

森祐司著『地域銀行の経営行動』

早稲田大学出版部, 320頁, 2014年

近年、地域銀行の再編が急速に進展している。第2地銀は普通銀行転換以後、相次ぐ破綻・合併によってその数を大幅に減少させたが、ここに至り地方銀行にまで再編の動きが及んでいることが特徴となっている。地域銀行が銀行持株会社の傘下に入る形で、新しい地域金融グループが各地に誕生している。このような状況から、これまでの地域銀行を対象とした分析をバージョンアップする必要が出てきた。第1には、地方銀行、第2地銀といった従来の「業態」に基づく分析の限界が明確になったことである。持株会社の傘下に両業態の銀行が含まれているケースが出現し、業態ごとの単体ベースで見た実証がそのままでは意味づけに注意を要するようになってきたといえる。第2には、地域銀行グループの従来の枠を越える広域展開が進むことによって、地域との関係、地域戦略をどう見るのかに関しても注意が必要が出てきたことである。したがって、従来の業態ごとの単体ベースを基礎とした実証から両業態をまとめて地域銀行と見る研究が主流になる必要がある。しかし、同時に、データの制約や地域銀行の営業における「地域性」をベースとして見た場合、単体銀行の計数に基づく実証を、新しい地域金融環境を意識しながら進める必要がある。第3に、地域金融機関が提供できる金融サービスの豊富化、新しい手段の出現を踏まえ、その収益構成の変化が進んでおり、業務展開の多様化と内部組織の対応とを新しく見直す必要が出てきている。

以上の点は、現代において地域銀行の研究を進める者が、常に頭に置いておかなければならないポイントだと考えられるが、これらの点を十分に意識し、実証分析に工夫をこらした成果として注目すべきなのが、この森祐司『地域銀行の経営行動』である。本書の特徴の第1は、その副題「変革期の対応」に

表れているように、地域経済の構造変化を原因とする地域銀行の変化を明らかにした点である。全体は序章と終章を除き6章で構成されている。

第1章は、地域銀行の貸出行動を1990年代と2000年代との比較から扱っているが、具体的には前期は1995～2001年度、後期は2002～2007年度としている。これは2002年頃に地域銀行を取り巻く環境が変化し、破綻機関の出現にも変調が現れたことを理由としており、また、地域銀行を上位行・下位行、都市圏・地方圏に分類しているが、これも業態とは異なる視点を導入しており、いずれも妥当性がある。分析の結果、1990年代には不良債権処理が銀行行動に大きな影響を与えたのに対し、2000年代には一定の財務健全性を取り戻したうえで、地域経済環境や競争条件が貸出に影響する要因として浮かび上がり、そのことは地域銀行の経営において収益性の重視が行動決定動機として高い位置を占めるようになったことを表すと見ている。

第2章は、地域銀行における証券投資の決定要因の変化を1990年代と2000年代を比較して（具体的な区分は第1章と同じ）検討している。特徴は、地域銀行における証券投資のリスクを各行パネルデータよりVaR比率によって評価し、他の収益性指標との関連を見ている点である。各行の保有有価証券について、その種別や債券の場合、満期構成等を財務データから推定し各行ごとのVaRを求めたうえで、各期各行の総資産額で除した値をVaR比率と呼んでいるが、これは著者独自の工夫である。2000年代に入り長期にわたる低金利環境の出現は銀行本来の業務である貸出行動からの収益獲得を低下させることとなったが、反面証券投資が収益源として重要性を増すこととなった。株式の持合い解消が進めば株式保有は減少傾向を示すが、国債などの債券投資が

質量ともに拡大し、銀行トータルでのリスク水準には変化がないと指摘している。ここからさらに一步進めて証券投資に伴うリスク管理専門家の育成やリスク管理組織の権限強化、報告の厳格化など、実践的な課題を導き出している点などは、著者の意識が後の章の経営組織に一貫して向かっていることを示している。

第3章は、地域銀行の投資信託窓販業務についての分析であるが、この点を主題として地域銀行の収益性への貢献、とくに預貸等の伝統的業務に対する補完的關係の下での「範囲の経済性」に関する検証は「はじめての試み」として、著者自身が本書で最も力を入れている点である。2000年代に入り地域銀行の投信預かり資産残高は急速な伸びを示した。中核業務である貸出の低迷を背景に、安定的な収益源として投信取扱手数料が地域銀行にとって魅力を高めたことは事実である。だが、同時に、投資家サイドの要求、事情の変化もあいまって、投信窓販は地域銀行にとっても大きな業務ウエイトを占めるまでになった。地域銀行の投信窓販実績に関する実証分析から、その銀行の健全性や域内における貸出シェアの高さなどが正で有意な関係にあることが指摘されている。このことは、投信窓販業務が伝統的業務と補完的な関係にあることを示唆するとともに、次に収入・費用の両面から範囲の経済性が働いているかどうかの検証に進んでいる。収入面での実証分析で非常に示唆的なのは地域銀行を上位行・下位行、都市圏・地方圏に分類した場合、都市圏と上位行、地方圏と下位行でそれぞれ当てはまるモデルが、前者が変量効果モデルであるのに対し、後者が固定効果モデルであることである。この点を著者は、「地方圏や下位行では、投信窓販業務を行うことによって、顧客情報等を有効活用することによる増収効果は、預貸業務以外の業務も多く手がけて、すでに顧客情報等を利用してたと見られる都市圏や上位行よりも大きかったのではないかとしている。この点は、最初に指摘したが、単なる業態区分が意味を持たないことを強力に示すものとなっており、本分析の意味を際立たせている。また費用面での分析でも「顧客の資産・負債情報を共有することの有効性が高く、既存業務との費用補完性が実現していることが示されている。

第4章は、非金利収入の拡大、経営多角化に関す

る分析となっている。この章では前章までと異なり、2003年度から2011年度までのデータに基づいており、地域銀行では投信窓販業務だけでなく保険販売や為替業務など、非金利型業務が拡大し、収入増加に効果がある一方、ROEの変動を増幅させる効果も同時にもたらしていることが指摘されている。

第5章・第6章は、ともにガバナンス問題を扱っている。第5章では株式所有構造から、第6章では役員構造から、地域銀行の経営パフォーマンスに与える影響が分析されている。

地域銀行の株主構成は1990年代と2000年代とでは大きな変化を示した。最も特徴的なのは信託口・外国人という機関投資家株主の増大であり、反対にこれまで大きなウエイトを占めていた都長信銀、いわゆる主要行の比率の低下である。このような変化の中で、著者は、銀行株主の比率が高いと、地域銀行の経営者はエントレンチメント状態に陥り、経営パフォーマンスにマイナスの影響を及ぼすのかどうかを検証している。実証の結果は、2000年代になっても銀行株主のエントレンチメント効果は一部に残っているものの、銀行株主の後退によって負の効果はほとんどなくなったこと、反対に「無言の圧力」が経営者の意識に影響を与え、収益志向が明確化されるようになったことを指摘している。

役員については社外取締役や執行役員制度の導入について、導入に至る決定要因とその数の決定要因に関する分析を行っている。これら内部ガバナンスの視点は、第5章における外部ガバナンスの視点から見た結果と整合的であるという。つまり、機関投資家株主比率の高さが、取締役人数、社外取締役制度の導入、執行役員制度の導入といった取締役会制度の改革に結びつく傾向が見られるというのである。

本書は、著者が2008年以降に発表した学術研究をベースとしているが、さらにいえば著者の実務経験からくる現実的な志向に貫かれている。つまり、データに基づく実証分析はあくまで地域銀行経営の現実の姿をつかみ、今後の方向性を考えるための材料であり、地域金融機関に関する研究として正統な姿を示している。2000年代に日本の地域金融の分野では、リレーションシップバンキング、あるいは地域密着型金融という政策課題との関連で研究されることが多かったが、本書はそれらとは一線を画し、あくまで実態に即した実証に徹している。しかし、欲

をいえば、そのような流れとどのように関係するの
かについて所見を明らかにしてもよかったかもしれ
ない。なお、著者は、本書上梓後、本学会や証券経
済学会等でさらに研究発表を続けているが、それは、
本書の各章最後に、残された問題、今後の課題を明

らかにしており、その追求を今後も続けることを真
摯に実践していることにほかならず、さらに大きな
成果が期待できる。

(神奈川大学 数阪孝志)

堀江康熙著『日本の地域金融機関経営——営業地盤変化への対応』

勁草書房、356頁、2015年

本書の特色

地域金融に関する学術研究は、2003年の金融審議
会「リレーションシップバンキングの機能強化に向
けて」報告とリレーションシップバンキング行政以
来、本格化した。地域金融という概念が定着したの
は、1990年6月の金融制度調査会第1委員会「地域
金融のあり方について」報告である。それまでは中
小企業金融機関が地域金融機関の意味で使用されて
きた。近年では地域銀行という表現も見られる。さ
らに、2014年以降、地方創生が政策課題になり、地
域金融機関の機能発揮に関心が高まっている。当学
会の報告でも地域金融セッションが定着したのはこ
こ10年程のことであるし、地域金融に関する論文も
学会誌を賑わすようになっていく。

このような地域金融というテーマをそのプレー
ヤーである地域金融機関の経営に着目して分析したの
が本書である。経営という組織・人材面等に関心
がいくが、そうではなく、地域金融研究の由来・特
色とその先行研究、経営効率の分析・その測定とい
う基本的視点を明確にして、営業地盤の変化への対
応を分析することが本書の研究スタンスである。リ
レーションシップバンキング報告以来、地域金融機
関は、地域銀行、信用金庫・信用組合という協同組
織を視野に置いていたが、本書は農協も取り入れて
いる点(第6・7章)に特色がある。また、地域金
融機関の課題だけではなく、その前提となる地域経
済の変容も分析している点に特色があり(第II部)、
東日本大震災・高齢化・人口減少をもたらす地域経
済への影響・地域金融機関へのインパクト、その営
業基盤への影響も論じている点に特色がある。その
上で、地域金融システムの課題を整理し、再編の方
向性も示していることは説得的である。すなわち、

地域金融機関というプレーヤーを面的に捉え、経営
基盤として店舗展開などに着目した点が特色である。

ただし、本書では正しく指摘しているが、地域金
融機関には労働金庫・漁協・郵貯がある(p.5. ほ
かに、森林組合も)。とくに郵貯は預貯金シェアが
大きい、「郵貯についても地域金融システムの再
編といった視点」(p.24)からしか分析されていない。
この点は本書の価値を下げるものではないが、
郵便局と地域金融機関との連携(銀行代理業など)
が地域金融システムの重要な課題であり、この点で
ゆうちょ銀行・日本郵便の経営効率分析と合わせ補
完されることが期待される。

