

金融仲介と信用創造

齊藤美彦

- I. はじめに——重要度を増すノンバンクによる金融仲介
- II. ガーレイ＝ショウ『貨幣と金融』の金融観
- III. 各国中央銀行論文に先行する横山モデル
- IV. 保険会社・純粋貯蓄金融機関・ユーロ銀行
- V. おわりに——信用創造機関としての商業銀行

I. はじめに——重要度を増すノンバンクによる金融仲介

2022年9月のイギリス・トラス首相（当時）の大規模減税策の発表が英国国債の急激な価格低下（金利上昇）につながり、それが英国年金基金（LDI ファンド）の危機に迫られての売却（保有英国国債の換金売り）によるものであったこと、そしてその救済のためにイングランド銀行（BOE）がそれ以前に計画していた保有国債（量的緩和政策により購入したもの）の売却計画を凍結し、その逆に金融安定目的として緊急国債購入に追い込まれたことに衝撃を受けた向きは多かったのではないかと、筆者もその1人であるが、ここではこのいわゆるトラス・ショックについて詳しく論じることが目的ではない。「銀行の銀行」としての中央銀行がノンバンクの救済に乗り出さざるをえなかったということの確認である。

そもそも2008年のリーマン・ショックが、インベストメントバンクの破綻がそのクライマックスであり、ノンバンク（保険会社）のAIGが救済された。それへの対応として、それまでの規制体制が見直され、アメリカでは商業銀行のデリバティブ取引等を規制するボルカールールが制定された。これにたいしてイギリスでは、ビッグフォーのうちの2行（RBSとロイズ）が国有化されたが、規制面では統一的監督機構であった金融サービス機構（FSA）が解体されBOEが規制・監督の中心となる体制が制定された。さらには、中核的商業銀行業務（預金・貸出業務等）と国際業務・投資銀行業務とを分離するリテール・リングフェンス規制が導入され、大銀行は2019年末までに組織再編を行った。

このような規制・監督体制の変更もあり、これにフィンテックの発展も影響して、金融におけるノンバンクのプレゼンスが高まってきていた。2020年3月のコロナ・ショックにおいてはBOEは政策金利を月内に2度引き下げるとともに大規模な資産購入（QE5）を行った。この際に流動性危機に陥ったのは商業銀行ではなく種々のファンド等のノンバンクであった。そして2022

年9月末の危機に前述のとおり BOE は対応したわけであるが、これは見方を変えるならばノンバンクの危機を中央銀行として放置できなかったということであり、それだけノンバンクによる金融仲介の役割が増大してきているということなのかもしれない。

伝統的には、中央銀行とは「銀行の銀行」であり、基本的に商業銀行を取引相手とし、金融政策の伝播経路としてきた。1980年代の初め（1982年）において、ジェラルド・コリガンは「銀行は特別な存在か？」（Corrigan（1982））の答えをイエスとし、その理由として①取引勘定（決済性預金）の提供、②他のすべての経済主体にたいする流動性の最終的な供給源（信用創造が可能なのは取引勘定を有する商業銀行だけ）、③金融政策の伝播経路（①および②を理由とする）を挙げた。これは1970年代にMMF等の新種のミューチュアル・ファンドが隆盛した後に書かれたものであった。コリガンは、商業銀行とミューチュアル・ファンドとは異なるとしたが、一方で、後者が決済業務へ参入するとしたならば、それは銀行とみなして銀行と同様の規制を課すべきとの主張もしていた¹⁾。

アメリカでは1950年代において貯蓄金融機関との非銀行金融仲介機関が発展したが、この時期においては貯蓄金融機関は決済機能を有しているわけではなかった。それでも原著が1960年に出版されたガーレイ＝ショーの『貨幣と金融』においては、商業銀行と貯蓄金融機関は共に金融仲介を行う間接金融機関として区別をする必要はないとの議論を展開していた。これは上記のコリガンの見解とは対立する見解である。

最近の状況を考えてコリガンの見解は、商業銀行を特別視しすぎであり、ノンバンクの重要性を低くみすぎているような感想を持つ向きもあるかもしれない。しかし、筆者は銀行の果たす役割がノンバンクと異なるということと、ノンバンクの果たす役割は何かということは区別して考えるべきであると考えている。やはりその際のカギとなる概念は、コリガンの②のすべての経済主体にたいする流動性の最終的な供給源ということであり、その行動がマクロ的なマネーストックを増加させることができるかどうかを軸に検討されるべきと考えている。

その意味で注目されるのが、2014年以降においてイングランド銀行等の各国中央銀行がその公式媒体において、貨幣供給の内生性を主張する論文を発表してきていることである。もっとも日本においては後で紹介するとおり、1970年代後半の時点においてすでに日銀エコノミストが貨幣供給の内生性を主張する著作を発表している（それは日本銀行の公式媒体に発表されたわけではないが）。

アメリカでは、リーマン・ショック後の規制が商業銀行中心であったことから、ノンバンクによる金融仲介を増加させたとの議論があるようである。また、イギリスにおいては危機回避の観

1) なおコリガンは、2000年に「銀行は特別な存在か? : 再訪」(Corrigan (2000)) というエッセイを発表し、1982年の自らの見解は、金融革新の進展したこの時点においても変更する必要はないとしていた。

点から大手商業銀行に国際業務・証券業務の勘定分離を求めるリテール・リングフェンス規制が導入されたが、その際にリングフェンス銀行の信用創造機能を阻害しないような配慮がなされたことも注目される²⁾。

このような状況を踏まえ、筆者としては商業銀行業とは何かについての根本に立ち返っての議論が必要ではないかと考えるに至った。本稿における以下の検討が、そうした役割を果たせたならと希望している。そこでは、商業銀行の特殊性を重視することとはなるが、そうだからといってノンバンクの重要性を軽視しているわけではないということは強調しておきたい。その一方で、ノンバンクが重要度を増すということ、それと商業銀行を同列視してよいということとは異なるということも強調しておきたい。

