

信用理論研究

第20号

2002年6月

大会報告および討論

春季大会共通テーマ「信用理論研究の展開と21世紀の課題」

「貨幣資本と現実資本」の理論と21世紀の課題

……………川波 洋一（九州大学）

ケインズ自己利子率理論の再検討

……………原 正彦（明治大学）

実務感覚からの理論への期待

……………吉田 暁（武蔵大学）

秋季大会共通テーマ「現代金融と信用論の展望」

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——

……………岩田 健治（九州大学）

銀行業変貌下の不換銀行券再考

……………野田 弘英（東京経済大学）

貨幣・金融の不安定性の理論的再考

……………伊藤 誠（國學院大學）

部会活動報告

学会事務局報告

会員著書・論文目録

目 次

大会報告および討論

春季大会共通テーマ 「信用理論研究の展開と21世紀の課題」

『貨幣資本と現実資本』の理論と21世紀の課題

……………川波 洋一（九州大学）……………（1）

ケインズ自己利子率理論の再検討

……………原 正彦（明治大学）……………（17）

実務感覚からの理論への期待

……………吉田 暁（武蔵大学）……………（34）

秋季大会共通テーマ「現代金融と信用論の展望」

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——

……………岩田 健治（九州大学）……………（49）

銀行業変貌下の不換銀行券再考

……………野田 弘英（東京経済大学）………（75）

貨幣・金融の不安定性の理論的再考

……………伊藤 誠（國學院大學）……………（91）

部会活動報告……………（107）

学会事務局報告……………（110）

会員著書・論文目録……………（113）

大会報告と討論

『貨幣資本と現実資本』 の理論と21世紀の課題

川 波 洋 一

(九州大学)

I. はじめに

現代では、肥大化し膨脹する金融流通・金融取引、国民経済圏の喪失とグローバリゼーションの進展、金融システムの不安定性増大、金融業の変貌（金融業の総合化、資産運用規模の拡大、オフバランス化）、セキュリティタイゼーションの進展と拡大する資本市場、といった特徴的現象が出現している。このような傾向は、アメリカ経済およびアメリカの金融システムを基軸にして現れている。本稿では、こうした現代金融の一般的傾向の根底にある、アメリカ金融システムの特質を解明する。これが本稿の課題である。そのさい、三つの視点が重要である。第一に、アメリカン・バンキング・プラクティスにおける収益力概念の援用に注目する。銀行貸付や証券発行に特有の収益力概念の利用とそれを支えるいくつかの仕組みと金融システムのアメリカ的特質との関係が重要である。第二に、金融システムにおける、情報生産、加工、評価（格付けなど銀行以外の機関も含めて）の機構として捉えるという発想を加味する¹⁾。第三に、戦後アメリカの経済における貨幣資本蓄積と現実資本蓄積の対抗という視点に立って問題に接近する²⁾。

II. 現代アメリカ信用制度における信用拡張と不安定性

① 信用制度と担保—オープン・アカウントの普及と銀行貸付—

商業銀行による貸付業務と安全性確保におけるアメリカ的特質を探ろうとする場合、南北戦争の終了後、アメリカン・バンキング・プラクティスに対して、ささやかではあるが重大な影響を与えた商取引の変化があったことに注目したい。これは、売り手が買い手に対してオープン・アカウントを開設し、経常的な取引のなかでお互いが事前に取り決めた条件（6ヶ月または10ヶ月に1回）で定期的決済をするというものである。買い手は、この一種の売掛勘定を通じて商品を購入し、売り手にとっては決済未残が残る。その分彼はオープン勘定を通じて信用を供与したことになる。この信用供与という関係は、売り手にとって限界があるので、銀行によって代替されるようになる。事業家は、銀行に対して手形の割引や引受を求めたのではなく、借入が必要な場合は裏書きされていない彼自身の手形を銀行に持ち込む。銀行は、それに対して一定の限度（＝クレジット・ライン）を設定するかたちで応えた⁹⁾。銀行にとって重要な問題は、安全性を確保しつつ、貸付の条件（貸付限度額〔クレジット・ラインの設定限度額〕、金利、期間、貸付そのものの是非）をどう決めるかであった。19世紀後半のアメリカ商業銀行業界は、この問題に対して借り手の個人的情報（処分可能な財産、資質、人格にいたるまで）や事業情報の蓄積によって対処していく方法をとった。そのさい、借り手の事業の健全性や収益性に関わる情報（→借り手企業の財務諸表）が重視された。これによって、借り手の事業の健全性を客観的な指標で表すことが可能になった。銀行は、銀行経営の要点である貸付の健全性を個々の案件毎にではなく、貸付額全体の回収確実性すなわち資産全体の流動性に置くようになる。資産の全体的流動性さえ管理されれば、個別的な貸付の安全性に束縛されずに、多様な部面

に貸付を伸張することができるのである。その結果、銀行経営の健全性確保は、貸付そのものあるいはその基底にある担保や事業それ自体から次第に乖離していった。

② 銀行貸付の多面的展開と担保

オープン・アカウントを使った取引慣行が普及すると、借り手は短期の貸付を満期ごとに返済し、あらたに次の借入契約をむすぶより、借入を更新したほうが、簡便かつ低コストだと考えるようにある。他方、銀行にとっても新たに借り手を探し、新規の貸付契約を結ぶよりは貸付を更新したほうが簡単である。そこで、貸付が何度も更新され、事実上の長期貸付化が進行する。借り手側に継続的借入需要があり、貸し手側に貸付競争と十分な貸付余力があれば、短期貸付のつなぎ合わせによる事実上の長期貸付化（一短期貸付の更新が常態化）は必然となる。そこから、さらに、資本の利用目的を短期の運転資本に限定せず、長期の設備金融や耐久消費財信用も可能ではないかという考えが芽生えてくる。

1920年代のアメリカでは、耐久消費財の普及と割賦販売信用に対するニーズが高まるなかで、消費者信用専門機関（消費者金融会社、販売金融会社、勤労銀行）が割賦手形を買い取るかたちでの販売信用の供与が成功をおさめ、ほぼ消費者信用の仕組みが完成した。1920年代の好景気中に高収益に支えられたアメリカの大企業が、内部留保の充実と自己金融化の体制を固めるなかで、企業の銀行離れが生じ、さらに大不況期に貸付需要が低迷すると、商業銀行はあらたに有望な貸出先を開拓するかたちで、消費者信用供与のほか、中小企業向けの長期設備金融、住宅モーゲージ貸付に進出して来る。そのさい、債権回収の確実性を確保する手段として担保が重要となる。両大戦間期には、中長期の設備信用に対しては設備担保、工場財団抵当、あるいは不動産担保という担保徴求の技術的革新が進展した。消費者信用の供与に際しては、耐久消費財そのものに対する留置権が確保され

るとともに、第三者による保証＝人的担保という装置の組み込みが工夫された。住宅モーゲージ貸付においては、住宅の購入者に対する公的機関（退役軍人局＝VA）による支払保証さらには公的保険（連邦住宅局＝FHAによる）の引受といった補強装置が組み込まれた。

③ 評価機構としての信用制度—商業銀行における信用評価部門の導入—

物的担保制度の充実にも増して重要であったのは、評価機構としての信用制度の充実であった。銀行は、信用情報の収集、収益力の算定、流動資産比率や自己資本比率といった主要な財務指標の分析を行う機構としてクレジット・デパートメントを導入するようになった。これは、もともとコマース・ペーパー（＝CP）の信用度調査のため、1883年に初めて導入され、その後、19世紀末から两大戦間期にかけて次第に普及した。その機能も、単なるCPの信用度調査から一般的な信用調査へと拡充した。この機構の普及には、信用情報収集・信用分析ニーズの高まりのほか、連邦準備銀行による信用情報蓄積の奨励、1913年連邦法人税による営業記録保存の必要性といった契機もあった⁴⁾。

1870年代頃から、貸し手は、借り手の財務状態を客観的にあらわす指標の提供を求め、借り手はそれに応じて財務状態判断のための形式を整え始めた。貸し手は、統一形式の財務諸表⁵⁾の分析によって、借り手の資産・負債の内容、損益状況について精確で他社と比較可能な情報を入手し、信用リスク、返済能力を一般的・客観的に判断することができるようになった。こうして、借り手の信用状態や返済能力について一般的な信頼性を確認できれば、貸し手は物的担保の徴求にこだわらなくなる。同様の機能は、消費者信用供与における個人金融部（Personal Loan Department）においても見られた。個人金融部では、地域に張り巡らされた情報ネットワーク＝小売信用調査機関（Retail Credit Bureaus）とも協力しながら、個人信用情報の収集・分析、銀行間での情報交換を行った。信用分析・評価機構の整

備は、当座預金の受け入れとその定期的モニターによる情報生産に加えて、貸付部面の能動的開拓と積極的進出をおこなっていくための必要不可欠の装置となった。

ただ、こうした機構による信用分析・評価には客観性が欠如している。そこで重要な意義をもってくるのが、格付け⁹⁾である。格付け機関は、銀行による信用情報の収集と分析とは別に独自に調査をおこない、借り手の信用状態や信用度についての客観的な情報を提供する。借り手の財務状態、信用度は経済情勢やその他非経済的な要因によって常に変動しており、それを客観的な指標として開示することは貸し手によって有益である。格付け機関は、売掛債権、運転資本管理、負債構造など財務状態のほか、商品仕入れ、在庫、販売といった諸指標をもとに企業の信用度を算定する。これが、信用供与の条件（貸付の是非、金利、額、期間）の決定において、客観的な指標となったのである。

Ⅲ. 信用制度における収益力担保の自立化と金融不安定性 —銀行貸付と証券発行—

クレジット・デパートメント、個人金融部、格付けといった信用分析・情報生産の機構ができると、それに応じて、貸付の安全性を確保する手段として物的担保ではなく、収益力に依存する態勢が整備されてくる。収益力担保にもとづく銀行の貸出政策が普及し、企業の財務政策も堅実な収益力とそれに対する評価を獲得することに力点が置かれるようになる。ここでは、収益力担保による物的担保のくりぬき＝担保の架空化が生じている。こうした変化をうけて、収益力をベースとする貸付を認知する経済理論もあらわれた⁷⁾。

収益力の担保化は証券発行部面においても見られた。担保付き社債の基

礎にある担保の価値は物的財産、有価証券である。だが、現実には担保にとられた資産の価値は、その再生産費用や物的価値、市場価値ではなくそれが生み出す収益力により評価されるという慣行が次第に一般化する。そうした慣行が、会計思想・技術、裁判所における判例によって支持され追認されれば、担保価値の収益力による評価は、一般性を持つ社債金融の方式として定着してくる。収益力は、その算定を十分な情報力にもとづく客観的分析に支持され、自立した担保概念である収益力担保に近づいていくのである。また、株式発行においても、企業はそれぞれの収益力にもとづいて優先株と普通株という二種類の株式を発行する事例が見られるようになった。優先株は普通株に優先して一定の配当支払いを可能にしなければならないという意味でその現実の収益力にもとづいて発行される。しかし、その企業は、独占的地位や特許・格別優れた技術力によって他企業に対し格差利益を上げることができる場合には、それにもとづいて普通株を発行する根拠を与えられるのである⁹⁾。

VI. キャッシュ・フローの組み替えと収益力担保

—擬制資本の新しい展開—

① ストラクチャード・ファイナンスにおけるキャッシュ・フローの自立化

大恐慌後の低迷期を切り抜けたアメリカ経済は、現実資本蓄積の拡大を実現した。そのもとでの資金需要拡大と豊富な市場性資金供給に支えられて、商業銀行、貯蓄金融機関、保険会社など貸し手金融機関は、積極的に長期のハイリスク部面（中小企業向け中長期貸付、消費者信用、モーゲイジ貸付、途上国向け貸付、M&A関連貸付等）へ進出していった。信用供与の基礎をなしていたのは、借り手の収益力であった。貸し手金融機関は、長期化した資産を構造的に抱え込んでいった。一方で長期性・高リスク

性の資産増大と他方でのコスト変動性の短期負債との間のミスマッチングは、インフレと高金利の周期的到来のなかで、貸出債権の流動化＝証券化の圧力となった。

証券化に際しては、キャッシュ・フローを生み出す担保をベースになされた貸付債権をプールして、再度キャッシュ・フローの組み直しが行われる。住宅モーゲイジのように比較的均質な担保の場合はプール形成も比較的容易であるが、担保として異質性を持つ商業用モーゲイジやその他多様な貸付資産の場合はキャッシュ・フローの確定に高度な技術を必要とするようになる。証券化の場合、多様な担保から成る貸付債権が組み合わされて証券発行の基礎となるのであるから、証券そのものの信用度を確定するために信用リスク、キャッシュ・フローの確実性、支払不能に対する法的措置、を確定する制度的・技術的装置が必要になる。証券化とはキャッシュ・フローの組み合わせにもとづく新たな証券化商品の創造すなわちストラクチャード・ファイナンス（＝仕組み金融）である。証券化のさいの担保となる原資産は、もともと借り手の生み出すキャッシュ・フローから現在価値を割り引き出し、それをもとに供与された信用である。この割引現在価値の算出において、原資産そのものは一度資本化という還元過程を通過した大きさである。証券化はこの原資産を担保にして行われる。発行された証券は、市場で売却されることによってもう一度資本還元過程を通る。こうして、原資産の生み出すキャッシュ・フローはもう一段高いレベルの自立化と転倒→擬制資本化を経ることになる。創造された証券化商品は、原資産の基礎にあったキャッシュ・フローが市場のなかで自立化・表面化したものである。この証券化商品を旧来の資本市場にスムーズに融合させていくための装置として、元利支払の公的・私的保証機構のほかに、格付けが重要である。証券化は、過去に蓄積された資産・負債のミスマッチから生じるリスクへの対処すなわちクレジット・エンジニアリングの一

環という側面を持つ。この観点から見ると、証券化は単に元利払いの保証というだけでなく、キャッシュ・フローの組み換えにより生じた新たな商品に対する信用力の創造と操作を可能にする装置である。コーポレート・ファイナンスあるいは金融システムの機能という観点から見て、これは、格付けによる信用力の創造を通じて証券化から生じる新たなリスクに対する対処が可能になることを意味する。こうして、旧来の資本市場と新たに創造された証券化商品市場との融合が可能となる。これは、銀行貸付における収益力＝キャッシュ・フローの持つ擬制資本性が、資本市場における擬制資本に近似・昇華していく姿である。

② ストラクチャード・ファイナンスの限界とクレジット・マネジメント

ストラクチャード・ファイナンスによって新たに創造された証券化商品の価格変動によっては投資家に価格変動リスクが付加されることがある。証券化商品の価格変動から予定されたキャッシュ・フローが実現されないことは、金利・需給といった市場条件によって往々にして生じる。ここから、クレジット・エンジニアリングとしてのストラクチャード・ファイナンスの技術的發展が要請される。その具体的形態は、ある証券化商品から派生する経済的特性を抽象化して組み換えるモーゲイジ・スワップのようなモーゲイジ・デリバティブの開発である。ある投資家が政府抵当金庫(GNMA)保証のモーゲイジ担保証券を購入したとする。だが、金利低下局面に原資産である住宅モーゲイジ債務を期限前に返済する動きが出てくると、予定キャッシュ・フローの実現が困難になる。モーゲイジ担保証券の価格は下落し、投資家は損失を被る。そこで投資家は、モーゲイジ担保証券から受け取るクーポンを、カウンター・パーティーである投資銀行に支払う代わりに、投資銀行からはLIBORを基準金利とする変動金利を受け取るかたちのスワップ契約が結ばれる。こうしたモーゲイジ・スワップ契約は、GNMAパススルー証券に投資するかたちをとりながら、実体は

LIBOR建て変動金利の資金調達をしていることになる。これは、自身のバランスシートを膨らませずに、モーゲイジの期限前返済リスクを回避しながら、他方で実物投資と同一のリスクをとっての収益確保が可能になることを意味する。

ストラクチャード・ファイナンスは、原資産から生じるキャッシュ・フローの組み換えによる新しい金融商品の創造である。その意味で、キャッシュ・フローの自立化がより進んでいるとは言え、実体的資産であることに変わりはない。それに対して、デリバティブはそのような原資産の持つ経済的特性（金利、価格変動とその指数、売買の権利等）を抽象化して金融商品化したものである。デリバティブでは、原資産から生じるキャッシュ・フローとの関連は切断される。原資産の生み出すキャッシュ・フローとは無関係に、しかも格段に少ない金額での投資が可能になる。想定元本という架空に創造された貨幣額は、一定のキャッシュ・フローを生み出す擬制資本であるとはいえ、その算定自体は原資産の生み出すキャッシュ・フローから完全に切断されたものである。ここでは、ストラクチャード・ファイナンスにおける証券化商品からさらに転倒したキャッシュ・フローの自立化が生じている。

V. むすび

ストラクチャード・ファイナンスとは、構造的金融危機に対する金融機関側の防衛的な対応の仕方である。そうした受け身の行動の基礎には、キャッシュ・フローの算定とそれを客観的に評価する機構が組み込まれているという金融システムのアメリカ的特質があった。情報生産と分析評価を重視しながら将来のキャッシュ・フローを精確に割り出すという会計思想や会計実務面における特質が同国の金融システムの特質を醸成していった

のである。もともと広くて深い資本市場を持ち、急速で大規模な重化学工業化を実現する必要があったアメリカでは、積極的なリスクテイクをするうえで、洗練されたリスク・マネジメント手法の開発とそれを裏付ける会計理論・金融理論は不可欠の要素であった。米国商業銀行や投資銀行におけるそうしたリスク・マネジメント技術の向上こそ、グローバリゼーションのもとでのアメリカン・スタンダードの普及力の源泉にほかならない。

[注]

- 1) 我が国で積み重ねられてきた信用理論ないし信用制度の研究は、古典学派やマルクスの貨幣論・信用理論を基礎に展開されてきた。そのさい、議論の展開を規定づけた発想は、信用制度は資本が資本の本性としての利潤追求運動をおこなっていく際に遭遇するさまざまな障害を克服するために訴える手段・機構の体系であるというものである。資本の運動にはどのような障害があり、それを信用取引がどのように克服し、信用制度の仕組みがどのように組み上げられていくかを体系的に理論化したものが信用理論だというわけである。その代表的成果として、川合一郎『資本と信用』（『川合一郎著作集』第2巻、有斐閣）がある。また、A. スミスは貨幣や信用の重要な役割として、金紙代替によるデットストックの「生産的資本化」→「純収入」の増大という効果を重視している。Cf., Smith, A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, ed. by E. Cannon, 6th ed., Methuen, 1950, 2 vols., pp.272-81（大内兵衛・松川七郎『諸国民の富』（2）、岩波文庫、1960年、252-74頁）。マルクスも、資本主義的生産における信用の役割として、貨幣の節約や、商品流通の加速、株式会社による資本集中といった効果を指摘している。Vgl., Marx-Engels Werke, Bd. 25a, Berlin, 1964, S.381, 大内兵衛・細川嘉六監訳『マルクス＝エンゲルス全集』大月書店、1966年、第25巻、第1分冊、461頁〔*Karl Marx Friedrich Engels Gesamtausgabe* [MEGA], II/4・2. Dietz Verlag, Berlin, 1992, S.441.〕。古典および戦後我が国の信用理論は、このような発想にもとづいて、商業信用や銀行信用、資本信用といった信用形態、金融市場や中央銀行、株式会社といった機構を節約と資本集中の体系として位置付け、論じてきた。それに対し本稿は、信用制度を、情報生産、加工、評価（格付けなど銀行以外の機関も含めて）の

機構として捉えるという発想を加味している。

- 2) 管理通貨制度下のアメリカでは、何度も金融危機を経験しながら、1929年規模の大恐慌は一度も起こらず、次の循環に突入していく過程が繰り返され、その間、証券化（セキュリティゼーション）やオフバランス取引の拡大を通じて金融的取引は非伸縮的に拡大を続けている。このような現象が生まれるのは、国内非金融部門から析出される運用可能資金の拡大（それは、資産運用機関による運用資産の拡大に特徴的に見られる）、「最後の貸し手」機能の充実による全面的信用恐慌の阻止、さらにはリスク・マネジメント手法の革新等の要因の作用による。本稿で注目するのは、不安定性の増幅下における非伸縮的な金融的取引拡大の根底にあるアメリカン・バンキング・プラクティスの特徴である。
- 3) Cf., James, John J., *Money and Capital Markets in Postbellum America*, Princeton University Pr., 1978, p.56; Moulton, H.G., "Commercial Banking and Capital Formation II" in *The Journal of Political Economy*, University of Chicago, 1918, Vol.26. No.7, p.645.
- 4) 銀行家 J. G. キャナンによる信用管理部普及のキャンペーンの効果もあった。cf., Cannon, J. G., *Bank Credits, No.2, Address delivered at the Drexel Institute*, Nov.17, 1892; *Bank Credits, No.2, Address delivered before the New Jersey State Bankers' Association*, Mar. 17, 1905; Klebaner, B. J., *Commercial Banking in the United States; A History*, The Dryden Pr., 1974, pp.77, 113.
- 5) ニューヨーク州銀行協会が、1895年に加盟銀行に対し借手手のバランスシートに関する情報取得を奨励したり、アメリカ銀行協会が1899年に統一的な財務諸表基準を採用したりするという動きが見られた。cf., Klebaner, B. J., *op.cit.*, pp.77-78.
- 6) 組織的・体系的な信用評価の起源は、ボストンの商人 T. W. ウォード (T. W. Ward) がペアリング商会の求めに応じて1829年から自己の調査にもとづいて行った格付けである。彼は、'Private Remarks Book' を発行し、各企業を11段階に分類して格付けした。cf., Norris, D., *R. G. Dun & Co. 1841-1900: Development of Credit Reporting in the Nineteenth Century*, Chap.1, Greenwood Pr., 1978, pp.9-11. 商業興信所 (mercantile credit agency) としての R. G. Dun & Co. の勃興と発展については Foulke, R. A., *The Sinews of American Commerce*, Dun & Bradstreet Inc., 1941, Chap.7, pp.360-66 を参照。
- 7) Cf., Dewing, A. S., *The Financial Policy of Corporations*, 3rd, ed., The Ronald Pr. Co., 1934, p.488; Veblen, T., *The Theory of Business Enterprise*, Charles Scribner's and Sons, 1904, 1978(rep.), Transaction Inc., p.106 (小原敬士訳『営利企業の理論』勁草書房、1965年、86頁；Prochnow, H. V., *Term Loans and Theories of Bank*

Liquidity, Prentice-Hall Inc., 1949, pp.96-97.

8) Cf., Veblen, T., *op. cit.*, pp.106-108, 訳、86-87頁。

《質疑応答》

下平 尾勲 (福島大学)

① マルクス『資本論』における「貨幣資本と現実資本」から現代信用制度の展開を説くとすれば、現実資本の蓄積の内容がいかに変化したか（製造業だけでなく流通業、サービス業）、さらに貨幣資本の蓄積がいかに変容したか（とくに擬制資本の膨張）を基軸にして説くべきではないでしょうか。

【答】

産業構造が高度化し、第三次産業の肥大化が生じていることが現代資本主義の特徴だと考えるので、情報化・ソフト化を理論の中に組み込む必要があると考えている。

② 担保の問題は恐慌の時にのみ意味をもつものであり、好況期や繁栄期にはほとんど問題とならない。したがって好況期や繁栄期における擬制資本の膨張の問題の中で担保の性格を取り上げる必要があるのではないのでしょうか。景気循環の関係の中で現代信用制度を展開するという視点は基本的な命題ではないのでしょうか。

【答】

貨幣資本蓄積と現実資本蓄積のずれを景気循環のなかで検証することは有効だが、「貨幣資本と現実資本」の問題が即景気循環論ではない。担保の問題も、景気循環のなかで説くべき問題ではなく、飽くまで信用制度の機能や特質を解明する問題として捉えたい。

坂本 正 (熊本学園大学)

① ターム・ローンのことは触れられませんが、収益力担保化の理論は1930年代後半に一般化するのではないのでしょうか。

【答】

収益力を貸付のベースとするという考えは、19世紀末から芽生え始め、両大戦間期の普及過程を経て、第二次大戦前から戦後の高成長期に定着していったと考える。

② キャッシュ・フローの中味は具体的に何を指すのでしょうか。

【答】

借り手の収益のうち減価償却、租税支払いを除いた収益（期待収益の含む）を指す。

熊野 剛雄 (元専修大学)

- ① 先生にとっては、貸付可能な貨幣資本は報告レジュメの2頁最下段のパラグラフによれば「銀行制度に集中され」とある以上預金と見られます。そして「貸付可能な貨幣資本の独自の蓄積」を主張していらっしゃる訳ですから、先生は near money とか一般的流動性、或いは金融資産などの累積ではなく預金量の増大を主張して居られるという事になります。しかし、貨幣の受け取りは必ず同額の貨幣の支払いを伴っているのですから、貨幣量は利潤の留保にせよ減価償却にせよ、支払い資金の貯蓄にせよ、増大はしません。然りとすれば、貨幣量、貸付可能な貨幣資本は如何に「蓄積」されるのでしょうか。私見では、貨幣(或いは預金通貨と言ってもいいかと思いますが)と貨幣的資産、或いはラドクリフ流に言えば一般的流動性と区別することが大切だと思います。

【答】

貸付可能な貨幣資本とは、銀行が創造可能な信用から成る。信用創造の結果が、負債側の預金債務(=貸し付けられた資本)となって現れる。ただし、いきなり信用創造論から出発すると、貨幣資本の現実資本とのずれはもともと最初から生じていることになる。そこで、たとえ現実の貨幣形態で貸付が行われる(すなわち貸付可能貨幣資本が現実の貨幣から成る)と仮定しても、現実資本蓄積とのずれは生じるということを主張している。貨幣量ではなく、金融市場で運動している貨幣資本、およびそうした意味の貨幣資本と累積・肥大化している金融資産との関係を問題にしている。

大矢 繁夫 (小樽商科大学)

- ① 収益力担保というのは、例えばキャッシュ・フローを割引現在価値の総和として評価しながら、それを担保として貸し出す。ここに現実資本(収益)と貨幣資本(債権・貸出の膨張)の乖離の問題が生じるということでしょうか。

【答】

そのとおりである。このような評価方法を導入した点にアメリカ的特質がある。

- ② 全体のご報告の趣旨は、銀行の貸出政策・貸出行動という資産側の変化を追っていると受け止めました。この資産側の変化に対応した負債の側はどのような特徴的变化をしたと押さえていただけるのでしょうか。負債の側で、預金の流出・漏出が大量化すると、不健全な銀行であろうと健全な銀行であろうと破綻します。資産の側の変化に対応させて、ここをどのように手当てしていったのか、という質問です。

【答】

資産側は長期化・高リスク化したが、それに対して負債側は短期性・資金コスト

変動性という性格を強めた。市場性資金調達が増大のためである。このミスマッチが80年代の金融危機の構造的要因であったと考えている。

浜田 康行 (北海道大学)

① 現代において次のものを測定するにはどの指標を使用 (可能なら加工) するのがよいか。

- ・貨幣資本 (おそらくストック量)
 - ・現実資本 (- 原価償却分)
 - ・貸付可能な貨幣資本 (フローかストックか?)
- (マルクス経済学は、理論・哲学、知識・歴史研究で主流派経済学に敗北したのではなく、計測・分析負けした。)

[答]

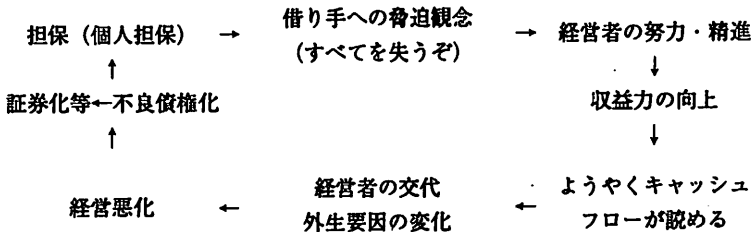
貨幣資本は、マネー・ストック、預金残高 (貸し付けられた資本として)、金融資産 (架空な第二次的貨幣資本として)、現実資本は有形固定資産、貸付可能な貨幣資本は現金準備をもとにする信用創造可能量で表せると考える。細部については、今後検討したい

② 貨幣資本を変化させる要因は何か (銀行貸付だけか)。貨幣資本と現実資本の比率の均衡値はあるのか。

[答]

貨幣資本量は、信用制度の発達度 (決済効率や流通速度) によって変化する。景気循環における中位の活況期には一時的な均衡が成立しているが、一般的には両者は乖離する傾向を持っている。

③ 中小企業金融では、キャッシュ・フロー評価はかなり難しい。外生要因を説めない。収益力は評定できない。 <むしろ図式は以下のとおり>



[答]

収益力担保化は、主として優良企業を対象として定着していったと考えている。

高倉 泰夫 (長崎大学)

- ① 「現代アメリカ信用制度における信用拡張」(『要旨』p.3)は、現代アメリカの現実資本の蓄積にとって、社会全体の蓄積率を上昇させる、あるいは経済成長率を上昇させる効果を持ったのでしょうか?それとも信用制度の側のみが変化したに過ぎないのでしょうか?

