様　式　Ｃ－１９、Ｆ－１９、Ｚ－１９　（共通）

科学研究費助成事業　　研究成果報告書

平成 ２８ 年　 ６ 月　 ８ 日現在

機関番号：１２６１３
研究種目：基盤研究(C)（一般）
研究期間：2013～2015
課題番号：２５３８０２４８

研究課題名（和文）貨幣的循環理論の視点からの現代経済の金融化と緊縮政策に関する研究

研究課題名（英文）A study on the financialization of the contemporary economy and the austerity policies from the perspective of the theory of monetary circuit

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

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費）　　3,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は，1990年代末以降における金融危機の国際的波及を視野に入れて，金融システムの質的な変化，および，金融システムの変化がマクロ経済レジームと経済政策に及ぼす影響について理論的・実証的に考察した．「経済の金融化」は，最も広義には「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」と定義されている．本研究では，金融システムの複雑化・高度化の基礎にある金融機関の行動の質的な変化，マクロ経済レジームの変化，および，国際的な金融不安定性について，現代政治経済学，および，貨幣的循環理論をはじめとするポストケインズ派経済学の観点から考察した．

研究成果の概要（英文）：This study theoretically and empirically examined qualitative changes in the financial system, and their implications for macroeconomic regimes and economic policies, taking into consideration the international transmission of financial crisis since the end of 1990s. Financialization of the economy is most broadly defined as increasing impacts of the financial sector's activities on both domestic and global economies. This study, most specifically, investigated the qualitative changes in the behaviors of financial institutions underlying the complexity and sophistication of financial system, the qualitative shifts in the regime of macro economy, and the global financial instabilities from the perspective of contemporary political economy and the post-Keynesian economics including the theory of monetary circuit.

研究分野：政治経済学，経済学史

キーワード：資金循環　証券化　金融規制　緊縮政策　資本移動

１．研究開始当初の背景

本研究の代表者と分担者は，本研究の開始までに次のような研究課題に取り組んできた．（１）現代経済の「金融化（financialization）」への基礎的な分析視角を，貨幣経済の基本性格に関する理論的考察，現代経済における雇用形態の変化と資本・賃労働関係をめぐる理論と実証，資本蓄積・実現利潤・負債構造の連関に関する理論的考察，証券化と金融システムの構造変化に関する理論的・制度的考察．（２）ポストケインズ派経済学の内生的貨幣供給理論の体系化，および，金融制度の質的な変化を考慮に入れた「ストラクチュラリスト」の分析視角の拡充．（３）米国における金融機関の収益構造と資金循環構造に関する実証分析に基づく金融化の実証的な把握，および，世界金融危機後の金融規制改革をめぐる議論の検討．

以上の研究課題に取り組む過程で，われわれは，現代経済の金融化を資本主義経済の構造変化として把握するためには，「国内経済と国際経済の運営における金融的動機，金融市場，金融的アクター，および，金融機関の役割が増大すること」という広義の概念規定を超えて，2008 年以降の世界金融危機を契機に提起された金融規制改革，証券化が金融システムのパフォーマンスに及ぼす影響をめぐって現在も進行中の議論を視野に入れて，金融化の基礎にある金融システムの質的な変化について，理論的・実証的に考察する必要性を痛感した．また，現代経済における金融化の進行が，金融市場・金融機関だけでなく，非金融企業による生産と雇用の決定，資本・賃労働関係と労働者の雇用形態も含めた経済・社会の構造にどのような影響を及ぼすかについても，現代政治経済学の諸学派における近年の議論も視野に入れて，掘り下げて考察する必要性を感じた．さらに，米国のサブプライムローン危機を契機とした世界金融危機に続いて欧州各国で顕在化した，ユーロ圏における経済危機，および，中心諸国が周辺諸国に対して緊縮政策を強制する傾向に鑑みて，その傾向の基礎にあるユーロ圏の決済システムの制度的特徴を検証すること，および，そのための基礎作業として，従来の金融不安定性の分析視角を国際的な債権債務関係へ拡張することが急務であると考えた．