II. ガーレイ＝ショウ『貨幣と金融』の金融観

「金融とは何か？」と問われた際に「最終（究極）的貸し手から最終（究極）的借り手への資金の融通である」と答えたならば、その人はその著作を読んでいなくともガーレイ＝ショウの影響を受けたことになるであろう。また、間接金融と直接金融という用語を使った場合もそうであるといつてよいであろう。しかしながら現時点でどれだけの経済学の研究者がガーレイ＝ショウの『貨幣と金融』（原著の出版は1960年、以下では邦訳ガーレイ＝ショウ（改訳版）（1967）より引用等を行う）を読んだかという、かなり怪しいのではないだろうか。

本章においては、ガーレイ＝ショウの議論を信用創造を行う商業銀行とそれを行わずに純粹の金融仲介を行う貯蓄金融機関（アメリカにおいては1950年代に急成長した）を区別しなかったのはなぜか（共に間接金融における金融仲介機関とした）を軸として検討することとしたい。これについて多少先取的にしておくならば、ガーレイ＝ショウにおいては、貨幣は基本的に外生的に供給されるものとして、その金融モデルが構築されていることによることを明らかとしたい。そこから逆に貨幣供給が内生的に行われるとするならば、信用創造を行う金融機関（商業銀行）とそれ以外のノンバンク金融仲介機関（保険会社・貯蓄金融機関等）の相違が明確となると思われるのである。

まずガーレイ＝ショウ（1967）の構成から確認すると、「第1章 序論」、「第2章 未発達金融」、「第3章 貨幣と本源的証券」、「第4章 金融的成長と有価証券の差別化」、「第5章 複雑な金融構造における貨幣」、「第6章 非貨幣的金融仲介作用」、「第7章 貨幣統制の基本原則」、「〈数学付録〉貨幣と負債と経済成長についての新古典派モデル」となっている。

それでは同書の第2章で与えられている「未発達金融モデル」（表1）からみることにした

2) リテール・リングフェンス規制およびリングフェンス銀行の経営について詳しくは、齊藤（2021）の第4章を参照されたい。

表1 部門別貸借対照表

企業部門		政府部門		消費者部門	
(資産)	(負債)	(資産)	(負債)	(資産)	(負債)
貨幣 50	なし	なし	貨幣 100	貨幣 50	なし
有形 900					
資産	(自己資本)		(自己資本)		(自己資本)
	蓄積 950		蓄積 -100		蓄積 50
	された貯え		された貯え		された貯え

[出所] ガーレイ=ショウ (1967) 15頁

い。まずこのモデルにおいて存在する部門は「企業」、「政府」、「消費者」の3部門のみであり「外国部門」も「銀行部門」も存在しない。「企業」および「消費者」部門は50ずつ計100の貨幣を保有しているが、その貨幣を発行しているのが、「政府部門」であり、この貨幣は「通貨」もしくは「預金」の形態をとるが、その裏付け資産がない不換発行 (fiat issue) である。この貨幣は減少することはなく、「政府が貨幣のストックの増加が望ましいと決定した場合、政府は商品を購入して創出された貨幣で支払うか、あるいは移転的支出によって新しい貨幣を手放す」(ガーレイ=ショウ (1967) 14頁)。

ここにおいて政府は貨幣当局であり、政策局と銀行局からなるとされる。「政府部門」に貨幣に対応する資産はない以上、自己資本はマイナス100となる。これに対応する資産としての貨幣は「企業部門」および「消費者部門」がそれぞれ50を保有している。要するに貨幣は完全に外生的に供給され、その流通根拠はおそらくは法貨規定により、このように外生的に供給された貨幣を各部門は支払い手段として使用するというのが、表1の世界である。そしてこのモデルにおける「いかなる瞬間における残存貨幣の名目ストック量も、歴史的に蓄積された政府の赤字額に等しい」(ガーレイ=ショウ (1967) 29頁) こととなる。

このように出発するガーレイ=ショウ的世界は、より現実に近づくことを意図してか第3章において、企業が発行する同質で優良な永久社債 (本源的証券) を登場させる。この社債により企業は資材の購入や賃金の支払いを行うことが可能なような記述がある。それはともかくとして、この債券を直接買えば直接金融、貨幣を媒介させれば間接金融という両者の区別が登場する。政府の「銀行局は公開市場操作を通じて企業債券の購入にたいする支払として貨幣を発行する」(ガーレイ=ショウ (1967) 55頁)。

さらにこれを現実に近づけるべき工夫が第4章においてなされる。有価証券 (本源的証券) の差別化 (多様化) である。第3章における証券は企業が発行する同質で優良な永久社債のみであったが、これが第4章においては拡張される。具体的には、「株式 (corporate equities) および債券、未払勘定 (accounts payable)、銀行から借入れた短期企業負債、連邦、州、および地方の政府負

債、外国証券およびこれら主要なタイプのそれぞれについてのあらゆる種類」（ガーレイ=ショウ（1967）88頁）である。銀行が登場していないにもかかわらず「銀行から借入れた短期企業負債」が登場してくるのはどうしてか等の疑問はあるが、それはともかくとしてここでの重点はむしろ各経済部門が負債か資産の一方のみを保有しているのではない、より現実に近づいた状況を構成することにあるのであろう。「各部門が負債を負い、しかも同時に金融資産を保有するという混合資産-負債状況」（ガーレイ=ショウ（1967）121頁）が出現することとなる。

第5章においては貨幣が多様化される。ガーレイ=ショウによれば、企業の発行する本源的証券を銀行局が買入れることにより供給される「内部貨幣」（この例では170）の他に、貨幣制度の保有する金、外国証券、政府証券に基づいた「外部貨幣」（同じく80）が存在する。この状態を表しているのが表2であり、「外部貨幣」残高は、「租貨幣」（200）マイナス「貨幣制度の保有する民間国内本源的証券」（120）、もしくは「貨幣制度の保有する金」（20）プラス「貨幣制度の保有する外国証券」（10）プラス「貨幣制度の保有する政府証券」（50）によって求められ、いずれの場合にも80となる。

