

## 〈会長講演〉

### 市場の均衡および不均衡における信用創造と貨幣供給

同志社大学 藤原 秀夫

過度の信用膨張と収縮は、景気過熱（もしくはバブル）とその崩壊による金融危機と対応していることがよく指摘される。因果関係は歴史上の論争の対立点でもあり、理論的には未解決の問題を含むが、それは別として、信用量/GDP比率（信用量/国内所得比率）の現実の運動によって、このことを実証することができる。この比率の急激な上昇と下落が、過度の信用膨張と収縮に対応し、それが景気過熱とその崩壊による金融危機に対応していることは明白である。1929年の大恐慌まで遡る必要はなくて、1997年の東アジアの金融危機とその後の不況、2008年のリーマン・ショック以前とその後の不況など数多くの事例がそれを示している（その現れ方が国によって現象によって異なることを、無視してよいということにはならない）。

信用量/GDP比率の運動を理論的に分析するためには、まず基礎的には、信用量とGDPを同時に決定するマクロ金融経済モデルが必要であることは明白である。このような理論モデルを出発点にして、中期的な循環モデルや成長モデルへと発展させることができる。このモデルをもっとも基礎的なレベルで構築するためには、以下の基本問題を考慮すべきである。信用創造は同時に貨幣創造の側面を持ち、貨幣および流動性の定義に対応して、（中央銀行信用を含む）銀行信用はそれぞれの貨幣供給・流動性に一致するという等価性を制約として、モデルを定式化する必要がある。この銀行部門の制約に、民間非銀行部門などの制約を考慮して、金融経済のワルラス法則を導出してそれを制約としてモデルを定式化する必要がある。信用量とGDPの同時決定モデルは、（貨幣供給・流動性）/GDP比率（この逆数が流通速度）を、内生変数の決定と同時に決定していることを明確にする必要がある（ケインジアン的仮定で、これ自体が一つの定式化である）。

これらの制約にかかわる問題に加えて、解決すべき以下のような問題が存在することを明確にする必要がある。その一つは、市場均衡と信用創造の関係である。つまり、信用創造はどの市場の均衡と結合しているのかという問題である。そのことが、モデルの不均衡調整過程の定式化に決定的に影響を及ぼしていると考えている。この論点については、前回（2010年秋季大会、於神戸大学、要旨は『金融経済研究』第32号、2011年4月、所収）の報告で明らかにしている。今回は、銀行貸出と銀行の証券需要が完全代替の、さらに単純化されたケースでは、この問題を一層単純かつ本質的に分析できることを明らかにする。

もともと、信用創造を明確に含まないマクロ金融経済モデルにおいて、マクロ不均衡調整モデルには、次のような基本的な問題が存在する。それは、証券利子率がどの市場の不均衡の調整変数であるのかという問題である。つまり、貨幣市場であるのか証券市場であるのか、ということで、このことによって、不均衡調整モデルは異なったモデルとなる。これは、貨幣保有の機会費用となる金融変数がモデルに存在する場合には、常に生じる問題である。開放経済モデルでは、もっと困難な問題となる。自国投資家にとって外国証券と自国証券が不完全代替で不完全資本移動が仮定される場合は、閉鎖経済モデルと同じ問題が、不均衡調整過程の定式化に引き継がれる。あらたに、外国証券の収益率が自国貨幣保有の機会費用として存在するという問題が付け加えられる。自国投資家にとってそれらが完全代替で完全資本移動の場合は、内生変数の均衡値の決定に貨幣市場の均衡は不可欠となる。この点は、不均衡調整過程に影響を及ぼす。不均衡調整モデルは、財市場と貨幣市場の不均衡によって構成されるが、その1つはワルラス法則によって独立ではない。この場合の不均衡調整モデルとはどのようなものであるのか。

このようなもともと存在する問題に、マクロ信用創造モデルの均衡および不均衡の調整の定式化は、新たな論点を追加して、問題を展開させているのかどうか明らかにされなければならない。これが本報告の根底にある理論的問題意識である。同時均衡だけが存在して均衡への調整過程が存在しないモデルは、単に均衡値が計算されるに過ぎないモデルである。

ある分析対象の理論的モデル群は階層構造を持つ。より、複雑な現実に近いモデルで予測を可能とするためには、多くの内生変数を含みしかも確率的なモデルでなければならないであろう。分析対象にとって本質的なモデルは、近似的に決定論的なモデルでありうるし、含まれる内生変数はきわめて限定的であると考えられる。このようなモデルにも存在意義はある。本報告で検討されるモデルは後者であることはいうまでもない。