以上のような問題意識を背景として，本研究を開始した．

２．研究の目的

2008 年以降の世界金融危機を契機とする組成販売型金融システムの制度的特徴（金融の証券化，「影の銀行システム」，証券化に関わる金融機関の資金調達・運用径路としてのレポ市場など）に関する議論，世界金融危機後の金融規制制度の改革をめぐる議論を踏まえて，本研究は，以下の３つの研究課題に取り組むことを主な目的としている．第１に，現代経済における金融化の基礎にある金融システムの変化を定量的・定性的に考察すること．第２に，1990 年代以降の金融システムの質的変化を視野に入れて，ポストケインズ派経済学で展開されてきた貨幣的循環理論の分析視角を拡充し，現代経済の「金融化」に伴う経済・社会システムの変容を考察すること．第３に，2008 年以降の世界金融危機に続いて顕在化した欧州経済危機の背景として，ユーロ圏の決済システムの制度的特徴を明らかにし，一部の債権国をはじめとする中心諸国が，各国の経済規模に比して巨額な対外債務を抱えた周辺諸国に対して緊縮政策を要求した経緯を検証すること．さらに，金融不安定性に関する分析視角を国際的な債権債務関係へ拡張し，世界経済の現局面における国際的な債権債務関係の特徴を明らかにすること．これらの研究課題は，信用制度の高度化に伴う経済の実物面と金融面の連関の変化をめぐって政治経済学・ポストケインズ派経済学で行われてきた議論を踏まえて行われるべきものである．この意味で本研究は，政治経済学・ポストケインズ派経済学の学説史研究としても位置づけられる．

３．研究の方法

本研究では，研究課題を以下の４つの論点に分けて，相互の連関に留意しつつ，理論的・実証的分析を行った．

（１）現代経済の金融化に関する実証分析．米国経済を対象として，金融機関の収益拡大と資金循環構造の変化，投資銀行のＭ＆Ａ関連業務を中心とする金融機関の行動様式の変化などの諸論点について検証し，現代経済における金融化の進行を実証的に把握する．

（２）現代経済における金融化の基礎にある金融の複雑化・高度化の実態と，世界金融危機を契機とする金融規制改革をめぐる議論の検討．金融の証券化に関わる各種の金融機関から構成される「影の銀行システム」の構造，証券化の過程に関わる金融機関の機能，それらの機関の資金調達・運用に関わる諸問題について，米国の金融部門の実態に即して検討する．ボルカー・ルールを中心に，世界金融危機後の金融規制改革をめぐる議論について検討する，

（３）資金循環理論の拡充による現代経済の「金融化」に伴うマクロ経済レジームの変容に関する考察．レギュラシオン理論の新しい展開として提起された認知資本主義（cognitive capitalism）論の分析視角を踏まえて，ポストケインズ派経済学の資金循環理論を拡充することにより，金融市場・金融システムの質的な変化，および，それに伴う雇用システムと労使関係の変化，コーポレートガバナンスの変化も視野に入れつつ，現代経済の「金融化」に伴うマクロ経済レジームの質的な変化について考察する．

（４）欧州経済危機の背景としてのユーロ圏の決済システムの制度的特徴，中心諸国によ

る周辺諸国に対する緊縮政策の強制をめぐる議論の検討．欧州中央銀行と各国の中央銀行・民間銀行の債権債務関係の観点からユーロ圏の決済システムの構造を把握し，欧州中央銀行に対する各国中央銀行の債権・債務の拡大が持つ経済的意味について考察する．また，一部の債権国を含む中心諸国が，対外債務を負う周辺諸国に対して緊縮政策を要求した経緯を，金融権力が経済政策に及ぼす影響という観点から再検証する．さらに，金融不安定性に関するミンスキー（H. Minsky）等の分析視角を国際間の債権債務関係へ拡張するさいの諸問題について検討する．

４．研究成果

（平成 25 年度）

（１）石倉は，組成販売型の金融仲介システムの制度的特徴を，証券化商品の生成と保有の観点，および，証券化商品の流通（特に，証券化商品を担保とするレポ取引による資金調達・運用）の観点から考察し，レポ取引で証券が担保として繰り返し使用される再担保（re-hypothecation）を伴う金融システムに対する金融規制をめぐる議論を検討した．

（２）内藤は，「貨幣的生産経済」から「金融的生産経済」への移行として把握する認知資本主義論（theory of cognitive capitalism）の分析視角から，現代経済における金融システムの質的な変化について検討した．また，ケインズ『一般理論』における「金利生活者の安楽死」論の形成過程について，ケインズの経済政策論との関連に注目して，学説史的な検討を行った．