そして第6章においては、非貨幣的（非銀行）金融仲介機関が登場する。具体的には、相互貯蓄銀行、貯蓄貸付組合、民間生命保険会社、信用組合、連邦土地銀行、郵便貯金制度、政府の保険・年金等である。その中心はおそらくは第二次世界大戦後に急拡大した貯蓄貸付組合等の貯蓄金融機関であろうが、奇妙なことにガーレイ=ショー体系においては、銀行が登場する以前にこれら非貨幣的（非銀行）金融仲介機関が登場しているのである。そしてこれらの非貨幣的（非銀行）金融仲介機関と貨幣制度は、前者が間接証券を創出するのにたいして、後者は本源的証券を創出することにあるとしているのである。なお、この段階における貨幣制度とは政府の政策局と銀行局であるが、ここではこれまで発行してきたのは貨幣と要求払預金のみであったが、本章においてそこに有期預金が登場する。しかしながら「有期預金は支払手段でないという理由で、貨幣ストックの一部ではない」（ガーレイ=ショウ（1967）194頁）。このため、要求払預金から有期預金

表2 貨幣制度と民間国内経済の結合された（combined）部分的解釈対照表

貨幣制度			民間国内経済		
資産		負債	資産		負債
金	20	要求払預金 170	貨幣	200	本源的負債 170
外国証券	10	通貨 30	外国証券	20	非貨幣性 40
政府証券	50		政府証券	30	間接負債
民間国内本源的証券	120		民間国内本源的証券	50	
			非貨幣性間接金融資産	40	

[出所] ガーレイ=ショウ（1967）126頁

への振替は貨幣ストックを減少させることとなるのである。現代的ないい方をするならば、M1（要求払預金）は貨幣であるがM2—M1（有期預金）は決済性が無いので貨幣ではないということとなろう。

実はガーレイ＝ショウ体系においては、非貨幣的（非銀行）金融仲介機関が登場した後の最後の第7章においてはじめて商業銀行が登場する。第7章においては、政府の政策局は休業し、銀行局もまた消滅する。銀行局は、「民間の銀行企業がそれにとってかわり、彼らの私利が命ずるとおりに貨幣を創出したりまた破棄したり、企業債券を売買することが許される。……銀行の負債はその社会にとって貨幣として間断なく受け入れられる」（ガーレイ＝ショウ（1967）274頁）そして政策局にとってかわるものとしては、中央銀行が登場することとなる。

以上が、貨幣供給や金融仲介という側面からみたガーレイ＝ショウ体系の特徴であるが、そこにおいてもっとも重視されるのが主として民間部門（最終的借り手）による本源的証券の発行である。これとすでにある貯蓄とが交換される（場合によってはそれにより資材が購入される）のが直接金融である。一方、本源的証券が金融仲介機関である商業銀行により購入され、それが貨幣的間接証券——これはすでにある貯蓄を最終的貸し手にたいして発行されるものであるが——により裏付けられるのが間接金融である。この際に商業銀行が行っているのは金融仲介活動であり、このような活動は非貨幣的（非銀行）金融機関の金融仲介活動と峻別する必要はないというのが、その主張となろう。これは第二次世界大戦後のアメリカにおける貯蓄貸付組合や保険会社といった非貨幣的（非銀行）金融機関の拡大を背景としていると思われるが、次章においては、その妥当性について検討することとしたい。

Ⅲ. 各国中央銀行論文に先行する横山モデル

ガーレイ＝ショー体系においては、もっとも重視されているのは、本源的証券（最終的借り手による）の発行であり、最初の想定である「未発達金融モデル」においては、貨幣は政府により外生的に供給される。実は、所謂内生的貨幣供給説も、本源的証券の発行という民間非銀行部門の資金需要を重視はしている。ただし、これに民間商業銀行が応じることにより預金通貨が創造されることにより着目している。それは、預金通貨が貨幣（マネー）であるからである。現実企業に社債を発行する場合、それにより銀行融資は必要とせず資金調達が可能である。しかし、社債券で資材の購入はできない。したがって企業が社債発行で調達するものというのは銀行預金なのである。そしてこの銀行預金とは、銀行の貸出により創造されるものであるというのが内生的貨幣供給説なのである。そして純粹の貯蓄金融機関には信用創造はできず（それが行っているのは単純な金融仲介）、この観点からは、商業銀行と貯蓄金融機関等の非貨幣的（非銀行）金融仲介機関（決済機能を有しないもの）とは明確に峻別されるべきということとなる。逆にそこから、後者

の一部が決済性預金を提供し決済業務に進出することの意味（それは商業銀行化に他ならない）も明確になると思われるのであるが、これについては詳しくは後述することとしたい。

ところでデヴィッド・グレーバーの『負債論』における貨幣の定義は、「他のすべての経済主体に譲渡される負債」であるが、これと内生的貨幣供給説の親和性は高いものがあるといつてよい。そしてグレーバーが絶賛したのが、2014年に『イングランド銀行四季報』に発表された貨幣および信用創造に関連する論文「現代経済における貨幣：イントロダクション」（McLeay et al. (2014a)）であり、同じ号には同じ著者による貨幣供給は内生的になされるという「現代経済における貨幣創造」（McLeay et al. (2014b)）が発表されている。グレーバーの『負債論』の原著が発行されたのは2011年のことであるが、2014年には増補版が刊行されている。そしてこの増補版の「あとがき」において、グレーバーは、このBOE論文を絶賛しているのである。

イングランド銀行の『四季報』の最初の論文（McLeay et al. (2014a)）は、今日の貨幣は、すべての人が信用し受け取る借用証書（IOU）の一種であり、その主たるタイプは、①通貨（currency）、②銀行預金、③中央銀行準備であるとしている。そして「現代経済における貨幣」のほとんどは②銀行預金であり、それは商業銀行自身により創造されるものであるとしている。②銀行預金とは、①通貨（currency）が銀行に預け入れられるものではなく、商業銀行により創造されるわけであるが、そのメカニズムについて詳しく論じたのが『四季報』の同じ号に掲載されたもうひとつの論文（McLeay et al. (2014b)）である。これは、現代経済において貨幣（預金通貨）は、内生的に供給されるとしているのであり、ガーレイ＝ショウ体系とは異なっているのである。

