

金融仲介技術の新結合と量的金融緩和

Innovation of Securities Settlement and Quantitative Liquidity Policy

池宮城 尚 也
Naoya Ikemiyagi

【目次】

- I. はじめに
- II. 量的金融緩和の理論
- III. 証券決済システムと量的金融緩和
- IV. 証券決済取引の動向
- V. 結論

【要約】

本稿は、New Keynesian的なマクロ経済に対する問題意識とNeo Classical的なマクロ経済に対する問題意識の論理的接続をベースとして、証券市場が円滑に機能するための安全性・効率性・利便性を実現させる「証券決済システム」について検討したものである。分析の結果、フローの企業資産の担保価値を安定化し、そのストック化をスムーズにする証券決済システムの確立が重要であることが分かった。

I. はじめに

1990年代は日本経済が低迷した10年であり、歴史に残る低金利の10年であった。低金利政策としては、手数料を除きコール市場の金利を実質上ゼロにする「ゼロ金利政策」、その他の金融経済に関わる政策としては、マネーサプライやハイパワード・マネー(現金+準備預金)などの数量を増加させることにより景気を刺激しようとする「量的金融緩和論」、そして中央銀行が2%、3%というように目標とすべきインフレ率を公にして金融政策を行う「インフレ・ターゲティング」論などがある。

上記の状況下で、21世紀に突入した日本経済の金融部門においては、蠟山[25]で提唱されている様に、主として「産業金融モデル=銀行中心の預金・貸出による資金仲介」によりなわれている既存の金融システムでは、増大する実体経済のリスクを支えきれないという見解がある。それは、将来的に産業金融モデルも存続するが、リスクを発見・管理・配分するためには、「市場金融モデル=価格メカニズムが機能する市場を通ずる資金仲介」の役割が重要になるという問題意識に基づいている。

現在のマクロ経済学の学界では、「New

Keynesian⇔Neo Classical」の何処に自身の研究的立場を設定するかによって見解が異なってくる。蠟山[25]の表現を用いると、短期のフローを重視する程にNew Keynesian的な金融経済構造、「産業金融モデル」を重視することになる。他方でNeo Classical的なストックを重視したマクロ経済分析に主眼を置くと「貨幣ヴェール」の様相が強くなり、理論モデルの展開上では金融政策の無効命題が導出されるが、そのような実体経済下でも金融経済構造が必要不可欠で、現実存在し得ることは容易に想定できる。従って、マクロ経済学の見解如何に関わらず「市場金融モデル」の構築・再検討は、情報技術革新による潜在成長率の変化への対応として重要課題となる。

本稿では、以上の問題意識に基づいて、証券市場が円滑に機能するための安全性・効率性・利便性を実現させる「証券決済システム」について検討する。Neo Classical的なストックを重視したマクロ経済動学(Wicksell[38]・Keynes[33]・Schumpeter[37]が論理的な外郭となる)、および価格メカニズムに対する期待形成を前提とした金融経済構造の分析になることが特徴的な着想である。第Ⅱ節では「証券決済」を対象とした量的金融緩和の学説史的な理論展開を、第Ⅲ節では「証券決済」システムを前提とした現代の流動性コントロールと量的金融緩和の理論を、第Ⅳ節では現代の「証券決済取引」の具体的動向についてそれぞれ検討する。第Ⅴ節は結論である。

II. 量的金融緩和の理論

本節では、New Keynesian的なマクロ経済に対する問題意識とNeo Classical的なマ

クロ経済に対する問題意識の論理的接続を試みた、Howitt[32]による今日までの経済学説に対する解釈を中心に、本稿全体の分析におけるベンチマークを設定する。Howitt[32]解釈の全体的な特徴は次の通りである。

(α)全ての経済主体の分権的(decentralized)決定を「協調」問題と名づけ、それらをマクロ経済を経済体系の均衡の効率性「均衡協調」と、市場参加者の信念がどれだけ迅速に強調されるかという機能(均衡へたどりつくまでのプロセス)「不均衡協調」に類別している。

(β)実体経済の活動に不可欠な取引制度を提供している営利企業を記述できるように、モデルを組み立てなければならないため、貨幣経済を理解するには企業理論からスタートすべきである。

(γ)「協調」問題に対する研究の積み重ねが、Keynes経済学のマクロ的基礎(micro-foundation)の探求と、「技術変化への適応」を問題意識としたSchumpeter的な内生的成長理論の探求を接続させる契機になる。

そこで、まず、間宮[23]による、Veblenの「営利企業体制の理論」解釈を再検討することで、本節全体の論考にマクロ的基礎を与える。間宮[23]のVeblen解釈は、