【答】

貨幣資本蓄積は自律性をもっていたと同時に、現実資本蓄積拡大にも寄与した。

- ② 19世紀のイギリスにおいて、担保規定が現在と比べてかなり不十分あるいは架空資本の中身が手形を主要な構成部分とする時代は、その時代の拡大再生産にとって必要な貨幣(資本)の量を不十分にしていたのでしょうか?十分であったとすると、19世紀の「十分さ」と20世紀後半の「十分さ」とはどのように相違するのでしょうか?

【答】

19世紀においても貨幣(資本)は現実資本蓄積を上回る傾向にあった。20世紀には担保の架空化によって、信用拡張が促進・支持され、さらに乖離が拡大した。

- ③ p.4の中程(上から15行目)に「キャッシュ・フロー(=収益力)」とされていますが、最近注目されている「キャッシュ・フロー会計」での「キャッシュ・フロー」とは相違しているように思われますが、どのようにお考えでしょうか?

【答】

坂本氏の問い②に対する回答を参照されたい。

掛下 遼郎 (松山大学)

- ① 先生は物的または人的な担保→収益力担保理論→キャッシュ・フローの算定という歴史的かつ理論的な展開を考えられているように思います。物的または人的な担保→収益力担保理論は従来からのご主張点だと思いますが、収益力担保理論→キャッシュ・フローの算定は新説だと考えます。このとき、従来の収益力=キャッシュ・フローの算定と考えられているようですが、キャッシュ・フローの概念が出てきたときには、収益以外の減価償却であるとか、その後1970年代以降は貸出債権の売却さらには証券化によるキャッシュ・フローも重要になっていると思いますが、この点はどのようにお考えでしょうか。

【答】

本稿では、銀行信用の多様な部面への伸張、証券発行、さらには証券化、デリバティブの拡大過程をキャッシュ・フローの自立化過程として捉えようとしている。

山村 延夫 (九州大学)

- ①「評価機構としての信用制度」について、信用の度合いはBonitätで、貸し付ける信用そのものはKreditと、もともと異なる概念が、日本語では「信用」になってしまうのですが、いったいそれを区別しなくてもよいのでしょうか。評価部門を「信用制度」と呼ぶことに違和感があるのですが。

【答】

両者を区別するだけではなく、信用が拡張していくさいの両者の有機的な関係に注目することが必要だと考えている。

ケインズ自己利子率理論の再検討

原 正 彦

(明治大学)

1 イギリス経済の成熟と停滞

ケインズの生きた時代は、世界の金融機構が大きく様変わりする時期であった。19世紀末から20世紀初頭にかけての銀行信用の増大、さらに20世紀第1四半期には各種の債権が大量に発行されるようになった。ケインズはこうした変化を敏感に読みとりながら、貨幣経済理論を次第に深化させ、ついに「一般理論」に到達したとみてよいであろう。

ケインズは「貨幣改革論」において、こうした債権の大量発行という現象をいち早く認識し、これを「投資制度」と呼んだ。この投資制度のもとで、各種の私的所有権が貨幣投資の契約と結びついてさまざまな請求権—普通株、貸貸契約、抵当証券、社債、優先株など—を生み出した。その結果、20世紀の初頭には資産階級が「企業家」と「投資家」という、やや利害を異にする二つのグループにわかれた。この財産の所有と管理の分離によって、ケインズがアイロニカルに「神と富の和解」と称するところの、空前の規模での富の蓄積が可能になったのである。いまや人々はその富をさまざまな資産に配分するが、その選択の可能性はある形態から他の形態へ切れ目のない異なる価値貯蔵物の連続体 (continuum) を創りだした。

こうした金融経済の成熟と機を一にして、1920年代から30年代にかけてのイギリス経済は、長期にわたるスタグネーションに陥っていた。19世紀

末のイギリスは、当時の後進国ともいえるドイツやアメリカの重化学工業に追いあげられて、その国際競争力は低下して「世界の工場」としての地位をすでに失っていたからである。ちなみに、当時のイギリスの失業率をみると、適切なデータが利用可能となった1921年以降、けっして小さくはなく、1921～29の間、保険に加入している労働者の失業率は、ほぼ10%で推移している。1929年に生じた世界恐慌の影響をうけて、30年は16.0%、31年は21.3%、32年は22.1%、33年は19.9%という驚異的な高失業率の時代であった。

ケインズが論駁しようとしたのは、こうしたきびしい現実に直面しながら、正統派理論が依然として「セイ法則」から導かれる非自発的失業はありえないとする見解であった。1930年代初期のイギリスにおいて、いまにして思えば隔世の感がするが、こうした古典派の見解に論駁するなど信じがたいことであった。ケインズが新たな思考法にもとずいて「失業の一般理論」を書き始めたのは、こうした時代背景のもとであった。

さて、「一般理論」の第17章「利子と貨幣の基本的性質」は、「貨幣に対する利子率が雇用水準に限界を画するという特殊な役割を演ずる」（ケインズ全集（以下JMKで表す）7, p.222）ことを論証しようとしたものである。この章はきわめて高い抽象のレベルで書かれてはいるが、伝統的な実物経済のコンセプトでは覆いきれない、高度に発達した貨幣的生産経済の態様を一つのモデルで表したものといってよいであろう。

この論文は三つの目的をもって書かれたものである。第1に、ケインズ「一般理論」は、ともすれば投資 - 貯蓄の所得決定論としての一面が強調されて、流動性選好理論が無視ないし軽視されがちであるが、そうではなくて、ケインズ革命はdual - faceted natureを有することを論証することにある。別の言葉をもってすれば、ケインズ理論のエッセンスはセイ法則と貨幣数量説を同時否定するところにある。

第2は、自己利子率理論における調整メカニズムが、長期スタグネーション命題の一変種を表したもの、つまりケインズのデフレ・ビジョンを表したものにほかならないことを論証したい。こうした分析のいわば副産物として、通常のケインズ解釈の誤りをいくつか指摘するであろう。

第3に、ケインズによって示された長期スタグネーション命題が、まるで、ケインズが予見したかのように、今日の日本経済の現状を分析するうえで、生きたモデルであることを指摘して、結論としたい。

2 各種資産の自己利子の自己率

(1) 債務保有の分析

ケインズは各種の債務保有の仕組みを当該資産で表したその収益率の体系よりなる「自己利子の自己率」(the own-rates of own-interest)の理論を作り上げた。

① 貨幣利子率 「貨幣利子率は—これは読者に想い出してもらいたい点であるが—たとえば一年先というような先渡契約の貨幣額が、その先渡契約額の「現物」価格あるいは現金価格と呼ばれるものを超過する百分率にほかならない」(JMK, 7, p.222)。それゆえ、利子率は先渡価格 (P_f) と現金価格 (P_s) という二つの価格の差の百分率で表される。

$$i_m = (P_f - P_s) / P_s$$

この式は、われわれが銀行の窓口でたとえば3年ものの定期預金をすることを連想すれば直ちに明らかなことだが、「利子率は特定期間流動性を手離すことに対する報酬である」というケインズの定義の別表現である。

このように利子率が先物価格と現物価格で表されるとすると、「あらゆる種類の資本資産について、貨幣に対する利子率に類似したものが存在しなければならぬように見える」(JMK, p.222)。

② 金利平価定理 外国為替市場には、直物為替市場と先物為替市場とがある。先物為替が直物為替よりも価値があればプレミアム付き、逆に価値が少なければディスカウントと呼ばれる。ケインズはこうした為替相場が二つのマネーセンターの短期金利差によって決まることを自らの実践にヒントをえて、金利平価定理 (Interest rate Parity theorem) を定式化した。

「ロンドンの買方に対する一ヶ月先物ドル為替相場が、直物ドルよりもポンドで測って安い場合は、これはいっさいを考慮にいれて、その月の間、為替市場は資金をロンドンよりもニューヨークにおくことを欲するためであって、その選好の程度は先物ドルの割引によって測られる」。(JMK, 4, pp.102-3) 具体例をあげると次のようになる。

ドルの直物がポンドに対して ($\$ P_s / \pounds$) 4ドル40セント、一ヶ月先物ドルがポンドに対して ($\$ P_f / \pounds$) 4ドル40セント $1/2$ とすると、直物 ($\$ P_s / \pounds$) を売り、先物 ($\$ P_f / \pounds$) を買うことによって、先物ドルプレミアム ($i_{NY} - i_L$) は一ヶ月につき $1/2$ セント、年率にして約1.5%となる。その算定は次式によってなされる。

$$i_{NY} - i_L = (P_f - P_s) / P_s$$

(2) 資産保有の分析

スラッファ (1932) のハイエクの『価格と生産』批判において示唆されたことだが、ケインズはこの現物 - 先物市場での価格決定メカニズムによる債務保有の仕組みを各種の資産保有の分析にまで拡張して、次のように展開した。

③ 小麦の自己利子率 小麦のように、市場で相場が建てられる商品の「先物」契約と「現物」契約との間の開きは、小麦利子率に対して確定的な関係をもっている。しかし、先物契約は先渡し of 貨幣額によって相場が建てられ、現物渡し of 小麦の量によって建てられるのではないから、それは同時に貨幣利子率を導入している (JMK, 7, p.223)。小麦の現物価格が

100ポンド、先物価格が107ポンド、貨幣利率が5%だと仮定すると、小麦利子率 (iW) は、次式によって算定される。

$$iW = (P_f - P_s) / P_s = 7\%$$

したがって小麦の自己利子率は、 $iW = 5\% - 7\% = -2\%$ となる。

④ 資本資産の自己利子率 これまでの各種の債務や資産の自己利子率は、いずれも現物 - 先物市場が同時に存在することを前提にして論じられてきた。先物市場の存在しない固定資本や在庫のケースでは、どのように自己利子率を算定したらよいであろうか。

ケインズは伝統的な経済理論を現実に取り戻すために、つまり将来の「期待」が現在の在庫や設備の使用にあたる影響を考慮するために「使用者費用」という概念と資本の限界効率を導入した (JMK, p.146) のである。使用者費用 (user cost) は「他の企業から購入したものへの支払額および設備を使用することによってこうむる犠牲」だと定義される。

いま使用者費用について考えてみよう。使用者費用というのは、資本設備を現在「使用」せずに、一定の将来期日までその使用を延期し、後日獲得されるであろう付加的な資本の限界効率が現在の価値を上回るならば、設備を使用する権利を留保することを意味している。ちょうど、通貨のコール・オプション (call option) が、一定の将来期日において、保有者の意図した「行使価格」で当該通貨を買う権利 (義務はない) を与えるのと同じことである。例をあげれば、行使価格1.100円で現在価格が2.000円だとすると、行使価格と市場価格の差であるペイオフは900円ということになる。だから、使用者費用は企業家の期待収益率 (いわば行使価格) が満たされるときに使用するための費用であって、ある種の先物価格の役割をはたすものとして理解されている。

さて、このようにして①～④のすべての資産について現物 - 先物市場の仕組みをつうじて自己利子率が統一的に算定されたのをふまえて、ここで

先物市場の歴史とその意味について簡単にふれておこう。

ロンドンのシテイでは16世紀ごろから、貿易商人たちが海上輸送中の財貨を売買して、入港までの相場変動によるリスクをカバーしようとしたのが先物取引のはじまりといわれている。19世紀には、産業革命と世界貿易の飛躍的な発展によって、ロンドンが世界商品取引のセンターとなって、あらゆる商品の先物取引が行われるようになった。

A.マーシャルは『経済学原理』（1890）のなかで、「多少とも耐久性のある商品の取引は先物渡しの取引がすでに支配的となっている」として、その重要性を指摘している。しかし、新古典派の価格競争モデルでは、こうした時間を含む市場の制度的な仕組みともいべき先物市場はほとんど注目されてこなかった。当代一流の経済学者であるJ.Arrow=F.H.Hahnの言葉を借りれば、

将来と過去が現在に対しておよぼす強い影響、それからまた必要な先物市場が欠如してるときに、価格理論と安定分析の双方に導入してこなければならぬ大修正がもたらす強い影響、これらを正當に考慮することなしには、ケインズ革命を理解することはまったくできない。・・・
 実のところケインズを説明することに専念した文献の多くが、この中心点には触れてこなかったといっているのである（1971, p.369）。

3 各種資産の貨幣利子の自己率

(1) 貨幣的相対価格の決定とその作用

この点まで、どの資産が共通の価値の基準として用いられるかは、とくに重要ではなかった。しかしながら、どんな耐久財も唯一の基準に相関して、価値の増減が生じるだろうから、各資産の自己利子率は「期待増価（減価）比率」を測る要因を含まなければならない。ケインズにならって

資産の自己利子率を決定する諸要因をその純収益 q 、持越費用 c （使用者費用を含む）、流動性プレミアム l とし、ま貨幣を基準とした期待増価（または減価）比率を $\pm a$ で表わそう。各種の耐久財は、 $\pm a + (q - c) + l$ によって測られる貨幣利子の自己率（the own-rate of money-interest）をもつことになる。この貨幣利子の自己率は、貨幣という共通の基準で測られた各耐久財の相対的な価値を表すから、貨幣的相対価格（relative monetary price）と呼ぶことができる。

この貨幣的相対価格理論においては、先物契約が¹つねに先渡し²の貨幣額によって相場が建てられているから、貨幣はつねに他の資産とともに共有されることになる。貨幣「だけ」あるいは債券「だけ」、さらには任意の耐久財「だけ」の保有によって特徴づけられるどのような状態も、その現物価格あるいは先物価格のいずれかの変動を生じる。こうして各資産の貨幣利子の自己率の相違は、それらの相対価格（プレミアムないしディスカウント）の変化によって調整され、その相対価格は通常³の基準で計算される収益率を変化させるであろう。

この貨幣的相対価格は次のようにして決定される。流動性選好の変化によって利子率が変化し、利子率の変化が各種の資本資産価格およびその限界効率に影響し、限界効率の変化が資本資産の保有決意を左右し、投資の変化が乗数過程を作動させ、それが順次資本資産の収益に作用する。要するに、利子率の機能は、耐久財の保有と貨幣の保有の魅力⁴を等しくするような仕方⁵で、他の資本資産の貨幣価格を変更するのである。

このように、流動性選好の変化はすべての資産の現物価格と先物価格の関係を⁶変化させ、貨幣価格を論じるために、流動性を考慮することが本質となろう。というのは、たとえある資産がごく小さな流動性プレミアムしかもたないために、その変化が貨幣価格にさしたる影響を与えなくても、貨幣の大きな流動性プレミアムの変化がその資産の新たな生産の諸条件に

作用するからである。厳密には、流動性プレミアムは純粋に相対的な概念であって、絶対的に変化するのは購買力を保持するかあるいはそれを行使しようとするかの矛盾のあいだでの、資産保有者の心理のなかの正味のバランスである。こうして、すべての耐久財の現物 - 先物価格の関係は利率によって決定されることになる。ケインズによれば、利率の機能は、それら耐久財の保有と貨幣の保有の魅力等を等しくするような仕方で、他の資本資産の貨幣価格を変更することにある (JMK,14,p.213)。

ここでこれまでみてきた貨幣的相対価格理論の意義をより鮮明にするために、古典派の相対価格理論と対比してみよう。古典派では、まず実物交換経済において、すべての財があたかも完全流動性をもっていて、交換をつうじて財の交換比率である実物的相対価格が決定される。ついで、貨幣(ニューメラル)が導入され、総取引量と貨幣量との出会いによって、一般物価格水準が導きだされる。要するに、実質価値の均衡は実物的相対価格を生じ、それを貨幣によって名目的相対価格に換算しなおすのである。貨幣が導入されるのは、便宜性や現実に基づくためであって、その唯一の役割は交換手段として実質価値にはいかなる影響もあたえない中立的なものにすぎないということになる。

(2) 貨幣は「real」要因・利率は「monetary」要因

ケインズは1937年以降の流動性選好をめぐる利率論争において、貨幣が「実質的」(real) 要因であり、利子が「貨幣的」(monetary) 要因であることを繰り返して、自己の流動性選好説を強調した。伝統的理論が貨幣をヴェールとしてあつかい、利子を実質的な生産力や節約と関連づけようとすることを論難するのである。

貨幣が「実質的」現象であるというのは、貨幣価格の変化、つまり利率が資本財の収益率の変化をもたらし、それによって投資と所得を調整することである。このように、乗数をつうじる所得創出過程が、同時に貨幣

的相対価格の変動によって生じる利潤機会であるということは、両者が同じコインの表裏をなことを意味する。あと知恵の有利さで、われわれは流動性選好がたんなる貨幣需要の特定化における改善ではなく、貨幣経済の総体にかかわることを論証できる。

だから、ケインズ理論は、乗数による所得調整理論と流動性選好理論とが統合された体系をなしており、それはセー法則のみならず、貨幣数量説をも同時に否定するのである。ケインズ理論の「斬新さ」は、セー法則の否定とともに、まさに利子率によって決定される貨幣的相対価格理論だといつてよいであろう。

以上のような、各種資本資産の貨幣利子の自己利子率の決定とその選択は、ある種のポートフォリオ理論として読みとることができる。そこで、通常よく知られているトービンのポートフォリオ理論と対比し、両者の違いを明らかにしながら、ケインズの理論の特徴を浮彫りにしておこう。(ケインズをK、トービンをTで略記)

① 経済主体のちがい

K) 各主体(消費者、企業者、資産家)の傾向、慣習、性向などそれぞれの集計行動

T) リスク回避者、リスク受容者、リスク中立者それぞれの個人行動

② 定式化のちがい

K) 現物-先物価格スキームによる貨幣的相対価格の決定

T) 二母数(収益、リスク)アプローチによるポートフォリオ決定

③ 集計構造のちがい

K) 貨幣-債券-財貨-実物資本の4資産相互のマージン

T) 貨幣-債券-株式資本の3資産相互のマージン

④ 保有の仕方のちがい

K) 先渡し of 貨幣額による相場-貨幣的相対価格

T) 混成ポートフォリオ—貨幣も数ある資産の一つ

⑤ ストックとフローの関連の仕方のちがい

K) 投資が新たな資産を生むケースを含む—両者を関連づける

T) 既存資産のストックのみの選択—フローは q 理論で決定

4 貨幣的生産経済の移動均衡

(1) 二つの調整メカニズム

「一般理論」において、ケインズは現物 - 先物価格均衡スキームを投資が新たな資産を生産するケースの分析に拡張した。「正常供給価格が需要価格よりも低い資産は新しく生産される。そして、それらは限界効率が利子率よりも大きい資産である。最初に少なくとも利子率に等しい限界効率をもっていた資産のストックも、それらが増加するにつれて限界効率は低下する傾向をもつ。かくして、利子率が同一步調で低下しないかぎり、もはやそれらの資産を生産する利益がなくなる点に到達するであろう。限界効率が利子率に達する資産が存在しない場合には、それ以上の資本資産の生産は停止する」(JMK,7,p.228)。

こうした議論は、伝統的理論における経済の調整プロセスに大きな変革を迫り、それとは正反対のプロセスを示唆するものである。

これまで新古典派理論では、19世紀後半に支配的であった「自然主義」の影響であろうが、経済均衡への変化はつねに「自然価値」にむけて収斂するものだと考えられてきた。たとえば A. スミスの場合には、「自然価格」があたかも重力のように、市場価格をたえず引き寄せせる中心価格であった。また K. ウイクセルの理論では、唯一の「自然利子率」に貨幣利子率が適合するときのみ、累積過程が均衡に収斂する。さらに、現代の新古典派マクロ経済学においては、「自然失業率」という名の完全雇用がやがて達

成されるものとする。この自然失業率というのは、フリードマンの「恒常所得」概念をもとに考えられたものである。ちなみに、恒常所得というのは、今年の所得と過去17年間の所得の「加重移動平均」値として統計的に計算されたものである。加重移動平均だから、今年のウエイトが高く漸次その値が逡減するにせよ、17年にもおよぶ平均値が、はたして現実の生きた経済を描写したものといえるであろうか。80年代末のブラック・マンデーも、はたまた01年の世界同時多発テロの世界経済への影響もすべて希薄化されてしまうであろう。

これとは対照的に、ケインズの貨幣的相対価格理論では、この均衡化へのプロセスはまさに逆の収斂過程をたどる。「貨幣利子率」こそが各種耐久財の自己利子率を引き寄せる重力の役割を演ずるのである。ケインズの説明を聞いてみよう。

伝統的理論が主張するのは、各種資産の限界効率の一般的価値を決定する諸力が貨幣とは独立であり、いわばそれは自生的な影響をあたえないし、また諸価格は貨幣の限界効率すなわち利子率が他の資産の限界効率の一般的価値と一致して下落するまで動くことである。他方において、私の理論が主張するのは、これは特殊なケースであって、ありうべき広範なケースでは、ほぼ逆のことが真実だということである。すなわち、貨幣の限界効率はある程度それ自体に固有な諸力によって決定され、また諸価格は資産の限界効率が利子率と一致して下落するまで動くことである。(JMK,14,p.103) .

以上のことは、「一般理論」の第17章において、ケインズが苦心のすえ創り出した「貨幣利子の支配的な力」による貨幣的生産経済の移動均衡という考え方であった。

(2) ケインズ革命の二重の性質

「一般理論」においては、「貨幣にかんする技術的な詳細は背景に退い

ていて、すぐれて貨幣的な「貨幣論」から、想定上は実物的な「一般理論」へと移行したかのように理解されている。そこでの分析は、一方に貯蓄のような需要を減少させる漏出要因と、他方に投資のような需要を創出させる注入要因との、均衡調整関係として定式化される。漏出要因の増大は、すべて需要を減少させることによって、所得水準の減少要因となり、注入要因の増大は、すべて需要を増大させることによって、所得水準の増加要因となる。理論はすべて、もろもろの経済数量をいっさい「需要」という等質面に投影され、あたかも実物的な財のフローとして分析される。これは「投資・貯蓄の所得決定論」といわれるもので、新古典派の人々はもとより、多くのケインジアンたちもこの所得決定論だけがケインズ「革命」のエッセンスだと信じて疑わない。

われわれが論じてきたのは、乗数による所得調整メカニズムと流動性選好による貨幣的相対価格の変動メカニズムがコインの表裏であって、この両者が相俟って貨幣的生産経済の移動均衡を成立させることであつた。ケインズ革命はまさにdual faceted natureを有しているのである。

このことは見方を変えれば、有効需要点が二重の不安定要因に左右され、モデル自体がきわめてvulnerableな体系であることを示唆している。経済的な諸変数のうちで、もっとも変動の激しい二つの要因—投資と利子率—が、あざなう縄のように結びついた体系だからである。ただし、注意しなくてはならないのは、貨幣的生産経済の移動均衡という概念が、「諸期待がすべて実現する」ことを前提に、貨幣経済の分析の基礎を明らかにするための分析用具だということである。だから、この貨幣的移動均衡が用いられるのは、議論の予備的段階に限られていて、事実には照らして検証されるべき仮説の構成のうちに置いてはならないのである。

5 ケインズのスタグネーション・ヴィジョン

自己利子率の理論で示された調整メカニズムは、利子率が完全雇用を保障するのに必要な資本収益率よりも高止まりする可能性があることを示したものであった。このことの意味するところはきわめて重要であって、ここにケインズの「長期停滞」命題の一変種あるいはデフレーション・ヴィジョンともいふべきものが示されている。わが国の現状を頭にえがきながら、もういちどケインズの考える資産選択行動を振り返ってみよう。

富の所有者は、ある資産の供給が増加すると、その収益がその次に高い予想収益をもつ資産と等しくなるまで、より高い予想収益をもつ資産を需要しつづける。経済が停滞して資本収益率が採算割れ近くまで落ち込んだ状況のもとで、いまなんらかの理由、たとえば金融システムの不安定化によって、貨幣の流動性が異様に高まると、富所有者は貨幣でより多く、他の資産でより少なく保有しようとする。貨幣はそれ独自の性質—生産の弾力性ゼロ、代替の弾力性ゼロ、持越費用ゼロ—を有しているから、貨幣利子率が収益の限界点を示すことによって、収益均等化のプロセスは停止する。

「流動性の罨」というのは、利子率がある水準にまで低下した後は、ほとんどすべての人が、きわめて低い率の利子しか生まない債権を保有するよりも現金を選好するという意味において、流動性選好が事実上絶対的となる状態のことである。しかし、ケインズはこの極限的な場合は将来実際に重要になるかもしれないが、現在までのところでは私はその例を知らないと述べている (LMK, 7, p.207)。ケインズは長期利子率の最低水準をおよそ2%とみなしていたふしがある。バジョットにならって、次のような19世紀の諺を引用しているからである。「ジョンブルはたいていには我慢する。しかし2パーセントの利子には我慢できない」(JMK, 7, p.309)。

現在、わが国の新発10年もの国債の利子が足下のところ1.3%前後であることを考えると、日本経済がすでに「流動性の罌」に落ち込んでいることは確かであろう。

かつてJ.R.ヒックスが有名な論文「ケインズと古典派」(1937)において、ケインズ理論を不況の経済学と呼んだことがある。流動性選好曲線の形状が水平になるにつれて、資本の限界効率が消費性向の増大が、利率の上昇を生ぜず雇用を増大させる「ケインズ氏の特殊理論」だと批判したのもこの点であった。いまにして思えば、ヒックスの論文は、そこで展開されたIS-LMモデルの功罪はさておき、「一般理論」を不況の経済学だと規定したのは、まさに瞶眼というべきかもしれない。縮小均衡の限界点としての「流動性の罌」は長期的な構造不況の現れにほかならない。

流動性の罌は、投資水準の限界にまつわるさまざまな曖昧さを取り除き、投資誘因の崩壊に対する説明を与えてくれる。流動性の罌の状態がつづくかぎり、企業者は資本設備を拡張しようとするインセンティブをもちえないからである。ケインズは過剰投資を次の3段階に区別した(JMK, 7, pp.321-324)。