本書の主要内容

本書は本文で320ページ余、序章・終章を含め13
章からなり、その内容を摘記するのは容易ではない
ので、評者の関心事項のみを紹介することで換えた
い。序章・1章は本書の分析の視点・先行研究サー
ベイ、分析手法の説明に当てられる。本書で活用さ
れる分析手法・計量分析は、生産関数の計測、経営
効率指標、ハーフィンダル指数、Malmquist 指数
などの計測による分析である。経営分析としては周
到である。

第2・3章は地域銀行の行動分析であり、地方銀
行・第II地銀ともに県外店舗・県外貸出が増加傾向
にあることが示される(それぞれ2割、3割の規
模)ほか、中核都市型・地方都市型グループに見た
特徴を明らかにした上で、それぞれのグループの生
産効率性をコア利益率、産出・投入比率などから分
析する。その含意は地域銀行について県レベルより
も市町村レベルの店舗配置という営業基盤が重要な
こと、地域の事業所数・人口、競合状態が地域銀行

の利益率等にとって重要なこと、等である。

第4・5章では信用金庫・信用組合に関する研究で、営業地盤にフォーカスするため効率性指標を吟味し、信金を4グループ化してMalmquist指数による分析を行い、小都市型・中都市型(A・B)・大都市型について効率性の観点から整理している。さらに信金・信組について地域経済活動の停滞からくる預貸率の低下、不良債権処理負担などを考慮し、金融の立ち直りは地域経済活動の回復に依存し、「金融面から経済活動へと及ぼす影響はかなり限られている」(p.150)とする。

第6・7章は農協について同様の分析を行い、農協の事業部門の中で堅調な信用事業であっても地元への貸出が低迷し、中央機関への預け金依存が大きく、収益基盤が脆弱であることが示される。農業の担い手の高齢化・農産物の自由化問題から農協のさらなる合併は不可避とする。

第Ⅱ部(第8~11章)は、「営業地盤の変化と対応」と銘打ち、地域金融機関経営の環境変化を東日本大震災・高齢化・人口減少の側面から論じている。さらに第11章ではこの環境変化に対する地域金融システムの対応を店舗数・人員配置という面的側面から整理する。とくに地域限定のある協同組織についてコスト節減による対応のほか、新規地域への出展等による顧客獲得が重要なこと、農協では信金・信組よりも対応が困難で「大幅な数の整理は不可避」(p.307)とする。しかし、メガバンクは規模の経済性を享受可能だが、リレーションシップバンキング主体の地域金融機関の優位性は「主として中堅以下の企業との取引を行うといった構造は、今後も続くものと考えられる」(p.308)ので、「地域金融機関は将来的にも地域経済において引き続き重要な役割を果たしていくもの」とする。そこで検討すべき課題は、地域金融機関の「数といった側面」(p.309)にあるとする。

これを受け、終章では、人口減少の下で、地域金融システムの課題解決が合併等による再編によることを軸に考察する。具体的には、中規模以上の地域銀行(単独生き残り、合併)、小規模地域銀行・協同組織タイプ1(大都市型・中都市型、単独生き残り)、同タイプ2(合併・経営統合)、同タイプ3(異業態との合併等)に分けている点に特色がある。

本書に残された課題

本書は、地域金融機関経営を営業地盤変化への対応として分析整理することが主題であるが、再編不可避という視点がその通奏低音である印象を受ける。データを分析した時期が2010年頃まででリーマンショックなどの要因が含まれることや、東日本大震災の影響がそれほど加味されていないことなどを考えると、分析と視点の整合性がやや気になる。おそらく、分析を近時まで延長してもその結果は大きく変わらないと想像されるので、本書の通奏低音となる問題意識は不変であろう。

ただし、地域金融システムの課題解決=再編不可避というとき、合併・経営統合のみなのかは要検討かもしれない。協同組織であれば中央機関との関係の整理(たとえば中央機関の代理業に徹するなど)、規模の経済性だけでなく密度の経済性・ネットワーク経済性の実現の余地はないか、ドイツのDZグループのような協同組織の各業態(信金・信組・農協等)の統合などの方向もありうるのではないか。本書では郵便局について「将来的に店舗網の大幅な統廃合は避けられないとみられるが、貸出機能が弱いだけに他の地域金融機関とは切り離して扱うことも可能である」(p.318)とするが、郵便局を銀行代理業の相手方として利用することで、営業基盤を確保することもありうるのではないか。郵便局には貯金業務の提供がユニバーサルサービスとして義務化されているからである。

それを踏まえて、地域金融研究に関心のある立場からは、以下の点でも望蜀的な課題が残ることを指摘しておきたい。第1は、協同組織金融機関の取扱いである。協同組織は、たとえば信用金庫に見られるように協同組織性・中小企業専門性・地域限定性という制約を持つ。初歩的なミクロ経済学的理解によれば、費用関数による効率性は利潤極大行動を反映するはずであるが、信用金庫は非営利・相互扶助をその行動特性にしており、短期的な利潤極大行動を前提としていない。この点は本書でも「信金は、通常の株式会社形式の金融機関と比べて異なった行動様式をとる余地が大きい。地域における金融活動は、通常の経済理論が想定するような、単なる市場性ないし短期的な利潤極大化行動として割り切って評価することは難しい。地域の企業は中小の先が主体で資金需要も小口であるほか、活動範囲も限られ

表 信用保証の状況 (2015年3月末)

	保証件数	保証残高 (億円)	中小企業向け融 資残高(億円)	保証残高対中小 向け残高(%)	1件当たり保証 残高(万円)
主要行	259,077	41,811	836,167	5.0	1,614
地 銀	992,702	103,282	726,115	14.2	1,041
第Ⅱ地銀	409,122	38,877	227,048	17.1	950
信用金庫	1,126,780	85,480	419,143	20.4	759
信用組合	159,432	9,268	65,421	14.2	581

(出所) 中小企業庁ホームページのデータ等から作成。

るといった制約だけでなく、経済外的な要因（地域社会・人的関係の動向等）の及ぼす影響が大きいことも考えられる」（pp.89～90）と正しく指摘している。しかし、分析は効率性にフォーカスしている。この点は、近年、内外の学術誌・学会発表などで見られる信用金庫に関する実証研究と共通である。^{*}すなわち、多くの研究と同様、生産関数・費用関数などの計測による効率性・生産性等に力点を置いた分析といえ、信用金庫の特性である非営利・相互扶助性という観点が十分に反映されないという懸念がある。強いていえば、短期的利潤極大が前提されており、非営利・相互扶助を実現するには長期的利潤極大行動が重要になるからである。とくに、信金等協同組織に適用される税制上の軽減措置等の正当性を明確にするには、分析結果には一定の留保が必要かもしれないからでもある。

第2は、公的信用保証制度の取扱いである。公的信用保証は1998年の特別保証以降その利用が拡大し、中小企業向け融資残高の14%超を占める時期もあった。その後、リーマンショックや東日本大震災もあってその利用は少なくなく、中小企業の3分の1が利用している。各業態とも融資先数と保証件数の比率を見ると、相当の高水準である。1先当たり複数の保証を行っているとしてもである。この信用保証

利用は金融機関の不良債権比率に影響を与えるので、経営効率の分析には無視できない要因である。本書の分析に付加されれば、より説得的であろう。信用保証を積極的に利用すれば、金融機関にとって信用リスクはほとんどゼロになるからである。2007年以降、責任共有制度が導入され、金融機関にとって信用リスクは8割負担であるが、緊急保証などは100%保証なので、信用リスクはゼロである。さらに、自己資本比率規制上もリスクウエイトは小さくなる効果もある。このような信用保証利用の効果は無視できないので、ぜひ今後の分析に付加されることが不可欠であろう。残高ベースで中小企業向け融資に占める保証協会利用の比率は信用金庫は20%、地域銀行で14～17%であり、その影響は無視できない。

第3は、協同組織の場合に重要な中央機関の取扱いである。協同組織の中央機関である信金中央金庫・全信組連・農林中央金庫は傘下の個別機関の経営の補完機能を有している。とくに資金運用および保険・信託・証券・保証等の各種補完機能を持つので、個別機関の経営効率に与える影響が大きい。終章では農林系統への言及があるが、信金・信組についても同様で、全信組連が実施しているように、公的資金導入の受け皿機能も持つ。このような補完機能を分析に加味することは、本書の意義を高めるものといえ、終章に見られる地域金融システムの設計に関しては重要な要因と思料される。

(成城大学 村本 孜)

^{*} 一例として、以下を挙げる。George Assaf, A. and C. P. Barros and R. Matousek (2011) "Productivity and efficiency analysis of Shinkin banks: Evidence from bootstrap and Bayesian approaches," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35, No.2, Feb., pp.331-342. これは、主要行が統合されたこと、地域銀行の合併などが実証研究上制約になることなどの理由もあり、機関数の多い信用金庫が実証研究にふさわしいこと、事業地域限定があるので、金融市場の地域的セグメントの研究に適しているなどの理由によるものであろう。

三重野文晴著『金融システム改革と東南アジア——長期趨勢と企業金融の実証分析』

勁草書房, 272頁, 2015年

1990年代の東南アジアの経済発展と金融システムの特徴は、「アジアの奇跡」として注目された1980年代東アジアの延長線で捉えられがちである。こうした見方は、1997年のタイに始まる金融危機とその後の東南アジアにおける金融システム改革にバイアスをかけているのではないかと、本書は、こうした問題意識の下に、歴史的な分析と数量分析を組み合わせ、東アジア・モデルや先進国モデルと並列する東南アジア・モデルを提示し、金融自由化論に立つオーソドックスなアプローチの問題点を明らかにしようとする、意欲的な研究の成果である。

日本、韓国、台湾など、東アジアの経済発展を支えた金融システムに共通する特徴は、強い政府介入の下で銀行部門が工業化資金を供給する金融仲介チャンネルとして有効に機能してきた点にある。だが著者によれば、東南アジアの経済発展と金融システムは、それとは異質な歴史的構造を持つ。早い時期からの貿易網と金融活動の形成、相対的に遅い国民国家の形成と金融システムへの政府介入の弱さ、直接投資を中核とする外資依存による工業化プロセスである。こうした歴史的構造が、工業化と国内金融システムの間で深刻な「乖離」をもたらした。アジア金融危機を深刻化させた要因であった。だが、2000年代の金融システムも基本的構造は変わっていないという。