イングランド銀行の論文は、各所に大きな反響をもたらしたが、その後2017年にドイツ連邦銀行が「貨幣創造プロセスにおける銀行、ノンバンクおよび中央銀行の役割」（Deutsche Bundesbank (2017)）、2020年にリクスバンク（スウェーデン）が「危機時における貨幣および金融政策」（Armelius et al. (2020)）という貨幣供給の内生性を主張する論文をそれぞれの公式媒体に発表している。それぞれの論文の当初の規定は、ガーレイ＝ショーとは異なり、商業銀行の与信（貸出等）により預金貨幣が供給されている状態なのである。量的緩和政策という一見アウトサイドマネーの供給と思える政策を各国中央銀行が行ってきている一方で、このような論文が発表されたのはどうしてかについて、筆者は別稿（齊藤（2023））において検討しているので、ここではそれについて詳しく説明することはしない。ただそれを、簡単にいうならば量的緩和政策により準備を供給しても金融論の初級教科書にあるような準備率の逆数倍のマネースtockに結びつくようなことはないことについて、何らかの説明を必要としたからではないかとの仮説を提示しておいた。

ところで、イングランド銀行論文が発表された2014年より37年前の1977年に日本で出版された『現代の金融構造』（横山（1977））という本の著者は日銀エコノミスト（横山昭雄）であったが、そこにおいてはイングランド銀行論文等と同様の内生的貨幣供給説が展開されており、それらとほ

ば同様の当初モデルが示されている。それが表3であるが、それを以下で説明することとしたい³⁾。

この社会において存在する市中銀行は2行（A行・B行）であり、両行の対民間信用（貸出・社債）に対応して預金（企業預金・個人預金）が存在する。この社会には、中央銀行が存在し、預金準備率は10%である。A行およびB行は準備預金を積むが、それに対応した中央銀行信用が供与されている。これは当時（今も？）の常識からは奇妙なことである。なぜなら多くの人々は「銀行は集めた預金の全部を貸し出さず、その一部を準備預金として中央銀行に預けておく」と考えていたからである。

しかし横山モデルが示しているのは、銀行はまず預金を集めてそれを貸し出しているわけではなく、「金融システム全体を考えると、まずなによりも市中銀行の対民間信用行動が、システム作動の始発点である」（横山（1977）27頁）ということである。そこにおける銀行観とは「銀行は企業および家計の通貨需要に応え、あるいは自らの業務拡張意欲に基づいて与信行動すなわち貸出および有価証券購入を行なう。銀行が顧客に貸出を行なえば、それに伴って銀行勘定には顧客の預金が同額貸記される。債券・株式等企業の発行する有価証券を銀行が引受購入した場合も、全く同様で、銀行の負債勘定に当該発行企業の当座預金口座が同額膨らむことになる。そしてこれら預金そのまま銀行券のないこの経済でのマネーサプライ純増額となる。」（横山（1977）27-28頁）というものである。

この横山モデルにおいては、本源的預金なるものは、論理的に否定される。それは預金通貨が銀行の貸出により形成（創造）される以上、経済過程の外部から本源的預金なるものは流入しようがないとしているのである。それは横山モデルでみるかぎりにおいて、A行に新たな預金が流入するとするならば、その際にはB行預金が減少せざるをえないことを考えれば明らかであろう。これには実際には中央銀行券が存在することを指摘する向きもあるかもしれないが、もしそうならば中央銀行券は持続的に減少しなければマネースtock増は達成されないはずであるが、ほとんどの場合、中央銀行券残高は増加傾向にあることから、この議論は成り立たないことがわかるであろう。こうしたことから先に紹介したリスクバンク論文（Armelius et al. (2020)）は、「本源的預金の流入があれば、派生的預金が形成される」といったタイプの議論、すなわちフィリップス的な信用創造論を「不幸な虚偽表示」として完全否定しているのである。

なお、横山モデルにおいては、準備預金制度についての「銀行は集めた預金の一部を貸出等にまわすことはせずに中央銀行に預ける」といった類の議論についても完全否定される。すなわち横山モデルにおいては「預金はすべて貸出によってのみ創出されるのであるから、逆に貸出つま

3) なお、現在、横山（1977）を手に入れることは非常に難しいが、横山モデルについて改めて解説した『真説 経済・金融の仕組み』（横山（2015））が2015年に刊行されている。この本には横山の入行同期である元日本銀行総裁の福井俊彦が推薦文を寄せていることが注目される。

り、与信量を上回る預金を想定することは論理的に不可能である。」(横山(1977) 34頁)としている。それゆえに中央銀行における準備預金の対応資産は中央銀行信用たらざるをえないわけであり、ここであえて市中銀行が準備預金を自力積立すると仮定すると、そこにおいては中央銀行のバランスシートにおいて準備預金の対応資産が不明となるとしている。その場合は、どうしても中央銀行資産になりうるような質の高い資産が継続的に流入、すなわちアウトサイドマネーの継続的な流入が想定されざるをえないが、それは横山モデルにおいては「論理的に存在しない」ものであるとして退けられている。

なお、横山モデルにおいては、この当初設定から「銀行券」、「財政収支」、「対外取引」が順次モデルに組み入れられ、より現実近づき、それぞれの意味が明らかとなる現実の説明力が高いものとなっている。

本稿においては、それを追うことはあえてせずに、以下において、横山モデルの当初設定に非銀行金融仲介機関を導入したらどうなるかを検討することとしたい。このことにより、非銀行金融仲介機関その他の役割が明確になるように思われるし、逆に銀行の意義も明確化することが期待されるのである。

その前に再度確認しておけば、横山モデルにおいては、預金とは銀行の与信行為により創造されるものであり、準備預金は預けられた預金の一部を準備率規制に従い中央銀行に預けるものではない。それはマクロ的に形成された預金量に応じて必要とされる準備預金量を中央銀行が通常は事後的に供給するものである。横山モデルにおいても準備量に準備率の逆数を掛ければ預金量となっているのは、中央銀行がそのように準備を供給しているからに他ならないのである。

IV. 保険会社・純粋貯蓄金融機関・ユーロ銀行

(1) 保険会社

ガーレイ=ショウモデルの当初設定とは異なり、横山モデルにおいては商業銀行の与信行為(貸出・有価証券購入)がその当初設定とされていた。ガーレイ=ショウモデルにおいては、貯蓄金融機関等の非貨幣(銀行)金融機関は、商業銀行より前に展開されていたわけであるが、以下では保険会社、純粋貯蓄金融機関等のノンバンクを横山モデルに登場させたらどうなるかを検討することとしたい。これによりそれらが経済に果たす意味、そしてそこから逆に商業銀行の意義が明らかになるものと思われるからである。さらには、商業銀行預金とその通貨のまま外観上対外流出したとされるユーロ預金についても検討することとしたい。

