

# 「グローバル・インバランス」論の総括

星野智樹

はじめに

第1節 「グローバル・インバランス」論の展開過程

第2節 「グローバル・インバランス」論の再検討

おわりに

はじめに

2000年代中頃に、「グローバル・インバランス（Global Imbalances、本稿ではGIと表記）」論が提起された。「インバランス」という言葉は、当初は経常収支不均衡を指していたが、2008年のリーマン・ショックを象徴とする世界金融危機を経て、金融面のインバランスも含むようになり、このことを念頭においた議論が展開されるようになった。

「GI」論を簡単に俯瞰しておこう。「GI」論は、2000年代中頃に、米国の経常収支赤字とその対極にあるアジア・産油国（新興国や発展途上国）の経常収支黒字や外貨準備の動向に焦点を当てて展開された。その嚆矢となった代表的議論が、「ブレトンウッズ体制復活論」（Dooley, Folkerts-Landau, and Garber [2003]）、「世界のベンチャー・キャピタリスト論」（Gourinchas and Rey [2005]）、「グローバル過剰貯蓄（Global Saving Glut、本稿では初期GSGと表記）論」（Bernanke [2005]）である。この段階での「GI」論を、本稿では「従来型GI論」と呼ぶことにする。

ところが、世界金融危機を経て、「従来型GI論」、あるいは、その中心的な議論であった「初期GSG論」を批判あるいは拡張する議論が展開されるようになった。まず、BIS（国際決済銀行）の主力エコノミストや米国の一部の論者によって、「初期GSG論」を批判的に検討し、バブルや金融危機の要因を解明するための新たな議論として「Global Financial Imbalances論」（本稿では「新GFI論」と表記）が提起された<sup>1</sup>。また、「初期GSG論」を提起したベン・バーナンキ自身も議論をアップデートし、「新GFI論」とほぼ同じ論点および事実認識に基づいた議論（本稿では「拡大版GSG論」と表記<sup>2</sup>）を展開するようになった。

「GI」論は、盛り上がりを見せてから10年近くが経過した今日においても、決着がつくことなく錯綜している感が否めない。そこで、本稿では、「GI」論について、金融政策論と国際マネーフロー論の2つの領域で展開されたことに着目し、それぞれの議論を関連させて、総括を行う<sup>3</sup>。

1 本稿で言う「新GFI論」の代表的な文献が、Adrian and Shin [2008]、Borio [2012]、Borio and Disyatat [2010]、Borio and White [2004]、Obstfeld [2012]、Shin [2012]、White [2006] である。

2 「拡大版GSG論」の代表的な文献が、Bernanke [2010]、Bernanke et al. [2011] である。

3 筆者は星野智樹 [2015] のなかで「グローバル・インバランス」論の整理をすでに行った。しかしながら、そこでの整理は各説の紹介にとどまったため、本稿では、金融政策論と国際マネーフロー論を関連させて、より踏み込んで総括を行う。なお、本稿における「GI」論の各議論の呼び方については、星野智樹 [2015] を踏襲している。

## 第1節 「グローバル・インバランス」論の展開過程

第1節では、「従来型 GI 論」から、世界金融危機以降に議論されるようになった「新 GFI 論」と「拡大版 GSG 論」への変遷を中心に、「GI」論の展開過程を整理しておこう<sup>4</sup>。その際には、「問われたもの」と「問われなかったもの」を確認するために、筆者による注釈や補足は必要な範囲にとどめて整理を行い、その評価や検討は次節で行う。

なお、「GI」論では、国際収支が中心的な議論の一つになってきた。各国・地域の国際収支は、IMF（国際通貨基金）のガイドラインである『国際収支マニュアル』の『第5版』から『第6版』の様式に準拠したバージョンへと移行しているために、本稿では『第6版』を念頭に置く<sup>5</sup>。

### 1 議論の枠組み

最初に、議論の枠組みについて、「従来型 GI 論」から、「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」への変遷を整理しておこう。「拡大版 GSG 論」は「初期 GSG 論」（あるいは「従来型 GI 論」）の限界を乗り越える形で、「新 GFI 論」は「従来型 GI 論」（とくに「初期 GSG 論」）が分析を曇らせていたことを批判する形で、（結果的には）ほぼ共通した枠組みを提起している。議論の中心は、「従来型 GI 論」の段階では経常収支・資本収支（ネットの資本移動）やマクロ経済における貯蓄・投資バランス、アジア・産油国であったが、「新 GFI 論」と「拡大版 GSG 論」の段階になるとグロスの資本移動や金融機関の活動、欧州へと変遷していった。

より具体的には、議論は、①グロスの資本移動の規模・形態・方向、主体や国・地域別の動向、資産と負債の建値通貨や期間構成、為替リスクや流動性リスクなどのエクスポージャーの状況、短期債務への注目、②「居住者」ベースの国際収支統計だけでなく「国籍」ベースの BIS の銀行統計に依拠した分析、③フローでは捉えきれないストック面の対外資産負債残高統計を用いた国民経済レベルでの資産と負債の構成や、価格や為替相場の変動にともなう「評価変化」に注目した分析へと進んでいった。

そして、こうした視角に基づいた統計データの分析が行われる。その概要は、米国をめぐる国際マネーフローにおいて、経常収支の赤字相手国であるアジアとの資本フローが一定規模に達していたこと、そして、経常収支がほぼ均衡しているユーロ導入国およびイギリスとの間で、米国籍の金融機関だけでなく欧州籍の金融機関によって巨額のグロスの資本フローが形成されていたことに整理できる。

---

4 とくに断りのないかぎり、「はじめに」や脚注1と2で取り上げた論者の議論を中心に整理する。本邦研究者による紹介文献もすでに存在している。バーナンキの議論の変遷については関村 [2011]、「新 GFI 論」の国際マネーフロー論については岩田 [2015b]、岩本 [2013]、福田・松林 [2013]、藤田・松林・北野編 [2014]、本文の以下で見る BIS View と Fed View の対立については、実務家の立場による文献として翁 [2011]（第6章）、白川 [2008]（第20章）、湯本 [2010]（第I部第1章）、経済学の学説のなかに位置づけた文献として岩田 [2015a, 2016] がある。こうしたなかで、本稿は、金融政策論と国際マネーフロー論を関連させて検討している点に特徴がある。

