

Title	黒坂佳央・藤田康範編著 『現代の金融市場』
Sub Title	
Author	浅子, 和美(Asako, Kazumi)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2010
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.103, No.1 (2010. 4) ,p.207- 211
JaLC DOI	10.14991/001.20100401-0207
Abstract	
Notes	書評
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20100401-0207

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.



黒坂佳央・藤田康範編著

『現代の金融市場』

慶應義塾大学出版会，2009 年 1 月，264 頁

本書の帯紙には「金融市場を実務・学術の両面から俯瞰する。国際金融のフロンティア，企業・金融の再生，日本の金融の歴史など，現代に欠かせないテーマを取り上げる。」とある。全体は基本的に 5 部 12 章から構成され，初心者にも理解しやすいような噛み砕いた書き方で徹底されており，本書の企画時点では大変な良書であったといえる（実際，日本図書館協会の選定図書になっている）。

ところが，書評する 2010 年春現在（出版された 09 年 1 月の段階においても）の観点からは，玉に瑕がないわけではない。それは本書の出自に関わるのであって詮なきことであるが，本書（というより本書の内容）にその後の歴史の流れから瑕瑾（玉の瑕）ができてしまったのだ。人体の傷は自然治癒するのに対して，玉の瑕は丁寧に磨くことによってのみ修復され得るが，日本の金融市場にもその努力が望まれることになったのである。

1. 2007 年の吉野俊彦記念講座

本書は，まえがきによると「2007 年の 4 月から 9 月まで，学校法人根津育英会が開催した『吉野俊彦記念講座』全 15 回のうち，掲載許諾の回答のあった 12 回分を採録したもの」である。学校法人根津育英会は，旧制 7 年制の武蔵高等学校の後身で，武蔵大学，武蔵高校，武蔵中学によって構成されている。吉野俊彦氏は旧制武蔵高等学校第 7 期の卒業生で，日本銀行のエコノミストとして名を馳せ，後に理事にもなられた。『吉野俊彦記念講座』は，05 年に亡くなられた吉野氏の事績を偲び，武蔵高校の後輩，武蔵大学のスタッフ，及び知友人が講師となって様々な角度から「現代の金融市場」を語ったもので，講座の聴講者は企業に所属する社会人がほとんどであったとの由。

評者が瑕瑾というのは，アメリカのサブプライム・ローン問題や 2008 年 9 月に起こったリーマン・ショックとその後の世界金融危機や世界同時不況が，射程に入っていないことである。『吉野俊彦記念講座』がスタートしたのは 07 年 4 月 24 日，最終回が 5 ヶ月後の 9 月 25 日であり，当時の最新情報といってもリーマン・ショックのほぼ 1 年前に遡るのである。詮なきこととはこの情報セットの差違に由来するが，しかしそれだけでもない。

『吉野俊彦記念講座』当時の日本経済は，小泉純一郎首相が就任して 9 ヶ月後の 2002 年 1 月を谷として始まった戦後 14 番目の景気循環の拡張期にあり，1965 年から 70 年にかけて 57 ヶ月間続いた「いざなぎ景気」の最長記録を毎月更新していた時期にあたる（事後的には 07 年 10 月まで 69 ヶ月間持続した）。他方でこの時期は，小泉首相の後を襲った安倍晋三政権の支持率低下が目立ちだした時期でもあり，『吉野俊彦記念講座』の最終回の翌日に内閣総辞職することになるが，とはいえ基本的には小泉政権が進めた構造改革路線のフィーバーの残り火が依然として燃え続けていた。

『吉野俊彦記念講座』当時の日本経済は，小泉純一郎首相が就任して 9 ヶ月後の 2002 年 1 月を谷として始まった戦後 14 番目の景気循環の拡張期にあり，1965 年から 70 年にかけて 57 ヶ月間続いた「いざなぎ景気」の最長記録を毎月更新していた時期にあたる（事後的には 07 年 10 月まで 69 ヶ月間持続した）。他方でこの時期は，小泉首相の後を襲った安倍晋三政権の支持率低下が目立ちだした時期でもあり，『吉野俊彦記念講座』の最終回の翌日に内閣総辞職することになるが，とはいえ基本的には小泉政権が進めた構造改革路線のフィーバーの残り火が依然として燃え続けていた。

