

先物市場の「流動性の罣」

石 井 力

1. 問題の所在

本稿は、新しい不況メカニズムの解明として市場利子率順鞘 (contango) に注目し、『貨幣論』では先物市場の理論として検証され、『一般理論』においては、直接検証されていないこの領域について、『一般理論』における所謂流動性の罣解釈を展開し、先物市場の「流動性の罣」として定式化を試みたものである。

順鞘 (contango) や逆鞘 (backwardation) は、マーケット取引において一般的に論じられてきたが、ケインズ理論においてもそうした現象を踏まえた検証が為されている。これらは対称的で、逆鞘が、先物価格が現物価格よりも低い状態に対して、順鞘は、先物価格が高い状態にあることをいうが、市場利子率における順鞘 (contango) の形成については、未検証領域とも言える。先物市場の流動性の罣、即ち市場利子率順鞘 (contango) としての成立であり、流動性の罣を検証するに際し、ケインズが『一般理論』を中心に流動性の罣を定式化した時期には想定されなかった、現在の先物市場での金利取引の実効化や、それによる市場利子率への影響拡大を考慮する必要があることに焦点をあてたものである。また、これらの検証の意義は、累積財政赤字を背景とする「財政赤字下の低利子率」や「流動性の罣消滅」問題への経済政策的視点を与えており、先物市場の流動性の罣の定立がこれらの概念と密接に結びついていることにある。

ここでは、市場利子率ということで、『一般理論』第 11 章投資水準決定定式を基本として同書第 13 章、第 15 章を中心に利子率 2% 水準に注目した。そして、本稿第 2 章では、均衡論としては、市場利子率における先物価格に焦点をあて、資本蓄積の状況だけでなく、特に、流動資本順鞘 (contango) が形成され、更に、価格不形成となる状況に注目し、そこに市場利子率順鞘 (contango) 形成という不均衡を想定した。先物市場利子率は、ケインズの貨幣の特性にある先物現物価格に適合され、均衡が図られる。そして、先物市場の流動性の罣は、流動性の罣を基準とするもので、それ単独で存在するものではなく、両者間に貨幣の連鎖をみる。

現在、アメリカや日本は、累積財政赤字を背景とした比較的金融システムは安定し、流動性は確保されているものの経済状況は停滞している「財政赤字下の低利子率」に悩まされているが、それは、国債デフォルト等が生じる金融システムが不安定な「流動性の罣消滅」の前段階とも言える。逆説的ではあるが、流動性の罣は、金融システムの安定が前提となる。そうした意味でギリシャ問題等が、即ち流動性の罣消滅問題ということではないが、こうした信用リスク崩壊の問題に関しても重要な視点を投げかけている。流動性の罣における安易な財政政策が、国家破綻の原因となっているとすれば、ブキャナン命題も踏まえて、先物市場の流動性の罣に注目しての効果的な政策検討が要請されているのではないだろうか。こうした点について、本

稿第4章において論議の展開を図る前に、第3章では、流動性の罫は貨幣的現象であり、貨幣経済の追求において『一般理論』第21章で述べられる移動的均衡概念は重要な位置を占めるが、不況メカニズムを流動性の罫における貨幣の連鎖に見出せるのか、という問題として先物市場の「流動性の罫」検証の意義を問うものである。

『一般理論』第17章等供給面における貨幣の先物価格検証にはいくつかの研究があるが、需要面を構成する市場利子率についての研究は少ない。これは、流動性の罫が極めて利子率2%水準の問題であると見做されたことが少なからず影響しているのでないと思われるが、翻って、利子率2%水準以外の領域での問題として扱うことは可能であるのか、という問題でもある。投機性の強かった1980年代後半の不動産投資を中心とした所謂バブル経済の日本、2008年リーマンショックに至る2006年のアメリカにおけるサブプライム問題を原因とした流動性の罫は、累積的財政赤字の問題も背景として不況を生じさせた。そして、双方とも市場利子率順鞘 (contango) の形成を伴っていたが、形成当時の日本での状況は、稀に見る財政黒字を背景としており、形成における条件は異なっている。また、それはバブル後の急激な資本の限界効率の崩壊に伴う形成であったが、それを信用リスクが低下し、危険と不確実性が顕在化する可能性が潜んだ転換的状況として先物市場の流動性の罫と捉え、期待の変化が現在の活動に影響を及ぼす貨幣の連鎖として捉えることは可能であるのか。貨幣の連鎖として、市場利子率順鞘 (contango) 形成頻度に注目し¹⁾、それに関し、ケインズの貨幣の特性としての位置づけを模索することを第2章での本稿の目的の一つとする。

更に、これらについて、長短金利逆転を含む市場利子率順鞘 (contango) 現象を包括的に理論還元できる方法として、『一般理論』第4編投資誘因を中心とした分析とし、ケインズ体

系に繋げる。なお、長短金利逆転現象に関して、長期利子率と短期利子率を区分して利子率を捉えようとする試みは、ホートレーとの論議も背景として、ケインズにおいては『貨幣論II』第37章に詳しいが、そこでの焦点は、銀行組織の最も重要な直接的影響は短期利子率に対してであること、しかし、それは経営資本ではなく固定資本の投資率が問題である場合には、主として関わりのあるのは、長期利子率であった点であり、それらを踏まえての短期利子率による長期利子率への影響の分析にあり、そこでの結論として注目すべきは、短期利子率についての全ての重要な変動は、債券の利回りに反映されていること、価格変動の点においては、短期利子率の方が長期利子率よりも広い範囲に及ぶこと、長期利子率は短期利子率の変動を著しく反映する等、短期利子率の長期利子率への強い影響を述べる点にある。これらを踏まえれば、長短金利逆転現象の捉え方について、一つは、景気過熱に対する短期利子率をコントロールしての急速な金融引締めという側面があり、もう一つは、長期利子率のメカニズムに従った現象として捉えるべきであるという立論があるが、本稿では、特に後者の視点から市場利子率順鞘 (contango) 形成に焦点をあて、その形成のメカニズム分析を行うものである。

再び、第2章で論じる均衡論に視点を移すと、需要面を構成する市場利子率に関する流動性の罫については、『一般理論』第15章に説明が詳細に為されているが、そこでは、利子率水準の問題について検討が行われている。そして、それはトービンの表現を借りれば、臨界水準ということであり、投機的貨幣需要が無限大になるということについて、相転移的臨界現象が市場利子率において検証されていると捉えることもできる。この点において、市場利子率順鞘 (contango) に注目し、市場利子率における信用リスクに転換が生じることを明確化すれば、更に、臨界現象を複合的に捉えることを可能にする。それは、端的には市場利子率順

鞘 (contango) に先物利子率 2% 水準を見出す場合であり、また信用リスクが最大である国債先物価格を指標とした順鞘 (contango) が形成された利子率期間構造上に発生する資本損失の捉え方であり、先物市場の流動性の罅と流動性の罅間での投機的貨幣需要の無限大化が図られる貨幣の連鎖が認められる場合である。これは、将来形成される流動性の罅を基準とした利子率に換算される収益率としての期待デフォルト率を勘案した先物市場の流動性の罅における利子率が、流動性の罅における利子率 2% 水準 (臨界変化率) に対応する、またはそれを超える状況においてである。そして、ここからは流動性の罅の問題が、低利子率水準だけの問題ではなく、その利子率が有するベクトルの問題ということであり、『一般理論』で述べられるような利子率 2% 水準以外にも流動性の罅存在の可能性が有り得るという結論を得られることとなる。これらを踏まえて、第 3 章において新しい不況メカニズムを形成する先物市場の流動性の罅として具体的検出も試みる。

また、第 4 章では、こうした将来の期待収益率がマイナスになるような「財政赤字下の低利子率」状況を背景とした流動性の罅に対して、中央銀行を中心として時間軸政策が実施されてきているが、時間軸の時間軸を図る「時間軸のフォワード化」に注目し、実効性のある政策の可能性も検討する。「流動性の罅消滅」を目前にして、財政赤字縮減効果面からもこれらの政策は効果的となる。以上の通り、流動性の罅を基準として捉える先物市場の流動性の罅は、市場利子率における先物市場整備以降の不況メカニズムの原因解明の注目すべき新しい視点を提示している。収益リスクが中心概念であった流動性の罅に対して、先物市場の流動性の罅は信用リスクが中心概念となる。そして、危険と不確実性への市場の学習が、今後の先物市場の「流動性の罅」の在り方を方向づけている。

2. 貨幣の先物市場における均衡論的試行

流動性の罅は、極めてケインズ以後概念である。それは、「極限的な場合は将来実際に重要になるかもしれないが、現在までのところでは私はその例を知らない。」(Keynes VII p. 207) というケインズの発言が象徴的であろう。