工業化と国内金融システムの「乖離」とは何か。東南アジアでは銀行部門は歴史的に製造業より貿易や金融活動との関連が強い一方、成長を主導する輸出製造業は外資導入に依存し、外部金融よりも自己資本や内部資本市場への拡大傾向を強めて、銀行部門への依存はむしろ限定的なものにとどまってきたという。資金の需要サイドに構造的な問題があるにもかかわらず、アジア金融危機後に共通して銀行から証券市場へのシフトやコーポレート・ガバナンス改革など、供給サイドに焦点を絞った金融改革が進められた。

その結果、アジア金融危機後の証券市場政策は、

上場利益を目的とする公開企業を増やしたけれども、それも内部資本市場を活性化しすぎず、社債発行の多くは金融機関やインフラ部門に集中して製造業の資金調達手段とはなっていない。危機からの再生も、輸出製造業の回復が金融システムの機能不全を収束させたけれども、銀行改革や証券市場改革が実体経済の回復をもたらしたわけではない。金融構造の特質について理解を欠いた金融改革は原理的に限界があり、企業サイドすなわち資金需要に対する取組こそが必要であるというのが、本書の基本的な結論である。

本書の内容を簡単に紹介しよう。第1章と第2章は、東南アジア分析について論点整理に当てられる。第1章は、1990年代の東アジア経済の問題点を要約し、それに対する金融改革の「ずれ」を強調する。企業の所有とガバナンスの不透明、商業銀行の金融仲介への過度の依存が金融システムの脆弱性をもたらしたという理解に立つ金融改革は、いずれも金融自由化論を基調とする制度改革である。歴史的に形成されてきた在来型金融システムと産業構造との整合性について十分な認識がないために、期待された効果を上げていない。最大の疑問は、金融システムの実態とくに企業金融の実態に関する基本認識にある。であるとすれば、東南アジア金融システム分析は、銀行・負債ファイナンスの実態、直接投資と資金調達、長期資金調達と証券市場の実態の吟味から始めるべきであるという。第2章では、こうした視点から東南アジアの経済発展における工業化と金融システムの間を展望する。外資主導の工業化が金融市場における市場の失敗を政府に代わって補完してきたという点で、東アジアとは決定的に基底構造が異なる点を強調している。

第3章から第6章は、タイとマレーシアを中心に東南アジアの企業金融の特徴を、上場企業のみならず非上場企業を対象とする聞き取り調査とマイクロ財務データを用いて丹念に検証しており、本研究の要である。第3章では、1960年代以降の経済成長と金

融成長との関連を明らかにする。商業銀行は、1980年代より前にすでに貿易・流通部門への資金供給の役割を果たしている一方、外資導入企業は本社主導の資金調達や外銀を通じた資金調達によって設備投資を実現している。銀行依存や負債への過度の依存という認識は支持されず、むしろ自己金融への偏重が特徴であるという。

第4章は、外国所有および企業公開と資金調達の関係について検証する。両国とも上位企業の相当な部分が非上場企業であること、銀行への依存度は低下傾向にあり外資出資比率の高い企業ほど銀行借入が不活発であることが確認された。これから、企業の証券市場への参加は、銀行借入と代替的ではなく、補完的であると解釈する。

第5章では、1990年代前半のタイ企業の取引所上場の決定要因を分析する。上場はむしろ内部資本市場の機能強化に使われており、証券市場が銀行の金融仲介に代わる資金調達の場ではなかったという結論を導いている。上場と内部資本市場の連動は、企業グループ傘下の企業でとりわけ顕著であるという事実は、興味深い。

第6章は、アジア債券市場の現状と課題に当てられる。アジア金融危機の直接的原因として通貨と期間に関する「ダブル・ミスマッチ論」が注目され、危機後の債券市場育成の理論的基礎となっている。これに対しても筆者は、東南アジア金融システムの特徴を配慮しない自由化論として疑問を投じる。危機からの回復過程を見れば商業銀行はむしろ輸出製造業部門への関与を弱め内需部門に大きくシフトし、社債市場の成長はインフラ部門などに限った限定的なものでしかない。債券市場の育成に重要なのは、自己金融に依存している企業がどのような条件下で債券ファイナンスに取り組むべきか、資金需要への構造的対応であるとする。

第7章は、2000年代の環境変化に対応する金融システムの変容について論じている。結論的にいえば、東南アジア金融システムの基本構造は変化していない。銀行の金融仲介はむしろ後退して国内の消費や不動産への関与を強め、証券発行による資金調達は大規模企業に偏り、企業金融は自己資金への回帰を強めている。「東南アジアにおける金融システムと工業化過程の乖離は、この10年でむしろ深刻化」しており、「東南アジアの金融システムを規定してい

るのは投資家の資金供給チャネルの側ではなく、企業の資金需要の構造にあることを強く示唆している」と結論づける。

本書の分析アプローチの特徴は、歴史認識に基づいて実体経済の成長との関連で金融の機能を捉えること、東南アジア在来の金融システムの特徴を、徹底した長期企業データ数量分析により明らかにすること、の2点にある。強い問題意識、切り口の明快さ、徹底した実証主義という点で優れた研究である。だが明快であるがゆえに、少し単純化にすぎない点があるのではないか。

第1に、東南アジアの金融システムの特徴を、銀行、証券市場、内部資本市場に大別して分析しているが、1997年金融危機以前の東南アジア金融システムの1つの特徴は、ファイナンス・カンパニーの急成長にある。拡大する資金需要に対して預金機関である銀行部門の限界から、各国政府は競ってノンバンク経由のチャネルを自由化した。ファイナンス・カンパニーの多くが銀行関係会社であった。銀行のプレゼンスを銀行信用にのみ結びつけることは妥当だろうか。非銀行負債は、内部資本市場取引や企業間信用のみだろうか。非銀行負債の中身を精査し、銀行とノンバンクとの関連から内部金融市場や企業間信用を分析する必要があるのではないか。

第2に、経済発展と銀行機能に対する見方は、やや一面的に見える。1990年代の東南アジアの経済発展は、急速なグローバル化に組み込まれる過程であり、国内金融システムの発展がそれに追いつかなかったことは紛れもない事実である。だが、東南アジアの工業化プロセスは、急速に拡大するグローバルなビジネス・ネットワークとサプライ・チェーンの一環として捉えなくてはならない。東アジアと東南アジアの金融発展の違いは、グローバルな企業金融環境の違いによるところも大きいのではないか。他方で、2000年代後半における消費者金融の増加は、経済発展がもたらした新たな資金需要の発生であり、資金需要の変化に国内銀行の供給行動が対応したことは、もう少し評価されてもよいのではないだろうか。経済発展が進めば、製造業への資金供給機能だけでなく、銀行活動自体が多様化するのとは当然と見ることでもできる。

第3に、グローバル金融危機後の市場基盤やガバナンスの強化を重視した金融改革は、不十分とはい

え、より需要構造の変化に対応する方向に向かっていると評価してもよいのではないか。著者が指摘しているように、証券市場がインフラ・ファイナンスに一定の役割を果たすようになったこと、消費部門や消費者金融部門が社債発行の担い手となってきていること、東南アジア諸国が潤沢な自己資金を用いて先進国企業との業務提携や技術獲得を目的にするM&Aを活発化させていることで、証券市場の役割は広がっているのである。

アジア金融の現状と今後の動向については、各国経済の特質と発展段階に加えて、グローバルな金融システムの構造変化の中で捉える必要があるだろう。このとき、資金需要の特性と変化を把握したうえで、供給面での改革を論じるべきという著者の視点は決定的に重要である。経済発展と金融発展に関心を持つ方々にお勧めしたい優れた研究書であり、今後の研究の発展が期待される。

(早稲田大学 首藤 恵)

村本孜著『信用金庫論——制度論としての整理』

きんざい, 376頁, 2015年

本書は、協同組織金融機関分析における第一人者の村本孜氏による300ページを超える労作である。内容は信用金庫が中心であるが、一般向けの信用金庫に関する説明だけでなく、協同組織金融機関の理論的、制度的、および実務的な問題を網羅した、詳細な解説付きの研究書である。

第1章は地域金融機関や協同組織金融機関とは何なのか、ということと、永年蒸し返される「銀行との同質化」問題、そして同質化の存否を判断するために中小企業向け貸出や中小企業向け取引の実態について考察している。ここでは、銀行と協同組織金融機関は提供するサービスの種類がほぼ同じであるという点で外見的同質化はあるが、取引先規模や質は同質化していない、という信用金庫の存在意義にかかわる点が主張されている。

第2章と第3章は「相互扶助」に関する議論がまとめられている。第2章は相互扶助性に関する法的・歴史的な裏付け、すなわち相互扶助の制度面についての説明が整理されている。続く第3章は信用金庫の存在の理由を各種の理論を取り上げて検討する。はじめに相互扶助については、内部補助の理論や保険の理論で説明し、次に協同組織性をクラブ財の概念で説明する。続いて密度の経済性やネットワークの経済性に依拠して、信用金庫の狭域高密度戦略を説明している。最後に、金融排除問題のように市場主義だけでは社会が成り立たないという理由で協同組織金融機関の必要性を考えている。

第4章と第5章は信用金庫の小史となっている。

第4章は「信用金庫の淵源」と題する協同組織金融機関の小史であり、1800年代の日本、イギリス、ドイツ等の協同組合の誕生から1951年の信用金庫法成立までを概観している。第5章は信用金庫が成立してからの制度の変化の流れを、1967年の金融制度調査会から2009年の金融審議会までの多くの答申を軸として概説している。

第6章は「信用金庫の税制」と題して、いわゆる協同組織に対する「軽減税制」の問題を扱っている。軽減税制となっているのは、法人税法で協同組合の税率が低く決められているからであるが、そのような形式的な結論で思考停止するのではなく、小規模事業者や消費者の相互扶助というミッションを果たしているかどうかで考えるべきだという。そして、信用金庫の軽減税制の歴史的な流れを概観したうえで、軽減税制を是認する根拠として、内部留保充実のため、中小零細企業の相互扶助のため、地域密着のため、の3点を挙げている。次に、世界的には、協同組織金融機関に対し何らかの軽減税制が存在する国は少数派になっていることが説明され、それらの国、すなわちイタリア、スペイン、ポルトガル、イギリス、アメリカ、そして日本について説明している。