2. 本書の構成

既述のように，本書は編者の 1 人による序章に加えて 5 部 12 章から構成され（四六判／並製／264 頁），多くの章では，2007 年前半期段階での日本の金融市場の各分野について，その現況が簡潔に述べられている。どの分野に，またどのような視点で焦点が当てられているかは，各章のタイトルでおおよその見当がつくだろう。まずは，目次からそれらを記す（分担執筆者の肩書は原則『吉野俊彦記念講座』時のもので本書記載のままだが，誤解の生じない範囲で評者が一部簡略化した）。

序章 「バブルの生成・崩壊と日本の財政・金融政策」(藤田康範・慶應義塾大学経済学部准教授)

第1部 国際経済のフロンティア

第1章 「東アジア共同体と東アジア FTA の展望」(畠山襄・国際経済交流財団会長)

第2章 「世界をさまようオイル・マネー——ペトロダラーからペトロユーロへ」(寺西靖彦・日陽エンジニアリング監査役)

第3章 「開発途上国の開発と金融——円借款の事例を通じて」(遠山慶・国際協力銀行人事部参事役)

第2部 直接金融の新展開

第4章 「エクイティ・ファイナンスの変遷」(丸淳子・武蔵大学経済学部教授)

第5章 「国際的な環境変化と東証の取組み」(西室泰三・東京証券取引所グループ取締役会長)

第3部 日本銀行の過去・現在・未来

第6章 「景気循環と中央銀行機能の変遷」(香西泰・日本経済研究センター理事・特別研究顧問)

第7章 「日本銀行と民間金融機関——日銀考査を中心に考える」(熊倉修一・日本銀行金融研究所企画役, 武蔵大学経済学部講師)

第4部 企業と金融の再生に向けての胎動

第8章 「企業再生と M & A」(宮坂征治・アントキャピタルパートナーズ株式会社パートナー)

第9章 「金融再生の 15 年」(北見良嗣・帝京大学法学部教授)

第10章 「我が国における公的金融の役割と民営化問題」(柳正憲・日本政策投資銀行取締役常務執行役員)

第5部 日本の金融の歴史的位罫

第11章 「日本経済の現段階と金融立国の可能性——マクロからの視点」(黒坂佳央・武蔵大学経済学部教授)

第12章 「吉野俊彦 その人と業績」(鈴木淑夫・経済学博士, 元衆議院議員, 元日本銀行理事, 元野村総合研究所理事長)

以上が本書に採録された序章と 12 章分であり,

最後に編者の 1 人(黒坂佳央教授)によるあとがきで本書が完結する。参考までに、本書に採録されなかった『吉野俊彦記念講座』の 3 回分について、インターネットで検索できる情報からタイトルと講師のみを記しておこう。

「国債の現状と課題」

(石弘光・一橋大学名誉教授)

「金融政策の現状と課題」

(稲葉延雄・日本銀行理事)

「不動産金融商品の現在」

(宗吉敏彦・クリード社長)

これらの講師がなぜ掲載許諾されなかったかは不明であるが、もし本書に採録されていたならば、『現代の金融市場』としてより完全な壁(ないし美玉=瑾)になっていたのは疑いない。とくに金融政策について採録されなかったのは画竜点睛を欠くこととなり、残念至極である。

3. 金融ビッグバンと金融市場の構造改革

本書を評するにあたって、そもそも評者が日本の金融市場(金融システム)をどのように捉えていたかを明示する意味で、『吉野俊彦記念講座』完結時よりは半年ほど遅れた段階で、しかし同じくリーマン・ショック以前の段階でまとめた小文を披露しておく。以下は、基本的に<浅子和美「金融システム改革の現状」『政治・経済: 指導書』(東京書籍), 205-206 頁, 2008 年 3 月>の転載であるが、文意が変わらない範囲で一部の記述や段落の設定などは修正し文字数も減らした。

