多国籍銀行持株会社となった。」

同じく 1987 年 4 月以降、連邦準備はコマーシャル・ペーパー、モーゲイジ担保証券、レベニュー債、アセット・バック証券（自動車ローンおよびクレジット・カード売掛債権）、の「4 種類の有価証券引受業務を、これらの引受業務に“主業として従事していない”……〔グラス＝スティーガル法セクション 20〕別法人の証券子会社を通じて営もうとする」シティコープ、「J.P. モルガン、バンカーズ・トラスト、その他の金融中心地に立地するマネーセンターバンク¹¹による申請に許可を与え」ている。

この規制緩和は、銀行がオリジネートしディストリビュートした金融商品を、同一銀行持株会社傘下のセクション 20 子会社が引き受けることを可能にした点で画期的である。アセット・バック証券の引受業務では、5

大投資銀行が1989年第1四半期から第3四半期にかけて約93%を占めていた。同時期に、モーゲージ担保証券では、5大投資銀行は60%を引き受けていた。これらは、投資銀行業務の寡占状態の一例である。

1987年4月以降の規制緩和により、マネーセンターバンクのセクション20子会社が88年第2四半期以降に銀行非適格証券の引受をおこなうようになった。本報告がOTDモデルとして注目しているアセット・バック証券において、1991年第1四半期にはセクション20子会社が10.4%の市場シェアを獲得するようになった。他の銀行非適格証券の市場シェアとくらべて大きなことに注目されたい。

さらに、「1987年6月、通貨監督官は、国法銀行にたいして自行の抵当ローンを担保とした有価証券の引受業務を許可し」ている。こちらはセクション20子会社ではなく、銀行本体で引き受けできるのである。これらの規制緩和がサブプライム問題に関係していた可能性は否定できない¹²。

商業銀行の第3の独自性もしくは優位性は、まず、商業銀行の企業に提供できる金融サービスの幅は投資銀行より広いことである。商業銀行は自己勘定で資産と負債両側に多様な金融商品を揃えている。商業銀行は投資銀行より広範な顧客をもち信用分析をおこなう。商業銀行は預金を基礎とする資金提供能力を備え、業務上常に貸借をおこなう。その結果、マネーセンターバンクは大手投資銀行よりも証券化、ディリバティブ等の派生的な金融商品をオリジネートする。つぎに、オリジネートされた金融商品は、投資家にディストリビュートされ、商業銀行の決済システムで決済される。そのため、マネーセンターバンクはディリバティブのディーラー、さらにはマーケット・メーカーとして投資銀行より有利である。ディーリングとマーケットメイクも、トレーディング業務と密接に関連している。一般的に、顧客も大手投資銀行よりもマネーセンターバンクの信用を好み、大手投資銀行の信用を得ようとしない顧客もいるという¹³。

3.2. マネーセンターバンクと大手投資銀行のグループ化

それでは現実には、顧客はどのくらい商業銀行を他の金融機関より好んで利用しているのだろうか？ 先行研究でみた Litan [1987] によると「銀行業界における範囲の経済の研究は、消費者が金融サービスを統合的に利用することによってもたらされる節約効果については無視している」という。この節約効果とは以下のことである。「多くの消費者、とくに増えてきた共働きの家計にとっては、すべての金融サービス—銀行業務、保険、証券、そして不動産—を同じ組織から得ることのできるということは魅力的な便宜であり、企業の貸借対照表には載らない時間節約をもたらす。」アトランタ連邦準備銀行の Bennett [1984] によると、1984年3月の調査に答えた消費者 2,804 人の中で、すべての金融サービスを単一の企業から得られることを 50%（幾分 26%、非常に 24%）が望ましいとしている。そして、単一の企業を選好した 924 人の 51% が商業銀行、同じく 4% が投資銀行を選んでいる。商業銀行は投資銀行より明らかに優位にあったのである。Litan [1987] によると「消費者は、他の形の金融サービス企業よりも、より定期的かつ頻繁に銀行と接するからである。」現代的なタームに直せば、消費者はワンストップ・バンキングを好み、その金融機関は商業銀行が最も望ましいのである¹⁴。

つぎに、2000年の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¹⁵をみてみよう。これは、企業はどの金融サービスにどういう金融機関を使うかという調査である。商業銀行が多いと答えたところは、キャッシュ・マネジメントからディリバティブまでである。キャッシュ・マネジメント、ローン等、外国為替の3つは商業銀行業務だが、投資銀行業務である投資運用、資本市場サービス、ディリバティブ・ヘッジ・サービスも商業銀行を利用している。商業銀行の中で投資銀行業務をおこなっているのは大手マネーセンターバンクなので、現実にはマネーセンターバンクを利用することになる。M&A アドバイザリー業務では投資銀行が優位

で、投資運用も投資銀行が多いが、投資運用では商業銀行を使うと答えた財務担当者が多くなっている。投資銀行と比較するために保険会社をみると、保険業務では、商業銀行や投資銀行を利用せず、圧倒的に保険会社を利用すると答えているのである。

周知のように、1999年に制定されたGLB（グラム・リーチ・ブライリー）法（順守期限2001年7月1日）は銀行と証券の兼業を一部可能にした。ただし、銀行と証券のグループ化を考えたときに、投資銀行単体という伝統的な投資銀行にたいして、商業銀行を組み込んだ、または商業銀行が中心になった金融グループには独自性、さらには幾つかの優位性があると考えられる。グループ化とは、GLB法で認められた金融持株会社になったものである。

最後に、2000年の製造業を中心とした財務担当者への調査はグラム・リーチ・ブライリー法順守期限後についても聞いている。12年前の古いデータだが、グループ化した商業銀行と投資銀行と取引したいのは、資本市場サービス、M&Aアドバイザー業務、投資運用、デリバティブ・ヘッジ・サービスで、投資銀行単体に比べても20%以上大きくなっている。商業銀行の中で投資銀行業務をおこなっているのは大手マネーセンターバンクなので、現実にはマネーセンターバンクを利用することになる。外国為替、ローン等、キャッシュ・マネジメントという商業銀行業務は、伝統的な商業銀行単体でおこなうと答えている。グループ化した商業銀行と投資銀行の数字も大きいが、伝統的な商業銀行単体とは20%から30%も異なっている。保険は先ほどと同様、圧倒的に保険会社が多くなっているのである。

むすびにかえて

本報告の2節では、米系大手金融機関の収益構造を10年ほど時系列で

考察した。投資銀行業務全体としては収益をずっと上げ続けている（シティは失敗した事例になる）。巨額の損失を出している部分は、プリンシパル・インベストメントと証券投資、トレーディングの中のクレジットに関するもの、いわゆるクレデリである。サブプライム危機のときに証券化商品の価格下落とクレデリ巨額損失があり、その部分が収益にも確実に効いていると推測される。

しかしながら、トレーディング損益全体は、大手金融機関ともに、最も重要とまではいえないものの、収益面からみると確実に1つの柱になっている。M&A アドバイザリー業務が投資銀行業務の1つの柱であるというのは、アメリカにおいては否定されない。ただ、M&A ブームのときにはM&A アドバイザリー業務が強い柱になるが、そうでないときにはメインの柱にはならない。同じ意味で、トレーディングもトレーディング・ブームのときは強い柱になるが、そうでないときは1つの柱になる。本報告では引受業務、トレーディング業務、M&A アドバイザリー業務を投資銀行業務のコアとしたが、その中でトレーディング業務について、プラスとマイナスの両面がある。

そうした投資銀行業務のコアに進出していると、サブプライム危機下で一時的に経営が悪化しても、すでに回復している。逆に、シティバンクのように、コア業務をそれほどおこなわずにプリンシパル・インベストメント業務に集中すると、なかなか元に戻れない状態になると考えられる。

先述したように、マネーセンターバンクには幾つか有利な点があるので、これを利用することが経営戦略として好ましい。たとえば、預金業務、決済業務、トレーディング業務はマーケットメイクと密接に関係しているので、そこを活用することは1つの戦略と思われる。本報告で扱った範囲では、アメリカでは抱き合わせ取引は違法になることが少ないので、マネーセンターバンクは貸出業務と投資銀行業務を抱き合わせることによって、投資銀行業務に進出していったと考えられる。さらに、銀行のオリジネー