◎ 産業の意味における資本概念と営利の意味における資本概念とは異っており、現代の経済を理解するためには、営利的な概念を用いなければならない。営利企業体制は物によって物を、商品によって商品を生産する体制ではなく、貨幣によって貨幣を生産する体制である。あらゆる経済活動は貨幣を価値尺度として行い、その結果が回転する。営利企業体制の共

通語は貨幣であり、市場参加者はそれを用いて思考・行動する。

という見解が中心となっている。Veblenは、営利企業の資産を、市場価値を基礎にして担保価値を評価することが可能な機械、建物、土地などの「有形資産」と、法技術によってのみ決められるべき「のれん」と呼ばれるような「無形」の2種類の資産に分けている。間宮[24]解釈による、企業理論からスタートしたVeblenの貨幣経済観は、次のようにまとめられる¹⁾。

①「有形」・「無形」の資産を担保として到達された資金は、新たな収益を生み出すために資本化される。まず、借入れ資金は資本の回転率を高め、回転の規模(売上高)を大きくするために用いられ、当期収益の拡大に貢献する。そして社債等の長期借入金は生産設備の拡大のために用いられる。

②所有と支配が分離していくと、株主への配当は利潤の分配というよりも、当該株式会社における費用としての性格を持つようになる。優先株に対する配当は企業にとっては固定費に近い存在であり、優先株の中でストック的優先株²⁾の場合にはいっそう固定費としての性格を強める。

このように、貨幣的景気変動論としてのVeblen理論の特徴は、貨幣的要因と実物的要因が「有形」・「無形」の企業資産をフィルターとして、それらの担保価値が景気変動と結びつけられている点にある。

次に、初めて積極的に貨幣・信用理論(短期)と物価理論(長期)のモデル化を試みたWicksell[38]の金融経済構造に対する見解を再検討する。以下の学説史モデルは、マクロ経済モデルであるため、Blinder[29]が重視して

いる様に「金融政策効果の時間的ラグ」と、「将来の金融政策経路(最適解)を考慮した現時点における金融政策目標・手段の選択」といったダイナミック・プログラミング(動学計画法: Dynamic Programming)の着想をフレームワークとする。

Wicksell[38]原型モデルをマクロ動学的最適解の見解に基づいて再検討すると次のようにまとめられる³⁾。

(1) 自然的資本利子と中央銀行が設定する当該期間の貸付利子(日本における具体例としてはコールレート)が等しくなる状況が最適解であるから、そのための経路は、それら2つの相対的關係によってもたらされる物価の上下動(累積過程)である。この自然的資本利子は、企業部門の実物利子にほぼ等しいことが想定できるが、実物部門のマクロモデル(金融部門の媒介なしにモデルの目的値、相対価格が決定される)で決定される利子率として特徴づけられる(外部金融を想定すると自然的資本利子と借入利子は、ほぼ等しい)。

(2) 金融経済構造の中心に発達した純粹信用経済モデルを設定しているが、銀行部門のみに意図を集中してモデル化しているのではなく⁴⁾、一種の集合的な手元資金保有(銀行部門の預金業務)によって決済が代行していることを明示化し、最適解の状況(貨幣数量説・貨幣ヴェール)を、①貨幣の流通速度が「不変の平均的な高さ」を中心として上下動する、②ハイパワード・マネー(原型モデルでは金属保有量)は取引的動機、予備的動機、投機的動機に区別すべきである、という様に

特徴づけている。

- (3) 変わらぬ大きさの価値尺度を導出し、物価を固定的な平均水準に維持するという可能性は、理論上だけではなく実際的にも存在する。すなわち、理論の事前性とデータの事後性の反復(ストック概念)に基づいて、経験的確率「大数の法則」を用いることで自然的資本利子を求め、そのための最適解へ向けた最適経路への着手が可能である。システムとしては、新しく成立する流動資本の固定資本への転化が、重要課題である⁵。

ところで、Howitt[32]は、「短期の景気循環(サイクル)と長期の経済成長(トレンド)」を統一的に捉えることで、前記の「協調」問題を前進させる見解を示し、Schumpeter[37]原型モデルがその発端であると述べている⁶。Schumpeter[37]原型モデルをマクロ動学的最適解の見解に基づいて再検討すると次のようにまとめられる⁷。