（３）小倉は，2000 年代の米国経済において金融機関の収益が拡大した背景について検証し，大手金融機関による自己勘定取引，オルタナティブ・ファンドへの投資，店頭デリバティブなどを経由した過剰なリスクテイクの実態を明らかにした．

（平成 26 年度）

（１）石倉は，ユーロ圏の経済危機（特に，2009 年以降に経常収支赤字と財政赤字を計上している国々に対して緊縮政策が課された経緯）の基礎にある金融構造上の要因を検証するため，ユーロ圏の決済システム（TARGET2［汎欧州即時グロス決済システム］）の制度的特徴について考察した．

（２）内藤は，ポストケインズ派のマクロ経済動学および認知資本主義論による最近の研究成果を踏まえて，貨幣的循環理論の分析枠組みを拡張し，現代経済における金融化の進展と金融不安定性の深刻化との相互連関性を明らかにした．

（３）小倉は，1980 年代以降の米国経済における金融化の進展について分析し，大手金融機関の業務展開が金融市場の変容（特に，証券化の過程を含む「影の金融システム」の拡大，デリバティブ市場とレポ市場の急速な拡大など）を主導しており，大手金融機関の行動が経済の金融化を促進していることを，実証データに基づいて明らかにした．

（平成 27 年度）

（１）石倉は，ユーロ圏の経済危機の背景にあるユーロ圏決済システム（いわゆる TARGET2）の金融制度上の問題点を考察し，欧州中央銀行に対する各国中央銀行の債権・債務の拡大は，周辺諸国（経常収支赤字国）に対して緊縮政策が強制され，周辺諸国の経済が縮小均衡に陥った結果であり，中心諸国（経常収支黒字国）から周辺諸国への資金供給（たとえば，周辺諸国によって発行される債券の購入）が困難であることの結果でもあることを指摘した．また，金融不安定性に関するミンスキーの分析視角を債権国と債務国の関係に拡張することによって，国際経済における債権債務関係に関する諸問題を検討した．資金流出（対外投資）に対する資金流入（年賦償還と受取利子の和）の割合の時間的推移に関するドーマーの分析を再検討することにより，持続的な対外投資のためのドーマーの条件（対外投資の増加率が利子率よりも高いこと）は，ポンツィ金融の条件（新規の対外借入が既存債務の元本と利子の支払い額よりも大きいこと）と同義であることを示した．また，2000 年代初め以降に米国に対する中国の貿易黒字が増加し，中国による米国の長期証券の保有が積み上がっているという事実は，アジア諸国が貿易相手国に対する貸出によって国産商品の輸出を下支えしている構造を含意するが，この場合，基軸通貨国の債務の持続可能性がいぜんとして検討課題であることを指摘した．

（２）内藤は，貨幣・金融システムの質的な変化に関する分析視角の展開とその現代的意義について，ケインズおよびポストケインズ派の経済理論に関する学説史研究の立場から考察した．具体的には，1930 年代の利子論争，および，1980 年代と 1990 年代の内生的貨幣供給論をめぐる論争の再検証を通じて，内生的貨幣供給と金融制度，乗数過程に関する論争点を再検討し，その研究成果が査読付き英文学術誌に掲載された．

（３）小倉は，実体経済部門（特に家計と企業）と金融市場の相互依存関係の強化に関する実証分析，金融化が所得分配に及ぼす影響に関する実証分析，金融化の主要な受益者である金融機関の行動様式に関する考察，金融機関の収益構造と資金循環構造に関する実証分析，金融化の基礎となる金融システムの質的な変化（証券化の過程に関わる「影の銀行システム」の拡大，レポ市場の膨張など）に関する分析，世界金融危機後の金融規制改革をめぐる諸論点の検討，金融権力の発現形態としての金融化に関する考察など，現代経済の金融化に関するこれまでの研究を集大成し，単著『ファイナンシャリゼーション―金融化と金融機関行動―』に取りまとめた．

５．主な発表論文等

〔雑誌論文〕（計 14 件）

① 石倉雅男，書評：高田太久吉著『マルクス経済学と金融化論』，査読無，『政経研究』第 106 巻，2016 年，97-103 頁．

② 内藤敦之，「金利生活者の安楽死」論の現代的意義，『大月短大論集』，査読無，第 47 巻，2016 年，43-69 頁．

③ 石倉雅男，ミンスキー理論の国際経済への拡張，『季刊・経済理論』，査読無，第 52 巻，2015 年，43-51 頁．

④ 内藤敦之，Three Controversies on Endogenous Money, Finance and the Multipliers: Classical Debate on Interest Rates in 1930s and Two Modern Controversies of 1980s and 1990s, Post Keynesian Review，査読有，Vol.3，2015 年，17-34 頁．