トしたローンをアセット・バック証券として自ら引き受けることに関する規制緩和は、マネーセンターバンクが投資銀行業務のコアの1つである引受業務をおこなえるようにした。これらが組み合わさって、今世紀に入り、マネーセンターバンクはアメリカの中心的な金融機関へと発展してきたのである。この過程で、マネーセンターバンクがサブプライム問題を引き起こしたことは否定できないが、中心的な金融機関であるがゆえに壊滅的な状況は回避でき、大手投資銀行やシャドーバンキングが破綻へと追い込まれたのである。

主要参考文献

- Association for Financial Professionals [2000], *Financial Industry Consolidation Survey*, September.
- Association for Financial Professionals [2004], *2004 Credit Access Survey*, June.
- Bennett, Veronica [1984], "Consumer Demand for Product Deregulation," Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*, May.
- Gadiesh, Orit and Gilbert James L. [1998a], "Profit Pools: Flesh Look at Strategy," *Harvard Business Review*, May-June. (森本博行訳「事業再構築への収益構造分析：プロフィット・プール」『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス』1998年11月号)
- Gadiesh, Orit and Gilbert James L. [1998b], "How to Map Your Industry's Profit Pool," *Harvard Business Review*, May-June. (黒田由貴子・有賀裕子訳「プロフィット・プール・マップによる戦略発想」『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス』1998年11月号)
- Litan, Robert E. [1987], *What Should Banks Do?* Washington, D.C.: Brookings Institution Press. (馬淵紀寿・塩沢修平訳『銀行が変わるーグラス＝ステイガル体制後の新構図』日本経済新聞社、1998年)
- Stigum, Marcia [1990], *The Money Market*, 3rd ed., Homewood: Dow Jones-Irwin.
- U.S. General Accounting Office [1990], *Bank Powers: Activities of Securities Subsidiaries of Bank Holding Companies*, GGD-90-48, Washington, D.C.: Government Printing Office, March.
- U.S. General Accounting Office [1991], *Bank Powers: Bank Holding Company*

Securities Subsidiaries' of Market Activities Update, GGD-91-131, Washington, D.C.: Government Printing Office, September.

U.S. General Accounting Office [1995], *Banks' Securities Activities: Oversight Differs Depending on Activity and Regulator*, GGD-95-214, Washington, D.C.: Government Printing Office, September.

U.S. General Accounting Office [2003], *Bank Tying: Additional Steps Needed to Ensure Effective Enforcement of Tying Prohibitions*, GAO-04-4, Washington, D.C.: Government Printing Office, October. (財団法人日本証券経済研究所訳『銀行のタイピング行為：タイピング（抱合わせ販売）禁止条項の実効的施行を確保するために必要な追加措置』、2004年)

Zook, Chris [2007], *Unstoppable: Finding Hidden Assets to Renew the Core and Fuel Profitable Growth*, Boston: Harvard Business School Press. (山本真司・牧岡宏訳『コア事業進化論－成長が終わらない企業の条件』ダイヤモンド社、2008年)

掛下達郎 [2008]、「アメリカのマネー・センター・バンクの業務展開－ローン・セールとディリバティブ－」、『証券経済学会年報』第43号、7月。

掛下達郎 [2010]、「サブプライム危機前後におけるアメリカ大手金融機関の収益構造」、公益財団法人日本証券経済研究所『証券経済研究』第70号、6月。

掛下達郎 [2011a]、「サブプライム危機前後における大手金融機関－その業務展開と収益構造－」、渋谷博史監修・シリーズ「アメリカ・モデル経済社会」第10巻、渋谷博史編『アメリカ・モデルの企業と金融－グローバル化とITとウォール街－』昭和堂。

掛下達郎 [2011b]、「アメリカ大手金融機関の引受業務とトレーディング業務」、証券経営研究会編『金融規制の動向と証券業』公益財団法人日本証券経済研究所。

掛下達郎 [2012]、「金融機関の収益構造は変化したのか？－日米の大手金融機関について－」、公益財団法人日本証券経済研究所『証券レビュー』第52巻第2号、2月。

松川力造 [2005]、「米国の投資銀行の状況にみる金融・資本市場の流れ－機能の高度化と業際化・融合化が重なり合う展開－」N-88、日本政策投資銀行ニューヨーク駐在員事務所報告、国際・協力部、3月。

注

※本研究は 2012-14 年度 JSPS 科研費 24530513, 2013 年度松山大学特別研究の助成を受けたものである。

- 1 マネーセンターバンクとは、金融市場で重要な役割を果たす巨大銀行のことである。現在、マネーセンターバンクを中核とするマネーセンターバンク FHCs (金融持株会社) は JP モルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループの 3 社である。通常、この FHCs とその子会社も含めてマネーセンターバンクと呼ばれている。FHCs である JP モルガン・チェースの投資銀行子会社は JP モルガン証券である。同じくバンク・オブ・アメリカの投資銀行子会社はバンク・オブ・アメリカ証券とメリルリンチである。シティグループの投資銀行業務はおもにシティ機関顧客グループでおこなっている。
- 2 正確には 1976-83 年のデータである。
- 3 「2.3. トレーディング業務」を参照されたい。
- 4 以上 Litan [1987], pp. 65, 67, 74-76, 87, 91, 98, table 3-1, 訳、91、94、103、106、120、125、132 頁、表 3-1 頁。ただし、訳を一部変更している。
- 5 上記 Zook [2007] を参照されたい。
- 6 コミッションを含む。
- 7 Litan [1987], p. 76, 訳、106 頁。
- 8 Association for Financial Professionals [2004], pp. 2, 7.
- 9 融資以外のビジネス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すると、それは抱き合わせ取引になるのではないとも考えられる。銀行の抱き合わせ取引は、1970 年銀行持株会社法 106 条によって判定される。しかし、違法行為を裏付ける証拠書類を提示することは難しく、違法行為を摘発された例はほとんどない。U.S. General Accounting Office [2003].
- 10 松川 [2005]、38、41 頁。
- 11 これらのマネーセンターバンクは JP モルガン、チェース・マンハッタン、ケミカル、シティコープ、バンカーズ・トラスト、マニファクチャラーズ・ハノーバー、セキュリティーズ・バシフィックの 7 行である。
- 12 以上 Litan [1987], pp. 54, 57-58, table 2-4, note 113, 訳、75-76、81-82 頁、表 2-4、注 113、U.S. General Accounting Office [1990], p. 32, U.S. General Accounting Office [1991], pp. 11, 17, table I. 10, table I. 2. 原資料は Conference of State Bank Supervisors; IDD, *Investment Dealers Digest*, April 1, 1991; Federal Reserve; General Accounting Office analysis of data provided by Section 20 firms. ただし、訳を一部変更している。
- 13 Stigum [1990], p. 945, 松川 [2005]、38 頁。

- 14 Council on Financial Competition Research, 1998 も、すべての金融サービスを単一の金融機関から得られることを 61%の家計が望ましいとしている。ただし、現実に単一の金融機関を選んでいる家計は 1993 年では 35.1%、96 年では 30.2%に留まっている。以上 Bennett [1984], p. 30-31, table 2, table 4, Litan [1987], p. 78, 訳、108-109 頁、Walter [2004], pp. 73-74, figure 3-3 and 3-4. ただし、訳を一部変更している。
- 15 Association for Financial Professionals [2000], pp. 5, 9, 19, 23, Exhibit 1, 5 and 15.