5 『第6版』の国際収支については、日本を事例に解説した星野 [2016] を参照されたい。

## 2 国際マネーフローにおける各国・地域の役割

次に、「GI」論から導き出される国際マネーフローにおける各国・地域の役割について整理しておこう。

第1に、「従来型 GI 論」から描かれる米国の役割についてである。米国は、対外負債側では優良な社債や米国債といった安全性の高い資産の外国への提供、対外資産側では直接投資や株式投資といったハイリスク・ハイリターン投資による外国へのリスクマネーの提供を通じて、リスク変換を行う「世界のベンチャー・キャピタリスト」として描かれる。

米国は、この役割を担うなかで、「インカム・ゲイン」（第一次所得収支の黒字）に加えて、対外資産残高と対外負債残高の「評価変化」によって生じる「キャピタル・ゲイン」を獲得することになる。「キャピタル・ゲイン」は、統計的には、フローの経常収支赤字の増加と比較して、ストックの対外純負債が緩やかな増加にとどまる状況や減少する状況としてあらわれる。

この役割との関連で重要視されているのが、対米投資の源泉国、言い換えれば、米国債（および住宅公社債）への投資主体としてのアジア諸国である。アジア諸国は、マクロ経済的には、貯蓄超過＝経常収支の黒字＝金融収支の黒字（自国通貨売り・米ドル買いの為替介入にともなう外貨準備増加）の状況にある。こうした状況の背景にあるのが、政策要因と金融市場をめぐる問題である。まず、政策要因としては、アジア諸国が輸出主導型の経済成長戦略をとっていること、1990年代後半に通貨危機に直面した苦い教訓を背景に危機への「備え」として外貨準備を蓄積していることがある。また、アジア諸国は、自国内の金融市場では金融資産が十分に供給されないために、米国の「安全資産」への需要を強めていった。

こうした分析に基づいて、「従来型 GI 論」では、アジア諸国の過剰貯蓄が、対米投資となることによって、米国の長期金利の低下、株式市場のブーム、住宅価格の上昇を引き起こすことを通じて、米国の経常収支赤字の要因になったことが強調される。そして、世界金融危機が生じると、「従来型 GI 論」を援用して、米国における住宅バブルや金融危機の要因が議論されるようになった。この見解は、賛否両論あるが、否定する側の論陣も含めて、論点そのものは根強く残っている。

第2に、「新 GFI 論」と「拡大版 GSG 論」では、「従来型 GI 論」の段階で十分に検討されなかった論点として、欧州との関わりのなかでの米国の役割、また、欧州独自の役割が重視される。

まず、欧州との関わりのなかでの米国の役割についてである。欧米間で、マクロレベルでは経常収支不均衡が小さいなかでグロスの資本フローが拡大していた。金融機関レベルで見ると、欧州の金融機関の在米拠点は米国の短期金融市場で MMF（マネーマーケットファンド）を通じて調達した資金を本支店取引によって本国親会社に送金し、その資金を原資として欧州の金融機関は、米国内に設定したシャドバンキングを通じて、住宅関連証券への投資をはじめとする各種の対米投資を行っていた。こうした金融機関の行動によって形成された双方向のグロスの資本フローは、米国にとって「長期借・短期貸」、欧州にとって「短期借・長期貸」となり、対外的なバランスシートの「ミラーイメージ」的

な状況を創り出していた。

欧米間の資本フローが形成された要因<sup>6</sup>は、欧州で長期金利とホームバイアスの低下が同時に生じて対外的な運用対象として高利回りで安全な金融資産への選好が強まるなかで、米国による金融商品開発が促進され、相対的に高利回りで見かけ上は高格付けの（ちにサブプライム危機を引き起こすことになる）米国証券が人気を集めたこと、欧州と米国では規制制度が異なるために制度の「隙間」をついた取引が行いやすかったことにある。

ところが、欧州の金融機関は、2008年のリーマン・ショックの際に短期金融市場がマヒするなかで、バランスシートの負債側で資金調達の困難化、資産側で資産価値の目減りに直面したために、「ドル不足」に悩まされることになった。最終的に、「ドル不足」は、2008年に結ばれた中央銀行間のスワップ協定に基づいてFRS（連邦準備制度）からECB（欧州中央銀行）に貸し出された米ドル資金によって、対処されることになった<sup>7</sup>。

また、国際マネーフローを見るうえでは米国の動向が注目を集めやすいが、欧州の金融機関は、欧州諸国、米国、新興国において大規模な金融取引を行っており、世界的な影響を強めていた<sup>8</sup>。

こうした欧州の行動に対して、「拡大版 GSG 論」の論陣（Bernanke [2010] p.25, Bernanke et al. [2011] pp.11-12）は「レバレッジをかけた国際金融仲介者」、「新 GFI 論」の論陣（Shin [2012]）は欧州のグローバル銀行の過剰な行動が世界的に大きな影響を与えたという意味で“Global Banking Glut”と呼んでいる。

### 3 金融政策論

「GI」論を検討する際には、金融政策論にもふれなければならない。

金融政策をめぐっては、バブルへの対応において、どこまで対応を行うべきか、具体的な手段として金融政策と金融規制のどちらを重視するか、対応するタイミングとして事前策と事後策のどちらを重視するかを論点とする論争が、「GI」論の文脈とは別に、「GI」論をのちに展開する論者によって行われていた。

その中心が、「新 GFI 論」をのちに展開する BIS View と、「拡大版 GSG 論」の背景の一つになる Fed View の対立である。BIS View は、金融活動が実体経済から異常に乖離してバブルを引き起こす金融不均衡が生じた際に、金融引締を行い金融不均衡やバブルの拡大を防止（Lean against the Build-Up of Financial Imbalances by Tightening Policy）すべきだと主張した<sup>9</sup>。それに対して、Fed View は、バブルへの対応において、金融引締は実体経済に打撃を与えてしまうために、金融規制が重要だと主張した。

2004年6月以降に、FRSが政策金利（FF－フェデラルファンド－金利）を引き上げて金融引締に転換したにもかかわらず長期金利が（上昇することなく）一定水準にとどまる

---

6 Bernanke et al. [2011] (pp.9-16)。

7 FRSから資金供給を直接的に受けることができる市中の金融機関は、米国に拠点を置く金融機関のみである。そのため、FRSは、「ドル不足」に直面した欧州の金融機関に直接的に資金供給したわけではなく、米ドル資金の供給はFRS→ECB→ユーロ導入各国の中央銀行→欧州の金融機関の流れで行われた。

