

[書 評]

中島真志著『アフター・ビットコイン——仮想通貨とブロックチェーンの次なる覇者』

新潮社, 288頁, 2017年

本書の著者は、日本銀行勤務時代から決済関連の調査研究を続けており、資金決済、証券決済、外為決済、SWIFT などについての著作を多数刊行している、決済分野の専門家である。

章を追って本書の内容を見ていこう。序章「生き残る次世代通貨は何か」で、著者は「仮想通貨（最近の言葉では「暗号資産」）」は世間が過大評価しすぎであり、「ブロックチェーン」こそが技術的に高く評価すべきものであることに簡単に触れたうえで、第1章「謎だらけの仮想通貨」において、ビットコインの基本的な仕組みを詳述する。ビットコインでは、暗号技術、ブロックチェーン、プルーフ・オブ・ワークといった技術の組合せによって安全な取引を可能にしているが、かかる複雑な仕組みとなっている理由は、参加者間に「信頼（信用）」がないことを前提としているため、とする。プルーフ・オブ・ワーク（ビットコイン取引の承認に必要な、複雑な計算）を行って最初に答えを出した人に対しリワード（報酬）として新たなビットコインが発行される「マイニング」の仕組みこそが、ビットコインの安全性を担保する根幹であること、マイニングという計算作業に基づいて新規発行されるため、ビットコインは誰の負債でもなく発行主体が存在しないこと、プログラムによって制御されており中央に管理者がいないこと、といった「ビットコインの特異性」を明らかにする。そして、金融論でいう「一般的交換」、「価値尺度」、「価値保蔵」の「貨幣（通貨）の三大機能」に照らしてみると、ビットコインは「極めて限定的ながら、通貨にかなり近い機能を果たしている」と判断できるものの、実態的には「支払決済手段」ではなく、「投資用資産（投機対象）」であると指摘する。

第2章「仮想通貨に未来はあるのか」では、ビッ

トコイン絡みの犯罪・脱法事案を紹介したうえで、リワード獲得を目指してのマイニング競争（自由競争）の必然的な帰結として、ビットコインのマイニングや保有の寡占化が起き、健全なコミュニティが形成されていないことを明らかにする。さらに、ビットコインの仕組みに内在する本質的な問題として、プログラム上で発行上限が設定されているため、値上がり期待によって「支払決済手段」ではなく「投資用資産」として用いられる傾向にあること、ビットコインの生命線であるマイニングについて、中長期的な持続可能性に疑問があること、ビットコインの取引データを入れる「ブロック」のサイズ上限に起因してハードフォーク（ブロックチェーンの恒久的な分岐）が発生したこと等が詳説される。本章末では、ビットコインには本源的な価値はなく、バブルが発生している可能性が高いことから、「ビットコインの将来性については厳しめに見ておいたほうがよい」との結論が述べられている。

第3章以降では、ブロックチェーンについての議論が展開される。第3章「ブロックチェーンこそ次世代のコア技術」は、ビットコインを支える技術の1つであるブロックチェーンについて詳説する。ブロックチェーンとは、ブロックと呼ばれる取引データの固まりを一定時間ごとに生成し、時系列で鎖（チェーン）状につなげてデータを管理する仕組みであり、すべての取引履歴が記録された巨大な帳簿である。そして、ネットワーク内の参加者が各自の持っている帳簿（所有権の記録）を同時に書き換えていく形で所有権が移転されることから、所有権データは、ネットワーク上の分散されたデータベース上に同じものが多数、同時に存在することになる。「ブロックを鎖状につなげて管理する」という技術的側面よりも「所有権データを分散型で管理する」

という本質的な側面が重要であることから、最近の金融界では「ブロックチェーン」よりも「分散型台帳技術 (Distributed Ledger Technology : DLT)」という呼び方のほうが一般的だとし、「ブロックチェーンと分散型台帳技術との関係は、シャンパンとスパークリングワインのようなもの」と著者はたどえている (分散型台帳技術のほうが広汎な概念、との意)。著者は、ブロックチェーンの特性を、過去に行われた取引データの改竄が極めて困難である点、システム障害が発生しにくい点、低コストである点としたうえで、金融分野においてブロックチェーンを実装する際には、「誰でも参加できるオープン型とするのか、特定の参加者のみのクローズ型とするのか」を明確に区別し、この区別に応じて「合意形成の手法 (コンセンサス・アルゴリズム)」に何を使うか決めることが重要だと説く。リナックス、R3コンソーシアム、リップルの各陣営が開発を進めるブロックチェーンについての具体的解説も、ブロックチェーン実装についての理解の一助となる。

第4章「通貨の電子化は歴史の必然」と第5章「中央銀行がデジタル通貨を発行する日」では、中央銀行デジタル通貨を巡る各国の動きを紹介している。現代の金融システムにおいては、中央銀行と民間銀行の「二層構造」でマネー (以下、本稿では「マネー」を「支払決済手段」の意で用いる) が供給されており、中央銀行がマネタリーベース (「銀行券」+「中央銀行当座預金」) を供給する一方、民間銀行はこのマネタリーベースを核とする信用創造を通じて「預金通貨」を供給する。「銀行券」を代替する中央銀行デジタル通貨については、マイナス金利を付けることが技術的に可能であることから、名目金利のゼロ制約を乗り越えることができ、新たな金融政策ツールとなりうる点を著者はポジティブに評価する。同時に著者は、従来の「銀行券」の代替にとどまらず、民間銀行の「預金通貨」まで代替するような汎用性の高いデジタル通貨を中央銀行が発行した場合は、民間銀行の信用仲介・信用創造が縮小して経済へのマネー供給に深刻な影響を及ぼしうること、金融システムにストレスが発生したときの「銀行取付け」が発生しやすくなること、といったネガティブな側面を指摘する。一方、「中央銀行当座預金」を代替する中央銀行デジタル通貨の発行については、証券決済の分散型台帳化 (ブロックチ