リーマン・ショックとFRB

伊豆 久
(久留米大学)

1. はじめに

本稿の目的は、2008年9月のリーマン・ブラザーズの倒産がもたらした金融危機について、FRB（米国連邦準備制度理事会）の緊急対策を整理するところから、その性格の一端を明らかにすることである。具体的には、FRBのバランスシートに焦点を当て、①金融危機発生前（2007年）、②パリバ・ショックからリーマン・ショック前まで（2007年夏～2008年9月）、③リーマン・ショック（2008年9月～12月）、の3つの時期におけるその変化を検証する。なお、本稿では議論を2008年末までの狭義のリーマン・ショック期に限定しており、2009年以降の国債・MBSの買切りオペ（いわゆるQE1～3）については触れていない。

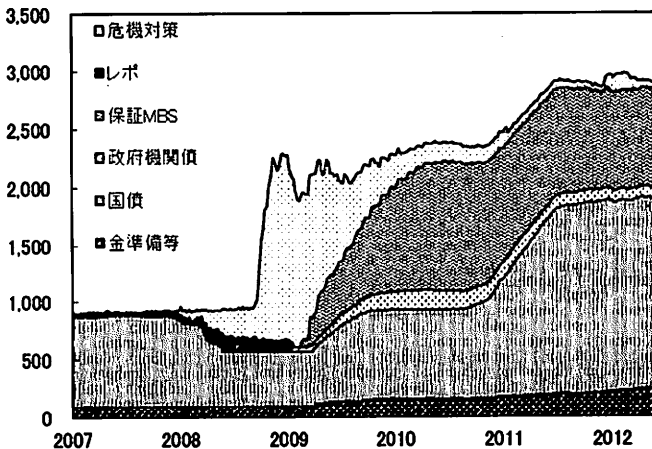
2. 金融危機発生前のFRBのバランスシート

金融危機前（≒通常時）のFRBの金融調節の特徴の一つは、買切りであれレポであれ、資金調節のすべてにおいて、①取引相手はおよそ20社程度の大手証券会社（プライマリー・ディーラー）に、②対象金融資産は国債と政府機関債に、③取引形式は（担保付貸付ではなく）売買形式に、厳しく限定されていることである。対照的に日本銀行では、取引相手は

およそ 150 社に及び、売買形式より融資形式での資金供給が中心であり、その担保も企業向け融資債権を含む多様なものが認められている。したがって、通常時における FRB からの資金の供給は、プライマリー・ディーラーが国債等を保有している限りにおいて（貸借市場における借入れを含む）可能なものであり、その範囲を超えてドルを供給することは FRB にとっても難しいものとなる。もちろん緊急時には、窓口貸出（日銀の補完貸付に相当）によって資金を供給することになっている。しかしながら、米国において FRB から資金の貸出を受けることは市場での資金調達不能を意味し、市場における信認を一挙に失ってしまう（Stigma（汚名）の存在）。そのため、米国では中央銀行「貸出」は事実上機能せず、オペ（売買形式）のみによって資金が供給されてきたのである。

しかし他方で、2000 年代半ばの住宅バブルの時期に、米国の短期金融市場では、レポ市場の多様化と拡大が急速に進んだ。住宅ローン担保証券

図 1 FRB の資産（10 億ドル）



（注）2007 年 1 月 3 日から 12 年 5 月 30 日までの毎水曜日時点の残高。「緊急対策」の内訳は図 2 に示している。

（出所）FRB, Statistical Release, H.4.1. より作成。

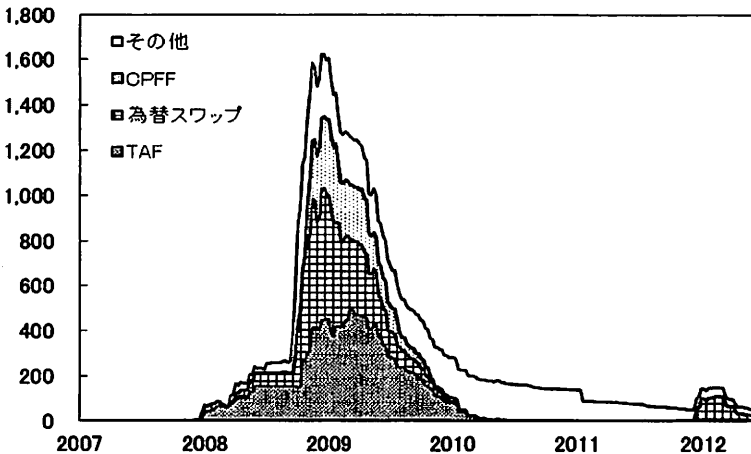
や低格付け債など幅広い金融商品がレボの対象とされ、それが、投資銀行やSIV (Structured Investment Vehicle) のファンディングの手段となつて、住宅ブームを支えたのである。

つまり、米国短期金融市場においては、取引対象や参加者が厳しく制限された公的部分（中央銀行による資金供給）と、多様化と拡大の進む民間市場という不均衡が拡大していた。中央銀行への依存度の低い、自律的で効率的かつ多様な短期金融市場が形成されたのであるが、それは同時に、民間市場において危機が発生すると、FRBの従来型の資金供給方法では必要な資金を供給できないという脆弱性を抱えていたのである。

3. パリバ・ショックからリーマン・ショック前まで（2007年夏～2008年9月）

①2007年秋

図2 危機対策（10億ドル）



(出所) 図1に同じ。

FRBの金融調節は、2007年8月のパリバ・ショックの発生を受け変化し始める。政策金利の引下げが始まり、窓口貸出の期間延長（翌日物のみから30日物へ）がなされている。

バランスシートを見ると（図1参照）、資金供給額は一定に維持されているが、その構成が少しずつ変化している。①買切りオペの国債保有残高が減少し、②レポが増加している。そして③レポの対象証券を見ると、国債が減少し、政府機関債（ファニーメイ債等）と政府機関が保証したMBS（住宅ローン担保証券）が増加している。

つまり、市場（民間）が負担していたリスクをFRBが肩代わりし、同時に、FRB保有の国債を市場に放出したわけである。しかし、資金供給総額や資金供給方式には変化はない。当時のFRBの状況認識は、＜不足しているのは国債であってドルではない。したがって、市場に国債を供給すれば必要なドルは市場内部で融通可能だ＞というものでなかったかと推測される。

②TAFと為替スワップ協定（2007年12月）

ところが状況は改善せず、12月になるとFRBは新たなドル供給ルートを導入する。それがTAF（Term Auction Facility）と外国中央銀行との為替スワップである（図2、表1参照）。

TAFの最大の特徴は、銀行に対して金利入札方式で資金を供給するということにある。先述のように、FRBの窓口貸出はStigmaの存在のために十分機能しない。そこで、窓口貸出に金利入札を導入し（いわば「公定歩合の市場化」）、利用者の匿名性を維持することによってその利用を促したのがTAFである。したがって、TAFが導入された原因は、一つには金融危機の深まりにあるが、もう一つは米国金融市場の制度的特徴にあると言えるであろう。同様の危機が日本や欧州で起こったとしても、Stigmaの存在しない国ではTAFのような方法は必要ないからである。

