

茶野努著『消費者金融サービス業の研究』

日本評論社, 155頁, 2013年

消費者金融サービス業は1970年代以降急速に拡大し、90年代になってからも大手会社が株式公開・上場するなど成長を続けた。しかしその一方で、厳しい回収方法、高い貸付金利、過剰な貸付額などについて何度か大きな社会的論議が起り、規制強化が繰り返しなされてきた。2006年には上限金利の大幅な引下げを明確にした最高裁判決が出され、また貸金業法改正が実施された。貸付額は急減し、中小規模会社の退出が相次ぎ、大手会社も破綻あるいは銀行提携など激変の時期を迎えている。このように変動めまぐるしい消費者金融サービス業については、社会問題の観点からの議論が目立っていたが、産業組織論の視点からの研究はきわめて少ない。

本書は1990年代後半から最近までの時期を対象に、規模の経済性、市場競争度や経営統合など重要な論点のいくつかを取り上げた研究書である。本書は以下のように構成されている。

序 消費者金融業の隆盛と衰退

第1章 規模の経済性

第2章 市場競争度

第3章 銀行との経営統合の効果

第4章 市場競争度の追加検証および効率性

第5章 消費者金融会社の破綻とCDS市場

各章の内容を簡単に紹介しよう。

第1章は、寡占化の進行が著しいことの理由として規模の経済性が作用しているのかを、大手5社のパネルデータ(1997~2003年)により、2つのアプローチから検討している。第1はコブダグラス型生産関数を推計し、規模弾力性の値から規模の経済性を検証するという標準的なアプローチである。パネル分析による推計結果は、規模弾力性が1より大きく規模の経済が存在するというものである。著者は自動契約機の導入、顧客情報の蓄積など情報処理技

術の利用にこの理由を求めているが、納得できる結果といえる。寡占化した大手会社の中で、さらに集中が進む可能性を実証的に示した点で意義がある。

本章の特色は、第2のアプローチとして採用したData Envelop Analysis (DEA) による規模の(非)効率性分析にある。期間中のデータを区分的にプールする window 法を採用して、各消費者金融会社の技術効率性と規模効率性を計算した。著者は規模効率性の変化に注目し、2001年以降は低下傾向にあることなどを見出している。規模効率性の低下は「自己破産申立件数の大幅な増加に伴う貸倒償却率の上昇」などを反映し、規模の拡大をめざす経営戦略に翳りが見られることを示すと解釈している。

第2章では市場競争度の実証分析を行っている。個別会社の費用データの入手が困難であるという制約を克服するため、誘導型収入関数の要素価格弾力性に着目してPanzar-RosseのH統計量を推計している。著者は消費者金融市場での製品差別化の重要性から、チェンバレンの独占的競争モデルに注目して検討している。大手5社の1997~2003年データを利用してパネル推計を行った結果、独占的競争モデルが当てはまることを確認している。消費者金融サービス業について競争の性質を初めて本格的に分析したこと、またデータ利用の制約の下で適切なアプローチを採用していることは高く評価できる。

著者はさらに、実証分析で明らかになった独占的競争モデルの枠組みで上限金利規制の効果を理論的に分析している。上限金利が低すぎることの弊害を余剰分析によって明快に示すとともに、借り手の資金需要の強さに応じた差別金利が、資金配分を効率化することなどを述べている。

第3章は、銀行との経営統合の効果がテーマである。2004年にアコム・三菱東京FG(当時)、プロ

ミス・三井住友FGが業務・資本提携を行った。この章では、果たして業務・資本提携という経営統合によって経営改善の成果が出ているのか実証的に検討する。提携の事例が2例、年次データが4年分しかないというデータ不足の状態にあるとして、分析アプローチとしてDEAの枠組みを用いて技術的な生産効率性に注目する点が特徴である。そこでは実際に提携した2例を含む4大銀行、消費者金融大手4社の仮想的な提携のすべての組合せ考慮したフロンティアを考え、これを基準に現実の2つの提携事例は効率的であるかをSuper-efficiencyモデルによって検証した。

実証分析では、生産物として変数をさまざま選択し、またこれらの変数を銀行と消費者金融会社に区別する場合など数多くの場合を検討している。その計算結果は生産物・生産要素として用いる変数によって多少異なるが、著者は実際の統合事例について「両者の統合によって効率性が上昇しているとの結果は得られなかった」(p.73)、また実際の統合事例の組合せは「最適な選択肢とはいえない」(p.73)と否定的な結論を出している。

実際になされた行動を反事実的な可能性との比較によって事後的に評価する問題では、どのような比較対象を設定するかという点が常に課題となる。この章のアプローチは、仮想的組合せも可能性として考慮したときの技術的効率性、という明確な尺度を判断基準にして実際の経営提携を評価しようとする点で意欲的な分析といえる。

第4章では2つの作業を行っている。第1は消費者金融サービス産業が独占的競争の状態にあることを明らかにした第2章の分析をデータセットの面で拡張(対象企業の追加、対象期間の延長)して推計を行っている。この追加期間の間には上記の経営提携など大きな変化が生じているが、H統計量の推計結果は第2章と同じであり、独占的競争市場という見方が依然として実証分析から支持されることを明らかにした。

第2の分析は、1999～2007年という消費者金融業界の激動の時代において、消費者金融会社の技術効率性の変化を計測する。このため生産物は付加価値で、また生産要素は有形固定資産・従業員でとらえて、2つの方法でMalmquist指数を推計している。

第1の方法である確率的フロンティア関数の推計

によると、期間中に技術効率性は変化していない。また第2の方法であるDEAによるMalmquist指数の推計でも、一部の企業では低下しているものの、ほとんどの企業の効率性は期間を通して低下していない。この時期は貸付金利低下、過払い金利対策など取入面でマイナス要因が著しく、企業の生産額(付加価値)は低下している。この事実と合わせて、著者は「効率性が低下していないのは各社のリストラが進められている裏返し」(p.90)、すなわち各社の受動的な活動の縮小をとらえた結果と解釈している。

最後の第5章は産業組織論アプローチによるこれまでの章とは異なり、大きなショックが続く消費者金融サービス業のリスクをファイナンスのアプローチから分析する。具体的にはイベント分析によって、CDS市場のリスク評価機能を株価および債券価格との関連に注目して検討している。取り上げるイベントは、2004年アコム提携、プロミス提携、2006年最高裁判決(超過金利返済)、改正貸金業成立、2009年SFCG破綻、アイフル破綻、2010年武富士破綻などであり、いずれも大きなリスクの顕在化といえよう。

株式市場については、株価の超過収益率の反応を分析し、最高裁判決、アイフル業務停止、武富士破綻という3つのイベントが業界共通の予期せぬ情報であった可能性が高いことを見出している。またこれらの重要なイベント発生時における大手4社のCDSスプレッドカーブの形状変化、長期的な株価との相関、社債イールドカーブとの関連など詳細に検討している。

以上の紹介からわかるように、本書は消費者金融業の産業組織の基本的ないくつかの性質について、明確な方法に基づき興味深い結果を得たパイオニア的な研究といえる。その意味で今後の研究の土台の1つとなりうる。そこで最後に、本書をスタート点として今後の展開を考えるときの課題として、2つの論点に触れておきたい。

第1の論点は、第1章、第3章、第4章で使用され、本書の分析手法の特徴といえるDEAにかかわる。DEAは効率性分析の手法として明快であるが、そこで得られるのは共通の技術可能性の中での各企業の効率性の相对比较に関する情報である。この情報から、経済学が注目する単位である産業としての

技術の性質を明らかにしようとするときは、企業と産業の接続についての説明が望ましいであろう。

たとえば第1章で取り上げた規模の経済を取り上げると、ここで計測された個別企業の規模効率性と産業の性格としての規模の経済性とは異なる概念であるが、それら相互の関係は自明ではない。個々の企業の規模分布などの追加的な情報を合わせて、その意味がよりわかりやすくなる。

また第3章の経営統合の評価では、経営改善の判断基準として技術的効率性に着目して、現実になされた提携は最適な選択ではないと結論している。しかし、提携にかかわる企業の意思決定は、技術効率性という生産側の要因が主要な理由とは限らない。たとえば技術効率性を比較すると、武富士は単独維持という選択が全体の中で第2位と高い値を示したが、2年後の2010年に武富士は経営破綻している。この事実は効率性以外の要因、たとえば経営安定性という基準が経営統合を判断する項目としてより重大なことを示すであろう。このような点を考えると、本研究は技術的効率性を1つの手がかりとして、さらに多面的な経営改善指標の検討の必要性を示唆したものと見える。

第2の論点は、現在進行中の規制強化の影響を検討し、評価する分析枠組みにかかわる。このような規制効果の検討のためには、市場の需要側、供給側を適切に組み込んだモデル分析が不可欠である。第2章で著者が行った上限金利規制の余剰分析は、実

証的に証拠づけられた独占的競争市場の想定に基づいており、今後の研究の展開の基礎となる分析枠組みといえよう。

さらにこの枠組みには導入できる要素がいくつかあると考えられる。たとえば、今回の規制強化で導入された総量規制は消費者金融サービスに対する需要を直接に抑制したと考えられ、需要曲線をシフトさせる。また総量規制は個別借り手の信用度を向上させ、貸し手の費用曲線（信用費用など）をも下方にシフトさせる可能性が高い。このような需要曲線や費用曲線のシフトの可能性を考慮すると、著者が結論部分（p.143）で触れている改正貸金業法完全施行後のヒアリングで、「大きな混乱は生じなかった」「借入できなかった利用者は……支出を諦めている」などと述べられている状況を解釈できるかもしれない。

いずれにしろこのようにさまざまな拡張可能性の手がかりとなる枠組みを示したことは、本書の大きな貢献である。これまで消費者金融業は社会問題としての関心から規制強化が議論されることが多いため、相対的に直観的な評価が先行し、経済学的な分析の少ない発展途上の研究領域であった。本書はコンパクトであるが、重要ないくつかのテーマに対して切れ味のよい分析手法を適用した開拓的な研究であり、今後のこの分野の研究の出発点ともなる堅実な実証研究と評価できる。

(21あおもり産業総合支援センター 今 喜典)

