

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成25年5月27日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2010～2012

課題番号：22530194

研究課題名（和文） 内生的貨幣供給理論の視点からの現代経済の金融化に関する研究

研究課題名（英文） A study on the financialization of the contemporary economy from the perspective of the theory of endogenous money supply

研究代表者

石倉 雅男（ISHIKURA MASAO）

一橋大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：80222983

研究成果の概要（和文）：本研究は、「金融部門の活動が国内経済と国際経済に及ぼす影響が高まること」と理解されている「金融化」が現代経済に対して持つ意味について、ポストケインズ派の内生的貨幣供給理論を拡充して近年における金融システムの発展、特に貸出債権の証券化を導入することにより、理論的かつ実証的に考察した。本研究の結果、「金融化」の進展に伴って、マクロ経済が金融不安定性の影響を受けやすくなる傾向にあることが明らかになった。

研究成果の概要（英文）：This study theoretically and empirically examined what the “financialization” (often considered as increasing impacts of the financial sector’s activities on both domestic and international economies) implied for the contemporary economy by extending the Post-Keynesian theory of endogenous money supply to incorporate the recent evolution of financial systems, particularly the securitization of loan claims. The results of this study showed that the evolution of financialization would tend to make the macro economy more vulnerable to financial instability.

交付決定額

(金額単位：円)

|        | 直接経費      | 間接経費    | 合計        |
|--------|-----------|---------|-----------|
| 2010年度 | 900,000   | 270,000 | 1,170,000 |
| 2011年度 | 700,000   | 210,000 | 910,000   |
| 2012年度 | 700,000   | 210,000 | 910,000   |
| 総計     | 2,300,000 | 690,000 | 2,990,000 |

研究分野：政治経済学，経済学史

科研費の分科・細目：経済学，経済学説・経済思想

キーワード：資金循環，所得分配，証券化，金融規制，金融政策

## 1. 研究開始当初の背景

本研究の代表者・分担者は、従来から次のような研究課題に取り組んできた。(1) ポストケインズ派経済学の内生的貨幣供給理論における主要論点（特に、銀行の貸出・負債管理行動、各経済主体の流動性選好、信用貨幣の生成・流通・消滅から成る「貨幣的循環」の過程）についての理論的考察。(2) 銀行部門の構造変化の観点から1980年代以降における日本の金融システムの質的变化（特に、相対型金融システムを前提とした既

存の金融規制の限界）についての歴史的・制度的分析。(3) 1970年代から金融部門の複雑化・高度化が進行しているアメリカ経済における金融制度の変容（特に、金融部門の収益が拡大した背景にある資金循環構造の変化）についての実証的分析。

以上の研究課題に取り組む過程で、われわれは、欧米の政治経済学の学界で、現代経済における「金融化（financialization）」に注目する研究が行われていることを知った。しかし、「金融化」に関する先行研究では、

多くの場合、「金融化」が「金融部門の活動が国内経済・国際経済に多大な影響を及ぼす事態」と理解されるにとどまり、「金融化」の進展が金融システムの質的变化（特に、組成保有型から組成販売型への金融仲介システムの変化）を伴っていることに、十分な注意が払われていないことも判明した。

さらに、2007年後半に「サブプライムローン危機」を契機に表面化し、2008年以降に大規模な投資銀行の破綻を伴って世界金融危機が深刻化していった経緯の検証を試みたさいに、金融システムの質的变化について研究する必要性を痛感した。現代経済の「金融化」を分析するためには、「実物部門に対する金融部門の肥大化」や「実体経済の活動規模に比較して過剰な貨幣資本の存在」といった従来の分析視角だけではあまりにも不十分であり、現在進行中の金融システムの構造変化（特に、銀行が満期まで貸出債権を保有し続ける組成保有型金融仲介システムから、貸出債権の証券化を駆使した組成販売型の金融仲介システムへの転換）が、資金循環構造と内生的貨幣供給のメカニズムに対してどのような影響を及ぼすのか、さらに、従来の金融政策と金融規制のあり方に対してどのような問題を提起するののかについて、詳しく考察しなければならない。