8 この点は、Shin [2012]で強調されている。なお、国際マネーフローを分析する際には、米国を中心とした議論が多いが、国際収支上の意味合いや国際通貨論上の位置づけも踏まえながら、欧州（さらにはオフショア金融センター）を中軸に置く必要もある。この点は今後により詳しく検討したい。

状況、いわゆる「グリーンスパンの謎」が注目を集めると、新たな議論が展開されるようになった。

「新 GFI 論」はクヌート・ヴィクセルの「累積的過程」(Wicksell [1898]) に依拠して、また、「拡大版 GSG 論」は各種のマクロ経済指標との対比の形で、微妙に異なるアプローチをとりながらも、両者は、当時の金利が低い水準にあったと共通して指摘している。

ところが、詳細に見ると、FRS の利上げをめぐる金融政策論は、鋭い対立を含んでいる。「新 GFI 論」は、BIS View に基づいて、FRS をはじめとする先進各国の中央銀行が、政策金利を異常なほど低水準に置き続けてきたことこそが金融不均衡を生み出してバブルの要因を作り出したこと、また、金融不均衡とバブルを事前防止しなかったことを問題視している<sup>10</sup>。それに対して、「拡大版 GSG 論」は、①当時の FRS の政策金利への言及がないまま、当時の金利水準を問題視し、②バブルの真の原因としては、過度に楽観的な期待の浸透、シャドーバンキングの拡大をはじめとした金融革新、外国（アジアや欧州）からの資本流入こそが大事であり、こうした要素は金融政策では対処できない要素あるいは金融政策の効果を失わせる要素であったとしたうえで、③ Fed View とも関わらせて、米国の金融政策運営に問題はなかったと主張する<sup>11</sup>。

こうして、「GI」論は、金融政策をめぐる問題群とも合流して議論されていくようになった。

#### 4 小括

以上のように、「GI」論の展開過程を整理してきた。まず、国際マネーフロー論において、「新 GFI 論」と「拡大版 GSG 論」は、(表面的には) 共通の認識を示すようになっており、経常収支・資本収支（ネットの資本移動）、貯蓄・投資バランスに加えて、グロスの資本フローの規模・形態・方向、金融機関の行動、対米投資の源泉国の選好と要因、金融資産の需給構造まで分析を踏み込み、アジアに加えて欧州の動向まで分析範囲を広げて議論することになった。その一方で、金融政策論では、以前から Fed View と BIS View の論争が起きていたことも一因となって、大きな対立が生まれている。とくに、金融政策論において、「新 GFI 論」は国際マネーフロー論との関連では論じていないのに対して、「拡大版 GSG 論」は国際マネーフロー論を明確に結びつけるようになった。

「従来型 GI 論」、「新 GFI 論」、「拡大版 GSG 論」のいずれも、規範的な観点で賛否が分かれ、さらなる実証を行う余地もあるが、事実認識としては、筆者は肯定的である。とくに、米国とアジアの関係、米国と欧州の関係について異論はないだろうし、金融政策をめぐる議論が対立するのも理解できるだろう。しかしながら、「拡大版 GSG 論」や「新

---

9 BIS View は、経済史における教訓や、経済学説史における有力な議論を手がかりにして、現代の金融現象、とくにバブルや危機の解明を明確な検討課題としている点に特徴がある。この問題意識は、Borio and Disyatat [2010] (p.200 ,p.203 ,p.214) と White [2006] (pp.6-10) において鮮明にあらわれている。

このことと関連して、2000 年代中頃に米国で住宅市場や金融市場に対して楽観論が支配的だった時代に、BIS View は、バブルは必ず破裂して危機の原因になるという歴史に注目しながら、証券化商品、金融派生商品、シャドーバンキングといった金融活動の問題を指摘し、サブプライム危機が起きる前の段階でバブルに警鐘をならして危機を予見していた点も注目に値する。

10 Borio and Disyatat [2010] (pp.203-205)。ほかにも、政策金利の引き上げが弱かったことに着目した米国の金融政策への批判としては Taylor [2009] (邦訳第 1 章) がある。

11 Bernanke [2010] (pp.23-27) , Bernanke et al. [2011] (p.4)。

GFI 論」を含めて議論する段階になっても、議論するうえで必要であるにもかかわらず十分に検討されていない論点が存在する。この論点について、節を改めて検討しよう。

## 第2節 「グローバル・インバランス」論の再検討

### 1 問題の所在

問題の所在を確認するために、基本的なことになるが、通貨流通や国際通貨について立ち戻っておこう。

最初に、通貨流通について整理しておこう。通貨供給に関わる主体として中央銀行に加えて市中銀行が存在すること、言い換えれば、通貨流通において中央銀行が供給するマネタリーベース（現金通貨と中央銀行預け金）と市中銀行が創造する預金通貨が重要な役割を持っていることは、常識的ではあるが、極めて重要な事実である。そして、市中銀行の持つ各種の機能のなかで重要な機能は、市中銀行が、決済手段としての機能を持つ預金（一覽払預金）を借り手の預金口座に記帳する形での貸出すなわち「預金設定による貸出」を通じて、預金通貨を創り出す「信用創造」を行うことにある<sup>12</sup>。

次に、米国による対外的な米ドル供給についてである。実体としての国際通貨ドルは、米国の非居住者が在米銀行のコルレス勘定や本支店勘定を通じて保有している在米ドル預金である。米ドルの決済は、在米ドル預金の振替を通じて行われることになる。そのため、米国からの対外的な資金供給は、米国の居住者から米国の非居住者に対して、在米ドル預金を供給する形で行われることになる。

このように見ていくと、重要な論点であるにもかかわらず、「GI」論では後景に追いやられているが、通貨供給の主体やルート、国際マネーフローの「源泉」という観点で、金融政策論と国際マネーフロー論を関連させながら「GI」論を再検討することが求められる。

### 2 金融政策論

2 では、「GI」論における金融政策論を検討する。

#### (1) 論点

「GI」論は、金融政策論の領域では、米国の金融政策をめぐって、①2000年代のFRSの金融引締のタイミングやペース、②シャドーバンキングや外国からの資本流入が持つ米国の金融政策への影響といった2つの方向で議論が展開されてきた。

しかしながら、実際には、金融システムが変貌するなかで、とくにシャドーバンキングが興隆するなかで、①マネタリーベースを供給する中央銀行、預金通貨を供給する市中銀行はどのような意義を持つのか、②米国による対外的な米ドル供給の形態である在米ドル