* * * * *

株価や地価にバブルが発生膨張していた 1980 年代の後半期に、日本は世界一の債権国となると同時に、日本的経済・経営システムの有効性も唱えられ「ジャパン・アズ・ナンバーワン」と賞賛された。しかし、こうした栄光も、90 年代に入ってからバブル崩壊により雲散霧消し、代わって不良債権問題や BIS(国際決済銀行)の自己資本規制に苦しむ金融システムと長期の景気低迷が残

された。

この逼迫状況の打開策として、不良債権処理を進めるとともに、日本の金融市場を欧米市場並みの国際金融市場として再生させる金融システムの大改革（ビッグバン）が求められた。具体的には、Free（市場原理が働く自由な市場に）、Fair（透明で信頼できる市場に）、Global（国際的で次代を先取りする市場に）を3原則として、①商品業務組織形態の自由化多様化、②市場取引のインフラ及びルールの整備、③金融システムの健全性の確保、の3つの課題に早急に取り組むことになった。

もっとも、日本の金融ビッグバンは順調に進んだわけではなかった。システムの改革によっては既得権益の再分配が起こり、直截的には間接金融から直接金融への移行を意味する金融ビッグバンに対しては、金融機関が「抵抗勢力」になるのは自然の理であった。資産価格のバブル崩壊によって抱え込むことになった大量の不良債権が、ビッグバンにより表面化・損失化するのを金融機関が嫌った経緯もある。しかし、流石の抵抗勢力も、1997年11月に端を発し日本長期信用銀行、北海道拓殖銀行、山一証券などが破綻することになった金融システム危機を経て、危機感を共有する存在となる。すなわち、これ以後銀行、生損保、証券会社等の金融業界の本格的・全面的な再編成に拍車がかかったのだった。

こうした動きと相前後して、1998年4月には改正日本銀行法と改正外国為替法が施行され、6月には銀行法、証券取引法、保険業法など22の法律を一括改正した金融システム改革法も成立した。行財政構造改革の一環として財政投融资・公的金融の見直しもなされ、郵政事業（郵便局）は03年4月に郵政公社となり、さらに07年10月からは郵貯・簡保など事業別に分割民営化された。08年10月には日本政策投資銀行と商工組合中央金庫が民営化され、国際協力銀行の国際金融業務や国民生活金融公庫、中小企業金融公庫など残りの政府系金融機関は日本政策金融公庫に一体化された。

金融システム危機発生後、1998年に入って政

府は金融機関に対して30兆円に上る公的資金の注入を決め、不動産の証券化を促進する特定資産流動化（SPC）法等も制定した。さらに同年7月には、債券回収、担保不動産の権利関係の調整、破綻処理に関連した「金融再生6法案」の具体案を提示した。ただし、肝心の不良債権処理には必ずしもアクセルは踏まれず、長引くデフレ不況によって新たに不良債権が発生するといった悪循環も起こった。そこで02年2月には、政府はデフレ克服のために、①金融再生プログラムに基づく不良債権処理の促進、②産業・企業再生への早期対応として、整理回収機構への不良債権売却の促進や産業再生機構の創設、などを柱とする総合デフレ対策を策定した。

金融再生プログラムでは、決済機能の安定確保のために「決済用預金」を2005年4月に導入し、ペイオフ制度が完全実施された。04年度には主要行の不良債権比率を02年9月時点（9.2%）の半分程度に低下させる方針を示し、貸し渋りや貸し剥しに苦しむ中小企業向け支援も整えさせた。04年度の最終処理（オフバランス化）による不良債権問題終結に向けては、①日銀特融による流動性対策、②迅速な投入が可能となる新たな公的資金投入の枠組み構築、③03年3月期に特別検査を再実施することにより主要行の自己査定を厳格化を図る、といった措置を講じた。03年5月には、既存の枠組みでのりそな銀行への公的資金の注入を行い、実質的に国有化した。この措置が金融危機の未然防止に弾力的な対応を示したとして、弱気が支配していた株式市場を転換させ、これを機に金融システム不安は峠を越えたと受け止められている。