- ① 深刻な失業状態のもとでももはや不用となった投資
- ② 各種資本財が著しく豊富なために、たとえ完全雇用の状態においても、存続期間をつうじて取替原価以上の収益をうると期待される新投資が存在しない状態
- ③ どんな種類の耐久財についても、これ以上の増加からは、取替原価を超える粗収益総額を期待することがもはや不可能な状態—完全投資の状態

こうした段階をへて、日本経済はまさに完全投資の近傍に陥っているとみてよい。いずれにせよ、過剰投資というのは、成長の必要条件と資本ストックの収益性の必要条件との間だの緊張から生じるプロセスであって、

それは取替原価をカバーできず、もはや純利益を生むことのできない状態である。こうした状況のもとでは、取替原価はその額が企業者の期待いかんによって決定される自生的変数として積み増されてしまうのである。ちなみに、わが国の「部門別資金過不足」バランスにおいて、企業部門の資金不足（投資超過）の対GDP比率は、投資活動の沈黙化を反映してここ10年間をつうじて漸減傾向（9.0%→2.2%）を示している。とくに97～99年度では資金余剰部門に転じ、その対GDP比率は2.8%にもおよんでいる。

わが国の過剰投資の現況については、稿を改めて述べたいと思っている。

6 新しい計画の時代う—結びにかえて

私は、財政政策について、ケインズの政策提言が失敗したとは思わない。なぜならケインズの提言はけっして実行されることがなかったからである。実際に行われてきたのはP.ラーナーによって創案された「機能的財政政策」であって、「一般理論」にはこの政策への支持はほとんど、あるいはまったくないのである。

ケインズ本来の経済政策が、財政主義者としてのケインジアン政策に顴骨奪胎されてすでに久しい。ケインズは政府の政府のなすべきことと、なすべからざることを峻別したうえで、政府の介入すべき目標として次の三つの事例をあげ、これを実現するために「投資のやや広範な社会化」を提案した。

- ① 人々のリスクと不確実性と無知に対処するための、中央機関による
通貨および信用の管理
- ② 社会全体として望ましい貯蓄規模と投資経路に対する理性的判断
- ③ 人口の適正規模

現代のいわゆる新古典派の人々は、グローバリゼーションの名のもとに

小さな政府や、国内、国外をとわずさまざまな面での規制緩和を主張し、それが実現されてきている。しかし、私は21世紀のそう遠くない将来において振り子がふたたび「計画」への評価へと振れざるをえないであろうと思っている。そういう意味で、ケインズのあげた三つの目標は今日的意義はきわめて大きいので、それらを順次考察してみよう。

われわれが経験する経済悪の多く、たとえば富の不平等、投機行動、失業、事業の失敗などといったものは、リスクと不確実性と無知の所産である。1994年末のメキシコ通貨危機や97年のタイ・バーツの通貨危機に端を発する東アジア諸国の経済危機、あるいは日本の問題についていえば80年代末からの90年代初頭にかけてのバブルの醸成とその崩壊は、中央銀行が的確に対処すればある程度防ぎえたであろう。中央銀行の政策には、貨幣が投機の渦巻きの中に流用されることを阻止する責務が負わされている。これは大変むつかしい注文である。金融システムが今日のように発展すればするほど、人々をして投機行動に駆り立てさせるからである。

ケインズによれば、貯蓄は「富」そのものに対する欲求であって、購買力に対するいわば「底なし沼」として作用する。こうした認識が有効需要論の基礎をなしたことはよく知られている。一方、「投資の社会化」というのは、新しい産業の意図的な奨励や民間投資の積極的な指導と誘導を意図するものである。現在わが国のスタグネーションがら脱するには、もとより企業者のイノベーションへの取り組みが欠かせないのは自明であるにしても、たとえば燃料電池によるエネルギー革命のような、日本の将来を大きく動かす産業を誘導する以外の方法はないであろう。

人口問題もすぐれて今日的な問題である。一方では、アフリカにみられるような巨大な「人口爆発」を抱えた国があり、他方では日本のような急速に人口が減少する国もある。こうしたなかで、あまりにも大きい貧富の差をどのようにして縮小するのか、あるいは食糧、水資源の確保など、地

球環境規模での持続可能な経済のシステムを構築していかななくてはならない。こうした問題はケインズの主張する「投資の計画化」が地球規模で押し進められることなしには実現されえないであろう。

それにはこれまでの経済学がよりどころとしていた「価値理論」そのものが問い質さなければならないであろう。ケインズは私的な利己心と公的な奉仕との新古典派的な調和を破壊することによって、経済学のなかに道徳問題をつれもどした。貯蓄（私的な美德）が失業（公共の悪徳）を生むという考えは、不平等な所得分配を蓄積の源泉として正当化する論法を取り除いた。利子が犠牲としての待望への報酬であるという見方も、流動性選好理論によって否定された。

ケインズが「もっとも人間味あふれる功利主義者」といわれるゆえんである。こうした延長線上で、いままさに価値理論の再検討が求められているのである。

実務感覚からの理論への期待

吉 田 暁
(武蔵大学)

1. はじめに

私は信用理論研究会が誕生（1956）する頃に銀行協会に就職した。そこで私は預金利子課税問題（1955全免）、オーバーローン問題等に際会し、預金はどのように増えるかを考えざるを得なかった。利子課税優遇もオーバーローン非難も、銀行を預金を集めて貸す機関という認識を根拠としている。こうした通俗的理解は利子課税優遇要望にとっては都合がよいが、オーバーローン現象の解明では逆になる。

信研では銀行券論争が行われていたが、私は岡橋保教授の「不換紙幣も信用貨幣」説は高度成長時代の日銀券増発をどう考えるべきかという問題提起に興味をもったが、論争がそのような方向に発展していかなかったことに失望した。一方日銀は「資金（現金）需給バランス表」によって、金融状況を説明していた。「財政収支＋日銀券＝日銀対民間信用」であり、日銀信用が結果として示されること及び「日銀券増発は金融逼迫要因」という説明は奇異に思えた。しかし、さきの預金増加要因について信用創造に思い当たるにしがたい、企業と銀行の間の信用創造を出発点とし、日銀信用を結果とみること（今日の日銀理論）が、資本主義社会の信用としては当然ではないかと思うようになっていった。これが後にポストケインジアンの内生的貨幣供給論受容につながる。

信研では信用創造は正面から取り上げられていなかったのではないか。川合一郎『資本と信用』（1954）では「信用創造なる事態」が節のタイトルであった。しかし三宅義夫訳のセイヤーズ『現代銀行論』（1959）では「銀行は他の人々から受取るなんらかの資産と引き換えに預金をつくり出す」（p.228）、さらに「公衆による貨幣支出の圧力を急速に変化させることが必要なさいには・・当局が預金量にまず第一に影響を与えようと決意することがもっとも適切な措置である」（p.247）と書かれていることに衝撃をうけた。信用創造を「将来の資金形成の先取り」として積極的に展開したのは、山口重克「商業信用と銀行信用」（鈴木鴻一郎編『信用論研究』（1961））であったと思う。私は山口の議論を、銀行券を預金通貨に読み替えて納得し、我が意を得たりという思いであった。

2. 内生的貨幣供給論あるいは始めに信用創造ありき説

私は1988年秋の信研大会（非会員）で初めて「ペイメントシステムから銀行システムを考える」という報告をした。その冒頭次のように述べた（『信用理論研究』No.6）。

「近代的銀行の本質は自己宛一覽払債務（現在は預金）を貸付けるところにある。これにより銀行は信用創造をしながら同時に金融仲介を行う。／銀行がペイメントシステムの担い手であるということは、上記を別の面からみたものに過ぎない。借り手は支払うために借りるのであるから、銀行の一覽払債務（預金）は支払いうるものでなければならない。手形交換所や為替のコレス関係は銀行間で預金振替を可能ならしめるものとして、自然発生的に発展してきた銀行間システムである。」

これに先立って、学界に転ずる機会に、決済システムについて初めて顕名で書いた「銀行の決済機能とは何か」（『金融財政事情』85.4.22）では、

ペイメントサービスと預金取扱は不可分として、次のように書いた。

「預金と貸出とは当初同時に創出される（マネーサプライの考え方）。創出された預金はペイメントの手段として使用され持ち手を変える（預金通貨の観念・・・）。そして最後には預金が貸出の原資としてバランスする（金融仲介はこの段階でとらえたものであり統計ではマネーフロー表がこれを示している）。」

私はこのような銀行観、預金通貨観（内生的貨幣供給論）に基づいて、決済システムの他、バブル経済、中央銀行と中央銀行券の本質、ナロウバンク（ありえない）、オーバーローン（金利規制による預金としての還流不全）、電子マネー（新しいことではない）等について発表し、ご批判を受けてきた。以下ではそのような批判、あるいは信研等の場での諸意見について、私の考え方を述べる形で責めを果たすこととしたい。なお、私は信研におけるこれまでの研究の蓄積について十分にフォローしていないので、誤解も多々あろうかと思うが、その点についてはご海容賜りたい。（以下敬称は省略させていただく）

3. 多くみられる見解に対する疑問

(1) 「相殺」概念への疑問

マルクスの「手形は債権と債務の相殺（Ausgleichung）によって決済されるかぎりでは、絶対的に貨幣として機能する」に基づいて、多分川合教授からではないかと思うが、本来の貨幣（金）が現れないことをもって「相殺」とされる方が多い^(註1)。しかし実務社会の用法からすると奇妙な感じを受ける。法的な意味での相殺は貸金の返済を預金との相殺で行うとか、手形交換の銀行間決済のように、債権・債務が社会的に消滅するものをいう。これに対して商業手形、銀行券、預金は債権・債務関係が移転

(付け替え) されていくのであって社会的には消滅しない。このように性質の異なるものを同じく「相殺」と呼ぶことには抵抗を感じる。後者を相殺と考えるのは個別資本の立場で考えるからではないか。商業手形は期限があるからやがて決済されて社会的にも消滅するが、一覽払いの銀行券・預金は社会的には移転されて残存し、残高を累増させていく。「相殺」という用語の使用はこのことをあいまいならしめ、結果的に信用貨幣の軽視につながるように思う。

川合教授の場合、信用(貨幣)の登場を貨幣生産費の節約という側面を強調することと相殺(なしですます)とが結びついているように思われるが、シュムペーター流に、拡大のための信用(貨幣)という、信用(貨幣)の積極面を打ち出すべきではないか。

(注1) 例えば小林真之は「銀行業の貸付は預金(預託)された貨幣の直接貸付としてではなく、決済システムを前提にした預金債務の貸付という形態をとる。つまり創造された預金債務は、すでに形成されているクリアリング機構(債権債務の人為的相殺機構)を通して相殺・節約され、個別銀行の相殺差額が極力圧縮される。」と述べる(小林「金融システムと信用恐慌」(2000) p.14)。しかし下線部(引用者)のようなことは生じない。預金債務は振り替えられていくのであって、相殺・節約されることはない。

山田喜志夫は「預金そのものが通貨として流通する」と預金通貨を明示するが、「商業信用は債権・債務の相殺を通して貨幣にとって代わり、信用が貨幣を代位する」と述べ貨幣にとって代わることが相殺であるとする(山田「現代貨幣論」1999 p.84)。

なお、筆者は88年信研秋期大会で深町郁弥の質問に対し「相殺という語は、私は相対立する債権の相殺の意味で用いており、質問が前提している「与える信用を受ける信用で相殺する」という場合の相殺とは意味を異にする。」と述べた(『信用理論研究』No.6)。

(2) 預金通貨論を含む信用創造論を積極的に取り上げるべきではないか

マルクス経済学では原理論的展開が意識されるためか、19世紀、資本論の世界での展開が行われ、20世紀後半の現実になかなか接近してくれないという不満を感じていた。信用創造があっても、銀行券レベルで終わって

いたのではないか。預金についても、発券先行か預金先行かという議論にみられるように、預金は本来の貨幣の預託で成立するということが、暗黙の前提ではなかったか。マルクスも帳簿信用に言及していたが、このことが十分に展開されていないのではないか。あるいは、預金銀行を発券集中（中央銀行の成立）の裏としてとらえ、原理論で中央銀行が説けるか否かといった議論がからんでいたことも関係していたかもしれない。いずれにせよ預金銀行論が不十分であったと思う。

預金銀行についてはアムステルダム銀行のような、金・銀貨の預託とその返還請求権の貨幣化（小切手の原型）という議論が近代経済学では一般的のようである。一方、バジョットは銀行の原型を発券銀行として捉えた上で、銀行券の還流として預金の発生を説き、イギリスの今日の預金銀行がアムステルダム銀行とは性格を異にすることを述べている（宇野弘蔵訳『ロンバード街』pp.94-5 参照）。いずれにせよ、19世紀半ばには預金銀行は十分に発展をみせ、小切手による預金振替も行われていたのであるから、原理論レベルでも預金論、預金銀行論があっても決しておかしくない筈である（註2）。

信用創造についても「架空資本」概念と結びついているのか、無準備での貸付ということがよく言われるが、「信用」というのは本来債権債務関係であり、現物（物権）がないのは当たり前のことである。債権債務関係そのものを理論化すべきであり、無準備の強調には違和感を持つ。なおこの点について山口重克は「（現金準備）『以上』という点が『創造』の意味なのではない。先取りしているということが創造の意味なのである」と述べているが、同感である（山口「純粹資本主義における信用創造」（1999））。

現物へのこだわりが、信用創造論においてはフィリップス流の、岡橋が批判する「現金たらい回し」信用創造論につながり、マクロード、ハーン、シュムペーター流のものの拒絶になっているのではないか（註3）。私はフィ

リップス流の本源的預金は存在しない（この点は後述）と考えるだけでなく、最近のベースマネーを注入してマネーサプライを増やせという、いわゆる量的拡大論は百害あって一利なしと考えるので、信用創造論を正しく発展させることが極めて重要であることを強調したい^(注4)。

（注2）西村閑也は「マルクスもエンゲルスも、通貨論争で関心の中心が銀行券であったことの影響を強く受けていて、当時のイギリスで通貨として重要な役割を果たしていたのは預金通貨と金貨であり、銀行券の役割は小さなものでしかなかったことを無視している。このために多くの無用の混乱が生じている。」また「民間銀行が信用＝架空資本を創出するというさいに、最も重要なメカニズムは、借り手の預金口座の貸記（・・・）による貸出であり、貸し出された預金が借り手の支払いを通じて第三者の預金口座に入金されて、かくして、銀行組織全体の預金が増大するということであった。マルクスは第25章で「事実上、銀行券は卸売商の銻貨をなすにすぎず、銀行で主要事として重きをなすのは常に預金である」といっておきながら、ここで預金創造のメカニズムを信用造出の一つの方法としてあげていないのは、不思議なことである」とマルクスの限界を指摘している（西村「信用制度のもとでの流通手段」（『資本論体系』第6巻1985 p.171、下線は引用者）

（注3）麓健一は「マクレオードは銀行の信用創造機能をば、単に銀行の貸出という一面だけに見て、その貸出の反転によって生じた預金が、さらに貸出されて再び預金となるというふうに、転々反復して遂に預金の膨張となるという意味での信用膨張の様式は、これを看過したと考えられる」（麓「信用創造理論の研究」p.216）と述べるが、下線部（引用者）のようなことが生じることはない。

（注4）大友敏明は「信用創造論は、マルクス経済学の金融論のなかでは比較的論じられてこなかった分野である。」という。大友自身の信用創造は「商業信用、商業流通を基礎にして商業流通間で授受される債権債務の相殺にもとづく現金の節約を、銀行の窓口では信用貨幣の創造と転倒的にみなすことであって、」と、預金通貨の創出を軽視している（大友「信用創造論の動向」（『金融経済研究』1992）。小林真之も「産業企業相互間の信用関係が手形割引による銀行信用への振替により、形式的に企業との債権債務の相殺として現れ、これが信用創造現象とよばれる事象の内実をなすといえる。」（小林前掲p.16）という。これらは「相殺」概念と結合して、信用創造を現金の節約という面でのみ捉えている（下線は引用者）。

(3) 預金の源泉としての遊休貨幣資本への疑問

本来の貨幣が後景に退いた現代にあつては、存在している貨幣は中央銀行券と預金、つまり信用貨幣のみである。一部には所得からなされる預金が本源的預金であるといった論もあるようであるが、個人の所得は企業からの支払いであり、企業預金の移転にすぎない。このことは給与振込の普及によって誰の目にも明らかになったが、もともとそうであったのである。企業の内部留保や減価償却資金についてもその源泉は売上であり、それは預金通貨の形で入ってくる（一部現金での受取も預金される）。そこから仕入れ代金を払い、給与等経費に充てられた上で、残りからいわゆる蓄積資金が形成される。結局は預金の振替であつて社会的にみれば、新たな預金源泉ではありえない。これらを新たな預金源とみるのは個別資本視点から脱却していないためではないだろうか。なお、現金も銀行預金の引出しで入手するのであつて、預金が前提である。

同じことから「過剰な貨幣資本」がまずあつて、そこから運動が始まるのではない。あるのは過大な信用創造である。そして、その信用創造にあつては、過剰準備が前提にあるわけではない。銀行が信用創造で与信を拡大する際に考慮するのは、与信の確実性（信用リスク）、収益性ならびに必要となる準備の調達可能性およびそのコストである。バブル経済とその後不良債権問題は、銀行の与信判断の誤りと日銀の低金利政策（与信拡大によって必要となる準備が低金利で調達できることを保証）によって生み出された。

付言すると、現在不良債権のために「おかねの回りが悪くなっている」と俗にいわれるが^(註5)、不良債権を処理したからといって銀行に貸出資金が生まれるわけではない。返済にしても預金との相殺で行われるから資産（貸出）と負債（預金）が両建てで引き落とされるだけである。まして不良債権処理の場合は、担保処分で得られる資金（預金）で不良債権の一部

が消滅し、残りは自己資本の減少で処理される。「おかねの回り」は優良な資金需要があってはじめてよくなるのである。

(注5) 例えば日本経済新聞01.4.4記事に「滞る資金供給・・・これ以上、不良債権問題の解決を先送りできない。ゼネコンなど収益性の低い企業への貸し出しが減らずに「成長分野へのマネー供給が滞っている」と日銀幹部は指摘する。」とある。

(4) 不換銀行券は政府紙幣か

銀行券については、兌換銀行券については信用貨幣とするが、不換銀行券については政府紙幣とみる向きが多いように思われる。しかし、信用貨幣のメルクマールを兌換に置くのは、信用をtrustと解し、creditと見ていないのではないか。私は信用貨幣の基本的な点は信用関係のなかで発生、消滅することにある、と考える。この点について川合一郎は次のように述べている。私はこの点に関しては川合説に賛成である。

「兌換が銀行券にとってはたんに数量調節の一手段、しかも第二義的なそれに転化しているからこそ、兌換の停止は、貸付によって出、回収によって収縮するといういわゆる還流の法則をそれに特有の流通法則とする銀行券の信用貨幣としての本質に何ら変更を加えるものではないのである。兌換の停止は資本にとっては現実に重大なことにはちがいないが論理上は少しも断絶ではない。(以下岡橋説批判のあと)・・・兌換の停止によって銀行券は紙幣になるわけではない。」(『資本と信用』p.98)

不換銀行券も信用貨幣であると主張することに対しては、その弁済が現実には行われないではないか、という反論がある。私は銀行券で日銀貸出が返済できること、外貨が買えること、最終的には(西川元彦にならって)商品が買える(債権の移転が受け入れられる)ことを挙げるが、貸出返済を除くと銀行券の「価値」が問題になることは認める。したがって金融政策が重要になる。これに対して、不換銀行券の流通根拠は法貨性、強制通用力あるいは国家が租税として受け入れることなど、国家権力にあるとす

る主張がある^(注6)。しかし強制通用力もインフレが高進すれば無効となることを考えるべきである。近年主要国で中央銀行の独立性が重視されるのは、不換制下において中央銀行券が政府紙幣に墮すことを避ける工夫であり、不換制下における資本主義の論理の貫徹である。

なお、イングランド銀行の国債保有、米ナショナルバンクの国債保有と結びついた発券について、政府債務の貨幣化とみる向きがあるが^(注7)、国債保有は資本の運用であり、発券は民間債務の貨幣化として行われた（その指針としてリアルビルズ・ドクトリン）。

（注6）これは近代経済学では一般的であるが、マルクス経済学でも同様の主張が多い。例えば、小林前掲書には「政府は貨幣高権にもとづき紙幣を発行し、貨幣の節約益を鑄造差益（シニョレヅジ）として取得する。」「中央銀行と政府の関係は、政府が通貨供給の特権を直接に行使せず、中央銀行に委託することにより、・・・」（p.72-5）とある（下線は引用者）。

（注7）例えば、高山洋一「中央銀行と金融市場—最後の貸手（LLR）機能—」（飯田・川波編『現代信用論の基本課題』）参照

（5）中央銀行の本質

この点については、99年、00年と2度にわたって金融学会で報告した（「あいまいな存在としての中央銀行」武蔵大学論集00.3）。その要点は①中央銀行の本質は銀行の銀行であり、国家的機関ではあっても政府機関ではない。②金融政策は金融取引を通じて行われ、権力の行使ではなく、そこに独立性の究極の根拠がある。③銀行券発行は中央銀行の業務の手段であって、国家の貨幣高権を代行するというようなものではない。また銀行券と中央銀行預金は基本的に同質な信用貨幣である。④貨幣高権とかシニョレヅジは錯覚である。国家ができることは貨幣名を与えることに止まり、シニョレヅジは利鞘であって民間銀行と同様である。

以上のような観点から、最近の金融政策を巡る論争を評すれば、量的拡大論はフィリップス流の転倒した信用創造論に基づき、需要のないところにマネー供給が可能とするという意味で誤った議論である。マネー供給の

出発点は銀行と企業の間で、銀行が預金通貨を創出することである。中央銀行マネーの供給は、銀行の信用創造の結果として生ずる現金（日銀券）の漏れ、および銀行間決済に必要な準備（日銀預金）の補填のため、中央銀行段階の信用創造として行われる。準備があって信用創造が行われるのではなく準備はあとから供給されるのが現実である。

【参考文献】

- (1) 川合一郎「貨幣信用論研究30年」(『川合一郎著作集』第6巻(1982)、原論文は『経済評論』(1976))
- (2) 松本久雄「信用創造と信用媒介—信用制度の二つの面との関連で—」(『証券経済』88.3)
- (3) 大友敏明「信用創造論の動向」(『金融経済研究』1992.1)

《質疑応答》

吉田 賢一(工学院大学)

不換銀行券 = 信用貨幣説、内生的貨幣供給説から、どのようにインフレの発生を説明できるか。

【答】

インフレを単純に貨幣の増発のみに結びつける考え方はとらない。景気の上昇、ボトルネック、石油ショック等々の物価上昇要因があり、物価上昇を折り込んだ資金需要に対して銀行が信用創造で応ずることが、物価上昇を現実のものとする。その段階で中央銀行券の増発も現実化する。中央銀行券の増発はインフレの結果である。したがって金融政策は最初の資金需要、対応する信用創造の段階に金利引き上げで働きかけることになる。

もちろん、国債の中央銀行引受のような形で、銀行券を政府紙幣化すれば、政府支出の増加を通じてインフレが起こるが、それは中央銀行券の信用貨幣性の否定によってのことである。現在のインフレ待望論は最終的にはそれを狙いとしているが、中央銀行預金を大量供給しても、銀行と企業間の信用創造が起こらないのは、信用創造の出発点がそこにあるからである。

前畑 雪彦 (桜美林大学)

吉田の議論では預金の社会的累積 (ex.個人金融資産1400兆円) を説明できないのではないか。

【答】

個人の預金といえども、その源泉は借入によって創出された預金の移転である。社会的に預金は借入返済によってたえず消滅するが、新規の貸出で新たに創出される。その預金の移転 (給与等) が個人預金を形成する。経済が拡大すれば、一般的には預金量も増えていく。貸出によって創造される預金以外の預金源を想定することはできない。貸出が返済されると預金も消滅することを強調したが、質問は借り手から預金の振り替えを受けたものの預金は返済とは無関係だということを考えているのかもしれないが、借り手が返済可能となるためには売上代金等で誰かから預金の移転を受けなければならない。

木村 二郎 (桃山学院大学)、小野 英祐 (国士館大学)

金融仲介について説明を求める。

【答】

預金は信用創造によって、借り手の預金として創出されるが、借り手はそれを支払いに使うから、預金は移転 (振替) されて預金の保有者を変えていくが、誰かの預金 (遊休資金) として残る。このことを社会的に鳥瞰すれば、資金余剰主体 (遊休資金保有者) から資金不足主体へ資金が仲介されているとみることができる。

小野 英祐 (国士館大学)

「支払準備金」の形成について順序立った説明するとどうなるか。私は準備金は自己資本で保有されると考えるが。

【答】

準備は自己資本で保有されるという考え方は、私もそのように書いたことがある。国法銀行の創設はまさにそのようなものであった。新しく銀行を創設する場合は常にそうだと考えるが、稼働してしまうと区別がつかなくなるのではないか。

高倉 泰夫 (長崎大学)

銀行の信用創造の可能性と対応するのは、非金融の企業または産業資本の側の血気 (アニマル・スピリット) と考えてよいか。

【答】

お説のとおりと考える。

大友 敏明（山梨大学）（小林 真之（北海学園大学）からもほぼ同趣旨）

- ①「相殺」という概念は、債権と債権との交換、資産と資産との交換によって生ずるものと思うが、預金設定によってその貸付額の一部は小切手を振りだされ、交換所を通じて決済されていると思う。この点では吉田と従来の理論とでは大きな違いはないと思うが、どうか。
- ②吉田の議論では信用貨幣のみが登場して「現金」という範疇が登場していない。銀行の現金準備は考えていないのか。

【答】

- ①について：大きな違いはないといわれると戸惑う。私は社会的に消滅するものと振替移転されるものとを区別し、前者のみが「相殺」であると述べている。このことを認められるのであろうか。「債権と債権との交換」という言葉も気になる。「交換」はされない。小切手云々も小切手は預金の振替を行っているのだから、預金は社会的には消滅しない。交換所でやっているのは、銀行間の決済であって、非銀行部門の貸出・預金の動きは別の問題である。
- ②について：「現金」とは中央銀行券のことを指しているのだと思うが、それも信用貨幣だし、中央銀行券とともに中央銀行預金も考えなければならない。私は銀行券と預金は信用貨幣という点では本質的に同じ（違うのは手交できるか否か）と考えている。銀行券が中央銀行に独占されても、それが政府紙幣になったわけではない。法貨としてファイナリティがあるということが言われるが、そのことを絶対視することには賛成できないことを報告で強調したつもりである。銀行の準備についてはもちろん重要だと考えている。ただその準備には「現金」に加えて中央銀行預金を考えるべきことを強調したい。

おそらく、私の議論が質問者と異なるのは、準備は中央銀行が供給（信用創造によって）しない限り、どこからも生まれないという点であろう。個別の銀行は信用創造の結果としての準備の補充を預金集めで充たすことができるかもしれないが、銀行全体としてはできない。銀行間決済に伴う準備の過不足はゼロサムであるから、インターバンク市場で調整可能であるが、銀行券の増発と対政府の資金需給については中央銀行が調節しない限り、どこからも出所はない。最近の主要国の金融政策が短期金融市場の金利調節を中心としているのは、準備調達を条件を基軸として金利全般に影響を与えているのである。