- (1) 「経済発展」は循環運動ではなく、循環を実現する軌道・トレンドの変更であり、またある均衡状態に向かう運動過程とは違って、均衡状態の推移である。しかし、これらの現象は全ての経済部門の変更にあるのではなく、第1に民間部門の経済から自発的に生まれた変化、第2に「非連続的」な変化を指す。このような「経済発展」は動態経済であり、マクロ経済の普段の適応理論である静態経済とは質を異にするものである⁸。
- (2) 営利企業の経営のための信用と消費財流通に影響を与える信用を区別するために、静態経済においては全ての取引はハイパワード・マネー(原型モデルでは金

属貨幣)によって決済され、その量と流通速度は一定不変に所与であると仮定する。理論的には新結合を実行する企業のみが新しい金融資産の発行を必要とし、「経済発展」のためにのみ、新規発行の金融資産は本質的役割を演ずる。すなわち、それらの発行に基づく資金供給量が、フロー期間の均衡利子に対応するマクロ経済の実物部門と金融部門の利潤率を均等させる生産活動水準を決定する⁹。

- (3) 利子の運動法則及びその高低状態の経済的解明の原則が導出される。理論的には、利子は企業部門の利潤とともに騰落する。企業部門の利潤が利子の源泉であり、その変動が、購買力に対する需要の増減というフィルターを通して、同方向の利子の変動を直接に引き起こす。他の種類の資金需要も同様の影響を与える。そして、利子と物価の関係が考察される。「経済発展」の運動法則には、挫折の頻発性と成功の非連続性が理論的に常に潜在化している。

また、Howitt[32]は、合理的期待の下で、「効用や利潤の」最大化問題を解いている経済主体間の相互作用として均衡を捉えたという意味で、Lucasの先駆性を評価している。New Keynesianは、現実の労働市場の際立った側面¹⁰の上に組み立てられており、Neo Classicalの政策非有効性命題に対する反例を与えた点(均衡価格の粘着性)で有効であった。

さらに、Howitt[32]は、Keynes[33]が専念したのは、現在の専門用語を用いれば「マクロ経済学のミクロ的基礎」であると述べている¹¹。

Keynes[33]邦訳書「第12章 長期期待の状態」原型モデルをマクロ動学的最適解の見解に基づいてまとめると、次の様になる。

- (1) 利子率の調整・平準化を試みる金融政策・プリューデンス政策が成功するかどうかについて疑念を抱いている。「資本財の限界効率」を長期的な観点から、マクロ経済のファンダメンタルズを基礎にしてシミュレーションすることのできる中央銀行が、民間投資を直接に組織化するために今後独立性を確立することを試案する。各種資本の限界効率に関する市場評価の変動が相対的に大きくなると、利子率の実現可能な変化によって相殺できなくなる可能性があるためである。
- (2) 「資本の限界効率」は、資本資産の供給価格と予想収益間の相対的關係に依存している。予想収益に関する「期待」の基礎にある重要事項は、確実に理解可能な現存の事実(インカムゲイン)と、確信を持って予想し得るに過ぎない将来の出来事(キャピタルゲイン)である。インカムゲインを規定する要因は、様々な種類のフロー資本資産およびストック資本資産と、証券決済を必要とするフロー消費需要である。キャピタルゲインを規定するのは、様々なストック資本資産の類型化・数量の将来的変化、限界消費性向の動学的変化、投資物件の存続期間における動学的有効需要、そして動学的有効需要に關与する貨幣表示の実質賃金の動学的変化である。
- (3) 長期期待の構成の中に合理的な革新を導入することがモデル構築において重要である。確信状態の前提として利子率変

化を陽表化しない仮定を置くと、金融資産市場では、変化を期待する特別的理由がない限り、現状が無限期間存続すると想定してしまう一種の慣行に頼ることが分かる。その要因は、以下の通りである。

- ① マクロ経済における総資本投資のうち、金融資産市場の予想収益に関する知識に乏しい市場参加者の相対的比率が増加すると、長期間の投資の成果が初期の期待と一致しない可能性が高くなる。
- ② フロー金融資産の日々の利潤変動(キャピタルゲイン変動)は、明らかに一時的で長期的重要性を潜在的に持たないが、市場に対して過大な馬鹿馬鹿しいまでの影響を及ぼす傾向がある。
- ③ 予想収益に対してファンダメンタルズな要因を持たないものでも突然の資産価格期待のオーバーシュートが発生すると、多数の予想収益に関する知識に乏しい市場参加者の群集心理の産物としてストック化された慣行的評価が激しい変動にさらされる。
- ④ 金融資産市場の取引を現場で行う専門家の主たる関心は、投資物件から得られる割引現在価値に対して確実性のあるシミュレーションを行うことではなく、非専門家に対して微小なものであっても時間的先行を推測することにある。