ェーンの利用) と歩調を合わせて実現し、DVP 決済 (証券と資金の同時決済) を確保してこそ意味があると説く。

最後の2章、第6章「ブロックチェーンによる国際送金革命」と第7章「有望視される証券決済へのブロックチェーンの応用」では、「国際送金」と「証券決済」の2つの分野におけるブロックチェーンの応用手法とその課題について詳述する。国際送金については、高コストで遅い「SWIFTを使ったコルレス送金」と対比させて、低コストで早い「リップル・プロジェクト」を取り上げ、証券決済については、中央集権型で複雑な現行の証券決済と比べる形で、米国ナスダック等の取組みを紹介している。

評者は、ビットコインのコンセプト面での面白さは、サトシ・ナカモトが書いたプログラムが自律的に動くという「プログラム自治」にあると思う。しかし現実には、本書に述べられるとおり、「プログラム自治」は必ずしもうまく機能しなかった。そして、ビットコインは「信用に依拠しないマネー」になることはできず、あるいは「ソブリン通貨が築き上げている信用を凌駕」することはできなかった。本書では、マネー (支払決済手段) の機能の根幹は「信用の連鎖」であること、ビットコインがマネーではなく、単なる投資対象・投機対象になることは必然であったことが、説得力のある記述で解き明かされている。そして、ビットコインのテクノロジー面での特徴であるブロックチェーンが、ビットコインとは切り離された形で「金融のメインストリーム」で活用されていく姿が、「アフター・ビットコイン」の世界として鮮やかに描かれている。

また、本書の後半を精読すれば、決済において本質的に重要な事項、具体的にはファイナリティ (決済完了性) や DVP 決済を確保することの重要性、中央清算機関 (Central Counterparty : CCP) のネットティング機能がもたらす決済効率化と決済リスク削減効果、といった事項について、「現状の姿」と「ブロックチェーン導入後の姿」を比較対照することにより、具体的文脈の中で再認識することができる。

足元では、フェイスブックのディエム (旧リブラ) 構想のように民間企業がデジタル通貨の開発にしのぎを削る一方、世界各国の中央銀行が中銀デジタル通貨の議論を具体的に進めており、マネーのデ

デジタル化が加速している。本書は、今後金融界におけるさまざまな動向を実証分析する際に、「マネー」や「決済」の本質を見つめ直すべく立ち返って参照すべき1冊となろう。

(専修大学 渡邊隆彦)

田中光著『もう一つの金融システム——近代日本とマイクロクレジット』

名古屋大学出版会, v + 351頁, 2018年

本書は、産業組合や郵便貯金（及び預金部資金）を中心とする主に農村の「大衆資金ネットワーク」を「もう一つの金融システム」と名付け、産業革命期から戦時期を主な対象として研究する意欲作である。著者は、日本の金融システムを「銀行による重層的金融システム」、「株式市場」、大衆資金による「別個の金融システム」に区分し、前二者が近代技術導入や工業化資金の担い手となり、研究上もフォーカスされてきたことをやや批判的に指摘する。確かに、従来の日本金融史研究は、その資金規模やマクロ経済との関連から、財閥系銀行などの普通銀行や日本銀行などの特殊銀行に集中する傾向があった点は否定できない。もちろん、(本書でも言及されているが) 産業組合や郵便貯金についてはすでに研究蓄積があり、自治体史においては有力銀行から庶民金融機関までカバーされるのが通例(『愛知県史』等)であるから、本書で取り上げられるタイプの金融機関が先行研究で無視されてきたわけではない。本書を特徴づけるのは、産業組合、産業組合中央金庫、郵便貯金、預金部資金が地域社会の一般層にどのような金融機会や機能を提供したのか、これら金融機関相互及び部外とのネットワークを含め、地域社会との関係性を解明することに重点が置かれているところである。また、利用者数の多さという点を考慮すれば、小農でもアクセス可能な「もう一つの金融システム」に着目することはきわめて重要である。なお、検討の素材として、主に長野県が取り上げられている。

本書は2部構成で計8章(序章・終章・補論除く)からなっている。各章のタイトルは次の通りである。

第I部 集める・回す

第1章 農村在来経済の発展を支えたもの——忘れられた金融インフラ

第2章 郵便貯金の誕生——個人少額貯蓄収集システムの形成

第3章 産業組合の形成と発展——自己循環するマイクロクレジット

第4章 郵便貯金の地方還元——再分配機構としての大蔵省預金部

第II部 分かち合う

第5章 恐慌・災害救済融資の拡大へ——戦間期の産業組合と中央金庫の成立

第6章 セーフティネットとしての産業組合——産業構造的不況を越えて

第7章 産業組合不在の影響——満洲移民の背景

第8章 戦後日本へ——「もう一つの金融システム」としての郵便貯金と農協

以下、評者の印象に残った箇所を中心に、各章の内容を簡潔に紹介したい。第I部「集める・回す」に属する第1章から第4章は、農村における少額貯蓄の集積過程とその地域内での運用の分析にあてられている。第1章では、産業組合・郵便貯金の規模が1910年代から急増し、第1次世界大戦後には「民間銀行預金の10分の1」にまで拡大したこと、及び1910年時点で郵便貯金を主な原資とする預金部資金の規模が国家財政(一般会計)の41%に達していたことなど、「もう一つの金融システム」の重要性に関する著者の見解が示される。第2章では、20世紀初頭において郵便貯金利用者数を著しく増加させた「農業者」と「学生」に注目し、その主な要因として郵便局員出張取扱の制度導入による利用機会の拡大、10銭未満の端数も貯金可能とする郵便切手の活用、貯蓄組合による郵便貯金(規約貯蓄)の利用があげられる。さらに、静岡県三島町の事例分析によって郵便切手を利用する「切手貯金」の実態が明らかにされている。第3章では、産業組合の地域社会