ただし、これは都市銀行や一部の優良地方銀行の現況であって、第2地銀を含んだ多くの地方銀行や信用金庫、信用組合などの金融機関は、依然として多額の不良債権を抱えたままの状況にある。2007年夏に表面化したアメリカのサブプライム・ローン問題が、直接的には関係が薄い世界の金融システムにも大きな連鎖反応を引き起こしたが、

震源が国内にあるという意味では潜在的にはより重篤であり、日本の金融システム不安が完全に払拭されたわけではない。

ビッグバンの最終目標であり安定的な金融システムが担保するのは、国民経済における円滑な資金の流れである。その意味では、流れが澁みがちな中小企業向け融資や 1500 兆円余りに達する個人金融資産の運用が鍵となる。巨額に上る国債や地方債、さらには民営化された郵便貯金残高の動向も気になる。これらの金融資産・負債が、金融ビッグバンの目標であった Free, Fair, Global に則って円滑にその本来の機能を果たしているかが、日本の金融システムにとっては決定的に重要である。金融ビッグバンに歩調を合わせて、日本銀行による金融政策も低金利政策・ゼロ金利政策から量的緩和政策へと推移したが、2006 年の夏を転機としてそうした非常事態の下での金融政策から、金利の調整を通じる政策手段の復活がなされた。マクロ経済の安定的な舵取りは、今後に残された地方銀行、信用金庫、信用組合といった分野での金融システム改革の大前提でもあり、また成否の鍵を握っているのである。

4. リーマン・ショックと日本の金融市場

本書の多くの章は、日本の金融ビッグバンには、それは不可欠・不可避であったといった肯定的な評価を下しているか、あるいはそれを前提とした上で、未だ不十分でより徹底した Free, Fair, Global を目指すべきだとの主張がなされている。例えば、前後の脈絡を無視して該当部分だけに言及するのを許していただくならば、「各個人がリスクを負担し個人金融資産が直接金融へと向かうことが希求され」（第 4 章、89 頁）、「デリバティブ市場の強化」（第 5 章、116 頁）、「金融機関に強力なインセンティブを生じさせるメカニズムを構築」（第 7 章、151 頁）、「日本企業が効率的な組織運営および事業再編を進める基盤は充分整備された」（第 8 章、158 頁）、「これまでの社会経済システムは、バブル崩壊、経済のグローバル化とともに全面的

な見直しを余儀なくされましたが、移行のプロセスはまだ道半ば」（第 9 章、188 頁）などが直ちにピックアップされよう。

こうした言及箇所代表される著者達の認識は、第 3 節での評者の認識とは、想定する Free, Fair, Global の程度において差がある。評者は分配の公正性も含めて Fair の貫徹には賛成であるが、Free と Global については無条件に推進するのではなく、一定の留保条件がついてしかるべきだと考えている。Free と Global を突き詰めたものが、小泉純一郎政権下で進められ当時隆盛を極めたいわゆる市場原理主義の発想であり、竹中平蔵大臣（経済財政・金融担当）が舵を切った不良債権問題の処理法でもあった。第 3 節でも言及されたように、市場原理主義は一面では当時の株式市場等では好感されたのではあるが、見切り発車的に国有化されたりそな銀行やすべてが自助努力に委ねられた中小金融機関が蚊帳の外に残されたのだった。

市場原理主義は、勝者と敗者を市場での競争によって決着させるのであって万人に開かれており公平であるとの詭弁を弄するが、この際結果をもたらした初期条件や情報量については意図的に言及しない。同じ準備の下で、また同じ手段で競争するならば、それは真の競争になり得るが、現実には望むべくもない。現実にあるのは、せいぜい競争の場を提供するだけで、競争者の初期条件は問わない。結局、初期条件の有利な者が競争に勝ち、不利な者は競争から敗退せざるをえない。ほんらい、競争の場があるというだけで、闇雲に競争させるべしというのは Fair の精神に悖るのだが、市場原理主義はそれで十分と判断する。