III. 証券決済システムと量的金融緩和

本節では、Howitt[32]による、「市場を組織していく企業」の役割がマクロ経済学的重要課題である成長と貨幣の問題について如何なる経済学的含意をもたらすのか」という見解を中心して、現代の「証券決済システム」

を前提とした流動性コントロールにおける量的金融緩和の理論を検討する。

情報技術革新が進展し、知的中心の経済(Knowledge based economy)へ移行して行けば、全ての部門の市場参加者がビジネスの仕方を変えていかざるを得ない。この様な技術革新が個々人の適応を単純に総計した以上の社会的な変化を伴うとHowitt[32]は指摘している。ある部門の適応が、当事者の誰もが理解できないような複雑なプロセスを通じて、他の部門の予期しない適応や革新を生み出していくのである。

このような技術革新の現象に対し、Howitt[32]は、Schumpeter[37]的な「短期の循環と長期の成長」を統一的に捉えることが最も適切であると考えている。Schumpeter[37]の技術革新とは、従来使われなかったような方法に生産的案資源を割り当て、従来の方法から資源を引き上げる過程と定義される。Schumpeter[37]は、景気循環と成長の水準を引き下げる静態性の要因を、信用市場の制約に求めている。

Howitt[32]は¹²、経済理論の基礎を「貨幣の日常的な現象」と整合的にさせることが、営利企業の日常的な現象と整合化させることとほぼ等しいと見なすのであれば、企業行動の「取引費用」に着目すべきことを提唱している。さらに、

- ◎ ワルラス理論に取引費用の存在しないことが、ワルラス理論に貨幣の居場所が全くなくなってしまう真の理由であり、意思決定に関して入念な理論を展開していても、経済理論、とりわけ貨幣理論は決して進歩しない。むしろ、貨幣交換を支えている市場制度について、経験的

に受け入れるような説明を展開していくことが必須である。

と結論付けている。

上記のような貨幣理論研究の均衡解の様な状況を示した上で、「短期の循環と長期の成長」を統一的に捉えることを動学最適経路と考えると、内生的成長理論(Endogenous growth theory)が⁸、New KeynesianとNeo Classicalの研究課題を統一化させつつあるとHowitt[32]は述べている¹³。さらに、成長と循環の理論的な見解は、Schumpeter[37]的な調整過程で一挙に起きるということ、そして、常に職の創出と消滅が繰り返されていること、職の創出よりも職の消滅の方が循環的な変動が大きい等の「実証的な」現象を考慮することで一層指示されうるとしている¹⁴。

以上の様な見解を見据えた上で、金融政策運営における効果経路の一つ、「証券決済システム」と流動性を検討していく。

齊藤・柳川[6]は、「流動性をもたらす経済問題とは何なのか？」という議論が十分に整理されていないことを、現在の金融経済論研究の最重要課題としている。その最も大きな要因は、「資産価格は、リスク・プレミアムを加味したキャッシュ・フローの割引現在価値(ファンダメンタルズ)に等しい」という資産価格決定モデルの基本的な考え方の実証的説明力が、長期的な現象においても、短期的な現象においても低下して来ているためである。

この様な状況を考慮すると、将来の状態について不確実性が高く、金融取引についてコストがかかる場合に、流動性資産を保有しようとする動機が高くなり、資産価格に反映される流動性プレミアム(過度のキャピタルゲ

イン：バブル)が発生するだろう。この論理的連鎖は、流動性資産に対する需要から考えると、取引コスト・情報の非対称性・誘引の欠如などにより、投資家や売買仲介者の金融取引が制約されているため、資産ごとの市場流動性に格差が生じていると見なすこともできる¹⁵。

マクロ経済学や金融論で流動性について議論する場合、「流動性効果(liquidity effects)」を指すことが多い。物価水準が安定している経済環境では、貨幣が最も流動性の高い資産と考えられる。この意味では、名目貨幣供給量を制御する金融政策は、流動性の希少性をコントロールしているという側面がある。ここにおいて、名目貨幣供給量の増加で貨幣の保有コストに相当する名目金利が低下する効果が「流動性効果」と呼ばれている。

現在の日本の金融政策ができることは、コール・レートが実質上ゼロであっても、やるべきことが多いと、Blanchardは三木谷・ポーゼン[24]の「第9章 バブル・流動性の罫と金融政策」で述べている。日本のマクロ経済に関する大問題の一つは、1990年代の不況は、どれ程が、「金融仲介の低迷などによる」自然産出量水準によるもので、どれ程その水準から下方に乖離しているか、という点にあるという。