以上のような問題関心を背景として、本研究を開始した。

## 2. 研究の目的

本研究では、1990年代以降の先進国経済における金融構造の変化（すなわち、銀行部門の伝統的な金融仲介機能に基づく「組成保有型」金融仲介システムから、貸出債権の組成と保有への金融仲介機能の分解に基づく「組成販売型」・「市場型間接金融」型の金融仲介システムへ）、および、2008年以降に深刻化した世界金融危機とそれに対処するための金融政策と金融規制をめぐる議論を考慮に入れて、ポストケインズ派経済学の内生的貨幣供給理論の分析視角を拡張し、金融の複雑化・高度化がマクロ経済に及ぼす影響を考察する。本研究は、「金融部門の活動が国内経済・国際経済に多大な影響を及ぼす事態」と一般に理解されている現代経済の「金融化」の構造を、金融システムの構造変化とそれに伴う金融政策と金融規制の質的变化を考慮に入れて、理論的・実証的に解明することを目的としている。

金融システムの構造変化が貯蓄・投資・利子率の間のマクロ経済連関に及ぼす影響については、従来からポストケインズ派経済学の一部の研究者によって考察されてきた。しかし、現在進行中の組成保有型から組成販売型への金融仲介システムの変化がマクロ経済に及ぼす影響についての研究は、ポストケ

インズ派経済学の学界でもほとんど行われていない。本研究の課題は、ケインズ『貨幣論』における「産業的流通」と「金融的流通」の相互連関という論点の延長線上にある。それゆえ、現代経済の「金融化」を扱う本研究は、マルクスの貨幣・信用論、および、ケインズの貨幣的経済理論を源流とする経済学説史研究の応用でもある。

## 3. 研究の方法

本研究の実施にあたり、研究課題を（1）内生的貨幣供給理論の拡充、（2）金融制度の歴史的事実分析、（3）資金循環構造の実証分析、（4）金融構造の変化と所得分配、の4つの論点に分けて、相互の連関に留意しつつ、現代経済の「金融化」の構造を理論的・実証的に分析する。

（1）内生的貨幣供給理論の拡充：貸出債権の証券化と、証券化に関わる非銀行金融仲介機関相互間の債権債務関係を考慮に入れて、内生的貨幣供給理論の分析枠組みを拡充し、金融の複雑化・高度化がマクロ経済に及ぼす影響を分析する。

（2）金融制度の歴史的事実分析：金融の複雑化・高度化に伴う金融規制体系の変化に注目して、日本とアメリカの金融システムの変容を歴史的に分析する。

（3）資金循環構造の実証分析：金融の複雑化・高度化に応じて拡充された資金循環統計のデータを用いて、貸出債権の証券化に伴う実物部門と金融部門の相互連関の変化について理論的・実証的に分析する。

（4）金融構造の変化と所得分配：金融の複雑化・高度化によって資金循環構造が変化した結果として、金融機関の収益構造、金融部門と非金融部門の間の所得分配がどのような変化するかを理論的・実証的に分析する。

## 4. 研究成果

（平成22年度）

（1）石倉は、貸出債権の証券化に基づく「組成販売型」の金融仲介システムを制度部門別資金循環表に導入し、貸出債権を組成した銀行の流動性選好、証券化商品の流動性を確保する市場制度の問題点などの観点から、貸出債権の証券化がマクロ経済に及ぼす影響について考察した。

（2）内藤は、「金融化」の進展が金融政策と所得分配に及ぼす影響を分析するための基礎作業として、インフレ目標政策論の前提にある制度設計の考え方（「賢明な専門家」の「長期的な視野」によって導かれる経済）を経済理論史の立場から検討した。

（3）小倉は、世界金融危機後の金融規制の改革を検証するために、2010年7月に米国で成立した金融規制改革法（ドッド・フランク法）の内容を詳しく検討し、同法は、自己勘

定取引や店頭デリバティブ取引に対する規制を課しているが、重大な抜け穴を残しており、大手金融機関の政治的権力を抑止できていないことを明らかにした。また、石倉は、日本の金融システムについては、金融機関の貸出を通じた資金調達経路が1990年代末以降に縮小傾向にあることを確認し、1980年代後半のバブル経済期と2000年代前半の量的緩和政策期における金融政策の目的と手段を比較検討した。

(平成23年度)