との関係や産業組合の経営実態について、長野県小県郡和村の和産業組合を事例として分析が行われる。1903年の設立以降、同組合は村内での養蚕ブームとかかわって少額貸付が順調に増加し、資金調達面では村内各種の団体貯金をベースとしつつ、毎年2月から6月にかけて生じる季節的な資金需要については、第十九銀行や小諸銀行といった普通銀行や長野農工銀行（特殊銀行）からの借入に依存していたことが、組合の内部史料に基づき明らかにされており興味深い。著者は、産業組合が地域社会の中心として、また普通銀行や特殊銀行との仲介機関として、地域経済の安定的発展を可能にしたと評価している。第4章では、預金部資金が地方還元される画期として、1914年の養蚕業向け救済融資が取りあげられている。第1次世界大戦の勃発に伴う貿易途絶と金融梗塞による影響が夏繭の収穫期と重なった長野県の養蚕農家を直撃した結果、曲折を経て天災以外で「初めての事例」となる預金部資金の投入による救済融資が実施されることになった経緯がトレースされ、不況期における地方還元制度の積極的運用への道が開かれたことが示される。本章は、1925年の預金部改革以前における預金部資金による地方資金の供給についての貴重な検討であるといえよう。

第Ⅱ部「分かち合う」に属する第5章から第8章は、「もう一つの金融システム」が、農村における戦間期の長い「不景気」の中で、地域社会をどのようにサポートしたのが主題である。第5章では、1927年、長野県の霜害対策として預金部資金が産業組合中央金庫を経由して供給されるようになった結果、預金部資金から産業組合への資金ルートが形成され、地域経済を「金融的に安定させる」ことにつながったという農村の「金融ネットワーク」が提示される。第6章では、第3章でも取り上げられた和産業組合の戦間期の経営の推移及び組合の地域経済への貢献が、組合の内部史料を基に検討される。和産業組合は、1927年の危機に対しては、産業組合中央金庫→長野県信用組合連合会を経由した系統金融（預金部資金供給を含む）によって低利資金の調達に成功するとともに、資金運用については預け金先を安田銀行等も含めて分散させて、信濃銀行破綻の影響を最小限に抑えたことが明らかにされる。さらに、和産業組合が販売事業の一環として胡桃など果樹栽培を推進して、養蚕のみに頼るモノカルチャー

経済からの脱却に導いていった点も示されている。この第6章が、第3章と並んで、「もう一つの金融システム」の機能や意義の主な根拠となっており、本書の中核をなすといつてよいだろう。第7章では、産業組合が不在であった長野県下伊那郡清内路村が取り上げられる。近世的な相互扶助組織による「金融的セーフティネット」提供の限界から、村内の経済状態がなかなか改善しなかったことが明らかにされ、それが同村を満州移民へと駆り立てる一因となった可能性に触れられている。第8章は、戦後において大蔵省預金部から改組された資金運用部の機能、及び戦時期に産業組合中央金庫から改称された農林中央金庫と、戦後に産業組合から再編された農業協同組合の金融機能について概括している。

本書で主に取り上げられた長野県は日本で最も重要な養蚕製糸地域であり、外貨獲得産業としての同産業の重要性、及び同産業のリスクの高さや季節性の問題は、養蚕型地主、生糸売込問屋、製糸業など多様な切り口で、多くの研究者の関心を引いてきた。養蚕業を支えた地域社会における小農層の金融アベイラビリティや、地域内に形成された金融ネットワーク（セーフティネット）のメカニズムを明らかにした本書の貢献はきわめて大きい。特に、郵便貯金・預金部資金と産業組合を結びつける仕組みが具体的に示された点について、評者はかなり興味を引かれた。

もっとも、日本の農業の中心は米作であり、農家の副業として織物業も重要である。本書で提示された産業組合・郵便貯金を中心とする農村の金融システムが、東北の米作地帯や織物業の盛んな地域にも同様の仕組みで同様の機能を小農層に提供していたのか。商社・問屋（買継商）との関係性も含め、気になるところである。ところで、本書で最も重要な事例分析の対象となった和産業組合の払込済出資金は11万5千円（1927年時点）だが、大蔵省銀行局編『銀行総覧』（昭和2年末現在）によると、1927年末時点で払込済資本金が同規模以下の普通銀行数は30行弱にのぼる（ちなみに、5万円以下の零細な普通銀行数で見ても100を超える）。このような零細な普通銀行は、地域経済や地域社会とどのような関係にあったのか。本書に零細普通銀行の事例分析が1つでも含まれていれば、比較の視点から、産業組合を中心とする本書で描かれた「もう一つの金融シ

システム」の特色がよりいっそう明確となったかもしれない。

また、戦後を射程に入れるのであれば、戦時期以降に顕著となる機械工業化の視点を組み込むことが必要となるだろう。戦後における農村から都市へという大きな社会的変化の下、自動車産業や電気機械産業の発展に下請け零細企業の存在は不可欠であり、そこに金融アベイラビリティを提供したのは主として信用金庫や信用組合であった。零細企業やそこで働く人々とかかわる金融システムについて、第8章や終章で何らかの示唆があれば、戦後における「もう一つの金融システム」を分析する指針ともなったのではなかろうか。

2008年のリーマンショック以降、一般の銀行融資

の対象外となる社会性のある事業（NPOなど）を主な対象とするソーシャルバンク（リターンにプライオリティを置かない金融機関）への関心が、SDGsやGABVともかかわって国際的に高まりつつある。そのような潮流のなかで、本書で提示された「もう一つの金融システム」の機能や意義は、日本の歴史的経験の応用可能性という点でも重要な示唆を与えるだろう。本書を通読して、「大衆資金が作り出す金融ネットワークの役割と機能……そうした資金の存在が、我々の生活を支え、そして時には救ってくれた……事実を見つめなおしていくきっかけに」評者もなったことを、最後に記して結びとしたい。

（横浜国立大学 邊 英治）

伊藤正直・佐藤政則・杉山和雄編著『戦後日本の地域金融——バンカーたちの挑戦』

日本経済評論社、352頁、2019年

本書は、今日の地域金融の礎を築いた56人のバンカーの挑戦を通して見る、56の地域金融史である。銀行経営者が語るナラティブには、それぞれのドラマと人間模様がある。それは、地域金融を同質ないし一律に論じることがあまりに非現実的であるばかりか、意味がないことを物語る。バンカーたちの原体験や信条、さらには苦悩や葛藤を軸に地域金融の本質に接近する研究手法は、定量分析が多い中で異彩を放つ。