それでは、流動性の罅に関して、先物価格は、どのように機能しているのだろうか。既に『一般理論』第 11 章を基本として、供給面については、多面的に検証が為されてきているが、需要面を構成する市場利子率については、未検証領域とも言える。市場利子率順鞘 (contango) の解明は、これに回答を与えられるのか。そして、それを先物市場の「流動性の罅」と捉えられるのか。また、先物市場の「流動性の罅」とした場合、どのように捉えるべきであるのか、も問題となる。ここでは、これらの問題解決として『一般理論』における貨幣の特性への接合を試みる。更に、この問題を考えるに際し、『一般理論』において頻度高く指摘されている利子率 2% 水準に注目する。ケインズ体系の不均衡的側面は、この利子率 2% 水準に位置づけられ得るのか。

まず、供給面については、『一般理論』第 16 章、第 17 章に述べられる貨幣の特質を踏まえたメカニズムということになり、それは、ポストケインズ派等により多くの研究が為されている領域であるが、ケインズ文献における次の記述がその中心となる。

資本資産一般のストックが増加するにつれて、最も緩慢に低下する資産の利子率 (Keynes VII p. 229)。

自己利子の最大のものが、あらゆる資産の限界効率の中で最大のものと等しい場合には、投資量はさらに増加することはありえない (Keynes VII p. 236)。

ここでは、貨幣利子率という貨幣の特性が述べられている。一方、需要面については、『一般理論』第 13 章、第 15 章に述べられる現金と

確定利付証券を中心としたメカニズムということであり、そこにケインズ体系における市場利子率の先物市場が位置していることになる。そして、それは以下の記述が中心となる。

利子率2%の水準では、現行収益0.04%の利子率上昇を相殺するに過ぎない(第15章 Keynes VII p. 202)。
rのあらゆる低下は、資本勘定における損失の危険を相殺するための一種の保険料として役立つ非流動性からの当期の収入を、旧利子率の2乗と新利子率の2乗との差に等しい額だけ、減少させるであろう(第15章 Keynes VII p. 202)。

もしrの安全水準はどれだけであるかについての一般の見解が変化しないとすれば、rのあらゆる低下は市場利子率を安全な利子率に比し引下げ、従って非流動性の危険を大きくするであろう(第15章 Keynes VII p. 202)。

M₂は、一定の水準以下へのrの引下げに対してはほとんど無制限に増加する傾向をもつ(第15章 Keynes VII p. 203)。

流動性選好が事実上絶対的となる可能性がある(第15章 Keynes VII p. 207)。

与えられた期待の状態においては、公衆の心の中に取引動機または予備的動機によって必要とされる以上の現金を保有しようとするある潜在的傾向が存在(第15章 Keynes VII p. 205)。

このように、明らかにケインズの体系には、意味のある一定の利子率水準が存在し、それは、ケインズ著作『確率論』における意味での確信の状態に左右されるものかもしれないが、一定の尺度として存在することが示されている。それが利子率2%水準である。そして、そのメカニズムに働きかける期待に関しては、次のように説明されている。

貨幣量の著しい増加が生じて、利子率に比較的わずかな影響しか生じないような場合が起こりうる。…貨幣量の著しい増加が将来に関する不確実性を大いに高め、その結果予備的動機に基づく流動性選好

が強められることがあるとともに、他方では、利子率の将来に関する意見が人々の間で一致するようになり、そのため現在の率がわずかに変化しただけでも現金保有への動きをどっと引き起こすことがあるからである。経済体系の安定性と、貨幣量の変化に対する経済体系の感応性が、不確実なことがらについての意見の多様性に著しく依存しているということは興味深い(Keynes VII p. 172, 『一般理論』第13章170ページ)。

ここでの中心は、経済体系の安定性が意見の多様性に依存するという指摘や、他方、意見の一致する状況について述べている点にある。不確実性に関して、ケインズは『一般理論』において、一つは、流動性選好として利子率に結びつけて、利子率は将来の不確実性を反映している点を指摘し、一つは、第12章の長期期待の状態について、我々の行うことのできる最も蓋然性の高い予測にのみ依存するものではなく、それは同時に、その予測をするにあたっての確信に依存するとしている。そして、「きわめて不確実(very uncertain)」は「蓋然性のきわめて小さい(very improbable)」と同様の意味で用いていないと述べる。それは、推論に重みがあるという意味においてであるが、前提命題の適切さ(relevance)が増すことにより確率の信頼度もまた増すことを示唆している²⁾。これらを踏まえて、貨幣の特質について、『一般理論』第17章に記述される内容を見てみると、貨幣の特質として収益はゼロ、持越費用は無視しうるほど小さく、流動性プレミアムは大きい、ということにある。ここから導かれるのは、一つは、貨幣利子率が最大の自己利子率であることにあり、そして、生産の弾力性、代替の弾力性がゼロであることにある。もう一つは、最も緩慢に低下する特質であり、それは、雇用水準に限界を画し、不確実性と保蔵性向に結びついている。また、貨幣の特性に関する問題の展開としては、第17章の論議は、耐久財を想定した自己利子率であることを前提として、一つは、

自己利子率としての貨幣利子率(資本の限界効率)の位置づけであり、もう一つは、自己利子率と資本の限界効率の関係にあるが、ここでは、貨幣で測定した自己利子率即ち資本の限界効率であり、貨幣は、現実の経済においては価格標準として機能しているので、その現在価格はその供給価格に等しく、その自己利子率はその限界効率に等しい³⁾を理解の基本とする。

それでは、貨幣間にも有機的関係が成立するとした場合、それを貨幣の連鎖として捉えられるだろうか。これは、『一般理論』第21章に述べられる移動的均衡を中心とした貨幣の連鎖としての捉え方に帰着する。そして、この概念は、第21章だけで捉えるものではなく、第5章短期期待、第12章長期期待、これらに関して期待間の連鎖、第8章消費性向における時差割引率、第10章限界消費性向と乗数がこれを補完する。従って、この貨幣の連鎖概念を展開したところに、先物市場の流動性の罫と流動性の罫間の貨幣の連鎖があるはずであることになる。また、流動性の罫における経済行動を規律する慣行面についても述べているが、こうした側面も含めて、『一般理論』における利子率2%水準の意味は、重要な位置を占めている⁴⁾。

これらを踏まえて、安定が図られる均衡の問題として位置づけると、貨幣利子率と市場利子率の接合の問題ということになる。つまり、

$$r^m = i^f \dots \quad (2.1)$$

として(2.1)式均衡が焦点となる。

そして、この問題の検証にあたり、『一般理論』第11章投資決定定式を基本として、第12章長期期待の状態との結びつきを考える必要がある。まず、第11章で定義される資本の限界効率は、資本資産から存続期間を通じて得られると期待される収益によって与えられる年金の系列の現在値を、その供給価格に丁度等しくさせる割引率に相当するものであるとし、これは、特定の類型毎の資本資産の限界効率を与える

する。そして、これらの限界効率の中で最大のものを資本一般の限界効率と見做すことができるとする。更に重要な点は、資本の限界効率が収益の期待値と資本資産の当期の供給価格とを用いて定義されると述べている点にある。また、ある期間内に、一定類型の資本に対して投資が増加するのであれば、その類型の資本の限界効率は、それへの投資が増加するにつれて低下する。それは、長期均衡の視点としては、その類型の資本の供給の増加に比例して予想収益が低落することであり、短期均衡の視点としては、その類型の資本を生産する設備への圧力がその供給価格を増加させる点がより重要である。これらから、総投資額とその投資額によって決定される資本一般の限界効率との関係の提示も可能とする。

期待の視点からこれらを捉えようとした場合については、現存資産の価格は、将来の貨幣価値に関する期待の変化に適応するはずであり、期待の重要性は、それが資本の限界効率に影響を及ぼすことを通じて新しい資産を生産しようとする態度に影響を及ぼす点にある。これらの点では、経済の将来が現在と結びつけられているのは、耐久設備の存在に求められることにあるとしている。

一方、『一般理論』第12章で取上げられる期待に関しては、単に実行可能な最も蓋然性の高い予測にのみ依存するものではなく、同時に、その予測にあたっての確信、つまり最善の予測が誤りに帰する可能性をどの程度高く評価するかに依存するとし、これに対する心理的期待の状態を長期期待の状態(state of long-term expectation)としている。一方、先物市場において期待は、市場に機敏であり、価格形成に働きかける。そして、既に述べた短期期待や確信の程度が反映される長期期待の上に成立している。そういう意味において危険回避の期待と位置づけられようが、他方で、投機も想定した危険選好的期待も存在するということになるであろう。これは、『一般理論』第12章において