表1 FRBの緊急危機対策

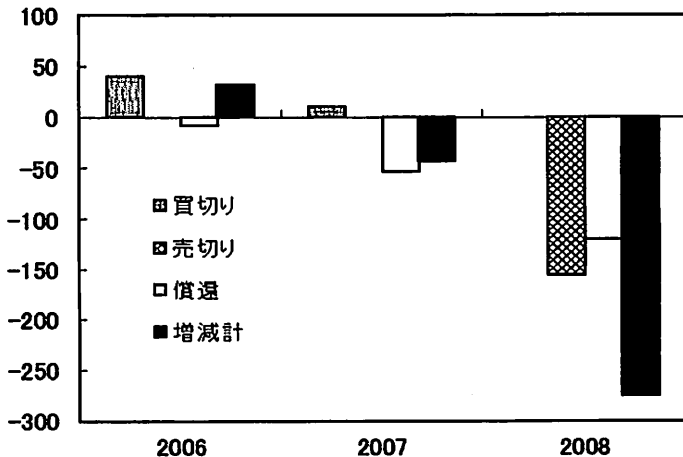
発注日	名称	対象先	流通担保	方式	備考	終了	
リーマン・ショック前	2007.8.17	窓口貸出 (Term Discount Window Program)	預金会融機関	窓口貸出適格担保	スタンディング	窓口貸出だけだった窓口貸出の満期を30日に延長。 08年3月16日に90日に延長。	満期を延長: 28日(10年1月14日)→翌日物(10年3月18日) 約定歩合を引上げ: 0.5%→0.75%(10年2月19日)
	2007.12.12	TAF(Term Auction Facility)	預金会融機関	窓口貸出適格担保	入札	窓口貸出に「入札」を導入。満期は28日または34日。	10年3月8日の入札をもって終了。
	2007.12.12	為替スワップ協定 (Reciprocal Currency Arrangements)	外国中央銀行	外貨	—	欧州系金融機関のドル不足(為替スワップ市場の流動性不足)に対応するため欧州の中央銀行にドルを供給。その後、協定先・金額・満期を拡大。	終了(10年2月1日)。ギリシャ危機を受け、5月10日に再締結。
	2008.3.7	Single-Tranche Open Market Operations Program	プライマリー・ディーラー	国債、政府機関債、政府機関保証MBS	入札	通常オペの3段階構造(国債1st、政府機関債2nd、政府機関MBS3rd)を1段階に集約し、事實上MBS対象のオペに。	レポは、通常のレポを含め、08年東に停止。以降、現在まで実施されず。
	2008.3.11	TSLF(Term Securities Lending Facility)	プライマリー・ディーラー	トリプルA格MBS(購入時)	入札	市場でのレポに使用なくなった債券を国債と交換。適格担保は、08年5月8日にトリプルA格ABS、08年9月14日に投資適格債券に拡大。	終了(10年2月1日)。
	2008.3.16	PDCCF(Primary Dealer Credit Facility)	プライマリー・ディーラー	投資適格債券(購入時)	スタンディング	大手投資銀行への「窓口貸出」、適格担保は、08年9月14日にトライバーティレポ適格(ほぼすべての債券)に拡大。	終了(10年2月1日)。
リーマン・ショック後	2008.9.18	AMLF(ABCP Money Market Fund Liquidity Facility)	預金会融機関、銀行持ち株会社	満期日以降にMMFから買い取られた、格付けA以上のABCP	スタンディング	MMFからABCPを買い取る資金を「窓口貸出」金利でノンリコース融資。ABCPの流動性が枯渇した状況下で投資家からの償還請求に対応。	終了(10年2月1日)。
	2008.10.7	CPFF(Commercial Paper Funding Facility)	CP発行体	格付けA以上のCP	スタンディング	①FRBがSPVを作る。②SPVは発行日から3ヶ月物の(AB)CPを買い取る(発行体毎の買取上限は08年1月~8月の最大発行額高)。③FRBはそのSPVに融資。④日付はCPの借り換え支援。	終了(10年2月1日)。
	2008.10.21	MMQFF(Money Market Investing Funding Facility)	マネーマーケットの投資家(MMF等)	残存期間3ヶ月以内のCD-CP	スタンディング	①FRBがSPVを作る。②SPVは適格投資家からCD-CPを買い取る。③FRBはそのSPVに融資。④目的はAMLF、CPFFの補強。投資家からの直接購入。⑤SPVは設立されたものの買戻には参加せず。利用実績はゼロ。	終了(09年10月30日)。
	2008.11.25	TALF(Term Asset-Backed Securities Loan Facility)	適格ABSを保有するすべての米国(法人)	AAA格付けのABS	スタンディング	①適格ABSは、学生ローン、自動車ローン、カードローン、Small Business Administration保証ローン。②適格ABSを保有する米国(法人)にノンリコースで融資。③適格担保を拡大。各リリース(09年4月より)、09年発行のCMBS(09年6月より)、09年以前発行のCMBS(09年7月より)、④09年6月より融資満期を3年から5年に延長。	09年発行CMBSについては10年8月30日に終了。それ以外については10年3月31日に終了。
格付差額削減に向けた融資	2008.3.24	Maiden Lane LLC	ベアスターンズ資産を買い取るために設立されたLLC(Limited Liability Company)向け融資(08年8月28日)、なお、Maiden LaneはFRBNY所在地の通りの名。				
	2008.9.16	AIG向け融資					
	2008.11.10	Maiden Lane II LLC	AIGのRMBSを買い取るために設立されたLLC向け融資(融資開始08年12月12日)。				
	2008.11.10	Maiden Lane III	AIGのCDO(CDS)を買い取るために設立されたLLC向け融資(融資開始08年11月25日)。				

(出所) FRB プレスリリース資料 (www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary)、FRBNY 資料 (www.newyorkfed.org/markets/) より作成。

為替スワップ協定においても、性格は異なるが、米国特有の要因が背景にある。協定は、FRBが欧州の中央銀行（ECBとスイス中銀）とそれぞれの通貨を一定期間相互に交換するというものである。欧州がドルを必要としたのは、欧州の金融機関がドル建て金融資産への投資を膨らませていたためである。そこに必要なドルは、証券化商品を含むドル建て資産を裏付とするレポ取引やドル建てABCPの発行で調達されていたが、証券化商品の価格の暴落によってそうした取引は不可能となってしまった。外為市場での為替スワップによるドル調達も、需給のアンバランスのために事実上機能しない。となると、欧州の金融機関にはドル調達の手段がなく、それを埋めるために、FRBがECBとスイス中央銀行を經由してドルを供給したわけである。つまり、このスワップ協定にもとづくドル供給は、ドルが国際通貨であることから生じた対応策であったことがわかる。

すなわち、07年12月に導入された2つの資金供給方法は、金融危機を

図3 FRBの国債保有額の変化（10億ドル）



（注）2006年と07年の売切り、08年の買切りはゼロ。

（出所）FRBNY, "Domestic Open Market Operations during 2008," January 2009, p. 14, Chart 8.

原因とするが、米国特有の事情（窓口貸出に対する stigma の存在とドルの国際通貨機能）を背景とするものであった。こうした新たなルートが導入されつつも、08年9月のリーマン・ショックまでFRBの流動性供給総額は変化していない。TAF等による資金供給に対して、FRBは、国債保有額の削減によってそれを不胎化しているのである（図3参照）。この時点でのFRBの政策意図は、流動性不足という量的な問題の解決ではなく、従来の資金供給ルートが目詰まりに対応するための新たなルートの開設にすぎなかったのである。

③ベア・スターンズ危機への対応（2008年3月）

さらに2008年3月、FRBはベア・スターンズ危機を受けて、TSLF（Term Securities Lending Facility）とPDCF（Primary Dealer Credit Facility）を導入する。この2つのファシリティにも、米国金融市場の制度的特徴が強く現れている。

TSLFは、民間債を担保とした国債の貸出で、一定の格付けを得ているもののすでにレポ市場での取引対象とならなくなった債券を国債と交換するというものである。そうした債券は、住宅バブルの時期にはトライパーティ・レポを制度的背景にレポ市場での資金調達で盛んに用いられ、クレジット・バブルを支えていたのである。しかしながら、FRBはそれらを直接買い上げることはしなかった。レポの担保として唯一機能していた（それゆえ市場で極度の品不足が生じていた）国債との交換を認めるだけであり、ギリギリまで市場の枠組みの中での解決が目指されていたのである。金利（品貸し料）も入札決定であった。

もう一つのPDCFは、従来預金金融機関に限定されていた窓口貸出（TAF）を、プライマリー・ディーラーにも解禁するというものである。これも日銀であれば、特に必要のないものである。日本では、通常のオペであれ補完貸付であれ、証券会社も銀行と同様に参加することが認められ

ているからである。

しかし、リーマン・ブラザーズの倒産は、以上のような手段だけでは対応できない、はるかに深刻な危機を生み出すことになる。

4. リーマン・ショック下の資金供給（2008年9月～2009年）

2008年9月のリーマン・ショックによって、FRBの政策は以下のように変化する。

一つは、資金供給量の急増であり、ショック直前には9,600億ドルだったFRBの資産額（≒資金供給総額）は1ヶ月後には倍増し2兆ドルを超えている。

もう一つの変化は、さらに新たな資金供給方法を導入したことであり、上の量的な変化に対して質的な変化と言えよう。AMLF、CPFF、MMIFFがそれであり、この3つのファシリティに共通するのはCPとMMFに直接焦点を当てている点である。

①2008年9月19日に発表されたAMLF（ABCP Money Market Fund Liquidity Facility）は、預金金融機関・銀行持株会社に対して、系列運用会社が運用するMMFからABCPを買い取る資金をノンリコースで融資するというものである。米国ではMMFの運用会社がMMFから投資対象証券を買い取ることが認められているため、事実上運用会社による元本保証となるが、それも運用会社の財務状況次第である。その買取資金をFRBが融資するというものである。

②10月7日のCPFF（Commercial Paper Funding Facility）は、さらに一歩踏み込んで、FRBがSPVを設立し、それが発行体からCPを購入する資金をFRBが融資するもの、つまりは、実質的にFRBがCPの買い取りを始めたことになる。

③10月21日に創設されたMMIFF（Money Market Investing Funding

Facility) は、同じく FRB が設立した SPV が適格投資家から CP を買い取るための資金を FRB が融資するというものであった。CPFF が発行体からの買い入れであるのに対して、MMIF は投資家からの買い入れとなっている (ただし MMIFF は実際には発動されなかった)。

