

現代ケインズ研究と『マネタリー・エコノミクス』

向 壽 一

1. はじめに
2. 現代ケインズ研究の到達点
3. 貨幣と金融・証券
4. 金融政策と投資乗数
5. 国際金融のケインズの視点
6. デリバティブの世界
7. むすび

1. はじめに

1970年代後半から2000年代初頭にかけては、経済学界と経済政策は国際的に「反ケインズ」の時代であり、古典派の復活の時代であった。しかし、2005年頃から新たにケインズが復権する方向にある。

国際的にはハーコートなど編『一般理論第二版』が出版され、ポスト・ケインジアンの方が打ち出されるとともに、国内でも浅野栄一氏の研究や伊東光晴氏の研究が明らかにされている。この流れは市場原理主義あるいはワシントン・コンセンサスと呼ばれる市場至上主義（思想的には新自由主義と呼ばれる）の経済政策が、行き詰まりを露呈し、アメリカをモデルとした新古典派経済学が他の諸国では適用できなくなっていることの経済学上の反映でもある。

国際金融論でもイトウエル＝テラーの『金融グローバル化の危機』が出版され、従来の新古典派の議論に異議を唱えた。拙著『マネタリー・エコノミクス』は、こうした内外の研究の流れとは独自に、世界経済の現状分析を積み重ねることで、そこから捉え直される経済学を再構築したものである。その方向はケインズ研究の文献考証学的研究の方向と基本的に一致する方向であるとともに、従来の経済学の枠組みに大きな問題を提起したつもりである。

本稿では、ケインズ研究の到達点を確認するとともに、経済学の枠組みを問い直した『マ

ネタリー・エコノミクス』のエッセンスを部分的に紹介し、さらにデリバティブについて簡単に言及することとする。

2. 現代ケインズ研究の到達点

まず伊東光晴氏の『現代に生きるケインズ』の検討から始めることにする。一般理論刊行70年、ケインズ没後60年、そして、伊東光晴氏の前著『ケインズ』（岩波新書、1962年）から44年たって、1970年代からケインズ批判の潮流＝新古典派の復権と、1970年代以降の『ケインズ全集』（東洋経済新報社）刊行に伴うケインズ研究の進化、そして、日本のバブルとバブル崩壊後の長期不況の経験を経て、改めて、ケインズの真の姿を問い直すという著作であるこの本は、正しく現代ケインズ研究の到達点を踏まえ書かれたものであり、本節ではその叙述に沿いながら、ケインズ経済学の姿を確認することとしたい。

伊東氏の著書の序章「ケインズ没後60年」では、1971年から1989年までの間に『ケインズ全集』が発刊されたこと、全集発刊開始までの25年間の現実の経済政策はケインズの時代であったが、アメリカの市場の風土に根ざしている新古典派総合からマネタリズムや新しい古典派の流れを生み出し、レーガン政権下の新自由主義と結んでゆくことを念頭に置き、乗数理論のカーンの役割が「有害なものであった」ことを指摘している。さらにアメリカの経済学教科書に出てくるIS・LM曲線がケインズ理論の曲解であり、ケインズ反革命の中心に位置していることを指摘している。さらにケインズはムーアの強い影響で「道徳科学」として経済学を位置づけているが、その意味は何かという問題を提起している。

第1章「道徳科学としてのケインズ体系」では、過去にノーベル経済学賞を受賞した人が50年後には忘れ去られ、ガルブレイスやケインズは生き残るであろう、という点から説き始め、ケインズが20世紀科学主義を志向し、管理通貨制を定着させ、資本主義の枠組みを変えた人物であるという評価がなされる。そして、ケインズの経済学がアダムスミスからマーシャルに流れる道徳哲学の系譜を踏まえた道徳科学（moral science）（リベラル・アーツと自然科学と道徳科学に3分するイギリスの伝統的学問論の上に立つ）ものであることを明らかにする。ところがアメリカで流布されている経済学のテキストブックでは、ロビンズの系譜を引く効率的資源配分論の問題に終始しているのであり、ケインズの経済学の精神とは全く異なっていること、ケインズは実は「経済の効率性と社会的公正と個人的自由」の3者を結合させようとしたものであったことが明らかになっている。ケインズにあっては、経済問題と政治問題が常に交叉し交わり合っており、ケンブリッジの若い友人達とのThe Societyのメンバー達はムーアの影響下で、人生の目的として人間交流の楽しみ＝愛、美しきものに接すること＝美、そしてケンブリッジ知性主義＝真を求めていたことが明らかになっている。