Blanchardは、「金融政策は名目金利がゼロであっても長期実質利子率に影響を与え、それゆえ総需要・総産出量に影響を及ぼすことができる」という論理的な証明をしている。それらは、以下の通りである。

名目利子率がほぼゼロの「期待理論」を前提とする。このとき、T年物名目利子率(T期利付債券の満期収益率)は今期と将来の1年

物名目利子率の単純平均にほぼ等しい。

$$i_T \approx 1/T[\sum i_T^e]$$

ここで、 i_T はT年物名目利子率、 i は1年物名目利子率である(モデルの変数は自然対数である)。従って、T年物実質利子率 r_T は、次式で表される。

$$r_T \approx 1/T[\sum i_T^e - (\log P_T^e - \log P_0)]$$

P_0 は今日の物価水準、 P_T^e は現在からT年後の期待物価水準である。この関係が示しているものは、期待名目利子率が変わらなければ、 P_T^e が1だけ上昇すると、今日の長期実質利子率が $1/T$ 低下するということである。例えば、中央銀行が10年物の実質利子率を、200ベーシス・ポイント(10年間で)だけ低下させたいと考える場合、次の戦略が導出される。

- (1) 中央銀行が10年後の物価水準は20%高いことを市場に納得させればよい。同様のことであるが、貨幣量の変化がいずれ物価水準を比例的に変化させるのを当然とすれば、中央銀行は今後10年間の貨幣成長が累積で20%高くなることを市場に納得させればよい。
- (2) ハイパワード・マネー残高を今日20%増加させ、そして将来においてもこの増加分を減らさないと確約する。ハイパワード・マネーが増加すれば、将来もそれを減らさないという約束は単なる「インフレ・ターゲティング」論よりも信頼されやすい可能性がある。

IV. 証券決済取引の動向

本節では、現代の「証券決済取引」の具体的動向について検討する。

証券決済(Securities Settlement)とは、国

債、社債、株式等の証券が市場で取引された場合に、取引された証券の引き渡しを行うとともに、売買代金の受払いを行うことである。証券決済においては、売り手から買い手への「証券の引渡し」と買い手から売り手への「代金の支払い」が相互に完了することにより、決済が完了する。

「証券決済システム(SSS：Securities Settlement Systems)」とは、狭義には、CSDが証券決済(電子的な口座振替)のために、PCおよびネットワークを使って構築・運営しているシステムを指す。広義には、約定確認、清算、証券の保管、決済など、証券決済に関係する幅広い制度的な枠組み全体を指す。

証券決済のために、各国には「CSD(証券決済機関：Central Securities Depository)」が設立されており、証券決済システムを運営することで、証券の決済を行っている。さらに、国内証券の決済を行う「NCSD」(各国CSD：National Central Securities Depository)

がある。そして、NSCDの他に、国外で発行された「ユーロ債」の決済等を行う「ICSD」(国際的なCSD：International Central Securities Depository)が存在する。CSDは、市場参加者からの証券の預託を受けてこれを保管する、証券の「集中保管機関」となっている先が多い。主要国のCSDは表1の通りである。

証券決済の特徴としては、単純型決済と価値交換型決済、証券種類の多様性、多数の当事者、多数の取引処理といったものが挙げられる。そして、証券決済リスクの複雑性には、多様な商品、多数の当事者、クロスボーダー証券決済リスク、現物の存在が要因となっている。

証券決済取引、すなわち資産価格形成における需給要因に着目した実証研究として、斉藤・柳川[6]における福田・斉藤・高木「第8章 国債の価格形成とコンピーニビエンス：1990年代後半の日本のケース」がある。日本

表1 主要国・地域のCSD

	CSD名	対象証券		
		国債	株式	その他証券
米国	Fed	○	×	×
	DTC	×	○	○
カナダ	CDs	○	○	○
英国	CrestCo	○	○	○
フランス	Euroclear France (IHSecovam)	○	○	○
ドイツ	CBF(Clearstream Banking Frankfurt ：旧DBC)	○	○	○
豪州	オーストラリア準備銀行	○	×	×
	Austraclear	×	○	○
ニュージーランド	NZCSD	○	○	○
韓国	KCD	○	○	○
台湾	TSC	○	○	○
シンガポール	MAS	○	×	×
	CDP	×	○	○
日本	日本銀行	○	×	×
	証券保管振替機構	×	○	○
	JBネット	×	×	○

(出所)：中島・宿輪[15]