リーマン・ショック後に急増した資金供給の主たるルートとなったのは、ショック以前の 07 年 12 月に導入された TAF であり為替スワップである。しかし、新たに導入された上記 3 つのファシリティは、CP と MMF への直接的な資金注入を目的としている点で、リーマン・ショックの性格を示しており、さらには現代の中央銀行の役割をめぐる重要な論点を提起しているように思われる。

すなわち、リーマン・ショック以前に導入された TAF・PDCF (銀行・証券会社への窓口貸出)、スワップ協定 (欧州へのドル供給)、TSLF (国債の貸出) が、金融機関への流動性供給であったのに対して、2008 年 9 月～10 月に導入されたファシリティはいずれも CP 市場に流動性を供給するもので、その対象が、① AMLF では MMF の運用会社経由であったものが、② CPFF では発行体からとなり、さらに⑧ MMIFF では投資家からの買取りへと、より直接的になっている。

このことは、リーマン・ショックのポイントが短期金融市場にあったこと、しかもそれが銀行間市場というより ABCP を中心とする広義の短期市場にあったことを示している。そしてそれを必要としたのは、当該市場への主たる資金供給源であった MMF (Money Market Fund) における取り付けの発生であった。

5. リーマン・ショックと MMF

リーマン・ブラザーズという一つの証券会社の破綻が世界的な金融危機をもたらしたのは、第一に、それが米国金融当局の <Too Big To Fail>

政策からの転換を示すものとみなされたからであろう。大手金融機関の破綻懸念の高まりが資金繰りの悪化をもたらし、資金繰りの悪化が破綻懸念を強めるという悪循環が生じたのである。

しかしもう一つの、これと重複するものの別個の波及経路として、リーマン債のデフォルトがMMFの元本割れを引き起こし、それによって短期金融市場が機能停止したことがあげられる。リーマンが破産法の適用を申請した翌日、老舗運用会社であるリザーブマネジメント社が、みずからの運用する「リザーブ・プライマリー・ファンド」の元本割れを発表した。同ファンドは、リーマンの発行した短期債券を7億8,500万ドル保有していた。そしてこれを契機にMMF全体に対する解約請求が殺到したのである。

MMFは、預金とは異なり、元本の保証はなく公的な保険も存在しない。しかしながら、各種制度的な措置が講じられ、その安全性は極めて高いとみなされてきた。その「安全神話」が崩壊したのである。その結果、MMF全体に機関投資家からの解約請求が殺到し、9千億ドルを超えていた運用額は10月初頭には6千億ドルに急減した。MMFはそれに見合うCP、レポ等のポジションの縮小を余儀なくされたはずである。

FRBが、先に見たようなCP市場に向けた資金供給を開始したのはこうした状況下においてであった。

6. 中央銀行とMMF

銀行は、要求払い債務を顧客に提供する一方で長期の融資債権を保有する機関であるため、本来的に、期間のミスマッチを内包している。そのため銀行間での過不足資金の融通市場や、「最後の貸し手」（中央銀行）を必要とする。中央銀行に「最後の貸し手」機能が可能なのは、中央銀行は、同時に「政府の銀行」であることから不換紙幣であるにもかかわらず強制

通用力をもつ銀行券の発行という特権を認められ無制限の流動性供給をなしうるからである。

ところが最近の短期金融市場は、単なる決済資金の過不足の調整の場にとどまらず、非預金取扱金融機関のファンディング市場でもあり、MMFの資金運用先ともなっている。それによって、預金ベースをもたない投資銀行等の金融機関もレバレッジを拡大させることが可能となるのであるが、それはMMF等の元本保証のない資金に依存している。住宅、自動車、クレジットカード、奨学金等の個人向け融資は、米国の実体経済にとって非常に大きな役割を果たしているが、それらは投資銀行による証券化によって支えられ、さらにそのファンディングにおいてMMFが中心を担ってきたのである。

そして近年、MMFの運用対象においても大きな変化が生じていた。レポでは、国債のみならず高利回り債やサブプライムローン担保の証券化商品も担保として利用されるようになり、CP市場ではSIVなどが抱えるMBS等を担保とするABCPのウエイトが高まった。それらは掛け目の設定や高格付けの維持等によって高い安全性と流動性を備えているはずであったが、サブプライムローンの不良債権化が明らかになると、関連する証券化商品は流動性を失い、MMFでは小さかったはずの流動性リスクが顕在化したのである。

こうした中で元本割れするMMFが現れ、取付けが発生した時、FRBは、伝統的な金融政策の枠組みを越えて、MMF市場、CP市場に介入せざるをえなくなったのである。

参考文献

拙稿「リーマン・ショックとFRB—金融危機と短期金融市場—」『証券経済研究』第73号、2011年3月。

【予定討論者の築田優氏へのコメントと回答】**1. 神野光指郎（福岡大学）**

①英国の証券化商品市場の規模をどのように評価するのか。

(回答)

アメリカと比較すると発行残高はずっと少ないが、例えば金融危機前の2006年に発行されたRMBSはイギリス財務省の発表で780億ポンドとされており、イングランド銀行の発表では2006年の住宅ローン新規貸出額は1,120億ポンドとなっている。上記780億ポンドのうち全てが2006年に貸し出された住宅ローンを証券化したものではないであろうが、しかし年間住宅ローン貸出額と年間RMBS発行額の関係から、イギリスのRMBS市場は（規模的にはアメリカよりずっと少ないもの）国内的には活発で大規模な市場だったと考えてよいのではないかと。

②住宅ローンが変動金利中心であることから、単純なRMBSの段階で止まっているのか。

(回答)

担保債権である住宅ローンが変動金利であるため、“金利リスク回避”という意味ではイギリスではRMBS発行が活発化する動機が強いものではない。発行体の発行目的は主に資金調達であったと思われるが、これにあたりイギリスでは複雑な証券構造にすることはなく、また（投資家に購入された後に再証券化された可能性はあるものの）イギリスの金融機関がCDOなどに組み込む“再証券化”などを積極的に進めていたことは言えないようである。

③バブルとRMBS市場はどのような関係か。国内の住宅バブルをRMBS市場が牽引したのか、またはイギリスのRMBSが世界のバブルとの媒介役を果たしたのか。

(回答)

イギリスの住宅市場は、構造的に需給のミスマッチがあり住宅価格が上昇しやす

い。そのためイギリスの住宅バブルは国内的要因によるものである。そのうえで、旺盛な住宅需要にファイナンスするためにRMBSを発行し、それにより調達できた資金を再び住宅ローンとして貸し出す、といったサイクル（相互作用）が住宅市場バブルに拍車をかけた可能性は高いと考えてよいのではないか。

また、世界的な金融バブルにおけるイギリスRMBSの影響力はそれほど大きなものではなかったと考えられる。世界的にみれば発行済み証券化商品のうちイギリスRMBSが占める割合はわずかなものであったからである。ただ、バブルが今回のような時期に弾けていなければ、イギリスRMBS市場は将来的にずっと大きな規模になっていたはずであり、そうなった際にバブルが弾けたとしたら影響は今回の比ではなかったであろう。

④ノーザンロックはなぜ経営危機に陥ったのか。RMBS 価格が下がった、またはRMBSの新規発行が困難になったからといって、それが銀行危機につながるのか。

(回答)

ノーザンロックはRMBS発行による資金調達が調達の大部分を占め、貸出の多くが住宅ローンであった。大きく言うならばRMBS発行と住宅ローン融資を自転車操業的に行っていた。そのためRMBSが売れなくなると業務がストップしてしまう。

もちろん自己資本でマーケットが回復するまで乗り切れれば良いが、それもできなかったため短期金融市場での借り入れを試みたが、これもリスクプレミアムの急激な上昇により失敗している。そのうえリテール預金に取り付けが起きたので深刻な流動性危機に陥ったと考えられる。流動性危機が銀行の経営危機に繋がるのは分かりやすい。

⑤伝統的な大手が果たした役割は何だったか。住宅金融組合からの転換組の無理資金調達が引き起こした混乱に巻き込まれなのか、バブル形成に主導的な役割を果たしたのか。

(回答)

伝統的の大手、いわゆるビッグ・フォーも発行体であったことは事実であろうが、

ただし結果的にみてビッグ・フォーはイギリス RMBS を含めた証券化商品へのクロスボーダー投資の失敗が顕著である。そう考えると、イギリス RMBS 市場のバブルという点で見れば、発行体としてバブル形成を主導したというよりは、買手として発行体を勢い付かせた点で積極的な役割を果たしていたと面の方が強いと考えられる。