(1) 石倉は、貸出債権の証券化を伴う「組成販売型」の金融仲介システムにおける金融不安定性とは何かを考察するため、証券化に関わる金融仲介機関のネットワークから成る「影の銀行システム」を含む資金循環の構造的特性を把握したうえで、「影の銀行システム」において信用リスクと流動性リスクが最終投資家に転嫁されたか否かなどの諸論点を検討した。非金融部門に対する金融部門の負債総額が同じであっても、金融仲介機関相互の債権・債務関係が巨額に積み上がった結果、証券化商品の流動性の生成と消滅を通じて金融不安定性が高まる可能性のあることを確かめた。

(2) 内藤は、ポストケインズ派経済学の内生的貨幣供給理論をめぐる従来の論争点に関する体系的把握を著書『内生的貨幣供給理論の再構築—ポストケインズ派の貨幣・信用アプローチ』に取りまとめ、「ストラクチュラリスト」の視点を拡張する1つの方向性として貸出債権の証券化を考慮に入れた内生的貨幣供給理論の拡充を提起した。

(3) 小倉は、「金融化」の進展が資本蓄積と所得分配に及ぼす影響に関連して、「金融主導型経済成長」の持続可能性に関するレギュレーション学派の見解を検討し、機能資本家・金利生活者・労働者の間の所得分配をめぐる分析視角について考察した。

(平成24年度)

(1) 石倉は、貸出債権の証券化が金融システムに及ぼす影響について、原債権の信用リスクの分散という観点からだけでなく、証券化商品を担保とするレポ取引を通じた大口の資金調達・運用の観点からも考察した。また、レポ市場の役割を強調して「影の銀行システム」の維持と強化を提唱する政策論について、金融機能の公共性の観点から予備的な検討を行った。

(2) 石倉は、現代経済の「金融化」への分析視角を体系化するため、資本主義経済の分析的基礎となる貨幣経済と価格形態についての理論的考察から出発し、貨幣的利潤の実現機構、および、資本蓄積・実現利潤・負債構造の構造連関についての考察を経て、証券

化と金融システムの構造変化に関する分析に至る体系的考察を、著書『貨幣経済と資本蓄積の理論』に取りまとめた。

(3) 内藤は、ケインズ『貨幣論』の「産業的流通」・「金融的流通」に基づく貨幣的循環理論の分析枠組みを具体化するため、信用・国家財政・国際収支・金融市場の4つの貨幣供給経路を考慮に入れて、金融主導の貨幣的循環および成長レジームに内在する不安定性について考察した。

(4) 内藤は、インフレ目標政策論とテイラー・ルール論の論理構造を、自然利子率論の学説史との関連で再検討し、自然利子率を参照値とする政策が所得の低下と失業の増加を引き起こす可能性のあることを確かめた。

(5) 小倉は、世界金融危機後の金融規制改革として「ボルカー・ルール」の内容、および、同ルールをめぐる反対論・支持論を検討した。

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計9件)

①内藤敦之, インフレーション目標政策論と自然利子率論, 『大月短大論集』, 査読無, 第44巻, 2013年, 23-47頁.

②小倉将志郎, 金融危機後のアメリカ金融規制改革—ボルカー・ルールをめぐる—, 『日本の科学者』, 査読無, 第48巻, 2013年, 24-29頁.

③石倉雅男, 証券化と金融危機—「影の銀行システム」における金融不安定性をめぐる—, 原正彦編『グローバル・クライシス』青山社(図書所収論文), 査読無, 2012年, 93-112頁.

④内藤敦之, 金融主導型レジームの限界とグローバル・クライシス, 原正彦編『グローバル・クライシス』青山社(図書所収論文), 査読無, 2012年, 113-132頁.

⑤小倉将志郎, 書評: ロベール・ボワイエ著/山田鋭夫他監訳『金融資本主義の崩壊』, 季刊・経済理論, 査読無, 第48巻第4号, 2012年, 98-100頁.

⑥小倉将志郎, 米国・金融規制改革法と大手金融機関, 『経済』, 査読無, 第184号, 2011年, 70-79頁.

⑦石倉雅男, 日本の金融構造の変化と金融政策, 渡辺和則編『金融と所得分配』日本経済評論社(図書所収論文), 査読無, 2011年, 155-175頁.

⑧内藤敦之, インフレーション目標政策論の批判的検討—金融化と所得分配—, 渡辺和則編『金融と所得分配』日本経済評論社(図書所収論文), 査読無, 2011年, 176-199頁.