まずは、表3の世界に新たに保険会社が登場するとしよう。ただしあくまで架空の国のメリケン国のバランスシートであるとし、通貨単位はダラーとすることにする。簡単でわかりやすくするためにB行の個人預金(200億ダラー)の半分(100億ダラー)が保険会社(C社)に保険料とし

表4 モデルIに保険会社が登場 (単位：億ダラー)

中央銀行		A行		B行				市中銀行 (A・B 統合)			保険会社 (C社)				
中央銀行	準備	80	80	40	中央銀行信用	40	準備預金	120	中央銀行信用	120	預金	100	責任準備金	100	
信用	預金	120	120	300	企業預金	300	貸出	200	貸出	900	企業預金	100		100	
		200	300	100	個人預金	100	社債	100	社債	300	個人預金				
		880	880	440	保険会社預金	100			保険会社預金	100					
								440		1,320				1,320	
非	企業 (統合)			家計 (統合)											
金	預金	700	900	500	預金	500									
融	機械	1,300	400	100	社債	100									
部	設備等		700	600	純資産	600	家財等	1,200							
門		2,000	2,000	1,200		1,200		1,200							

表5 保険会社による住宅ローン供与 (単位: 億ダラー)

B 行		保険会社 (C 社)	
準備預金	40	中央銀行信用	40
貸出	300	住宅ローン	100
社債	100	責任準備金	100
		企業預金	200
		個人預金	100
		買手預金	100
	440		440

て払い込まれたとしよう。保険会社における経理としては（借方）預金 100億ダラー、（貸方）保険料収入 100億ダラーとなるであろう。これは簡単化のために保険料の支払いは B 行にある C 社の口座に行われるものとする。保険事故がなければ保険料収入はそのまま保険会社の責任準備金となるため、保険会社のバランスシートは「資産」としての預金 100億ダラー（保険会社は預金取扱金融機関ではないため預金は一般企業と同様に「資産」となる）と「負債」（一応負債としておく）としての責任準備金 100億ダラーということとなる。

その他の変化を表したのが表 4 であり、網掛け部分が変わった部分である。要するに銀行部門は B 行における預金者構成が変化しただけであり、マネーストックには変化がないのがわかる。ここで保険会社が金融仲介活動を行い、住宅ローンの貸出（これは次節との対比のためにあえてそうしている）を行ったとしよう。表 5 は簡単化のために B 行と C 社のみを示している。ここで変化しているのは保険会社（C 社）の資産側であり「預金」⇒「住宅ローン」となっている。保険会社の貸出（住宅ローン）がどのように行われるかといえば、B 行の自らの預金口座から住宅の買手、すなわち住宅ローンの借手の口座へと預金の振替を行うことを B 行に依頼することである。ここにおいて B 行の預金総額は変化していない。したがって A・B 両行を統合したこの国のマネーストックも変化していないのである。住宅ローンの借手（住宅の買手）は住宅の購入を行うが、その際にはここでも住宅の売手がすべて B 銀行の顧客であるとすれば、買手預金が売手預金に変化するだけであり、預金量の変化はないのである。

ここであえて妙な質問をしてみよう。「このメリケン国のマネーストック統計に C 社の責任準備金は含まれないのですか？」という質問である。この質問に「保険会社の責任準備金はマネーとみなせるためマネーストック統計に含められるべきです！」と答える人はいないだろう。保険会社の金融仲介活動は非常に重要な活動ではあるものの、それは純粋な金融仲介活動であり、その活動は商業銀行の預金（決済性）の持手を変化させるだけであり、社会全体のマネーストックを増加させるわけではないのである。

(2) 純粋貯蓄金融機関

次に、かつてのイギリスの住宅金融組合やアメリカの貯蓄貸付組合のような純粋貯蓄金融機関

について検討することとしたい。貯蓄金融機関（スリフト）は機関投資家とともにノンバンク金融仲介機関と呼ばれる。ということは貯蓄金融機関とは銀行ではないということであり、バンキングとコマースの分離ということがアメリカではいわれるが、貯蓄金融機関はコマースに分類されるのである。そしてそれが提供する貯蓄性預金は決済機能を有さず、したがってマネーではない。ではバンキングとは何かといえ、それは決済性預金の提供とそれを利用した信用創造（マネー創造）なのである。

近年においては、貯蓄金融機関は決済業務を行っているが、そのことはそれらがむしろ純粋な貯蓄金融機関ではなくなったということの意味するといつてよいであろう⁴⁾。ここで検討する純粋貯蓄金融機関とは、日本における日本振興銀行のようなものを想像するとよいであろう。同行は、2010年に破綻したわけであるが、それはともかくとしてその業務内容は中小企業向け融資の一方で、資金調達は定期預金により行い、当座預金・普通預金は提供していなかったし、全銀システムにも加入していなかった。そのような貯蓄金融機関が横山モデルの当初の世界に新たに登場したらどうなるかを以下で検討することとしたい。

ここでも簡単にわかりやすくするために、さらに保険会社との比較を容易にするために、B行の個人預金（200億ドル）の半分（100億ドル）が純粋貯蓄金融機関（D行）に貯蓄性預金（定期預金）として流入したとしよう。D行における経理としては（借方）預け金（B行）100億ドル、（貸方）貯蓄性預金 100億ドルとなるであろう。要するにB行預金の持ち手が変わったわけであるが、D行は一応は預金取扱金融機関であるのでバランスシートの項目上は、「資産」としての預け金100億ドルと「負債」としての貯蓄性預金 100億ドルということとなる。