⑥ロンドンが国際金融センターであることは英金融部門にどのような影響を与えたのか。世界的なバブル形成とその崩壊におけるロンドンの役割はどのようなものだったのか。

(回答)

ロンドンというかシティは世界的にみてもウォールストリートと双璧をなす最大クラスの国際金融センターであることは疑いのないことである。またロンドンは規制の面からみても世界中の投資家が好んで集まる場所であった。とは言え、シティの住人の投資先は主にアメリカのドル建て金融商品であったことも事実である。そのように考えると、バブルの形成と崩壊において、アメリカの金融商品に資金を仲介したという意味でもロンドンが果たしていた役割は大きなものであっただろう。

また、イギリス経済が金融業に過度に依存する（「過度に依存する」という表現は、学会当日に多くの先生方よりお叱りを受けた。本稿では事実即して記述するためそのまま使用するが、現状では適切な表現ではなかったと考えている。）部分が大いことは、イギリスの法人税のうち約2割がシティから納められていることからわかる。そのため、イギリスの金融業の減速は国内景気にたいして他国以上に影響を与える。報告者としては、金融業以外の部分でも国際競争力を持つ産業が登場し伸びていくことが必要だと考えられる。

2. 木村二郎氏（桃山学院大学）

[3 報告者への共通質問]

①証券市場・証券化商品の長期的な発展傾向において、今次金融危機（金融恐慌）までのバブル膨張期の位置づけを明らかにしてもらいたい。

(回答)

今次金融危機までの証券市場・証券化商品バブルは、金融自由化や過当競争の影響もあって伝統的な証券業の収益性が低下していたなかで登場した証券化商品がいわゆるユーフォリアを生じさせたバブルということが出来る。しかし今次バブルは生成と崩壊ともにグローバルであったことや、その規模も非常に大きなものであったことから、これまでのバブルとは異質である。そう考えると、景気循環の過程で不可避に生じる好景気が過熱してバブル化したものとは言えず、位置付けも非常に難しいものとなる。

②金融危機（金融恐慌）の発生を踏まえ、金融自由化の流れは修正を余儀なくされ、規制の再強化の方向性が模索されている。金融規制・監督強化について見解を求めたい。

(回答)

例えばイギリスでは、銀証分離を行う方向で銀行改革が議論されており、またイングランド銀行の権限強化を主目的とした規制改革も進められている。同様の議論や改革はご存知のとおりイギリス以外でも行われている。とはいえ市場参加者は自己の収益を向上させるため、様々な手段で規制の網を潜り抜けようと工夫するし、またそれに長けている。そのため、もちろん事前に規制を強化しておくことは必要なことであるが、規制を強めたあまりにシャドーバンキングの再拡大など規制網の枠外に金融機関が逃げることも生じうるし、また金融業の社会的な役割を考えれば角を矯めて牛を殺すような規制を設けることも好ましくない。このあたりのバランスを取った規制体制を構築することが必要であろうが、非常に難しいことである。今後の金融市場の状況も勘案しつつ議論が必要であろう。

③財政政策に期待できない状況下で、金融政策への圧力が増した結果として「非伝統的な金融政策」が採られている。金融危機(金融恐慌)の後始末という側面と同時に金融構造の変化への対応という側面を考慮するとき、金融政策の現状を如何に評価すべきか。

(回答)

指摘されているとおり、「非伝統的な金融政策」は金融政策と財政政策の接近という面も強く、そういった意味でも「非伝統的」である。ただ、金融市場の安定が未だ見出せない現状においては、当面はこのような非伝統的な政策を継続し、より一層財政政策との接近を一層強めて行かざるを得ない局面もあるだろう。とはいえ、これが将来的に金融危機後の正統的な「現代の金融政策」となってしまうのか、またそれにより国際経済が常態的なインフレ傾向になるのではないかといった懸念があることも言い添えておきたい。

[築田優氏への質問]

イギリス住宅金融市場の混乱および金融機関危機の要因として「MBSの乱用」をあげているが、この意味を明確に説明してほしい。

(回答)

MBS（または住宅ローン債権の証券化）は、元々アメリカで1970年代に各種の危機回避手段として公的に開発された。この時点で証券化は、「住宅金融の困難性に回避手段」として行われていた。そして1980年代までにはソロモンブラザーズを中心にアメリカで民間でも組成および発行が行われるようになり、1980年代後半からはイギリスでもMBS発行が行われるようになった。

イギリスで発行が開始された際に中心的これ行ったのは、アメリカ投資銀行の子会社として設立されたノンバンクであった。しかしこの時期のイギリスでは、アメリカで生じたS&L危機やディスインターメディエーションなど、証券化が要請される原因となったような問題は生じていなかった。このことから報告者は、(当時実務を行っていた担当者へのインタビューからも根拠を得て)イギリスでのMBS発行はアメリカ投資銀行の増殖基盤拡大のために始められたものであると考えている。ここでアメリカ投資銀行の増殖基盤拡大(=イギリス進出)についてとやかく論じるつもりはない。しかしこれ以降、MBSの本来的な目的(困難性の回避)を離れた発行が(アメリカ主導で)イギリスでも始まった。そして1990年代後半からは、イギリス国内の金融機関が積極的な発行体となって発行額が急増した。その

後、近年に至るまでにイギリスでは自行の規模には見合わないような住宅ローン貸出額を積み上げる国内金融機関（大部分が銀行）が登場し、それらの多くは「住宅ローン貸出→MBS発行」というサイクルを繰り返し行うことで残高を拡大させていた。そして発行されたMBSは国内外の投資家（主に投資ファンド）に販売されていた。

こう考えると、MBSの本来的な目的から乖離した発行の実態があり、それが（神野教授への回答③のように）住宅金融のバブルに拍車をかけ、危機を拡大させたのであろうと報告者は認識している。これが「MBSの乱用」と述べた意味である。

【予定討論者の掛下遼郎氏へのコメントと回答】

1. 木村二郎氏への回答

(3 報告者への共通質問)

①1977年に、バンク・オブ・アメリカがオリジネートし発行した最初の在来型モーゲイジ・パス・スルー証券を、ソロモン・ブラザーズがアンダーライティングしている。これを嚆矢に本報告で述べた業務展開が起きている。その中で、OTDモデルの果たした役割が大きかったと考えている。

②金融規制・監督強化の動きはあるが、ワシントンD.C.の規制当局等でヒアリングをおこなった結果等を踏まえると、たとえばドット＝フランク法についても現実には強化の方向には動いていないと思われる。

③金融政策の現状については伊豆報告を参照されたい。

(掛下氏への個別質問の回答)

マネーセンターバンクは少なくとも1990年代までは大手投資銀行に比べると二流というのが一般的な評価であった。それが1980年代から、マネーセンターバンクのオリジネートしたアセット・バック証券が資本市場の1つのアセットクラスとして認識されるようになり、徐々に資本市場での評価を上げていった。本報告では、

その後の金融機関のグループ化を取り上げたものであり、マネーセンターバンクを中核に持つ金融グループの強さが際立っている。

副題については、大手金融機関の収益構造は、サブプライム危機下ではプリンシパル・インベストメントとトレーディング損益の中のクレジットの部分が大きく減退した。しかし、現在ではプリンシパル・インベストメントは持ち直しており、重要な変更はみられていない。

2. 神野光指郎氏への回答

①図表5のトレーディング損益の中の金利、為替、株式・インデックス、商品その他、クレジットがマネーセンターバンクの対象資産である。この中で、1970年代から為替のトレーディングをおこなっていた。つぎに1990-91年のクレジット・クラッシュ後に、収益の悪化に直面したマネーセンターバンクは金利スワップのトレーディングを始めた。1990年代半ばから、クレジット・デリバティブをトレーディングしている。これらはすべて銀行業務に近い金融商品のトレーディングであり、こうしたトレーディング業務にまず進出したと考えられる。

②タイピング（抱き合わせ）論争は基本的に商業銀行 vs 投資銀行という構図の中でおこなわれた違法行為に関する法律論争と考えている。本報告では、抱き合わせを利用してマネーセンターバンクがいかに投資銀行業務に進出したかに焦点を当てている。