高山 洋一（大東文化大学）

ビル銀行条例の保証発行、米、国法銀行の国債保証発行とグリーンバックスは量は必要量の紙幣、一般流通領域の問題である。金貨に代わって紙幣が流通している論理である。吉田の「本来の貨幣が後景に退いた現代」にあっては、信用貨幣の

完全相殺のみになり、現金通貨がなく金本位制から現代への通貨（貨幣）論の継承ができないのではないか。

関連して、債権債務関係の信用の基礎には、支払手段貨幣機能、貨幣準備の理論的問題があるのではないか。

【答】

ピール条例等の保証発行、今回改正された日銀法にあった保証充当等は理論的には意味がないと考えている。金貨に代わって紙幣が流通するというのはピール条例の発想であって、銀行券は金貨の代わりではないと考える。「信用貨幣の完全相殺」という「相殺」概念については、理解できないというか、相殺を現金が使われないという意味に用いるべきではないと、私は主張している。現金については大友宛回答に述べた。

一ノ瀬 篤（桃山学院大学）

実務的に見ても所得に基づく預金の吸収・動員が銀行の貸出能力に影響を及ぼすと思われる。本源的預金・派生的預金という概念を用いるべきか否かは別として、賭預金間に何らかの区別を立てる必要があるのではないか。

【答】

実務的には、特に個別銀行としては預金の安定性が望まれるので、そのような区別は重要である。ただ所得に基づく預金を本源的預金だなどというのは、実務界の用語ではあっても、理論的には誤りである。

藤田 誠一（神戸大学）

ナロウバンク（ありえない）というのは、収益上無理があるという意味か。決済手段（預金）供給は信用創造の前提条件ではあるが、信用創造を必然化するものではない。私自身は電子マネー発行体のバランスシートを考える上で参考になる考え方だと思う。

【答】

収益上成り立つかという前に、銀行の本質という点で成り立たない（銀行とは別物にすぎない）と考える。電子マネーとの関連では、大蔵省の研究会でそういう提唱をしているが、私は間違いだと考える。電子マネーといわれるものは結局のところ預金の一形態か、預金振替の指図である。

下平尾 勲（福島大学）

①信用創造を論じる場合に、金本位制の場合と不換制下の場合とでは相違はないと考えるか。発券の問題をどのように考えるか。

②預金の源泉を考えずに貸出を行うとすれば、貸出需要の増加→信用創造→貸出増加という循環が繰り返されるとみてよいか。貸出需要は手形割引や商品の買い付けだけでなく土地や株式投機資本需要、海外企業の買収も含めて広く考えるか。

【答】

①について 基本的には同じと考えるが、信用創造を制約する金融政策についていうと、金本位制の場合には金準備の枯渇がほぼ自動的に引き締めをもたらした。不換制下では若干のゆとりができたといえるが、外貨準備を無視した政策は、アメリカを除けば、依然としてとりえない。その意味でも同質といえる。券券については、銀行券と預金とは基本的に同じと考えていることは前に述べた。

②について 広く考えている。問題はそれが危険な貸出か否かという経営問題である。なお、質問中の「信用創造→貸出増加」という記述には賛成できない。信用創造=貸出増加であり、その後の「循環が繰り返される」も信用創造は循環によって成立するわけではない。

柴垣 和夫（武蔵大学）（前畑 雪彦からもほぼ同趣旨）

中央銀行段階の信用創造については不換制下では若干のゆとりが出てきたといえるのではないか。その余裕を使ってインフレ状況を創り出すことも、アメリカと同調できる限りでは可能であったといえないか。吉田は信用貨幣か政府紙幣かと峻別して論じるが、中間領域もあるのではないか。

【答】

現在の中央銀行券が政府紙幣化する危険性は常に存在していることは認める。ただゆとりについて述べると、金本位制下でもゆとりがなかったわけではない。イデオロギー的に硬直的だった場合もあったが、他方で例えばイギリスは金準備という点ではフランスやドイツに比し少なかったことをケインズが述べている。また金準備は銀行券のみと結びつけて考えられたが、預金通貨の発展とともに通貨総量との対比では金準備率はかなり低下したはずである。他方で管理通貨になってゆとりができたかといえば、それは錯覚であったのではないか。結局は失敗し、それがマネタリズム登場の背景でもあるが、制度的にもサミット、G7などでの相互干渉、南米諸国などでのドル化、究極にはユーロの登場にまで至った。中央銀行の独立性が重視されるようになったのも、ゆとりの錯覚に基づく失敗の帰結ともいえる。

松井 安信（北海道大学名誉教授）

「兌換の停止」の如何にかかわらず、預金通貨も銀行券も「基本的には同質な信用貨幣である」というが、

①預金通貨は“不換銀行券”の支払債務があり、兌換時代の銀行券と同様“信用貨幣

的"であるが、その銀行券の本質は何か。

②従来から論争されてきた銀行券の「債務の内容」は何か。危機の時代は「政府紙幣の本質」が表面化—紙幣の可能性の現実性=インフレの顕在化が十分予想される。

【答】

「完全相殺」という概念を使われるが、私には理解できないというより、相殺概念についての批判を申し上げた。「相殺」という語を使うことによって、信用貨幣が毅然として存在し、その動きが様々な問題を引き起こすことが消えてしまうことを恐れる。

私が兌換停止の意義を過小評価していると批判されるのだが、裏からいえば、兌換停止後70年資本主義が何とか動いているのは何故かという問題の立て方もあると思う。今日は、しばしば誤るにせよ、金融政策が、かつて金が果たしていた役割を果たさなければならなくなった時代といえよう。金融政策の重要性は管理通貨制の産物である。

不換でも銀行券が政府紙幣と異なる基本は、発行方式の違いである。政府紙幣は直接に購買手段として流通に投じられる。中央銀行券は金融取引を通じてしか発行されない。この違いは決定的である。したがって、中央銀行券を政府紙幣化する対政府信用（国債の中央銀行引受）禁止が重要である。

井村喜代子（慶応義塾大学名誉教授）

兌換制下と不換制下では基本的に異なると考える。吉田は「錯覚」というが、アメリカについては国際収支制約が働かないことをどう説明するか。

【答】

短時間で答えることのできない大問題であるが、次のことを指摘しておきたい。覇権国であるという要素を無視はできないが、経済的には日本など黒字国がドルを保有して対米ファイナンスをしていることが、支えている。何故そうするかは、アメリカが輸出先だからである。その間ドルは円に対し下落したがそれがアメリカに一方的に利益であったとはいえない。金利は相対的に高くならざるをえなかった。またドル安は日本やヨーロッパの一部に対してはいえるが、アメリカの貿易相手国全体に対してはドルはそれほど低下していない。

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——

岩田健治

(九州大学)

はじめに¹⁾

1980年代半以降、EC（欧州共同体）／EU（欧州連合）が進め、2002年初のユーロ現金導入により大枠が完成した金融・通貨統合は、従来信用理論の対象としては主題的にとりあげられてこなかった現代資本主義の新しい展開である。本報告は、この新展開を、川合一郎教授の「管理通貨と金融資本」という信用理論体系の枠組みとその展開を通じて把握しようとするものである。

1. 信用理論とEU金融統合の体系

はじめに、EU金融・通貨統合と信用理論がどのようにかわるのか、考えてみたい。

(1) 「管理通貨と金融資本」論体系の意義

川合一郎教授が1974年に提起した「管理通貨と金融資本」体系は、信用理論（信用の必然性論の展開）を用いて、現代資本主義を「組織された資本主義」の2つの類型として把握する壮大な体系であった。²⁾

川合教授は「信用理論の体系を、一方では広義の流通信用の節約のために生まれた商業信用の展開と、他方では、資本の所有制限の打開のために

うまれた資本信用および株式会社の展開という二つの側面をもつもの」と整理した。そしてそれぞれの頂点に「管理通貨」と「金融資本」を据えることによって、信用理論の体系を組織資本主義論の次元にまで高めた。「前者は商業信用—銀行信用—中央銀行信用と上向したのち、こんどは俯瞰して経済過程を統制するものとして管理通貨制の基礎となり、後者は資本信用—銀行信用—株式会社と上向して金融資本に達し、ここから下向して経済過程をコントロールするものとしてとらえる。管理通貨と金融資本というのは、いわゆる「組織された資本主義」の二つの側面である」。³⁾

そしてこの二つの側面は、比較体制論の区分原理にも通じ、現代資本主義の分析の武器となりうるとされ、インフレ論、スタグフレーション論、「新しい金融論」分析、比較体制論等々へと次々に応用されていった。⁴⁾

(2) 「管理通貨と金融資本」の変容——長期波動と国際通貨システムの転換

こうした川合の「組織資本主義」論は、ミクロ面で産業・金融が安定的な拡大再生産を実現し、マクロ面でケインズの需要管理を通じた景気循環へのコントロールが健全に機能した時期の理論であった。またそうした「組織資本主義」を、国際的資本移動規制に支えられたIMF固定相場制が、ミクロ・マクロ両面から支えた。

しかしながら「管理通貨と金融資本」というフレームワークが提起された74年を前後して、当該フレームワークの修正を迫るような変容——①国内的には74-75年以降の低成長への移行、②国際的には73年の主要先進諸国間固定相場制の最終的崩壊とその後の資本移動自由化——が生じたのであった。

① 長期波動の基調転換と「金融構造変容交差」

1974-75年恐慌により、先進資本主義諸国経済はコンドラチェフ長期波動（第4波）の拡大基調から停滞基調へと移行した。⁵⁾

実物面での低成長基調への転換に伴い、金融面においても企業の資金需

要が減退し、独占段階またはケインズ体制下の「金融資産累積」や「過剰資金」とは区別される「低成長下の相対的資金過剰」が生じた。現代の管理通貨制度において、この「資金余剰」にアプローチするためには、マクロ的な資金循環の分析が不可欠である。⁶⁾

部門別資金過不足を見るならば、米英仏独日のうち英国を除く諸国は、家計部門が、長期波動の基調如何を問わず、対GDP比で5～10%程度の資金余剰となっている。これこそが、金融資産ストックの厚い層を一貫して生み出す源泉であった。これに対して、主要な赤字主体は、高度成長期は法人企業部門であったが、1974-75年恐慌を前後して公共部門がそれに代替することになる。ここでは、赤字主体の政府部門と企業部門との間での代替を「金融構造変容交差」と名づけよう。日米欧州主要国の多くが、1970年代半にこの交差を経験している（このことは、再交差が生じれば、金融構造の変化が再び生じることを含意している）。

同じ「管理通貨と金融資本」ではあっても、「交差」以前と「交差」以後とでは、金融構造が大きく異なってくる。第1に、企業側の資金需要の減退から、実物投資以外の分野への貸出が増大した。特に資産市場関連の銀行貸出規制が緩やかな国（米英北欧日等）では、貸出の膨張と資産（擬制資本）価格のバブルをもたらし、バブル崩壊後の銀行資産の劣化と、金融不安定性増大をもたらした。第2に、財政赤字の急拡大と各国での国債大量発行により、国債が大量に累積し、各国の証券流通市場の軸心を形成し、その価格（利回り）はベンチマークとなった。第3に、③でみるように90年代のグローバル化を特徴付ける資本移動自由化への圧力も、この交差から生じたものと考えられる。

②「組織されすぎない資本主義」の国内的追求—サプライサイド政策とマネタリズム

以上の「変容交差」をさらに「経済政策論」としてみた場合、74-75年

の低成長基調への転化によって「組織された資本主義」の限界が露呈し、先進資本主義諸国は「組織されすぎない資本主義」を政策の軸に据えるようになった。

第1に「金融資本」を支えてきた銀行と産業の安定的成長と発展が限界に到達した。オーバー・キャパシティが問題となり、新たな政策の軸にサプライサイドの構造改革が据えられた。金融ビッグ・バン等一連の金融規制緩和もこの一貫であった。それは過剰生産恐慌を通じた「価値破壊」を人為的・政策的に追求することを通じて、産業・金融業のスクラップアンドビルドを実現し、経済を再活性化（利潤率の上昇、成長の実現）させる政策に他ならなかった。

第2に「管理通貨」の柱であるケインズの需要管理政策が破綻した。74-75年の過剰生産恐慌「金融構造決定の交差」と前後する70年代の激しいインフレーションとスタグフレーションを経験するなかで、ケインズ的な景気政策は優先順位を落とし、マネタリスト的貨幣量「管理」を通じた「通貨価値の安定」という最終目標に従属するようになった。こうした優先順位の変化は、実現問題を深刻化させることによって競争力のない過剰資本の整理を促し、サプライサイド政策を側面支援するものであった。

こうして長期波動の基調変化を契機として「管理通貨と金融資本」の変容が生じた。「金融資本」（ミクロ）の領域では国家による規制（含持株）を通じた政策から規制緩和＝競争促進を通じた「サプライサイド」の構造改革へ、「管理通貨」（マクロ）の領域ではケインズ主義的需要管理からマネタリスト的的反インフレ政策へ、即ち「組織された資本主義」から「組織されすぎない資本主義」へと、先進諸国の国内経済政策の基本スタンスは例外なく変化した。80年代のレーガン政策から、昨今の日本の構造改革に至るまで、川合教授亡き後の先進諸国経済は「組織された資本主義」がもたらした「弊害」との不断の闘いの時期であったといっても過言ではない。

とはいえ、どちらもあくまで「管理通貨と金融資本」に立脚しており「組織されない資本主義」ではない。

③「組織されすぎない資本主義」の対外的追求—変動為替相場制と国際資本移動

対外的に見た場合、長期波動の基調変化に伴う「金融構造変容交差」は、資本の国際的自由移動に向けた圧力を生み出した。先進諸国内部での相対的余剰資金は、ミクロ面で、収益率がの相対的に高い国外の諸国への投資先の開拓を目指すようになる。マクロ面では、ブレトン・ウッズ固定相場制の崩壊が自立的な資本移動の余地を拡大し、そうした動きをサポートする結果となった。「資本の国際的自由移動」は、「組織されすぎない資本主義」の対外的側面の根幹をなし、その後のグローバル化の奔流の一部をなすものである。

(3) 経済統合論視点からのアプローチ

いうまでもなく、川合「管理通貨と金融資本」論は、国民経済（閉鎖体系）内部の発展モデルであった。これに対して、EU統合とは、複数の国民経済（国家によって総括された市民社会）が、単一の地域的「国民」経済へと統合されていく過程に他ならない。⁷⁾ 両者の理論的すり合わせが求められる所以である。

① 地域的「国民」経済形成プロセスとしてのEC/EU統合

1950年代末のEEC創設に始まるEC/EU統合は、単に市場経済相互間の貿易・投資などの国境障壁を除去する段階——1960年代の関税同盟に至るECと現在の世界のグローバル化がこれに該当——を超えて、地域的「国民」経済形成の過程に入っている。そこでは、既存の国民国家の機能の一部が国家としてのEUに移譲されている。

金融面でも、金融・通貨統合により（金融資本に係る）金融法体系の立法権限、（管理通貨に係る）通貨供給および金融政策の実施権限等が、各

国からEUに移譲されている。統合が深まれば、EUと各国との間の権限の配分は、前者へと傾くことになるが、その際の線引きは「補完性原則」——市民に近いレベルで政策を遂行し、それでは非効率な場合に限り自治体⇒構成国⇒EUの順で権限を移譲——に基づいて行われる。

② EU金融統合の体系

EU統合の重要な要素であるEU金融・通貨統合は、三つの次元から成り立っている。

第1次元は、自由な国際資本移動である。それは、金融統合・通貨統合双方の基礎となる。この次元は、貿易面での関税と同様、資本取引面での為替管理という国境障壁の撤廃により達成されるグローバル化と同一次元の「消極的統合」に過ぎない。

「積極的統合」である地域的「国民」経済形成過程は第2次元から開始される。第2次元は、金融機関にとっての域内単一市場＝「金融サービス域内市場」である（以下では「金融統合」と表記）。この次元では、金融業者・金融市場の活動を規制するEUレベルでの金融法体系と金融行政の枠組みが必要となる。第3次元は、通貨統合である。その本質は、為替相場の非可逆的固定および単一中央銀行（ECB）の創設と単一通貨政策の実施である。この次元では、EUレベルの中央銀行法と金融政策体系が必要となる。第2次元、第3次元ともに、既存の国民国家が有する権限がEUに移譲され、EUが「国民」経済として自立しない限り実現し得ない点で、グローバル化とは明確に異なる。"

2. EU金融・通貨統合——国境をこえる「管理通貨と金融資本」

欧州統合が金融・通貨統合へと深化を遂げたために、信用理論も「経済統合論」という新しい応用問題に直面することになった。ここでは「管理

通貨と金融資本」の視点から「EU金融・通貨統合」がどのように把握可能なのか、考えてみたい。

結論から述べるなら、80年代半以降のEU金融・通貨統合は、低成長移行後のヨーロッパ各国が「組織されすぎない資本主義」を国内外において政策的に追求する際に、従来国民経済内部で発展してきた「管理通貨と金融資本」という二つの信用制度の柱が既存の国民経済の枠組みと衝突し、それをヨーロッパ規模で克服する過程に他ならなかった。結果として欧州諸国の「管理通貨と金融資本」は、EUという地域的「国民」経済レベルで再構築された。以下では、こうしたプロセスについて、金融統合と通貨統合それぞれに分けて検討していきたい。

(1) EU金融統合——「金融資本」の困難克服のEU的過程

はじめに「金融資本」のEU化である「金融統合」について考えてみたい。金融統合を不可分の要素とするEC市場統合（1985～92年）は、「組織されすぎない資本主義（＝サプライサイドの構造改革）」を欧州レベルで追求することにより、一国的「金融資本」の限界（腐朽化した各国寡占体制）を克服しようとするプロセスとして把握できる。

低成長波動への移行に伴い収益率の減退、産業部門・金融部門におけるオーバーキャパシティ等が顕在化すると、現代欧州版「金融資本」である一国的寡占体制が、産業調整を遅らせ、欧州経済停滞の元凶となっていることが白日の下に曝された。欧州域内レベルでの寡占間競争を通じた構造調整こそが、欧州経済再生の切り札となった。EC/EUの「域内市場統合」計画とは、域内に残存する非関税障壁を撤廃することにより、①国境関連コストを節約しつつ、②域内レベルでの寡占間競争の促進を通じた独占的超過利潤の廃棄と一国的寡占体制の打破をめざすものであった。⁹⁾ 金融部門では「第二次銀行指令」「投資サービス指令」等の域内単一免許制度が定められ、各国寡占金融機関相互間の域内競争体制が構築された。

市場統合を通じて主要産業の民営化と域内再編、公共調達の域内への開放が進み、国家と寡占企業との一国的紐帯が緩められた。また金融統合を通じて、銀行と寡占企業との一国的紐帯が緩められた。それらは、一国的「金融資本」の体制が解体され、欧州レベルで再構築される過程に他ならなかった。各種データより、市場統合（含金融統合）は、その当初の目標を達成しつつあると評価できる。¹⁰⁾

(2) EU通貨統合——「管理通貨」の困難克服のEU的過程

次に「管理通貨」のEU化としての「EU通貨統合」（1989～2002年）をみてみよう。EU通貨統合は、「組織されすぎない資本主義（＝国際資本移動の自由化）」を欧州レベルで追求する際に、一国的「管理通貨」（＝自立的金融政策）が直面した困難（＝域内固定相場制の動揺）を克服しようとするプロセスとして把握できる。

「政策三角形（inconsistent triangle）」の理論に従えば一般に、①「自由な資本移動」と、②「固定相場制」と、③「金融政策の自立性」とは、基軸通貨国を除き同時成立しえない。¹¹⁾

「組織されすぎない資本主義」の対外的側面である①の国際資本移動自由化を、EU自らがその統合政策＝「1992年・市場統合」の一環として追求していたため、残された選択肢は②の域内固定相場制の放棄か、③の自律的金融政策の放棄か、の2つしかなかった。このうち、②「EMS (ERM)＝域内固定為替相場制」の維持は、関税同盟を通じた高い域内貿易依存度（全貿易の約6割が域内貿易）と共通農業政策（CAP）のもとではEUにとって至上命題であった。92-93年の欧州通貨危機に直面しても、そうした至上命題に変化はなかった。そのため、③の自立的通貨政策（＝一国的「管理通貨制」）の放棄に向かうことが統合を進めるEUにとって合理的選択となった。EUは、それを究極まで推し進め「EMU（経済・通貨同盟）」を完成させた。「1992年市場統合＋EMS＝EMU」と呼ばれる所以である。¹²⁾

通貨統合の結果、欧州の「管理通貨」体制は、連邦的に組織されたECB（欧州中央銀行）を軸にEUレベルで再構築された。¹³⁾

(3) 各種金融指標の収斂

単純化を許されるなら、通貨統合と市場統合（金融統合）により、利子率と（銀行）利潤率とのEUレベルでの収斂がもたらされつつある。

通貨統合が為替相場変動要因を除去し、金利・株価等の域内金融指標が直接的に収斂したために、長年研究者を悩ませてきた「金融統合の指標」問題、即ち金融統合なるものをどこで把握すればよいのか——カバー付またはアンカバーの（実質）金利平価（国際マクロ理論）や各国間の投資・貯蓄の相関（フェルドシュタイン＝ホリオカ説）——といった問題は、EU域内では過去のものとなった。

- ・短期金融市場金利：ドイツ所在銀行の1ヶ月物インターバンク・レートと他の10ヶ国所在の銀行が出すレートとの相違はほぼ0.03%内で推移（99年後半から2000年初）。
- ・公社債利回り：国債市場間の利回りの格差はほぼ0.3%内で推移（99年）。
- ・株式価格：国内の相関が弱まりEU全体を貫いた業種内の相関が高度化。¹⁴⁾

他方、市場統合（金融サービスの域内市場）により、一国的規制が故に独占的超過利潤が確保されてきたスペイン、イタリアなどの銀行部門で収益率の低下が観察され、域内銀行利潤の低位収斂が進んでいる。

3. ユーロ域内金融システムの諸問題

統合のプロセスが、インフラ面・価格面双方において、ほぼ完成の域に到達しつつある現在、研究対象はEU金融・通貨統合から、EU「国民」経済内部でのマクロ金融政策や金融システムの比較分析へと移行しつつある。提起されている問題について概観だけしておきたい。

(1) ユーロ中央銀行制度の諸問題

異なる歴史と金融システムの統合の結果生成されたユーロ中央銀行制度にユニークな問題が幾つか存在する。最大の問題は、域内不均衡是正プロセスである。一国的「管理通貨」克服の結果、ユーロ域内では、各国独自の金融政策（金利）および為替相場という調整手段が消滅したが、そのユーロ域内でなお生じる不均衡が、今後どのようなルートで是正されるのか、という点である。均衡回復ルートは、① R.マンデル・ルート—「最適通貨圏理論」に示された労働力移動による、② 新古典派ルート—賃金の柔軟性確保による、③ 財政移転ルート等が考えられるが、現在各国が追求しているのは②である。¹⁵⁾

この他にも、金融政策の波及経路・波及スピードが国毎に相違しているという問題がある。またLLR（最後の貸し手）や預金保険制度を含む信用秩序維持（ブルーデンス）政策についても、ユーロ導入後も域内に多様なシステムが並存しており今後の課題となろう。¹⁶⁾

(2) 域内金融システムの収斂について

EUでは金融・通貨統合の結果生じた「単一金融制度」が、英独仏をはじめとする多様な「金融システム」を内包させている。国家が定める「通貨制度、金融機関の種類や業務方法、金融市場や資本市場に関する諸制度などの総称」¹⁷⁾ という次元の問題として「金融制度」を把握した場合、EUは単一金融制度を既に形成している。他方「…そうした制度的枠組…の中で形成される黒字主体と赤字主体の間の資金融通の仕組」¹⁸⁾ という市場次元の「金融システム」（同上）に着目するならば、EU域内には「市場型」の英国と「銀行型」のドイツとの間で依然大きな相違が存在してきた。このシステム収斂問題は、単一金融政策の波及経路問題やブルーデンス政策のあり方にもかかわってくるため重要である。

域内の多様な金融システムが収斂に向かっているのかどうかは、資金循

環勘定の調達側（法人企業）と運用側（家計）の調達・運用方法の時系列変化によって確認できる。市場統合・通貨統合の過程で、従来銀行型とされてきた独仏において市場型への一定の収斂が観察される。¹⁹⁾これが米国型モデルへの接近なのか、独自の欧州モデルへ向けた動きなのか、資本主義のモデル分析にもつながる今後の大きな検討課題である。

最後に、時間軸に従いフォーカスを引くことにより長期波動の現局面を鳥瞰するなら、90年代末に主要欧州諸国と米国において「金融構造変容再交差（企業部門の資金余剰から資金不足への転換）」が観察され、欧州域内の国債市場も縮小に転じている。EU金融行政の課題も、IT化の進展に対応した「新たな経済成長を支える新興企業のための金融インフラ形成」へと変化しつつある。²⁰⁾

このようにEU統合「完成」後も、信用理論に対して提起されている課題は多い。

結びに代えて

以上、信用理論の体系を絶えず念頭におきながら、EU金融・通貨統合がそれによってどのように説明できるかについて考察を試みた。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」選択であったといえる。

[注]

- 1) 本報告論文は、大会での報告要旨をもとに、大会やその前後の討論を取り入れて加筆修正したものである。コメント・質問を頂戴した全ての先生方にこの場をお借りして厚く御礼申し上げたい。
- 2) ここで川合体系というときには、その骨格を形成した二つの先行研究、即ち深町郁彌（1971）「所有と信用」日本評論社および飯田裕康（1971）「信用論と擬制資本」有斐閣を含む。
- 3) 「川合一郎著作集 第6巻」27頁。なお「管理通貨と金融資本」という区分は、マクロ経済学とミクロ経済学という主流派経済学の対象区分にも照応するが、資本制生産の重荷（流通空費や所有制限）を信用機構が解放するという視点を基底に据え、その展開過程を歴史・論理的な発展段階論として把握しているという点において、それらと区別される。
- 4) 同上、49頁。なお川合の「金融資本」は、ヒルファーディング・レーニンの「銀行による産業支配」的概念より広い。ここでは「金融資本」を「何らかの形態（貸出・出資等）で結びついた金融機関と寡占企業との結びつきの総体」という広義の概念として用いる。
- 5) 長期波動の要因分析は報告者の能力を大きく越えるため、ここではその結果としての金融面の変化にのみ光を当てる。長期波動理論についてはE.マンデル（1981）「後期資本主義」柘植書房、第4章を、その最新データについてはアンガス・マディソン（2000）「世界経済の成長史」東洋経済新報社を、それぞれ参照されたい。
- 6) 管見では石田定夫（1978）「資金循環構造の変貌」（川合一郎編著（1978）、第7章所載）が、信用理論に基づく資金循環分析の先駆である。最近の分析は小林真之（2000）を参照。信用理論ではいまなお「遊休貨幣資本」が企業の「蓄積金の積立」「操業の縮小」「原料価格の低落」などから生じるという議論があるが、現実にはそれは家計部門（労働者）が一貫して生み出している「所得を代表する貨幣退職」であることは、資金循環分析から明らかである。
- 7) 「資本論体系」で把握するならば、EU統合の完成により、EU経済の分析枠組みは、「後半体系（国家・外国貿易・世界市場）」から「資本論＝前半体系（資本・土地所有・賃労働）」へと転化したことを意味する。マクロ経済学のチームでは、開放マクロから閉鎖経済分析（＝LM曲線の一本化）へと移行したといえる（ただしIS曲線は安定成長協定というEUの縛りがかかりつつもユーロ参加国数だけ存在）。
- 8) 岩田（1996）、第1章。