みずほ総合研究所編著『ポスト金融危機の銀行経営
——「精査」と「組み合わせ」による勝ち組戦略』

金融財政事情研究会，295頁，2014年

本書の目的は、アメリカのサブプライムローン問題を発端とするグローバル金融危機の発生過程を振り返るとともに、欧米、アジアおよび日本の銀行が受けた影響を分析し、その後の規制強化の動きや各地域の経済動向を踏まえて、今後の銀行経営の方向性を示すことである。

まず第1章「信用膨張・金融危機・現在」では、グローバル金融危機から現在に至るまでの経済環境の変化やそれに伴う金融ビジネスの対応および金融規制の強化について、日米欧にわたって広く概観し

ている。アメリカでは2000年代以降、不動産価格が上昇したが、これを支えたのがサブプライムローンの増大である。この背景には証券化商品やクレジット・デリバティブという信用リスク移転市場の拡大があった。2006年、住宅価格がピークアウトするのに伴い住宅ローンの延滞率が上昇すると、関連する証券化商品が格下げされ、これらを多額に保有していた欧米銀行系ファンドが相次いで破綻した。2008年9月、米大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻を機に金融危機は深刻化し、多くの欧米金融機関

が公的管理下に置かれた。さらに世界的に実体経済も大きく落ち込んで株価が下落し、金融危機はグローバルな展開を見せた。やがて2009年頃から大規模な財政出動や金融緩和により世界経済は改善に向かったが、多くの国で国債残高が増加した。そして2010年以降、欧州諸国の政府債務問題が表面化した。これに対して欧州ではEUレベルでの政策対応がとられたこともあり、2013年以降、欧州債務危機は小康状態にある。

第2章「金融規制改革の現状と展望」では、ポストグローバル金融危機における金融規制改革の動向について記述している。まず、銀行の健全性向上のための取組として、自己資本規制の強化（バーゼルⅢ）、業務範囲の制限、大口信用供与など規制の強化、報酬規制の導入、がある。また、「大きすぎて潰せない（TBTF）」問題に対処するためには、システム上重要な金融機関（SIFIs）に自己資本の上乗せを求める、そもそも大規模な金融機関を作りださない、万一、破綻が発生した場合に「大きくても潰すことができる」破綻処理制度を整備する、という3つのアプローチがある。さらに、金融市場に関する規制では、店頭デリバティブ取引について、取引の透明性を高めるため、取引所や電子取引基盤の利用を求めている。また金融安定理事会（FSB）は2011年10月にシャドーバンキングの監督および規制の強化に関する提言をまとめ、その内容がG20で国際的に合意された。そして、金融監督体制の再整備として、従来の金融監督では個別金融機関の健全性確保を目的とした「マイクロ・ブルーデンス」が中心であったが、今般の金融危機では個別金融機関のリスクテイクやリスクオフが金融システム全体に増幅してシステミックリスクをもたらしたり、金融商品に内在する複雑なリスクが金融システムの中で連鎖したりしたことから、金融システム全体の安定性を確保する「マクロ・ブルーデンス」を重視する動きが国際的に高まった。こうした国際的な金融規制の強化に対して、本書は規制の便益と規制対応コストに関する不断の検証が必要であると警鐘を鳴らしている。

第3章「ポスト金融危機の欧米の銀行経営」では、欧米銀行におけるビジネスモデルの形成過程を振り返り、今回の金融危機前にそれが変質したことを明らかにするとともに、ポスト金融危機の規制強化が

及ぼす影響とそれに対応した経営戦略を考察している。1980年代以降、規制緩和を背景に欧州銀行が買収を通じてイギリスやアメリカの投資銀行業務に参入する「グローバル・ユニバーサルバンク」化が進んだ。2000年代初頭の不動産・クレジットブームの中で、トレーディング収益至上主義の下、サブプライムローンを裏付けとする証券化商品が大量に組成された。ポスト金融危機の金融規制は、トレーディング業務に対して直接的または間接的に制約が増したが、欧米大手行ではこうした規制強化を踏まえて、各部門の収益性などを「精査」しながら最適な「組み合わせ」を追求してきた。そして欧米大手行の経営戦略は、米銀ではグローバル・ユニバーサルバンク、欧州銀行ではリージョナル・ユニバーサルバンク、一部の米銀および欧州銀行ではグローバル・スペシャリスト、というように3つのタイプに分化しつつある。またアメリカのコミュニティバンクでも2009年から2010年にかけて破綻が急増したが、この原因が不動産ブームに乗じた商業用不動産貸出への傾斜であったことを明らかにするとともに、今後の経営戦略として「攻めと守りのバランス」が重要としている。

第4章「ポスト金融危機のアジアの銀行ビジネス」では、アジアにおける欧米大手行とアジア諸国の大手行について考察している。アジアの金融市場は銀行貸出が中心であり、債券市場や株式市場の規模を上回っている。欧米大手行のアジアでの業務展開は古く、今回の金融危機後、いったん与信は縮小したが、最近では再び増加させている。一方、アジアの大手行は、規模は欧米大手行や邦銀メガバンクに比べると小さいが、今回の金融危機後、アジア域内でのグローバル化を進めている。今後、アジアにおける資本市場の発展や機関投資家の成長を勘案すると、アジアの大手行ではグローバル・ユニバーサルバンク化が進むと、本書は指摘している。

第5章「ポスト金融危機の日本の銀行経営」では、1990年代、バブル崩壊後の邦銀の動向について概観した後、グローバル金融危機が邦銀に与えた影響と今後の経営のあり方を展望している。邦銀はバブル崩壊後、10年以上の間、リストラに注力していたため、2007年のサブプライム危機の影響は、証券化商品への投資家としてのエクスポージャーにとどまり、その規模も欧米の大手金融機関に比べて小さかった。

2008年のリーマン・ショックは、日本の実体経済を落ち込ませ、大手行・地域銀行の半数以上が当期赤字を計上したが、翌2009年度以降は景気回復に合わせて邦銀の利益水準も回復した。今後、邦銀が目指す方向として、国内市場での対顧客業務の強化、海外業務の伸長、また特に地域銀行では地域経済を活性化させ共存共栄する姿勢、を示している。

このように本書の内容は多岐にわたるが、ポスト金融危機における銀行を取り巻く環境変化を前提に、多くの金融関係者などとの議論を踏まえたうえ、欧米の大手銀行やアメリカのコミュニティバンク、アジアの大手銀行および邦銀が置かれた環境を詳細に分析するとともに、今後の銀行経営のあり方を展望している点に特色がある。さらに、先進諸国におけるグローバル金融危機に至るマクロ経済状況やその後の金融規制の強化策も含まれており、本書を読了すれば、金融危機や金融規制に関する最近の議論にも対応できる。

このうえで評者としては次の点についてコメントしたい。

まずは今後の欧米大手行の経営戦略である。第3章において、欧米大手行ではポスト金融危機の金融規制改革を受けて、ビジネスモデルの再構築に取り組んでいることを明らかにした。しかし、欧米大手行において金融危機後、新たに発生した問題として当局から課された巨額の罰金がある。中でも2012年のLIBOR不正操作や2013年の為替不正操作が広く欧米大手行を対象に浮上したが、これにより欧米大手行には、サブプライム問題のほかにもトレーディング収益至上主義が内在していたことが分かった。欧米大手行ではポスト金融危機の金融規制改革への対応だけにとどまらず、こうした不正防止に対する内部統制の強化が経営上の新たな課題となっているが、本書ではこの点に言及していない。

次にアジアの大手行の状況である。第4章において、アジアの大手行では、今後、リテール業務を基礎に法人向け業務で収益を稼ぐグローバル・ユニバーサルバンク化が進んでいく見込みを示した。これらの銀行では、現状、自国通貨の調達には問題はないが、米ドルなど外貨の預貸率は総じて100%を超える高い水準となっている（本書197頁）。グローバル・ユニバーサルバンク化を目指すのであれば、この比率はさらに上昇することが予想される。ところ

で1990年代後半のアジア通貨危機の際、アジアの銀行における運用と調達の間での、通貨のミスマッチと期間のミスマッチが危機の引き金となった。現在でもアジアの大手行には、開示資料に流動性リスクや市場リスクの管理状況に関する具体的な記述がないところもあるが、今後、本当にグローバル・ユニバーサルバンク化が可能なのか、リスク管理体制の観点からも分析、評価することが必要である。

最後に邦銀の今後の展望である。第5章において、邦銀が、取り巻く国内外の環境を踏まえて課題を克服し、今後の成長に向けてとるべき施策を、国内対顧客業務、海外業務、地域経済再生、の3つの観点から論じている。たとえば、国内対顧客業務では、企業取引における貸出業務は成長産業の育成・支援によるニーズの掘り起こし、家計取引における金融商品販売業務は長期的な資産形成に資するコンサルティング能力の向上、同じく貸出業務は住宅ローンの付加価値を高めることによる金利競争の回避、などを提言している。また海外業務では、メガバンクに対しては貸出以外の業務からの収益強化が今後の課題とし、地域銀行に対しては自行の海外拠点と海外地場銀行との業務提携を通じた中小企業の海外進出サポートが中心となる、と指摘している。さらに地域経済再生では、地域銀行に対して、地域経済の縮小を防ぐため、地公体とも連携のうえ、さまざまな施策に取り組む必要性を訴えている。しかし、邦銀のこれまでの対応を振り返ると、いずれの銀行においても、過去、これらの施策には多かれ少なかれ取り組んできた。それにもかかわらず思うような成果を上げていない銀行が少なからず存在するが、その原因が、銀行内部にあるのかまたは外部環境にあるのか、十分に検証されていないため、有効な対策が打たれていないことに問題がある（たとえば、家森信善・富村圭・高久賢也「地域金融の現場からみた地域密着型金融と中小企業金融の現状と課題——地域金融機関支店長向け実態調査の結果報告」〔神戸大学 RIEB DP2014-J04, 2014年6月〕を参照）。銀行内部に原因があるなら、行員のスキルアップや体制の整備などが必要となる一方、外部環境に原因があるなら、ビジネスモデルの変更などが求められる。本書ではこうした点が解明されていない。