③本報告では、銀行与信業務はOTDモデルの出発点と捉えており、OTDモデル全体の中でコストの問題も考えようとしている。

④本報告では、ファイアー・ウォールの引受業務に関するところを扱った。その範囲では、ファイアー・ウォールが低くなったからではなく、銀行業務に近いところから競争が起こることが多いように感じられる。たとえば、それは図表10のアセット・バック証券の市場シェアに表れている。

⑤この問題については、個別決済サービスに関する研究の進展を待っている状態である。

⑥マネーセンターバンクはリテールと投資銀行業務全体をフルセットで持っている存在だと考えている。

【予定討論者の伊豆久氏へのコメントと回答】

1. 木村二郎氏への回答

(3 報告者に対する共通質問)

①(証券化の長期的発展と 2000 年代バブル膨張期の位置づけ) に対して

2004 年頃からの米国住宅バブルの背景の一つに、証券化技術の発展があったことは間違いない。しかし、問題は証券化技術（たとえば、証券化商品への格付けなど）への過信あるいは乱用にあつて、証券化そのものがバブルを起こしたわけではない。証券化それ自体は、適切に用いられれば、リスク選好の異なる資金提供者と資金調達者をつなぐ極めて有益な金融手法だと考える。

また、関連して組成・分売モデルについても、それ自体が破綻したわけではない。リーマン・ブラザーズが倒産したのは組成・分売モデルのためではなく、逆に、自らが組成した CDO を分売せず自己勘定で保有し続けたからである。仲介業者たるべき投資銀行が、自己のポジションで利益を上げようとしたことに間違いがあったと考える。対照的なのは、1990 年代末の IT バブルのケースである。

2000 年春をピークに株価は急落し、投資家は巨額の損失をこうむり、逆資産効果を通じて实体经济にも大きな影響を与えたが、大手投資銀行の破綻は生じなかった。それは、IPO やその後のマーケットメイクなどを手掛けても、株式市場における証券会社の業務は基本的に対顧客向けビジネスであり、自己でポジションを抱えることは少ないからである。これこそが組成・分売モデルである。ところが、住宅バブル期においては、投資銀行自身が、市場で短期資金を調達しつつ自己勘定を膨らませた。それが金融仲介機関の破綻、金融危機を招いたと考える。

②(規制・監督) に対して

上述のように、今回の危機の直接の引き金を引いたのは、投資銀行による証券化商品の自己保有であった。投資銀行といえども、従来は、発行証券の引き受け、

M&A へのアドバイスなど、顧客向け手数料ビジネスが中心であった。それが近年、ヘッジファンドの台頭、商業銀行の投資銀行ビジネスへの参入などによる競争の激化を背景に、バランスシートを拡大させて収益を追求するようになった。市場仲介者である金融機関は対顧客ビジネスに専念し、自己ポジションによる利益の追求は仲介者と区別された投資家に委ねるといった規制体系が必要ではないかと考える。

③(金融政策の現状) に対して

リーマン・ショック後のいわゆる非伝統的政策を、二段階に分けることができると考える。一つは本報告で取り上げた金融危機対策で、FRB は、従来中央銀行の救済対象外とされてきた CP、MMF などの短期金融市場への流動性供給を行った。そのあと FRB は第二段階として、MBS や国債の大量購入を開始したわけであるが、これは金融危機対策というより、金融危機後の景気対策と見るべきであろう。これは、多くの方の指摘する通り、そう遠くないうちにインフレを招くことになる可能性が高い。しかし、あふれる流動性が実物財に向かわず金融資産として蓄積されて、インフレ率の上昇は限定的なまま現状の政策が長期化する可能性もある。その時には、資産価格が現状よりもさらにその変動性を強めることになると思われる。

2. 神野光指郎氏への回答

①(PDCF の評価) に対して

PDCF は、FRB の窓口貸出の対象を証券会社に拡大したもので、今次金融危機の性格、FRB の危機対策の特徴を示すものである。その一方で、実際の利用が進まなかったことは、Stigma の存在という米国金融市場の特徴を示している。リーマン・ショックまでは、実際の利用はベアスターンズにほぼ限られており、危機の拡大を防ぐという役割は果たせなかったと考える。

②(FRB のオベと民間市場のアンバランス) に対して

ご指摘のように、短期金融市場が非常に多様かつ巨大である一方で、FRB のオベが極めて限定的であることが、米国金融市場の大きな特徴であったと考える。そ

して、それは通常時には市場の高い効率性を示すと同時に、危機の際にはそれを増幅することにもなった。そのアンバランスをどうすべきかという発想は報告者にはなかった。報告者としては、そうした特徴が形成された背景を日本や欧州と比較しながら明らかし、また今後の変容を検証することを課題としたい。

③(CP 市場対応から MBS 購入への変化) に対して

金融危機への対策としての短期金融市場への介入が減少・停止したことは、金融危機の収束を示している。それに替わって国債や MBS の購入が増加したわけで、これは景気対策であって金融危機対策ではないと考える。したがって、この変化は、金融危機対策の出口であると同時に第二の非伝統的政策の入口でもあったわけである。

④(中央銀行と通貨の関係) に対して

非伝統的な金融政策(危機対策と景気対策)が、中央銀行の内生的な通貨供給あるいは成長通貨供給の範疇を超えていることは間違いない。ただ、金融資産の蓄積が進み(すなわち金融資産に占める通貨のウェイトが小さくなり)、金融資産の価格の変動が、金融市場や経済全体に影響を与えるようになった状況のもとでは、本来、通貨の供給やその価値の維持のみを目的としている中央銀行が、資産市場に介入せざるをえなくなるのも必然ではないかと考える。

【一般討論】

〔掛下達郎氏への質問と回答〕

○津田和夫氏(桃山学院大学)

規制緩和の流れは 1970 年代のメーデーから始まり、少なくとも GLB 法まで続き、金融の肥大化が進行した。その中で、マネーセンターバンクと大手投資銀行はグローバル市場の混乱を引き起こした。この文脈の中で、金融規制の必要性をどのように考えるか。

〈回答〉

規制強化の動きはあるが、現実には必ずしも強化の方向には動いていない。また、規制自体は必要であるが、規制がなくなったからといって新規参入等の競争が必ず起こるわけではないように思われる。アメリカでも銀行 vs 証券といった構図があり、GLB 法によって子会社による相互参入が可能になった。この結果、マネーセンターバンクの方がより投資銀行業務に参入し強力な金融グループになったと考えている。

グローバル市場の混乱は問題であるが、この動きを止めるにはアメリカのカウンター・パーティーが現れる必要がある。グローバル・スタンダードはアメリカのナショナル・インタレストだと言われているように、金融資本主義の流れを止めるアメリカのカウンター・パーティーが必要である。しかし、EU や BRICs の中国もまだその地位にたどり着いていないことが現実と思われる。

部会活動報告

[北海道部会]

日 時 2012年11月24日
場 所 北海学園大学
報 告 者 ①浅田 政広 (旭川大学)
論 題 「道州制と貨幣金融問題－北海道中央銀行構想－」
②播磨谷浩三 (立命館大学)
「地域金融機関の店舗展開が地元企業に与える影響
－北海道における信用金庫の事例の検証－」

[関東部会]

日 時 2012年12月22日 14:00～17:00
場 所 中央大学お茶の水キャンパス
報 告 者 木村 秀史 (國學院大学)
論 題 「東アジア通貨協力の展望－ユーロ危機の教訓と最適
通貨圏論の視点から－」
討 論 者 徳永 潤二 (和光大学)

[関西部会]

日 時 2013年3月23日 13:30～17:00
場 所 大阪市立大学商学部会議室
報 告 者 ①清田 匡 (大阪市立大学)
論 題 「ドイツ銀行経済学の歴史と現在－歴史学派、
V. Wagner から新制度学派まで－」
②鳥谷 一生 (京都女子大)
「転換期を迎えた人民元『国際化』」

[西日本部会]

日 時 2013年3月24日 10:00~13:30
場 所 九州大学経済学部
報 告 者 前田 淳 (北九州市立大学)
論 題 「米国の国際資金フローの構造変化について—2007年
以前と以後の比較を通して—」
討 論 者 平岡 賢司 (熊本学園大学)