---

12 「信用創造」は、初学者向けの入門書や教科書でも出てくる用語ではあるが、Keynes [1930a,1930b]、Mill [1848]、Schumpeter [1926] といった経済学の古典でも重要な論点として位置づけられており、中央銀行や市中銀行の資金供給について、メカニズム、意義と限界、国民経済や企業活動への影響をめぐる議論がなされてきた。

「信用創造」論については、サーベイ文献として、代表的な論者の紹介、議論の変遷の整理、議論全体の展望を行った鈴木 [1985]、館 [1990] を参照されたい。

「預金」に変化が生じているのかといった論点を検討する必要がある。

こうした諸論点を検討することによって、「GI」論における対立の構図、さらには、金融政策論のみならず国際マネーフロー論を検討できるようになる。

この論点を検討する際に一つの焦点となるシャドーバンキングは、一般的には、次のように整理される<sup>13</sup>。伝統的な市中銀行が厳しい規制や監督を受けるのと引き換えに手厚いセーフティーネットの下で預金・貸出業務を行うのに対して、シャドーバンキングは規制や監督を受けることなく市場ベースの資金調達と運用を行う非預金取扱金融機関として捉えられる。シャドーバンキングは、短期資金に依存して高いレバレッジをかけながら、長期かつハイリスク・ハイリターン証券への投資を行う。米国の住宅バブルが進展していた時期に、大手金融機関によって住宅ローン債権の証券化、そして、ABS（資産担保証券）、CDO（債務担保証券）、ABCP（資産担保コマーシャルペーパー）を創り出す取引が大規模に行われ、そのなかでシャドーバンキングが重要な役割を担っていた。そして、「新GFI論」と「拡大版GSG論」では、シャドーバンキングの金融活動が、市中銀行<sup>14</sup>に代わる資金供給ルートになっていること、また、国際マネーフローにおける主要ルートになっていることが、共通して指摘されている。そのため、シャドーバンキングをどのように捉えるのが重要な論点となる。

## （2）中央銀行、市中銀行、シャドーバンキングの機能

最初に、中央銀行、市中銀行、シャドーバンキングについて、資金の具体的な動きをつかめるバランスシート（図表1）へ取引過程を記入して、検討しておこう<sup>15</sup>。

図表1の左右の端において、「初」は取引開始前の初期状態、丸数字は取引の段階（本文の丸数字に対応）、「終」は全ての取引完了後の最終的な状態を示す。

市中銀行Aは住宅ローンを貸出、その住宅ローン債権を売却し、市中銀行A傘下の「SPV（特別目的事業体）1」は住宅ローン債権を購入してそれを裏付けにABSを発行し、投資銀行傘下の「SPV2」はABSを購入しそれを裏付けにCDOを発行し、ABCP「コンデュイット」がCDOを購入してそれを裏付けにABCPを発行し、市中銀行BがABCPを購入する。このなかで、非預金取扱金融機関であるSPV1、SPV2、コンデュイットがシャドーバンキングとなる。

初期状態では、市中銀行Aと市中銀行Bがともに中央銀行信用、つまり、金融政策ルートで資金調達を行い（負債側で「中央銀行信用」を100、資産側で現金準備<sup>16</sup>として「中

13 シャドーバンキングについては、「銀行のような形態をとり、銀行のように行動し、銀行のように資金を貸し借りし、銀行そっくりなのだが、銀行のような規制は受けないことが特徴になっている」（Roubini and Mihm [2010] 邦訳14頁）との説明が、その特徴を象徴的に示している。

シャドーバンキングという言葉は、ジャクソンホールシンポジウムにおけるポール・マカリー氏の発言で初めて登場し、多大な注目を集めて、学術研究、米国議会の調査委員会、ニューヨーク連邦準備銀行の調査など各種の分野で多くの研究がなされるようになった。

シャドーバンキングの定義、種類、金融活動、政策対応のあり方については膨大な研究が存在するが、Adrian and Ashcraft [2012]、Pozsar, Adrian, Ashcraft, and Boesky [2013] が、詳細にサーベイしており、各論点で出された見解について知るうえで便利である。

14 ここでは、預金取扱金融機関と、非預金取扱金融機関（投資銀行や証券会社、ノンバンク、SPV、コンデュイット、ヘッジファンドなど）の区分が大事になる。一般的に、預金取扱金融機関に対しては商業銀行という言葉が使われることがあるが、本稿では前までの用語法にあわせて、預金取扱金融機関を市中銀行と表記する。





図表1 市中銀行、中央銀行、シャドーバンキングの取引（前頁からの続き）

ABCPコンデュイット					市中銀行B					
資産		負債・資本			資産		負債・資本			
					初	中央銀行預け金	100	中央銀行信用	100	初
③	CDO	+1.00	ABCP	+1.00	④	ABCP	+1.00			
⑤	預金(銀行B)	+1.00						預金(コンデュイット)	+1.00	⑤
⑥	預金(銀行B)	-1.00						預金(コンデュイット)	-1.00	⑥
								預金(SPV2)	+1.00	⑦
								預金(SPV2)	-1.00	⑧
								預金(SPV1)	+1.00	⑨
								預金(SPV1)	-1.00	
					⑨	中央銀行預け金	-1.00			
終	CDO	100	ABCP	100	終	ABCP	100	中央銀行信用	100	終

何が決済機能を持っているのかに着目した整理である。シャドーバンキングは、一覽払預金を扱わないために、決済手段としての機能を持つ預金通貨を設定する形での貸出や証券購入を行わず、預金通貨のような決済機能を持つ通貨性負債を創り出す機能を持つことはできない。

決済手段の供給主体としての機能を担っているのは、市中銀行と中央銀行である。まず、市中銀行 A は住宅ローン供与の際の「預金設定による貸出」（図表 1 の市中銀行 A の初期状態）、市中銀行 B はコンデュイットからの ABCP 買取の際の預金設定（④と⑤）を通じて、預金通貨を創り出している。また、SPV1、SPV2、コンデュイット、市中銀行 B の最終的なバランスシートでは預金通貨が消えているが、これらの主体間の決済では預金通貨が使われ、また、市中銀行 B と市中銀行 A の銀行間決済では中央銀行預け金が使われている。具体的には、市中銀行 B のバランスシートの負債側の預金通貨は⑤から⑦でコンデュイット→SPV2→SPV1 と持ち手を変え、最終的に中央銀行預け金の振替（⑨）を通じた決済が行われている。