- 9) 以上については田中素香 (1991) を参照。
- 10) 実際の金融再編とその結果については、金融機関に関しては岩田 (1996) 第3章を、取引所統合に関しては岩田 (1999) を、また再編の最新の結果については岩田 (2001) 「ユーロ導入後のヨーロッパ金融システム」(田中・長部・久保・岩田 (2001) 第7章所載) をそれぞれ参照されたい。
- 11) この議論に関する説明は、河合正弘 (1994) 「国際金融論」第8章を参照されたい。
- 12) EU通貨統合を「市場統合」の論理の延長で見ることでもできる。その場合、流通空費(為替取引に伴う手数料、為替リスク回避のための費用等々)の節約は、150億ユーロ(EUのGDPの0.4%)程度とされ、付随的ファクターであったことがわかる。また「ドルとの対抗」といった政治的要因を指摘する論者もいるが、こうした外向きの発想は、フランスの一部政治家などに限られる。
- 13) ECBの機構や政策手段等に関しては、岩田健治 (1998) を参照。また貨幣供給システムの3極比較に関しては、川野裕司 (2002) 「ユーロシステムによる金融調節の枠組み」(H-E.シャーラー、A.エルアグラ、田中素香、D.メイズ他著、岩田健治編著 (2002)、第5章所収) を参照されたい。
- 14) すでにこのことを実証するデータが、BIS, *Working Papers*, No.100, 2001, p.19にて紹介されている。参照されたい。
- 15) 岩田健治 (1999) 「EUの通貨統合」(上川孝夫・藤田誠一・向藤一編「現代国際金融論」) 第16章所載) の298頁を参照。
- 16) 詳細に関しては、シャーラー他著、岩田編著 (2002)、前掲書、第7章を参照のこと。
- 17) 「有斐閣経済辞典」 「金融制度」。
- 18) 同上。
- 19) 具体的データについてはシャーラー他著、岩田編著 (2002)、前掲書、第9章および第10章(星野郁執筆) を参照されたい。
- 20) すでに金融統合を通じてEU域内市場の骨組みは完成しており、以降は「金融統合」と把握するよりも「EU金融行政」と捉えた方が正確であろう。勿論まだ統合が完了していない分野については、引き続き統合の課題が追求される。新しいEU金融行政の詳細に関しては、岩田 (2002) 「ポスト通貨統合のEU金融・資本市場」(田中素香編著 (2002)、第7章所収)、シャーラー他著、岩田編著 (2002)、第8章を参照されたい。

【参考文献】

- (1) 岩田健治 (1996) 『欧州の金融統合』 日本経済評論社。
 —— (1998) 「欧州中央銀行と金融政策」、相澤幸悦編著 (1998) 『欧州通貨統合と金融・資本市場の変貌』 日本評論社、第5章。
 —— (1999) 「欧州経済・通貨同盟と株式市場——取引所間統合の新段階」 『証券経済学会年報』 第34号。
- (2) 川合一郎 (1974) 『川合一郎著作集 第6巻 (管理通貨と金融資本)』 有斐閣。
- (3) 川合一郎編著 (1978) 『現代信用論 (上) (下)』 有斐閣。
- (4) 小林真之 (2000) 『金融システムと信用恐慌 信用秩序の維持とセーフティ・ネット』 日本経済評論社。
- (5) 田中素香 (1991) 『EC統合の新展開と欧州再編成』 東洋経済新報社。
- (6) 田中素香編著 (1996) 『EMS (欧州通貨制度)』 有斐閣。
- (7) 田中素香, 長部重康, 久保広正, 岩田健治著 (2001) 『現代ヨーロッパ経済』 有斐閣。
- (8) 田中素香編著 (2002) 『単一市場・単一通貨とEU経済改革』 文真堂。
- (9) 山口博教 (1988) 『西ドイツの巨大企業と銀行』 文真堂。
- (10) H-Eシャーラー, A.エル-アグラ, 田中素香, D.メイズ他著, 岩田健治編著 (2002) 『ユーロとEUの金融システム』 日本経済評論社。
- (11) Allen, Franklin and Gale, Douglas (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- (12) Schaberg, Marc (1999), *Globalisation and the Erosion of National Financial Systems: Is Declining Autonomy Inevitable?*, Edward Elgar, 藤田隆一訳 (2000) 『現代金融システムの構造と動態 国際比較と「収れん仮説」の検証』 日本経済評論社。

《岩田報告へのコメント》

山口 博教 (北星学園大学)

1. 「いわゆる『組織資本主義の二つの側面』としての管理通貨と金融資本」について

この前提として、川合教授は信用を二つの系統①「商業信用－銀行信用－中央銀行」②「資本信用－銀行信用－株式会社」に分けている。またこの整理は、兼営銀行による「他人資本の自己資本化」をベースとしていると考える。この分け方と兼営制度については、約50年に及ぶ規制と金融自由化以降の再登場として再整理する必要があると考えるが、この点での岩田氏の見解をお聞きしたい。

2. EUにおける単一の地域的「国民」経済について

筆者は、今回田中素香氏と岩田氏の著作を通し、欧州における諸産業（金融業を含む）での単一市場化の進行の重要性を、また今夏ドイツへの調査旅行でサービス業での（レストラン）市場淘汰、規模と範囲の経済の進展、マイスター制度と職人技術の崩壊及び労働市場における競争の激化に触れた。ただし、岩田氏のいう複数国民経済の単一の地域的「国民」経済への移行については、当面単一の「複合地域経済」、単一の「複数国民」経済という表現にとどめてはどうか。またに国民経済を「国家により総括された市民社会」としているが、すでに田中素香教授がEC時代の欧州について、「超国家組織－国民国家という新しい権限関係」¹¹⁾を論じていて、この点をさらにECBとの関係等で深めていただきたい。（昨日の01年9月30日－金融学会での高山報告が参考となる。）

3. 「組織されすぎない資本主義」について（投機とその規制）

この視点は、次の2点に注意したい。第1に、大陸欧州諸国は、戦後社会的市場経済・混合経済・福祉経済等を経験し、自由化の歴史的時間はまだ短い。第2にアメリカ等の通貨/為替/株式投機に対しては、EUレベルで防衛姿勢を取っている。域内での通貨価値と信用の安定性を第一義とする、ドイツ連邦銀行の経験を踏襲したECBの基本政策である。しかし、国有企業の民営化と金融自由化の進展、EU内でも投機活動の復活を思わせる事態（ベンチャー企業の育成、税制改正によるドイツにおける株式ブームの出現と投資信託の伸長、株式上場企業の増加及び個人銀行とユダヤ系銀行ネットワークの復活等）、直接金融指向が見え始めている。これが主流となるかどうか慎重に判断しなければならない。

4. EU証券市場統合（証券取引所/金融センターをめぐる市場間競争）の行方について

欧州における証券取引所統合は、一昨年から昨年にかけてロンドン市場とフラン

クフルト市場の統合IXの挫折により中断している。¹³⁾岩田氏は「最終段階に入っている」と整理されているが、欧州取引所・証券市場統合は、金融センター上の主導権争いも絡み、機能分担と調整を経なければうまくいかないのではないかと。フランクフルト金融研究センターのカール・ホイザー教授を中心としたバリ市場を含めたアンケート調査及び3金融センターの性格についての最近のドイツ取引所関係者の著作が参考となる。(資料略)

5. ユーロ域内金融システムの収斂について

この問題では、ドイツのハウスバンクシステムの終焉を指摘する議論が一方である。¹⁴⁾しかし、資本市場への進入口を持たない中小企業は相変わらず銀行借りに頼らざるを得ない。M.シェイバークの著作では、日仏型の金融システムは英米型への収斂が見られるが、ドイツについてはそうみてはいない。¹⁵⁾「昨年」の信研九州大学での秋季大会での相沢氏の報告では、ドイツ銀行本体は投資銀行業務に特化しつつあるが、ドイツの国内市場は依然として旧来のドイツ型が続いているとの指摘¹⁶⁾やドイチェバンクの内部で葛藤があるとの記事もあり¹⁶⁾、両システムの収斂を言い切ることは当面困難ではない。

- [1] 田中素香「EC統合の新展開と欧州再編成」、東洋経済新報社1991年、67ページ。
- [2] 吉川真裕「ヨーロッパの株式市場統合」、日本証券経済研究所「証券経済研究」第31号、2001年5月。
- [3] 「ドイツは一度剥けている市場主義へ企業の変身急」、「日経ビジネス」2000年2月14日、「ドイツ株式会社に転機」、日経新聞2000年2月7日。
- [4] M. シェイバーク (藤田訳)「現代金融システムの構造と動態」、日本経済評論社115ページ。
- [5] 相沢幸悦「欧州通貨統合とドイツの巨大銀行」、信研2000年度秋季大会報告。
- [6] 「ドイツ銀に内紛の火種—米国型投資銀へ経営転換」、日経新聞2001年2月5日。

[山口博教氏のコメントへの回答*]

- (1) 川合信用論が「兼営銀行による「他人資本の自己資本化」をベースとしている」、というコメントの意味がまだよく理解できていないので、この点は今後の検討課題としたい。機関化および74-75年の低成長移行後の国債発行残高の累積とは、ヨーロッパ域内の金融スタイルを大きく変換させている。国債市場は各国

国内市場の基軸となり各種証券価格（利回り）のベンチマークを与え、域内各国の証券市場が資本移動により連携する際にもその基軸をなしている。ただこれを体系の中に組み込む作業は今後の課題とせざるを得ない。

- (2) 「EU「国民」経済」という表現は、あくまで括弧付きである。ご指摘のような「単一の地域的経済」がなじみやすいかもしれない。適切な表現を考えていきたい。財政はEUのGDP比率1%強であり、通常の国民経済の約10分の1程度の規模である。現状は、EU財政というよりも、既存各国財政の連合体に過ぎない。財政が統合されなければEU「国民」経済とはいえないといった議論もあるが、報告者は財政面でのこれ以上の統合は当面ないと考えている。
- (3) 公的金融機関等の社会的規制の歴史的な残滓が存在することはあろうかと思う。通貨・為替・株式投機については、投機を許容するような規制緩和が行われたのは確かだろう。[低成長波動下では]資本が過剰となっているので、EUでも投機がおきやすくなっている。しかし①投機を規制するシステムはEU域内で国毎に異なっている。また②資産市場の投機に対して、銀行のB/Sがそれに深くかかわる北欧のような国と、両者が規制上遮断されている国とがEU域内には存在する。確かにこの間ドイツでは投機が活発化しているようだが、銀行のB/Sがそれに直接に結びつくことがない点にドイツの安定性の根源があると考えている。こうした[投機と規制に関する比較制度]分析は今後の課題となろう。
- (4) 60年代の取引所統合からの歴史的パースペクティブでみると、現状は完成間近に見える。ロンドン証券取引所を巡る再編の動きが当面の焦点で、これが一巡すると終着点といえる。ロンドンは、取引システムの開発で劣位に立ちIT化の競争力がなくなっているため、再編の対象となっている。なお金融センターとしてのロンドンについては、この間の外銀数減少などの動きを時系列で見ると、山口先生より懐疑的立場にならざるを得ない。
- (5) 資金循環のどの部分——入口（家計部門）、出口（企業部門）、仲介機関——を見るかによって結論が異なる。本報告では入口部分の個人の金融資産だけを見て、暫定的に英米型への収斂を指摘した。実際には、出口や仲介部分を含めた全体像を見て議論しないとイケない。その意味で今日の報告は最初の問題提起に過ぎない。全体像の解明は、今後の課題とさせていただきたい。

* コメントおよび質問に関して、大会当日の回答では不十分と思われる点についての補足は [] に入れて示してある（報告者）。

《質疑応答》

磯部 正義 (中央大学)

管理通貨と金融資本を二元的に理解してよいか。金融資本が管理通貨を必要とする
と考えるべきではないか。

【答】

ケインズの需要管理により寡占企業が[実現問題を解決し]収益を確保できるという
意味では、その通りだと考える。

高倉 泰夫 (長崎大学)

レジュメで「銀行型のドイツにおいて、明確な構造変化（証券市場型への収斂）」
とされていますが、いわゆる金融資本概念は遅れてきた資本制諸国に適用できるも
のにすぎないのであり、現時点で言えばアメリカ型の金融システムが金融システム
発達の頂点にあるのであり、他の諸国はそれを追いかけていく過程にあるというこ
とになるのでしょうか？もしそうだとすれば、信研で積み重ねられてきた金融資本
概念の議論はどのような意味があったとお考えですか？

【答】

銀行が資金を産業に貸付けて[あるいは出資その他で]、実質的に産業を支配する
というのは、ドイツの特殊な議論だったのではないかと考える。[銀行による株式
保有を通じた支配という意味では] 米国では銀行の持株は制限されており、ドイツ
でも現在は銀行の株式保有は自己資本 (Tier1) の範囲内でしか認められていない。
日本でも同様の制限がかけられようとしている。そういう意味では、米国型に向か
う一つの流れがあるのではないか。また銀行以外による仲介（例えば社債市場を経
由した仲介）のためにはIT (情報技術) の革新やディスクロージャーが必要だが、
今日両者が整いつつある。[その点でも銀行型からの離脱が進んでいるように考え
られる (ただし中小企業は別)。とはいえEU域内でもなお産業へのファイナンスの
様態、金融仲介に占める銀行の位置やその産業との結びつき方は国毎に区々であり、
信研の金融資本概念の議論は、比較金融システム分析にとって今なお有効な武器に
なりうると考える]。

西村 閑也 (法政大学)

- (1) コンドラチェフの長期波動とは別の次元のパスベクティブがあるのではあり
ませんか？すなわち、1873年以後の世界資本主義の歴史は、1873-1913年の第1
次グローバリゼーションの時代、1914-50年代の世界経済の分断の時代、1960
年代からの第2次グローバリゼーションという交代です。ケインズの総需要管

理は、保護貿易と外為管理を前提としないと実行不可能です。独占も保護関税の存在を前提とします。60年代以来の自由化の動き、通信技術の発展による第2次グローバリゼーションは、各国次元での通貨管理と独占維持を不可能にし始めたと思われるのではないのでしょうか。そういう世界では、規模の経済と economies of scope の追求、新技術の取り入れによって競争力を強化することが、至上命題になりましょう。これは不安定性の増大を伴うのではないのでしょうか？

- (2) そこで、世界貿易額／世界GDP、国際資本移動額／世界貿易額というような指標と関税率低下の時系列を追加して示すべきではないのでしょうか。

【答】

- (1) 図表1-1 (略) にて報告者が示した区分と重なる点もあるかと思うが、西村先生とは異なり、報告者は現在の自由化とグローバル化の流れは19475年の「金融構造決定交差」から始まったと考えている。そこでは、西村先生がご指摘のように、規模の経済、範囲の経済、新技術の取入れといった問題が出てくるが、それと平行して旧来型産業の淘汰を促進する一貫した政策体系が出されてきた点にも注目する必要があると考えている。
- (2) [いずれ機会があれば計算してみたい]。

熊野 剛雄 (専修大学)

先生の論旨に於いては「金融資本の困難」を長期波動に関らせて展開されておられるように思いますが、それに関して、

- ① 「困難」とは、固定資本投下の縮小、長期資金需要の減退を意味しておられるのでしょうか。
- ② それにからんで、「金融資本」とはどのように定義しておられるのでしょうか。
- ③ 「波動」ととらえるのであれば、低下の次には必ず上昇がなければ理論といえませんが、上昇があるのであれば、その契機は何ですか。又その上昇が再び長期資金需要の増大をもたらすというように理解しておいでなのですが、それはいかなる理由によってですか。
- ④ 「資本の過剰」を単純に「貨幣の過剰」ととらえておいでのように思われますが、それでよいのでしょうか。「貨幣の過剰」は、どのようなものとして一体何処に存在しているのでしょうか。

【答】

- ① その通りだと考える。
- ② 川合一郎先生自身、金融資本を「金融と産業の結びつきの総体」程度の広い意味で用いていたように思われる。報告者も同様に広い意味で用いている。

- ③ [停滞基調下の] 旧来型産業の淘汰は [日本を除き] 終わりつつある。[拡大基調への転換契機は技術革新と考えられるので] 95年以降米国を中心にIT革命という技術革新が始まっている現在は、長期波動の拡大基調への転換点なのではないかと考えている。それを資金循環の観点から見たのが「金融構造変容再交差」である。ドイツ、米国で90年末にこの「再交差」が生じている [これは実物投資の増加率の拡大が内部資金では賄いきれなくなり、借入・社債・株式等の外部資金の利用が拡大したことを示している]。
- ④ [本報告で「資金余剰」というときには、単なる「貨幣の過剰」ではなく、「現実資本」との比較での「貨幣資本」の相対的過剰——投資機会の減少に伴い前期のW-Gの一部が次のG-Wに結びつかないで内部留保された状態——を念頭においている。実物投資を行う法人企業部門の「資金過不足」を軸に考えるなら] 銀行型システムの下での「資金余剰」とは、国民経済全体の銀行B/S (貸借対照表) において、負債側の預金 [の伸び率] よりも資産側の対企業貸出 [の伸び率] が小さくなって、その隙間を国債や資産市場関連融資等に振り向けている状態といえるのではないかと考えている。ただしこれは全ての資金仲介が銀行を経由している場合のモデルである。[結局こうした「資金余剰」のマクロ的な全体像を把握しようとするれば「資金循環安定」において法人企業部門の資金過不足を見るしかならないのではないかと考えている。価格面に注目し、事後的に実質金利の長期トレンドをとることもできるかもしれない。今後の課題としたい]。

小野 英裕 (国士舘大学経済学部)

レジメでは「それは過剰生産恐慌を通じた『価値破壊』を人為的・政策的に追求することを通じて、産業・金融業のスクラップアンドビルドを実現し、経済を再活性化 (利潤率の上昇、成長の実現) させる政策に他ならなかった」とありますが、「人為的・政策的に」という点に特に留意されながら、多少具体的に (例えば日本におけるバブルの形成と崩壊を例にとってもいいのかなと思います) ご説明ください。

【答】

英国に10年以上遅れ、1997年以降に日本が行った金融ビッグバン、一連の規制緩和、民営化などが全て該当する。民営化により国家と資本との癒着が解体され、基幹産業に市場原理が導入された。金融でも、競争原理の導入 (de-regulation) とセーフティネットの構築 (re-regulation) とが同時に進められた。ヨーロッパにおいては85年以降の市場統合が、まさに人為的・政策的な産業・金融業のスクラップアンドビルド策そのものであった。現下の世界的巨大M&Aは、その一つの政策的帰結といえる [バブルの形成・崩壊、不良債権という問題は、上記の人為的「価値破壊」政策が、一部諸国において不適切な規制が故に金融投機と結びついてしまった失敗

例であると考えられる。しかし過剰資本の淘汰＝価値破壊という意味では、どちらも同じ結果をもたらす]。

伊藤 武 (大阪経済大学)

「1974-75年恐慌を契機とする低成長波動への移行によって、資金需要が減退し、独占段階またはケインズ体制下の『金融資産累積』や『過剰資金』とは区別される『低成長下の相対的資金過剰』が生じた」といわれていますが、この資金過剰は金・ドル交換停止にもとづくアメリカの経常収支とりわけ、貿易収支赤字の巨額化と結びついていると思われませんが、この点をどう考えますか。

〔答〕

〔法人企業部門の資金過不足を資金過剰の指標とする本報告の立場からすれば〕両者は「関係ない」という答えになる。もし両者に関係があるのなら、80年代に対GDP比で2～4%程度の貿易黒字を出し続けた日本と、同様の貿易赤字を出した米国とは「資金過不足」の動きが逆になるはずである〔定義上「海外部門」は当然逆になっている〕。しかし「金融構造変容交差」以降、法人企業部門の資金余剰〔資金不足解消〕は両国で同じように生じている（〔赤字国の通貨価値支持のために〕中央銀行が非不胎化介入をすれば、国内でハイパワードマネーが増減し、資金循環構造に変化が生じるかもしれないが、金類的にレベルが違う）。これまでの信用理論研究学会のなかでも、両者（米国の国際収支赤字と先進諸国内の資金余剰）を重ね合わせて考える傾向が強かったが、報告者はそうした把握は誤りと考えている。そうした発想への対案が、本報告の〔長期波動論に基づく〕部門別資金過不足分析からのアプローチである。

川波 洋一 (九州大学)

- ① 1974-75年の「金融構造変容交差」とその後（とりわけ1980年代以降）の国際資本移動の拡大との関連をどのように捉えておられますか。国内非金融部門の資金余剰だけで説明できるのでしょうか。それとも他の要因を入れて説明する必要がありますか。
- ② 1990年代末に「再交差」が発生している（米独仏で赤字主体が公共部門から法人部門に転換している）ことによって、どの様な形で金融構造の変化が生じつつあると見ていますか。とりわけユーロ金融システムの変化との関係について教えてください。

〔答〕

- ① プラスアルファとしては、IT化という技術革新と機関化という金融の構造的・歴史的变化が大きいと考える。機関投資家はプロとして投資先国の情報を収集で

きるので容易に国際的資金移動が可能となる。これらの要因が低成長下の相対的資金余剰と複合して、国際的資本移動の急拡大がもたらされているものと考えられる。

- ② 米国とEUで、国債市場の縮小がおきている。両国（地域は）日本との比較で、約2倍GDPを誇るが、国債市場は日本並かそれ以下に縮小している。さらにEUでは、こうした「再交差」に対応する意識的な政策プロセス（金融行政）として、IPO（株式公開）や新興企業向け新市場の育成などの政策を採用している。これは、これまでスクラップしてきた産業に代わり新たに出てきた産業に対して、低成長下の余剰資金を（株式市場経由で）円滑に供給していくためのインフラを構築しようとする政策である。

毛利 良一（日本福祉大学）

「国境を越える『管理通貨と金融資本』『組織されすぎない資本主義』の概念内容についておたずねします。

1970年代以降、「管理通貨」の変容は、金ドル交換停止、主要国の変動相場制移行が、金融工学、デリバティブの発達を促進し、資本蓄積を投機的な性格に変えた。「銀行と産業」は、政府規制および国境の枠内では発展の限界にぶつかり、製造・資源・流通産業のいっそうの多国籍化を進展させ、さらにIT革命に支えられて「金融のグローバル化」がとくに90年代に進行した。この点を重視すべきではないか。規制撤廃および貿易・投資・金融市場の自由化や対外開放は、先進国のみならず、途上国・移行経済諸国をまきこんで、アメリカ主導市場原理主義的グローバリゼーションとして進行した。EU（金融）統合は、そうした潮流に乗りながら、アメリカに対抗しようとするひとつの動きであると考えられる。「組織されすぎない資本主義」では弱いのではないか。

【答】

グローバル化という視点から見ると、このようにいえるかもしれない。「アメリカ主導市場原理主義的グローバリゼーション」という要素も無視できない。ただEUは「米国に引きずられて」いやいやグローバル化に乗ったということではない。市場原理の一層の導入＝「組織されすぎない資本主義」の追求という「資本の論理」が、米国でもEUでも同様に貫徹した姿がグローバル化なのではないか【その意味では、グローバル化の背後で「組織されすぎない資本主義」の原理がまさに貫徹している】。なお「組織されすぎない資本主義」を追求する際には、M&Aを容易にする企業支配権の市場やROE（株主資本利益率）を重視するアングロ＝サクソン型のモデルが有効である。現在アングロ＝サクソン型資本主義が主導権を握っているのは偶然ではない。「組織されすぎない資本主義」という低成長波動下の

「資本の論理」を、同モデルが最もうまく体现しているからである。他方、現在のM&Aが一巡し、将来安定的高度成長が実現するならば、再び[ドイツ・日本型安定モデルへの]より戻しがあるのではないかと考えている。

高倉 泰夫 (長崎大学)

「組織されすぎない資本主義」と「組織された資本主義」との対比は、ポブ・ジュソップのいう「シュンベタリアン競争国家」と「ケインジアン福祉国家」に対応すると考えられます。ジュソップはEUに限らず、一般的な概念として考えています。そしてグローバリゼーションの進行と平行しながら、生産物、プロセス、組織そして市場構造の革新、構造的に行われる競争力強化、雇用関係の弾力化と社会政策の競争力強化への従属をあげています。つまり1970年代までの資本主義と1980年代以降のITなどの急速な技術革新を競争力の源泉とする資本主義とは、大きくその性格を変えています。このような「競争国家」という見方から「EUの金融・通貨統合」はとらえられるでしょうか？もし可能でしたら御教示ください。

【答】

ご指摘の通りかと思う。長期波動論に「政策波動」を重ね合わせると、「拡大基調」には「ケインズの需要管理（組織された資本主義）」が、「停滞基調」には「シュンベタリアンの競争国家（組織されすぎない資本主義）」がそれぞれ対応していると考えられるのではないか。ヨーロッパの市場統合はまさに、シュンベタリアンの競争国家としての動きだったといえる。それはヨーロッパ・レベルでの「寡占間競争」（田中素香教授）により、独占的超過利潤を枯渇させて資本を裸にし、弱い資本を淘汰して、マクロ的に収益率を上昇させるという政策であった。

吉田 暁 (武蔵大学)

1. 資本移動活発化の原因を一国内の過剰なマネーに求めているようであるが、本当だろうか。投資機会の問題ではないか。
2. EU通貨統合を「一国的『管理通貨』の破綻とその欧州レベルでの克服」と把握されるが、
 - ① 破綻とは具体的にはどういうことか
 - ② 克服とは具体的には何をさすか。
3. 目標が通貨価値安定に変わったということは、それでよいが、「マネタリスト的貨幣管理を通じた」は事実と反するのではないか（彼らが主観的どう考えているかは別）。

【答】

1. 過剰マネーと投資機会とは表と裏との関係にある。過剰マネーが国内で有利な投

資機会を見出せなくなったために、[国家として] 国際資本移動の自由化を行い、国外の有利な投資機会を保証した結果、国際資本移動が拡大したものと考えられる。

2. 「破綻」の内容は二つある。一つは、ケインズの需要管理政策の破綻で、インフレとスタグフレーションで[景気も物価も]コントロール不可能になった。とはいえその克服のために、管理通貨のEU化が必要というわけではない。もう一つは、政策三角形の議論で、①資本の自由移動が進んでいるということを前提とすれば、その下で、②固定制度の放棄(変動制)か、③自律的金融政策の放棄か、という選択が迫られる。一国的「管理通貨」を追求するなら②となってしまう、これはEUにとっては「破綻」である。そこで③を選択するわけだが、これが「克服」にあたりと考えられる。
3. [物価の安定化が、英国の「ポンドM3」やドイツの「中央銀行通貨量」など貨幣集計量管理の結果かどうか、またそもそも貨幣供給量の管理が可能であるかどうかは、理論的にも実証的にも大きな問題がある。「管理」は括弧付きということで理解されたい。]

高山 洋一(大東文化大学)

組織されすぎない程度で組織される内容は、EMUのECB・NCBs(ユーロシステム)と「国家」との関係で、いかように反映されているのか。具体的内容を教えてください。

【答】

ケインズの需要管理ではないという意味で組織されすぎないということであり、EU条約およびECB定款では、最終目標として「物価安定の維持」がESCBの第一義的目標として掲げられており、ケインズの需要管理を意味する「一般的経済政策の支援」は「物価安定の目的を損ねない限りで」という縛りがかかっている。この点こそ、まさに「組織されすぎない程度での組織」ではないかと考える。