第7章は、信用金庫からやや離れるが、株式会社よりも協同組織に類似していると考えられる相互会社の問題について、信用金庫の議論に応用可能な点について取り上げている。具体的な内容としては、相互会社のガバナンス、日本およびアメリカにおけ

る相互組織銀行（S&L など）、保険会社、そして信用金庫の株式会社への組織変更についての説明と問題点が示されている。

第8章から第10章までは、2008～2009年の金融審議会での討論で深く議論された問題について詳説している。まず第8章は信用金庫のガバナンスについてであり、初めに相互銀行や協同組織のガバナンス構造が説明され、これらの組織では利用者と所有者が等しいという点で、理論上、株式会社に比べてステークホルダー間の利害衝突が少ないはずだ、としている。続いて、金融審議会で報告された宮村の信用金庫の最適規模とガバナンスの議論、そして家森信善氏により報告された信用金庫の業務の特性や理事の数から考えられるガバナンスの議論を詳説している。

第9章は信用金庫の地区に関する議論が示され、初めに地区制限の仕組み、歴史に関する議論をまとめている。その上で、神吉正三氏による地区制限に対する否定的な議論を丁寧に紹介している。神吉氏の議論の骨子は、現代において地縁は人的結合と関係がなくなってきており、その結果、地縁を根拠とする地区制限は人的結合のメリットを享受できず、反対に制限のデメリットだけが残る、というものである。この主張に対し、著者は、顧客と顧客の間の人的結合はともかく、現代においても地区制限のある金融機関の職員は顧客との間に地縁的な人的結合が生じ、これが信用金庫のビジネスモデルとして確立しているリレーションシップバンキングにつながっていると指摘している。

第10章は中央組織・中央機関と題し、主に信金中央金庫について、信用金庫のセーフティネットである「相互援助資金制度」や「経営力強化制度」と信金中央金庫（旧全国信用金庫連合会）の関係、他業態の中央機関との比較、そして実際に行われた支援について丁寧に説明している。その後、長期的な課題として、著者は、信金中央金庫と各信用金庫との現状の正式な関係が任意な契約ベースによる関係にすぎないため、将来的な安定性に不安があるので、仕組みに関する何らかの変更をするのがよいかもしれないこと、さらに、信用組合は預金業務に制約があるため、信用金庫に業態転換することが望ましく、そのためにはトップの中央機関から統合するのがよいのではないか、と主張している。

第11章は、「市場経済・市場主義・グローバリズムと株式組織・協同組織」と題し、協同組織金融機関は地域の中小企業や個人に取引先を縛られているため市場原理で行動できないが、この点で市場経済・市場主義・グローバリズムから漏れた市場の失敗に対応していること、中小企業再生機能、生活基盤支援機能、地域金融支援機能、コンサルティング機能を発揮する点でソーシャルイノベーションの担い手の1つであることが指摘されている。

第12章は「繰り返される課題」と題し、信用金庫に関する過去から現在まで、常に議論となっている話題について解説している。まず、第1章で言及した「銀行と信用金庫の同質化論」であるが、著者は、地方銀行と似ているように見える大規模信用金庫であっても、融資対象を見ると銀行よりも小さいところばかりであるという点で、質的な違いが大きいことを指摘している。次に「会員制度の形骸化問題」があるが、これは、専ら融資を受けるために借手手が会員になるが、会員であることは融資以外にメリットがあまりないから会員としての意識が高まりにくく、また、このためもあって、会員によるガバナンス機能があまり働かないのではないかと、という問題のことである。著者は、各信用金庫は会員を組織して各種のイベントを行うなど会員制度を有効に機能させようと努力していると指摘してはいるものの、会員制度がなくてはならないものであるとまではしていない。会員のガバナンス機能については、そもそも借手手である会員が総代になっても経営者に厳しい意見を主張することができるのかといった問題や、他にもいくつかの問題があるので、総代の選出方法について改善が必要であり、たとえば会員外からの選出も必要であると主張している。

第13章「結び——信用金庫の存在意義の確認」では、信用金庫ならではの存在意義について、なぜ協同組織金融機関が必要なのか、という質問に関する複数の理論を検討する。まず最初に、信用金庫に要求される自己資本比率が低いことや、信用金庫の目的が利潤極大化ではなく企業育成・企業存続支援であるから、たとえば危機のときに融資を直ちに引き上げたりしないという点で、信用金庫にはBIS規制がもたらす「プロシクリカリティ」を緩和する効果、すなわち、中小企業金融を安定化する効果があることを指摘する。次に、ゲーム理論のシュタック

ルベルグ均衡の概念に基づき、市場において信用金庫がシュタッケルベルグ・リーダーとして行動することにより、協同組織金融機関と株式会社組織銀行の両方からなる金融システムは株式会社組織銀行のみからなる金融システムよりも社会的厚生を高めうることを指摘する。その後、分析は法的側面に及び、大陸法と英米法の違いによる金融制度や効率性の違いや、金融制度の国際比較分析における日本のシステムの特徴を議論する。最後に、神田秀樹氏による、他国では一般的である、組織（株式会社か協同組織か）と業務との間のリンク（協同組織なら中小企業・個人専業という業務とのリンク）を切り離して、

たとえば中小企業金融専業であっても、株式会社と協同組織のどちらでも選べ、業務に関する規制はどちらの組織でも同じにすべき、という議論について、協同組織のガバナンスの弱さや軽減税制の問題と絡めて議論している。

本書は、信用金庫にかかわる問題点の多くをまとめて知ることができ、信用金庫という組織やミッション、将来の方向について客観的に理解することができる。信用金庫を含む協同組織金融機関の研究者、学習者、信用金庫経営者等の役職員にとって、必読書といえよう。

（東洋大学 宮村健一郎）

浅井良夫著『IMF 8 条国移行——貿易・為替自由化の政治経済史』

日本経済評論社、527頁、2015年

1964年といえば東京オリンピックの年だが、金融経済史の観点からはそれ以上に、IMF 東京総会が開催され、日本が経常取引にかかわる為替制限を撤廃し、IMF 8 条国に移行した年であった。本書は、著者（浅井）が、2014年に編著者として上梓した『戦後 IMF 史——創生と変容』に続いて、日本の 8 条国移行に至る、経済金融情勢と国際金融関係当局の行動の相互連関を詳述した労作である。

著者はまず序章で、ブレトンウッズ体制と区別して、「市場と社会との『妥協』にもとづく戦後国際経済秩序を体现した」、変動相場制移行後も継続する「ブレトンウッズ秩序」という造語を紹介する。この概念が通奏低音として貫かれることで、本書は単なる訓詁学を超え、現代の国際金融界にも重要なインプリケーションを与えるものとなった。

本書は 3 部からなり、第 1 部は日本が単一為替相場を設定して、IMF に加盟しブレトンウッズ体制に包摂される 1952 年までを扱っている。

第 1 章は 360 円相場の設定を巡るクロノロジーだ。ヤングレポート（1948）と、それを受けた米国政府と在日連合軍司令部（SCAP）の対立等を経て、330 円案から 360 円へと至る関係者間のダイナミクスが描かれている。360 円レートが当初から過大評価だったという通説が批判的に検討されているのは多くの読者にとって新鮮な指摘だろう。一方、ポンド

切下げ後円レートが明らかに過大評価となっていく過程で米国が円切下げを提唱し、日本政府が抵抗したという事実は、「円高阻止」がデフォルトとなっている昨今の風潮を考えると興味深いエピソードである。

第 2 章は戦後の為替管理制度のレビューであり、貿易・為替の一体管理、外貨集中制度、といった基本原則を確立した外為法、外資法の成立に至る動きを詳述している。特に注目されるのは、為替管理権限を巡って SCAP および SCAP が設立した外国為替委員会と、大蔵省、通産省との間で展開した貿易為替の管理権限を巡る激しい対立があり、その過程で加盟前の IMF もアドバイザーとして大きな役割を果たした（ムラデク報告）という事実だ。

第 3 章は日本の IMF 加盟を取り上げる。加盟に際して国内にはブレトンウッズ体制に関する基本哲学の対立（金本位アプローチとケインズ主義）があったという指摘は重要である。「ブレトンウッズ秩序」という見方をとれば、この哲学対立はいまだに解消されておらず、頻発する金融危機のたびに蒸し返されている。しかし具体的な加盟交渉に入ると、日本の出資比率（クォータ）を巡る関係者間の激しい駆け引きの中で、そうした哲学論争は忘れ去られていった。これは国際機関外交における冷徹な現実であろう。評者（吉國）自身、1987 年から 90 年にかけて

て日銀から IMF 日本理事室に出向し、日本のクオータを米国に次ぐ単独 2 位に押し上げるという「国策」プロジェクトに関与し、既得権を守りたい欧州諸国代表とのつばぜり合いをした経験がある。それだけに、この部分の描写は他人事とは思えない。

第 2 部は、西欧主要通貨の交換性回復以前、世界の通貨圏が分断されていた時期（1952～58年）における日本の為替貿易政策の推移を外貨危機という切り口で捉えている。

第 4 章では、朝鮮戦争特需とその反動でもたらされた外貨危機への対処の過程でとられた様々な措置（ドル・ボンドスワップ、IMF 借入、マクロの引締め、輸出振興外貨制度等）が描かれる。評者にとって興味深かったのは、IMF エコノミストだったナーヴェカー（P. R. Narvekar）が日本の国際収支状況を分析した論文が取り上げられていることだ。ナーヴェカーは、評者が前記 IMF 出向時にはアジア局長としてカウンターパートであり、その後 IMF 生え抜きとして初めて副専務理事に上り詰めた、日本の国際金融関係者にとってなじみの深い人物である。

第 5 章では、この時期の為替貿易状況にとって重要なスターリング地域とオープン勘定地域が取り上げられている。主要通貨の交換性がない中で、日英支払協定をはじめとする様々な双務支払協定の存在と、IMF が進めた多角的決済原則との矛盾は、英国の経済危機、金融覇権凋落ととも解消に向かう。その中で欧州が独自の決済同盟構想（EPU）を推進し、BIS を巻き込んで地域主義の通貨政策を展開した。著者は、「これは IMF を中心とするグローバリズムの貫徹であると同時に、西ヨーロッパ諸国が……保護主義的な成長を達成した結果でもあった」と指摘する。一方、日本が提唱したアジアの決済同盟（APU）構想はアジア諸国の支持を得られなかった。ドイツと EPU の関係が、日本と APU の関係とは大きく異なっていたと著者は指摘し、その背景となる日本とアジア諸国の決済問題を詳述している。その後紆余曲折を経つつも通貨統合を達成した欧州と、いまだにドルの影響下にあるアジアの差をもたらした 1 つの要因がこの時期の決済問題への対処であったことが浮き彫りにされているのである。