慣行の頼りなさを強めている要因として論じられている部分に繋がり、予想収益に対しての突然の意見の動揺や確定的な変化を予想する明白な根拠はないにしても、現在の事態が無限に続くことへの動揺があった場合には、市場は、群集心理の影響のもとで楽観と悲観が交錯すると指摘する。また、平均的な意見は、何が平均的な意見になると期待しているかを予測することにあるとしているが、これらは、市場利子率に成立する期待を考える上でも同様に成立し得るものである。

こうした期待の作用を踏まえて、『一般理論』第11章投資決定定式を基本に据えれば、資本の限界効率としての自己利子率と市場利子率の関係がこの決定式を構成する中心変数となる。そして、決定式が

$$P_s = \frac{Q_1}{(1+m)} + \frac{Q_2}{(1+m)^2} + \dots + \frac{Q_n}{(1+m)^n}$$

$$P_d = \frac{Q_1}{(1+r)} + \frac{Q_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Q_n}{(1+r)^n}$$

Q_n : 資本財から生じる予想収益 P_s : 資本財の供給価格

P_d : 資本財の需要価格

として、 $P_s = P_d$ が成立する場合⁵⁾、投資決定定式における均衡解としてのケインズ体系における定立可能性として、市場利子率との均衡を考えると、ケインズの貨幣の特性の中に $r^m = i^f$ 均衡が実現し、そして、

$$r^m = i^f \rightarrow r^m = i \quad \dots \quad (2.2)$$

r^m : 自己利子率概念としての貨幣利子率。貨幣の特性に従い、一概に先物現物という区分ではない。 i^f : 先物市場利子率

への動学的均衡が成立することになり、価格に関して $i^f = i$ は、同一価格をとり得ることも重要な点となる。そこでは、先物現物価格という均衡が成立することとなる。

この問題の中心に位置するのは、利子率 2%

水準均衡ということになるが、この均衡を検証してみると、供給面メカニズムについては、固定資本等資本蓄積、それによる流動資本順鞘 (contango) の形成 (『貨幣論 II』第 29 章) として既存ストック在庫過剰が生じ、または、投機等を原因とした資本の限界効率の急激な低下による先物価格が形成されない特殊な状況も含めてそれを原因とし、 r^m への収束が図られるということになる。一方、需要面メカニズムについては、 r^m への収束に対応して、将来の過少投資から先物利子率は、将来の現物利子率の期待値より低くなることが予測され、市場利子率順鞘 (contango) が形成される点にある。更に、多数財的均衡の展開にあたり、後程見るような利子率の流列である利子率期間構造に、既に検証を終えた均衡が期間毎に成立するとすれば、そこに先物現物間の各均衡として複数均衡解が成立し得ることになる。

3. 先物市場の「流動性の罫」

3.1 先物市場の「流動性の罫」の存在

それでは、順鞘 (contango) とは何であるのか。ここまでの論議では、先物市場の流動性の罫を流動性の罫の拡張的位置づけから論じてきたが、本節では、改めて先物市場の流動性の罫、即ち市場利子率順鞘 (contango) 形成状況であることを確認する。これに関して、まず、順鞘 (contango) 自体の概念を整理する必要がある。この点についてケインズは、外国為替、商品先物等の市場を中心に『貨幣論』において、既にこれらを対象とした研究を行っている。一方、ヒックスは、市場利子率にも研究を拡張しているが、具体的には以下の箇所ということになる。

Keynes, "A Treatise on Money II" (『貨幣論』 II 第 29 章 3.5 「先物市場」の理論)

Hicks, "Value and Capital" (『価値と資本』 第 10 章 「均衡と不均衡」、第 11 章 「利子」)

ケインズは、『貨幣論Ⅱ』第6編「投資率とその変動」の中でこれを論じ、ヒックスは『価値と資本』第3部「動学的経済学の基礎」で同様に論じているが、ケインズを理解する視点としては、『貨幣論Ⅱ』第7編「貨幣の管理」に繋げての理解が重要であろう。

『貨幣論Ⅱ』における記述を概括すると、流動財の過剰在庫がなければ、直物価格は先物価格を超え、そして逆鞘が成立するためには、供給の異常な不足が必要な訳ではなく、需給の平衡が図られる通常の場合にも成立し得るが、順鞘(contango)は、反対に過剰在庫の存在する場合で、過剰在庫の存在は、先物価格を直物価格以上に上昇させ順鞘を成立させる。この場合、不確実という追加的要素と、それによって余儀なくされる危険負担の追加的発生は、生産者が普通の場合よりも多くの支払いをする必要があるという結果をもたらすとする。

改めてこれらの詳細を見ていくと、逆鞘(backwardation)については、次の通りということになる。

逆鞘が成立するためには、供給の異常な不足が必要なのわけではない。もし供給と需要とが平衡を保っていれば、生産者が掛け繫ぎをするために、すなわち、その生産期間中の価格変動の危険を回避するために、犠牲にしてもよいと思っている額だけ、直物価格は、先物価格を超えざるをえないことになる。したがって、正常な状態では、直物価格は先物価格を超えており、すなわち、逆鞘が存在するのである。言い換えれば、直物についての正常な供給価格は、生産期間中の価格変動の危険に対する代償を含んでいるが、これに対して、先物価格はこれを含んでいない(Keynes VI p. 128, 『貨幣論Ⅱ』第29章148ページ)。

そして、逆鞘を成立させる性格について「流動財の過剰在庫がまったくなければ、直物価格は、先物価格を超えているであろう。」⁶⁾としている。

順鞘(contango)については、逆鞘の状況

とは反対に、「過剰在庫の存在は、先物価格を直物価格以上に上昇させ、すなわち市場用語で言えば順鞘(contango)を成立させざるをえない。」⁷⁾と述べる。そして、順鞘(contango)を成立させる性格についての「流動財の過剰在庫が存在する場合の状態はどうであるか。」⁸⁾というケインズの問いかけに注目すれば、これに対しての「もし逆鞘があれば在庫品を直物で売り、そしてそれを先物で買い戻しておくことの方が、むしろ、中間の期間中それを持ち越すために保管と利子の諸掛りを負担するよりも、常に収益をもたらすことになるからである。」⁹⁾とする点は、順鞘状態における市場作用の進行として重要である。そして、過剰在庫の存在による順鞘(contango)の成立メカニズムについて、更に次の通り説明している。

この順鞘は在庫品を持ち越すための保管、減損および利子諸掛りからなる費用を、十分に償いうるものである必要がある。しかし順鞘があるということは、生産者が、価格変化に対する通常の保険のための支払いをせずに掛け繫ぎをすることができる、ということの意味するものではない。そうではなくて、過剰在庫の存在によって持ち込まれるような、不確実という追加的要素と、それによって余儀なくされるような危険負担の追加的発生とは、生産者が普通の場合よりも多くの支払いをする必要という結果をもたらすのである。言い換えれば、先物価格の相場は、現在の直物価格よりは上にあるが、予想される将来の直物価格よりも、少なくとも「正常の逆鞘」の額だけは低くなり、そして現在の直物価格は、先物価格の相場よりも低いのであるから、それは、将来の予想される直物価格よりは、はるかに低くなる。もし、在庫品が1年以内に吸収されると予想されれば、現在の直物価格は、将来の予想される直物価格よりも(例えば)20パーセント下落せざるをえないが、しかし、在庫が二年間存続しそうに思われている場合には、現在の直物価格は、(例えば)40パーセント下落する(Keynes VI p. 130, 『貨幣論Ⅱ』第29章149-150ページ)。

ここで問題となるのは、「正常な逆鞘」の捉え方である。「正常の逆鞘」についてヒックスは、次の通り述べる。

ケインズ氏はその『貨幣論』の重要な一節でこのことの帰結を指摘している。需要と供給との状態が引き続き変化しないと予想され、ゆえに現物価格が一ヵ月後でも今日とほぼ同一と予想される「正常」状態にあっては、一ヵ月後渡しの先物価格は現行の現物価格よりも下位にある。これら二つの価格の差は、ケインズ氏によって正常の逆鞘とよばれている (Hicks "Value and Capital" p. 138, 『価値と資本』196 ページ)。

正常の逆鞘は、投機家が当面の価格変動の危険を引受けさせるために繋ぎ手が投機家に引き渡すべき金額を表し、先物取引による統合の費用である。仮に、この費用が大きければ、潜在的な繋ぎ手は、むしろそれを繋がないインセンティブをもつことになる。