大矢 繁夫(小樽商科大学)

資本主義の通貨・金融システムの1つの特徴を、銀行システムへの信認——預金通貨を用いた支払決済——これを前提にした通貨創造・信用創造という点で押えますと、このベースにある銀行システムへの信認をEU規模でいかに確保するのかということで、新たなレベルでの対応が必要になっていると思います(ユーロエリアにおける銀行監督や預金保険システム)。このような問題は、岩田体系の中ではどのような位置づけをもつのでしょうか？

【答】

現在のEUは、本国監督原則で、国境を越えて業務を行う金融機関は、預金保険も含めて本国の当局が監督する。またLLRは各国の当局が責任をもっている。所轄当局を見ても、銀行・証券・保険という各分野における中央銀行、財務省、金融庁その他の役割分担は国毎に実に多様である。このように、通貨統合後もブルーデンス政策についてはなお国ごとに区々であり、それをどう再構築するかが、次なる課題となっている。ただしEUは現時点ではクリアカットな結論を持ち合わせていない。EUレベルでの何らかのシステム危機に遭遇してはじめて、LLRや預金保険を含めたEUレベルでの監督体制について本格的な見直しがなされるものと思われる。

岩見 昭三（奈良産業大学）

「証券市場型」（英国）、「銀行型」（ドイツ）の議論に関して。

1. 欧州域内の金融システムを「証券市場型」（英国）と「銀行型」（ドイツ）に分類したうえでの「どの型のシステムへの取れんなのか」という問題設定は適切か。根拠；
 - ① 元来フランス、イタリア、スペインで家計の金融資産選択における株式のシェアが大きかったが、その株式の大半は非上場株式であり、それに対して現在ドイツで急速に伸びているのは、投資信託と外国株式であり、このような差異を軽視して「証券市場型」への取れんと一括してよいか。
 - ② 企業金融においても「証券市場型」への取れん傾向が確認できるのか。ドイツでは今なお借入れがメインである。ただし外国からの借入れが増大している事実は重要。
 - ③ 銀行の資産運用においても、有価証券投資のシェアの増大が確認できるのか。ドイツでは外国企業に対する貸付が外国債券への投資と同時に伸びているのではないか。
2. 以上の①～③を手がかりに、ユーロ発足後の各国金融機関の国際業務の拡大を見ると、これらの相互浸透によって各国の金融システムがそれぞれ異なった様相でかなり影響され、さらにこの差異の拡大も予想される。とすれば、タイプ論にもとづく取れん確認作業には限界があり、各国の金融システムのそれぞれの変容を国際的関連にもとづいて解明する、いわゆる「世界市場論的アプローチ」が必要になるのではないか。

【答】

1. 時系列で見ると、ドイツ、フランスで個人の資産運用に一貫した変化が存在している。また外国であっても証券の比率が増大していれば、証券型への変化といえる。[調達面では、フランスが証券市場型に移行しているもののドイツにつ

いては評価が難しい]。銀行資産に占める株式の割合は、1991年の4.4%から、99年には13.8%へと拡大している。[大会にて的確にお答えできなかった点に関する詳細は、参考文献のシャーラー他著、岩田編著（2002）などを参照されたい]。

2. 「タイプ論にもとづく収れん確認」以外のオルタナティブをよく存じ上げないので、岩見先生のいう「世界市場論的アプローチ」を勉強したうえで、もう一度考えてみたい。

銀行業変貌下の不換銀行券再考

野 田 弘 英

(東京経済大学)

(一) 現代の「貨幣資本と現実資本」

本報告の課題は、現代不換通貨制度下における銀行業の変化を貨幣資本と現実資本の關係に着目して大掴みに整理することである。現代の不換通貨制度は貸付貨幣資本の供給を産業資本の現実的蓄積に従属させる試みといえる。しかしその下で形成されてきた資金余剰経済は産業資本と貸付資本の新たな背反をもたらし、銀行と産業の結合關係を変化させている。これが報告したいことの内容である。最初に本報告の背後にある問題意識をまとめて述べておきたい。

不換通貨制は金本位制下にみられた産業資本と貸付資本の対立を緩和して、有効需要付加機構によって産業資本の蓄積を支援し、とりわけ流動性の危機を防止しつつ恐慌による過剰資本整理の過程を温和にする狙いをもつ。このような管理通貨制度はマクロの視点に立った国家の経済過程への政策的介入を前提している。しかし一方、経済のグローバル化、自由化は一国におけるマクロの総需要管理政策を困難ならしめつつある。1960～70年代からの自由化潮流は80年代にはすさまじい金融自由化をとともない、90年代に世界的な流れとなった。

この自由化の流れは、途上国の工業化のような経済発展を促進してはいるが、通貨・金融危機をもたらして世界経済を激震させてもいる。そのた

め今日グローバル化、自由化に対するリージョナル化や再規制の動きが強まっている。しかしこの新たな公的管理規制の試みにとって難題をうみだしているのは先進国経済の資金余剰経済としての成熟である。

先進工業国では経済のソフト化、サービス化がすすみ、巨大設備投資をなす‘重厚長大型’産業に代わって設備投資規模が比較的小さい‘軽薄短小型’産業が台頭し、既存の豊富な蓄積資金が国内へ投下される機会は相対的に減少している。この傾向は既存産業の寡占化によって助長されてきた。余裕能力を保持して参入障壁をつくりだす寡占企業の行為は、市場支配領域が確定されてくると、意図されざる過剰能力を増加させ、それが革新投資を阻む要因となる。加えて、不換通貨制下の銀行による支援や政府・中央銀行の介入は、このような寡占経済の傾向を促進する。

こうしてほぼ70年代の金・ドル交換停止とスタグフレーションを境にして、先進国経済では概して産業構造の転換とともに高成長経済から低成長経済への軌道転換が生じ、いわゆる資金不足経済から資金余剰経済への移行がすすんできた。

このように蓄積資金（貯蓄）が実物投資へ投下される勢いが鈍れば、過去の貯えである金融資産残高の伸びが実物資産の伸びを上回り、経済主体の保有金融資産が累積する。しかもこの金融資産には高流動性の政府証券が重要な位置を占める。また貯蓄の増加とともに銀行・金融機関のもとでは経常的流通へ出動する出納預金に対して貯蓄預金の比重が高まり、余裕資金が増加する。このような金融資産累積下で強気筋がふえ、資産売買に対する銀行の貸出が増加すれば、資産価格は上昇し、経済主体の保有資産価値は高められ、経済主体の支出行動が刺激をうける。弱気筋がふえ、銀行が貸し渋るばあいは、逆の結果になる。こうして資金余剰経済のもとでは資産価格の乱高下が生じ易く、それは国際的資金移動の増加によって加速される。

一方これに対する中央銀行のコントロールは今日グローバル化の強い制約下であり、その実効性は希薄化し、ときには金融政策が資産価格変動を増幅する。たとえば資産価格が上昇しているときに国際協調の対外的関係に制約されて低金利政策が維持されれば、価格は高騰し、資産価格が低迷し始めているときに低金利政策が放棄されれば、価格は暴落する。

注目すべきは今日この資産市場に産業企業みずから参加し、資産価格変動に身をさらしていることである。現代企業は豊かな内部資金を擁し、これに外部資金を加え、実物投資のみならず金融資産投資をもおこなう。そのため企業は金融資産市場の変動の強い影響にさらされ、その企業行動は再生産の緊密な国際的連関をときに容易に分断する。この企業行動を国際協調の上にかに統治していくかが、自由化に対する再規制にとっての難問である。

管理通貨制度は金準備による発券制限の制約から貸付資本の供給を解放して産業資本の蓄積に奉仕させる目的をもち、そのための民間経済に対する政府・中央銀行の政策的介入を前提している。この制度のもとで戦後資本主義は高度な経済成長を達成した。しかしこの制度のもう一つの所産は、公開市場の発達下における公債・社債・株式などの金融資産累積であった。ここに産業企業はみずから膨大な金融資産保有者として公開市場に登場し、資産価格変動の影響に直接さらされるようになった。経済の起動因たる企業の投資行動に生じているこのような変容は現代経済に不安定性をもたらしている。以下では上述の産業資本と貸付資本の関係の変化を、戦後の日本経済に例をとりながら、概観したい。

(二) 銀行通貨としての不換銀行券

まず管理通貨制と戦後の経済成長の関係について見落とされてならない

のは、現代の不換銀行券が産業資本のための銀行通貨であるということである。

今日の不換銀行券は国内流通において流通手段現金としての通用力（紙幣性）を獲得している現金通貨である。その現金通貨としての銀行券の性格は法的にみれば法貨規定による強制通用力の付与において表現されている。だがその法貨規定の前提となる経済的内容は社会的再生産において一般的流通手段現金としての通用性を与えられているということである。銀行券は、商業流通を出て所得流通にまで進出し、一般的流通において貨幣として機能する。つまりそれは社会的再生産において商品価値を実現し、貨幣所得（および貯蓄）を形成する通貨として流通する。銀行券は「実現された価値」として流通する。

もっとも不換銀行券が再生産において一般的通用力を保ちうるのは、中央銀行によって創造され、管理され、消滅させられる銀行通貨として、再生産の要請に応じて伸縮する弾力性を備えているからである。

不換銀行券は、金支払債務を内包しない点では信用通貨たる条件を失っているが、しかし、かといってそれは政府紙幣ではない。現代の不換銀行券は、政府が政治的理由から財政需要のために発行するものではなく、銀行通貨たる特質を継承し、中央銀行が創造し、管理し、消滅させる対象であり、またその貸付取引の手段としても使用される。したがってそれは多くのばあい民間経済の要請に応じて発行され、不要となれば発行銀行へ還流する機構（借主の返済による還流や、預金としての還流）も備えている。それがハイパーインフレを防止する機構として作用し、不換銀行券に対する信認を支えているのである。

さかのほれば、すでに金本位制の異質化をはらむ高度な発展過程において中央券銀行の通貨は恐慌期にも流通する能力をもち、これを基礎として法貨規定を与えられ、金鑄貨に代わる国民的通貨として流通手段現金の

性格を与えられていた。その歴史的経過をふまえて行われた銀行券の兌換停止は、産業資本の蓄積のために貸付資本の供給の制約を打破したという意味をもつ。発券銀行の創造貨幣は流通に追加される際に貸付資本として出動し、その発券余力は貸付可能資本としての性格をもっている。兌換停止は、その貸付可能資本としての発券余力の制約を打破したのである。

この発券余力の制約を打開した不換通貨制下の銀行信用は、既存の蓄積が乏しい経済の発展過程では、将来の蓄積資金形成を先端産業に集中的に先取りさせて産業構造の高度化を助長する役割を発揮する。この点では銀行の預金設定による貸付という「信用創造」活動は銀行券の不換化によって促進される。

既存の蓄積が豊富な経済では、企業は証券発行によって既存の貯蓄資金を吸収し、また発行証券が消化され終わるまでつなぎの短期金融として銀行信用を利用する。これに対して蓄積が貧困な経済の急速な発展過程では、先端産業に貯蓄形成の集中的先取りを与える銀行信用の働きが重要な役割を果たし、国際収支や財政収支における制約のもとで、集中集積の先取りをあたえて経済成長を促進する能動的な信用創造メカニズムが作動する。しかしこのばあい新たな貯蓄は長期にわたる設備投資の波及の結果として形成される貨幣所得の所産である。それゆえ銀行による新投資金融の供給から証券発行による貯蓄の吸収という投資金融の確定化までの過程は、長期にわたり、その過程が順調に進展するかいなかは不確実である。

このような不確実性をともなう投資金融に対処するためには、民間銀行の同一歩調をたもった共同行動によって手形交換における債権債務の相殺による現金節約を高度化し、また銀行間における資産の転嫁流動性創出によってリスクを分散転嫁することが重要になる。これらのメカニズムは全国的ネットワークをもつ巨大銀行組織のばあい比較的着実に創り出される。ことに企業間取引の増大に主導力があって産業構造の高度化が達成さ

れるばあい、企業間取引は主に預金通貨（および企業間信用）を使っておこなわれるので、銀行組織外への現金流出は比較的少なく、預金銀行による新投資金融は持続できる。

だが高度成長経済において所得流通など現金通貨の流通が急速に拡大し、また輸入拡大による対外支払いが増加すれば、中央銀行の信用供給による支援がないかぎり、新投資の遂行はたちまち利子率高騰の壁にぶちあたらざるをえない。この中央銀行による支援の拡大を不換通貨制度は可能にするのであり、この点、不換制は金本位制の限界を打ち破る機能を発揮する。

戦後日本の高度経済成長を支えたオーバーローン体制は、このような資金不足に悩む民間経済の要求に応じる成長通貨供給機構として、不換制下の銀行制度の機能をいわば極限まで利用したものであった。ここでは経済発展のための銀行通貨たる現代不換通貨の性質が活用されたのである。

(三) 金融資産累積と余剰資金

もともと、日本の高成長期にあっても、金融面では人為的低金利政策、信用割当政策、日銀特融など大蔵・日銀の強力な指導・監督の下に資金の供給と配分が行われた。このような政策的な資金供給システムの中には、証券恐慌打開のための1965年日銀特融に代表されるように、所得形成過程に直接結びつかない融資の増加傾向がふくまれている。

こうした国家の経済内介入の一環をなす中央銀行の行動は、とりわけ金融政策による財政政策のアコモデーションにおいてもっとも明白に現れる。日本でも70年代に高成長期から低成長期へ移行するにつれて国債発行を半ば強制的に市中消化させるための追加資金供給機構として日本銀行は機能するようになり、民間の蓄積資金形成が財政赤字と中央銀行によるアコモデーションとに依存する構造が根付き、膨大な国債が累積する。金融

市場では政府や家計に対する消費金融が拡大し、それが企業の過剰生産力を恒常的に吸収する装置として国民経済的資金循環構造の内部にくみこまれる。先進国経済に共通の資金循環構造が日本でも定着していくのである。こうしてマクロの観点からみると、通貨当局による政府証券の売買や国債担保貸出の操作は、経済循環の進行にとって不可欠の契機となる。

日本経済は二度の石油ショックに見舞われた1970年代を転換期として高成長軌道から低成長軌道へ移行した。高成長を導いた産業構造の重化学工業化によるキャッチ・アップの段階を終え、日本企業は高度な生産力の排出口を政府の財政支出や輸出にもとめるようになる。金・ドル交換停止と変動相場制移行の後にも対外的には貿易収支の黒字基調が定着し、資本輸出の伸びにもかかわらず、為替相場は概して円高を示すようになった。ここで日本の金融政策は国際協調によるドル安阻止策として経常黒字国に要請された低金利政策を維持し、80年代後半、円高基調下の物価安定と地価・株価の高騰という‘バブル’経済を促進することになる。その反動として日本経済は90年代に長期停滞を示すようになった。

資産価格の変動が実体経済の動向に強い影響をおよぼすという事態は先進国経済に共通の現象といえる。金融資産が累積した経済のもとでは資産価格の乱高下が生じ易い。

むろん、シュムペーター仮説で指摘されているように、現代の大企業体制は長期革新投資を遂行し、投資機会を創造する能力をもっていて、それは長期に持続する戦後資本主義の好況を出現させた一原因であった。だがリスクをとまなう長期革新投資に大企業がふみきるのは、市場支配による巨大利潤の取得という支えがあるからである。独占・寡占が確立された既存産業では、市場支配の基盤そのものをゆるがす、外部資金の大量動員に依存した大胆な投資競争は、大企業体制の内部からは容易に生じなくなる。ことに不換通貨制度のもとで消費金融が拡大し、企業部門の収益が政府や

家計の支出に依存する度合いが高まれば、危険な投資競争を抑制する企業間協調の傾向は一層促進される。こうして寡占的市場構造のもとでは企業の設備投資の自己金融化傾向が現れ、資金余剰傾向がうまれてくる。

もっともイノベーションの波に乗って新興産業が成長するばあい、新たな市場領域の支配をめざす激しい企業間競争が展開する。重化学工業の発展がもたらした戦後日本の高成長はこのような競争の結果であった。しかし現代の革新は経済のソフト化・サービス化と結びついていて、産業構造における重工業の比重を低下させる傾向がある。かつてのように革新投資が高成長を生む環境にはない。また、多国籍企業は生産拠点を世界に分散し、資金調達面を含めて各国での現地生産の独自性を強め、高賃金の先進国における投資を減少させる傾向がある。

減少傾向を示す投資機会に比して豊富化する蓄積資金には、企業の貯蓄と家計の貯蓄がある。これらの貯蓄資金の増加を背景として、現代では一方では金利選好を高める家計の金融資産保有行動が活発となり、また他方ではいわゆる大企業の銀行離れ現象がすすんできた。現代企業は巨大な内部資金の運用者として無利子・低利の銀行預金よりも高利回りの金融商品を選択し、オープン市場・証券市場での運用を求め、この預金離れの傾向はインフレによる預金目減りの危険性によって促進される。さらに情報革命によって投資的金融資産と決済勘定との往復コストが減少して、高利回りの金融資産に流動性が保証され、銀行の顧客は決済勘定としての預金残高の保有額を縮小する。その結果CP市場の拡大に表わされるように、これまで銀行が掌握していた企業の短期資金貸借までも銀行の手から離れ、公開市場へ吸収されていく傾向がうまれるようになった。さらに銀行離れを強める大企業は、金融市場で資金を調達して、これを実物投資以外の金融的投資にも投入している。

この大企業の銀行離れ現象や家計貯蓄の金利選好や公開市場の拡大など

に対応して、銀行は預金金利を自由化し、顧客の金利選好に応じた金融商品を開拓し、公開金融市場へ進出し、ハイリスク・ハイリターン分野の一部にも侵入するなど、みずから金融業の再編成を推進している。だがそれは再生産過程に対する伝統的な相対取引にもとづいた預金・貸付業務からの銀行の後退をも意味する。

(五) 現代銀行業の変貌

本来、通貨供給機関としての銀行は自主的に安全性原則を守ってリスク管理を徹底すべき位置にあり、公的介入においても自己資本比率規制などの事前対策や預金保険制度などの事後対策が講じられている。こうした自主規制や公的規制は銀行経営にとってのコスト負担となってはねかえってくるものであって、この負担を賄ううえで銀行は伝統的な貸付業務からの収益機会に多く依存してきたのであり、情報生産機能を活かして信用リスクを管理しつつ「信用創造」機能をこの分野で多く振ってきたのである。

だが対大企業の卸売り分野では、銀行は今日この伝統的業務からの収益機会を失いつつあり、代わりに証券関連業務や小売りサービス業務等の新分野へ進出せざるをえなくなっている。だが新分野は、金利リスク、価格変動リスクなど、銀行にとって管理が一段と難しいリスクを生み出すところである。銀行は私的金融機関としてリスクテイク機能を重く引き受けるか、通貨供給機関としてリスクテイク機能を放棄するかというジレンマにしばしば悩まざるをえない状況におかれている。

現代の成熟経済では新投資金融に対する銀行信用の関与はかつてほどは必要とされない。のみならず情報通信革命とCP市場の生長は、大銀行と大企業の相対取引にもとづく短期の預貸業務まで圧縮しつつある。銀行は企業の短期資金の調達・運用においても公開金融市場との競合にさらされて

いる。

アメリカに比べて公開金融市場が未発達な日本では、銀行預金として貯蓄が吸収される比重は高く、それだけに余剰資金の圧力は銀行を直撃し、膨大な不良債権をもたらした。貯蓄資金を集積した預金銀行が産業への資金投入の機会を見出すことが少なくなれば、これを既存証券資産が取引される金融的流通へ投入しようとするのは自然な成り行きである。金融的流通では預金通貨が支配しているので、銀行の信用供与がストレートに現金流出をもたらすことは少なく、それだけに信用供給は歯止めなく進行して、資産価格を高騰させる流通の投機的拡張をうみやすい。

また一転して市場の先行きへの不安から預金銀行が予備的な準備金保有を手厚くすれば、過大膨張した金融的流通の崩壊への一撃となって、資産価格を暴落させるとめどない流通の縮小過程に突入する。ここでは銀行の貸し渋りが不況を長期化させる一因となる。銀行の下における資金の滞留が金融的流通の萎縮を生み、産業的流通にも多大な攪乱作用をあたえるのである。

このような状況に対して政府のマクロ経済政策は、国債累積と国際的資金移動に挟撃されて、ごく狭い選択肢をあたえられているにすぎない。こうした状況をうむ金融資産累積はもともと現代の蓄積過程のために政策を振るう当局の市場調節によって助長されてきたものであった。産業資本の要請に応じる成長通貨供給機構であるはずのものが結果的には資金余剰傾向を高め、金融乱調を助長するのである。

【参考文献】

- (1) 鈴木芳徳編『金融論』（ミネルヴァ書房）
- (2) 拙稿「経済成長と信用創造」（『東京経大会誌』207号）

- 「シュムペーターの発展理論における‘信用創造’」(同215号)
- 「流通手段と貸付資金」(同223号)
- 「富と貨幣」(埼玉大学『社会科学論集』104号)

〈野田報告へのコメント〉

小林 真之 (北海学園大学)

本日の野田報告では、不換銀行券・近代銀行業に関する独自の理解にもとづいて「管理通貨制下の貨幣資本蓄積と現実資本蓄積」論を展開されていた。そこで野田報告における信用論に関する基本的考えを最初に整理し、そのうえで若干の質問を述べることにする。

第一の不換銀行券論について。野田氏の不換銀行券理解は「兌換銀行券の発展形態としての銀行通貨」という規定に端的に示されており、不換銀行券論争の一面性を指摘している。つまり兌換銀行券と不換銀行券を連続性と不連続性の2側面から理解すべきだとされている。前者の連続性の側面では、銀行券は兌換時代においてすでに一般的流通手段あるいは「卸売業の鋳貨」として機能しており(「紙幣化」)、またその数量は金融取引(貸付—返済)を媒介にして増減(還流の法則)するため、不換制下でも銀行券は伸縮性を有することを強調している。他方非連続性の側面では、兌換が停止され、金債務証券としての資格を喪失することで、金融政策における中央銀行の裁量範囲が拡大され、景気変動の形態に大きな変容をもたらすとしている。

第二の銀行業の規定について。野田氏は銀行業を「貨幣取引資本と貸付資本」の一体化したものとして把握しており、貨幣取引業を近代銀行業の不可欠の要素として理解されている点に特徴がある。銀行業における貨幣取引業務の強調は次の二つの観点から重要な意義を有している。第一は銀行に集積される貨幣資本(準備金)の源泉に関する問題であり、それは預金(利子)により集められるのではなく、機能資本家による貨幣取引コストを軽減させるための貨幣預託として最初に形成される。銀行業は「産業資本の創造物」であるとする規定もそうしたコンテキストで理解される必要がある。第二は貨幣取引業の外延化としての支払決済システムを通して債権債務の振替え・相殺を行い、いわゆる信用創造現象を可能とする。従来振替的信用創造論の関連で「債務の貸付」が強調されていたものの、準備金の位置づけが曖昧であり、また債権債務の相殺を実現する決済システム(貨幣取引業務)が与件として前提されているに過ぎなかった。その意味で決済システムの危機が問題となっている現代にあって、野田氏の貨幣取引業務の強調は重要な分析視点を提供していると思われる。

次に野田報告に対して次の3つの質問を提起したい。第一は銀行が提供する「新

投資金融」の役割について。野田氏は銀行の役割として、「生産物流通信用」と「新投資金融」（資本信用）の2点を挙げられ、後者はさらに①蓄積資金形成の先取り、②資本の集中・集積の先取りとされているが、この二つの規定はどのように関連するのか。

第二は成熟経済における銀行業の在り方について。成熟経済になれば伝統的な預貸業務の地位が低下し、銀行は証券関連業務・小売りサービス業務というリスクの高い分野に進出するとされる。預貸業務の低下は商業銀行全体で生ずる現象なのか、大企業取引に密接に関わる大銀行のみに関わる現象なのか。またアメリカでは1980年代から金利収入の割合が減少し、非金利収入が大きな割合を占めるようになったとされるが、非金利収入の比率が高く、少数の支店網しか有しないマネーセンターバンク（バンカース・トラスト、モルガン・ギャランティなど）が他銀行に吸収・合併されていったことをどのように理解されるのか。銀行業のグローバル・スタンダード論と関連してお答えいただきたい。

第三は成熟経済における「余剰資金」について。成熟経済になれば「生産的投資機会の減少傾向」が見られ、そうした「資金余剰傾向」は「金融流通の過大膨張」、「膨大な国際的資金移動の流れ」を生み出すとされている。第一にこの余剰資金は資本蓄積の過程から内生的に形成されたものか、国債の買いオペなどを通じて外生的に形成されたものか。第二に家計部門はいずれの主要国においても資金余剰部門となっているが、この家計の貯蓄が「余剰資金」の具体的形態となるのか。抽象的な次元では労働者の賃金はすべて消費にまわり、企業における前貸投下資本の回収→銀行前貸の返済となるが、現実には賃金部分は消費と貯蓄に分割され、貯蓄が将来の生活のために年金・投信（株式投資）に向けられることになる。金融流通の肥大化をもたらす資金源泉がそうした性格の家計貯蓄であるとすれば、それは資本主義経済にとりどのような意義を持っていると考えるべきなのか。第三に「余剰資金」がバブルをもたらす背景であるとすれば、日本のバブル発生に大きな役割を果たしたとされる中央銀行の金融政策（低金利政策）はどのように位置づけられるのか。

[小林真之氏のコメントへの答]

① 新投資金融について。

Aヒルファディングは「資本信用」を「遊休貨幣資本の機能資本化」と規定しているが、報告では新投資金融をなぜ「蓄積資金形成の集中的先取り」・「集中集積の先取り」と規定したか。

ヒルファディングは「資本信用」を「既存貨幣の移転」と捉え、既存貯蓄資金の

吸収による追加資本貸付を重視し、「信用貨幣の創造」を「流通信用」の働きと捉えている。この彼の見方には、「資本信用」の基礎として支払準備を重視する点では賛成できるが、銀行信用を受動的な貯蓄・投資の媒介と捉える点では賛成できない。貯蓄不足の成長経済では、銀行は預金設定による貸付の形態で追加信用を与え、再生産拡大に能動的に働きかけ、新たな貯蓄資金形成をも誘導する。ただしその信用供与は過剰蓄積を促進し、証券発行・貯蓄吸収をもって資本信用の返済に成功する企業と、返済に失敗して集中合併の波にのまれる企業との両極をうみだしていく。新貯蓄形成を誘導する銀行信用の機能は、競争に勝利する個別企業の規模拡大をもたらす点では「資本集積の先取り」であり、集中合併による社会的な資本の配分変更をもたらす点では「資本集中の先取り」なのである。この資本信用の能動的な作用を報告では重視している。

B新投資金融の供給とその確定化の内容について。

「新投資金融の確定化」とは個別企業にとっては証券発行による借入の返済を指している。しかし社会的にみれば、そこには発行証券に吸収される貯蓄が追加信用による再生産拡大によって新たに形成されたものかいないかという問題がある。一般的には、再生産拡大による新貯蓄形成は設備投資の波及という長期的過程の産物であるから、銀行信用は事実上の長期信用となる。これは貯蓄不足の成長経済における信用の役割であり、ヒルファディングの「資本信用」論は実際はこの長期信用に着目している。短期信用が証券発行によって返済されるばあい、銀行信用は上記の長期的過程にかかわりをもたない。