本書は日経金融新聞編・地方金融史研究会著（2003）『日本地方金融史』（日本経済新聞社、462頁）の構成を踏襲する。しかし、その内容は大きく異なる。同書は第2次大戦前までを対象とした都道府県別の「金融風土史」であり、基本的にはマクロの分析である。また執筆された時代が、バブル経済の崩壊した直後であったため、関心はもっぱら恐慌、不良債権処理、デフレなどの課題に地方金融がどのように対応し、「合従連衡」を繰り返しながら危機を「乗り切ってきたか」に焦点が当てられている。それに対し、本書は実際に経営に従事したバンカーに焦点を当て、マクロの問題意識は保持しつつも、ミクロの積み重ねとして地域金融をとらえている。

本書が対象とする時代は、第2次大戦（1940年

代）から高度成長（60年代）という激動の時代である。この時代の経営課題はおおむね3つに集約される。

第1は、金融機関の統合である。明治後期以降、半世紀近くにわたり銀行の統合・再編が追求された流れが第2次大戦下でひとまず収束した。その結果、20世紀初めに1,800を超えた普通銀行は、1945年末にはわずか61行となった。「ああいっような合併方法には同調できません」と強く抵抗するバンカー（両羽銀行[山形銀行]・長谷川吉三郎）が多い中、「一県一行主義」に向けた合併は軋轢を生じた。それゆえ戦後の銀行経営者は「行内の意思統一と融和」（百五銀行・川喜田壮太郎）に苦労した。

第2は、敗戦直後の経営の再建整備である。敗戦により、軍需産業に対する政府保証の打ち切りが断行され、優良資産とされた日本興業銀行債券や満州鉄道債券も紙くずと化した。1948年3月の金融機関再建整備法に基づき、多くの銀行は資本金の9割以上、さらに大口預金のかなりを切り捨てた。戦後の銀行経営は、真面目に積み上げてきた成果が雲散霧消し、「非常のショックを受け」（山陰合同銀行・山内信次郎）、「すべてがおじゃんになった」（群馬銀行・横山太喜夫）状態からの再出発であった。

第3は、高度成長に伴う銀行の大衆化である。それは、大地主、地元の資本家、地場産業という限られたスポンサーから、幅広いステークホルダーへの移行を意味した。「“だんな様銀行”といわれ、とかく敷居が高い地主銀行」は、預金を「大衆顧客との密着化に」より吸収し、「融資重点を地元産業の育成」する地域金融機関に変身した（第四銀行・藤田耕二）。大衆化は「金融機能のみならず、地域住民の生活ならびに地方行財政と緊密に結びつくことによって、地域社会と一体的な歩み続け」という経営理念（横浜銀行・伊原隆）にたどり着いた。

戦後の地域金融を一律に語る事が無謀なのは、バンカー達の多彩な経歴からもわかる。生え抜きでない者も少なくない。「生涯一書生」を旨とした清島省三は、大蔵省の出身でありながら30年近く十八銀行の頭取・会長職を歴任している。「大蔵省の長沼弘毅次官からの電話」で就任が決まった北海道銀行の島本融、東邦銀行が「どこの銀行だ？」と地元の親戚にいわれ、嘆息しながら日本銀行から赴任した須藤仁郎は東京からの落下傘部隊だった。川崎銀行から経営改革のために足利銀行に派遣され、全国地方銀行協会の創立に尽力した鈴木良作、同じく川崎銀行から派遣されながらも、親銀行からの「自立経営路線」を貫いた常陽銀行の龜山甚などは、今というプロフェッショナル経営者である。

設立に深くかかわった一族が経営を継続した銀行も多い。広島銀行の橋本龍一は陣頭指揮をとり、原爆投下後わずか2日で営業を再開した。北陸銀行の堅実な経営方針には、3代80年の長きにわたり経営を担った中田家の「家産の維持」という思考が強く反映した。さりとて、創業家出身者にとっても銀行経営は決して楽ではなかった。その高潔な人格で戦後の荒波を乗り切った七十七銀行の氏家清吉も、「地方銀行は苦労ばかり多くさっぱり実らないから、地方銀行に戻るなんて考えないで」と息子への手紙に綴っている。百五銀行の川喜田社太郎は、最悪の場合には私財提供すらありうるため、「銀行屋だけにはなるな」と父から厳しく戒められた。

信用金庫を抜きに戦後の地域金融は語れない。「富士の頂を支えるのは広大な裾野」（城南信用金庫・小原鐵五郎）と中小企業金融において信用金庫は独自の役割を果たした。京都信用金庫の榊田喜四夫は、「コミュニティ・バンク」論を唱え、ベンチ

ャー企業の育成支援に積極的に取り組んだ。1951年の相互銀行法に基づいて無尽会社から改組した相互銀行は6行ある。そのバンカーたちはひととき個性である。福岡相互銀行（西日本シティ銀行）の四島一二三は、5時の始発電車で毎日会社へ通勤し、「四島の一番電車」で知られた。「馬力の人、即断即決の人」（名古屋相互銀行[名古屋銀行]・加藤廣治）、福岡大空襲でかろうじて焼け残った「西」の字を額に入れて、終生社長室に飾った西日本相互銀行（西日本シティ銀行）の森俊雄らにはカリスマ性があった。

本書に登場するほとんどのバンカーは、1927年の金融恐慌や1930年代初頭の昭和恐慌の洗礼を受けた。「暴動化直前の顧客大衆に追い詰められた」原体験（近畿相互銀行[近畿大阪銀行]・赤石二郎）は強烈であり、不良債権処理で「舐めた苦役が銀行観に決定的な影響を与え」た（中国銀行・守分十）。その原体験はトラウマとなり、生涯にわたり「預金取り付け恐怖症」と「貸出焦げ付き恐怖症」となった。2つの恐怖症への罹患はバンカーとしての行動や思想を律した。その結果、第2次大戦後から少なくとも1960年代までは、安全慎重で手堅い健全性を重視する者が優秀な銀行経営者とみなされた。戦前の不安定な時代に銀行観を形成したバンカーが、戦後の安定した時代を担った。