ケインズは自由党支持者として、自由を誰にもまして尊重してきたこと、しかし、ハイエクと違って、自由は目的ではなく、社会的公正と経済的効率のために、自由を制約せざるを得ないときもあると考えていたのである。特に株式市場においては「公共の利益のために、賭博場に近づきにくい、金のかかるものにならなければならない」とケインズが考えていたことが明らかになっている。1986年の金融ビッグバン以降、ケインズが考えていたものと正反対の方向に進んでいることへの危惧が表明されている。そして、ロビンズと異なり、道徳科学は自然科学と違い、内省と価値判断とを伴うものであり、自然科学と異なり、計量経済学のように将来長期予測をしようとするのは誤りであること、倫理学を基礎におく点で、ケインズはアリストテレスと同様に政治学を重視したことがケインズの草稿の研究のより明らかにされている。

第2章「ケインズ理論再考」では1930年代の大不況という前提の上に、過少消費水準における所得水準決定論が生まれたこと（のちのマクロ経済学の創始）、その意味で失業者の存在を前提とする一般理論を構築したことを論じている。この点については詳しく触れられているが、ケインズ経済学の従来の枠組みとほぼ同じなので、本稿では省略することとする。

他方、ケインズは貨幣数量説を批判していることを述べている。また労働賃金率は古典派と異なり、不完全雇用下では価格弾力性がなく、労働供給曲線は水平であることを明らかになっている。不完全雇用下で、需要曲線と交わるのである。また、社会全体の経済規模を明らかにするのは国民所得であること、それは「投資・貯蓄の所得決定理論」（投資水準が先行的に決まり、それに応じて貯蓄が生まれる）や、カルドアが明らかにしたようにカレッツキの理論を発展させて、投資の大きさが、国民所得に占める利潤と労働者所得の割合を決定することが述べられている。

第3章「妥協の書『一般理論』」では、カーンの進言によって新古典派の短期費用曲線（新古典派の財市場の理論）を認めてしまい、これが後の新古典派の復活を許す原因になったことが明らかになってきている。そして浅野栄一氏の『ケインズ「一般理論」形成史』で、ハロッドのケインズ理解がまちがっていること、が明らかにされたのであった。ケインズは新古典派の方法論的个人主義を否定したこと、多様性を認めていたことが重要である。こうした立場は私が『マネタリー・エコノミクス』で展開した議論と基本的に同一の立場である。

つづいて乗数論の誤りが指摘される。波及論的な乗数論はカーンから受け継いだものがあるが、原材料を含んだ波及的乗数論を考慮に入れなければならないことを伊東氏は指摘している。この点は私の『マネタリー・エコノミクス』では産業連関表を使い、表現に苦勞した点であったが、その点が間違っていなかったことが、学説的に確認できるのである。

また「呼び水政策」や「補整的財政政策」がアメリカ・ケインジアンによって経済政策に導入されるが、日本の1990年代不況の経験からキャピタル・ロス大きさにより、政府の支出増は波及効果が薄れたことが明らかになっている。

そしてカーン自身はなべ底型の供給曲線を考えながら、ケインズに対しては収穫逡減を採り入れるように勧めたカーンの進言が、後の新古典派の反革命を用意したことが明らかにされている。カーン自体はなべ底型の限界費用を考えていたのに、妥協のためケインズに、収穫逡減を取り入れるよう提言したと指摘されている。この点は私の『マネタリー・エコノミクス』では、最終的にのみ、収穫逡減が働くとしているので、こうした誤りは踏襲しなかったのである。

第4章「ヒックスによるケインズ理解」ではIS・LM曲線で示されるヒックスのケインズ理解が実はケインズと矛盾することを明らかにしている。ヒックスは基本的に古典派の戻っているのであり、貨幣量把握（貨幣数量説）がそれに当たるとしている。この点も拙著『マネタリー・エコノミクス』ではケインズの貨幣量把握を前提とした議論を組み立てているので、単純にヒックス・モデルに陥るリスクを回避したのですが、私は一方でIS・LM曲線を使用して説明している箇所もある。ヒックスはこの誤りを後に認めたが、アメリカのスタンダードなテキストでは、IS・LMを前提に議論しており、新古典派の世界に戻っているのである。