第 6 章では、欧州通貨の交換性回復、わが国の GATT 加盟という環境変化の中で、日本の通貨当

局の対応が焦点となる。国際収支の好転を機に外貨準備の適正水準を巡る議論が成長論争との抱き合せで活発化し、GATT 加盟と前後して米国等主要国との貿易摩擦が生じるようになった。しかし 1957 年、国際収支の悪化から外貨危機が生じ、IMF・米輸銀（EXIM）借入、それに伴う国際収支対策としての金融政策、財政政策の発動といった一連の措置が発動された。結果として国際収支状況は急速に改善し、IMF 借入の全額期限前返済が可能になった。この過程で IMF の日本への評価が高まり、59 年の IMF 増資で日本のクオータの大幅増額につながった。本章以降、当時の IMF を率いていたペール・ヤコブソン専務理事と配下の IMF 幹部に関する記述が増えてくる。ヤコブソンは IMF 中興の祖として現在に及ぶ IMF の政策思想を確立した。著者は前記『戦後 IMF 史』で「ヤコブソンとその時代」に相当する章を執筆しており、本書と合わせて読むことをお勧めしたい。

第 3 部では、以上のような蓄積の上に日本が IMF 8 条国移行、OECD 加盟を果たし、国際経済社会の重要な一員に復帰していく過程が描かれる。

第 7 章、交換性回復から IMF 8 条国への移行へと動く欧州の動きに対して、当初は消極対応だった日本が、IMF、米国、GATT 等から自由化を迫られ、貿易・為替自由化計画大綱の策定、非居住者自由円創設（60年 7 月）へと動いていく。自由化等の構造改革に関する日本当局と欧米主要国政府、国際機関との対立という今日にまで続く問題の芽生えがこの時期にあったことが如実にうかがえる章である。

第 8 章では、こうした自由化の進展を背景に起きた 1960 年代初めの短資流入が、日本経済の国際収支制約を緩和し、高度成長に貢献する一方、貿易・為替自由化への機運が一段と高まっていく。とりわけ、国際収支の悪化を背景に米国からの自由化要求が強まり、こうした中で IMF 8 条国移行が徐々に具体化していくこととなった。61 年の IMF コンサルテーションでは、政府が IMF や米国に働きかけて自由化の一層の進展と引換に 8 条国移行勧告を猶予させることに奏功するが、その過程で関係者間にも近い将来の移行を受け入れる機運が生じてきた。その後再び外貨危機が発生し、IMF 借入、EXIM、米銀 3 行借款といった対策が発動され、政府の政策も内需から輸出振興へと重点が変わっていった。

そして第9章では外貨危機を迅速に乗切った日本が、いよいよ国際金融の表舞台に登場していく姿が描かれる。62年コンサルテーションで8条国への移行、90%の貿易自由化といった勧告を受け入れ、GATT11条国（国際収支上の理由での輸入制限不可）に移行した。自由化は渡航、投資収益等の貿易外取引に拡大され、これがもう1つの国際機関OECDへの加盟につながっていく。さらに日本はIMFの一般借入取決め（GAB）、OECDのWP3といった先進国グループのインナーサークル加入を認められた。64年のIMF東京総会は、こうした日本の国際金融界での復権を象徴するイベントとなったといえよう。

以上のように本書は1949年の360円相場設定から、64年の8条国移行に至る15年間の歩みを詳細に記述している。特に評価すべきは、著者が前著『戦後IMF史』で示した手法を日本に応用していることだ。すなわち近年公開が進んだ、14条コンサルテーションの記録をはじめとするIMFアーカイブの膨大な1次資料や、同時期の公的機関（日米の政府・

中央銀行、OECD、BIS等国際機関）、さらには学界や民間の諸資料も加え、8条国移行というテーマに関連するあらゆる材料が検討されている。巻末の100頁を越す脚注はその膨大な作業の集大成であり、専門の研究者にとって貴重なガイドになるだろう。

この大著を読み終わって感じるのは、冒頭述べた「ブレトンウッズ秩序」という概念がいまだに生き続けていることである。8条国移行の後、変動相場制移行、プラザ合意、欧州通貨統合、さらには新興経済圏の台頭と頻発する金融危機という激動の国際金融史は、本書で論じられた様々な課題が、シジフォスの神話のように蘇り続けた歴史であった。

「グローバル化の下で金融システムが不安定さを増す中で、国内の経済発展・社会安定の確保と国際金融の安定を実現する新たな国際システムの構築への動きは、いまだに模索段階にとどまっている」という本書の最後の記述を、国際金融関係者は拳拳服膺していくべきだろう。

（金融広報中央委員会 吉國眞一）

池尾和人・大野早苗編著『コモディティ市場と投資戦略——「金融市場化」の検証』

勁草書房、328頁、2014年

本書は、資産運用の観点から、金融市場化するコモディティ市場に関して多面的な検討を行っている。特に次の2つの争点の検討を中心に、金融市場化する近年のコモディティ市場について分析している。1つは、2002年以降のコモディティ価格の上昇が経済のファンダメンタルズの変化を反映したものなのか、それともコモディティ・インデックス投資家などの新たなプレーヤーによる投機的な資金の流入によるものなのかという点である。もう1つは、金融市場化の結果としてコモディティ価格と株式等の伝統的な金融商品の価格との間の相関が高まったのかどうかという点である。以上、2つの争点から、コモディティ市場について分析している。

本書は、次の4部構成からなっている。第1部「コモディティ市場の全体像」（第1章と第2章）、第2部「進展する金融市場化の検証」（第3章から第6章）、第3部「価格形成のモデルと実際」（第7

章から第9章）、第4部「コモディティ規制の潮流」（第10章と第11章）である。

第1部は、わかりやすくコモディティ市場の現状に関して概観している。第1章「世界のコモディティ市場」では、まずコモディティ市場の特徴を金融市場と対比しながら説明し、次に指標価格を形成している代表的な市場について、コモディティと取引所という2つの切り口から概観している。コモディティについての基礎知識についてわかりやすく説明され、コモディティに関する知識がなくてもこの章を読むことで次章以降を十分に理解できるよう配慮されている。

第2章「コモディティ投資戦略」は、コモディティを利用した投資戦略に関して解説している。コモディティ投資戦略では、収益源泉の多様さから、ヘッジファンドの運用手法が適していること、高いボラティリティを利用し、より積極的なアクティブ運

用を行うことが望ましいことを説明している。また、コモディティ投資の基本的なメリットは、他の資産クラスとの低相関にある。ここではコモディティの運用において、アクティブ戦略が適した戦略であると結論づけている。

第2部では、先にあげた本書の2つの争点について検討している。つまり、この第2部が本書のハイライトである。各章の論者によって見解は分かれているが、各章を通してコモディティ価格の上昇に対して、金融政策や投機的取引などの金融要素の影響が、強弱の程度は異なるものの、認められることが示されている。第3章では、金融市場化の動きについて確認したうえで、構造VARモデルに基づいてコモディティ価格や米国株価の決定要因を検証している。その結果、コモディティ価格や株価に対するTED（インターバンク市場における流動性逼迫の度合いを示す指数として用いている）の影響が2001年以降拡大していることが確認されている。しかし、コモディティ価格や米国株価に対する世界実需の寄与も拡大する傾向が見られる。

第4章と第5章では、原油市場に着目し、やや対照的な結論を導いている。同じ原油市場の価格上昇を対象に、異なる仮説を検証し並列しているところに、あえて統一性をはからない本書の特徴が表れているといえるだろう。

第4章「高騰する原油価格の要因分解」では、実物需給要因だけでは説明のつかないミスプライスが生じていたと主張されている。石油需給に基づく原油価格をいくらか見積もるかには、さまざまな議論があり、今回の原油価格高騰は実物需給要因のみによるとの主張も少なくなかった。ミスプライスが価格を押し上げているなら、問題は深刻であり、実物を消費するコモディティの場合、実物需給から外れた高値は実体経済に不必要な負担をもたらすことになる。

これに対して、第5章「グローバル経済の動向とコモディティ市場」では、2000年代は新興国のコモディティへの旺盛な需要が価格を押し上げていたこと、2000年代に入って米ドルの通貨価値が大きく低下したことも、名目上のコモディティ価格を押し上げる要因と考えている。そこで、コモディティ価格に与えた影響について、①原油価格と、②原油の需給動向、および③米ドルとの関係性を、共和分析

により考察している。分析の結果、これら三者の間には長期的な均衡関係がおおむね成立することが示された。このことは、原油価格の基調的な動きはファンダメンタルな要因で説明可能であることを意味している。

以上からわかるように、第4章と第5章では、一見まったく異なる結論が導かれている。これについては、両著者の見解を聞いてみたいと思われた。

第6章「コモディティは金融市場化したのか？」では、コモディティ市場の金融市場化の広がりほどの程度のものか、またそれに伴う影響として留意すべき点は何かについて検討している。その結果、コモディティの金融市場化は限られた現象、つまり「コモディティ・インデックスの金融商品化」であることを報告している

第3部は、おもに価格形成モデルのサーベイが行われている。このうち、第7章「プライシング・モデルの展開」で、コモディティに関する価格付けのモデルの発展をサーベイし、第8章「長期的な相互関係を考慮したコモディティ価格モデル」において、近年の最先端の研究を紹介している。

第7章「プライシング・モデルの展開」では、コモディティ先物価格に関するファイナンス・モデルをサーベイしつつ、研究の変遷をまとめている。まずコンビニエンス・イールドの説明を行い、先物カーブの特徴やスポット価格の特徴等を紹介し、その上で、これらの特徴を表現するファイナンス・モデルを紹介している。モデルは構造型と誘導型に分類可能であり、ここで紹介されているモデルは、誘導型モデルのうちコンビニエンス・イールドを含むモデル（状態変数モデル）やその発展形モデル（潜在変数モデル）等のほか、電力スパイクを表現するモデルである。本章を読めば、この分野の研究の流れがおおよそ把握できる。