学会事務局報告

2012年春季大会（埼玉大学）

春季大会は5月21日に埼玉大学東京ステーションカレッジ（東京駅サピアタワー）で開催され、70名近い会員が参加されました。リーマンショック以降の世界的な金融・財政危機が少し落ち着きを見せ始めたとはいえ、なおも予断を許さない状況が続いています。大会の共通テーマ「世界史の現段階における金融・財政危機」は、このような金融・財政危機を歴史の流れの中に位置づけようとするものです。中産階級問題、ますます激しくなる国際資本移動、欧州のソブリン危機の3つの視点からの報告を受けて、コメンテーター、フロアを巻き込んだ議論が展開されました。大会後の懇親会は、同じくサピアタワーの3階にあるババミラノで開催されました。東京駅の構内にあるという立地の良さもあって、大方の会員が参加されました。帰りの時間をあまり気にすることなく、あちらこちらで大会の議論の続きが見られ、充実した一日となりました。

2012年秋季大会（福岡大学）

秋季大会は9月17日に福岡大学中央図書館多目的ホールにて開催されました。大会開催の前日から台風が九州目掛けて北上し、福岡を直撃するのではないかと危惧されました。開催を決定したものの果たしてどれだけの参加が得られるのか不安の中、幸いにも台風は福岡から逸れ、50名近い会員が参加されました。大会の共通テーマ「サブプライム危機と金融市場の混乱」は、金融恐慌の視点から、サブプライム危機を再検証するものと言えます。イギリス金融市場と米系大手金融機関への影響、さらにFRBの対応を中心に報告が行われ、活発な議論が繰り広げられました。世界的な株式バブルの様相を呈しつつある昨今、サブプライム危機を再検討する意義は大きいと言えます。懇親会は中央図書館の1階で開催され、40名近

い会員が議論の花を咲かせ、関心の高さを窺わせました。

台風接近という前代未聞のハプニングに見舞われ、開催校福岡大学のスタッフの皆さん本当にご苦労様でした。

会員著書・論文目録 (2012年)

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
秋山 誠一	〈資料紹介〉 Jomo K. S., Jacques Bandot, <i>Flat World, Big Gaps, Economic Liberalization, Globalization, Poverty and Inequality</i> , Orient Longman, Zed Books, Third World Network 2007	『国学院商学』第 21 号	2012 年 3 月
	“The International gaps of national income and wages from the view point of international value”	『國學院大學栃木短期大學紀要』第 46 号	2012 年
足立 和夫	「信用金庫の合併－合併は収益力の向上強固な経営基盤構築のためか－」	埼玉大学『社会科学論集』第 136 号	2012 年 6 月
岩田 健治	「証券取引所」、『図説 ヨーロッパの証券市場 2012 年版』(第 15 章)	日本証券経済研究所	2012 年 2 月
	「証券規制」、同上 (第 17 章)	日本証券経済研究所	2012 年 2 月
	「EU の経済政策」森井裕一編著『ヨーロッパの政治経済・入門』(第 11 章)	有斐閣	2012 年 3 月
	「グローバリゼーションと為替相場制度」上川孝夫・藤田誠一編『現代国際金融論 (第 4 版)』(第 12 章)	有斐閣	2012 年 10 月
	「EU 通貨統合と新たな課題」(同上、第 16 章)	有斐閣	2012 年 10 月
大谷 慎之介	「『現代社会』の变革のための『資本の一般的分析』」	『季報・唯物論研究』第 120 号	2012 年 8 月
掛下 達郎	「金融機関の収益構造は変化したのか？ 日米の大手金融機関について」	日本証券経済研究所『証券レビュー』第 52 巻第 2 号	2012 年 2 月
金井 雄一	〈書評〉矢後和彦著『国際決済銀行の 20 世紀』	『歴史と経済』第 214 号	2012 年 1 月
	「イングランド銀行国有化法 (1946 年) の性格と意義 (1)」	『経済科学』第 59 巻第 4 号	2012 年 3 月
	「イングランド銀行国有化法 (1946 年) の性格と意義 (2)」	『経済科学』第 60 巻第 1 号	2012 年 6 月
川本 明人	『外国為替・国際金融入門』	中央経済社	2012 年 10 月
	〈共著〉「クラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタル」	『修道商学』第 53 号第 1 号	2012 年 9 月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	「企業の国際的展開と国際金融」(上川一夫・藤田誠一編『現代国際金融論(第4版)』、第6章)	有斐閣	2012年10月
	「金融のグローバル化と金融機関」(同上編、第7章)		
神崎 稔章	'An Analysis of the Saving and Investment Balance in Hokkaido from the Perspective of long-term Data'	Evolutionary and Institutional Economics Review vol. 9	2012年4月
	「北海道経済と開発のプロセス」	Otaru University of commerce, Center of Business Creasion, DPS., No. 149	2012年12月
	〈報告〉「北海道を中心とした地域経済と地域研究」金融構造研究会(全国地方銀行協会)		2012年10月
小林 真之	「1929年大恐慌と貯蓄金融機関(1)」	北海学園大学『経済論集』第60巻第3号	2012年3月
紺井 博則	「金融グローバル化と国際通貨体制」(上川孝夫・藤田誠一編『現代国際金融論(第4版)』第18章)	有斐閣	2012年10月
	〈書評〉奥田宏司『現代国際通貨体制』(日本経済評論社、2012年)	『経済』No. 203 新日本出版社	2012年8月
坂口 明義	〈書評〉「宇仁宏幸・山田鋭夫・磯谷明德・植村博恭著『金融危機のレギュレーション理論』」(昭和堂)	『季刊経済理論』第48巻第4号	2012年6月
坂本 正	「金融恐慌下の金融資本主義と国家市場経済—『金融資本論』の金融革新分析と現代擬制資本論—」(羽鳥卓也・藤本建夫・坂本正・玉井金五編著『経済学のちあ地下水脈』第4章)	昌洋書房	2012年6月
建部 正義	「SDRは国際通貨たりうるか—一周小川論文に寄せて—」	中央大学『商学論纂』第53巻第5・6号	2012年3月
	「21世紀型世界経済危機の構造とその行方」	『政経研究』第98号	2012年6月
	「政治的圧力下の日銀の金融政策」	『経済』No. 203	2012年8月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
津田 和夫	「バーゼルⅢはシステミック リスクを阻止できるか」 〈書評〉楊枝嗣郎他編『な ぜドル本位制は終わらない のか』(2011年)	中央大学『商学論纂』 第54巻第3・4号 佐賀大学『経済学論 集』第44巻第4号	2012年12月 2012年3月
西尾圭一郎	「わが国との比較でみる中国 の現状」 〈共著〉「インドの金融シス テムの構造は変化したのか」 「アジア債券市場育成の取り 組みと成長過程」	『証券経済研究』 第78号 『証券レポート』No. 1673 『証券レポート』No.	2012年5月 2012年8月 2012年12月
バニンコバ・ エバ	「世界金融危機下における 『外資主導型銀行制度』に関 する一考察—中東欧諸国・ バルト3国を中心に—」	『信用理論研究』 第30号	2012年12月
平岡 賢司	「世界大恐慌と国際通貨制度 (国際金融史研究会編『金融 の世界史』)	悠書館	2012年10月
前畑 雪彦	「オーバーナイト金利の成立 立メカニズム—白川方明理 論批判—」	『桜美林論考 桜美林 エコノミクス』第3号	2012年3月
山田 博文	「現代資本主義と政府相手の 金融ビジネス」 『99%のための経済学入門— マネーがわかれば社会が見 える—」	中央大学『商学論纂』 第54巻第3・4合併号 大月書店	2012年12月 2012年8月
	「金融グローバル化と経済社 会の変化」(中央大学企業研 究所研究業書32『岐路に立 つ日本経済・日本企業』第 3章)	中央大学出版部	2012年3月
	「国債の累積と超金融緩和政 策—日銀信用に支えられた 国債バブル市場の構造—」	『高崎経済大学論集』 第54巻第4号	2012年3月
	「日本の消費者教育の歴史と 課題」	『群馬大学教育学部紀 要—人文・社会科学 編』第61巻	2012年3月
由利 宗之	「日本経済—温故知新」 「戦中期銀行統合過程におけ る神戸銀行の店舗展開(前 編)」	『税経新聞』No. 597 中京大学『総合政策 論叢』第3巻	2012年2月 2012年3月

信用理論研究 第 31 号

2013 年 6 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
〒558-8585	大阪市住吉区杉本 3-3-138 大阪市立大学商学部 西倉高明研究室 TEL 06 (6605) 2221
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