終章「学説史の中のケインズ」では、道徳哲学から道徳科学への流れの中でケインズを位置づけ、ケインズの市場観が価格差を重視したことを指摘している。この点は拙著『マネタリー・エコノミクス』の中で、価格差を利用した裁定取引と投機の繰り返して、価格水準が絶えず変動すると主張しましたが、その点でケインズの考え方に近いことが裏付けられているように思われる。なお、ケインズがカーンの進言を受け入れていなければ、つまりスラッファのように収穫不変という前提に立てば、新古典派の復権はありえなかったのであり、ケインズの人のよさが、後のケインズ反革命を呼び起こす原因であったとの主張は非常に興味深い点である。そして、ケンブリッジ学派によって「マーク・アップ理論」で価格が説明される点は、私が『マネタリー・エコノミクス』の中で、ジョン・ロビンソンの説明を引用しながら、同様に説明を加えていたのである。これも学説史的研究と拙著が基本的に同一の立場を持っていることを示している。

また、リカードウの時代は生産力が低く、収穫逡減の時代であったのがあるが、現代では収穫不変の世界であることが強調されている。この点はオイル・ショックの時などに見られる収穫逡減の事態を、若干過小評価しているものだと私は感じる。伊東氏は、ケインズが意図したのは株式市場であれ、商品取引市場であれ、その安定と健全性であることが示され、バブル形成と崩壊の局面でこれが軽視されたことに言及している。

この論点はトービン・タックスや株式市場や商品市場を考える上で非常に重要な指摘だと考えられる。現在の市場原理主義に対して伊東氏は「アリストテレスがそうであったように、倫理学、道徳哲学を基礎に、それを実現する手段としての学問としてのケインズ体系の真意は、こうした経済学への批判なのである」と結ばれている。

伊東氏のこの本は、国際的に見てもケインズ研究の深まりを踏まえた、非常に説得力のある

優れたケインズ経済学の解説書であり、現代の課題を踏まえた貴重な書物である。ただし、ケインズはこのように読まれてはいけない、という警句が散りばめられている半面、積極的に現代にケインズはどう生かされるべきかという課題には答えていない。拙著『マネタリー・エコノミクス』の一月半後の出版された書物であるが、拙著で訴えたかったことが、学説史的に的確にわかりやすく表現されている。また、わたしの『マネタリー・エコノミクス』は世界経済を対象に貨幣理論を軸に書かれており、伊東氏のこの新書とは性格をことにするけれど、基本的に訴えたいことは同じであることを主張しておきたい。

3. 貨幣と金融・証券

さて、拙著『マネタリー・エコノミクス』の方に視点を換えよう。

拙著での方法論は3つの視点で描いている。①市場の需要と供給は投機と裁定により、絶えず変動しているおり、ここに売り手と買い手の分離があり、この分離がバブルの可能性や恐慌の可能性を生ぜしめること。②貨幣の一律性は、現実の経済社会の生産・生活の多様性の中で、絶対的には貫徹し得ないこと。③貨幣と金融・証券はグローバルな視野で再把握されなければならないこと。以上を前提として、『一般理論』で見られるケインズの貨幣理論に立脚して、貨幣論・価値論・銀行論・証券論・金融政策論・国民所得論・産業連関論・国際収支論・国際通貨論・外国為替論・国際マクロ政策論を統合的に再構築している。

まず、貨幣論であるが、古典派の貨幣数量説とケンブリッジ学派のマーシャルのkだけでなく、銀行学派やマルクスが蓄蔵貨幣量を捉えたのを踏まえて、ケインズは投機的な貨幣需要を把握し、商業流通に必要な貨幣額は所得に応じて決まり、投機的なすなわち金融の流通に必要な貨幣量は金利水準によって決まると考えたのであり、この点が古典派や新古典派、マネタリスト、守旧派マルクス学派と根本的に異なるのである。

なお貨幣は①商品貨幣、②金属貨幣、③紙幣及び銀行券、④銀行預金、⑤電子マネーの順で発達してきたが、基本的に貨幣は①価値尺度機能、②支払い手段機能、③価値保存機能の3つの機能を持っており、これは国際通貨でも同様であって、①国際的な価値尺度機能、②国際的支払い・決済機能、③国際的価値保存機能を持っているのである。

一方、貨幣保有者が貨幣を一時的に手放す代償としての利子は流動性選好説で説明される。そして貨幣の貸出にはリスクがつきものであり、取引コストと分割可能性に加えて、リスクが多様であることが重要な点である。したがって、時間と金銭的・心理的コストに加えて、情報の非対称性のため、金利水準は貸し手により異なるのである。

商品の価格変動の中心値は価値であるが、19世紀の大工場労働者の時代と異なり、価値とは有り難みを意味する。有り難みとは①希少性、②感謝の意、③効用・有用性、④限界効用の4

つが組み合わされたものである。使用価値は効用により決定され、交換価値は限界効用によって決定される。その有り難みとしての価値を生み出す本源的生産要素は①人間労働と②天然の土地や自然エネルギーである。