一方、順鞘 (contango) についてヒックスは、「先物価格が現物価格の下位にあれば逆鞘があるといわれ、逆の場合には順鞘があると言われる。順鞘の生じうるのが、現物価格が将来急激に上昇すると予想されるときだけであることは明白であろう。これは、通常現物価格が異常に低いことを意味する¹⁰⁾とし、「現物価格の急激な上昇」と「現物価格が異常に低い」という点で、ある特定の特殊な状況にのみ起り得ることを示している。

以上を踏まえて、市場利子率順鞘 (contango) について検証するということになるが、まず、『一般理論』第13章の次の記述に注目する必要がある。それは、利子率の将来に関する不確実性として「将来の各時点に成立する様々な満期についての利子率の複合体に関する不確実性の存在」(p. 168)、そして、将来のあらゆる時点において成立する利子率が確実に予測可能として「将来のすべての利子率は、異なった満期の債権についての現在の利子率から推定すること

ができる」(p. 168)である。これが、市場利子率順鞘 (contango) 検証のための利子率期間構造導出における解釈の中心であり、本節では、こうした先物市場の「流動性の罫」を捉えるために、市場利子率の複合体である利子率期間構造を分析の方法として用いることとする。

利子率期間構造の導出については、純粹期待仮説的導出がその基本となるが、純粹期待仮説は、前段落でみた「将来のすべての利子率は、異なった満期の債権についての現在の利子率から推定することができる」(p. 168) に接合する。純粹期待仮説を概略すれば、長期金利は、将来の短期金利の期待値で決まり、先物金利は、将来の現物金利の期待値より高くなるというメカニズムにある。ヒックス『価値と資本』第11章も同様の視点にあり、長期利子率と短期利子率の関係を例えば、長期利率 (R_2) は、現在の短期利率 (r_1) と関係ある先物短期利率 ($r_2 \cdots r_n$) との算術平均であるとし、

$$(1 + R_2)^2 = (1 + r_1) (1 + r_2)$$

が成立するとする¹¹⁾。これに先程述べた逆鞘を考慮すれば、リスク回避として先物価格が現物価格の下位にあることになり、先物金利は、将来の現物金利の期待値よりも高くなるということになる。また、ヒックスは「先物利率が現在の利率よりも下位に有り得るのは、短期利率が下落すると予想される場合だけである。」¹²⁾としている。そして、これらの基本的作用から逆鞘 (backwardation) の場合の利子率期間構造は、右上がりの形状を形成し、一方順鞘 (contango) については、右下がりの形状を形成することとなる。また、先物・現物に係わる実物経済、それに付随する期待を反映した結果として形成される。これに関しては、商品先物市場での順鞘 (contango) と貨幣市場での順鞘 (contango) の発生頻度の異同にも目を配る必要があろう。しかし、貨幣市場には、中央銀行による公開市場操作等が存する点は決定的に異なる点として

留意が必要であり、中央銀行の貨幣管理による順鞘 (contango) の形成過程に与える一定の影響も注目すべき点となる。更に、利子率期間構造を導出する代表的な方法として、流動性プレミアム仮説、市場分断仮説があるが、まず流動性プレミアム仮説に関連しては、ヒックスによれば、「先物短期利率は、商品市場の正常の逆鞘にまさしく相当する危険プレミアムだけ予想される短期利率を超過するであろう。もし短期利率が将来変化すると予想されなければ、先物利率はこのプレミアムの大きさだけ現在の短期利率を超過するであろう。」¹³⁾ という意味を内包していることになるが、ここでの流動性プレミアムの焦点は、予想外の金利変動を勘案することにある。利子率期間構造における流動性及びこれに関するリスクプレミアムの勘案として、危険と不確実性の度合いが期間の長さ按比例し反映され、流動性が低下すると捉えられるのが特徴的である。また、順鞘の場合にも右下がりの利子率期間構造にこのリスクプレミアムが考慮されることとなる。一方、市場分断仮説は、期間毎に形成される市場の需給を反映し、利子率期間構造の導出を可能とするが、これらを踏まえて順鞘 (contango) の形状を評価する必要があるということになる。そして、具体的な利子率期間構造の導出については、信用リスク面も考慮し、国債先物価格、金利先物価格、もしくは国債先物・金利先物価格等の複製により導かれる。以上より、先物市場の「流動性の罫」を考えるにあたり、それは、利子率期間構造に順鞘 (contango) の形成が為される場合として、臨界水準である利子率 2% 水準水平線と交差する右下がり線として、導出を図ることが可能である (図 1 参照)。

こうした理論的な市場利子率順鞘 (contango) 形成について、統計的には、その形成頻度が注目されるべき点である。効率的市場では、順鞘 (contango) そして逆鞘 (backwardation) の形成確率は 2 分の 1 というであろうが、統計上は、市場利子率順鞘 (contango) が形成

されている期間は、理論上のそれに合致するものではない。それは、果たして何を原因とするものであろうか、こうした問題が、まずここでの焦点となる。それは、ケインズ体系における貨幣の特性の働きに原因があるのだろうか。これらについては、市場利子率順鞘 (contango) 形成頻度に関して、市場利子率順鞘 (contango) 形成と貨幣保蔵性向の関係把握が問題解決の視点になるということである。2006 年サブプライム問題発生時や 1980 年代後半日本におけるバブル経済崩壊時において形成された市場利子率順鞘 (contango) の捉え方の問題もこうした点にある。また、市場利子率順鞘 (contango) 形成には、アメリカや日本に特有な条件はあるのだろうか、「流動性の罫消滅」に至らない「財政赤字下の低利子率」の問題として捉えられるか等の問題も生じるが、ここからの問題の展開としては、臨界的状況にある信用リスクの変化に関して、市場利子率順鞘 (contango) 形成時の利子率水準と利子率 2% 水準との距離も重要な分析点となる。

次に問題となるのは、市場利子率と貨幣管理の問題 (『貨幣論Ⅱ』第 7 編第 37 章等) であり、先物市場の流動性の罫という位置づけから市場利子率順鞘 (contango) を中央銀行はコントロール可能か等の問題が付随している。更に、信用リスク問題を経済モデルは、どのように扱えばいいのかという問題に関して、一定の利子率水準を有する市場利子率順鞘 (contango) 形成以降の当該利子率が有するベクトルの転換評価が必要にもなる。

3.2 先物市場の「流動性の罫」形成メカニズム

先物市場の「流動性の罫」検出の方法としての利子率期間構造の導出 (図 1, 図 2 参照) については既に述べた通りであるが、これらを踏まえ、ここでは、利子率期間構造に捉えた先物市場の流動性の罫について更に検証を進める。そして、検証にあたり、まず静態・動態分析の方法の導入を図る。

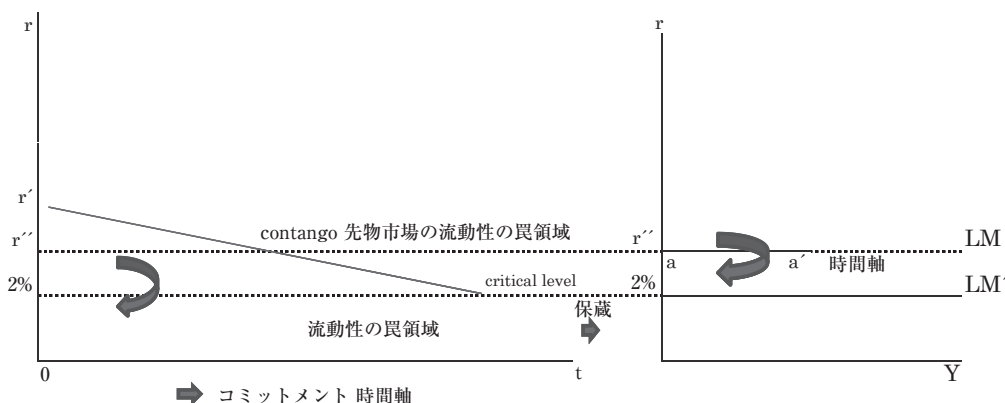


図1 利子率期間構造の時間変化と臨界水準 (1)

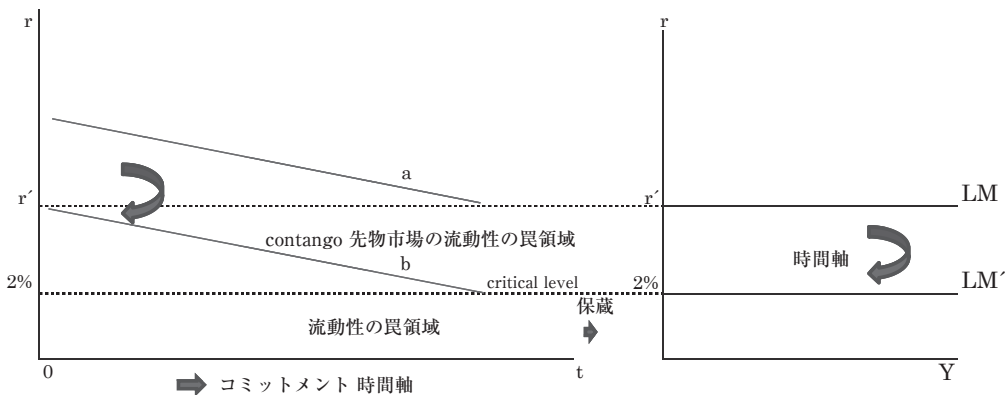


図2 利子率期間構造の時間変化と臨界水準 (2)