第8章「長期的な相互関係を考慮したコモディティ価格モデル」では、コモディティ価格モデルに関する近年の先端研究を紹介している。まず、コモディティ価格の特性をコンビニエンス・イールドに注目して解説し、それを表現する標準的モデルを紹介している。次いで、摩擦のない市場において、価格間の長期的な相互関係を共和分で表し明示的に導入したモデルを紹介し、共和分の価格への影響について議論している。最後に、これを摩擦のあるコモディ

ティ市場に統合して価格間の共和分を導入したコモディティ価格モデルを紹介し、コモディティ・スプレッド・オプションを例にその影響を議論している。

第9章「金先物市場の流動性と効率性」では、東京工業品取引所が2010年に行った夜間立会の取引時間延長が、市場の流動性と価格の効率性にプラスの効果をもたらすことを報告している。

最後の第4部では、コモディティ市場にかかわる規制政策の内外における動向について取り上げている。第10章「コモディティをめぐる国際的規制動向：背景から見る規制」では、コモディティ取引の規制・監督における国際的ルールとして、証券監督者国際機構が策定している「商品デリバティブ市場の規制および監督に関する原則」および「石油価格報告機関に関する原則」について、その策定に至るまでの背景をNYMEXのWTI原油価格の動向や、アメリカにおける規制緩和と見直しの変遷、相場操縦に対する法執行の歴史を概観しながら明らかにしている。本章から、コモディティ市場に関する国際的規則体制が、どのような変遷を遂げているかを見ることができる。

第11章「わが国の規制動向と総合取引所構想」では、株式、債券、金利、通貨等を原資産にするデリバティブとは別の規制の下にある日本のコモディティ市場の制度的枠組みの問題について考察している。

日本のコモディティ市場は金融市場化の流れに完全に取り残されてきた。そこで、同一の取引所においてコモディティのデリバティブと、証券・金融のデリバティブを一体的に取り扱う総合取引所の必要性を主張している。

本書は、編者の意向により、各章の著者の意向を最大限に尊重し、意見や見解の変更はあえて求められていない。よって、各章で示されている立場や見解がそれぞれ異なる。特に第2部であるが、このことが本書の最大の特徴となっている。コモディティ市場を対象に、異なるアプローチで異なる結論が導かれているとしても、改変を求めず、1本の研究書に収められていることに意味があるのだろう。ただし、各章が完全に独立しているのではなく、「何章ではこういった見解であるが、ここでは次のように考える」と各著者同士の見解があればさらに他の研究者にとってもさらに興味深い研究書になっていたのではないだろうか。おそらく研究会ではそのようなやりとりがあったであろうことが予想され、ふとそのように思われた。なにせよ、本書はコモディティ市場の基礎から、現状、先端の理論、実証分析、制度までを網羅した研究業績として評価されるべきだろう。

(青山学院大学 皆木健男)

前田淳著『アメリカ国際資金フローの新潮流』

蒼天社出版、182頁、2015年

本書は、アメリカの国際資金フローの構造がどのように形成され、どのように維持されてきたのか、さらにそれはどのように変化を遂げつつあるかを解明しようとする試みである。分析期間は1980年代初頭から始まるおよそ30年にわたり、ドル体制を支えてきた資金フロー構造を系統だった議論によって究明するスケールの大きな研究を取りまとめている。アメリカの国際資金フローはドル相場、アメリカ金利、さらにアメリカからの投資国に影響を与えてきたばかりでない。資金フローに構造的な変化が起これば、ドルの基軸通貨としての機能、世界各国の経済に影響する可能性があるという問題意識から分析

が行われている。国際資金フローの先行研究は、その焦点をアメリカの基礎収支から経常収支、そして経常収支赤字の結果である対外債務、および巨大化した資本フローへと移行してきた。ただし、国際資金フロー全般の構造と展開の究明はいまだ途上であり、本書は研究潮流の中の最先端の課題に取り組んでいると位置づけられる。

第1章は国際資金フローがどのように形成されたかを明らかにしている。1980年代前半に高金利とドル高を契機として出現した国際資金フローの原型は外国からアメリカへの資金流入において生じたことが特定される。その構造の特徴は民間部門の銀行債

務と株式・社債、および直接投資が資本流入の主たる中身であり、しかも、それぞれの項目が大きな額を示している点にあると指摘する。こうした資本流入によって、ドル高が維持され、国際競争力の低下と国内の不況に直面したアメリカ企業は対外直接投資を活発化させたという見方を提示している。その上で、この時期に形成された資金フローが2000年代の対外投資構造の発端となったという思い切った仮説が提出されている。

第2章はアメリカへの資本流入がなぜ続いたかについて分析期間を2006年までに区切りその要因を究明している。まず、民間レベルの資本流入については他の先進国との金利差が重要な要因であることをデータから確認している。さらに、2000年以降の円キャリー取引をインパルス応答関数で分析することによって、金利差や直物為替レートとともに円ドルレートの予想が円キャリー取引に影響していることを観察し、円ドルレートの安定性が日本からアメリカへの資本流入を増加させていたと主張する。次に、公的レベルの資本流入については、アメリカの旺盛な輸入によって途上国が大量のドルを獲得し、公的準備という形でアメリカに資金を還流させてきたこと、そして、多くの国が対ドルで為替レートを安定させようとしていたことから、基準通貨・介入通貨・準備通貨といった公的国際通貨としてのドルの機能が資本流入の要因だと指摘している。

本章はアメリカへの巨額の資本流入が複数の要因が作用し合って形成されてきたことを計量的手法によって明示しており、さらに、民間レベルと公的レベルに分別して整然と流入要因を明らかにしているため国際資金フローの構造解明に大きく貢献したと評価できる。ただし、欧州からの資金流入についても円と同様のレベルの分析をすることで、日欧の比較によって新たな知見がもたらされることが期待される。また、投資の受け皿としてのアメリカ金融市場の優位性についての考察によって資金流入構造を多面的に分析することも可能であろう。

第3章はアメリカの対外投資の構造が形成された経緯と要因を2007年までを分析期間として探っている。対外投資の特徴は1990年代後半から株式形態での資本流出が拡大し、2000年代に最大の投資形態となったことである。こうした構造は、まず、先進国からの直接投資が途上国の経済発展をもたらし、そ

の結果、アメリカから途上国への株式投資が展開されたと本書は説明する。この根拠として直接投資と対外株式投資の伸びとの順位相関が有意であることを提示し、直接投資による情報問題の軽減やシグナル効果が株式投資を助長したことを挙げている。その上で、対外投資は収益率が高く、投資額が安定的であり、リスク分散されているため国際資金フローを安定化させたと主張する。

本章は増加率の観点から途上国への株式投資に焦点を絞って分析しているが、シェアが大きい先進国とオフショアセンター向け投資への言及がなく、対外投資の構造を解明するという課題に対する究明としては均衡を欠いている印象を持った。また、実証方法については経済成長という媒介項があるにもかかわらず、直接投資と株式投資の伸びとに直接的に順位相関を適用していることは問題が大きい。さらに、内外収益率の格差、途上国側での金融市場の発展といった要因も同時に考慮した上で直接投資の貢献を測定しなければ仮説の論拠にはなりえないと考える。より慎重な論証が求められよう。

第4章は対外債務持続可能性への懸念を考察する際に真の問題はどこにあるかを議論の整理によって同定を試みている。対外負債問題の深刻化を2つの領域に分別し、まず、対外負債残高が巨大化する問題について2024年までの対外純負債残高の推移をシミュレーションして考察している。シミュレーションから、対外資産と対外負債のリターン率に3%以上の差が存続すれば対外純資産残高は縮小するという結果を得ている。しかし、2013年までの10年間にこのリターン率格差は達成されていないことから、対外純負債が発散する可能性があると判断している。2つ目の問題領域は資本流入側にあり、資本流入で経常収支赤字を埋め合わせられない事態や対米資産の保有が忌避される事態から問題が構成される。この問題領域について、財政問題に起因する資本流入の減少が長期金利や為替相場に影響する可能性、途上国の経済成長に伴う外貨準備としてのドル運用上の変化等のシナリオがまず検討される。その上で、金融上の持続可能性について6段階の区分を提出し、危機後の現段階を位置づけ、対外債務問題の諸段階を簡潔に整理している。

議論の整理によって、対外債務問題の核心を3点に同定したこと、対外債務問題が深化していく諸段

階を精緻化したことは今後の研究の見通しを良くし、検討の際の有用な枠組みを提示したと評価できる。ただし、シミュレーション結果から対外債務の維持に求められるリターン率格差を示すことには慎重を期す必要がある。リターン率は経済状況によって変動するものであるのに対し、過去の数字から外挿的に予想された値をシミュレーション期間において一定として対外純負債残高の経路が算出されている。他の要因を制御しないで実施された単純なシミュレーションの結果を過去のリターン率格差と比較して対外債務の発散の可能性を指摘した点は再検討の余地がある。

第5章はサブプライム危機後に国際資金フローの構造変化が起こったかについて究明すべく、対外負債残高の急激な縮小や資本流入の減少が見られるかを主要な論点として分析を進めている。金融市場の動向を調査するに当たり、市場における売りと買いとのバランスを考慮した不安定性の計測手法である2つのギャップ指標を採用して客観的な分析を試みている。変化が観察された点として、対外資産と対外債務の並行的縮小、アメリカの社債と政府機関債に対する大幅な投資減少、財務省証券への投資増加、民間有価証券の所有者の転換を指摘している。一方、危機前と同様の点として、直接投資と株式と財務省証券への安定的な資金流入が起こっていること、さらに、直接投資と株式の形態での対外投資には急激な変化が起こっていないことを挙げており、こうした点にアメリカの国際資金フローに安定的な性質を見出している。

危機後の国際資金フローに観察された変化が構造的なものであるか、それとも一時的なものにすぎないのか、について明確な答えが示されていない点に物足りなさを感じたが、分析期間が2011年までに区切られているため致し方ないと言わざるを得ない。分析手法については客観的な指標によって市場動向

を追跡している点は大いに評価できるものであり、本書に続く国際資金フローの分析にとって外せない参照点になろう。しかし、ギャップ指数の評価について、とりわけ政府機関債の動向を解釈する際に客観的な判定基準がなく恣意的であるため改善の余地がある。