銀行銀行論研究会[16] よれば、日本の場合、国債市場は強い裁定関係が働く3つの市場から構成されている。国債の現物を売買する「現物市場」、国債の先物を売買する「先物市場」、さらに国債を貸し借りする「レポ市場」である。日本の国債市場の特徴は、先物市場のほうが現物市場よりも「流動性」が高いことである。流動性が高いほど、より多くの量の売買を価格変化を起こさずに行うことができる。逆に、国債現物市場は、発行量こそ世界最大であるが、「流動性」は主要国の中で最も低い。これには、公的部門の保有比率が高い(米国21%、日本51%)といったことも影響している。

上記の福田・斉藤・高木「第8章 国債の価格形成とコンビーニエンス：1990年代後半の日本のケース」は、1990年代後半に日本の国債市場に生じた銘柄間の価格格差を活用して、国債が提供するコンビーニエンス(利便性)に関する需給要因を計量的に特定することを試みている。その実証結果は次の通りである。

- (1) 供給要因の改善については、流動性プレミアムによる国債価格に引き上げ効果よりも、コンビーニエンスの希少性が低下することによる価格の引き下げ効果のほうが強い。
- (2) 銘柄に固有の需給要因としては、オーバー・パーの銘柄が敬遠される一方、債券先物の割安銘柄が強く選好されている。但し高クーポン指向は認められなかった。
- (3) 銘柄に共通する時系列要因としては、先物受け渡し決済日が近づく程、国債市場の需給が逼迫する。また、時間ダミーに関する係数の推計値には、98年秋と99

年春の金融危機の解消が反映している。

V. 結論

本稿では、New Keynesian的なマクロ経済に対する問題意識とNeo Classical的なマクロ経済に対する問題意識の論理的接続をベースにして、証券市場が円滑に機能するための安全性・効率性・利便性を実現させる「証券決済システム」について検討した。その結果は図1にまとめられている。分析結果は以下の通りである。

どのような状況の実体経済下においても、現代の経済社会において安定的な金融経済構造の存在が必要不可欠であるという分析視座に立つと、New Keynesian的なミクロ的基礎付けの探求と、Schumpeterモデルの論理的展開を外郭とする内生的成長理論の探求を如何に接続させるかが重要課題である。それは、「短期の循環と長期の成長」を統一的に捉えることであり、かつ財・サービス市場制度を支える企業金融においてワルラス理論で軽視された「取引費用」の存在を重視し、経験的に認知されるような議論を展開していく必要性を示すものでもある。

Keynesの表現を用いると、資産価格の期待形成に関して「利率の動学的変化を陽表化しない」ことが、「資本の限界効率」の動学的な分析を容易にする。この考えを起点にして「証券決済システム」を分析の中心に据えた場合、Veblenに基づく、どの様にして有形・無形の企業資産の担保価値が景気変動・経済成長と結び付けられているかを分析する必要がある。Wicksellに基づく、システムとしては、新しく成立する流動資本の固定資本への転化をスムーズにすることが課題