こうして、証券化のプロセスにおいて、預金通貨が非市中銀行間の取引の決済手段として必要となり、中央銀行預け金が銀行間の決済手段として必要となるために、預金通貨の創出主体としての市中銀行、そして、中央銀行預け金の唯一の創出主体としての中央銀行は依然として重要な機能を持つことになる。そして、シャドーバンキングが興隆する金融システムや、そこで形成される国際マネーフローにおける資金供給の「源泉」には、市中銀行と中央銀行が存在することになる。

第2に、シャドーバンキングは、通貨そのものを新規に増加させるわけではなく、高いレバレッジをかけた満期変換やリスク変換<sup>18</sup>を行う金融仲介活動のなかで、通貨の回転速度の上昇を通じて、利用可能な通貨量を結果的に増加させていることを理解しておく必要がある。

図表 1 の例では 100 の預金通貨が、コンデュイット→SPV2→SPV1 と 3 回回転（図表 1 の⑤～⑦）して、結果的に 300 の預金通貨が利用可能になり、そのたびに ABCP、CDO、ABS といった 3 種類の証券化商品が創り出されている。すなわち、100 の預金通貨が、300 の証券化商品を創り出したことになる。

18 シャドーバンキングの満期変換やリスク変換について、詳しくは北原 [2012] を参照されたい。

第3に、住宅バブルや世界金融危機の要因として、金融政策をどこまで重視するのかについてである。この論点は議論の分かれるところであろう。このことは、1920年代の米国におけるバブル、1929年の株価大暴落、1930年代の大不況の要因をめぐる議論でも論点になっていた。ここまでの内容を踏まえると、中央銀行と市中銀行の資金供給が、シャドーバンキングの活動の「源泉」となり、各種の証券化商品を創り出したことは否定できないのであり、金融政策にも一因があると言えよう。

このように、決済という観点から、シャドーバンキング、市中銀行、中央銀行の機能を整理することが求められる。

### (3) 小括

(3) では、「GI」論における金融政策論を総括しておこう。

いわゆる「非伝統的政策」が行われる前の時期の金融政策は、銀行間市場全体で資金不足が生じて短期金利が上昇した際に、中央銀行が、金融政策の方向に変更がなければ資金供給を行うことで金利上昇を抑制し、金融緩和の方向に向かえば資金供給を行うことで誘導目標水準まで金利低下を促し、金融引締の方向に向かえば資金供給を行わないことで誘導目標水準まで金利上昇を放置して金利を高め誘導していく形で行われていた<sup>19</sup>。ここでは、中央銀行の金融政策運営の前提条件には、資金供給・回収があることに注目されたい。

金融政策（さらには国際マネーフローの究極的な「源泉」）における中央銀行の役割として、「拡大版 GSG 論」では現代のグローバル化あるいは市場の諸力に十分に対抗するのは困難でありこれらの動きに受動的に順応しているにすぎない<sup>20</sup>ことが想定されているのに対して、「新 GFI 論」では金利や金融機関の資金調達に影響を与える通貨の究極的な発行主体である<sup>21</sup>ことが重視されている。このことは、両論とも中央銀行による資金供給の必要性を前提にしたうえで、「拡大版 GSG 論」が中央銀行の資金供給は資金需要に応じた（応じざるをえなかった）結果にすぎないと主張するのに対して、「新 GFI 論」は資金需要に応じて中央銀行が資金供給してしまったことを問題視していることを意味している。

そのため、資金供給主体の受動性や能動性、資金供給の因果関係をどう評価するかとい

---

19 金融政策の実務については、中央銀行関係者の著作（たとえば翁 [2011] 第1章、白川 [2008] 第三部、湯本 [2010] 第二部第1章）のなかでかなりのスペースを割いて説明されており、それ自体が議論や検討の対象になりえる。

20 このことは、グリーンスパンの次の記述に見られる。「世界的な巨額の資金の流れに対抗するには、とんでもない努力が必要になっただろう。十年物国債利回りを動かす要因は、世界的なものになってきたように思えた。こうした状況下でとりうる最善の策は、流れに沿うこと、金融政策が世界の動向と矛盾しないようにすることである。われわれはそのように行動した」（Greenspan [2007] 邦訳下巻 185 - 186 頁、下線部は引用者）。

念のために、グリーンスパンの金融政策運営に対する評価についてもふれておこう。グリーンスパンは、バブルを容認していたこと、また、バブルが破裂した後の影響を過小評価していたことに着目して、その政策判断に対する批判が多くなされてきた。しかし、Greenspan [2007]（邦訳上巻第11章）によれば、グリーンスパン自身は、バブルの持つ問題も一応は認識しており、バブルとデフレのリスクを比較した結果として、金融政策を運営していたために、難しい局面での政策判断を強いられていたことになる。そのため、グリーンスパンを手放しに批判することはできないのである。

21 Borio and White [2004] (p.1, p.18, pp.27-28)、Borio and Disyatat [2010] (pp.211-212)。

う金融政策論における対立の基本構図を受けついで議論として、「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」を位置づけることができる。こうした論点が、金融グローバル化の進展や、バブルの要因や危機への対処をめぐる議論のなかで、再び議論の対象になったのである。そして、こうした位置づけは、「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」が十分に解明することのなかった論点、すなわち、シャドーバンキングが興隆するなかでも、市中銀行そして中央銀行の資金供給が依然として重要な役割を持っていることを解明してはじめて提起できるのだ。

### 3 国際マネーフロー論

3 では、「GI」論における国際マネーフロー論を検討する。

#### (1) 論点

(1) では、「GI」論における国際マネーフロー論から導き出される論点を整理しておこう。

第 1 に、アジアや欧州と米国の間で形成されていた資本フローに着目して、米国の金融政策の効果を低下させ住宅バブルを創り出す要因となった資金を提供したのはアジアか欧州かという論点が存在する。この論点に対しては、アジアや欧州が対米投資の原資をどう獲得したのかという別の論点が生まれる。

第 2 に、「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」まで含めた段階の議論では、経常収支あるいはネットの資本移動よりもグロスの資本移動への注目が高まった。しかしながら、米国の経常収支が赤字のなかで、経常収支赤字のファイナンスは問題にならないのか、また、米国はグロスの対外投資をなぜ行えるのかを論点とする必要がある。

第 3 に、BIS の銀行統計に基づいた分析の重要性が取り上げられているが、国際収支統計の意義は消滅するのかも疑問となる。

こうした論点を踏まえて、米国をめぐる国際マネーフローを捉えるための国際収支論を検討しておく必要がある。広く国際経済論分野では国際収支をめぐる分析方法や表示形式、政策に関する議論や論争が多くなされ、国際収支の意義は時代や国・地域によって異なっている。米国の場合には、基軸通貨国としての地位と関わらせた国際マネーフローの分析が、国際収支の検討課題として極めて重要な意味を持つ<sup>22</sup>。