一般に価値の自己増殖が資本といわれる。資本は事業の元手となる貯えであるが、資本を今日の観点から捉え直すと①過去の富の蓄積の側面と②自然の加工技術や経済上・マーケティングや生産管理などの経営上の合法則性の認知している側面と、③損失の危険を知りながらあえてリスクを取るという側面との、3つの側面を持っている。『資本論』の著者の資本の規定は狭きにすぎるのであり、現代経済を捉えきれないものであり、修正されなければならない。

また、一般の経済学テキストでは一物一価が想定されているが、これは現実にはありえず、価格差を利用した裁定取引と将来の価格変動を見込んだ投機とにより、絶えず変化するのであり、場所的にも時間的にも価格差が存在する多様な姿が正常である。そして国際貿易もまた、そうした裁定取引の一種であって、それが行われることにより、国際的に有り難みが増大するものである。

以上の貨幣論を踏まえて、銀行論を述べることにする。

黒字主体から赤字主体へ債権債務を伴う形で資金移転されることを金融という。黒字主体が貨幣を手放すのであるから、ここですでに、過去の富の蓄積と経済・経営上の合法則性の認知およびリスクを取る貨幣資本家として現れている。銀行は預金・貸付ないし手形割引、及び為替（振替）業務を営む金融機関である。銀行のルーツは、ゴールドスミス（金細工商人）、振替銀行Giro、マーチャントバンク、中小商工業者の相互扶助組織、政府による銀行など、様々な場合がある。銀行券のルーツはゴールドスミス・ノート（自己宛一覽払い手形）である。

銀行は受け入れた預金を貸し出すというよりも、自己宛債務証書である当座預金を設定して貸し出す信用創造機関である。銀行は①貨幣システム提供機能、②金融仲介機能、③資金変換機能の3つの機能を果たしている。貸し手である銀行と借り手との間には情報の非対称性が存在する。このため、銀行は情報生産機能を持っている。

銀行は信用創造機関であるが、信用創造の技術的限界は1920年にA.C.フィリップスが明らかにしたのであるが、これは高度成長期のような資金逼迫期にのみ問題となるのであり、通常は技術的限度以下の状態にあり、信用創造の現実的限度は、資金需要の大きさによって決まるものである。

自己資本についても乗数的側面があり（自己資本乗数）、BIS自己資本比率規制の適用は、分子の自己資本の増大のみで処理できる問題ではなく、分母である貸出量を制約し、貸し渋り・貸し剥がしに帰結する大きな要因となった。

金利は保有している貨幣を手放すことに対する報酬であり、リスクを伴っている。金利体系は、情報の非対称性により取引費用がかかり、銀行と非銀行金融機関とでは二重構造となる。

高度成長期にはコール・レートが非常に高かったが、バブル崩壊後、金余り現象が出てゼロ金利に近づいた。

そして、短期金利と長期金利の関係は流動性選好説で決まる。この関係は将来金利の予想に基づき、短期と長期の裁定価格で決まるが、後者はまた同時に株式相場との裁定取引にも関係する。

現代のメガバンクである多国籍銀行は寡占的銀行の対外直接投資により形成され、民間銀行の信用創造のグローバル版であるユーロダラー市場を中心に発達してきたが、近年ではシティバンク、香港上海銀行、三菱UFJ銀行、ドイチェ銀行などグローバルな寡占状態になってきている。

こうした銀行の存在の中で、中央銀行は、①銀行の銀行であり、②政府の銀行であり、③発券銀行である。そして最後の貸し手として機能する。中央銀行がもたらすハイパワード・マネーの信用創造も基本的に、資金の借り手の需要量によって決まり、これによりマネー・サプライの量が決まる。マネーサプライは諸商品・サービスなどの多様性を貨幣量という極めてシンプルな一律性で覆ってしまうのである。それにより貨幣量であらゆるものが評価される世界となっている。しかし、実際には見方は多様であり、多様な価値観が存在する。

近年、銀行と証券、保険の垣根が取り払われ、銀行が持ち株会社を通じて証券会社を運営したり、証券会社が銀行を保有したりするようになってきた。証券とは一定の事実関係を証明する紙片であるが、ここでは有価証券、特に資本証券を問題にする。債券や株式などの証券は、直接金融の手段である。この証券類もリスクが異なっている。

社債や国債のような債券は①償還期限、②利払い期、③利払い額が確定しているのに、株式は償還期限がなく、配当もリスクがあり、絶えず価格変動をしている。この株式は社債が債務証書であり他人資本であるのに比して、自己資本であり、経営参加権を示している。また、近年、第6節で取り上げるようなオプション、金融先物、通貨先物、スワップなどのデリバティブ(金融派生商品)が活発になってきたが、原証券が基礎にある取引である。