高度成長に日本が入る時代には、百三十銀行の松本重太郎や北浜銀行の岩下清周のような、企業のプロモートこそ銀行家の使命と考えていたタイプは表舞台から消えていた。しかし、恐慌の経験を高度成長に活かすことは難しい。多くのバンカーが自らの原体験と経済社会環境の激変に悩み、苦しんだ。堅実経営のモデルといわれた銀行も経営方針の修正を余儀なくされた。「健全なる積極進取」（山口銀行・布浦眞作）、「サウンドバンキング堅持」を標榜しつつ「工業県として発展させるために……できるかぎりのお力添えを惜しんではなるまい」（八十二銀行・小出隆）、「バランスのとれた経営」（百十四銀行・綾田整治）の表現からは、葛藤しながら成長志向への切り替えを図った苦労がにじみ出る。他方、「中興の祖」とまでいわれながら、徹底した堅実経営を貫くあまり時代の変化から取り残され、晩年には会長を解任された福岡銀行の蟻川五二郎のようなバンカーもいた。

地域金融機能の動揺が続く中、地域金融は大きな転換点にある。地方銀行、信用金庫などの地域金融機関はどのように変化すべきなのか、金融再編に活路はあるのか、おそらく本書はこれらの問いを念頭に置きながら執筆されたものの、「歴史から学ぶ」という姿勢からあえて距離を置き、金融史家として禁欲的な姿勢を貫こうとする。そのうえで、編著者の1人である佐藤政則は、今後も「地域公益」がキーワードになるという。それは、「地域金融機関が自己認識し、地域社会が期待・認知する公的な使命」と定義される。まさしく戦後の地域金融の歩みは、それぞれの金融機関による地域公益の再定義とその実行、そして修正の連続であった。

地域金融の歴史は常に変化の歴史であったことを忘れてはならない。地域金融は恒久的に移行期にあるのだ。したがって、戦後の高度成長期以降の銀行経営が安定していたことを「常態」と見るのは危険である。最悪の事態を想定して臆病なほどに間違いを避け、石橋を徹底的に叩いて渡る健全経営は、必然的に積極進取の気風を削いだ。精緻で金融秩序の維持を重視した銀行行政は銀行の経営が硬直化することを促し、柔軟な発想がいつしか組織から消滅した可能性は否定できない。「一つの型にはまった営業を続けてきていますので、自由な思考が出来る人がたくさんいるかどうか」心配（山口銀行・布浦真

作）と経営環境は流動的であると鳥瞰的に認識できるバンカーは、現在の地域金融機関にどれだけいるのだろうか。

わが国の地域金融は、20世紀初頭からの熾烈な淘汰・統合、敗戦を経たゼロからの出発を経て、「預金取り付けと焦付き貸出の恐怖症」の克服による高度成長への貢献を成し遂げた。現在の地域金融には、何が求められているのであろうか。それは、日本という「地域」がグローバルに見れば相対的に成熟・縮小・衰退する大きな流れの中で、仮想通貨に象徴される金融業の急速な情報産業化に対応し、既存産業の高付加価値化・高収益化という課題を解決することであろう。大きな変革をなしとげるには、昔も今も強い個人が必要である。今回のパラダイムシフトも、没個性の組織人では実現に限界がある。本書に登場した56人のように、その肉声が後世に残るバンカーが求められている。

歴史は繰り返さないが、韻を踏む。多くの研究蓄積を基盤に丁寧に執筆された本書には地域金融の将来を考えるヒントが散りばめられている。研究者はもちろん、地域公益と組織の持続的成長に格闘する地域金融機関の役職員、ひいては金融行政関係者にとり必読の書である。

(学習院女子大学 金城亜紀)

平山賢一著 『戦前・戦時期の金融市場——1940年代化する国債・株式マーケット』

日本経済新聞出版社、273頁、2019年

本書は、①金融市場の構造、②市場参加者の資産配分行動、③市場価格に基づく収益とリスクの関係により表現される市場パフォーマンス（成果）の三者を統合して分析することにより、戦前・戦時期の金融市場の全体像を把握しようとする意欲的な研究である。このうち、①と②については、先行研究でも明らかにされている部分があるが、③については、著者の手で全く新たなデータセットを構築したものであり、これに基づく本書の考察は、経済史における戦時経済分析、および金融論における現代を含めた金融市場分析という両分野の研究に新たな視点を提供する。

本書の構成は以下のとおりである。

第1章「戦前・戦時期の金融市場研究」では、先行研究を踏まえた本書の課題を示すとともに、当該期の国債・株式市場を概観し、ファイナンス研究における市場パフォーマンスの計測方法を紹介する。その際、制度や政策についての金融史の知見と、金融データを活用したファイナンス理論を接合して、総合的な金融市場データを整備することの意義を強調するとともに、戦前・戦時期と現代の制度の相違を踏まえたデータの修正を施す必要性を指摘する。

第2章「戦前・戦時期の国債市場の再検討」では、国債市場の構造の変遷を記述する。銘柄（特に表面

利率)によって利回りに格差が生じていたため、単一銘柄の利回りを代表的な指標として扱うことの不適切性を指摘するとともに、1932年の国債の標準発行価格制の導入(含み損の計上不要化)と1936年の低利借り換えが国際市場に与えた影響の大きさを強調する。

第3章「昭和初期国債パフォーマンスインデックス(GBPI)」では、1924年6月から44年11月までの利率別ならびに時価総額比率に基づく加重平均型の国債の投資収益率を示す指数(GBPI: Government Bond Performance Index)を算出し、その月次変動を基にリスクを定量化する。その結果、期間中の国債投資の収益率は年率換算で約+6%となる一方、リスクは1931年に急上昇した後に低下基調をたどり、太平洋戦争期には利回り変動が発生しない事実上無リスクの資産となっていたことを示す。もっとも、以上はすべて名目ベースであり、物価変動を考慮した実質ベースの収益率は、1935年6月をピークにマイナスとなっていたと指摘する。