⑤ 小倉将志郎，経済の金融化とは何か，柴田努・新井大輔・森原康仁編『図説　経済の論点』，旬報社（図書所収論文），査読無，2014 年，66-69 頁．

⑥ 小倉将志郎，金融の証券化は万能薬か，柴田努・新井大輔・森原康仁編『図説　経済の論点』，旬報社（図書所収論文），査読無，2014 年，74-77 頁．

⑦ 小倉将志郎，デリバティブとは，柴田努・新井大輔・森原康仁編『図説　経済の論点』，旬報社（図書所収論文），査読無，2014 年，78-82 頁．

⑧ 内藤敦之，第５章「トービンのケインズ主義」（ロバート・W・ダイモン）の翻訳，平井俊顕，マリア・クリスティーナ・マルクッツォ編（平井俊顕監訳）『リターン・トゥ・ケインズ』，東京大学出版会（図書所収論文），査読無，2014 年，123-142 頁．

⑨ 石倉雅男，書評：菊本義治・本田豊・山口雅生・西山博幸著『グローバル化時代の日本経済』，査読無，『月刊経済』第 228 巻，2014 年，114-116 頁．

⑩ 小倉将志郎，米国における金融機関の収益拡大とモダン・ファイナンス，『静岡大学経済研究』第 18 巻第 3 号，査読無，2014 年，29-53 頁．

⑪ 石倉雅男，第２章「本当に『それ』はまた起こった―アジアにおけるミンスキー・クライシス―」の翻訳，Ｊ．Ａ．クレーゲル著（横川信治監訳，鍋島直樹・横川太郎・石倉雅男訳）『金融危機の理論と現実―ミンスキー・クライシスの解明―』，日本経済評論社（図書所収論文），査読無，2013 年，23-48 頁．

⑫ 石倉雅男，第５章「資本移動と国際不均衡―後発工業化発展途上国とキャッチアップの役割―」の翻訳，Ｊ．Ａ．クレーゲル著（横川信治監訳，鍋島直樹・横川太郎・石倉雅男訳）『金融危機の理論と現実―ミンスキー・クライシスの解明―』，日本経済評論社（図書所収論文），査読無，2013 年，96-129 頁．

⑬ 小倉将志郎，経済の金融化の部門別再整理と新しい分析視角，『静岡大学経済研究』第 18 巻第 2 号，査読無，2013 年，49-83 頁．

⑭ 内藤敦之，Instability and unsustainability of cognitive capitalism: reconsideration from a post-Keynesian perspective, Knowledge Cultures，査読有，Vol.1，2013 年，47-66 頁．

〔学会発表〕（計６件）

① 石倉雅男，Political Economy and the Contemporary Theory of Money and Finance，中日政治経済学研討会（中国人民大学経済学院主催の国際会議），2016 年 4 月 30 日，北京（中国）．

② 石倉雅男，ユーロ圏の経済危機と緊縮政策，経済理論学会，2015 年 11 月 22 日，一橋大学（東京都・国立市）．

③ 石倉雅男，ユーロ圏の不均衡と緊縮政策―ポストケインズ派の視点から―，進化経済学会，2015 年 3 月 21 日，小樽商科大学（北海道・小樽市）．

④ 内藤敦之，Return of the rentier: Keynes's view on "the euthanasia of the rentier" revisited，The 9th International Keynes Conference（ケインズ学会主催の国際会議），2014 年 3 月 20 日，一橋大学（東京都・国立市）．

⑤ 石倉雅男，証券化と金融規制―「影の銀行システム」の規制に関する諸論点の検討―，進化経済学会，2014 年 3 月 16 日，金沢大学（石川県・金沢市）．

⑥ 石倉雅男，Securitization and financial regulation: examining some issues of the regulation on the Shadow Banking System，The 17th Conference of the Research Network Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM)，Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation, 2013 年 10 月 25 日，ベルリン（ドイツ）．

〔図書〕（計１件）

① 小倉将志郎，桜井書店，『ファイナンシャリゼーション―金融化と金融機関行動―』，2016 年，271 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・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