証券市場には発行市場と流通市場がある。証券会社は債券、株式などを取り扱う金融機関であるが、ディーリング(自己売買業務)、ブローキング(委託売買業務)、アンダーライティング(引受発行業務)、セリング(販売業務)などがある。債券の値決めの場合、決定的な重要性を果たすのが格付け会社である。2006年1月のライブドア事件などで公正な経理公開(ディスクロージャー)と監督官庁の役割も重要になってきた。

証券運用者はリスクを分散するためポートフォリオを組む。資本蓄積が進み、機関投資家が重要になると、投資信託の重要性が増してゆく。他方、企業財務から見れば内部資金(利潤の内部留保、設備の減価償却)と外部資金(増資、借入金、社債など)があり、証券が絡んでくる。また、企業の資金運用は、運転資金、設備投資資金、手元流動性などに向けられる。内部

資金も巨額となり、外部資金調達も巨額となる。M&Aなどの資金の調達も重要になってきている。

戦後日本企業はメインバンク制と系列でコーポレート・ガバナンスをやってきたが、近年では株価最大化を追求するアメリカ的経営とコーポレート・ガバナンスが主流になりつつある。しかし、株主だけでなく、従業員、関係企業、環境などの多様な利害関係者を考慮しないと、長期的には経営は成り立たない。

他方、証券価格は企業収益や金利水準など、ファンダメンタルズで決まる側面と、多様な期待・思惑による投機によって決まる側面がある。基本的には証券の現在価値は、将来得られると見込まれるキャッシュフローの合計値である。しかし、現実には、株式市場では情報の非対称性があるため、予想や期待が市場参加者により異なり、流通市場での投資と投機および裁定取引で、需要と供給が左右される。

ファンダメンタルズを超えた資産価格の急上昇がバブルである。キャピタル・ゲインを狙う投機マネーの動きがバブルの要因になり、金融機関によるファイナンスがそれを支える。しかし、破綻すれば悲観・弱気が市場を支配し、ファンダメンタルズを下回る価格水準に長く低迷する不況期もある。

国際的な情報の非対称性により、最貧国では証券市場は育たず、資本が逃避する。他方、先進国や新興市場ではヘッジファンドなどのグローバルな資金が流入し、証券市場は肥大化し活発な取引が行われる。

本節の検討を通じて重要なことは、貨幣の一律性と多様性の関係について、また、資本の3つの側面について考えることであり、貨幣資本の運動形態である銀行や証券でも、利子（利回り）と株価とは、一律に決まりそうで実は決まらない世界にあり、多様な思惑による投資と利鞘を狙った裁定取引とにより絶えず変動していることである。

4. 金融政策と投資乗数

銀行と証券会社が存在する世界においては、金融政策は中央銀行の金融調整が所得・消費や投資のサイクルにあわせてハイパワードマネーが供給する形で行われ、そのルートにより金融政策が遂行されることになる。そして、所得から消費分を差し引いた部分である貯蓄について、貯蓄性向は多様であるが、マクロ的には国民的貯蓄性向を考えることができる。主要な企業部門が慢性的な貯蓄過剰な場合には、公定歩合政策はアナウンスメント効果しか持たず、債券・手形オペを通じて資金の供給・回収が行われる。市中における資金需要に応じて、市中の預金が必要になり、ついで準備預金が必要になる。これは短期金融市場、資本市場への準備預金の増大と中央銀行券の増発、すなわちハイパワードマネーの増大により行われる。

マネタリストはハイパワードマネーが供給されれば、マネーサプライが増大すると考えるが、実際には、市中に資金需要がほとんどない不況の状態では、こうした形でハイパワードマネーを供給することができず、ゼロ金利政策や量的緩和政策を採らざるを得なくなる。極端な内生的貨幣供給論者は量的緩和政策も、市中に資金需要がない限り無効であると主張するが、実際には準備預金量を大量に供給すると、市中銀行は国債に買い向かい、それを通じて国債利回りの低下をもたらし、実質金利水準を様々な裁定取引を通じて低下させる働きを持つ。そして金利水準低下は、それまで金融資産に向かっていた資金を実物投資に向かわせるという投資を誘発する効果をもたらすのである。

それゆえ、低金利政策と量的緩和政策は、ともに重要なものであり、1990年代後半から2006年まで、こうした努力が中央銀行によって行われたことが、実物経済のリストラクチャリングと相まって、2006年春ごろから景気を浮上させることとなった。デフレからの脱却は時間がかかったうえ、実物経済でのコスト削減・合理化の徹底がキーポイントであったとはいえ、金融政策によって支えられた側面も強く、実物経済面からだけでは説明できないものである。