経済学の方法ということでは、経済学は演繹によるべきであるのか、それとも帰納によるべきであるのか、また、実証的であるべきか、規範的であるべきかという問題を抱えている。静態と動態の対称は、静学と動学という区分にも対応するが、それは、経済学特有の概念ではなく、隣接社会科学にも多く見られるものである。例えば、帰納による還元を演繹的に類推する、という繰返しの方法は経験哲学としての側面の経済学に適合しているが、静態と動態の方法は、こうした側面も含めて捉えるべきものである。

それでは、『一般理論』では、このような静態・動態の概念は、どのように用いられている

のであろうか。まず、具体的に静態が述べられている箇所についてみると、「静態的社会においては、あるいは他の理由でだれも将来の利子率について不確実性を感じない社会」¹⁴⁾ という記述に注目する必要がある。ここでの静態は、『一般理論』における第21章「物価の理論」で論じられている動態としての移動均衡の理論に対比され、「個々の産業あるいは企業の理論と与えられた資源量の報酬および異なった用途への配分の理論」¹⁵⁾ が成立している静態としての定常均衡の理論に繋がる。

ヒックスは、こうした点をどのように考えたのであろうか。『価値と資本 I』第9章「分析

の方法」(161 ページ)において、まず、経済静学について「日附に煩わされない部分」と述べる。そして、「静態は、現在確立された価格で需要と供給とが等しいときだけではなく、また同じ価格が引続いてすべての期日に行われているときにも一価格が時間を通じて不変であるときにも一完全な均衡にある。」¹⁶⁾としている。一方、経済動学については、「各数量が日附をもつべき部分」と定義する。ここでは、数量の視点が取入れられており、更に、静学と動学理論の一体的用意について述べられている点が特徴的である。

以上を踏まえて、利子率期間構造における静態・動態分析の方法は、まず、利子率期間構造の各期間に対応した債券、もしくは無数の債券の流列の存在を想定し、静態の場合、利子率期間構造がある時点捉えて静止しており、その利子率期間構造において時間が経過することであり、時間経過は債券取得に擬えて、長い期間から短い期間へと時間経過が進む場合であり、また、反対に短い期間から長い期間へと時間経過が進む場合である。一方、動態については、利子率期間構造の一領域または全体が変動する場合であり、そこでは、逆鞘・順鞘両方の場合に資本利得・損失の可能性がある。純粹期待仮説は、こうした状況を捉えるものであるが、一方、動態について市場分断仮説に至っては、利子率期間構造上の各期間に成立する需給として考えれば、短い期間を基準として長い期間の利子率について、将来の予測される長期利子率の水準として捉えることも可能であろう。

『一般理論』が試みたのは、利子率水準と債券の価格変動であり、与えられた期待の状態における利子率 2% 水準に意味を見出そうとしたことにあるとすれば、流動性の罫は、極めて利子率 2% 水準の事象であるのか、がここからの問題の焦点となる。そして、この問題解明のために、まず、「r のあらゆる低下は、資本勘定における損失の危険を相殺するための一種の保険料として役立つ非流動性からの当期の収入

を、旧利子率の 2 乗と新利子率の 2 乗との差に等しい額だけ、減少させるであろう。」¹⁷⁾に注目する。

ここで永久債の年利子を Q、利子率を r とすると、その債券価格は、Q/r によって表わされる。利子率が r_1 から $r_2 (= r_1 + \Delta r)$ へ上昇すると、債券価格の下落分は、

$$\frac{Q}{r_1} - \frac{Q}{r_1 + \Delta r}$$

となる。

利子率期間構造でこの状況を捉えると、利子率期間構造を構成する一領域または全体の上昇シフトであり、利子率期間構造の各期間に対応した債券について資本損失を伴う状況ということになる。そして、この価値損失が年利子収入 Q によって償われてあまりあるか、丁度償われるか、償われないかは、

$$\frac{Q}{r_1} - \frac{Q}{r_1 + \Delta r} \cong Q$$

として即ち、

$$\Delta r \cong r_1^2 + \Delta r r_1 \doteq r_1^2$$

により示される。利子率が r_1 から r_1' へ下がると、債券の価値損失を補うに足る利子率上昇分が、旧利子率の 2 乗と新利子率の 2 乗との差 ($r_1^2 - r_1'^2$) だけ減少するというものであり、債券と貨幣保有の基準となるとする¹⁸⁾。そして、これが利子率と債券価格変動の基本的メカニズムになっている¹⁹⁾。

これを踏まえて、次に焦点となるのは、「利子率 2% の水準では、現行収益 0.04% の利子率上昇を相殺するに過ぎない。」²⁰⁾ということにある。これが、トービンが言う臨界水準ということであり、ここでは、相転移的に貨幣保蔵性向が高まる状況に至る。また、この状況では、確率的にも資本の限界効率は非常に低下した状況にあり、これが市場利子率順鞘 (contango) を成立させる条件の一つとなる。

それでは、既に均衡論的試行で見た通り、貨幣の特性に先物市場利子率が均衡し得る余地があるとして、先物利子率2%水準をどのように捉えればいいのか。数理統計的に確実に存在する先物利子率2%水準については、国債だけでなく社債、貸付債権価格等においても同様である。そして、その現代的評価としては、ケインズ時代に意味のあった利子率2%水準に対応する先物利子率0~2%も同様のメカニズムの下にあることになる。これを図1において、具体的に利子率期間構造に捉えると、既に静態動態分析において検証を終えた通り、静態的には、市場利子率順鞘 (contango) が捉えられた利子率期間構造において、臨界点に接する長い期間に対応する利子率から短い期間に対応する利子率に沿って時間が経過し、投機的貨幣需要が生じるということになる。

次に、相対的利子率水準における臨界変化率を考えた場合はどうであろうか。相対的利子率水準の捉え方に関しては、『一般理論』における以下の記述が焦点となる。

問題となるのは r の絶対的な水準ではなく、信頼されている確率計算からみてかなり安全な r の水準と考えられるものからの乖離の程度である (第15章 Keynes VII p. 201)。

ここでは、不確実性の意味は、この「信頼されている確率計算からの乖離」が解釈の中心となるが、これは、与えられた期待の状態を前提とした絶対的水準だけでなく、これから検証する相対的水準においても一定の条件が成立すれば、貨幣保蔵性向が高まる可能性を示唆している。言うまでもなく流動性の罍は、収益リスクについて述べたものであるが、相対的水準においては、信用リスクも勘案されるべき要素となる。そして、その対象は国債を基準として、社債、貸付債権等にまで広がる。『一般理論』では、資本の限界効率において検証された危険と不確実性は、現金と確定利付証券によるメカニズム

にある市場利子率について、今日の累増する財政赤字を背景として国債についてのデフォルトが最大の焦点の一つになっている。

こうした問題意識からは、相対的水準にある先物市場の流動性の罍を利子率期間構造上にどのように捉えられるのか。そして、どの領域に存在するのかが焦点となる。初期形態としては、先物利子率2%を含む利子率水準を形成する利子率期間構造 (図1, 図2利子率期間構造b参照) ということになる。それは、市場利子率順鞘 (contango) に先物利子率2%を見出す場合であり、既に検証を終えた静態的時間経過が、利子率が予測可能な利子率期間構造上に生じることであり、また、信用リスクが最大である国債先物価格を指標とした順鞘 (contango) が形成された利子率期間構造上に発生する資本損失の捉え方であり、先物市場の流動性の罍と流動性の罍間での投機的貨幣需要の無限大化が図られる貨幣の連鎖が認められる場合である。これは、将来形成される流動性の罍を基準とした利子率に換算される収益率としての期待デフォルト率を勘案した先物市場の流動性の罍における利子率が、流動性の罍における利子率2%水準 (臨界変化率) に対応する、またはそれを超える状況においてである。そして、ここからは、流動性の罍の問題が、低利子率水準だけの問題ではなく、その利子率が有するベクトルの問題という側面も有し、『一般理論』で述べられるような利子率2%水準以外にも流動性の罍存在の可能性が有り得るという結論を得られる。具体的には、利子率期間構造を想定して各期間に対応した利子率が存在し、その利子率について期待デフォルト率が作用するということになる。