市場原理主義による競争、あるいはその競争による利潤追求は、初期条件の有利な者が勝ち続けると限りなく猛進する。アメリカのサブプライム・ローン問題の背景では、証券化商品やデリバティブ商品の取引が膨大な額に上り、アメリカのみならず世界中の多くの金融機関が過大なリスクに曝されていた。アメリカの大手証券会社（投資銀行）のリーマン・ブラザーズの破綻が回避できないこ

とがはっきりしたリーマン・ショックによって、懸念されたリスクは現実のものとなり、世界中の金融機関を連鎖的に巻き込んだ世界金融危機が引き起こされた。

既述のように、リーマン・ショックが発生したのは『吉野俊彦記念講座』完結のほぼ1年後であり、本書ではその発生は特段意識されていない。本書にとっては、リーマン・ショック以降の世界金融危機は起こってはならない異常事態であり、その発生を予測すると自己矛盾に陥る。これに対して、第3節での評者は、むしろリーマン・ショックの発生までは予測できなかったものの、2007年夏に表面化したアメリカのサブプライム・ローン問題に言及し、直接的には関係が薄い世界の金融システムにも大きな連鎖反応を引き起こした点を指摘し、日本国内での金融システム不安の再燃を危惧したものになっている。

世界金融危機が起こって以来、アメリカやEUをはじめとして世界の潮流はデリバティブ取引や金融機関の規模等を制限するなど金融活動への規制導入に動いており、日本においても、金融ビッグバンを静止・逆流させる動きがみられる。世界金融危機の重篤さが、そうした動きに自然法的な根拠を賦与したものとして、金融市場も受容する方向にあるといえよう。金融市場での表層的なテクニックとしてのFree, Fair, Globalよりも、社会共通資本としての金融システムの制度維持がより重たく希求された結果と思慮される。

5. 公的金融の見直しの見直し

金融市場ないし金融システムを制度資本として捉えた場合に、日本の金融ビッグバンで廃止ないし縮小された公的金融(政策金融)の役割を再考する余地がある。小泉純一郎首相が「改革の本丸」とした郵政民営化も、政権交代後の鳩山由紀夫内閣では大幅に見直され、リーマン・ショック後の金融危機下で果たした日本政策投資銀行を始めとした旧政府系金融機関の役割を再評価する動きもある。

本書の第9章が公的金融に割かれており、日本

の政策金融の制度が諸外国のそれと異なり、確かに公的金融の比率が極めて高かったことが分かる。しかしながら、小泉政権の「民間でできることは民間で」のキャッチフレーの下で始まった公的金融の縮小再編であるが、市場原理主義の洗礼が先行し過ぎたために、多少の環境の変化で民間では行われなくなる分野も民営化させてしまった社会的コストを負担する結末になっている。

リーマン・ショック後の世界同時不況下や大地震等の自然災害直後など、ときには利潤動機を外れて緊急融資を行う政策金融のチャンネルがあるか否かは、その国の経済全体の安定にとって極めて重要である。鳩山政権による郵便貯金の預入限度額を2倍に引き上げる策など、資金調達面での適切な規模の観点からは疑問がなくもないが、社会共通資本としての健全な金融システムを維持し資源配分に資する目的からは、公的金融の果たす役割には大なるものがあるといえよう。

6. その他の章の展開

本書には、以上で明示的に言及しなかったいくつかの章もある。第1部の3つの章では東アジアFTA、オイル・マネー、開発援助について展望されており、国際経済のフロンティアの有用なガイドとなっている。編者2人による序章と第11章はそれぞれ導入と実質的な総括の役割をしており、読者にとって心強い水先案内となるであろう。

また、本書は『吉野俊彦記念講座』を出自としていることから、第6章と第12章では、吉野俊彦氏の為人や業績が紹介されている。鈴木淑夫氏による第12章は、『吉野俊彦記念講座』では第1回目に組まれており、学校法人根津育英会にとっての位置付けが理解される。評者は結局直接お会いする機会はなかったが、学生の頃はテレビの討論番組などによく登場され、ゆっくりとした重厚な口調で話されていたのを記憶している。

浅子 和美
(一橋大学経済研究所教授)