インフレは持続的な物価上昇と定義されるが、これは需給ギャップ(デマンド・プル)の基礎の上に、生産の増大が労働や資本や資源の需要増大をもたらし(コスト・プッシュ)、その基礎の上に中央銀行のハイパワードマネーが供給されるために生じるものである。デフレは持続的な物価下落であるが、管理通貨制では発生しにくい側面を持つ。金本位制は金準備量によって規制されるため、インフレが持続的に生じず、恐慌という現象となって現れる。ところが、管理通貨制では金準備量というタガがはめられていないので持続的なインフレから熱狂のバブルに化す可能性を常に秘めている。

だが、それにもかかわらず、1990年代から2005年にかけて日本経済がデフレに陥ったのは、バブル崩壊により、資産(土地・株式)価格の劇的な崩壊がおり、ストック価格の崩壊が生じ、「労働、資本、設備の3つの過剰」を企業にもたらしたためである。そのため、富(ストック)と所得(フロー)の下落のため、労働と資本と設備への需要が決定的に不足して、他方、在庫過剰を中心に「3つの過剰」が存在していたため、供給過剰が慢性的にもたらされ、物価が持続的に下落した(サプライ・オーバー)のである。しかもこれに加えて、グローバリゼーションの進行のため輸入財の価格が下落した(コスト・プレス)。このため、金融政策を劇的に追加してハイパワードマネーを供給させようとしても市中に資金需要がなく、しかも財政は危機であり出動できず、できる限りの金融政策と財政政策の組み合わせをしても救えないほどにまでの、強い需給ギャップが発生し、長期デフレとなったのである。

3つの過剰の整理が終わり、新技術と新製品が開発され、市場で供給過剰が淘汰されて、ようやく回復局面へと向かったのである。

なお、投資は貯蓄を生み出すという周知の投資乗数は産業連関表で示されるように、物的な

資本財からの波及ルートと、労働者の所得増大による波及効果の両側面から把握されなければならない。産業連関効果の分析は、財政政策の重点をどこに置くのかの議論のために、非常に重要な分析ツールである。

5. 国際金融のケインズの視点

対アジア貿易、対米貿易で輸出が増大すると、国際貿易による産業連関効果から日本は恩恵を受けるが、一方でアジアからの輸入増大は、国内での産業連関効果がアジア諸国に流出することになる。アメリカの貿易赤字は日本やアジア諸国の外貨準備の増大、対米金融資産の増大となる。

$$X - M = (S - I) + (T - G)$$

(Xは輸出, Mは輸入, Sは貯蓄, Iは投資, Tは税収, Gは財政支出を示す)

であるから、経常勘定での輸出超過は民間の貯蓄超過が政府部門の財政赤字を補って余りあることを示している。他方米国は、巨額の財政赤字の結果、巨額の経常収支赤字となっており、アジア諸国や欧州諸国による貯蓄超過=対米ファイナンスにより、支えられていることを示している。

フローベースでのこの動きはストックでの対外資産・負債残高表の中で、アメリカが債券取り崩し国から世界最大の債務国に転落したことに現れている。日本は貿易収支黒字より所得収支の黒字が大きくなり、世界最大の成熟債権国となってきている。将来は中国が債権国となるであろう。

こうした国際取引を行う際に用いられるのは国際通貨である。民間の国際取引では①財・サービス及び資本取引の建値通貨であり、②国際的取引の支払い・決済手段であり、③企業や個人の価値保存手段である。また、通貨当局などの公的国際通貨としては①各国通貨の価値を示す基準通貨であり、②公的取引の決済通貨であり、③介入通貨であり、④国際準備通貨である。民間取引と公的取引が交錯する民間銀行間では、①各国通貨の価値基準通貨であり、②為替媒介通貨であり、③銀行のドル残高としての価値保存手段である。これらは第3節で述べた貨幣の3つの機能の国際版である。

現代では米国ドルが基軸貨幣として用いられており、ユーロも国際通貨である。円の国際化は中途半端で、アジアでは東アジアでACUの発行が検討課題に上っている。米ドルが基軸通貨であるのは、①世界的国際貿易の結節点にあり、②資本輸出の中心国であり、③国際決済の便宜を提供しているからである。かつてのイギリス・ポンドも同様な位置にあったが、現代ではユーロダラー市場の取引市場としての貸し座敷市場的な立場にある。アジアに世界貿易ネットワークの結節環が移ってくると、将来はアジアの通貨が重要な国際通貨となり米ドルおよび