また、この問題を展開して、先物市場の「流動性の罍」を仮にIS-LMモデルにおいて表現する場合、どのように捉えられるのかが問題となる。IS-LMモデルにおける表現や解釈は、学派により異なる様相を見せるようになってきているが、現在のところ先物価格は想定されて

いない。従って、まず、縦軸に改めて先物価格の設定を考える必要がある。それは、図1及び図2にある市場利子率順鞘(contango)の形状が示すように、利子率0~2%水準領域を超える水平線導出にある。図1は、期待デフォルト率が、既に利子率期間構造における短い期間に対応する利子率全体にも及ぶことを想定して、利子率期間構造の中間点よりも短い期間について、一定の利子率水準を有する水平LM線(図1 aa'線、但しa'はLM線の中間点)導出の可能性を示したものである。ここに、IS-LMモデルの一解釈を前提として、先物市場に存在可能なLM線導出の検討余地が認められる。

図2は、図1を更に展開したもので、図1に示した利子率期間構造は、図2における利子率期間構造bに対応する。ここでの利子率期間構造への期待デフォルト率の反映については、一つは、利子率期間構造全体に反映される場合であるが、これは、図1で検証した領域に加えて、既に資本の限界効率が相当程度低下している状況(垂直IS線の形成)においては、貨幣保蔵が生じ得る不確実性が支配しており、それは、図2利子率期間構造aに見るような状態において形成される利子率について、利子率に換算される収益率としての期待デフォルト率勘案後の流動性の罨を基準とする臨界水準を超えた状況から投機的貨幣需要が無限大となるメカニズムによるもので、一定の利子率水準を有する水平LM線導出を可能としている。もう一つは、期待デフォルト率の反映が期間の長さ按比例して高まる場合だけでなく、期間毎に異なる場合である。その場合も最終的には、各期間に対応した、投機的貨幣需要が全体として無限大化する意味においては異なるものではないが、投機的貨幣需要が生じる経路が様々ということであり、そこにおいて形成される不況の質もそうした影響を受けることになるはずである。そして、これらの状況から他の事情が一定であれば、図2に示される通り、利子率期間構造aから導かれる水平LM線は、一般的に理解され

るところの流動性の罨LM'線にシフトすることになる。しかし、この状況が深刻化する「財政赤字下の低利子率」を超えた「流動性の罨消滅」に至れば、既にこうしたメカニズムが働かない状況へと転換する。そうした意味で、このメカニズムは、市場が考える期待に支えられ、「流動性の罨消滅」を限界として極めて臨界的であることになる。

以上の通り、『一般理論』では、利子率水準の投資への影響が検証されており、ヒックスIS-LMモデルに示されるような利子率の捉え方とは異なる。IS-LMモデルでは、利子率は、国民所得との同時決定が想定されるという側面を有する一方、モデル構築の過程で『一般理論』の不均衡的要素が見え難い抽象化が為されている。これは、IS-LMモデルが、伝統的な一般均衡体系にケインズ体系を継承させようとした点に帰する問題かもしれない。また、先物利子率2%を含む利子率水準を形成する利子率期間構造の現代的評価として、一つは、繰返しになるが、利子率2%水準はあくまでも『一般理論』時代を反映したものであり、現代的には、利子率0~2%水準ということであり、もう一つは、それは政策的コミットメントの度合いを反映した時間軸政策の有効性を問うことが可能な幅になり得るということにある。そして、これは『確率論』的合理的、強い確信との整合性が政策実現において重要となることを意味している²¹⁾。

4. 先物市場の「流動性の罨」とケインズの経済政策

4.1 「財政赤字下の低利子率」と「流動性の罨消滅」

IS-LMモデルを基本とした考え方からは、流動性の罨に陥る状況において、金融政策は無効であり、財政政策が有効な方法として実施可能であるが、一方、そうした財政政策の選択は、ケインズの政策を継承したものであり、古典派的財政原理を修正した世界観の転換がもたらしたものである。古典派的財政原理は、予算均衡

を原則としている。そして、政府がその収入を国債調達に頼ることは公共浪費の証拠であり、リカードの等価定理を待つまでもなく、後世代の納税者に財政負担を負わせる一種の浪費と見做していた。しかし、ケインズ革命は、そうした発想を超えて、投資の乗数倍の所得と雇用の創造という理論的根拠を背景として、古典派的財政原理の方向転換に弾みを与えた。

現在の流動性の罣状況における低利子率について考えてみると、本来、一方で、クラウディングアウトによる利子率上昇の問題が生じているはずであり、また、今日までの累積する財政赤字の結果として、国家が破綻の危機に直面し、国債による資金調達に支障をきたす状況による国の信用力低下を背景とした利子率上昇の状況に陥っているはずである。しかし、中央銀行による貨幣管理を中心として、依然低利子率状態は維持されているが、「財政赤字下の低利子率」という利子率安定崩壊の臨界点に我々は既にいることになる。

こうした状況を背景とし、改めて問い直す必要があるのは、資本主義は本質的に不安定であるのかという問題である。ケインズは、貨幣がそれ自らの役割を演じ、動機や決意に影響を及ぼすような貨幣社会の経済を描こうとし、貨幣価値が変動するとき、その変動は、すべての人あるいはすべての用途に対して一様ではない側面があることも指摘した²²⁾。その背景として、20世紀前半には、大規模な貨幣社会が到来を告げ、そして、経済の相互依存化の深化と共に、貨幣は恐慌の可能性を創造したことが挙げられるかもしれない。そして、分配の問題をめぐる資本主義対社会主義の構図は、貨幣経済と貨幣なき経済という構図に姿を変えたが、資本主義貨幣システムは、呪うべき黄金欲に支えられることになったのである²³⁾。しかし、一方でこうした個人の金儲け本能および貨幣愛本能に依存している体制を基本とした自由放任の終焉を時代は要請していた。ニュー・リベラリズムへの欲求に即した政策が必要であり、新しい貨幣管

理が喫緊の課題であった。そして、その安定の可能性は、古典的資本主義を修正する投資の社会化において、実現されると位置づけられたが、そこからは、計画経済か自由主義経済かという是非を問う間もなく、自由主義経済の終焉を阻止するための処方箋が喫緊に必要とされる事件が、既に1929年の大恐慌という形で現実化していた。そうした大恐慌への対応として、古典的均衡財政から世界観を転換し、貧困を救済したのはケインズの政策であったが、その後、そうした政策の有効性が疑問視され、更に、ブキャナン命題が示すように、政治的民主主義制度におけるケインズの政策は、財政赤字の失敗を生じさせてしまっている。そして、現在では、流動性の罣における安易な財政政策を恒常化させ、財政赤字を累積させている。以上の通り、当初は、古典的財政原理という明確な基準の下にあった問題は、そうした基準を離れてからは経済的自由への立憲的制約の在り方について、ただ混迷を深めさせてしまっている。

また、見落としてはいけない問題として、もう一つは、資本主義と民主主義は不可分の関係にあるのかという問題である。自由放任の終焉は、ハーヴェイロードの前提に支えられ、それは、社会主義への移行ということではない。一方で、合理主義信仰は廃れ、慣習・規則重視への移行は、社会の多元化が導いている。相対的価値観に支えられる社会の多元化は、民主主義と不可分であるが、問題は自由と平等の最適配分にある。そこでは、経済的効率性と政治的効率性が、最も調和がとれたシステムとして成立し得るかどうかが焦点であり、資本主義と民主主義の不可分性もこの上に立脚することとなる。しかし、特に重要であるのは、個人主義の問題を経済社会において、どのように扱うべきかという問題が含まれていることにあるのかもしれない。

以上が、「財政赤字下の低利子率」の問題背景であるが、先物市場の流動性の罣に関しては、「財政赤字下の低利子率」は依然、金融システ

ムが安定している状況にあるということが前提となる。「財政赤字下の低利子率」という臨界を超えれば、国債を中心としたデフォルト顕在化の問題に直面することとなる。デフォルトの問題は、極めて収益リスクの問題であった流動性の罍の問題を信用リスクも含んだ問題に展開し、先物市場における流動性の罍を検証する意義を再確認させる。政策の有効性が疑問視される財政政策の実施を否定しないにしても、流動性の罍に至る先物市場の流動性の罍との貨幣の連鎖をどのように活用すべきであるのか、これが我々に与えられた喫緊の課題ではないだろうか。そして、それは現在の欧州金融危機も同様の問題に直面しているとして認識すべきものである。