グローバル金融危機の余波は、現在でも続いているため、本書が取り上げたテーマは依然として流動

的な事柄も多い。そうしたなか、本書は金融関係者と積み重ねた議論が反映されていて、研究者には参考になることが多い。その意味で、本書は、金融機関を研究対象とする分野で非常に有用な文献であり、

研究者だけでなく金融関係の実務家や一般の人にも一読をすすめたい。

(愛知学院大学 水野伸昭)

伊藤正直・浅井良夫編『戦後 IMF 史——創生と変容』

名古屋大学出版会, 336頁, 2014年

1944年のブレトンウッズ会議から70年目にあたる2014年は、IMF やこれと同時に創設された国際復興開発銀行（世界銀行）に関する刊行物が内外で相次いで出版された。本書の刊行も2014年であり、時宜になかった企画といえる。本書の特徴は、近年急速に公開が進んでいる IMF のアーカイブに保存されている膨大な1次史料を活用し、またこれに関係機関や各国当局の公文書等を加えながら、IMF の活動の実態を検討したところにある。対象とする時期はブレトンウッズ会議の前後から1947年の業務開始を経て、60年代初頭に至るまでであるが、一部の章では70年代初頭にまで及んでいる。

これまでの研究史によれば、この時期における IMF の活動には、どちらかといえば否定的な評価が与えられてきた。米国が IMF の外側で独自のドル撒布（マーシャル援助が代表的である）を行ったこともあって IMF の融資は停滞していたし、IMF 協定に明記された通貨の交換性回復についていえば、西欧諸国が非居住者向けに回復したのは1958年、また同様に居住者向けにも回復して14条国から8条国へ移行したのは1961年のことであった。このような融資の停滞や14条国時代の長期化といった事実から、創設後10年余りの IMF は「休眠状態」にあったとする評価が一般的であった。

これに対して本書は、こうした通説ともいえる IMF 史像を批判し、この時期に IMF が独自の利害や論理に基づいて能動的に活動を展開していたことを明らかにしている。それだけでなく、これまでわが国ではあまり知られていなかった数々の新事実を掘り起こしているのも、本書の大きな特徴である。

本書は大きく2つから構成されている。第1部「IMF の成立と発展」では、創設された IMF の機構や制度、政策、機能などが検討されている。続く

第2部「IMF と国民経済」では、のちに G7 を構成する主要国と IMF との関係が分析されている。このほか本書には、本書の視角や概要などを説明した序章と、本書の検討結果やブレトンウッズ体制の崩壊の背景に触れた終章が付されている。各章の概要は以下のとおりである。

まず第1部第1章は、ブレトンウッズ会議に至る過程でのケインズ案とホワイト案をめぐる議論を整理し、そこに現れた様々な対抗軸を析出している。ケインズは国際清算同盟、ホワイトは金為替本位制を構想していたが、ともにユニバーサリスト、理想主義者であった。しかし英米間交渉が進むにつれ、両人とも自国の利害に拘束されていく。その過程では多角主義 vs 双務主義、銀行原理 vs 基金原理、公的交換性 vs 市場交換性、自由通商優位 vs 自由為替優位など複数の対抗軸が現れ、最終的にホワイト案へ収斂していく過程が明らかにされている。

第2章は、1945～52年を中心に、米国と IMF の関係が検討されている。当時米国で対外金融政策の事実上の最高決定機関となっていたのは「国際通貨金融問題に関する国家諮問会議（NAC）」である。米国では IMF の重要案件はこの組織の承認を必要としていたが、米国が独断的に IMF を支配していたわけではなく、初期には英仏などの利害に配慮し、また欧州決済同盟（EPU）の創設や複数為替相場制の採用に柔軟に対応したという。しかし1952年の14条コンサルテーションの開始とともに、米国は加盟国の為替制限の緩和・撤廃に向けた姿勢を堅持していくとされる。

第3章は、1950年代後半に IMF の第3代専務理事に就いたヤコブソンの時代において、IMF の制度化が完成の域に達したことを示している。すなわち、彼は、ブレトンウッズ会議当時であった米ニュ

ーヨーク金融界との対立を解消するとともに、IMFの事務局主導体制を確立し、「IMFの経済学」を樹立したと見る。しかし1960年代、ケネディ政権に代わってからは政策思想に変化が生じ、また先進国グループ（G10）で国際流動性増強に向けた協議が進むにつれ、IMFはG10に主導権を奪われるようになったとしている。

第4章では、ヤコブソンに先立つギュット（初代専務理事）とルース（第2代専務理事）の時代において、IMFが国際収支調整理論の発展（アブソープション・アプローチ）、融資制度の改革（融資をコンディショナリティ付きとすることや、資金利用の短期化）を成し遂げ、加盟国のマクロ政策運営に対する介入手法を確立したことを明らかにしている。IMFは「休眠状態」にあったところか、組織として自律性を模索し、独自の政策理念を築いたのである。そのうえで、IMFの為替自由化路線が如実に示されている14条コンサルテーションの実態を、英国について検討している。

第5章は、1958年の西欧通貨の交換性回復を、特に英国に対する流動性支援に焦点を当てて検討している。英国は1952年に変動相場制による交換性回復計画（「共同アプローチ」）を立案するが、これに対して米国は、固定相場制での漸進的な交換性回復を求め、英国に対する流動性支援策を模索した。1956年のスエズ動乱によるポンド危機では、IMFスタンバイ・クレジットが中心的役割を担い、ワシントン輸出入銀行（EXIM）のローンが活用された。ビルズオンリー政策のもと、FRBも銀行引受手形（BA）市場の緩やかな振興策を図るなど、国際金融の市場化が進められたとみる。

第6章は、1960年代において国際通貨制度改革の中心になったIMFの特別引出権（SDR）をめぐる議論が検討されている。ここではIMF理事会の議事録が検討され、特に途上国側理事の発言が詳しく紹介されている。途上国側理事の要求により、当初G10主導で進んでいた協議が「G10・IMF合同会議」の場に移され、決定手続きや配分問題で途上国が譲歩を引き出したことを明らかにしている。他方、IMF事務局も途上国側理事を利用して、SDRをIMFの所管業務にし、活動の拡大に結びつけたとしている。

続いて第II部は、のちにG7を構成する加盟国と

IMFとの関係が検討されている。まず、フランスを対象とする第7章では、フランスとIMF・米国との関係は従来指摘されてきたような2項対立では捉えられないと指摘する。原加盟国フランスは1946年に複数替相場制を採用したほか、1950年代にはインフレ的な成長政策の実施もあり7回に及ぶ切下げを実施した。このような寛大な措置がとられた背景には、フランス中心に欧州をまとめるためのコストであったこと等、様々な仮説が成り立つが、当時のフランスはIMFや米国に依存する余地が1960年代より大きかったと見ている。

第8章は敗戦国ドイツとの関係が取り上げられている。ドイツのIMF加盟は1952年であるが、他の主要加盟国とは違って、経常収支黒字を積み上げ、為替・貿易の自由化を進めた。ドイツは弾力的な為替相場制度を望んだが、固定相場制を重視するIMF専務理事ヤコブソンはマルク切上げよりもドイツの資本輸出や、国内信用拡大による貿易黒字の削減を主張した。英国もポンド投機につながるマルク切上げを嫌がった。ドイツはこれらに配慮するなど、試行錯誤が続いた。しかし1961年、ドイツはマルク切上げに踏み切る。

続く第9章で扱っているイタリアも枢軸国であったが、後に対独共同参戦したことから早期のIMF加盟が認められた（1946年）。戦後ハイパーインフレに直面し、二重為替相場制を続けた。また、経済の自律性を維持するとの名目から、1960年までIMFに平価を通知しなかったが、IMFはこれを臨時措置として容認した。そうした状況下で、1950年代は「イタリアの奇跡」と呼ばれる高度成長を経験している。平価の通知や固定相場制への移行を回避したのは、通貨政策の自律性の維持や、政治が不安定化するおそれなどが背景にあったとしている。

第10章は、1950～62年までの長きにわたって変動相場制を採用したカナダを扱っている。1950年の変動相場制の採用は、米国からの資本流入でカナダ・ドルに増価圧力が加かったが、経済的に結びつきの強い米国の投資家に敵対する資本規制が困難だったことなどが背景にある。IMFスタッフは反発したが、結局は黙認した。一方、1962年の変動相場制停止は、景気後退の中で、通貨高回避のために実施したカナダ・ドルの売り介入がIMFの批判を受けたことが影響している。この頃までにはIMFの発言

権は強化されていたと見る。

第11章は、戦後直後における日本の外債処理問題を検討している。戦前期の対外債務は太平洋戦争で事実上デフォルトしたが、外資導入で日本の復興を図るには、IMF加盟(1952年)に加えて、外債問題の処理が必要だった。吉田内閣は早期の解決を目指して外国債権者団体との交渉に入ったが、特にポンド建て外債の場合、英国は原契約どおりドルでの元利払いを要求したが、日本は米国の後押しのもと、ポンドでの支払い(ただし、ポンド切下げ分を割増払い)に応じた。米国が日本のドル残高の減少を懸念したためで、ここにも英米の利害の衝突が見られた。

以上が本書の概要である。これによっておおむね理解されるように、本書は、第1に、戦後IMFの運営や活動の実態を多面的かつ詳細に描き出そうとしている。とりわけ、これまでの通説ともいえる「IMF休眠」説を批判し、独自のIMF史像を打ち出したことは高く評価される。第2に、IMF体制を「調整可能な固定相場制」とする従来の見方に対し

しては、固定相場制というより、調整可能なシステムであったとするほうが実態に近い、としている。この点を明らかにしたことも本書の大きな功績であろう。その一方で、戦後IMFの様々な活動が、単に米国など主要国の道具としてではなく、IMFの独自の利害や論理が貫かれていると見るとき、それを検証する方法論的な考え方を示して欲しかったように思われる。また、IMFの理念を逸脱する主要国の行動が容認ないし黙認された背景については、これら主要国の間の比較研究や、途上国を含む他の加盟国の分析も必要になると考えられる。

ともあれ、本書が、わが国のIMF研究史に長く残る貴重な試みであることは間違いのないであろう。今後、引き続いて1960年代以降の研究が待たれるところである。なお、本書には、その英語版も刊行されているので、付記しておきたい(Yago, K., Y. Asai and M.Itoh, eds., *History of the IMF: Organization, Policy, and Market*, Springer, 2015)。