ユーロと世界を3分する可能性がある。

国際取引が外国為替メカニズムを使って行われる。その説明は省略せざるを得ないが、基本的に内国為替で行われている日銀ネット内の決済が、米国のニューヨークにある民間銀行（特にシティバンクとJPモルガン・チェース）のコレス預金間の決済で行われるのであり、日本とタイの間のような三国間貿易についてもドル建てで行われるなら、ニューヨークの銀行のコレス預金口座を用いて決済が行われる。ただし、日本企業のアジア進出が増大している現状では円建て決済も増えており、東京の銀行口座で決済が行われる。ドル建ての場合が米国企業は為替リスクがないが、他の国の企業が為替リスクを負うことになる。円建ての場合が日本企業は為替リスクがなく、取引先企業が為替リスクを負うことになる。

国際貿易は従来19世紀に定型化された荷為替手形で貿易金融と関連した為替取引が行われてきたが、近年では同一企業内のオープン勘定内で振替価格により適当な時期に決済される割合が増し、荷為替手形も飛行機輸送が発達したので、EDI（電子データ交換）という方法で決済されつつある。また、財の国際取引より、マネーの国際取引が大幅に増えており、銀行間では同一日にオーバーナイト・ポジションを超えない範囲でとどめられるが、機関投資家やヘッジファンドなどはリスクを承知で、投機的ポジションにしていることが多い。

一国通貨と外国為替の交換レートが外国為替相場である。外国為替は直物と先物との間に裁定が働き、金利裁定式が成り立つ場合が多い。為替相場も需要と供給により決まるが、その需給要因は何が決定的かという点、外国為替相場の理論として、古くより①經常収支説（ゴッシェン）、②購買力平価説（カッセル）、③為替心理説（アフタリヨン）が、3大古典学説と呼ばれている。資本の移動が多い現在では、アセット・アプローチという貨幣や資産（債券）の評価期待値・予想値をめぐる考え方となっているが、ファンダメンタルズ（①經常収支、②金利差、③GDP増減、④インフレ率、⑤失業率など経済の基礎的条件）に政治的軍事的要因や通貨当局の介入（口先介入を含む）が絡んで需給要因を決めている。

外国為替をめぐる商品相場や株式相場と同様に、大規模な投機と裁定とが繰り返される。裁定取引により、時間的・空間的・通貨ごとの相場体系が決まってくるが、取引業者の予想・期待は多様であり、思惑の違いにより投機が行われるため、為替相場は常に変動しており、そこに裁定取引の余地が生ずる。しかし、裁定取引により、相場体系が一律に決まるようにみえながら実は一定のところには収斂するのではなくのではなく、絶えず変動しているのである。

このような外国為替相場の変動は通貨当局の金融政策をも拘束する。アイケングリーンの述べるように、①固定為替相場の安定、②自由な金融（通貨）政策、③自由な資本移動は同時に鼎立できない。すでに大量の資本移動が前提となっている現在、為替相場の安定を犠牲にする完全なフロート制か、ユーロのような一国の自由な金融政策を放棄する通貨同盟か、のいずれかを選択するのが各国の通貨当局に迫られている。国際通貨制度はこうした2つの選択を迫る

力が強力に作用するが（新古典派の世界）、ACUのような中間的制度を目指す動きや、イトウェルのように国際的サーベランスを強化して、国際的に通貨制度を調整してゆこうとする攪乱的投機に歯止めをかける政策や、トービン・タックスのように外国為替による投機そのもの取引を税制面から規制しようとする動き（ケインズの政策）をも生み出してきている。

6. デリバティブの世界

経済が複雑化した現代では、商品価格や債券価格、株価、株価指数、外国為替などの将来価格について、多様な見方が存在する。そこに原証券を基礎に、先物の売買や、将来時点での売る（買う）権利を買う（売る）オプション取引や、諸通貨間、変動金利と固定金利の間とのスワップ、あるいはそれを組み合わせたスワプシヨンのなどの取引が生じ来る。これらがデリバティブ（金融派生商品）である。高度な数学を駆使して行われるが、せんじつめれば原理は「安く仕入れ、高く売る（貸す）」という基礎的な金融の原理の応用である。これらを利用して、リスクをコントロールしたり、逆にリスクを負ってハイリターンを求めようとする動きが生ずる。

1970年代に世界がフロート制に移ってから急速に発達したデリバティブは、経済学、経営学、会計学、政治学、統計学、数学などにわたり、金融と証券と保険をその製品の送り手からも、生活者の視点からも問題となってきた課題である。