4.2 ケインズの経済政策と分配

流動性の罍における財政政策実施の効果と併行して、インフレターゲットに関する論議は、貨幣価値の問題と切り離せないが、ケインズは、『貨幣改革論』において貨幣価値の変化が階級間にどのような影響を与えるのか分析し、その問題を3階級(投資家、企業家、労働者)間の分配の問題としている。そして、ケインズは、ドイツのような極端なインフレーションを除けば、デフレーションの方が悪質であるとする。貧困化した世界では、失業を引き起こす方が、金利生活者を失望させるよりも悪いからである。そして、極端なインフレとデフレへの警句を発し、貧困化した世界への自らの世界観を述べている。また、貨幣社会の成立に関しては、政府による民主主義決定過程を経ないインフレ課税も指摘する²⁴⁾。インフレによる課税を負担しているのは、貨幣を保有していた全ての者であり、この課税方法から逃れる方法は、貨幣を保有しないことであるが、現実的にはそのような世界は存在し難い。更にそこには、社会的自由の配分が恣意的に歪められる危険が存在していることにも言及している。一方、投機が引起す投資機会の消滅が、安定的な経済成長

を阻害するとして、そうした視点からケインズが理想とする投資社会への危険を述べている。投資家については、20世紀初頭までに資産階級が、企業家と投資家に分離して形成された²⁵⁾。これは、所有と経営分離の一面でもあるが、こうした状況について日本の状況を想定し、日本のメインバンク制度を前提とした投資社会として捉えた場合、これらの分離は明確ではなく、むしろ銀行が複合的機能を担うことにより投資社会の役割を補完してきているようにも思われる。そして、この投資社会の中心には法人が存在するが、法人は情報の非対称性を解消し、取引費用を軽減化する役割を果たすが、一方で、これらの特定の階級を代表せず民主主義的機構の役割を担っている。現在、景気回復は喫緊の課題であるが、日本においてインフレターゲット政策の実施を考える場合、こうした分配の複合的側面を考慮する必要があり複雑である。不況に即応した財政政策は、議会制民主主義下において安易に実施されやすく、財政赤字累積に繋がりやすい。経済政策を多元化させ、ブキャナン命題への問題解決を与える政策補完が要請されている。

それでは、具体的に先物市場の流動性の罍は、経済政策に対応してどのような意味を与え、また、そこでのどのような政策の実施が要請されているのかを考えてみると、バブル崩壊後、金融機関の国有化が多く為された同時期のクルーグマンによる日本経済への警告は、注目すべき視点を与えてくれる。“Japan still trapped”, November, 1998. がそれである。ここでクルーグマンは、流動性の罍に陥っている日本についてヒックスモデルを用い、貯蓄投資不均衡として説明づけている。そして、座標軸第4象限にIS線を導き、不均衡の原因をマイナスの実質利子率不存在として名目利子率の制約を理由としている。確かに名目利子率の制約については、名目利子率が非負制約にある限り、その制約を取除く方法は見つけ難い。これに対して効果的であるのが、例えばインフレターゲット政策で

あり、期待インフレを起こしマイナスの実質利子率を構築可能とする。また、デフレ状況に対してゼロ金利政策が行われ、その政策効果を高めることを目的としてコミットメントによる時間軸政策が実施されているのも非負制約を前提とした動的解決を目的としたものである。

更に、同等の経済状況として、IS線が垂直に近い状況から先物市場の流動性の罫が形成される場合(図1~2参照)を想定すると、この状況においては、もはや財政政策のみ残された手段ということであった。しかし、焦点は、先物市場の流動性の罫から流動性の罫に至る時間軸にあり、この時間軸においてのIS線の形状構築に関しての政策対応の可能性や時間軸を利用した政策コストの最小化にある。具体的には、ここでの市場利子率順鞘(contango)形成を指標とし、その形成をタイミングとして名目利子率のマイナス化を図り、貨幣供給量の増加を図る等金融政策の可能性を模索することにある。市場利子率順鞘(contango)形成時点では、通常、利子率2%水準を超える一定の利子率水準が期待可能で、期待デフォルト率に特段の変化が生じなければ、債券の確実な投資領域でも有り得るからである。即ち、これが「時間軸のフォワード化」を図る方法となる。時間軸のフォワード化とは、通常的时间軸政策が流動性の罫等一定の不均衡状態において、それを解消するため、コミットメント等の方法により実施されることに対し、そうした時間軸に更に時間軸を与えることをいう。そして、先物市場の流動性の罫形成としての水平LM線に関しては、図2で示す通り、LM→LM'間がフォワード化を実現可能とする時間軸ということになる。この時間軸を活用すれば、期待が完全に低落する以前の方法として効果的であり、ここには、投資心理を早急に回復させ、経済の早期安定化を実現する可能性が潜んでいるはずである。また、マイナス利子率構築の取組みの実際について付言すれば、マイナス利子率構築に付随して在庫等生産調整、技術転換等への対応が中心的課題

となろう。そして、これらの方法をより効果的とするために、メインバンク制度を踏まえた「限界的産業構造」へのマイナス利子率の付与による産業構造全体への波及効果と均衡回復を目論む方法もあろう。ここで限界的産業構造とは、産業構造を一つの有機的構造とみなし、その構造全体への影響を支える中核的な位置にある1単位企業グループを想定するが、当該企業の生産調整が、産業構造全体への波及効果を支配することにおいて重要な意味を有する。また、金利感応度が高い企業へのマイナス利子率の付与を図れば、一層の相乗効果を期待可能とする。更に、こうした方法に加えて、新規産業創造による期待成長率上昇政策等の実施が必要であるのは言うまでもない。

相応の乗数効果も期待できない流動性の罫にある状態での財政政策の実施という、今日では既に負荷の高い政策実施の縮減を可能とする点に関しては、財政赤字による国の脆弱な財政基盤を背景として、先物市場の流動性の罫の位置づけを一層加重させている。民主主義制度下の財政赤字の形成というブキャナン命題は、流動性の罫における安易な財政政策を原因の一つとするものであるが、時間軸を活用した時間軸のフォワード化は、有効な金融政策の可能性を極限まで追求可能にすると同時に、財政政策の縮減を図るはずのものである。一方、財政政策に拠らない分配の方法としてインフレターゲティング政策を捉えれば、『貨幣改革論』的階級間の分配の問題に直面し、ケインズが述べるような金利生活者の圧迫としては有効で有り得る方法も、日本のメインバンク制下の銀行による集中した国債大量保有を考えれば、問題解決を遠ざけてしまいかねない側面を有している。

そして、先物市場の流動性の罫メカニズムとして、利子率低下を前提とした一定の円安効果を誘導する可能性として政策協調が考えられるが、経済相互依存度の高い米国等との2国間政策協調が効果的に実施されれば、現在までに述べた方法を補完する。

5. おわりに (今後の研究課題)

1980年代後半から始まった日本におけるバブルは、対外的には日米貿易不均衡という問題を抱え、内需拡大の要請という外圧から開始されたものであったが、それは高度経済成長を終えて安定成長下の投機的景気上昇でもあった。本稿で分析対象とした市場利子率順軌(contango)形成は、そうした状況を背景とし、更に金融の国際化・自由化を迎え、東京市場に国債先物市場が整備され間もなくのことであり、それは、戦後長く続いた規制金利時代に終焉を告げ、段階的規制金利自由化過程の最終段階での出来事として、まさに市場金利中心の時代到来を象徴していた。

先物市場の流動性の罍検証は、流動性の罍というケインズの体系に依拠し、金利自由化を象徴する先物市場時代における不況形成を端的に捉える視点として、日本、そしてアメリカと比較対象を挙げたものである。検証の方法としては、理論的検証を中心としながら、更に理論統計的試行を交え、流動性の罍における財政政策実施の限界を見据え、政策的方法を模索した試行でもある。理論面では、不均衡体系としてのケインズ理論に注目し、市場利子率先物価格に関する均衡解としての検証を提起しつつ先物市場の流動性の罍概念の定立に繋げた。そして、現在、流動性の罍をめぐって「先物市場の流動性の罍」、「財政赤字下の低利子率」、「流動性の罍消滅」という3つの臨界点に立たされていることを示した。また、これは先物市場整備以降を一つの基準とした現在における不況形成プロセス開始が、時間軸が移動した状況で形成される状況が明らかになったということでもある。更に、ケインズ『一般理論』原文に現代的ケインズの在り処を探すという方法を探ったが、これはプレトンウッズ以降の経済政策の枠組みでもある『一般理論』は、その題材の原点となるはずであると考えたからである。