その他の変化を表したのが表6であり、網掛け部分が変わった部分である。これは基本的には表4の保険会社のケースとほぼ同じであるといつてよいであろう。ここでこの純粋貯蓄金融機関（D行）が金融仲介活動を行い、住宅ローンの貸出を行ったとするならば（表7）、ここで変化しているのは純粋貯蓄金融機関（D行）の資産側であり「預け金」⇒「住宅ローン」となっている。D行の貸出（住宅ローン）がどのように行われるかといえ、B行の自らの預金口座から住宅の買手、すなわち住宅ローンの借手の口座へと預金の振替を行うことをB行に依頼することである。ここにおいてB行の預金総額は変化していない。住宅ローンの借手（住宅の買手）は住宅の購入を行うが、その際にはここでも住宅の売手がすべてB銀行の顧客であるとするれば、買手預金が売手預金に変化するだけであり、預金量の変化はないのである。D行の活動は、基本的には保険会社の活動と変わることはない金融仲介活動であり、信用創造活動は行っていない。

4) 例えばイギリスにおける代表的な貯蓄金融機関であった住宅金融組合（Building Society）は、1980年代に業法の改正があり、決済業務を行うことが可能となったが、このことはそれらがほぼ銀行となったとみなすことができる。実際にも、1990年代において業法の転換規程によりほとんどの大手住宅金融組合は銀行に転換した。この点について詳しくは、斉藤（2021）の第6章を参照されたい。

表7 純粋貯蓄金融機関による住宅ローン供与（単位：億ドル）

B 行		純粋貯蓄金融機関（D 行）	
準備預金	40	中央銀行信用	40
貸出	300	住宅ローン	100
社債	100	貯蓄性預金	100
		企業預金	200
		個人預金	100
		買手預金	100
	440		440

問題は D 行は一応は預金取扱金融機関であり、その負債は決済性預金ではないものの、貯蓄性預金と「預金」の名が付いているということである。それではこの国の通貨当局はマネーストック統計にこの D 行の貯蓄性預金を加えて従来の1200億ドルから1300億ドルに増加したとするであろうかという、その答えは NO である。なぜならば D 行の貯蓄性預金は、何らマネーとしての役割を果たしていないからである（広義流動性統計に含めることはあるかもしれない）。保険会社の責任準備金と同じものといえるからである。ガーレイ＝ショウにしても、定期性預金は貨幣ではないとしている。繰り返しになるが、マネーサプライ・ターゲティング華やかなりし時代に、定期性預金を含めた M2 が指標とされたのは、定期性預金がマネーだと判断されたためではなく、金融の技術革新により、決済性預金から定期性預金の振替が容易になったために、M1 を指標とした場合には、あまりにその振れが大きく、指標として役立たなくなったからに他ならない。別に定期性預金をマネーとして認定したわけではないのである。

（3）ユーロ銀行

次に検討するのは、その国の通貨建ての預金（ただし非決済性預金）が国外において保有される場合である。ここでも B 行の預金者（個人でも企業でもよいが連続性を考えて仮に個人としておく）が何らかの理由でメキシコ国の銀行に預金を置いておくことを好まずに、国際銀行業務に寛容なユーロ国（通貨はポンド）に外貨建て預金（100億ドル）をすることとした場合を考えよう。この場合、ユーロ国の E 行の外貨建ての経理としては（借方）預け金（B 行）100億ドル、（貸方）非決済性預金 100億ドルとなるであろう。B 行預金の持ち手は、E 行に変わったわけであるが、その預金総額に変化はない。E 行のバランスシートの項目上は、「資産」としての預け金100億ドルと「負債」としての非決済性預金 100億ドルということとなる。

その他の変化を表したのが表 8 であり、網掛け部分に変化した部分である。これは基本的には表 4 の保険会社のケース、表 6 の純粋貯蓄金融機関のケースとほぼ同じであるといつてよいであろう。ここでこのユーロ国の銀行（E 行）が金融仲介活動を行い、何らかの貸出を行ったとするならば（表 9）、ここで変化しているのはユーロ国の銀行（E 行）の資産側であり「預け金」⇒「貸出金」となっている。E 行の貸出がどのように行われるかといえば、B 行の自らの預金口座から借

表9 ユーロ銀行によるローン供与（単位：億ダラー）

(メリケン国)				(ユーロ国)	
B 行				ユーロ銀行 (E 行)	
準備預金	40	中央銀行信用	40	貸出金	100
貸出	300	企業預金	200		100
社債	100	個人預金	100		100
		借手預金	100		
	440		440		

手の口座へと預金の振替の指図を行うことを B 行に依頼することである。ここにおいて借り手が B 行に口座を保有しているならば、B 行の預金総額は変化していない。借手は何らかの資材の買手であるとすれば、その際にはここでも売手がすべて B 銀行の顧客であるとすれば、買手預金が売手預金に変化するだけであり、預金量の変化はない。ユーロ国の E 行のこの活動は、基本的には保険会社の活動や純粋貯蓄金融機関の活動と変わることのない金融仲介活動であり、信用創造活動は行っていないといつてよいであろう。

この国外にあるとはいえ銀行である E 行のダラー建て預金についてメリケン国の通貨当局は、同国のマネースtock統計に加えるかといえ、加えないであろう。それは E 行の非決済性預金は、自国外にある勘定であり、さらにはマネーの機能を果たしていないからである。一方で、ユーロ国の通貨当局は、この銀行 (E 行) の外貨建ての預金勘定は国内経済に大きな悪影響を与えることはないであろうし、マネースtock統計はあくまでもポンド建預金を重視するであろう。この意味で、ユーロダラー関連の業務は、銀行が行う業務ではあるが、それは金融仲介活動ではあっても信用創造は行っていないとみなせるであろう。

このことについて、かつての唯一の外国為替専門銀行であった東京銀行に長く在籍していた滝沢健三の見解が適切であるように筆者には思える。

まずは、ユーロダラーについては「本国の通貨の性格と明らかに異なり、それを仲介する機関の役割も通常の商業銀行の役割とは異なる。」(滝沢 (1990) 150頁) と述べたうえで、ユーロダラー預金発生の経緯として、西ドイツの輸出業者が対米輸出代金をドルで受け取ったケースを考察している。このドルを受け取る場所は、アメリカ以外にありえず、アメリカの銀行に、この西ドイツの輸出業者名義の当座預金口座が作られ、そこに代金が振り込まれるとする。この業者が資金繰りに余裕がある場合、受取代金をドルのまま定期預金とすることも考えられるが、「金利面の有利さ、地理的な近さ、ロンドン市場が持つ他の多くの便益などにひかれ、ロンドンの銀行にドルの定期預金を開設することに決める」(滝沢 (1990) 154頁)。そうすると、米銀の当座預金の持ち手は西ドイツの輸出業者からユーロ銀行となる。これをユーロ銀行のバランスシートでみるならば、資産側がドル建当座預金 (預け金)、負債側がドル建定期預金となる。この負債側のドル定期