② 成熟経済における銀行業の在り方について。預貸業務の比重低下は大銀行対大産業の問題か、銀行全体の問題か。アメリカの中小企業金融、regional bank、非金利収入に依存した銀行の破綻等をどうみるか。

通貨供給機関たる銀行の破綻がもたらすシステムチックリスクに着目すれば、重要なのは大銀行と大企業の結合関係である。成熟経済においてリスクの少ない対大企業の分野で銀行の預貸業務の比重低下が生じていることは重大である。その反面としてリスクの多い中小企業金融における銀行の役割が今日うかびあがっているといえる。また支店網をもたず、非金利収入に深く依存したアメリカの銀行が集中合併によって消えているのは、非金利収入をもたらす不慣れな分野への進出を余儀なくされた結果である。そのような新分野への銀行の進出を余儀なくさせた環境に注目する必要がある。

③ 余剰資金の源泉はなにか。

A低成長によるものか、買いオペによるものか、家計の貯蓄か。

この報告では経済の低成長への軌道転換がもたらす余剰資金を重視する。したがって余剰資金の基本源泉として重要なのは実物投資の純増を上回る蓄積資金の増加

である。それは企業と家計の貯蓄の形態をとり、銀行にも非銀行金融機関にも吸収され、金融機関の余裕資金を増加させる。買いオペによる中央銀行の資金供給が実物投資に吸収されず、金融機関の余裕資金を増加させれば、それは余剰資金となる。だが資金供給が投資に吸収されないのは、民間の貯蓄が投資に吸収される勢いが鈍いからである。

B 1980年代日本の‘バブル’について、低金利政策による日銀の資金供給をどうみるか。

それが株価地価を高騰させる余剰資金の作用を増幅したことはたしかである。だが‘バブル’生成の基本原因は、高成長の終焉によって借入金に依存した企業投資が減少し、企業貯蓄の増加と設備投資の自己金融化がすすみ、銀行資金が株式保有や土地取得に回されたことにある。

《質疑応答》

前畑 雪彦（桜美林大学）

寡占経済で生産的投資機会減少傾向が働いているのであれば、兌換停止によって貸付可能資本としての発券余力の制約を打破する必要はないのではないか。

木村 二郎（桃山学院大学）

寡占経済には低成長だけでなく高成長も含まれるから、資金余剰化傾向を寡占経済一般の特徴ととらえるのはおかしいのではないか。

鎌倉 孝夫（東日本国際大学）

今日の資金過剰は寡占経済の自己金融化だけでは説明できない。日銀が超金融緩和策によって資金過剰を助長している。それはドル過剰下のドル体制の維持を根拠としているのではないか。

伊藤 武（大阪経済大学）

現代の貨幣資本過剰は金・ドル交換停止と密接に結びついているのではないか。

【答】

報告で強調したのは、産業構造の変化と寡占企業の行動との関係である。新興産業が成長するばあい、豊富な資金や労働力があれば、高成長が実現する。しかし寡占企業の市場支配が確定されてくると意図されざる過剰能力は増加し、政府の財政支出支援がなければ、経済に停滞傾向がうまれる。これに対し現代の革新は、経済

のソフト化・サービス化をもたらし、高成長をうみだす起動力をもたない。この低成長による資金余剰傾向を助長する要因として、日銀の低金利政策は作用している。

答としてはまず、兌換停止による有効需要付加機構が経済にビルト・インされたのは、投資機会減少による経済の停滞傾向を打開するためである。

また、報告では寡占一般を論じてはいない。独占・寡占は特定産業・特定市場への支配を前提する。具体的な産業構造との関連を抜きにした寡占一般論は無内容である。

さらに、金ドル交換停止・ドル過剰・ドル体制維持のための低金利政策は資金余剰を助長する要因であって、資金余剰生成の基本要因ではない。また低金利政策には国内の蓄積刺激という狙いもある。

吉田 暁 (武蔵大学)

蓄積が豊富な経済では銀行信用が証券発行で不断に返済される結果ストックとしての預金・貸出の比重が低下するのであって、銀行信用は不要にはならないのではないか。

建部 正義 (中央大学)

「私的金融機関としてリスクテイク機能を引受けるか、通貨供給機関としてリスクテイク機能を放棄するかというジレンマ」は、銀行業変貌のいかにかわからず、銀行業一般がかかえる問題ではないか。

【答】

蓄積が豊富な経済でも銀行信用は不要化しないというのは、その通りである。しかしかつて銀行と産業の結合関係の軸であった相対取引による預貸業務そのものの比重低下は現代固有の現象として注目に値する。ことに情報革命やCP市場生長による短期の預貸業務の比重低下はかつてみられなかった事態である。

坂本 正 (熊本学園大学)

「資産価格」を擬制資本との関係で捉える視点はないか。またバブル期に「資産価格」が上昇し、他の物価がそれほど上昇しなかったという現象はどのように理解すればよいか。

【答】

「資産価格」は証券擬制資本と密接な関係がある。経済主体保有の証券資産の価格変動は投機的動機をもつ貯蓄資金の運動と関連する。貯蓄資金の運動をベースとする証券売買の上に貨幣市場からの短期資金供給が積み重なるのである。日本では土地について金融の証券化は未熟だが、土地売買も投機的資金の吸着基盤であって、

事実また土地を大量保有する企業の株はバブル時に高騰した。バブル期には貿易黒字下で円高基調のため物価は安定し、売買差益を狙う資金は土地と株に集中した。

深町 郁弥（九州大学・名）

金融流通の内容を貨幣市場・証券市場の具体的な姿にしたがって説明してほしい。また、変動相場下での金融流通の巨大化はどういう影響をあたえているか。さらに、金融流通は貨幣論レベルではどのような貨幣の機能規定に属しているか。

【答】

ここにいう金融流通とは、ケインズにならって価格変動する証券資産の流通市場を指す。貨幣市場と証券市場は両市場の利子率・利回りを比較して動く資金の回流運動によって結ばれる。また、金融流通は本来再生産の上に成り立つが、金融流通が巨大化した今日では株価などの価格変動が逆に再生産をゆさぶるようになった。変動相場下のリスク増大に対処してリスク・ヘッジとしてのデリバティブが開発されてきたが、その開発がさらにスペキュレーションを増大させているのが現実である。さらに、金融流通は産業流通（流通手段）の外部にあり、ここでの貨幣の機能規定は蓄蔵貨幣である。

熊野 剛雄（専修大学）

報告では蓄積停滞による資金余剰は論じられているが、不換銀行券が論じられていない。貨幣がBuchgeld化しているとすれば、兌換停止の意義は「中央銀行当座預金の創出に対する制約の撤廃」であって、あえて報告論題に「不換銀行券」という必要はないのではないか。

木村 二郎（桃山学院大学）

不換銀行券の性格規定にとって「信用貨幣」という言葉は不要なのか。

【答】

不換銀行券は一般的流通手段現金である。中央銀行当座預金は金融機関の間では通貨として機能するが、所得流通において機能するのは不換銀行券である。成熟経済では貨幣所得の中で所得流通への支出部分に比べて貯蓄部分が増大し、金融機関の余裕資金が増大する。このように資金余剰は「紙幣性」をもつ不換銀行券流通の下で生じている。なお「信用貨幣」とは現金支払債務の貨幣化である。したがって金兌換を停止した銀行券は信用貨幣とはいえない。

なお山村延郎氏（金融庁金融研究研修センター）、高倉泰夫氏（長崎大学）のご質問への解答は省略させていただく。

貨幣・金融の不安定性の理論的再考

伊 藤 誠

(國學院大學)

1980年代の後半にとくに日本に生じた巨大なバブルとその崩壊の破壊的打撃は、1997-98年のアジア諸国に生じた経済危機、最近のアメリカ経済におけるバブル崩壊への危惧とあわせて、資本主義経済の景気変動と貨幣・金融的不安定性にあらためて理論的関心を回帰させる事象をなしている。同時にインフレとデフレの基本も問い直されている。ここでは、その根底にあるいくつかの理論的問題を提起し、若干の検討をすすめてみよう。なお、本報告は、主に伊藤誠・C・ラパヴィツァス著『貨幣・金融の政治経済学』（岩波書店、2002年1月）の第6章によるものであり、できれば本報告をふくめ、この著作の全体をとくに本学会のみなさんに批判・検討していただければ幸いである。

1 貨幣恐慌の2類型

「資本論」の経済学は、貨幣をたんに流通の媒介手段とみるにとどまらず、社会的富の代表としての機能やその自己増殖としての資本の基本規定を基軸に、古典派経済学や新古典派ミクロ経済学とは水準の異なるマネタリーな理論体系において、資本主義経済の機構と動態を解明している。貨幣・金融の社会的機構からみて、資本主義市場経済の不安定性は、少なくともつぎのような三つの層から成っていると考えてよいであろう。

第1に、単純商品流通の諸条件のもとでも、経済的不安定性の可能性が貨幣の流通手段や支払い手段としての社会的諸機能から生ずる。第2に、資本主義経済のもとで信用制度と金融市場が組織的に発達すると、その弾力的拡張性が投機的取引の膨張に大規模に動員されるとともに、その崩壊が、大規模で複雑な経済的不安定性と貨幣恐慌をもたらしうる。第3に、資本主義経済においては、資本主義的蓄積の本質的運動自体から、経済的不安定性と貨幣・信用恐慌が不可避免的に生ずることになる。

宇野弘蔵（1950-2, 1953, 1964）は、第1、第2の層の問題も第3の周期的恐慌の必然性の原理に糾合されるところとして整理をすすめた。そのさうい一方で、恐慌の必然性は、信用制度の原理をつうじて現実資本と貸付資本との対抗的蓄積関係にそくして解明されるものとし、上の第2層の意義を宇野は重視していた。その意味では、宇野原論は、『資本論』におけるマネタリーな理論体系の特徴を恐慌論にもよく活かして組み立てられていた。しかし他方で、『資本論』の恐慌論に並存するいくつかの論理から、とくに労働力商品の供給制約にたいする資本の過剰蓄積にともなう困難をもっとも重要な規定とみなし、恐慌の必然性は労働力の商品化の無理に由来することを宇野は終始強調していた。その結果、信用機構に内在的な投機的拡張性とその反動として生ずる貨幣的な恐慌が、資本主義経済に内在する不安定性と自己破壊の独自の一源泉をなす側面が、原理的には読みとりにくくなっていたのではなからうか。

マルクスは、たとえば『資本論』第1巻第3版（1883年）のために追加して書き入れた注において、支払い手段としての貨幣の機能に関連して、貨幣資本がその運動の中心となるような貨幣恐慌の存在に、つぎのように注意をうながしていた。

すなわち、「本文ですべての一般的な生産・商業恐慌の特別な段階として規定されている貨幣恐慌は、やはり貨幣恐慌と呼ばれてはいても独

立に現われることのある、したがって産業や商業にはただはね返り的に作用するだけの特殊な種類の恐慌とは、十分に区別されなければならない。このあとのほうの恐慌は、貨幣資本がその運動の中心となり、したがって銀行や株式取引所や金融界がその直接の部面となるものである。」（『資本論』国民文庫版（1）、243ページ）。

ここでマルクスは、貨幣恐慌の2類型を区別している。ひとつは一般的な産業・商業恐慌の特別な局面をなす貨幣恐慌（第1類型）であり、いまひとつはそうした産業・商業恐慌とは独立に貨幣資本の運動を中心に生ずる貨幣恐慌（第2類型）である。この注記には、いくつか不思議なところがある。第1に、ペンギン版の英訳では、この注がなぜかエンゲルスの追記とされている。第2に、本文では、諸支払いの連鎖に一般的攪乱が起これば、「それがどこから生じようとも」発生しうる貨幣恐慌の規定を述べているのであるから、あえてそれを「一般的な生産・商業恐慌の特別な段階」の規定となぜしうのか、第2類型の貨幣恐慌は本文では排除されていると読めるのかどうか。第3に、最晩年のマルクスがどのような歴史的背景を念頭にこの注を追加したのか。1873年恐慌や1878年のシティー・オヴ・グラスゴウバンク倒産をふくむマルクスのいう「イギリスの恐慌」などに促されてのことか、あるいは広くチューリップ恐慌やサイスシー・バブル崩壊などの古くからの貨幣恐慌の事例を想起してのことであったのか。

いずれにしても、拙著『信用と恐慌』（東京大学出版会、1973年）では、こうしたマルクスの注記に十分配慮を及ぼせなかった。それは宇野原論によって、論理必然的な展開の体系としての原理論に『資本論』を純化する作業に関心を集めていたためである。しかし、現代資本主義におけるパブルとその崩壊、不換銀行券のもとでのデフレの進行などにみられる貨幣・金融の不安定性を理解するうえで、この注のような理論的に生じうる

こととしての可能性にも、論及してゆくような基礎理論の組み立て方は、いま再考し探究してみる意義が大きくなっているのではなからうか。あるいは原理論の体系をそのような点で少しゆるめて、現代資本主義の分析の基礎作業として、いくつかの側面でいわば生じうる可能性の原理的再考がおこなわれてよい余地があるのではないか、と思われる。

2 周期的景気循環の原理

自由主義段階の周期的景気循環を抽象の基礎として、『資本論』の恐慌論を整理した宇野原論における景気循環論についても、資本主義的市場経済の不安定性が、貨幣・金融面から重層的に問われる側面をさらに補充する試みの意義が増している。

その一つの側面は、好況末期における信用を利用した投機的取引の発展と、その反転崩壊による恐慌の発生への論理を原理論に組み込むことである。宇野は『恐慌論』[1953]などで、その現象に注目しながら、それらはむしろ労働力の供給制約にたいする資本の過剰蓄積による基本的困難を歪曲し隠蔽する「實際上」の現象として補足的に言及するにとどめていた。しかし、拙著『信用と恐慌』で検討したように、好況末期の資本の過剰蓄積にともなう労賃の上昇は、諸商品の供給費用と需要の体系的変化からいくつかの商品価格に継続的上昇をまねき、それら諸商品の投機的取引が信用を利用して拡大してゆくのであって、そのような投機的取引の発展は貨幣市場における資金需給逼迫の一因ともなり、利子率の上昇を介しての投機活動の崩壊は恐慌の発生と進展の重要な一環をなしている。

もう一つの側面として、資本市場における株式証券の発行と流通をめぐる投機的取引が好況期に発展し、やがて崩壊する論理も、周期的景気循環の副軸として原理的考察に組み込む試みも考慮に値する。宇野原論が、そ

れ自身に利子を生む資本の物神的規定の例証として株式資本に言及するにとどめているのにたいし、最近の宇野学派の原理論では、株式資本の形態と機構を資本市場の実質的規定の内容として展開する構成がとられることが多い。その延長上に、周期的景気循環の過程における資産市場としての資本市場の投機的発展とその崩壊の論理も原理的に解明されてよい問題となってきたように思われる。

3 景気循環をつうずる貨幣の価値と交換価値

景気循環をつうずる物価の変動は、貨幣の交換価値と逆相関をなすのであるが、複雑な様相をおびる。金本位制のもとでは物価は安定的と思われがちであるが、しかし、ほんとうにそういえるのか。物価の趨勢的上昇をインフレ、傾向的下落をデフレとする通常用語法にしたがえば、金本位制のもとでもインフレやデフレ現象は生じうるのではないか。

好況の進行過程では、技術的変化の少ない量的拡張が支配的傾向となり、労賃も安定的に推移するので物価も安定的で、その無政府的変動も小幅にとどめられる。しかし好況の末期には、資本の過剰蓄積にともなう労賃の上昇をうけての物価の変動が、信用の拡張力を利用した投機的取引をふくんで進展するなかで全体としての物価水準も上昇するものとみてよい。その反動として、恐慌局面では支払い手段としての貨幣の確保のための投げ売りの圧力が強く、物価は下落する。それに続く不況局面では、信用の清算のための販売の圧力は緩和され、物価はそれだけ回復するとはいえ、過剰な設備能力をめぐる競争圧力のもとで、物価水準は低位に停滞し続ける傾向が強い。不況末期に大多数の資本が新たな生産方法への設備を革新して新たな好況へ局面が転換すると、その過程で部門間の不均衡が再調整され、有効需要が回復し、需給が均衡に向かうかぎりでは、物価水準はひき

上げられる。しかし、他方では、技術革新にともなう費用の削減、生産価格の低下への傾向が、以前の好況局面や、さらには不況局面よりもむしろ低位の物価水準をもたらす可能性もある。もっとも、貨幣商品金の価値水準が、新たな金鉱の発見などにより他の諸商品にくらべ低下すれば、物価は新たな好況局面で以前のそれより高くなることもありうる。そこにはいわずに必然的な決定論ではすまない不確定要素が可能性の束としてふくまれるとともに、貨幣商品金の社会的需給変動をめぐる一連の理論問題が伏在している。

産金部門も利潤率の平均化と生産価格体系の形成に参加するが、その産出物が直接貨幣となるので、短期的には（生産性が変わらなければ）、産金部門の収益性は物価水準とは逆相関の関係にたつとみてよい。周期的景気循環の過程で、好況末期に労賃と物価が上昇すれば、産金業では単位産出量（直接貨幣量をなす）あたりの貨幣費用が増加するので、その利潤率は下落する。そのことは、産金業の生産拡大を抑制し、最劣等地の金鉱から生産の縮小が始まる。そのことは、つぎの二つの効果をもたらす。第1に、この局面での一般的ブームに逆行し、産金業からの有効需要を抑制収縮させる。それは現実には好況末期の国内物価の上昇が輸出を抑制し、輸入を容易にして、貿易収支を悪化させ、対外金流出をもたらしやすくなり、有効需要に抑制的に作用する論理に通底するところがある。第2に、それは、信用が大きく膨張する局面で、銀行や中央銀行の準備金の入手可能性に追加的な制約を加え、利子率上昇に寄与する。そこで、好況末期には貨幣の交換価値は下落し、それを補足的要因として貸付資本の価格（利子率）は上昇することになる。

恐慌とそれに続く不況の局面では、労賃と物価が急落し、ついで低位に停滞する。産金業の収益性は好況末期の不利を反転して改善され、有利に推移する。他の産業が困難な状況のなかで産金業はとくに有利な部門とな

り、それまで利用できなかった鉱山での産出をふくめ、産金量も拡大される。そのことは産金業からの有効需要を増加し、不況圧力を緩和する作用をもたらす。それは、不況期の輸出ドライブと輸入抑制作用が貿易収支の改善をつうじマクロ経済におよぼす作用と類似している。産金量の増大は、銀行制度における不況期の準備金の最増加を補足的にうながす要因ともなる。貨幣の交換価値の上昇が貸付資本の価格下落を補足的に促進するのである。

そのさい、かりに不況期や新たな好況期の物価水準が以前の好況期より低位で、産金量の供給増大を促し続けるとしても、大量の金ストックが存在し、それがいくつかの用途に弾力的に流用されあう関係にあることを前提すれば、そこに部分的に追加される年々のフローとしての産金量をその社会的必要量に均衡させる方向での社会的調整機構は敏速には機能しえない。それゆえ、年々のフローとしての産金量と金の社会的必要量とのあいだのバランスの調整は、典型的な景気循環の過程でも1循環内ではおさまらず、好況局面をいくつか経ながら漸次的に実現されてゆく公算が大きい。そこで、その調整過程はいくつかの周期的景気循環をつうじて実現されてゆき、物価水準の面からみた緩慢で長期的な趨勢の波動を描き、いわゆる長期波動現象を生ずる可能性をふくんでいる。物価水準の上昇傾向をインフレーション、その下落の趨勢をデフレーションとよぶなら、金本位制のもとでは物価水準は、その後の時期にくらべれば相対的に安定性を示すとはいえず、19世紀末の長期不況から第1次世界大戦までの期間に示されたように、長期にわたる大幅なデフレとインフレの生ずる可能性もふくまれている。

要するに、資本主義のもとでの貨幣・金融システムは、本来的に物価水準の安定性を保証する機能が微弱であり、貨幣供給の増加があっても、ストックとしての貨幣に吸収されることにより、貨幣数量説に反し、デフレ

がただちに解決されるとはかぎらないケースが金本位制のもとでもありうる。不換銀行券のもとでも、預金その他の貨幣的資産がストックとして保有される側面があり、うえにみた論理の大筋は維持されうるので、むしろインフレを生じやすいが、不換銀行券のもとでデフレは生じえないとはいえないことになろう。

4 景気循環の歴史的変容

1870年代以降いくつかの要因が景気循環の歴史的変容をもたらしてきた。ケインズ経済学やポスト・ケインズ派では、投機や予測、期待の役割が心理的な選好の問題として重視されるようになってきているが、われわれは歴史を理論的に解明する観点から、その客観的基礎や歴史的意義について、景気循環の歴史的変容との関連で考察を重ねるべきであろう。

第1に、資本蓄積の重点が、巨大な固定資本投資を要する諸産業に移される。そのような固定資本の建設には、ヒルファーディングが指摘していたように、少なくとも2、3年の長期の懐妊期間を要する。完成されると、それぞれの生産設備は、産業内の既存の生産能力に顕著な追加分を加えることとなる。そこで、各企業は固定資本建設への投資を始めるさい、その産業全体の供給能力の増大にみあう需要の見通しについて投機的な期待や予想をたてることが必要となる。不況局面では、好況末期に始められた固定資本の建造がむしろ不況期にずれ込んで完成されて、過剰な設備能力の不況圧力を増大させることも稀ではない。その減価償却も長期間を要し、過剰能力として収益性を圧迫する作用を生じやすい。そこから不況基調の長期化が生ずる。

第2に、株式発行による資本市場での遊休貨幣の動員が、巨大な固定資本建設に重要な役割を果たすようになる。好況期には資本財産業などの将

来の見通しがバラ色にみえ、固定資本建設の懐妊期間が続き、利子率も相対的に低いので、株式市場にも楽観的な期待が支配的となり、株式価格は投機的に買い進まれやすく、新株発行も容易である。しかし、その産業の生産物への需要の伸びが期待していたほどでなかったり、利子率が上昇したりして、株式市場でのバブル的株価の上昇が抑制され反落することも少なくない。産業資本の労働力人口にたいする過剰蓄積による労賃の上昇と利潤率の低落も生ずる可能性はあるにせよ、投機的な性格をもって進行する好況は、産業資本全体の過剰蓄積にいたる以前においても、楽観的期待が裏切られ、反転して不況を招くことになりうる。いわゆる長期波動論のなかでも、コンドラチエフを除くと、このような貨幣・金融の投機的役割は軽視または無視される傾向があった。

第3に、固定資本の巨大な諸産業には集中されて数を減じた諸企業のあいだに独占的組織やそれによる独占価格が形成されうる。独占価格は非独占的で競争的な諸産業を犠牲にしつつ、独占的諸産業の利潤マージンを拡大する。しかし独占価格の形成と維持のためには、独占産業は産出量と雇用に管理抑制し、非独占産業の費用を増大し有効需要を縮小して収益性を圧迫するから、経済全体としての不況をさらに深刻化する。1930年代の大不況の深刻さには、こうした独占資本の弊害が大きく寄与していた。とはいえ、この要因も過度に一般化してはならないであろう。不況基調の長期化は、固定資本の巨大化をより基本的な要因として生じているのであって、それは独占資本が確立されるのに先立ち1873-96年の大不況が生じたことにも照応している。1973年以降の現代の大不況も、高度情報技術による多国籍企業の成長にともない、むしろ国内的国際的に資本主義的競争の激化をともなって進行しているのである。

ポストケインズ派のミンスキーらの金融不安定性仮説も一般化しえないものであり、そこで強調されている長期の期待を反映する資産評価の役割

が、重要性を増したのは、上の第1と第2の要因によることであろう。しかも戦後の高度成長期には金融不安定性はあまり顕著でなかった。そこで、貨幣恐慌の第2類型やミンスキの金融不安定性仮説の妥当性を高めているような最近の資本主義の機構と動態は、実は、貨幣恐慌の第1類型をとまなう周期的景気循環の原理を重要な参照基準として、IT技術のインパクトをふくめ現実資本の蓄積自体に生じている困難とその具体的展開を基礎として、それとの関連において分析されなければならない問題をなしているとみなければならないであろう。

【参考文献】

- (1) 伊藤誠・C・ラバヴィツァス[2002]『貨幣・金融の政治経済学』岩波書店。
- (2) 宇野弘蔵 [1950-52]『経済原論』岩波書店、[1953]『恐慌論』岩波書店、[1964]『経済原論』岩波書店。
- (3) Minsky,H.[1985] 'The Financial Instability Hypothesis', in P. Arestis and T. Skouras (eds) , *Post Keynesian Economic Theory*, NY: Sharpe.