#### (2) 国際収支論から見る国際マネーフロー論

国際収支の意義について整理しておこう。まず、国際収支の意義は、経済の実物面と金融面の両面から対外経済取引を一通り記録するとともに、対外的な資金流入の動向を網羅している唯一の統計である点に見い出せる<sup>23</sup>。たとえば、BIS の銀行統計に計上される銀行部門の行う対外投資（資産）の原資は、同統計に計上される銀行部門の負債だけにか

22 本項では、奥田 [2010, 2012, 2015a, 2015b] と小西 [2014] (第 3 章および第 5 章) を参考にしながら国際収支論を検討する。両者は、「新 GFI 論」と「拡大版 GSG 論」まで拡張された「GI」論の論争に直接的には参加していないが、国際決済の基本を踏まえて、国際マネーフローを検討するうえで必須となる国際収支論を展開しており、「GI」論を再検討する素材を豊富に含んでいる。

23 こうした国際収支の持つ意義、また、各国・地域の文脈に応じて国際収支を分析する必要性については、米国の国際収支を詳細に検討した松村 [1985] (第 1 章) を参照されたい。

ぎらず、それ以外の金融取引や、一国レベルでは経常収支黒字の可能性もあり、この点は国際収支でなければ把握できない。また、たとえ外国籍の金融機関が当該国において大きなシェアを持っていたとしても、国民経済、国民国家、国民通貨が存在<sup>24</sup>する限りでは決済は国境内にとどまるので、居住者と非居住者の間で行われる取引を捕捉する国際収支は意義を持つ。

その一方で、見逃してはならない重要点がある。

最初に、経常収支+資本移転等収支+誤差脱漏=金融収支（対外投資-対内投資）という国際収支の関係式は、国際収支不均衡のファイナンスがあたかも無条件かつ自動的に行われているように見えてしまうが、あくまでも事後的な恒等関係を示している。この恒等関係は、危機的状況もスムーズに進む状況も含めて様々な局面や経済プロセス、各種の因果関係を通じて成立する<sup>25</sup>。

次に、国際マネーフローの「源泉」としての米国の役割についてである<sup>26</sup>。米国の対外負債の大部分が米ドル建てであることを踏まえると、外国が対米投資を行う際には米国からの資金供給が必要であり、その主要ルートが経常収支赤字と米国からの対外投資となる。さらに補足すれば、シャドーバンキングは金融チャネルや国際マネーフローにおいて重要な役割を持っているが、（国際）決済に用いられる在米ドル預金を新規で創り出して国際マネーフローの「源泉」になるのは在米銀行だけとなる。

しかしながら、米国が国際マネーフローの「源泉」だからといっても、米国からの対外的な資金供給ルートと、そのファイナンスは依然として問題になる。この点をより整理しておこう。

まず、米国からの対外的な資金供給ルートについて、経常収支赤字であれば金融取引とは直接的に関連せずにマクロ経済動向や産業競争力、多国籍企業の貿易が問題になり、資本取引であれば、直接投資のように実物経済に近い形態もあれば、証券投資や銀行部門のように金融の動向に規定される形態もある。

また、非居住者保有の米ドルの向かうルートによって米国へ与える影響が異なる。たとえば、対米株式投資では株価、対米直接投資では米国内での生産や企業支配権、対米国債投資では金利に影響が生じ、外貨との取引動向によっては米ドル相場への影響が生じる。

最後に、今までの議論を、国際収支の「概念上の区分」という形で整理しておこう。そ

---

24 国民経済、国民国家、国民通貨の枠組みを念頭において、国際通貨論および国際収支論を検討する必要性については、奥田 [2015a] (219 頁)、小西 [2014] (110 頁) を参照されたい。

25 ここで指摘した内容は、当然かつ自明のことであるように思われるかもしれないが、従来の国際経済論において必ずしも深く検討されてきたわけではなかった。奥田 [2012] (第 2 章) は、こうした状況を批判的に検討し、国際収支の「見方」についての注意を促している。

26 本文において、このパラグラフを含む下記の 4 つのパラグラフの内容は、小西 [2014] (第 3 章および第 5 章) を中心に参照して整理を行っている。

小西 [2014] は、「基軸通貨発行特権」の観点から議論を展開する。この議論では、米国は、対外取引の大部分を米ドル建てで行っていることから自国通貨でファイナンスできる「基軸通貨発行特権」を持ち、経常収支赤字と対外投資を拡大させる形での経済成長戦略を行えること、対外的な資金供給を通じた国際マネーフローの「源泉」として存在することが重視される。

あわせて、米国の対外赤字は自動的にファイナンスされるわけではないために米国への還流ルートが重要であること、米国は「基軸通貨発行特権」を保持していても、「基軸通貨発行特権」そのものは内需、雇用や所得を創り出すわけではないために「基軸通貨発行特権」だけでは経済成長を維持できないことが指摘される。

れは、主に3通りに類型化できる<sup>27</sup>。

1つ目に、米国の経常収支赤字を通じた対外的な資金供給ルートである。この場合には、米国非居住者保有の在米ドル預金がいったん形成され、その後、一部は米ドルから外貨に換えられる「漏れ」となり、大部分が種々の在米資産に転換されて対米投資として「債務決済」となる。

2つ目に、米国の米ドル建て対外投資を通じた対外的な資金供給ルートである。この場合には、米国の対外債権と、(いわゆる「代わり金」として)在米ドル預金がいったん形成され、その後、一部は米ドルから外貨に換えられる「漏れ」となり、大部分が種々の在米資産に転換されて対米投資となって米国の対外債権と対外債務が両建てで形成される。

3つ目に、米国の経常収支赤字と対外投資を通じていったん形成された在米ドル預金から外貨へ転換された「漏れ」を補うために、米ドル以外の諸通貨の米ドルへ転換しての対米投資が必要になる。