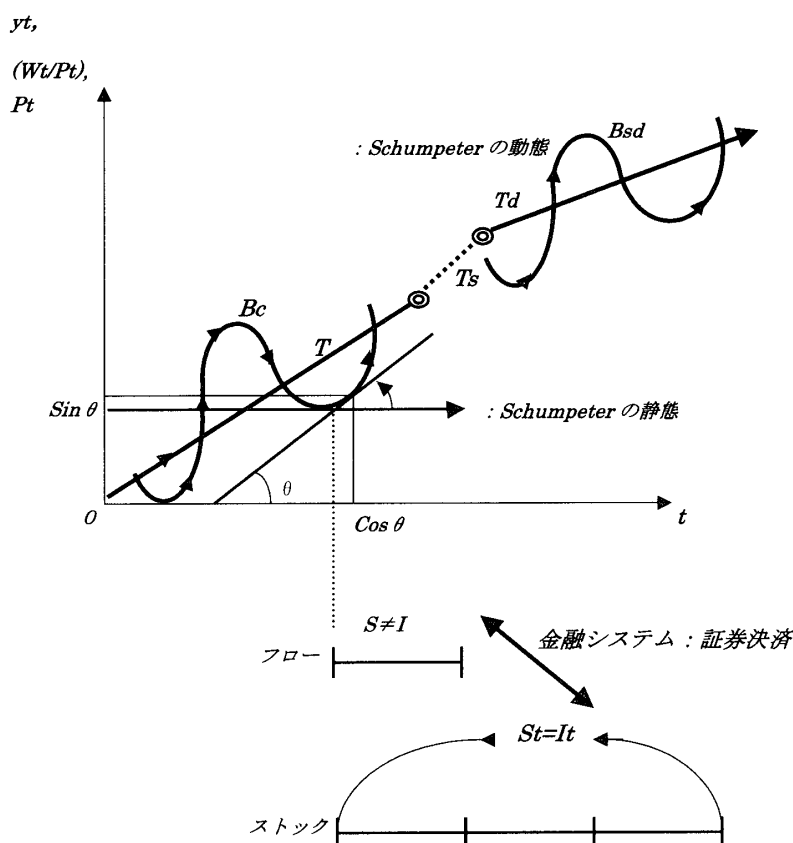


図1 マクロ経済の成長・循環と流動性，および証券決済

である。

現代のマクロ経済学や金融論で流動性について議論する場合，資産価格に反映される流動性プレミアムを，金融政策当局が「証券決済システム」や「流動性効果」を通じて，どの様にしてバランス良く制御するかが政策課題となる。名目金利がゼロの状況下でも，「インフレ・ターゲティング」論より受理され得る政策戦略が存在するが，その際には，証券決済リスクの複雑性や，日本の国債市場の特徴を特に考慮せねばならない。

以上の見解を図2に基づいて表現すると次のようになる。

現代の金融政策当局は，「金融システム：証券決済」を政策効果波及経路と仮定して，動学的な均衡経路「 $\leftarrow St=It \leftarrow$ 」にフロー

「 $S \neq I$ 」の流動性効果政策から着手する。この際の指標になるのが「資本の限界効率」であるが，その代理変数として「動態」の景気循環・経済成長における目標変数の $\text{Sin } \theta \cdot \text{タイムラグ}$ に対応する $\text{Cos } \theta$ ，「静態 \Rightarrow 動態」のトレンド θ に対応する $\text{Sin } \theta \cdot \text{Cos } \theta$ を，誤差を最小化するように推計する。理論研究・実証研究の接続点を探求する場合に重要になるのがフローの企業資産の担保価値であり，そのストック化をスムーズにする証券決済システムの確立が金融政策立案の外郭となる。

《参考文献》

- [1] 足立英之『マクロ動学の理論』有斐閣，1994年。
- [2] 池宮城尚也「累積過程の再検討」六甲台

- 論集第44巻第1号, 1997年pp.48-64。
- [3]———「Schumpeter貨幣論の再検討—
経済発展と金融」AMERA, アジア市場経
済学会年報第4号, pp.77-86。
- [4]———「情報技術革新と金融政策の不
確実性」商経論集第30巻第1号, pp.145-156。
- [5]斎藤誠編著『日本の「金融再生」戦略』中
央経済社, 2002年。
- [6]———・柳川範之編著『流動性の経済
学』東洋経済新報社, 2002年。
- [7]杉浦克巳・米沢康博編『金融の新しい流
れ』日本評論社2002年。
- [8]鈴木和志『設備投資と金融市場』東京大
学出版会, 2001年。
- [9]瀧川好夫『現代金融経済論の基本問題』
勁草書房,1997年
- [10]———『入門 新しい金融論』日本評
論社, 2002年。
- [11]館龍一郎監修, 日本銀行金融研究所編
『電子マネー・電子商取引と金融政策』東京
大学出版会, 2002年。
- [12]地主敏樹「貨幣的要因と相対価格の変動—
実証分析—」国民経済雑誌, 第161巻第1号,
1990年, pp.93-111。
- [13]———「価格の調整速度とインフレー
ション:日本のケース」国民経済雑誌, 第17
3巻第6号, 1996年, pp.53-68。
- [14]辻村和佑『資産価格と経済政策』東洋経
済新報社, 1998年。
- [15]中島真志・宿輪純一『証券決済システ
ムのすべて』東洋経済新報社, 2002年。
- [16]日本銀行銀行論研究会編『金融システ
ムの再生に向けて』有斐閣, 2001年。
- [17]日本銀行調査統計局経済統計課『入門
資金循環』東洋経済新報社, 2001年。
- [18]原正彦『ケインズ経済学の再構築』東洋
経済新報社, 1994年。
- [19]深尾光洋・吉川洋編『ゼロ金利と日本経
済』日本経済新聞社, 2000年。
- [20]堀内昭義『金融システムの未来』岩波書
店, 1998年。
- [21]福田真一『価格変動のマクロ経済学』東
京大学出版会, 1995年。
- [22]———・堀内昭義・岩田一政編『マクロ
経済と金融システム』東京大学出版会, 2000
年。
- [23]問宮陽介「営利企業体制の経済理論:ヴェ
ブレンの理論」根岸隆編『経済学のパラダイ
ム』有斐閣, 第5章, 1995年pp.109-144。
- [24]三木谷良一, アダム・S・ポーゼン編, 清
水啓典監訳『日本の金融危機』2001年。
- [25]蠟山昌一『金融システムと行政の将来ビ
ジョン』財経詳報社, 2002年。
- [26]渡辺良夫『内生的貨幣供給理論』多賀出
版, 1998年。
- [27]Blanchard,O,J.and Fischer,S.,*Lectures
on Macroeconomics*, The MIT Press1989.
- [28]Bernanke,B.and
Woodford,M., "Inflation Forecasts and
Monetary Policy."*Journal of money
Credit and Banking*, Vol.24,1997,pp.653-
684.
- [29]Blinder.A.S.,*CENTRAL BANKING IN
THEORY AND PRACTICE*, The MIT
Press, 1998.(河野龍太郎・前田栄治訳『金融
政策の理論と実践』東洋経済新報社, 1999年)。
- [30]Gibbons.R.,*GAME THEORY FOR
APPLIED ECONOMICS*, Princeton
University Press, 1992.R.(ギボンズ著, 福
岡正夫・須田伸一訳『経済学のためのゲーム