(横浜国立大学 上川孝夫)

金井雄一著『ポンドの譲位——ユーロダラーの発展とシティの復活』

名古屋大学出版会, 329頁, 2014年

本書は、長年イギリス金融政策史を研究し、日本における当分野の代表的研究者である金井雄一氏による3部作の第3作目にあたる。前2作は、『イングランド銀行金融政策の形成』と『ポンドの苦闘——金本位制とは何だったのか』である。本書の研究対象は、およそ1939年から1974年の35年間に及ぶイギリスのポンド政策であり、本書の目的は、「現実に生じた多様な事態から、ポンドの衰退だけに結びつけることはできない側面も掘り起こし、戦後ポンド史の全体像を明らかにする」(pp.3-4)ことである。周知のとおり、イギリスは第2次大戦後には世界経済に占めるそのウェイトを低下させていたが、そのようなイギリス国民経済の「衰退」から、国際通貨ポンドの衰退を「当然視することには、実は問題がある」(p.2)というのが著者の問題意識である。この問題意識の背景には、1960年代からの国際金融センターとしてのロンドン・シティの復活が

ある。以下、まず各章の内容を概観し、次にいくつかの論点をあげる。

序章「ポンドの戦後史」では、前述のような本書の目的、問題意識、背景となる事象が示される。最後に、「前史」として、1931年の金本位制停止から1939年の第2次大戦開戦に伴う為替管理までのポンド史が、データ、1次史料とともに示されている。

第1章「ポンド残高の累積とプレトン・ウッズ会議——戦後苦境乗り切り構想の挫折」では、ポンド残高、為替管理、IMF協定がキーワードとなる。戦時に累積したポンド残高に対し、イギリスは為替管理でドルとの交換を制限した。戦後に向けて大蔵省とケインズは「国際清算同盟案」を用意したが、イングランド銀行(以下、BOE)は為替管理を継続し、ポンド残高の規制を徐々に解除することを考えた。清算同盟案はアメリカとの妥協を経てIMF協定となったが、イギリスにとってカギになったの

が為替管理の継続であった。ケインズが IMF 協定第 8 条でも為替管理が認められるとの「錯誤」をしていたことが、バロー、米倉らによって示されているが、本書は「錯誤」には同意しつつ、政府・通貨当局は、IMF 協定の下でも為替管理が可能な「過渡期」が 3 年から 5 年に延長されたことを重視していたことを強調している。

第 2 章「英米金融協定の締結とイングランド銀行の国有化——戦後ポンド政策の前提条件と執行態勢」では、対米借款、ポンド交換性回復、中央銀行の独立性がキーワードとなる。終戦時のアメリカによる lend-lease の突如打ち切りに、イギリスは再びケインズを代表としてアメリカへの援助を申し入れ、37.5 億ドルの借款が供与されたが、借款では発効から 1 年後のポンド交換性回復、すなわち為替管理撤廃が条件とされた。労働党政権による 1946 年の BOE 国有化は、従来から存在した同行の「手段独立性」(スタンレー・フィッシャー)を明文化したのだが、銀行規制に関する明文化は不要という BOE の主張も認められ、「シティの守護神」としての同行の役割は維持された。

第 3 章「交換性回復の失敗と為替管理再強化——スターリング圏維持とポンド擁護」では、為替管理とスターリング圏の復活がキーワードである。対米借款に付随したポンド交換性回復は、イギリスのドル準備の大量流出をもたらした。交換性は 5 週間あまりで再停止され、再び為替管理が敷かれた。しかし、この交換性危機については、大蔵省・BOE とも、交換性の「回復を実施した上で、やはり無理だったとの理解を得て直ちに止める」という方針をもっていった。その後は、冷戦の影響もあり、アメリカもスターリング圏の解体を急がなくなった。

第 4 章「1949 年のポンド切り下げ——ポンド復権を目指して」では、ポンドの地位の再認識がキーワードである。本章は、ポンド切り下げは 1 年半以上前から準備されていたこと、切り下げ前にアメリカ、カナダ、ヨーロッパ諸国、IMF への予告を行っていたことを明らかにしている。また、ポンド切り下げに対して、スターリング圏諸国、ヨーロッパ諸国、カナダなどが即座に追随したことから、ポンドが「国際決済に依然として大きな役割を果たしていたこと」や「他のヨーロッパ通貨とは同列ではなかった」ことが示されたとする。

第 5 章「ヨーロッパ決済同盟と交換性回復——復権から危機へ」では、ヨーロッパ内でのポンドの特別な地位がキーワードである。1950 年代は、ヨーロッパ決済同盟 (EPU) とポンド交換性回復政策という 2 つの大きな政策が並行して進んだ。本章は、従来は問われなかったその関係を検討している。その直接の結論は、ポンドの交換性回復は「むしろ EPU を無視する形で徐々に進められていた」というものであるが、同時に本章は EPU と交換性回復の両者を包括する視点として大蔵省と BOE の「ポンド復権」志向を据えている。EPU の中でポンドは同盟債権の保有通貨・同盟債務の支払い通貨となり、EPU のポンド使用によるイギリスの金・ドル流出にはアメリカの補償が付くなど、ポンドの特別な地位が確保されていた。しかし他方で、イギリスはポンド交換性回復政策の中では、固定相場制を前提とした EPU に抵触するような、ロボット計画 (1952 年) や「共同的アプローチ」(1952—53 年) といった変動幅拡大政策を追求していた。

第 6 章「ユーロダラー市場の発展とシティの復活——ポンドからユーロダラーへ」では、大蔵省と BOE のユーロダラー市場に対する評価がキーワードである。著者が独自に注目し、史料によって詳細に述べているのは、1960 年代後半以降の大蔵省と BOE による同市場に対する評価である。1968 年 6 月には、BOE はユーロダラー流出はマクロ経済にとっての損失であるとして、資金流出につながるポンド残高利用制限に反対した。1971 年 5 月には、大蔵省もロンドンのユーロダラー市場が「われわれに相当な経常的収入をもたらしている」としている。ポンド政策との関係では、著者は、ポンドの国際通貨からの撤退政策が仮に出たとしても、シティが「それにはかならずしも必死の抵抗をする必要はなく、容認すら可能」になったことが「ポンド譲位のための前提条件」だったとしている。

第 7 章「1967 年切り下げとヨーロッパ経済共同体加盟——ポンド政策の動揺・混迷・収斂」は、1961 年から 1974 年までの長期間を対象としており、1961, 64, 66 年のポンド危機、1967 年のポンド切り下げ、3 次にわたる EEC 加盟交渉、スターリング協定、バーゼル協定と、きわめて多彩なイベントが含まれる。そのような本章の中で、あえてキーワードを 1 つあげれば、準備通貨ポンドの地位、となるだ

ろう。本章で著者は、「ポンド維持政策」と「ポンドの役割縮小論」を対置することで、当該期のポンドをめぐる事態の進展と、それに対応した（あるいは矛盾した）政府や通貨当局の認識を整理している。著者は、同時期に一方では国際的支援の取り付けなどのポンド維持政策があり、他方でポンドの役割縮小につながる EEC 加盟申請があり、ポンド政策に矛盾の様相があったことを重視する。ここでは、EEC 加盟申請とポンド政策との関係に焦点を当てて著者の論理を説明したい。

まず、第 1 次申請（1961 年）の際には、実はイギリス政府は準備通貨としてのポンドの地位を EEC 各国は受け入れると考えていた。しかし第 2 次加盟交渉（1967 年）では、キャラハン蔵相はポンドの地位低下を受け入れる用意を示した。この背景には通貨当局内での「ポンドの役割縮小論」の登場があった。ただし、ポンド切り下げ後の 1969 年に至っても「役割縮小論」はいまだ少数派であった。第 3 次加盟申請（1970 年）になって、ついにポンドの役割低下が政策担当者たちの中で結果的に受け入れられた。このポンド政策の「収斂」は、政策担当者たちの考え方の変化ではなく、スターリング圏諸国のポンド離れという事実の進行によってもたらされた。

終章「ポンドの衰退と譲位」では、本書の論理が要約され、さらに国際通貨制度研究との関連が展望的に示されている。本書の結論で大変興味深いのは、ポンド維持政策と役割縮小政策が明確に入れ替わった時はいつかという問いは立てられない、という部分である。言い換えると、著者は、まず第 1 に、イギリス政府・BOE は常にポンドの地位低下に抵抗していたという見方を退ける。本書で著者は、政府

や通貨当局内に徐々に生じてきた「ポンドの役割縮小論」を丹念に後付けている。しかし、著者の第 2 の主張は、この「ポンドの役割縮小論」が政策担当者内での多数派を占め、その結果、現実にポンドの役割が縮小した、というような設計主義的な見方も成り立たない、ということである。著者は、イギリスの政策担当者たちは、特に交換性回復後の 1960 年代には、ときに全体としては論理的な混乱がありながらも現実の進行に追随していったという見方を提示している。

次にいくつか論点を述べたい。第 1 に、本書内では何度か「ポンドの譲位」の論理として、「福祉国家建設への制約の除去」ということが挙げられている。これ自体は大変魅力的な指摘であるが、残念ながら本書の他のテーマと比べると、実証的に示されているとは言い難く、むしろ、財政史や社会政策史との協働を含めた今後の研究方向の示唆と受け取るべきと考えた。第 2 に、関連して、「ポンドの役割縮小論」は主に大蔵省から出ていたという、同省と BOE の温度差（p.270）の要因に関心が引かれた。第 3 に、Schenk, *The Decline of Sterling*, 2010, のように、国際的なポンド支援の取り付け過程に中期的なポンドの役割縮小のソフトランディングの「意図」を見ることと本書のアプローチの異同が気になった。

最後に、本書は、基軸通貨の交代という大きなテーマに金融史の側からアプローチしており、「金融史として読み応え」（『日本経済新聞』2014 年 3 月 23 日）があること、また関連分野において今後参照され続ける文献であろうことを申し添えたい。