ここで留意が必要なのは、通貨別の取引動向を見る必要性に触れている点である。各種の通貨で行われる対外取引を、特定の為替相場で換算して、一つの通貨で表示する形で、国際収支統計が作成されている。言い換えれば、国際収支に計上される対外取引は一つの通貨で表示されているが、現実には円、米ドル、ユーロなどの様々な通貨で行われている。たとえば、中国の場合には、経常収支黒字の大部分が米ドル建てであるために、通貨当局が為替介入を通じて獲得した米ドルをそのまま対米投資(外貨準備の増加)にあてている。それに対して、日本の経常収支は米ドル建ての赤字、円建ての黒字の状態になっており、日本からの対米投資は円を米ドルに換える形で行われる<sup>28</sup>。こうした通貨別の動向によって、ファイナンスのあり方、為替相場、経済への影響が異なってくる。

以上のように、求められるべき国際収支分析の視点を整理できる。そこでは、米国が国際マネーフローの「源泉」となること、その主要ルートには巨額の経常収支赤字と大規模な対外投資が存在すること、経常収支赤字のファイナンス、外国からの対米投資としての還流とその形態、通貨別の取引動向を見る必要性が存在することを理解することが重要になる。

### (3) 小括

(3) では、「GI」論における国際マネーフロー論を総括しておこう。

「初期 GSG 論」ではアジアによる対米投資が重視され、「拡大版 GSG 論」と「新 GFI 論」ではともに欧州の金融機関による対米投資が重視されている。しかし、いずれも米ドル建て取引が大規模に行われていたことを考えると、米国→アジア→米国、あるいは、米国→欧州→米国という資金の流れが存在し、米国の経常収支赤字と米国からの対外投資こそが、

27 奥田宏司氏は、米国の経常収支赤字のファイナンス、米国の対外債務と対外債権の形成ルート、通貨別また国・地域別の取引を検討するために、国際収支の「概念上の区分」を提起する。この議論は、奥田 [2012] (第3章 - 第4章) で詳細に論じられており、その後奥田 [2015b] で改めて強調されている。本項では、これらの議論がコンパクトに整理されている奥田 [2010] (126頁) を中心に参照しながら、類型化を行った。

28 日本と中国の国際収支の相違について、詳しくは奥田 [2015a] を参照されたい。

米国の（金融政策の有効性を低下させて）バブルを促進したアジアや欧州からの対米投資の究極的な「源泉」になっている<sup>29</sup>。アジアや欧州の行動を問題視するならば、米国による対外的な資金供給について、その必要性を前提においたうえで、外国の資金需要に応じて受動的に行われているのか、それとも、米国によって積極的かつ能動的に行われているのかを論点に含めて、検討する必要がある。

そして、こうした諸点は、国際マネーフローにおける米国の役割という観点で見た時に、「拡大版 GSG 論」が（意図的にか）ふれなかった点であり、「新 GFI 論」がバブルや危機を分析課題として登場して FRS の金融政策や欧州からの対米投資を問題視したにもかかわらず見逃した点なのである。

## おわりに

本稿では、「GI」論について、金融政策論と国際マネーフロー論を相互に関連させながら検討してきた。

通貨供給の主体やルート、国際マネーフローの「源泉」をめぐる論争は、歴史的にも、時代や登場人物、議論の対象を変えて何度も繰り返されてきた<sup>30</sup>。「GI」論は、通貨論争や国際マネーフロー論に見られた歴史的な議論が、米国の金融政策運営の背景にあった Fed View と結びついた「拡大版 GSG 論」と、バブルや危機を分析課題とする BIS View を背景に持つ「新 GFI 論」という形で理論的・政策論的な対抗関係のなかで行われた議論として位置づけることができる。

## 参考文献

- 岩田佳久 [2015a] 「BIS view の検討—フィナンシャル・インバランスとフィナンシャル・サイクル—」『東京経大会誌（経済学）』第 285 号、2 月。
- 岩田佳久 [2015b] 「『グローバル・インバランス』論議における Fed view と BIS view—マルクス経済学信用論の観点から—」『季刊経済理論』第 52 巻第 3 号、10 月。
- 岩田佳久 [2016] 「グローバル『金融化』の時代の金融バブルをめぐる BIS view と Fed view」柴田徳太郎編『世界経済危機とその後の世界』日本経済評論社。
- 岩本武和 [2013] 「グロスの資本フローと国際投資ポジションからみた世界の構造転換」平成 24 年度国際共同研究プロジェクト『世界経済の構造転換が東アジア地域に与える影響』内閣府経済社会総合研究所、4 月。
- 翁邦雄 [2011] 『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社。

29 この論点に関連する重要な文献として、新興国や発展途上国も視野に入れた世界経済論の立場に基づいた高 [2015] がある。高 [2015] は、ラグナー・ヌルクセが提起した一連の議論に依拠して 1930 年代の大不況期の教訓も踏まえて、世界経済の攪乱要因となる国際資本移動の源泉そして責任を、中心国における金融政策や金融システムを通じた流動性の過度な拡大に見出している。こうした高 [2015] の問題意識を踏まえると、本稿は、中心国における金融政策や金融システムがいかにして流動性を創り出していくのか、それと関連する国際収支論にも視野を広げた世界経済論としても位置づけることができる。

30 さらにつけ加えれば、グロスの資本移動、金融機関の行動、通貨と期間のミスマッチは、国際金融論のテキストや、「従来型 GI 論」でも出てくるキーワードであり、「新 GFI 論」や「拡大版 GSG 論」の段階で新しく登場したわけではない。これらを目新しい用語として取り上げると、「新 GFI 論」や「拡大版 GSG 論」への過大評価につながり、議論の重要なポイントが見えにくくなってしまふ。