理論入門』創文社，1995年)。

[31]Hicks,J.R., *Value and Capital*, Claredon Press Oxford,1939.(安井琢磨・熊谷尚夫『価値と資本(I)(II)』岩波書店，1951年)。

[32]Howitt,P., "The Keynesian Recovery(1990), Adjusting to Technological Change(1994), and Money, Markets, and Coase(1995)." (岡村宗二・北村宏隆・斉藤誠編訳『新地平のマクロ経済学：ケインズとシュムペーターの再考』勁草書房,1996年)。

[33]Keynes, John Maynard., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, 1936.(塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新聞社，2001年)。

[34]Morishima, M., *Capital and Credit*, 1992, Oxford University Press(安富歩訳『新しい一般均衡理論』創文社，1994年)。

[35]Rotemberg, J. and Woodford, M., "An Optimization-Based Economic Framework for the Evaluation of Monetary Policy." *NBER Macroeconomics Annual*, 1997, pp.297-346.

[36]Samuelson, P. A., *Foundations of Economic Analysis*, Cambridge, MA/ Harvard University Press, 1947.(佐藤隆三訳『経済分析の基礎』勁草書房,1967年)。

[37]Schumpeter, Joseph A., *The Theory of Economic Development (THEORIE DER WIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG, 2, Ajfl. 1926.)*, 1951, Cambridge, MA/ Harvard University Press.(塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論(上下)』岩波書店，1977年)。

[38]Wicksell, Johan, Gustaf, Knut., *Interest and Prices*, 1898 : translated by R.F.Kahn, London : Macmillan, 1936.(北野熊喜男・服部新一訳，北野熊喜男改訳『利子と物価』日本経済評論社，1984年)。

《脚注》

¹ 「のれん」には，「確立した取引関係，正直な取引の評判，営業権や特権，商標，銘柄，特許権，著作権，法律や秘密によって保護された特殊工程の排他的使用，特定の排他的支配」などが含まれる。

² 約束した配当率に達しない場合に時期以降に不足分を請求できる優先株のこと。

³ 内生的貨幣供給理論のWicksell解釈としては，池宮城[2]，渡辺[26]を参照されたい。

⁴ Wicksell[38]邦語訳p.56, p.169。

⁵ Wicksell[38]邦語訳pp.228-243。

⁶ Howitt[32]邦語訳p.94。

⁷ 「Schumpeter⇔Wicksell」解釈についてはMorishima[34]を，動態経済モデルに関するSchumpeter[37]については池宮城[3]を参照されたい。

⁸ Schumpeter[37]邦訳書pp.270-271。

⁹ Schumpeter[37]は，新結合を実行する企業の新しい資金需要が銀行部門の決済業務を通じて充足されていることを重視しているものであり，「銀行信用」という単純化の過程のみに議論を集中していない。邦訳書・上巻pp.355-362。

¹⁰ 財・サービスの総需給に関する情報を入手する前に名目賃金が決定され，雇用は需要によって後で決定される。

¹¹ Howitt[34]邦訳書p.58。「Wicksell⇔Keynes」解釈については，瀧川[9]，辻村[14]，

原[18]を参照されたい。

¹² Howitt[32]邦訳書, p.137。

¹³ Howitt[32]邦訳書p.90。New KeynesianとNeo Classicalのモデルのバージョンについては、足立[1]およびBalanchard and Fischer [27]を、内生的な経済変動のモデルのバージョンについては、福田[21]を参照されたい。

¹⁴ Howitt[32]邦訳書pp.97-98。

¹⁵ 齊藤・柳川[6]の「序章 流動性の経済学について」を参照されたい。