今後の研究課題として、個別問題については

以下の通りである。

1. 先物市場の流動性の罍形成メカニズムにおける『一般理論』第18章に述べられる経済変動安定性条件適合性の検証。
2. 市場利子率先物現物価格に関して、新しい均衡解的定式化方法の模索。具体的には、利子率期間構造の導入を想定して、貨幣利子率と市場利子率先物現物価格との多数財的均衡の方法等。
3. 流動性の罍に関するケインズ『確率論』の解釈の模索。
4. 債券の価格変動性の特徴を捉えた、ミクロナ先物市場の流動性の罍検出に関する展開。
5. 先物市場の流動性の罍を基準とした信用リスク変化分析。市場利子率順軌(contango)と逆軌(backwardation)という2つの利子率形態の特質に信用リスクと利子率ベクトルの関数的傾向を捉えたマクロモデルにおける信用リスクモデル構築の模索。
6. 利子率期間構造を一定のベクトルを有する経路とし、成長論としてノイマン経路に結びつけたヴィクセル累積過程の修正モデルの展開。
7. 再度、市場利子率順軌(contango)についての利子率低下の基本作用に立ち戻り、経済政策的試行として、円安構築のための為替政策として市場利子率順軌(contango)を指標とした2国間協調等政策協調の方法の模索(ドル高構造の米国経済と円安構造の日本経済の視点等)。

謝辞

本研究にあたり、学会報告の便宜を図って頂いたケインズ学会に感謝する。

注

- 1) 形成頻度の統計的検証として、国債先物価格、国債流通価格、金利先物価格等の他、それらの複製である金利スワップレートも参照した。金利スワップレートについては、貸付市場の状況を把握することにおいて適合している。市場

利子率順軌 (contango) の形成は、効率市場仮説的理解としては、形成確率50%ということであろうが、本稿では、例えば米国の場合、金利スワップレートに注目し、市場利子率順軌 (contango) が形成され解消される時期を理論値も勘案しイールド全体の形状で捉え、その期間をFRB統計から観察される1987年～2011年を全体として把握し、形成確率50%を基準としてその形成頻度を捉えている。そして、本論では、その頻度形成のメカニズムをケインズ体系に即して検証を行ったものであるが、統計的検定としては、その検定結果の因果関係の把握に関していくつもの解釈が可能であり、一試行という位置づけとする。更に、こうした視点からの研究の展開としては、流動資本順軌 (contango) 形成及び市場利子率順軌 (contango) 形成の相関分析 (形状変化、速度等)、単独で市場利子率順軌 (contango) 形成が先行する場合の評価が、ここでの試行に重要な論拠を与えることになるはずである。なお、統計については他にBIS、日銀統計等参照。また、逆軌、順軌の捉え方について債券を想定して、価格・利子率のどちらかを基準とする都合上、表現が反対になる場合に留意。

- 2) 塩野谷祐一訳『一般理論』訳者注43-44ページ。竹内啓「ケインズの確率論」季刊『現代経済』臨時増刊1983 No. 52参照。
- 3) 浅野栄一「自己利子率論考」(参考文献参照)。貨幣で測定した自己利子率すなわち資本の限界効率については、塩野谷見解がその中心となる。また、自己利子率はその限界効率に等しいについては同書13ページ参照。
- 4) 利子率1.5～2.0%の費用(第15章 Keynes VII p. 208参照)。利子率の実現可能な低下に対して限界を画する制度的および心理的要因が存在。1. 借手と貸手を結びつけるための費用、2. 利子率の将来に関する不確実性、これらの水準は2.0～2.5%(第16章 Keynes VII p. 219参照)、ジョンブルの例え(第21章 Keynes VII p. 309参照)等参照。
- 5) 塩野谷祐一訳『一般理論』訳者注42-43ページ。
- 6) Keynes VI p. 128 (『貨幣論II』第29章148ページ)。
- 7) *Ibid.*, p. 129 (同書、第29章149ページ)。
- 8) *Ibid.*, p. 129 (同書、第29章149ページ)。
- 9) *Ibid.*, p. 129 (同書、第29章149ページ)。
- 10) Hicks "Value and Capital" p. 138 (『価値と資本』200ページ)。
- 11) *Ibid.*, p. 145 (同書、207ページ)。
- 12) *Ibid.*, p. 147 (同書、210ページ)。
- 13) *Ibid.*, p. 147 (同書、210ページ)。
- 14) Keynes VII p. 209 (『一般理論』206ページ)。
- 15) *Ibid.*, p. 293 (同書、293ページ)。
- 16) Hicks, J., *Value and Capital* p. 132 (『価値と資本』187ページ)。
- 17) Keynes VII p. 202 (『一般理論』199ページ)。
- 18) *Ibid.* (同書、訳者注45-46ページ)。これについてのトービンによる説明は、以下の文献を参照。Tobin, J., "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk", *The Review of Economic Studies*, February 1958. 他宇沢弘文「『一般理論』の現代的解釈」季刊『現代経済』臨時増刊1983 No. 52参照。
- 19) 債券価格変動性の問題については、クーポン利率と残存期間という属性と債券の価格変動性の特徴への留意も必要。
- 20) Keynes VII p. 202 (『一般理論』199-200ページ)。
- 21) *Ibid.*, p. 203 (同書、200-201ページ)。
- 22) Keynes IX p. 59 (『説得論集』69ページ)。
- 23) *Ibid.*, pp. 161-163 (同書、191-194ページ)。
- 24) *Ibid.*, p. 57 (同書、67ページ)。
- 25) *Ibid.*, p. 62 (同書、72ページ)。

参考文献

- Buchanan, J. Wagner, R., *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*, Academic Press, 1977.
- Davidson, P., *Money and the Real World*, Macmillan Press, 1972 (原正彦監訳『貨幣的経済理論』日本経済評論社, 1980年)。
- Harrod, R., *Economic Dynamics*, Macmillan, 1973 (宮崎義一訳『経済動学』丸善, 1976年)。
- Hicks, J., *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press, 1967 (江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』オックスフォード大学出版局, 1969年)。
- Hicks, J., *Value and Capital*, Oxford at the Clarendon Press, 1939 (中内琢磨・熊谷尚夫訳『価値と資本I, II』岩波書店, 1965年)。
- Kahn, R., *The Making of Keynes' General Theory*, Cambridge University Press, 1984 (浅野栄一・地主重美訳『ケインズ「一般理論」の形成』岩波書店, 2006年)。
- Keynes, J. M., *A Tact on Monetary Reform*, Macmillan, 1971 (中内恒夫訳ケインズ全集第4巻『貨幣改革論』東洋経済新報社, 1978年)。英語表記は、Keynes IVとする。以下同様。
- Keynes, J. M., *A Treatise on Money: The Pure Theory of Money*, Macmillan, 1930 (長沢惟恭訳ケインズ全集第5巻『貨幣論I』東洋経済新報社, 1979年)。Keynes Vと略記。
- Keynes, J. M., *A Treatise on Money: The Applied Theory of Money*, Macmillan, 1930 (長沢惟恭

- 訳ケインズ全集第6巻『貨幣論Ⅱ』東洋経済新報社, 1980年). Keynes VIと略記.
- Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, 1936 (塩野谷祐一訳ケインズ全集第7巻『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1983年). Keynes VII, 『一般理論』と略記.
- Keynes, J. M., *Treatise on Probability*, Macmillan, 1921 (佐藤隆三訳ケインズ全集第8巻『確率論』東洋経済新報社, 2010年). Keynes VIIIと略記.
- Keynes, J. M., *Essays in Persuasion*, Macmillan, 1931 (宮崎義一訳ケインズ全集第9巻『説得論集』東洋経済新報社, 1981年). Keynes IXと略記.
- Samuelson, P., *Foundations of Economic Analysis*, Harvard University Press, 1947. (佐藤隆三訳『経済分析の基礎』勁草書房, 2004年).
- Stiglitz, J. E. and Greenwald, B., *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge University Press, 2003, Raffaele Mattioli lectures.
- Tobin, J., "Liquidity Preference as Behavior towards Risk", *Review of Economic Studies* 25, 1958, pp. 65-86.
- 浅野栄一「自己利子率論考」中央大学経済研究所編『ケインズ経済学の再検討』中央大学出版部, 1990年, pp. 3-25.
- 宇沢弘文『ケインズ「一般理論」を読む』岩波書店, 2008年.
- 花輪俊哉・小川英治・三隅隆司「商品先物価格のリスク・プレミアムの存在に関する実証分析—正常の逆鞘・順鞘は存在するのか—」一橋大学大学院商学研究科編『新世紀の先物市場』東洋経済新報社, 2002年, pp. 91-113.
- 平井俊顕・深貝保則編『市場社会の検証—スミスからケインズまで』ミネルヴァ書房, 1993年.
- [いしい ちから 横浜国立大学大学院国際社会科学部科学研究科博士課程後期]