- 奥田宏司 [2010] 「ドル体制の変遷」 奥田宏司・神澤正典編『現代国際金融 構図と解明 第2版』法律文化社。
- 奥田宏司 [2012] 『現代国際通貨体制』日本経済評論社。
- 奥田宏司 [2015a] 「グローバル・インバランス論と対米ファイナンスにおける日本と中国のちがいがい—『円投』と『債務決済』に言及しながら—」『立命館国際研究』第28巻第1号、6月。
- 奥田宏司 [2015b] 「国際収支の通貨区分と為替需給の分析の意義—拙稿へのコメントの検討—」『立命館国際研究』第28巻第2号、10月。
- 北原徹 [2012] 「シャドーバンキングと満期変換」『立教経済学研究』第65巻第3号、1月。
- 高英求 [2015] 「国際資本移動と中心国の責任—ヌルクセ理論の再検討」『貿易風—中部大学国際関係学部論集—』第10号、4月。
- 小西一雄 [2014] 『資本主義の成熟と転換 現代の信用と恐慌』桜井書店。
- 柴田徳太郎・岩田佳久 [2016] 「住宅金融の証券化と信用創造」柴田徳太郎編『世界経済危機とその後の世界』日本経済評論社。
- 白川方明 [2008] 『現代の金融政策 理論と実際』日本経済新聞出版社。
- 鈴木芳徳 [1985] 「信用創造」浜野俊一郎・深町郁彌編『資本論体系 第6巻 利子・信用』有斐閣。
- 関村正悟 [2011] 「グローバルインバランスからグローバル・シャドーバンキングへ—バーナンの global saving glut 論の展開をめぐる—」岡本憲也・楊枝嗣朗編『なぜドル本位制は終わらないのか』文真堂。
- 館龍一郎 [1990] 「情報と金融—信用仲介理論の最近の発展と制度改革—」『日本学士院紀要』第44巻第3号、3月。
- 田中素香編 [2010] 『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房。
- 福田慎一・松林洋一 [2013] 「金融危機とグローバル・インバランス」櫻川昌哉・福田慎一編『なぜ金融危機は起こるのか 金融経済研究のフロンティア』東洋経済新報社。
- 藤田誠一・松林洋一・北野重人編 [2014] 『グローバル・マネーフローの実証分析 金融危機後の新たな課題』ミネルヴァ書房。
- 星野郁 [2015] 『EU 経済・通貨統合とユーロ危機』日本経済評論社。
- 星野智樹 [2015] 「グローバル金融危機後の『グローバル・インバランス』論争」『立教経済学研究』第69巻第1号、7月。
- 星野智樹 [2016] 「国際収支」奥田宏司・代田純・櫻井公人編『現代国際金融 構図と解明 第3版』法律文化社。
- 松村文武 [1985] 『現代アメリカ国際収支の研究 アメリカン・ネットワークの検証』東洋経済新報社。
- 湯本雅士 [2010] 『サブプライム危機後の金融財政政策 伝統的パラダイムの転換』岩波書店。
- Adrian, T. and A. B. Ashcraft [2012], “Shadow Banking: A Review of the Literature”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 580, October.

- Adrian, T. and H. S. Shin [2008], “Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No.346, September.
- Bernanke, B. S. [2005], “The global saving glut and the US current account deficit”, *at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 March 2005, BIS Review 16/2005* (岡本憲也・松田英明訳 [2007] 「世界的過剰貯蓄と米国の経常収支赤字」『熊本学園大学経済論集』第13巻第3・4合併号、3月).
- Bernanke, B. S. [2010], “Causes of the Recent Financial and Economic Crisis”, *Statement by Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System Before the Financial Crisis Inquiry Commission*, September 2.
- Bernanke, B. S., C. Bertaut, L. P. DeMarco, and S. Kamin [2011], “International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007”, *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, No. 1014, February.
- Borio, C. [2012], “The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? ”, *BIS Working Papers*, No.395, December.
- Borio, C. and P. Disyatat [2010], “Global Imbalances and the Financial Crisis: Reassessing the Role of International Finance ”, *Asian Economic Policy Review*, Vol.5, Issue. 2, December.
- Borio, C. and W. White [2004], “Whither monetary and financial stability? the implications of evolving policy regimes”, *BIS Working Papers*, No. 147, February.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber [2003], “An Essay on the Revived Bretton Woods System ”, *NBER Working Paper* , No.9971, September.
- Gourinchas, P-O. and H. Rey [2005], “From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, *NBER Working Paper*, No.11563, August.
- Greenspan, A. [2007], *The Age of Turbulence : Adventures in a New World*, New York: Penguin Press (山岡洋一・高遠裕子訳 [2007] 『波乱の時代 上・下』日本経済新聞出版社).
- Keynes, J. M. [1930a(1971a)], *A Treatise on Money 1 The Pure Theory of Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol.V*, London : The Macmillan Press (小泉明・長澤惟恭訳 [1979] 『貨幣論Ⅰ 貨幣の純粹理論 (ケインズ全集第5巻)』東洋経済新報社).
- Keynes, J. M. [1930b(1971b)], *A Treatise on Money 2 The Applied Theory of Money, The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol.VI*, London : The Macmillan Press (長澤惟恭訳 [1980] 『貨幣論Ⅱ 貨幣の応用理論 (ケインズ全集第6巻)』東洋経済新報社).
- Mill, J. S. [1848], *Principles of political economy : with some of their applications to social philosophy*, London : J.W. Parker (末永茂喜訳 [1959 - 1963] 『経済学原理』全5分冊、岩波書店).
- Obstfeld, M. [2012], “Does the Current Account Still Matter?”, *NBER Working Paper*, No.17877, March.
- Pozsar, Z., T. Adrian, A. Ashcraft, and H. Boesky [2013], “SHADOW BANKING”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Vol. 19, No. 2, December.
- Roubini, N. and S. Mihm [2010], *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*,



- New York : Penguin Press (山岡洋一・北川知子訳 [2010] 『大いなる不安定 金融危機は偶然ではない、必然である』ダイヤモンド社).
- Schumpeter, J. A. [1926], *Theorie Der Wirtschaftlichen Entwicklung*, Berlin: Duncker & Humblot (塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳 [1977] 『経済発展の理論—企業者利潤・資本・信用・利子および景気の回転に関する一研究 上・下』岩波書店).
- Shin, H. S.[2012], “Global Banking Glut and Loan Risk Premium”, *Mundell-Fleming Lecture, presented at the 2011 IMF Annual Research Conference*, November 10-11, 2011 (Paper published in 2012 January).
- Taylor, J. B. [2009], *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Stanford: Hoover Institution Press Publication (村井章子訳 [2009] 『脱線 FRB』日経 BP 社).
- White, W. [2006], “Is price stability enough?”, *BIS Working Papers*, No. 205, April.
- Wicksell, K. [1898], *Geldzins und Güterpreise. Eine Untersuchung über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*, Jena: Gustav Fischer (北野熊喜男・服部新一訳、北野熊喜男改訳 [1984] 『利子と物価』日本経済評論社).

筆者は、2016 年度（2016 年 4 月～2017 年 3 月の期間）において、立教大学経済研究所の研究員として研究を行う機会を得た。本稿は、その研究成果の一部である。

また、本稿を作成する際には、筆者が立教大学経済学部助教に在職時に公益財団法人石井記念証券研究振興財団より研究助成金（2015 年度）を受けた。関係者に深く感謝申し上げる。

なお、本稿は、筆者の所属先、また、研究助成元の公式見解を示すものではない。本稿の内容と責任はすべて筆者に属している。