（東北大学 菅原 歩）

須田美矢子著『リスクとの闘い——日銀政策委員会の 10 年を振り返る』

日本経済新聞出版社、394 頁、2014 年

2001 年 4 月から 10 年間にわたり日本銀行政策委員会審議委員をつとめた須田美矢子氏による回顧録である。本書と同様に、経済学者から日銀審議委員に就任し、その経験から金融政策を論じた著作として、植田和男（2005）や岩田一政（2010）がある。これらとともに本書も、日銀審議委員経験者による著作

として、それ自体が貴重なものと位置付けることができる。

本書の全体を通じた特徴として、次の 3 点を挙げることができよう。

第 1 に、著者は改正日銀法施行後に就任した 3 人の総裁、速水優、福井俊彦、白川方明、の下で審議

委員を2期10年間の長きにわたりつとめ、日銀の最高意思決定機関において多くの重要な政策の決定に携わり、その過程を著者の視点から詳細に記述していることである。この間、世界経済はITバブルの崩壊、サブプライム・ローン問題、リーマン・ショック、欧州債務危機といった不測の事態に直面し、日本経済と日銀はその荒波に大きく揺れ動かされた。そうした様子が、責任ある立場の人物から一貫して描かれていることは実に興味深い。

第2に、その時々を検討された金融政策の背景を理論的に説明するとともに、政策決定過程の中で著者と総裁や他の審議委員、日銀スタッフ、市場の動き、政治的圧力等、複雑に絡み合う要因をひとりの審議委員という著者の目線から記述していることである。政策委員会の意思決定は多数決で行われるため、総裁はもちろん審議委員もその意見の表明は日銀を代表する立場と、個人の見解との間で微妙にならざるをえない。著者は、本書においてあくまで自らの見方を明快に記述しており、その立ち位置を定めた潔い書き方が政策決定の現場における臨場感を的確に読者に伝えることに貢献している。

第3に、本書では国際金融や国際マクロ経済学の分野で業績を積み重ねてきた研究者としての著者の深い知識や洞察が示されるとともに、著者が持つ豊かな感性が率直な記述に反映され、金融政策論議にとどまらず、回顧録としての価値を高めている。この点については、以下の本文で随時本書からの引用を示すことで明らかにしたい。

本書の構成は、次のとおりである。

- 第1章 経済・物価の動向と金融政策——10年間の概観
- 第2章 新日銀法の制定——独立性と透明性をめぐって
- 第3章 政策委員会のメンバーになる
- 第4章 量的緩和政策について——その暫定的評価
- 第5章 出口戦略の位置づけ
- 第6章 質的緩和政策
- 第7章 漸進主義と不確実性
- 第8章 予想インフレの安定化
- 第9章 コミュニケーション・ポリシー
- 第10章 政策運営をめぐる今後の課題——問われる政府との距離

第1章（経済・物価の動向と金融政策——10年間の概観）では、10年間の世界経済および日本経済の動きを重要な経済指標に基づいて概観し、併せて日銀の対応をまとめている。その中で、著者は長期にわたる負の需給ギャップやデフレの発生は、グローバル化やIT革命、少子高齢化といった社会の構造変化に日本経済がうまく適応できず、その結果として潜在成長力が低下したことが原因である、という見方を表明し、構造改革の重要性を指摘している。

第2章（新日銀法の制定——独立性と透明性をめぐって）では、審議委員への就任以前に著者が委員として参加した『中央銀行研究会』（内閣総理大臣の私的諮問機関、1996年7月第1回会議）での議論から、新日銀法の制定に関する日銀の独立性や透明性をめぐる見解を審議委員に就任した後の経験も交えて議論している。その中で、著者は政策決定会合に政治家が同席する場面で、「政治家には公務員のような厳格な守秘義務があるようには思えず、たとえば将来の金融政策について、自分が考えていることを直接的ではなく間接的な言及にとどめておこうという意識が働いたことはあった」（p.47）、と興味深い感想を述べている。

第3章（政策委員会のメンバーになる）では、金融政策の決定過程について委員会制の意義や政策決定の方法（コンセンサス方式か投票か）、発言の自由度などFRBやECBの事例にも言及しながら、多くの論点を議論している。その中で著者は、「私自身、2010年10月の最後の展望レポートの作成に関して、もう退任が近いから意見を聞いてもらえなくなったのではないかと秘かに感じたことがある」（p.95）と率直に述べている。

また2013年4月に黒田総裁の下で実施された「量的・質的金融緩和」について、「黒田総裁が述べるような政策の大転換を、最初の会合で全員一致で決定したのには驚きを隠せなかった」（p.97）と審議委員経験者としての感想を述べ、「そのときそのときで自分が考える最適な政策に票を投じているという自負があるのなら、経済に大きな変化がない中、政策提案も大きく変わりようがないからである」（p.97）と忌憚のない意見を述べている。この書評冒頭で本書を回顧録と述べたが、ここ以外でも著者は審議委員退任後の金融政策について、しばしば言及している。

第4章（量的緩和政策について——その暫定的評価）では、著者の審議委員就任直前の2001年3月に採用された量的緩和政策についてその暫定的評価を行い、日銀が採用した政策は「実質的なゼロ金利プラス時間軸効果」と「量」の影響とが合わさったものであり、ポートフォリオ・リバランス効果は量よりもゼロ金利によるところが大きい、という見方を披露している。

第5章（出口戦略の位置づけ）では、2003年10月の量的緩和政策からの出口条件の明確化以降の経緯を議論し、物価安定の数値化をめぐる委員の見解を調整し歩み寄った結果としてでき上がったのが「新たな金融政策運営の枠組み」であることを指摘している。

第6章（質的緩和政策）では、著者が量的緩和政策の効果に限界を感じる中で、資産サイドにかかわる資金供給チャネルの拡充を質的緩和政策と呼び、2001年12月の決定会合というその後の経緯から見ると非常に早い時点でその必要性に言及していることや、リーマン・ショックが発生しCPや社債の買入れを決定した経緯、あるいは関連する欧米の議論や中央銀行のバランスシートの評価、さらには2010年の「包括的な金融緩和」の実施に至るまで、一連の金融政策を議論している。

第7章（漸進主義と不確実性）では、経済情勢の不確実性が高い状況ではフォワードルッキングな視点とともに、少しずつ政策対応するような漸進的な対応が望ましいことを議論している。そして、2013年4月に黒田総裁の下で実施された大幅な政策変更について、その背後には日本がデフレ均衡に陥っているとの考えがあることを指摘したうえで、「ならしてみてもゼロ近傍の物価上昇率が長く続いたのは、デフレ均衡にあったからというよりは、低い潜在成長率のもとでショックに傷つきやすい日本の経済力にあった」（p.240）という見方を披露し、「緩和の行き過ぎを避けるためにも、今後は再び漸進主義で望むことがよいと思う」（p.242）、と自らの考えを明らかにしている。

第8章（予想インフレの安定化）では、インフレーション・ターゲティングについて議論し、当時の著者は物価安定の数値化が困難であると感じていたこと、また目標値の設定について、「次の変更は私

が退任した直後の2011年4月であり、『中心は1%程度である』と修正されている。低い値であった私が退任したので『大勢として』がなくなるとともに、委員という言葉も消えた。組織決定への準備がなされたとの感想を抱いた」（p.269）という記述もある。

第9章（コミュニケーション・ポリシー）では、情報発信の枠組みについて、情報を発信する側の意識と、それを受け取る側の市場やメディアの反応、さらに政府との意思疎通といったことを中心に論じている。その中で、「対話は必ずしもうまくいっていなかったのではないかと思う」（p.319）と述べ、政策の変更ではなく単に誤解を解くための文言の明確化がさらなる誤解を招いたケースを指摘し、声明文のタイトルの書き方について自ら反省の弁を述べている。

第10章（政策運営をめぐる今後の課題——問われる政府との距離）では、重要な今後の課題として、為替政策、財政政策、マクロ・プルーデンス政策、の3つを取り上げ、そこでは政府との関係とともにグローバル化の進展が、これら3つの課題と金融政策のあり方を変える可能性を指摘している。

本書全体が時間軸に沿った記述ではなく、また各章ごとにテーマがまとめられているものの必ずしも十分に整理されていないところが散見され、時間の前後や内容の重複等により若干の読みづらさはある。しかし、「はじめに」に書かれている「無事に10年間の任期を終えることができ、皆さんのサポートを本当に感謝しています」という著者の退任の挨拶からも感じとることができるように、本書からは審議委員としてその重責を果たそうとする著者の使命感と、自らブレることのない主張を貫き通そうとする強い気概が鮮明に伝わってくる。10年間の日銀の金融政策と、その政策決定過程を知るには必読の著作である。

[参考文献]

植田和男著『ゼロ金利との闘い』、日本経済新聞社、2005年。
岩田一政著『デフレとの闘い』、日本経済新聞出版社、2010年。

（同志社大学 北坂真一）

西村閑也・鈴木俊夫・赤川元章編著『国際銀行とアジア 1870～1913』

慶應義塾大学出版会, xxxviii + 1511頁, 2014年

本書は、故西村閑也氏をリーダーとし、内外の国際金融史の専門家を糾合して10年以上にわたって進められた共同研究の成果である。共同研究の成果としては、本書に先行して、“*Origins of International Banking in Asia : The 19th and 20th Centuries*” (Nishimura, Suzuki, Michie eds., Oxford University Press, 2012), 『金融の世界史』(国際銀行史研究会編著, 悠書館, 2012) が刊行されており, 本書はこれらと対をなすものである。全17章, 1511頁からなる超大作であり, 19世紀後半から20世紀初頭にかけてのアジアを主要な活動領域とする「国際銀行」の経営分析がその主たる内容となっている。

本書のタイトルにも掲げられている「国際銀行」とは何か。実際に分析の対象となっているのは, 英系銀行としては, 東洋銀行, 香港上海銀行, チャータード銀行, チャータード・マーカンタイル銀行, マーカンタイル銀行の5行, 非英系銀行としては, ドイツ銀行, 独亜銀行, 露清銀行, インドシナ銀行, 横浜正金銀行の5行である。これらの銀行は, これまでは, 植民地銀行, 海外銀行, 海外投資銀行, 多国籍銀行などと称されることが多かった。しかし, 本書では, こうした名称は「先進国による発展途上国の搾取・収奪を通貨・金融面から促進するための金融機関」という「イデオロギー的な含意を含む」として, これらの呼び方を排した。そして, 「この種の民間銀行の主たる業務は, 欧米本国と海外現地との間の貿易の金融と決済および外国為替取引から利益をあげること」にあり, それを示す名称として「国際銀行」がふさわしいとしたのである (xi 頁)。