表10 ユーロ・ドル預金の発生

		米銀
		当座預金 \$1,000西独
ユーロ銀行		
当座預金 \$1,000米銀	定期預金 \$1,000西独 (ユーロ・ドル預金)	当座預金 \$1,000 ユーロ銀行
貸付 \$1,000フランス (ユーロ・ドル貸付)	定期預金 \$1,000西独 (ユーロ・ドル預金)	当座預金 \$1,000 フランス

[出所] 滝沢 (1990) 153頁

預金がユーロダラー預金である。

ユーロ銀行が、輸入のためのドル資金を必要としているフランスの輸入業者に貸出を行う場合はどうであろうか。この場合はユーロ銀行の資産側のドル建当座預金はフランスの業者への貸付となる。このとき、米銀の当座預金の持ち手もユーロ銀行からフランスの業者となる。この変化を示しているのが表10であり、基本的には筆者が説明した表8・9と同様である。すなわちユーロ銀行の貸出は、純粋な仲介行為であり、そのドル建定期預金は支払決済の役割を果たしておらず、その役割を果たしているのは米銀のドル建当座預金であることがわかる。

滝沢は、ユーロダラー預金について、アメリカの債務ではない（イギリスの債務であり、英銀は見合い資産を持つてゐるから、ネットではイギリスも債務を負っていない）とし、さらにそれはここでの説明と同様に決済手段ではないとしている。それはある国においてその国の通貨建ての一覧払預金が決済手段となる理由は、「銀行相互間に締結されている内国為替業務遂行のためのコルレス契約、中央銀行における商業銀行の準備預金の振替、手形交換所など、その国の通貨で表示された一覧払預金を貨幣として流通させる金融組織がある」（滝沢（1990）156頁）からであり、ロンドンのユーロダラー預金がたとえ当座預金であったとしても、ロンドンにあるのはポンド建預金を流通させるシステムであり、ドル預金を流通させるシステムはアメリカにしかないのであるから、それは貨幣の役割をロンドンでは果たさないとしているのである⁵⁾。

以上、本章では（1）保険会社、（2）純粋貯蓄金融機関および（3）ユーロ銀行の貸出行為がどのようなものかを検討したわけであるが、それらはいずれも単純な金融仲介行為であることを

5) 滝沢は、本稿で紹介した『国際通貨論入門』（滝沢（1990））以外にも、滝沢（1975）、（1981）、（1984）においても同様の説明をしている。ただし、ユーロダラー市場において信用創造機能があるか否かとの問題を設定する際には、乗数理論が妥当するかどうかについて検討しており、ユーロダラー市場における貸出が自らの一覧払債務を創造すること（信用創造）により行われるのか、それとも単なる信用仲介行為（滝沢の議論はこちらを支持するものである）なのかについて論じられているわけではないことは残念である。

明らかとした。そして（１）保険会社の責任準備金は当然のこととして、（２）純粹貯蓄金融機関の貯蓄性預金も（３）ユーロ銀行の外貨建定期預金も貨幣の役割を果たしておらず、通常のマネーストック統計には含まれないことも明らかにした。これらすべてのケースにおいて貨幣の役割を果たしているのは商業銀行の当座預金（決済性預金）なのである。そしてその商業銀行の与信行為は、その当座預金の設定により行われるわけであり、本章で検討したノンバンク等とは異なり信用創造機能を有しており、それが商業銀行の所以であるわけである。このことは保険会社等の活動（貸出等）が無意味だといっているわけではない。ただ、それらの行っているのは金融仲介活動であって、商業銀行のようなマネーストックを増加させるような活動ではないことを確認することが必要であることを主張しているのである。

V. おわりに——信用創造機関としての商業銀行

本稿においては、近年ノンバンクによる金融仲介等の役割が増大したことを指摘したうえで、かつてのアメリカにおいてノンバンクの役割が増大した際に登場したガーレイ＝ショウ理論が、現実を目を奪われすぎて、商業銀行と貯蓄金融機関等を同一視してしまったことに疑問を呈した。やはり貸出等の与信行為を自らの一覽払債務（当座預金）の設定で行う信用創造機能を有する商業銀行と商業銀行が創造した預金通貨を仲介する保険会社・貯蓄金融機関等のノンバンクには相違点があることの認識は重要であるのではという観点を提示したわけである。

そして2014年以来、イングランド銀行等がマクロ的な貨幣供給は商業銀行の与信行為によることを説明した論文を発表してきているわけであるが、それに先立つこと37年前の1977年の時点で日本の中央銀行エコノミスト（横山昭雄）が、そうしたモデルを展開した著書を出版していることおよびその当初モデルを紹介した。そしてその横山当初モデルに（１）保険会社、（２）純粹貯蓄金融機関、（３）ユーロ銀行を登場させ、それらの活動はマクロ的なマネーストックを増加させているわけではないことを確認した。

繰り返しになるが、筆者はそれらの金融機関の活動が無意味だといっているわけではない。信用創造活動を行う、すなわちマクロ的なマネーストックを増加させる活動を行う商業銀行とそれらの違いを認識することが重要であると指摘しているのである。近年のテクノロジーの変化は銀行業務を大きく変化させてきている。銀行における支店やATM網の重要性は大きく低下している印象がある。これはいわゆるフィンテックの発展によるものであろう。

例えば中国ではアリペイ・ウィーチャットペイといったデジタルウォレットの活用が急拡大している。これは本稿で検討した保険会社や純粹貯蓄金融機関等とは異なり、一種の貨幣機能を果たしているといつてよいであろう。そして、これらの資金移動業者の活動は非常に大きなものであり、経済に与える影響は大きいのは確かである。しかし一方で、これらの活動と銀行預金との