〈伊藤報告へのコメント〉

井村喜代子（慶應義塾大学名誉教授）

まず、方法的な問題として、「現代の」貨幣・金融の不安定性について、伊藤氏は、資本主義の発展の歴史的「逆流」を強調しつつ、『資本論』の原理的規定の再考から迫ろうとされるが、かかる方法に対し基本的な疑問をもつ。私は、独占資本主義への移行をふまえたうえで、金本位制の崩壊、旧IMF体制の確立、「金・ドル交換」停止→旧IMF体制崩壊、金融の自由化とグローバル化の強行などの重要な画期を確定し、それらによって生じた変容と新しい矛盾の展開を究明していくことが不可欠と考える。

報告・レジュメの範囲内ではつぎのような疑問がある。①金本位制のもとでは「貨幣の不安定性」はありえないのではないか。また、産金部門の条件による物価

の不安定性をなぜこのように重視されるのか、この問題は「金・ドル交換」停止後の現在、どのような意味をもつといわれるのか。②周期的恐慌の発生過程における投機の破綻は、生産物の過剰＝実現困難を含んでいるのではないか。また、金本位制下の投機活動と近年の投機活動とは質が違っているのではないか。③金本位制下における景気循環内の物価の上昇・下落、あるいは生産力の発展による生産物の価値低下にもとづく価格の趨勢的低下は、いずれもインフレやデフレとは規定できないと考える。また不換制下として、「通貨供給の過剰」がインフレを生むのとは逆に、「通貨供給の不足」が物価の名目的下落（デフレ？）を生むわけではない。マルクス経済学では最近流布しているデフレという概念は成立しえないと思う。

さらに現実の分析のために討論してほしい論点を指摘しておきたい。①金本位制崩壊後の分析の困難は、諸国家が歴史的・現実的諸条件のもとで管理する制度の内容が変容してきているので、画期的に変化した各時期に分けて考えなければならないところにある。とくに②「金・ドル交換」停止→旧IMF体制の崩壊の後に、金本位制崩壊の内容がもっとも露わな形で出現している。アメリカがドルの基軸通貨特権を保持しながら、膨大な経常収支赤字を続けているなかで、1980年代以降、資本主義経済停滞のもとで、不安定なドル・為替、証券をめぐり、デリバティブ、インターネットを駆使した投機的活動が膨張し、恒常化して、相次ぐバブル、金融危機をもたらしている。そこに生じている貨幣・金融の不安定性は、原理的な貨幣や擬制資本の規定とは質の違うものと思われる。

[井村喜代子氏のコメントへの答]

まず、方法論的には、井村さんのほうが原理を現状分析に直接適用すべきではないという宇野方法論の一面により近い見解を示され、私のほうがそれから逸脱しているともいえる。現状分析として、歴史的・具体的変化の諸契機を解明しなければならぬとされることには、私としても同意したいし、さきにあげた共著「貨幣・金融の政治経済学」の第8章は、コメントの後半部分と重なり合う問題を扱っている。にもかかわらず、原理的問題をあわせていま重視したい理由のひとつは、主流派の新古典派経済学が、資本主義市場経済は本来的に安定的で合理的な秩序であると規定し、現代の貨幣・金融の不安定性は政策や制度の誤りによるとみなしているのに対し、資本主義市場経済には貨幣・金融の不安定をもたらす本来的な歴史性が内在しているという認識を批判的に対置したいためである。

報告の範囲でのコメントにお答えすれば、インフレ・デフレの用語については、私も金本位制崩壊後の規定としていた時期があるが、ある時W・ボーモルに古い文献のコピーによって批判されて理解を改めた。一般的な物価の趨勢的な上昇と下落

を意味する用語と考えたうえでも、ご指摘が、時代によって異なるその展開の論理や機構を区別してあきらかにすべきだということであれば、それには賛成したい。

①の金本位制のもとでの貨幣の不安定性とは何かという点では、資本主義市場経済は不安定だが、貨幣は安定的というのもどうであろうか。むしろ資本主義市場経済の不安定性の中枢に貨幣・金融システムがあり、しかも貨幣数量説の意味においては、貨幣の蓄蔵機能に関連して信用・金融機構の弾力的拡張性が生じ、それが投機的発展とその崩壊をもたらす論理が②に関連して重要であろう。周期的景気循環の原理では商品投機が重要であり、現代的投機では資本市場での動態が重要であるが、両者をつうじ、共通する面と違う面とがともに重要であろう。③金本位制のもとでの物価も安定的でなく、景気循環中の短期の問題と趨勢の問題とはたしかに分けて考えるべきであろうが、趨勢的にも貨幣商品金の生産性の変化の影響も入れると、生産物価格は低下傾向にあるとだけはいえず、物価の安定性は保障されていないことを価値法則の貫徹機構としても、現状分析の参照基準としても再認識する必要があると思う。

《質疑応答》

前畑 雪彦（桜美林大学）

貨幣の交換価値の上下に応じて、限界的金鉱の変化があるとすると、金貨幣の価値（市場調整的生産価格）を上下に変動する価格運動をどう考えるのか？

【答】

20世紀初頭のノイエ・ツァイト紙上での論争などにみられたように、貨幣商品金についての社会的需要をどう理解すべきか。私は、貨幣用の金と奢侈品などの素材とされる金とにわたり社会的に必要とされる金量があると考えており、かりに物価が低下してより劣等な金鉱が生産を始めて産金量が増したときに、社会的必要量とのマッチングがどうなるか、そこに価値法則の作用をめぐる考慮を要する問題があると考えている。

鎌倉 孝夫（東日本国際大学）

①貨幣の不安定性と金融の不安定性の内容は違うのではないか。経済の不安定性との関連は？②産金業の動向についてのかつての吉富勝説をどうとらえているか。③投機的バブルにさいしインフレマネーを継続的につぎ込み続けるとどうなるか。

【答】

①井村さんのコメントについても述べたように、貨幣が原因になって生ずる不安

定性と資本主義市場経済全体の不安定性をその中枢の貨幣・金融が集約的にうけとめ助長する側面、さらには貨幣と金融の不安定性の差異と関連などをさらに分析的にあきらかにすることは、やはり大切であると思う。②吉富説は不況の底入れの契機に産金業の役割を重視していた。それに対し、価格下落が不均等であることからすれば、有利になる産業は産金業にかぎらないであろうと考えていた。西村閑也さんからもたかだかGDPの1パーセント未満の産金業の有効需要に与える影響はさして大きくないのではないか、という質問をいただいている。しかし、ここでは主として物価の変動との関連で産金業の問題を考え直しているのので、文脈が少し違うと思う。③インフレマネーをつぎ込み続けると1973年代初頭にみられたような悪性インフレによる経済危機が生ずるのであろう。1980年代末のバブルでそうならなかったのは、労働力と素原料に供給過剰傾向があったためであると思う。

小野 英祐 (国士舘大学)

金本位制下のインフレ、デフレに関し、産金業の合理化速度の遅速は、膨大な金ストックの存在を考えるとさほど重要でないのではないかと。むしろ1873年以降の大不況期には重厚長大産業での過剰な固定資本による競争激化、その後の第1次大戦までは「組織された資本主義」への移行の影響を重視すべきではないかと。

【答】

金本位制下で膨大な金ストックがあると物価は安定的に推移するともいえない。産金業の相対的生産性に变化があった場合に、金ストックの交換価値にどういった変化が生ずるか。D・フォーレイは投機的に即座にその価値変化が生ずると述べていた。19世紀半ばのカリフォルニアとオーストラリアでの金鉱の発見の影響がその例となるかもしれない。しかし、19世紀末からの南アの産金量の増加はもっとゆっくり物価に影響を及ぼしていったように思う。その間、19世紀末大不況の物価の下落については小野さんのご指摘の要因がより重要で、産金業に有利な状況がその裏面で進行していったとみるべきであろう。

清水 正昭 (千葉商科大学)

①好況末期に労賃の上昇からどうして全体としての物価上昇となるか。②独占資本が安定的独占利潤をえていれば、非独占企業の収益性圧迫が経済全体に直ちに波及しないのではないかと。③IT技術のインパクトをふくめ現実資本の蓄積に生じている困難とは何か。

【答】

①労賃上昇から不均等で不均衡な物価の上昇が、信用を利用した投機によってさらに助長されることが物価水準を膨張させると考えている。②不況になった局面を

想定してみると、独占利潤確保のための雇用と生産の縮小が、過剰な生産能力に対し有効需要を削減し、素原料の独占価格による圧迫とあわせて経済全体に不況圧力を深化させうる。③IT技術が生産性をかなり上昇させながら設備投資の規模は軽薄短小化した作用などを考えている。

(なお、以上のほかに、西村開也氏(法政大学)、一ノ瀬篤氏(桃山学院大学)から金本位制下の物価、金ストック、産金業の運動について、松井安信氏(北海道大学)から宇野恐慌論と市場問題の関連、インフレ、アフレ概念の曖昧さ、について質問ないし批判がよせられたが、時間の制約で解答が省略された。)

部会活動報告

[北海道部会]

- (1) 日 時 2001年3月31日(土)午後2時より
場 所 北海学園大学 研究棟10階会議室
報告者 竹中 英泰(旭川大学)
論 題 「地方行財政と産業振興」

報告の内容は、竹中英泰「石狩川流域48市町村の財政構造——昭和52(1977)～平成8(1996)——」(『旭川大学地域研究所年報』第22号、1999年12月)及び同「地方行財政と産業振興——北海道・石狩川流域48市町村を例に——」(龍谷大学『経営学論集』第40巻第2号、2000年8月)において発表されている。

- (2) 日 時 2001年7月28日(土)午後2時より
場 所 小樽商科大学札幌サテライト・ホール
報告者 居城 弘(静岡大学)
論 題 「ドイツ金融史研究」
報告者 大矢 繁夫(小樽商科大学)
論 題 「ドイツ・ユニバーサルバンキングの展開」

報告の内容は、それぞれ、居城弘「ドイツ金融史研究」(ミネルヴァ書房、2001年2月)、大矢繁夫「ドイツ・ユニバーサルバンキングの展開」(北海道大学図書刊行会、2001年2月)において発表されている。

[関東部会]

- 日 時 2001年11月10日(土)午後2時より
場 所 慶應義塾大学 新研究棟522室
報告者 承 怡清氏(國學院大学院)

論 題

「カレンシーボード制の理論と香港における現実」

討論者

横内正雄氏（法政大学）

承氏の報告は、論文「カレンシーボード制の理論と現実—香港ドルの対米ドルベッグ制を中心に—」（『國學院大學経済学研究』第32輯、2001年3月）をベースに、以下の内容で行なわれた。

I. カレンシーボード制に関する理論的位置付け

- (1) カレンシーボード制の仕組み
- (2) カレンシーボード制の下での自動調整メカニズム

II. 香港のカレンシーボード制の導入とその制度的特徴

- (1) 再導入の背景
- (2) カレンシーボードなきカレンシーボード制

III. 香港のカレンシーボード制の運営の実際

- (1) 直接介入を主とした時期（1983年10月～1992年6月）
- (2) 金融管理局による「最後の貸し手」機能が確立された時期（1992年6月～1997年）
- (3) アジア通貨危機とそれ以後の制度的見直し（1997年～現在）

IV. カレンシーボード制とリンクした米ドルベッグ制の限界と今後の行方

- (1) 香港におけるカレンシーボード制実施の限界
- (2) 単一通貨ベッグからバスケットベッグへの移行の可能性
- (3) 華南と香港の両地域における香港ドルと人民元の二重流通

—通貨統合に向けての経済的条件整備—

【関西部会】

日 時	平成13年4月7日（土）午後1時30分～
場 所	桃山学院大阪本町オフィス
論 題	「グローバル競争下の企業集団」
報告者	鈴木健氏（桃山学院大学）
論 題	「90年代の低金利政策の意義」
報告者	宮田美智也氏（金沢大学）

学会事務局報告

[1] 2002年度春季大会は以下のように開催された。

日 時 2001年5月28日(月) 9:50~20:00

会 場 立教大学池袋キャンパス 太刀川記念館3階多目的ホール

共通テーマ「信用理論研究の展開と21世紀の課題」

開催担当校 立教大学 大会準備委員長 小西一雄氏

午前の部

司会者 深町郁彌氏(九州大学)

司会者 西村閑也氏(法政大学)

(1) 「『貨幣資本と現実資本』の理論と21世紀の課題」

報告者 川波洋一氏(九州大学)

(2) 「ケインズ自己利子率理論の再検討」

報告者 原 正彦氏(明治大学)

午後の部

(3) 「実務感覚からの理論への期待—信用創造論を中心に—」

報告者 吉田 暁氏(武蔵大学)

大会には学会外から明治大学の原正彦先生をお迎えして、ケインズの所論について報告していただいた。これによって、20世紀の信用理論を振り返り今世紀の課題を明らかにするという世紀の変わり目に相応しい本大会の壮大なテーマにつき、より広く、深い討議が可能となった。この場を借りて原先生にあらためてお礼申し上げたい。川波会員からはご専門の「貨幣資本と現実資本」の論点を中心に研究史の手堅いサーベイと課題提起が行われ、大変有益であった。吉田会員からはご自身の研究歴の回顧と重ね合わせながら、信用理論の諸範疇の理解につききわめてボレミックな問題

提起が行われ、大変刺激的であった。詳しくは本書の各報告をご覧ください
きたいが、全体として近来にない白熱した討論が行われ、大会の意図を十分
に実現できたと受けとめている。懇親会でもその熱気が続き、信研らし
い会となった。
(小西記)

[2] 2001年秋季大会は以下のように開催された。

日 時 2001年10月1日(月) 9:50~19:45

会 場 東北大学青葉記念会館5F 大会議室(東北大学青葉山キャン
パス:大学院工学研究科内)

大会テーマ 「現代金融と信用論の展望」

開催担当校 東北大学 大会準備委員長 田中 素香氏

午前の部

司会者 飯田 裕康氏(慶應義塾大学)

司会者 藤田 誠一氏(神戸大学)

研究報告

(1) 「EU金融・通貨統合と信用理論」

報告者 九州大学 岩田 健治氏

(2) 「銀行業変貌下の不換銀行券再考」

報告者 東京経済大学 野田 弘英氏

(3) 「貨幣・金融の不安定性の理論的再考」

報告者 國學院大学 伊藤 誠氏

午後の部

討論者 山口 博教氏(北星学園大学)

討論者 小林 真之氏(北海学園大学)

討論者 井村 喜代子氏(慶應義塾大学(名))

本大会は、2000年秋季大会（九州大学）を引き継いで、変貌する現代金融とそれに対応する信用論について、ヴェテラン、壮年、若い世代、それぞれからご報告をいただき、広くかつ深い現状分析と理論とが提出されるように気を配った。若い世代を代表して岩田健治会員からは、現代金融の現状とその解釈について大胆にして挑戦的な問題提起が行われた。伊藤誠会員からは「資本論」の規定に立ち返り、信用論に関する根源的な解釈が提起された。壮年世代を代表する野田弘英会員は現代（独占）資本主義の停滞性を軸に理論的・実証的な分析を提起した。いずれも大変有益であった。予定討論者も報告者に対応するように配置し、山口会員は主として岩田報告に、小林会員は野田報告に、そして井村会員は伊藤報告に主としてのを絞って討論して頂いた。岩田会員の問題提起がきわめて挑戦的であったためか、あるいは独占資本主義論、「資本論」にそった根源的な問題提起が行われたためか、質問がきわめて多く、しかも白熱した議論であったため、司会者はそれらをさばくのに苦勞するほどであった。詳しくは本書の各報告をご覧ください、大会の意図は十分に果たされたと受け止めている。ただし質問があまりにも多かつたためか、最後までレジュメを推敲し、十分な準備して下さった予定討論者に十分な発言の時間がまわらなかったのは、主催者として心残りであった。懇親会にも多数の会員にご参加いただいたが、研究会場の熱気が懇親会に引き継がれ、信研らしく最後まで盛り上がった大会となった。（田中素香記）

会員著書・論文目録（自2001年1月至12月）

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
居城 弘	「ドイツ金融史研究」	ミネルヴァ書房	2001年2月
	日本経済の「成熟」と金融資産の累積	近昭天他編「日本経済の分析と統計」 北大図書刊行会	2001年7月
	ユニバーサルバンク・システムをめぐって	「経済研究」静岡大学	2001年10月
一ノ瀬 篤	国際比較によるカナダ経済概観——経済成長、賃金、産業構造、貿易——	「岡山大学経済学会雑誌」第31巻第4号	2000年3月
伊藤 誠	<i>The Japanese Economy Reconsidered</i>	Palgrave	2000年
	「マルクス理論の再構築——宇野経済学をどう活かすか」 〈共編著〉	社会評論社	2000年3月
	「社会主義経済条件下の株式会社の機能」	「社会主義と21世紀」	2000年5月
	'Globalization and the Japanese Economic Impasse'	<i>Globality versus Democracy?</i>	2000年
井上伊知郎	アジア諸国の円建て債務と円の国際化——邦銀のドル建て国際金融の問題点——	「月刊金融ジャーナル」	2001年8月
	アジア諸国の円建て債務と円の国際化——邦銀のドル建て国際金融の問題点——	「エコノミクス」第6巻第1号	2001年9月
	アジア金融・通貨危機以後の債務通貨の変更について——タイの事例を中心に——	「エコノミクス」第6巻第2号	2001年11月
井村喜代子	「現代日本経済論〔新版〕——経済復興、「経済大国」、90年代大不況」	有斐閣	2000年1月
岩田 健治	欧州における証券市場間競争と統合	「証券経済学会年報」第36号	2001年5月
	「現代ヨーロッパ経済」(共著)	有斐閣	2001年9月
岩野 茂道	経済政策論争と経済学の基本問題	龍谷大学「経済学論集」第41巻第1号	2001年6月
岩見 昭三	ユーロ安と国際証券投資——1999～2000年の展開——	奈良産業大学「産業と経済」第15巻第4号	2001年3月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
植田欣次	ユーロ発足とドイツの国際金融 仲介——1999～2000年の展開——	『甲南経済学論集』第42 巻第1号	2001年7月
	戦間期における「市街地金融」 と不動産銀行の機能——兵庫県 農銀の融資基盤の考察——	『地方金融史研究』第 31号	2000年3月
大谷禎之介	日向中央銀行の破綻・処理と担 保付預金——農銀「預け金」の 一考察——	『創価経営論集』第24 巻1・2・3合併号	2000年3月
	『経済原論』	法政大学通信教育部	2001年3月
	『図解・社会経済学』	桜井書店	2001年3月
大矢繁夫	『貴金属と為替相場』（『資本論』 第3部第36章）の草稿について	『経済志林』第69巻第 3号	2001年12月
	『ドイツ・ユニバーサルバンキ ングの展開』	北大図書刊行会	2001年2月
掛下達郎	アメリカ商業銀行の制賦信用	『証券経済学会年報』 第35号	2000年5月
片岡 尹	『ドル本位制の通貨危機』	勁草書房	2001年4月
金井雄一	ボンドの衰退とイギリス国民経 済の選択	秋元英一編『グロー バリゼーションと国 民経済の選択』東京 大学出版会	2001年1月
	〈書評〉吉岡昭彦著『帝国主義 と国際通貨体制』	『歴史学研究』第747号	2001年3月
小林賢齊	『資本主義構造論——山田盛太郎 東大最終講義——』	日本経済評論社	2001年3月
	手稿「信用・架空資本」と両替 『委員会報告書』——一つの備忘 録——	『武蔵大学論集』第49 巻第1号	2001年9月
小林真之	銀行再編と公的資金——大恐慌 期の米商業銀行再編（3）—— （上）（下）	北海学園大学『経済論 集』49-1、49-3	2001年6月 2001年12月
	坂口明義	『現代貨幣論の構造』	多賀出版
柴垣和夫	〈翻訳（共訳）〉A. オルレアン著 『金融の権力』	藤原書店	2001年6月
	〈覚書〉逆説的90年代 日本資本主義論	『武蔵大学論集』第48 巻3号	2001年3月
	戦前期日本資本主義	武蔵大学経済学部ワー キング・ペーパーJ-2	2001年3月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	Recent Argument on Corporate Governance in Japan	Physica-Verlag A Springer-verlag Company A Holzhausen ed "Can Japan Globalize?"	2001年4月
	21世紀のアジアと欧米	森岡・杉浦・八木編 「21世紀の経済社会を構想する」桜井書店	2001年5月
承 怡 清	スターリング地域における為替管理と香港	國學院大學「経済学研究」第31輯	2000年3月
高 倉 泰 夫	物象化の新しい展開と資本蓄積	「経営と経済」長崎大学	2000年12月
高 濱 和 博	EU諸国における小口決済	「経営研究」第51巻第1号 (大阪市立大学)	2000年5月
	欧州諸国におけるペイメントカードと金融機関のリテール業務	「大阪市大論集」第101号	2001年9月
高 山 洋 一	中央銀行のLLR機能と公信用——破局の金融システムとシステムの安定化——	飯田裕康編「現代金融危機の構造」	2000年4月
	ユーロの中央銀行論——ユーロシステムの銀行監督とLOLR機能——	「龍谷大学経営学論集」第40巻第2号	2000年8月
武 井 博 之	嶄然と輝く新ミレニアムの「星座表」——「マルクス経済論の歴史(上・下)」を説む	大阪経済法科大「経済学論集」	2000年1月
竹 田 聡	「Excelによる経済データ分析」	東京図書	2001年10月
	現代経済をどうみるか——歴史的パースペクティブから考える	「ACADEMIA」68号 (全国日本学士会)	2001年6月
建 部 正 義	飯田繁先生の信用論体系——古典から現代を読み解く視座——	「経済学雑誌」第101巻第3号	2000年12月
	イトーヨーカ堂の銀行業務への進出が意味するもの	「商学論纂」第42巻第3号	2001年3月
	マルクスの信用創造論について	「商学論纂」第42巻第5号	2001年3月
	デフレ問題と日銀の量的緩和政策	「経済」第71号	2001年8月
田 中 秀 親	金融の国際化とバブル経済	飯田裕康編「現代金融危機の構造」	2000年4月
津 田 和 夫	日本の機関投資家(上)	「桃山学院大学経済経営論集」第42巻第2号	2000年11月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
徳永潤二	「欧州通貨危機」	上川孝夫・新潟智・増田正人編「通貨危機の政治経済学——21世紀システムの展望——」	2000年12月
	「アメリカン・マネーの理論的検討——国際的信用膨張に関する一考察——」	「海外事情」拓殖大学海外事情研究所、Vol.48 No.1	2000年1月
中村太和	「自然エネルギー戦略——“エネルギー自給圏”の形成と市民自治——」	自治体研究社	2001年4月
	日本のエネルギー政策	和歌山大学「経済理論」第301号	2001年5月
	自然エネルギーと自治体の役割	全国市長会「市政」Vol.50	2001年12月
西村閑也	英系海外銀行史研究序説	法政大学「経営志林」第37巻第4号	2001年1月
野田弘英	シュムペーターの発展理論における「信用創造」	「東京経大会誌」第215号	2000年1月
濱田康行	11SME, 「Venture Business Finance and Policy Assessment」	<i>Klein- und Mittelunternehmen in Japan</i> Nomos Verlagsgesellschaft	2000年12月
	第3編第5章「ベンチャー企業育成への展望」	産業調査会編「金融ビジネス事典」産業調査会	2000年1月
	ベンチャーキャピタル	金融ジャーナル社編「2000年版金融時事用語集」株式会社金融ジャーナル社	2000年2月
	第1章「ベンチャーへの支援制度」	早稲田大学アントレプレマール研究会編「ベンチャー企業の経営と支援」日本経済新聞社	2000年4月
	ベンチャー企業支援の現状と課題	「さっぽろ経済」485号	2000年1月
	特集Q&A どうなる日本と私の将来	「経済セミナー」No.540号	2000年1月
	ベンチャーファイナンスの現況	「金融ジャーナル」第41巻第2号	2000年2月
	21世紀のベンチャー	「商工金融」第50巻第2号	2000年2月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	転換期のベンチャーファイナンス	『中小公庫マンスリー』第47巻第3号	2000年3月
	技術移転会社(TLO)のゆくえ	『ESPC ECONOMY SOCIETY POLCY』第416号	2000年4月
	座談会 地域からの情報発信	『ESPC ECONOMY SOCIETY POLCY』第418号	2000年7月
	ベンチャー企業支援ブームの光と影	『月刊資本市場』No.180	2000年8月
	日本型ベンチャーキャピタルの21世紀	『経済セミナー』No.548	2000年9月
	信用組合の基本スタンス	『信用組合』第47巻第10号	2000年10月号
	拓銀の経営破綻と北海道経済	『地方財政』No.559	2000年12月
原 薫	『現代インフレーションの諸問題——1985~99年の日本経済——』	八朔社	2001年9月
平 勝 廣	『最終決済なき国際通貨制度——「通貨の商品化」と変動相場制の帰結——』	日本経済評論社	2001年2月
	『グローバル市場経済化の諸相』(編著)	ミネルヴァ書房	2001年3月
福 光 寛	Corporate Governance of Japan in Transition	『成城大学経済研究』第151・152号	2001年3月
	金融排除を超えて——金融機関と倫理——	『成城大学経済研究』第153号	2001年7月
	『金融排除論』	同文館出版	2001年11月
藤 田 誠 一	電子マネーと家計の決済・貯蓄手段の選択	『経済環境の変化と家計部門の行動』近畿郵政局貯金部	2001年3月
	国際通貨論の課題	『甲南経済学論集』	2001年7月
	ユーロの国際通貨制度上の意義	『国際金融』	2001年10月
古 川 正 紀	『21世紀社会の安定化条件』(編著)	九州大学出版会	2001年3月
	グローバル型管理資本主義の可能性(1)	『九州国際大学経営経済論集』第7巻第3号	2001年3月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
前畑雪彦	現代貨幣論——貨幣数量説・金 糜貨幣論批判とインフレ・デフレ 論——	雑誌「経済」No.73新 日本出版社	2001年10月
松浦一悦	EUの経済通貨同盟における構 造政策	「松山大学論集」第13 巻第1号	2001年4月
	イギリスにおける単一通貨導入 問題	平勝廣編「グローバル 市場経済化の諸相」ミ ネルヴァ書房	2001年
松本 朗	現代の外国為替市場と為替相場	上川・新岡・増田編 「通貨危機の政治経済 学」日本経済評論社	2000年12月
	〈翻訳〉信用貨幣はどのように 経済を形造るか——グローバル システム下のアメリカ——(1)	「愛媛経済論集」第20 巻第2号、愛媛大学経 済学会	2000年12月
	〈翻訳〉信用貨幣はどのように 経済を形造るか——グローバル システム下のアメリカ——(2)	「愛媛経済論集」第20 巻第3号、愛媛大学経 済学会	2001年3月
	日銀の量的緩和政策とインフレ ション	「経済」No.72、新日本 出版社	2001年9月
	不良債権問題とバブル期以降の 銀行業	「中小商工業研究」第 69号、全商連付属・中 小商工業研究所	2001年10月
	「円高・円安とバブル経済の研 究」	駿河台出版社	2001年10月
	〈研究〉バブルと不良債権問題	「経済」No.75、新日本 出版社	2001年12月
	タオル産業のセーフ・ガード発 動要請が投げかける問題	「経済科学通信」No.97、 基礎経済科学研究所	2001年12月
宮田美智也	大型財政政策と低金利政策(上)	「証券経済研究」第29 号	2001年1月
	大型財政政策と低金利政策(下)	「証券経済研究」第31 号	2001年5月
山口重克	「金融機構の理論の諸問題」	御茶ノ水書房	2000年12月
山口博教	〈書評〉居城弘著「ドイツ金融 史研究」	「社会経済史学」社会 経済史学会	2001年11月
山田喜志夫	第2章「ドル体制と日本」	近昭夫・藤江昌嗣編 「日本経済の分析と統 計」北海道大学図書刊 行会	2000年7月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
由里宗之	「米国のコミュニティ銀行——銀行再編下で存続する小銀行——」	ミネルヴァ書房	2000年2月
	地域経済学的指標を用いた地域金融機関の立地条件の計測の試み——中京大都市圏の預金金融機関を事例として——（前・後編）	「中京商学論叢」第47巻第1号及び同第2号	2000年9月 2001年2月
	預金金融機関の店舗展開の拡散性と業況悪化との関連性——京阪神大都市圏の地域預金金融機関を事例として——	「中小企業研究」中京大学、第22号	2000年12月
楊枝 嗣朗	信用貨幣と国家——中央銀行の独立性への一視角——	「佐賀大学経済論集」第34巻4号	2001年11月
吉川久治	The Trends of the Reform of International Monetary System in the Globalized Financial World Market: From the Perspectives of Developing Countries	Momento Económico (Univesidad Nacional Autónoma de México) Número116	2001年8月
吉田 暁	あいまいな存在としての中央銀行	「武蔵大学論集」第47巻3-4号	2000年3月
	電子マネーとナロウバンク	「国際金融」1059号	2001年2月
	電子マネーは新たな通貨か	「武蔵大学論集」第48巻3号1059号	2001年3月
	〈異説異論〉中谷氏の日銀論は非現実的だ	「日経ビジネス」	2001年3月
	「現代の金融システム：理論と構造」〈共著〉	東洋経済新報社	2001年3月
吉田賢一	両大戦間における北海道内地方銀行（上）——函館銀行・百十三銀行・（旧）北海道銀行を中心として——	地方金融史研究会編「地方金融史研究」第32号（社団法人全国地方銀行協会）	2001年3月
	戦後における世界貿易システムの展開（上）——貨幣金融経済研究（その3）——	「工学院大学共通課程研究論叢」第38-2号	2001年11月
	北海道における銀行合同——函館銀行・百十三銀行・（旧）北海道銀行の合同関係を中心として——	石井寛治・杉山和雄編「金融危機と地方銀行——戦間期の分析」（第6章）東京大学出版会	2001年12月

信用理論研究 第20号

2002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
〒108-0073	東京都港区三田 2-15-45 慶應義塾大学新研究室 飯田裕康研究室
	TEL03(3453)4511(内線3225)
印刷所	本郷印刷株式会社
〒112-0001	東京都文京区白山 5-13-7 TEL03(3946)4800(代表)