本書が対象とする1870～1913は, これまで, なにより帝国主義の時代と把握されてきた。だが, 上の叙述からも明らかなように, 本書はこうした把握をさしあたりは回避した。かわりに掲げられたのは「第1次グローバリゼーション」である。1870年代からの運輸通信革命に支えられて「世界経済は, ……基礎資材の輸出入と製品の輸出入によって結び付けられ, 真の意味での世界経済が成立した」(5

頁) のであり, これがまず, 新大陸(アメリカ)と欧州の交易関係・交易条件を激変させ, ついで, アジアと欧州の交易関係・条件を変化させていった。帝国主義という古典的な規定では, こうした変化をとらえきれないというのである。

本書は, 本論である第2編「英系国際銀行」および第3編「非英系国際銀行」と, それら「国際銀行」が活動する国際経済環境や制度的枠組みを検討した第1編「グローバリゼーションと国際銀行」の3編から構成されている。第1編は396頁で, 5つの章からなり, 第1次グローバリゼーション(西村閑也), 国際資本移動と国際労働移動(菅原歩), 海底電信ケーブルの敷設(鈴木俊夫), ロンドン金融市場(鈴木俊夫), 銀本位制から金本位制への移行(西村雄志)がそれぞれ検討されている。ここでの強調点は, 運輸通信革命による欧米とアジア間の商品貿易の飛躍的増大が国際金融サービスへの需要の増大をもたらしたのであり, 基軸通貨としてのポンドとその働く場としてのロンドン金融市場の存在が「国際銀行」の活動を支えたという点である。この把握には, 国家の帝国主義的願望と国家的支え(のみ)が「国際銀行」の活動を保証したわけではないという含意が込められている。

第2編は596頁で, 本書の中で最大のボリュームをなし, 9章から構成されている。前史(菅原歩), 東洋銀行(鈴木俊夫), 香港上海銀行(西村閑也, 蕭文嫻), チャータード銀行(北林雅志, 西村閑也), チャータード・マーカンタイル銀行(北林雅志), マーカンタイル銀行(西村閑也), 英系国際銀行のパフォーマンス(北林雅志)が, その内容である。各行の分析は, これまでの実証水準を大幅に超えており, 財務分析は, 全体のB/SやP/Lだけでなく, 支店レベルにまで降りて行われている。あるいは, 支店の検査報告が詳細に検討され, さらに本支店間の資金循環状況や支店業務にまで立ち入った検討がなされている。また当該期の金銀比価の推移や金利変動にも注意が払われており, 貿易金融や為替取

引を軸とする「国際銀行」の業務実態を、こうした国際金融環境とかかわらせて把握しようとしている。

このような分析方法は、これまでの研究史に対する以下のような批判からなされたものであった。「要するに、国際銀行は、グローバルな貿易取引のために金融をつけ、その支払いのメカニズムを提供したという意味で『第一次グローバリゼーション』のための必要不可欠なインフラストラクチャーであった。従来の国際銀行史研究は、この面を軽視し、国際資本移動（資本輸出）の媒体としての国際銀行の重要性を強調しすぎた嫌いがあったと言える」（1334頁）というのである。G.Jones (1993), *“British Multinational Banking, 1830—1990”*や F.H.H.King (1987—1991) 『香港上海銀行史』などの先行研究が、国際銀行を多国籍銀行と規定したり、国際銀行の外債発行活動を強調したりする半面、外国為替取引、手形取引、証券発行といった金融市場における国際銀行の日常活動の分析が弱いという認識がその基礎にあったということが出来る。

もっとも、急いで付け加えておけば、第2編の分析で、政府借款や発券業務がまったく無視されたわけではない。香港上海銀行の分析においては、マーチャント・バンクとしての香港上海銀行という節が立てられ、中国における政府借款の検討から、同行の預金吸収が政府借款に支えられていたという指摘がなされているし、チャータード銀行の分析でも、中国に対する善後借款交渉や借款をめぐる香港上海銀行およびイギリス銀行団との競合や調整の問題が取り上げられている。

第3編は332頁で、ドイツ銀行・独亜銀行（赤川元章）、露清銀行・インドシナ銀行（矢後和彦）、横浜正金銀行（西村雄志）の3つの章から構成されている。インドシナ銀行については、権上康男の浩瀚な『フランス帝国主義とアジア——インドシナ銀行史研究』（1985）があり、横浜正金銀行についても数多くの研究がなされているが、ドイツ銀行、独亜銀行の東アジア業務については、これまで体系的な分析はなかったようである。200頁を超す本書第15章は、初めての体系的分析とあってよく、独亜銀行の分析においては、中国域内の本支店、中国域外アジア地域支店、ベルリン、ハンブルク支店などの支店活動について詳細な分析がなされている。また、貿易金融や外国為替業務と併せ、それ以上の紙幅を

割いて、発券業務や借款業務についても記述されている。第16章でも、同様の分析がなされており、「貿易決済業務よりも現地の貸付業務、または投資業務において、より高い収益を上げていた」（1269頁）ことが強調されている。第17章でも、神戸支店の業務内容が詳しく検討されている。

もっとも、第3編に入ると、第1編、第2編と読み進んできた「国際銀行」の印象は、やや変化する。というのは、第3編では、「国際銀行」が貿易金融のみならず、政府借款、鉱山投資、鉄道投資、港湾投資、発券業務などを共通に担っていたことを前面に押し出した叙述がなされているからである。とくに、ドイツ系国際銀行を取り扱った第15章（赤川）、フランス系国際銀行を取り扱った第16章（矢後）では、この点ははっきりと自覚されている。

このことは、本書で採用されている「国際銀行」の定義、「この種の民間銀行の主たる業務は、欧米本国と海外現地との間の貿易の金融と決済および外国為替取引から利益をあげる」という定義の再検討を改めて要請するように思われる。もちろん、本書の最大の貢献は、これまでとは格段の密度差をもって、これら「国際銀行」の貿易金融業務、外国為替業務の実態を明らかにしたことにある。膨大な統計データの整備、行内文書などの第1次資料を含む記述資料の大量収集、そして、そこからの貿易金融業務、外国為替業務の実態の抽出に本書は成功している。だが、その裏返しとして、発券や借款や貸付業務といった、これまで検出されてきたアジアにおける「国際銀行」の諸業務は背景に退き、「国際銀行」の中でのこれら業務の位置付けがはっきりしなくなっている。本書で明らかにされた、民間銀行としての外国為替取引、貿易金融に関する業務と、これら「政治的」「植民地投資銀行的」業務が、どのように関連していたのかが改めて問われなくてはならないであろう。

本書は、長くロンドンと逗子を2拠点として研究を継続されてきた故西村閑也氏なしには成り立たなかった共同研究である。氏の研究は、金融市場研究、銀行経営研究、金融政策研究の広い範囲に及び、対象地域も英、仏、独、アジアとグローバルに広がっていた。国際金融史研究の里程碑としての本書の刊行を喜ぶとともに、氏のご冥福を祈りたい。

（大妻女子大学 伊藤正直）

竹田陽介・矢嶋康次著『非伝統的金融政策の経済分析——資産価格からみた効果の検証』

日本経済新聞出版社, 317頁, 2013年

本書は竹田・矢嶋両氏による中央銀行の非伝統的金融政策の効果に関する実証分析をまとめた労作である。分析の中心は金融政策の資産価格への影響だが、それは人々のインフレーション・実体経済に対する期待、さらには将来の資産価格の期待によって、大きく左右される。この点に着目し、さまざまな観点から興味深い分析を展開している。

第1章では、消費動向調査に現れた人々のインフレ期待と、ESPフォーキャスト調査に現れた専門家の経済予測が、いずれも個表を用いて、すなわち将来の予測が人によって異なるという点を明示的に認めた上で、詳細に分析される。インフレ期待については、1990年代後半以降のデフレが予想されていたかどうか、デフレが期待を通じて加速する（フィッシャーの債務デフレ論）メカニズムは働いたかどうか等のきわめて重要な問題が分析対象となっている。分析によれば、デフレはほぼ人々によって予想されていた、90年代後半からの数年間は現実よりもやや強めのデフレ期待が存在したということなどがわかる。ただし、期待が現実のデフレにはっきりと先行しているわけではないので、デフレが予想されていたという解釈が適切かどうかは検討の余地がある。

この分析はカルマン・フィルター法を一般化した手法で進められており、例えば、現実のデフレ率がある閾値を上回るとデフレ期待が発生したとみなされる。この閾値に大きな変化がデフレ期に生じていないことから、著者たちはデフレ期待加速化のメカニズムは働いていなかったとしている。

これについて、債権者と債務者を区別した分析では、デフレ期に至って住宅ローンを抱える債務者ほど、住宅等の資産価値が上昇するという期待を持っていたことが判明しており、これがデフレ期待の蔓延を防いだのではないかと、また、その時期が2001年春以降であることから当時の量的緩和策が影響を及ぼしたのではないかと興味深い指摘がなされている。

第1章の後半では、民間予測機関による経済見通しが為替レート、株価、長期金利等にどのような影響を与えているかが分析されている。分析には、日銀・政府の経済見通しや、その他の金融政策関連の変数も説明変数として加えられている。特に、為替レート、株価に関して、民間予測の影響力がゼロ金利政策実施以降低下しており、市場関係者が自らファンダメンタルズに関する情報収集を行うという傾向が弱まったという意味で美人投票的な傾向が強まったと結論付けている。美人投票という解釈が適切かどうかはさておき、この時期は日銀が「インフレ率がプラスになるまでゼロ金利を続ける」という時間軸政策を実施しており、その分、通常の意味でのファンダメンタルズと資産価格の関係が希薄化するということが起こって不思議はなかったはずである。そうした現象の一面をここでの分析がとらえているのかもしれない。ただ、時間軸政策の効果をより明示的にとらえる分析が望ましいという感想は多くの人が持つところだろう。