⑨石倉雅男, 貸出債権の証券化とマクロ経済,

『季刊・経済理論』, 査読無, 第 47 巻第 2 号, 2010 年, 38-48 頁.

[学会発表] (計 15 件)

- ① 内藤敦之, Return of the rentier: Keynes' s view on “the euthanasia of the rentier,” 9th International Keynes Conference (ケインズ学会主催の国際会議), 2013 年 3 月 20 日, 一橋大学.
- ② 石倉雅男, Marx and Keynes on money: from the perspective of the value form and the money-of-account, 9th International Keynes Conference (ケインズ学会主催の国際会議), 2013 年 3 月 19 日, 一橋大学.
- ③ 石倉雅男, 『貨幣経済と資本蓄積の理論』をめぐって, 経済理論学会関西支部, 2013 年 1 月 12 日, 立命館大学.
- ④ 小倉将志郎, 「ボルカー・ルール」をめぐる諸論点の検討, アメリカ経済史学会, 2012 年 12 月 1 日, 立教大学.
- ⑤ 内藤敦之, 貨幣的循環理論における金融不安定性, 経済理論学会, 2012 年 10 月 6 日, 愛媛大学.
- ⑥ 小倉将志郎, 内藤敦之報告「貨幣的循環理論における金融不安定性」へのコメント, 経済理論学会, 2012 年 10 月 6 日, 愛媛大学.
- ⑦ 内藤敦之, ケインズの「金利生活者の安楽死」論再考, 第 1 回ケインズ学会大会, 2011 年 12 月 3 日, 上智大学.
- ⑧ 石倉雅男, Securitization and financial crisis: reexamining the flow of funds in the shadow banking system, The 15th Conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies organized by Macroeconomic Policy Institute at the Hans Böckler Foundation, 2011 年 10 月 29 日, ベルリン (ドイツ).
- ⑨ 石倉雅男, 証券化と金融危機— “Shadow Banking System” における金融不安定性をめぐって—, 経済理論学会, 2011 年 9 月 17 日, 立教大学.
- ⑩ 内藤敦之, Return of the rentier: Keynes' s theory of “the euthanasia of the rentier” revisited, The Ricardo Society, International Conference on Money, Finance and Ricardo (ポストケインズ派経済学研究会・リカードウ研究会主催の国際会議), 2011 年 9 月 14 日, 明治大学.
- ⑪ 石倉雅男, Securitization of loan claims and financial instability, The Sixth Forum of the World Association for Political Economy, 2011 年 5 月 29 日, アマースト (アメリカ).
- ⑫ 石倉雅男, 金融システムの変容とマクロ経済—貸出債権の証券化を中心に—, 進化経済学会, 2011 年 3 月 19 日, 名古屋大学.
- ⑬ 石倉雅男, 金融システムの変容と内生的貨

幣供給—貸出債権の証券化を中心に—, 経済理論学会, 2010 年 10 月 23 日, 関西大学.

- ⑭ 石倉雅男, Securitization of Loan Assets and the Macroeconomy, The 14th Conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies organized by Macroeconomic Policy Institute at the Hans Böckler Foundation, 2010 年 10 月 30 日, ベルリン (ドイツ).
- ⑮ 内藤敦之, Inflation Targeting, Income Distribution, and Financialization, International Conference on Production and Distribution (ポストケインズ派経済学研究会・リカードウ研究会主催の国際会議), 2010 年 9 月 5 日, 明治大学.

[図書] (計 2 件)

- ① 石倉雅男, 大月書店, 『貨幣経済と資本蓄積の理論』, 2012 年, 320 頁.
- ② 内藤敦之, 日本経済評論社, 『内生的貨幣供給理論の再構築—ポストケインズ派の貨幣・信用アプローチ—』, 2011 年, 344 頁.

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

石倉 雅男 (ISHIKURA MASAO)  
一橋大学・大学院経済学研究科・教授  
研究者番号: 80222983

### (2) 研究分担者

内藤 敦之 (NAITO ATSUSHI)  
大月短期大学・経済科・准教授  
研究者番号: 40461868

小倉 将志郎 (OGURA SHOSHIRO)  
静岡大学・人文社会科学部・准教授  
研究者番号: 90515404