第4章「戦前・戦時期の株式市場の再検討」では、従来の株価変動のみを考慮した指数に代えて、戦前日本特有の分割払込制度の下での増資時の未払込資本金の存在や、配当金の支払いを考慮した投資収益率の指標の構築を提唱する。そして、1878年9月から1943年4月までの東京株式取引所株について新指数を導出する。その結果、増資や配当収入を加味した収益率は第1次大戦後の1920年まで上昇した後、横這いとなったことを示す。

第5章「昭和初期株式パフォーマンスインデックス(EQPI)」では、第4章の手法を東京株式取引所の短期清算市場に上場された38銘柄に拡張し、1924年6月から44年11月までの個別銘柄別ならびに時価総額比率に基づく加重平均型の株式の投資収益率を示す指数(EQPI: Equity Performance Index)を算出し、その月次変動を基にリスクを定量化する。その結果、株価変動のみを考慮した従来型指数の期中収益率がわずかなプラスにとどまるのに対し、配当収入を加味した株式投資の収益率は年率換算で約+7%となる一方、リスクは1930年代末以降低下するものの国債のようにゼロとはならず、株式は国債に比べてハイリスク・ハイリターンの投資であり続けたことを示す。

第6章「金融統制下の株式市場の再評価」では、

便宜的にコールレートを無リスク資産とみなし、第2章から第5章で導出した国債と株式のパフォーマンスインデックスを用いて、現代ポートフォリオ理論を用いて国債と株式への最適な投資戦略を検討する。その結果、戦時期には、強力な価格統制が実施された国債が事実上の無リスク資産となっていたため、株式との分散投資によりリスクを抑制しながら収益率を向上させる分散効果を得ることが難しく、市場参加者にとって全額を国債に投資することが最適となっていたことを示す。

第7章「五大銀行の有価証券投資と金融統制」では、第6章の分析を引き継ぐかたちで、有力な市場参加者であった五大銀行の財務諸表を用いて、有価証券投資の動機とその帰結を考察する。その結果、五大銀行は、①1931年の国債価格暴落により多額の有価証券評価損を被った後、財務リスク耐性(経済環境等の変化による財務状態の悪化への備え)を強く意識した投資スタンスを持っていた可能性があること、②株式と比較した国債のリスクが極度に低下する中、国債投資への集中を高めたこと、③国債の標準発行価格制の下で評価損を計上する必要性が薄れたにもかかわらず、毎年度有価証券評価償却を実施して国債の含み益を累積させており、税務当局にも累積する含み益を無税扱いとすることを許容されていたと推察されること、⑤日本銀行から購入した国債を店頭市場で売却していたこと、を明らかにしている。そして、五大銀行の行動は、戦時統制下で銀行の増資が制限され、昭和15年度以降は資本金額の10%を超える利益が臨時利得税の対象とされていた状況下、節税と財務リスク耐性強化の両立という経済合理性に基づいたものであったとする。もっともこれを金融市場の機能という観点から見ると、市場における価格発見機能を失わせる金融抑圧の一形態と捉えることができると指摘する。

第8章「結論」では、金融史とファイナンス理論の橋渡しによる「戦前日本のマイクロストラクチャー研究」という新分野開拓の可能性を指摘する。

第9章「補論——1940年代化する現代の国債・株式市場」では、第8章までの分析を踏まえ、現代の国債・株式市場との比較を行っている。そして、国債市場について、長期債の利回りを抑え込んでいるという点では類似しているものの、リスク水準は、1940年代にはゼロにまで低下していたのに対し、現

代においては金融政策運営上のサプライズが国債価格の変動を大きくするなど低下していないとする一方、株式市場については、価格変動を許容している点に、戦時期と現代との類似性を認める。

本書の分析対象は19世紀後半から戦時期にかけての長期にわたる日本の金融市場であるが、著者の主たる関心は戦時期に注がれている。金融市場の構造については、全体として統制が強まる中でも市場によって統制の強度には濃淡が見られ、市場参加者の行動については、有力な市場参加者である大銀行は、種々の制約の下で経済合理性を追求し、長期的な投資パフォーマンスを高めるべく主体的に行動していたと論じている。そして、戦時期の証券価格形成や資産選択行動は、平時の市場におけるそれと比肩しうる合理的な側面を有していたと論じる。

以下では、本書が架橋を試みている日本経済史とファイナンス研究から見た本書の位置付けについて考えてみたい。

第1に、本書の分析結果は、日本経済史における最近の戦時経済研究と整合的であり、これを補完するものといえる。1990年代以降、明治・大正期の自由放任主義的な経済制度から、昭和恐慌、アジア・太平洋戦争、戦後改革を経て、高度成長期の広範な政府介入を認める経済制度への移行を強調する研究の潮流が生まれた（岡崎・奥野（1993）、寺西（2003）、星・カシャップ（2006）など）。長年戦時経済の研究を行ってきた原（1995）は、こうした潮流を意識しつつ、「戦時における軍需の急激な増大は、通常の市場経済によって対処可能な範囲を超えており、多かれ少なかれ計画経済的方式の導入は避けられない」ものであったが、「同時に計画化は民間企業の側の利害を無視しては実施不可能であり、限界を超えた過度の計画化は市場経済からの手厳しい反発をうけて計画化の方式自体の再検討を迫られ」た（vi 頁）とする。こうした見方は、柴田（2011）や山崎（2011）など、その後の戦時経済研究にも引き継がれており、国債・株式市場について同様の論旨を展開する本書は、これらの先行研究と補完的な位置付けにある。

第2に、本書の執筆動機は現代の金融市場の分析と深く結びついている。例えば著者は、当局の介入が強化されていた戦時期日本の金融市場との比較において、収益率が低く抑えられる一方でリスクが制御されていない非伝統的金融政策下の金融市場の脆弱性を指摘し、現代の金融論やファイナンス研究に一石を投じている。