終章は前章までの検討結果を踏まえてドルの基軸通貨性や国際金融システムに対して持つインプリケーションを提出している。ドルの公的国際通貨としての機能は中国等に集中して見られ、その機能を規定する対米貿易依存度が低下すれば公的国際通貨の地位も低下すると予想する。また、資産通貨の機能は財務省証券を除けば1990年以降はすでに低下したと評価している。一方、信認と流動性という側面からドルの地位が2007年以降に大きく揺らいだことを指摘しつつも、これが一時的な現象か、国際資金フローの長期的な収縮かは判断を保留している。ただし、危機後の金融規制の強化は財務省証券への国際的投資がある程度継続する可能性を示唆し、危機後もドルの基軸通貨性が失われる必然性が顕在化していない状況で、財務省証券への外国からの投資は要の問題になっているという認識を示している。

本書において詳細な分析の対象となったのは2011年までであり、それからすでに5年が経過している。さらに、サブプライム危機から数えるとおよそ10年が経過しており、国際資金フローについて危機後の局面を分析するための十分なデータが蓄積されている。国際資金フローに構造的な変化が生じているのか、新たな局面が出現しているとすれば、それは国際資金フローの歴史的展開の中でどのように位置づけられるのか、という本書で十分には検討できなかった課題について著者による更なる究明が待ち望まれる。

(山形大学 山口昌樹)

高屋定美著『検証欧州債務危機』

中央経済社, 250頁, 2015年

2000年代中盤に入り、世界の経済・金融において、大きく揺らぐ事態が起こることになった。サブプライム問題、リーマンショック、そして欧州での金融危機が発生する中で、ギリシャにおいて政府の債務危機問題が発生した。EU 以外の国への影響も懸念されたが、EU や共通通貨ユーロへの疑念なども惹起することになった。

評者(栗原)も EU 通貨統合の問題にはかねてから関心があり、2000年に『EU 通貨統合の深化と拡大』を上梓した。率直なところ、ファンダメンタルズの相違、財政政策への過度な依存や政策協調など、ある程度の疑念、懸念はあったものの、EU の存立にかかわるような問題が十数年の間に発生することは想定外に近かった。

現在、欧州では EU、さらにはユーロからの離脱を求める勢力が支持を広げつつある。2016年6月にはいわゆるブレキジット(Brexit)があり、英国の国民は EU からの離脱を選択した。12月にはイタリアで憲法改正が国民投票で否決され、レンツィ首相は辞任となった。フランスではオランド大統領が次期大統領選挙への不出馬を表明した。2017年にはオランダでの総選挙、ドイツでの連邦議会選挙を控えている。そして米国では、America first を唱えるトランプ新政権が誕生する。極右、あるいは極左とされる政治勢力が躍進しているのは、現政権への批判ということもあろうが、EU やユーロへの懐疑が強くなっていると捉えてもよさそうである。

いうまでもなく、各国の政治や経済には固有の経緯、歴史があり、一概に判断するのは危険であろう。しかし、グローバル化、ボーダレス化、フラット化、市場至上主義、自由化といった動きに対して、一般的にネガティブな動きが起こっているのは紛れもない事実であろう。著者はこうした現象が起こりうることを予知していたようにも思えるのだが、欧州債務危機の経過をしっかりと検証しておくことは、今後の欧州、あるいは世界経済の帰趨を占ううえでも必要不可欠である。欧州債務危機は、確かに2015年

のギリシャ政府による返済危機により再燃することにはなったが、2009年直後の問題はここ数年間比較的沈静化、むしろ終息の気配さえあった。欧州債務危機は、実体経済の回復の遅れもあったが、終焉していなかったと理解することもできる。具体的には、ユーロや市場統合への懸念、リスク性の高い金融商品やグローバルな取引への懸念、独自の金融・財政政策への強い回帰などは、今日の欧州、米国などで起こった問題と強く関係があったことは、ごく自然なことかもしれない。

本書は大部であるが、目的は一貫している。欧州債務危機に関し、原因、リスクの要因とその伝播を理論、実証的に検証し、そのうえで、原因、リスクを抑えるためのガバナンスの構築を検討、提起することである。欧州に関する邦語の文献は意外に少ないが、さらに類書にない、野心的な試みをした文献である。近年の欧州経済への正確な理解の一助になることはもちろんだが、他地域も含めて、今後十分に起こりうる可能性のある、債務危機などへの対応を含め、政策の含意性が高い文献でもある。

さて、章立てに従って、本書を見ていこう。

第1章「欧州債務危機の拡散と金融市場」は、欧州危機の推移を概説している序説的な章である。そして、欧州危機は、金融危機、債務危機、マクロ経済危機の3つを、欧州経済や世界経済に与えたマイナスの影響とし、経済面を中心とした EU のガバナンスの必要性を主張している。ユーロ圏、あるいは EU そのものの構築が果たして適切なものだったのか、本来あるべき「統合」とは何だったのか、あるいはどうすべきだったのか、読み手がここで考えをめぐらせるのもよいだろう。本章内の2007年以降の世界的な金融危機の分析についても、一般的な金融危機の発生原因として、参考にすべきであろう。

第2章「ユーロ圏金融市場と CDS スプレッド」は、クレジット・デフォルト・スワップのスプレッドを金融危機の指標として用い、長期金利に影響を与えたか否かを検証、現実を与える影響をその是非

を含めて検証している。分析の結果は興味深いもので、債務危機前、債務危機後において、明確な結果の相違が確認されている。債務危機後にすべての国において確認されたことは、著者の言う投資家のセンチメントを含めた、問題の根深さを表している。また、各国の債務の状況がスプレッドに影響を与えていたことも示している。単純に考えれば、緊縮的な財政政策が好ましいことになるのだが、それによる需要不足が不況を拡大、あるいは長期化させ、伝播をもたらす可能性もあり、その点についての分析、言及もなされている。世界的な低金利、財政赤字の中で、財政政策の政策効果については、研究者に課せられた大きな課題の1つである。評者はここで Minsky moment を想起した。

第3章「欧州債務危機と CDS 市場での伝染効果」は、クレジット・デフォルト・スワップのスプレッドの「伝染効果」を検証している。通貨危機の問題を検証する際、この伝染効果の分析は必要のものである。著者は、リスクの高いときに、リスクの伝染が金融危機を増幅させる可能性を示唆している。著者の指摘のとおり、リスクが高いときには金融商品の流動性が低くなり、リスクへ過敏に反応したことが読み取れる。市場の同質的な動きについても着目したいところである。伝統的な通貨危機の理論では説明できない事象が発生しているのかもしれない。

第4章「ユーロ圏の政府債務危機は伝染したのか？」は、政府債務の伝染効果を検証している。分析手法としては、VAR、なかでも誤差修正自己回帰モデルとインパルス応答関数が中心的に用いられている。通貨危機の伝染効果については、アジア通貨危機以降、急速に展開が図られ、優れた理論が誕生した。しかし、「債務危機」の伝染効果については、対象国が少なく、多くの検証がなされてきたとは言いがたい。著者は、欧州債務危機の発生後、ユーロ圏での財政収支の連動性が高まったこと、なかでも南欧諸国の財政赤字拡大が他のユーロ圏諸国の財政にマイナスの影響を与えたことを提示している。その要因としては、ファンダメンタルズ的な要因と金融市場での要因を挙げている。政策的な含意としては、ファンダメンタルズの向上と過度に投機的な動きを抑制することが考えられるであろうが、プルーデンス政策、そしてボルカールール、欧州各国での金融政策を敷衍したうえで、評価がなされている

点は、現実的にも示唆に富む。確実に言えるのは、従来のような対症療法的な施策で問題の解決を図るのは困難であろうことである。

第5章「欧州債務危機は実体経済を抑制したのか？」は、債務危機が実体経済に与えた影響を分析している。他の章が金融面、政策的な側面を重視した分析であるのに対して、本章は実物面に焦点を当てているのが特徴的である。具体的には設備投資の動きを各国ごとに分析し、設備投資が過去から景気循環、景気変動に強く影響を受けていることを確認したうえで、それが欧州債務危機時にどのような変化をもたらしたのかを検証している。結果としては、債務危機から発生したリスクが、債務危機にある国でさらなるマイナスの影響を及ぼしたことが示されている。興味深いのは、債務危機がさらに深刻になると、設備投資はリスクに対して反応せず、成長率の予想に依存するということである。リスクの上昇が設備投資を減退させるとその設備投資の減退が成長を阻害し、それが設備投資を減らすといった、いわば負の連鎖の式が成立するのである。当然のことながら、リスクをどこかで断ち切ることで、財政緊縮をどの程度まで行い、どの程度までリスクを押し下げることが求められるのかが、課題となってくる。構造変化に着目した点も斬新で特徴的である。

第6章「欧州債務危機と ECB の非標準的金融政策」は、金融政策の効果を検証している。分析手法としては、理論モデルに依拠したうえで、VAR モデルとインパクト応答関数である。日本、米国などでは、非伝統的な金融政策が施行されてきたが、欧州も例外ではない (ECB は非標準的 (non-standard monetary policies) な金融政策が施行されている)。ここでは、EU に特有の問題、なかでも個別の国への財政支援を原則禁じているという特有の事情、そして2014年から深刻化するデフレーションへの配慮をしたうえで、緩和策の実施には南欧諸国を含めた欧州諸国にメリットをもたらす可能性を示唆している。この財政支援の問題は、今後のEUの債務危機、そしてEUそのものの帰趨を占ううえで重要なファクターになりつつある。

第7章「欧州の経済ガバナンス改革」は、欧州が行ってきた金融支援フレームワーク、金融規制改革、財政改革について概説し、新しいEUの経済ガバナンスのあり方、なかでも「緊急財政基金」の創設と

条件付きでのデフォルトの是認を提案している。欧州、EUの国民には過去の戦禍を経て、結束が図られてきた。EU、そして先人たちが果たしてきた役割は多大なものであった。しかし、自国の利害を大きく犠牲にした取組みを行うことは、経済状況の悪化があまりにも大きく、困難な状況である。著者の提案は現実的かつ持続可能な施策として評価できるものであろう。

EUの銀行同盟には、一元的な金融機関の監督の役割や破たん処理のルールが含まれている。それにより、事後的だけでなく、事前的にも金融危機を一定程度回避させることは可能である。しかし、これだけ多くの資金が瞬時に世界を駆け巡る状況において、それだけで十分なのか。著者の述べるように、規制が求められているというのは妥当な論理的帰結と考えられる。また、通貨統合を（むしろEUとユーロ加盟国は一致しないが）財政同盟（いうまでもなく財政統合ではない）と併存させる施策は、喫緊にとるべきものなのかもしれない。

本書の構成、内容を章の順序に従い述べてきたが、本章（第7章）は独立しているのではなく、他章から導かれた理論的な帰結の章としても理解できるものである。そして、各章は近接する章と関連し、全体としてストーリー性のある構成になっている。読