つながりは断ち切ることはできない。銀行からアリペイのウォレットに資金が移動する際には、裏側で銀行預金の持ち手変換が起こっている。そしてその銀行預金は銀行の与信活動によって創造されたものであり、アリペイ等には新たな貨幣を供給することはできてはいない。

さらには、ビットコイン等についてもそれらを新種の投機用の資産と割り切って考えることもできるかもしれない。それらは多額の電気代の使用に基づき購入されると考えるならば、それと暗号資産が交換されると考えることは可能であろう。そして、その電気代は預金通貨によって支払われるわけであろうが、その預金通貨もまた銀行の与信活動により創造されるものであるということは考慮されるべきであろう。

コリガンがいったように銀行こそが「他のすべての経済主体にたいする最終的な流動性の供給源である」、すなわち銀行のみが信用創造活動を行いマクロ的なマネーストックを供給できるということには変化はないわけであり、その他金融機関（ノンバンク等）による活動の拡大（貨幣の流通速度の増大）はそのことを認識したうえで分析されなければならないのではないだろうか。

参考文献

- 翁邦雄（1999）「ゼロインフレ下の金融政策について」『金融研究』（日本銀行金融研究所）第18巻第3号
- 小栗誠治（2017）「中央銀行の債務構造と財務の健全性—銀行券、準備預金および自己資本」『彦根論叢』 Winter/ No. 414
- 金井雄一（2017a）「外生的貨幣供給論の非現実性—初期のイングランド銀行券に注目して—」『名古屋女子大学紀要』第63号
- 金井雄一（2017b）「銀行券が預金されたのか、預金が銀行券を生んだのか—初期のイングランド銀行券が示す外生的貨幣供給論の非現実性—」『歴史と経済』第60巻第1号
- 金井雄一（2023）『中央銀行はお金を創造できるか』名古屋大学出版会
- ガーレイ・ショウ（桜井欣一郎訳）（1967）『貨幣と金融』（改訳版）至誠堂
- 河村小百合（2018）「イングランド銀行の金融政策運営と課題—非伝統的手段下での政府と中央銀行の関係の在り方—」『JRI レビュー』2018, Vol. 5, No. 56.
- 木村二郎（2001）「信用創造における預金の還流と遊休資金」『桃山学院大学経済経営論集』第42巻第3号
- リチャード・クー（2019）『「追われる国」の経済学：ポスト・グローバリズムの処方箋』東洋経済新報社
- デヴィッド・グレーバー（2016）『負債論 貨幣と暴力の5000年』以文社（原著（増補版）は2014年出版）
- 齊藤美彦（2006）『金融自由化と金融政策・銀行行動』日本経済評論社
- 齊藤美彦（2014）『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会
- 齊藤美彦（2021）『ポスト・ブレイグジットのイギリス金融：政策・規制・ペイメント』文眞堂
- 齊藤美彦（2023）「なぜ先進国中央銀行は貨幣供給の内生性に関する論文を発表したのか？」『大阪経大論集』第74巻第1号
- 齊藤美彦・高橋亘（2020）『危機対応と出口への模索 イングランド銀行の戦略』見洋書房
- 篠原正明・篠原健（2018）「貨幣の自己循環論と信用創造の数理モデル」『日本大学生産工学部学術講演会』
- 滝沢健三（1975）『国際金融機構』文雅堂銀行研修社
- 滝沢健三（1981）『国際通貨の話』東洋経済新報社
- 滝沢健三（1984）『国際金融 通説への批判』東洋経済新報社
- 滝沢健三（1990）『国際通貨論入門』有斐閣

- 中野剛志（2016）『富国と強兵』東洋経済新報社
- 中野剛志（2021）『変異する資本主義』ダイヤモンド社
- 横山昭雄（1977）『現代の金融構造：新しい金融理論を求めて』日本経済新聞社
- 横山昭雄（2015）『真説 経済・金融の仕組み』日本評論社
- 吉田暁（1981）「第2章 預金・貸付市場」貝塚啓明・志村嘉一・蠟山昌一編『金融・証券講座 第Ⅱ巻 金融・証券市場の制度と構造』東洋経済新報社
- 吉田暁（2002）『決済システムと銀行・中央銀行』日本経済評論社
- Armelius, Hanna, Carl Andreas Claussen and David Vestin（2020）“Money and monetary policy in times of crisis” *Economic Commentaries* (Sveriges Riksbank), No.4, 2020.
- Botos, Katalin（2016）“Money Creation in the Modern Economy” *Public Finance Quarterly*, 2016/4.
- Corrigan, Gerald E.（1982）“Are Banks Special?” *Federal Reserve Bank of Minneapolis Annual Report*.
- Corrigan, Gerald E.（2000）“Are Banks Special? A revisitiation” *The Region*, Vol.14 No.1, Mar. 2000.
- Deleidi, Matteo and Enrico Sergio Levrero（2017）“The money creation process: A theoretical and empirical analysis for the US” *METROECONOMICA*, Vol.7-4.
- Deutsche Bundesbank（2017）“The role of banks, non-banks and the central bank in the money creation process” *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, April 2017.
- Gross, Marco and Christoph Siebenbrunner（2019）“Money Creation in Fiat and Digital Currency Systems” *IMF Working Paper* (WP/19/285).
- Jordan, Thomas J.（2018）“How money is created by the central bank and the banking system” (Speech) Swiss National Bank.
- Kumhof, Michael and Zoltán Jakab（2016）“The TRUTH about BANKS” *Finance & Development* March 2016.
- McLeay, Michael, Amar Radia and Ryland Thomas（2014a）“Money in the modern economy: an introduction” *Bank of England Quarterly Bulletin* 2014Q1.
- McLeay, Michael, Amar Radia and Ryland Thomas（2014b）“Money creation in the modern economy” *Bank of England Quarterly Bulletin* 2012Q1.
- Money, Positive（2018）*ESCAPING GROWTH DEPENDENCY: Why reforming money will reduce the need to pursue economic growth at any cost to the environment*.
- Rahmatian, Andreas（2018）“Money as a legally enforceable debt” *European Business Law Review* 29 (2).
- Söderberg, Gabriel（2018）“What is money and what type of money would an e-krona be?” *Sveriges Riksbank Economic Review* 2.

（大阪経済大学経済学部教授 博士（経済学））