最後に、本書の考察を踏まえ、今後の当該分野の研究課題と展望について思うところを述べたい。将来予想に基づく投資主体の行動は、貨幣市場、金融市場、財市場、労働市場を含めた経済活動全体の一環として理解されるべきであり、その際、何が「合理的」であったのかを吟味する必要があるように思われる。投資により生活の糧を得ていた個人投資家の視点からは、物価変動を勘案した実質収益率が重要となるかもしれない。機関投資家の視点からは、名目値で示される会計上の利益を確保して安定した経営を継続することが重要かもしれない。闇物価が高騰する中で、主たる価値保蔵手段は金融資産から実物資産へと移行したかもしれない。

本書は、戦時経済下における国民の経済行動の分析という、より大きな作業の枠組みの中で、重要な貢献をなす。本書の成果である国債ならびに株式のパフォーマンスインデックスが公開され、学問的公共財として広く利用されることを望みたい。

[参考文献]

- 岡崎哲二・奥野正寛編（1993）『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社。
 柴田善雅（2011）『戦時日本の金融統制——資金市場と会社経理』日本経済評論社。
 寺西重郎（2003）『日本の経済システム』岩波書店。
 原朗（1995）「はしがき」原朗編『日本の戦時経済——計画と市場』東京大学出版会。
 星岳雄・A.カシャップ（2006）『日本金融システム進化論』日本経済新聞社。
 山崎志郎（2011）『戦時経済総動員体制の研究』日本経済評論社。

（早稲田大学 鎮目雅人）

マーヴィン・キング著、遠藤真美訳『鍊金術の終わり——貨幣、銀行、世界経済の未来』

日本経済新聞出版社、490頁、2017年

世界金融危機を経て10年を超える歳月が経過した。この間、数多くの著作や論考が発表されてきたが、本書は改めて金融危機が繰り返される根本の原因を問い直す。現代の貨幣・銀行システムでは、なぜ金融危機は繰り返されるのか。危機が起ると、なぜ雇用や生産にこれほど深刻な影響が及ぶのか。危機を防ぐために政策当局には何ができるのか。こうした基本的な問いかけに真正面から取り組む。

著者のマーヴィン・キングは、LSE教授を長く務めた第一級の経済学者であり、2003年から2013年まではイングランド銀行総裁を務めた。その間、著者は、危機以前の Great Moderation と称された「最良の時代」と、世界金融危機という「最悪の時代」の両方を経験する。ノーザンロックの取り付けという、中央銀行総裁にとって悪夢ともいべき事態も在任中に勃発した。アカデミズムに対する深い理解と、政策当局者としての激動の経験に基づく洞察が、深い歴史的教養とともに語られる。一般読者を想定した語り口は平易ではあるが、いずれの議論も基本的な経済理論に裏打ちされており、専門家をも魅了してやまない。

本書の最大の特徴であり魅力は、現代の主要課題である金融の役割を、「貨幣と銀行」という切り口から問い直すという点である。「貨幣も銀行も実体のない鍊金術」という一貫した認識の下、今般の危機の経験を通じて、金融がなぜ市場経済のアキレス腱となってしまったのか、その理由を問い続ける。それは世界金融危機に関する優れたオーバービューであるだけでなく、現代における貨幣そして銀行の役割とは何か、読み手に再考を迫る。そして、経済学の役割についても自戒を込めて論じられる。「危機の可能性を高めた思想を経済学が広げた」、「経済学は役に立つ、しかし変わらなければならない」といった言葉は重い。

では、9章からなる本書の主な議論を紹介しよう。まず第1章で著者は、問題意識の全体像を提示し、「3つの実験」により「3つの帰結」がもたらされ

たと論ずる。ここで3つの実験とは、①中央銀行の独立性が高まり、インフレ目標政策が法制化された、②資本移動の自由化と為替レートの固定化が進んだ、③銀行・金融システムの規制が撤廃された、という事象を指す。その帰結として、①経済・物価は「大いなる安定 (Great Moderation)」を享受した、②為替レート固定化により経常収支の不均衡が拡大し、債務が増加した、③規制撤廃により脆弱な銀行システムへと発展した、と論じる。失敗の兆候が見え始めたのに、当事者や当局者は、なぜ行動を起こさなかったのか。危機の根本的な要因はなぜ放置されたのか。短期的な需要の落ち込みがなぜ根深い問題へと変質したのか。著者の問いかけは続く。

第2章は、「われわれは貨幣を信ずる」とのサブタイトルの下、貨幣の役割について再考する。現実の経済では、将来想像もできないような（つまり保険をかけることができない）出来事が起こりうる。すなわち「根源的な不確実性」が存在すると論じ、不可知の将来に備える貯蓄手段として、信頼のみで成り立っている貨幣が必要であると説く。他方、経済学で想定される純粋オークション経済では、将来のすべての出来事や状態に対して確率が付与されており、市場で決定される量と価格で将来のすべての取引や契約は実行される。そこでは根源的な不確実性はなく、交換手段も価値貯蔵手段も不要である。したがって貨幣の入る余地はない。動学的確率一般均衡 (DSGE) モデルでも同様である。経済理論と現実の世界を対比させる著者の洞察は深い。

第3章は、「鍊金術」の核心である銀行業を取り上げる。銀行は融資の副産物として預金通貨を創造し、短期で安全な負債を、長期でリスクのある資産に変換する。銀行は産業界への運転資本を供給し、決済システムの心臓部も担うため、重要すぎてつぶせない (too important to fail)。それは、銀行部門に更なるリスクテイクを取らせるインセンティブを与えることになる。実際この間、銀行とシャドールックは市場調達を際限なく拡大して、規模と集中度、

そしてリスク水準を著しく高めてきた。レバレッジを拡大させた金融機関は、流動性危機が支払い不能危機に直結する。バジョットが「最後の貸し手」を提唱した時代からは様変わりしたのである。平時では銀行の錬金術は魅力的でそのリスクを覆い隠すが、危機時にはその脆弱性が一気に顕在化すると著者は喝破する。