金融の世界では、資産選択の理論の進化とともに、オプション、先物、スワップといったデリバティブ（金融派生商品）の理論が豊富化され、それらを中心として、従来型のリスクを取らない預貯金中心の資金運用の時代から、近年の低金利下で、個人国債や投資信託や株式にマネーが流れ、金融機関も銀行の窓口で証券や保険を売り、証券会社が銀行を買収するという流れの中にある。

デリバティブは、資本につきもののリスクを中心に考えることができ、従来のような制度として金融や証券や保険を捉えるのではなく、「機能的金融」つまり、世界中に分散している資金の出し手と取り手が最適な相手を見つけ、互いに満足するように資金の流れをつくるということを目指す学問としてデリバティブと金融工学を位置づけることができる。

また、時価会計への流れや国際会計基準への動き、BIS自己資本規制の歴史的な位置などをその視野に収めるためにデリバティブと金融工学の知識が不可欠である。そして、その中にあって日本の金融機関や企業の財務担当者や証券会社の製品開発者や財務の監督者、監督当局が抱えている解決しなければならない課題が存在する。銀行員や証券マン、保険会社の人たちは、こうしたデリバティブの開発現場にいて、監督当局の硬直的な制度的思考と格闘せざるを得ないのである。

デリバティブは、数式などを用いるため、一見難解であり。部外者には、とっつきにくく感

じさせるものであるが、実は利ざやを取る単純な取引の応用であるにすぎない。多様な先行きの見方(予想・期待)の存在により、現代経済はこうした複雑な制度を抱えている。例えば、将来の金利動向が不確実であるにもかかわらず、個人向け住宅金利が長期固定となっているのも、デリバティブの発達の産物であり、現代では、誰もが否応なく、こうした複雑な仕組みの中で生活しているのである。

7. むすび

現代経済は複雑化しているが、その真髄は新古典派的思考では捉えきれず、ましてや19世紀の価値論である労働価値論では捉えきれない。20世紀前半の活躍したケインズの思考方法を援用することにより、そして、それを経済学全般と、世界経済に分析に活用することにより、初めて総体として把握しうるものとなる。

拙著『マネタリー・エコノミクス—国際経済の金融理論』はそうした試みであったが、本稿ではそのエッセンスを紹介するとともに、現代ケインズ研究での理論史的位置づけを踏まえて、紹介し、さらに、デリバティブの世界の一端を紹介することでその位置づけを再考察したものである。

(参考文献)

- B.アイケングリーン(藤井良広訳)[1997]『21世紀の国際通貨制度』岩波書店
浅野栄一[1997]『ケインズ「一般理論」形成史』日本評論社
伊東光晴[2006]『現代に生きるケインズ』岩波書店
伊藤宣広[2006]『現代経済学の誕生』中公新書
J.L.イートウェル(岩本武和ほか訳)[2001]『金融グローバル化の危機』岩波書店
R・カーン(浅野栄一ほか訳)[1987]『ケインズ「一般理論」の形成』岩波書店
刈屋武昭[2000]『金融工学とは何か—「リスク」から考える』岩波新書
木下悦二[2006]「世界生産ネットワークをめぐる諸理論について」『世界経済評論』7月号
G.C.ハーコートほか編(小山庄三訳)[2005]『一般理論第二版』多賀出版
向 壽一[1994]『転換期の世界経済』岩波書店
向 壽一[2006]『マネタリー・エコノミクス—国際経済の金融理論』岩波書店

(向 壽一、立命館大学経営学部教授)

Monetary Economics in the context of the contemporary studies on Keynes

Since the second half of the 1970s until the beginning of the 2000s, the economics society and the economic policies were the age of “anti-Keynes” internationally. And it was the age of revival of the classical economics school. However, in present day Keynesian economics has been restored since around 2005 in Japan.

A few Japanese Post-Keynesian studies have been built up the new dissimilar view clearly to the counter of former American Keynesians interpretations, by Asano[1997] and Ito[2006]. Such a flow of studies is the reflection, which the neo-classical economics has been impossible to apply to the real world, i.e., the economic policy of the market fundamentalists or the Washington consensuses (ideologically they are called as neo-liberalisms) have been exposed the deadlock.

In this paper, I show the essence of my work “Monetary Economics” which reflected upon the framework of basic monetary theory of Keynesian economics and which is described until international financial economic problems. It contains money, banking, securities, financial policies, interindustry-relations table, open macro economic policies, international currency, foreign exchange, and international monetary policies. I made a point on the diversity of prices of goods, rates, which is caused by the arbitrate trades and the speculations.

In addition, I show the world of financial derivatives.

(MUKAI, Juichi, Professor, College of Business Administration, Ritsumeikan University)