者には、ぜひ章の順番に従って、読み進んでいただきたい。

著者の2011年の文献『欧州危機の真実』（東洋経済新報社）では、欧州金融危機に焦点を当てている。ERM危機、そしてアジア通貨危機を前提にされた分析であった。また、本書の中でも中心的な分析対象となった金融・財政政策については、2009年の『EU通貨統合とマクロ経済政策』（ミネルヴァ書房）をご高覧いただくとよい。いずれも精緻な分析がなされていることはこの本と変わらず、ぜひそれらをお読みになることをお勧めしたい。

理論的なバックグラウンドを背景として、統計・計量分析が用いられているが、推定方法は堅実で正確である。この分野に限らず、計量分析を行う研究者、実務家、そしてそれを将来志す方々にも大いに参考になるだろう。評者は最近、ファクトファインディングにとどまった研究が多いことに懸念を感じる。しかし本書での、ファクトから仮説を導き検証する態度、姿勢は同世代の研究者としても刺激になる。なかでも、現実の制度、歴史に裏付けられた分析には説得力がある。あらためて本書を強く推奨したい。

（愛知大学 栗原 裕）

フォレスト・キャビー著、イギリス金融史研究会訳
『イングランド銀行——1950年代から1979年まで』

日本経済評論社、1100頁、2015年

本書は、イギリス金融史研究会（訳者代表：小林襄治、幸村千佳良）による、イングランド銀行の正史としてのForrest Capie著 *The Bank of England* の邦訳である。イングランド銀行は、設立（1964年）以来の同行の歴史、過去の事業内容、そして意思決定に関する冊子、ファイルならびに個別記録等を所蔵している。これらには顧客と職員の間で取り交わされた覚書、同行の運営組織である取締役会議事録、地方の事業や産業の発展に関する地方支店からの報告、日々の業務状況、あるいは他国の中央銀行や政府との関係を詳しく記録したファイルが含まれており、機密性の高いものを除き原則として資料作成後30年を経過したものが順次公開されている。

同時に、こうした情報公開に加えて、同行は外部への委託の形でイングランド銀行の正史を作成してきており、これまでクラパム（John Clapham）＜対象期間1694～1914年＞、セイヤーズ（Richard Sidney Sayers）＜同1891～1944年＞、フォード（John Fforde）＜同1945～1958年＞によって取りまとめられてきている。本書は時代的には、これらの後を受けた形で、1950年代から1979年までを対象としている。

本書がカバーしている時期は、ポンド危機、石油ショック後のインフレーションの進行、国際通貨制度の固定相場制から変動相場制への移行、といった大きな環境変化が生じた時期であり、制度的には

1979年銀行法制定、1979年為替管理廃止、そして金融政策面ではバンクレートの廃止といった多くの変化を含んでいる。マービン・キング（Mervyn King, 2003～2013年イングランド銀行総裁）は本書の前書きにおいて、この時期を「われわれの経済史のなかでもっとも不幸な時期」と表現している。

英国における金融制度に関しては、1959年5月の『ラドクリフ報告書』がよく知られているが、本書はこのラドクリフ報告からその後のイングランド銀行の役割、業務、組織、そして大蔵省との関係等を、イングランド銀行の公表公文等を活用して、史実とその時々の関係者間のやりとりなどを詳細に記述した中央銀行史（全16章、1,000ページを超える大著）である。

本書の構成は以下のとおりである。

- 第1章 序と概観
- 第2章 1950年代のイングランド銀行
- 第3章 貨幣・金融の枠組みとイングランド銀行
- 第4章 1964年までのイングランド銀行の対外的責任
- 第5章 危機から「磔の苦難」へ
- 第6章 ラドクリフ以降の国内金融政策
- 第7章 その他さまざまな活動と成果
- 第8章 ポンド：切り下げからスミソニアンへ
- 第9章 競争と信用調節への道
- 第10章 競争と信用調節
- 第11章 セカンダリー・バンキング危機
- 第12章 銀行業の監督
- 第13章 貨幣量目標とマネタリー・コントロール
- 第14章 1970年代のイングランド銀行とポンド
- 第15章 イングランド銀行の業務の自由
- 第16章 結語

中央銀行史ということから、ほぼクロノロジカルに章を追って史実が整理されていく形になっているが、いくつか特徴的な点を挙げると、第1章において、キャビーは本書が対象としている期間に関する世界経済、英国経済の概観を整理するとともに、経済理論の変遷について解説を加えている。これは、歴史分析を行う上では理論的な考察を加えることが必要である、という考えに基づくものと見られ、いくつかの対立する理論について客観的に解説しつつも、そこに筆者が拠って立つところのマネタリスト的な立場、具体的には貨幣重視の考え方が色濃く出

されている。こうした貨幣重視の立場は、第3章などに見られるラドクリフ報告書に対する批判的な見解、あるいは第13章を中心とする金融政策における貨幣量目標の採用に対する肯定的な見解という形で貫徹されている。1970年代の石油ショックをきっかけとする世界的なインフレーションの昂進がきっかけとなって、学界においては貨幣の重要性に対する議論が高まり、また各国金融政策において貨幣重視の傾向が強まったことは事実であり、こうした中でイングランド銀行の政策が変化を遂げてきたことを1つの流れとして確認することができる。

本書が対象としている期間は、ブレトンウッズ体制の確立から崩壊へという大きな流れの中で、英ポンドの相対的地位が低下し、基軸通貨として米ドルが台頭してくる時期と重なるが、この間英国はいわゆる「英国病」を発症するに至ることになる。中央銀行としてのイングランド銀行は、当初政府・大蔵省の下請け的な位置づけで、かなり受け身的な業務遂行姿勢が目立っていたが、世界的な環境の変化の中で、徐々に独立性を意識し、自主的な業務運営を志向するようになってきたといえる。理論の重視は人材面にも見られ、学者、研究者の登用が行われるようになり、イングランド銀行としての発言が行われるようになってくる経緯が見て取れる。ただ、本書の記述内容は、主として時々的事象に対してイングランド銀行がどのように対処したか、という視点からの検討にとどまっており、金融市場に関する深い洞察、あるいはマクロ的な視点からの理論分析を踏まえた政策対応の評価という点から見ると、イングランド銀行が必ずしも市場を正確に理解できていなかった点、あるいは従来からの保守的な対応を抜け出しきれなかった点、などに関する批判的な検討が十分には行われていない感がある。

300年余の歴史を持つイングランド銀行の歴史を評価するためには、この間のイギリスの政治・経済に関する史実知識をベースとし、経済・金融理論に精通するとともに、現実の銀行業務についての確かな観察力を有していることが求められる。これまでの正史執筆者の経歴を見ると、フォードはイングランド銀行での勤務経験を有しているが（執筆は退職後）、クラバム、セイヤーズならびに本書の著者であるキャビーはいずれも研究者であり中央銀行実務の経験を有していない。もちろん、正史依頼にあた

ってイングランド銀行はすべての資料を提供しており、執筆者は何ら制約を受けることなく、客観的な視点から歴史分析を行うことができるわけであるが、実務に関する経験の有無が史実の解釈にある程度の影響を持つ可能性は否定できない。

中央銀行関係者が時折用いる「金融政策はアート」との表現については多くの議論があるが、評者はこれを、金融政策は高い専門性と経験に基づく要素を持っており、すべてを理論（サイエンス）で解くことは難しいということを示している、と解釈する。過去において様々な規制の下で展開されてきた施策の積み上げから得られた経験に基づく政策がそうしたアートの要素を強く持ちえた部分は大いにあるかもしれないが、自由化、国際化の進展に伴う金融市場の動向を解釈するには、やはり理論的な分析、解釈が不可欠であることはいままでもない。もっとも、理論は現実のすべてを解明できるわけではなく、意思を持った経済主体の行動によって影響を受ける部分が残されている限り、サイエンスに基づきながらもアートの部分が意味を持つ局面も、現実の政策においては完全には否定できないであろう。

このように考えると、歴史分析に理論の視点を持たせることはきわめて重要となるが、それはいかに理論が現実を説明するか、という視点ではなく、現実の現象をいかに理論的枠組みの中で解釈するか、という考察が重要であるということになる。その意味では、歴史分析における分析家の立場は、拠って立つ理論フレームワークを明確にしつつ、分析の客観性に配慮するというものになるべきと考える。本書においてキャビーはマネタリスト的なフレームワークを明確にしており、一貫してその立場からの評価を加えている点で1つの歴史分析の要件を満たしているといえる。ただ、イングランド銀行の政策の経緯について、何がどのように行われたかについては十分確認できるが、それがどのような背景、原因によるものであるかという分析と、その原因を踏まえた場合の対策としての政策対応の妥当性の評価

という点では、必ずしも十分な言及はなされていない、という印象が残る。

リーマンショック以降、世界的な低金利状態が続いている。こうした中で金融政策は様々な方法を駆使し、経済の改善に取り組んでいる。こうした政策の効果、妥当性についてはいまま少し時間をかけて吟味する必要があるが、少なくともこれまでの成果を見る限りは金融政策の在り方、役割、機能等について改めて検討すべき状況にきていることは間違いないといえよう。中央銀行は政策遂行機関としてその機能を有効ならしめる必要があるが、こうした対応を考えていく上で、中央銀行史が与えてくれる情報の有効性はきわめて大きいといえる。本書が対象としている期間における様々な史実は、固定為替制度をはじめとする規制体系の時代から、国際化、自由化が進展する時代までという環境変化の中で解釈する必要があるが、そこでの問題は、現在われわれが直面している問題と高い共通性、関連性を持っていると見られる。その意味で、本書を現在から将来に向けての金融政策の在り方、中央銀行の機能を展望する上で活用することの意義は非常に大きいといえる。

足許における日本の金融政策についても、政策手段が金利から量的指標（ベースマネー）へと転換された後、再び金利（長期金利）へと変化している状況をどのように評価できるのか、といった問題を考える上で、本書が提示している様々な情報を客観的かつ批判的に分析し、そこから得られる知恵を活用することの意味は大きい。

なお、大部な原書の翻訳については、訳書であることの制約ともいえる日本語の言い回しについて若干馴染みにくい部分が見られるものの、全体を通して統一された日本語訳として仕上がっており、内容を理解する上では何の支障もない。複数の訳者による大部な翻訳作業を高い完成度で仕上げられたことを高く評価したい。

(同志社大学名誉教授 大久保 隆)