第4章は、予測やリスク計算が不可能な「根源的な不確実性」の問題を深める。過去20年、新しい金融派生商品が次々と誕生し、金融市場の規模は劇的に拡大した。しかし、そこで作られた金融商品は、観察できるリスクしか組み込めず、定量化できない不確実性は反映されない。潜在的な損失の規模（エクスポージャー）を、対象資産の何倍も膨らませることができる。また、金融市場が拡大することで、完備されたオークション経済は複製され、不確実性に対処できるとの幻想が生まれてしまった。漁業を営む孤島での金融業の寓話——網職人への銀行融資から出発した素朴な金融部門が、「網・担保証券」なる金融商品が生み出されて肥大化し、最後は崩壊する物語——は非常に示唆に富む。

第5章では、中央銀行の役割が論じられる。貨幣と銀行の長い歴史から見れば、中央銀行制度はまだ新しい。商業銀行に起源をもつ中央銀行は、いくたびかの金融・銀行危機を経て、マネーサプライ管理と物価安定、銀行システムの監督、「最後の貸し手」など現在の役割を担うようになる。世界金融危機後の現在、1～2年先の物価上昇率を目指すだけでよいのか、金融・実体経済の不均衡の是正も目標に加えるべきか、論争が続く。また、ノーザンロック破綻の事例では、バジョット・ルールを現代に適用することのジレンマが浮き彫りにされる。中央銀行貸出には優良担保が先に押さえられるため、「最後の貸し手」による資金供給は、優良な担保不足の懸念を市場に惹起して、逆に資金の引き上げと取り付けを招いてしまったと指摘する。

第6章は、貨幣と国家の分かちがたい関係について考察する。「貨幣も国家も長い歴史を持つ社会制度」という認識の下、欧州通貨同盟、湾岸戦争時のイラク、スコットランドの独立といった事例を通じて、国家と通貨の複雑な関係について論じられる。教訓は、状況が良い時も悪い時も政府・中央銀行は適正な貨幣量をコントロールすることが大事であり、

どちらの場合も根源的な不確実性に直面して政治的な判断から免れない、という点である。欧州の通貨統合を推進したのは、「共通通貨圏」に関する経済学的な理由よりも、あくまでも政治問題であったと強調する。

第7章では、貨幣・銀行システムの改革について、著者の見解が詳細に論じられる。著者は、リスク・ウェイトが計測できるというのは幻想であり、単純なレバレッジ比率の利用を推奨する。流動性に関する規制も、財政が健全な国ほど国債発行量が少なく流動性資産への需要が満たされないのはおかしい、と苦言を呈する。抜本的な改革としては、銀行部門を、「ナローバンク」——決済業務と安全な流動資産のみに特化する銀行——と「ワイドバンク」——リスクの高い貸出・投資などその他すべての業務を手掛ける銀行——の2つに分離し、貨幣の創造と信用の創造の連鎖を断ち切ることを提唱する。将来、仮にビットコインなどの仮想通貨や電子決済が普及したとしても、根源的な不確実性が存在する限り、将来の購買力を貯蔵する手段である貨幣への需要が消えることはないとする。

第8章は、世界経済の現状を振り返り、今般の世界金融危機の原因を探る。根源的な不確実性の下、人々は生涯所得に対する思い違いに気づき、予想を合理的に修正する場合には、需要の低迷は持続的となる。2008年世界金融危機のメカニズムにはそうした判断ミスがあり、対内的にも対外的にも不均衡が蓄積して危機が発生したと著者は捉える。その場合の政策処方箋は、短期的に国内支出を増やすケインズ政策ではなく、輸出を増やし貯蓄と投資を増やす政策、1国単独ではなく各国が協調する国際レベルの対応が必要と主張する。

第9章では、次なる危機の可能性について考察する。今日の世界経済は、その後も支出と貯蓄の不均衡が続いており、より多極化し不安定さを増していると警鐘を鳴らす。各国の金融政策は限界にきており、為替レートの低め誘導もゼロサムにすぎない。グローバル経済の低成長は、アニマルスピリットの欠如が原因ではなく、新しい（より低い実質金利の）均衡にまだ移行できていない状況を反映していると見る。いまの緩慢な回復が、本来の力強い需要に対する「向かい風」によって生じている、というのではなく、望ましい消費水準への恒常的な変化な

らば、将来の需要に対しても楽観できない。生産性を高め、変動相場制に戻って経済のバランスを回復させ、貨幣・銀行システムを改革せよと提言する。

以上、本書の主な議論を要約した。本書を通じて著者は、従来の経済学では取り扱えない「根源的な不確実性」を正面に据えて、今回の危機の原因を探り、貨幣・銀行の改革を提言する。その説明の中で、「ヒューリスティック」、「ナラティブ」、「対処戦略」といった用語がしばしば登場する。これらが単なるアイデアなのか、それともフォーマルに構築された理論に基づくのか、この点は必ずしも明快ではなかった。「貨幣も銀行も錬金術」、「貨幣の創造と信用の創造の連鎖は断ち切るべき」といった本書の強い主張も、悲観的でやや極端にすぎるように聞こえるかもしれない。

一方で、従来の経済学が金融危機を予測できず、また著者自らが肥大化し暴走した金融の渦中で未曾

有の対応——おそらく「対処戦略」——に迫られたという事実を鑑みれば、その主張に共感する読者も少なくないだろう。何よりも本書は、アカデミズムと政策当局の両方に身を置いた著者ならではの、深い教養と洞察にあふれている。今後キャッシュレス化やデジタル化が一層進むと見込まれるなか、貨幣のあり方や銀行の役割はどう変わっていくのか、そして貨幣と国家との関係はどうあるべきかなど、これからの問題に対しても重要な示唆を提供してくれる。初学者、専門家を問わず、現代の経済と金融を学ぶすべての人にとっての必読の書と言って過言ではない。

最後に、本書の日本語訳は、原著のトーンを踏襲して平易な言葉で語られており、経済学のロジックの記述も自然で読みやすい。優れた翻訳が本書の価値をさらに高めている点も付記しておきたい。

(神戸大学 宮尾龍蔵)