また、時間軸政策を含めた非伝統的金融政策の一部は、資産価格決定に対する中央銀行の直接介入であり、副作用として資産価格が投資家による情報収集の努力の結果を反映するという側面を弱める。しかし、これは中銀サイドとしては承知のこと、ゼロ金利制約の下でやむをえず実施している政策だという認識だろう。

第2章では、長期金利から計算されるインプライド・フォワード・レートを用いて、日銀の非伝統的金融政策の影響を分析している。それによれば、時間軸政策の導入がターム・プレミアムを引き下げる効果を持ったこと、他方、一部の長期国債買切策は、金利を引き上げる効果を持ったことが指摘されており、後者は財政規律喪失によるインフレ・リスクを市場が感じとったのではないかと解釈がなされている。

しかしながら、時間軸政策等の効果はより複雑なものと考えらるべきだろう。この政策は当面の短期金

利を低位に据え置くという約束をすることによって、あわよくば市場のインフレ期待を引き上げようという政策である。そうであるならば、短めのターム・プレミアムは低下して、長めのそれは上昇するという影響が発生して不思議はない。著者たちの分析結果はこうした可能性を示唆しているように読めなくもないが、どうか、国債買切りについてはどう考えるのか。これらの点をもう少し論じてほしかった。

第3章では、政策金利決定についての非線形性を明示的にとらえた上で、テーラー・ルール型の政策ルール、資産価格への金融政策変数の影響を分析している。ここで、非線形性とは短期金利がゼロ以下に下げられないことを意味する。この点をトービット・モデルとして扱い、さらにテーラー・ルールに資産価格を導入して、それが内生変数である可能性も明示的に扱っている。

推計結果は興味深く、また直感にも合う。すなわち、非伝統的金融政策を流動性の供給としてとらえると、その効果はほとんど検出できない。これに対して、さまざまな特定資産購入を、その資産の市場流動性を高める政策としてとらえると、資産価格、信用スプレッド、ターム・スプレッド等に影響を及ぼしている。特に、リーマン・ショック後に実施された米ドル資金供給オペは、資産価格だけでなく、インフレ率や需給ギャップにもプラスの効果を及ぼした。

この結果は、ゼロ金利下では、一段の流動性供給はあまり効果がなく、いわゆる QE1（市場や金融

システムがストレス下にあるときの特定資産購入）は、有効であることを示していると思われる。ただし、QE2（より平時の特定資産購入）の効果についてどう考えるべきかは、この結果だけからは判然としない。

関連して、本書第2、3章では、中央銀行が民間のリスクテークを促すようなオペを考えたり、現実には完備でない金融資本市場を完備となる方向に育成する努力（具体的には例えば、GDP 連動債の発行、ないし売買）をするべきだという主張が展開されている。これらは、上記の QE1 が金融不安が高まったときに有効だったという現実に触発された面があると思われる。多くの人たちが当時中央銀行が QE1 を実施することに異議を唱えなかった。しかし、冷静に見れば、その多くは財政政策的な側面を有している。中央銀行がどの程度までこうした役割を担うべきかは、より慎重な考察が必要だと考える。

本書に収められた分析がほぼ完了したところから、日本銀行は、その骨格が QE2 であるいわゆる量的質的金融緩和策を実行、それは本稿執筆時点まででは少なくとも資産価格にはきわめて大きな影響を及ぼしている。2015年初めからは ECB が同様の政策を中央銀行預け金利をマイナスに保つ中で実行し、やはり資産価格に強い影響を発生させている。本書の分析との関連で、これらの現象をどうとらえるのか。著者たちの新たな分析を期待したい。

(植田和男)

三村聡著『労働金庫——勤労者自主福祉金融の歴史・理念・未来』

金融財政事情研究会、308頁、2014年

現代の金融の動きは、周知のようにグローバルかつローカルな事象が相互に影響を強め合う経済環境の下でまさに流動的な状況にあるとあってよい。本書で取り上げているテーマの労働金庫の場合についても同様であり、いくばくかその影響の振幅は異なるといえども同じ時代の流れと独立ではありえない。しかし、協同組織金融とりわけ勤労者・労働者を中心とする取引対象者への個人金融を重視する領域にあっては、それらの動きの波が必ずしも普通銀行と

いった代表的な商業銀行としての金融機関と同様なものではない。それは、顧客層の差異に基づくものであり、個人の生活ないしは地域社会自体の在り方にも大きく関与しうるものでもある。

本書は、著者も述べているように、当該機関での勤務経験とその後の諸機関における業務上でのかわりによる知見をベースに、協同組織金融機関の中でも所定の役割と機能を有する労働金庫について、事業体としての当該機関ないしグループを企業経済

ないし経営経済的な面から、特に制度的な推移と経営理念・方針から現代における経営戦略にわたる幅広い領域からの諸論点を取り上げて考察されたものである。

その内容構成は、第1章で労働金庫の生い立ちについて、とりわけ信用組合法と産業組合法成立から銀行法制定などとの関連で概説し、次いで第2章は金融自由化以降の労働金庫経営について、バブル経済とその崩壊やサブプライムショック、最終的な統合策である日本労働金庫構想、労働金庫版のリレーションシップバンキングを取り上げている。第3章は、財務分析について、会員の推移と出資金、預貸金の推移、貸借対照表と損益計算書、諸利回り・効率指標などの財務諸指標、収益構造改革に関する分析が行われたあと、第4章で、金融マーケティングという新しい領域を取り上げて経営体質改善の道筋について考察している。第5章は、労働金庫における次世代システムとして、これまでの全国労働金庫統一オンラインシステム（ユニティシステム）に代わる新システムとその活用に関して提言等も含めて述べている。最終の第6章では、新たなビジネスモデルの構築と題して、超高齢社会や地域性、確定拠出年金業務、NPOバンク、人材教育などにわたって考察し提言を行っており、当該機関の全体像とその将来展望を俯瞰している。

まず、労働金庫の誕生への起源ないしその足跡としては、明治期における信用組合と信用組合法など制度化に関するところからたどることができ、引き続き産業組合法の改正などもかかわりを持つ。そして、その後の時代における経済的背景、とりわけ金融恐慌や戦時体制、戦後復興等の推移を経る中で、中小企業等協同組合法、さらに労働金庫法の制定に至る諸経緯が概説されている。周知のように、労働金庫は1953年の労働金庫法を根拠法とするもので、他の協同組織金融機関と同様にメンバーシップを原則としており、労働組合を中心として消費生活協同組合などや、近年では地域で活動するNPO法人などを会員として、さらにはそれらの組合に所属する労働者なども準構成員というメンバーとして組織されている。そこでは、労働金庫法第1条にあるような勤労者福祉金融機能を果たし福利共済活動に対する金融の円滑化と労働者の経済的地位向上に資することが目的であるとしている。その後、都道府県に

設立された各地の労働金庫の系統金融機関として、労働金庫が行う金融活動の円滑化を図り、その健全な発達を促進するための事業を担う中央機関の労働金庫連合会が1955年4月から営業を始め、さらに、1957年には相互救済基金制度（セーフティネット）が導入されたと分かりやすくまとめている。

次に、同じ協同組織金融機関である信用金庫との比較が行われている。組織の特徴の1つとして労働金庫では福祉専門金融機関と位置付けており、これは戦後米国における民主主義の理念が占領政策を通じてわが国の労働行政の在り方を方向付けた点や労働条件の向上などに関して、労働者の地位向上にも向けられたことと符合するものととらえることができる。さらには、生協運動にも起源を持つため、勤労者の日常生活に必要な物資を共同購入などを通じて廉価に提供し、余暇・保養施設などを建設して勤労者の暮らしに潤いをもたらす活動を展開してきた際、労働金庫はその必要資金を融資する機能を担ってきたもので、貯蓄面では、各種預金や住宅ローン、教育ローン、無担保ローンなどを提供しているとして、ここから現在の当該機関の経営戦略や課題等へつながる論点を提示するところとなっている。

労働金庫と信用金庫の差異については、市場行動面で前者が個人取引主体で特に財形預金比率や住宅ローンの比率が高く、後者は事業活動資金が中心の業務面や、預貸率の向上が課題で余資運用比率が高い前者に対し定期積立主体で小口預金が多く集金コストが高い後者という財務面などに言及しているが、店舗戦略は自由化以降商圈や顧客戦略の見直しで改善が進んでいるため、より具体的な動向分析があれば自由化における戦略的多様性の論点が展開されえたのではと思われる。

また、組織の特徴として、というよりも制度的特徴という方が分かりやすいが、本来1県1庫主義をとる労働金庫に対して、同じ県域に複数庫が立地して営業領域的に競争することも多い信用金庫との経営戦略等への差異も生じる要因となっている。ただ、近年では前者において地域統合化が行われ、一部の県（長野・静岡・新潟）を除きブロックごとに再編成されているので、採りうる店舗展開ないし経営戦略の範囲は拡大しているものと推察される。創業の理念との関係でいえば、経営方針面でも、後に財務面で不良債権比率等が低位に推移し、バブル期やサ

ブプライムローンが問題視された時期にあっても余資運用で安全性を重視した結果であるというほか、労働者の生活資金を預かり、自己破産や多重債務者対策に組織を挙げて取り組んできた意識に基づくものとし、さらに、真のCSRやコンプライアンスとは経営者や従業員が常に心に持ち日々の業務活動で実践すべきものとの指摘には首肯できる点が多い。

自由化以降の取組みでは、統合化への動きについて新しい自主福祉運動の担い手とわが国唯一の労働組合・勤労者の福祉金融センターを目指すという点が特徴的であり、長期的な経営安定性を勘案したものであるにせよ、経営の効率性については、営利主義でない協同組織機関であっても求められるところであり、その意味では規模や範囲の経済性への配慮も含まれる。統合化が必ずしも経営成果の向上を保証するわけではなく、資源配分の効率性にも実務レベルの企業内部組織における努力が有効で、規模拡大の弊害等への目配せも必要不可欠なものといえてよい。それゆえ、ブロック化の検証についてももう少し詳しい分析等があればより掘り下げた論点提示を可能としたと思われる。また、評者の関心からも、神奈川労金の友愛信組救済などについては、他業態との興味ある事例なので小規模額とはいえ産業組織や経営戦略のケーススタディ面でも言及が欲しかったところである。

取引チャネル面での特徴では、労働組合内部の労働金庫担当者による職場推進機構依存型の営業推進と、そこでの対個人型のリレーションシップバンキングにおける目利き能力に関する課題を指摘している点や、個人のライフプランニーズの多様化・高度化への対応、新しい団体主義の構築と新たな経営のランドデザインの構築の必要性を指摘している点は評価できるが、営業戦略上も重要なだけに一層詳しい市場競争戦略の具現化に向けた分析や提言を期待したいところでもある。

財務分析においては、会員の推移や預貸金の動きをはじめ、フローとストックに関する損益計算書、

貸借対照表などについて財務諸指標とも併せて考察している。さらに、資金規模が同じレベルの中央労働金庫と京都銀行との財務諸表比較によるケーススタディを試みているが、パーヘッド当たりのボリュームと質をいかに高めるか等の指摘についても明解ではあるが、取引チャネルや店舗戦略ないし組織戦略も含めた具体的な提言を期待する読者は多いと思われる。

自由化以降の金融環境状況の俯瞰の後、現在に至る経営課題としての日本労働金庫構想に関して言及し、金融庁の行政サイドによる見解等も合わせてコモンボンドや系統金融、ビジネスモデル、労働金庫としてのリレーションシップバンキングの視点から金庫経営問題についての主要論点とそれらの関係性等を簡潔にまとめて提起している点は納得できる。次世代システムと新たなビジネスモデルに関しては、とりわけビジネスモデルの策定における戦略と組織の相互の関連付けやメインフレームからCRMへのリンケージなどのほかにも、地域環境変化への対応、生協との生活支援福祉サービス、確定拠出年金業務、さらにはNPOバンクとの関係などの多岐にわたる論点を取り扱われており、いずれも他業種業態にとっても少なからず地域金融の市場戦略上で参考になりえて興味深いものがある。

はじめにも記したように、本書は、同じように地域密着型経営を行い営業展開する金融機関や金融サービス供給者に対しても、内部組織の管理運営などの機関経営や地域社会、市場競争等を考える上での参考となりうる示唆や提言を数多く投げかけるものである。緩やかではあるが長期的にはドラスティクな変化が予想される地域社会環境の諸課題に取り組む上でも、あるいは地方創生の政策実施やパーソナルファイナンス、ワークライフバランス、生活重視の流れ等々を考える上でも、啓発的にも多くのヒントを与える時宜を得た著作といえよう。

(愛知学院大学 内田 滋)

平山健二郎著 『貨幣と金融政策——貨幣数量説の歴史的検証』

東洋経済新報社, 198頁, 2015年

本書は、「貨幣と貨幣数量説の歴史を見つめ直す」ことをテーマとしており、全7章からなる。ごく短いイントロダクションの第1章の後、第2章では貨幣数量説がどのように誕生し、歴史的に発展してきたのが概観される。時期的には、16世紀からマネタリズムが隆盛となる1970年代くらいまでが、この章で扱われている。その後の時期については、第6章で第2次世界大戦後のマクロ経済学と金融理論(Monetary economics)の変遷として概観されている。

第2章と第6章の間には、16世紀の「価格革命」論を検証した第3章、19世紀のイギリスにおける貨幣制度の発展(とくにイングランド銀行の中央銀行化)とそれに伴う経済理論的理解の進化を論じた第4章、および1930年代の大恐慌の原因に関するマネタリストの理論を批判的検討した第5章が置かれている。そして、それらの考察を総括する位置づけとして最終章の第7章が置かれている。

本書を通読することで、読者はきわめて要領よく、貨幣制度の発展とそれにかかわる経済理論の展開の歴史を知ることができる。この点で本書は非常に有意義で、専門的研究者のみならず、経済学の初学者を含む幅広い読者層に薦められる書物であるといえる。評者にとっても、大変に勉強になった。ただし、本書の議論は基本的にA. Feavearyearをはじめとした金融史の碩学や経済学の大家の業績に基づくものであり、その意味で研究書としては、2次資料に依拠したものであって、自ら1次資料を分析したものではない。

以下、とくに評者の印象に残ったいくつかの点を見ることにする。その上で、最後に最終章で述べられている著者の見解に若干のコメントをして結びとしたい。

まず、貨幣数量説の歴史的発展をたどった第2章において、J. S. ミルの『経済学原理』の中にある次のような記述が紹介されている。「貨幣の残高を増やすものは何でも価格を上昇させる傾向がある。し

かし、退蔵された貨幣は価格には影響を与えない。起きもしない不測の事態に備えて蓄えられた貨幣は、価格には影響を与えないのである」。

古典派経済学者は貨幣数量説を受け入れていたといわれるが、そこには興味深い但し書きがついていたのである。ミルの「退蔵された貨幣は価格には影響を与えない」という記述は、現代の量的金融緩和政策の限界を喝破しているように思えるほど示唆に富んでいる。

次に、16世紀の「価格革命」は、従来の定説ではスペインへの「新世界」からの金銀の大量流入が原因であるとみなされ、貨幣数量説を強く支持する事例であると考えられてきたが、第3章では、そうした解釈に異議を唱える研究が近年は有力となってきていることが紹介されている。その上で、貨幣と価格の間のグレンジャー因果性検定を著者自ら試みている(データは、E. J. Hamiltonの1928年の論文による)。

その結果は、サンプル数がきわめて少ないので信頼性は低いと著者は断っているけれども、貨幣と価格の間にどちら方向にもグレンジャーの意味での因果性は見出されないというものとなっている。こうした結果と近年の諸研究を踏まえると、貨幣数量説による「価格革命」の説明は、実はそれほど頑健なものではなく、物価上昇には人口増加等の実物的要因の作用も大きかったというのが著者の解釈である。

第4章は、本書の中でも主たる章の1つであり、経済史と経済思想史の両面での発展がそれらの間の交錯を含めて論述されている。著者の関心は、貨幣の定義の拡張が現実の経済活動の進展に遅れるというものである。18世紀に銀行券が普及するようになったが、当初銀行券は正式な貨幣とは認められなかった。19世紀には銀行預金による決済が盛んになったにもかかわらず、なかなか預金を貨幣と認識するようにはならなかった。

その後、20世紀の後半以降は金融革新の時代を迎え、現実の進展は一層急激なものとなった。貨幣の

定義を拡張する試みは、それには全く追いつかず、ついには貨幣を定義する試みそのものが実質的に放棄されるようになってしまう。例えば、米連邦準備制度は M1 と M2 という狭義の貨幣量についての統計しか作成しなくなっているが、現代において決済に用いられる金融手段のすべてが M2 に含まれていると考える者はいないはずである。こうした事情が著者の最終章での結論につながっていくわけで、この意味で、第 4 章の記述は重要な伏線になっているとも読める。

経済学には「大恐慌産業」が存在するといわれるほど、大恐慌の研究は長らく盛んに行われてきた。その中でフリードマンとシュウォーツの見解は一時支配的なものとなっていたけれども、それに対する異論も最近では強まっていることを見た第 5 章に引き続いて、第 6 章では、第 2 次世界大戦後の *Monetary economics* の歴史が語られる。

この部分の内容は、評者が拙著『連続講義・デフレと経済政策』の中で「マクロ経済学小史」として述べたものと基本的に共通している。著者と評者はほぼ同年齢であるので、(例えば、合理的期待革命の時期に大学院生生活を送るなどの) 全く同じような知的経験をしてきたのだという感慨を持った。

さて、最終章である第 7 章での著者の結論は、貨幣数量説の基本的な考え方(名目的ショックは短期的には産出量などの実物変数に影響を与えるが、長期的には「貨幣の中立性」が成立する)は現代の主流派経済学の核心に定着した、その意味でマネタリズムは勝利したけれども、マクロ経済学の中から貨幣が消滅するという皮肉な事態に陥っているというものである。確かに、現在はテラー・ルールに代表されるような金融政策ルールが、かつては LM 曲線が占めていた位置を代わりに占めるようになっている。

いまや LM 曲線は、マクロ経済学から追放された。その背景には、「『貨幣』の種類が多くなりすぎて、『何をもって貨幣とするのか』という質問に答えられなくなってしまった」(p.168) ことがある。

そのとおりだと思うけれども、「このような貨幣環境の変化を受けて、中央銀行の世界では静かにマネタリー・ターゲットリーは放棄され、銀行間市場の超短期金利のコントロールへと金融政策運営が変容していった」(同)という記述は、ややミスリーディングではないかと考える。

というのは、銀行間市場の超短期金利が操作変数だというのは(少なくとも、ゼロ金利制約に直面して量的緩和政策がとられるようになるまでは)、マネーストックを中間目標にするような運営スタイルがとられていたときを含めて、一貫した事実だからである。中央銀行がマネー供給量をコントロールし、その供給量にマネー需要量が等しくなるように内生的に利子率が決まるといえるのは、マクロ経済学者が作り上げたフィクションでしかなく、金融政策運営の起点は常に銀行間市場の超短期金利である。

貨幣概念が希薄化する中で、そうしたフィクションを放棄せざるをえなくなり、マクロ経済学者が現実を受け入れた結果が、LM 曲線を捨て、金融政策ルールを受け入れることではなかったのか。それによって、金融政策担当者とマクロ経済学者の間の不一致が解消されることになった。変容したのは金融政策運営ではなく、マクロ経済学の方であり、このことは、著者の強調する「認識が現実に遅れる」例の 1 つと見るべきではないか。

しかも、マクロ経済学の変容は継続しており、先般の金融危機以降、そうした変容は加速していると見られる。その結果、「21 世紀のマクロ経済学の理論においては、貨幣数量説の説く『貨幣の中立性』や『古典派の二分法』の成立が理の当然のように信じられている」(p.180) というのは、やや過去(金融危機以前)の姿になっているのではないか。著者の最終結論である「我々は『古典派の二分法』の呪縛から逃れる方途を探るべきである」(同)という方向に、最近のマクロ経済学がすでに進み出しつつあることをもう少し積極的に評価してもいいのではないか、というのが評者の率直な感想である。

(慶應義塾大学 池尾和人)