

人間の経済

第2期 第 **15** 号 (通巻93号) 2005年4月25日刊

目次

週刊マーケットレター (05年4月25日週号)

主要マーケット指標

米金利上昇は資金運用を変える

日銀のジレンマ

曾我 純

地域通貨から経済の貨幣的分析へ (1)

森野 榮一

[wija/iWAT Tips]

Windowsでwija+iwatのバックアップをする

森野 榮一

週刊マーケットレター（05年4月25日週号）

2005年4月24日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

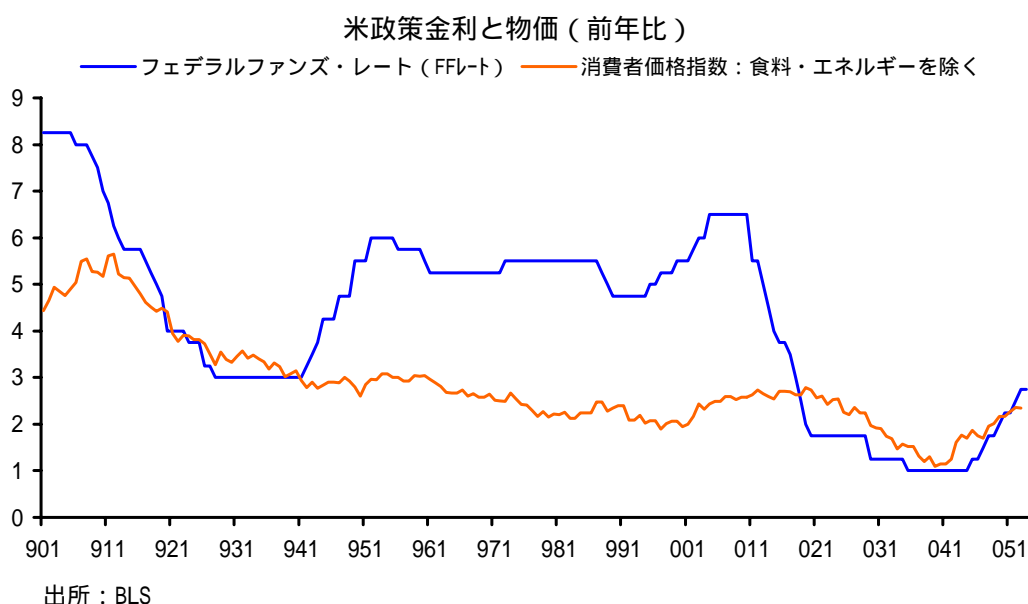
主要マーケット指標

為替レート	4月22日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	106.00(107.80)	105.65	102.70
ドルユーロ	1.3065(1.2920)	1.3085	1.3050
ドルポンド	1.9150(1.8915)	1.8855	1.8785
スイスフラン	1.1805(1.2015)	1.1885	1.1855
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.05375(0.05250)	0.05500	0.05250
米国	3.17000(3.15000)	3.06000	2.70000
ユーロ	2.13288(2.13481)	2.14000	2.14350
スイス	0.75833(0.76000)	0.75000	0.74000
長期金利(10年債)			
日本	1.285(1.305)	1.420	1.345
米国	4.25(4.23)	4.63	4.14
英国	4.59(4.60)	4.77	4.59
ドイツ	3.46(3.47)	3.68	3.56
株 式			
日経平均株価	11045.95(11370.69)	11841.97	11238.37
TOPIX	1130.89(1150.67)	1202.52	1132.18
NY ダウ	10157.71(10087.51)	10470.51	10392.99
S&P500	1152.12(1142.62)	1171.71	1167.87
ナスダック	1932.19(1908.15)	1989.34	2034.27
FTSE100(英)	4849.3(4891.6)	4937.3	4803.3
DAX(独)	4223.04(4312.25)	4320.69	4213.70
商品市況(先物)			
CRB 指数	307.29(298.83)	313.02	284.18
原油(WTI、ドル/バレル)	55.39(50.49)	56.03	48.53
金(ドル/トロイオンス)	434.3(424.9)	431.3	426.7

米金利上昇は資金運用を変える

米株価は経済指標や企業業績の内容に揺れている。原油価格が盛り返し、「多くの地区で物価の上昇圧力が高まった」との地区連銀経済報告の指摘を素直に受け入れざるを得なくなった。3月の米消費者物価指数は前月比+0.6%の上昇幅となったことも、株式投資家の心理を不安にさせた。5月3日の連邦公開市場委員会で政策金利は0.25%引き上げられ3%になる見通しだが、短期金利はすでに3%を超えており、政策金利のさらなる上昇を織り込みつつある。

米金利は実体経済の成長率に比較して低く、両者の関係は歪な状態にある。金利が実体経済の速度に追いつくか、実体経済の速度が低下し金利に近づくか、のいずれかの方法で是正されるだろう。ただ、景気が減速したとしても名目5~6%の成長が期待でき、物価の上昇圧力を伴いつつ、長期金利はそのようなレベルを目指して上昇していく可能性が高



い。

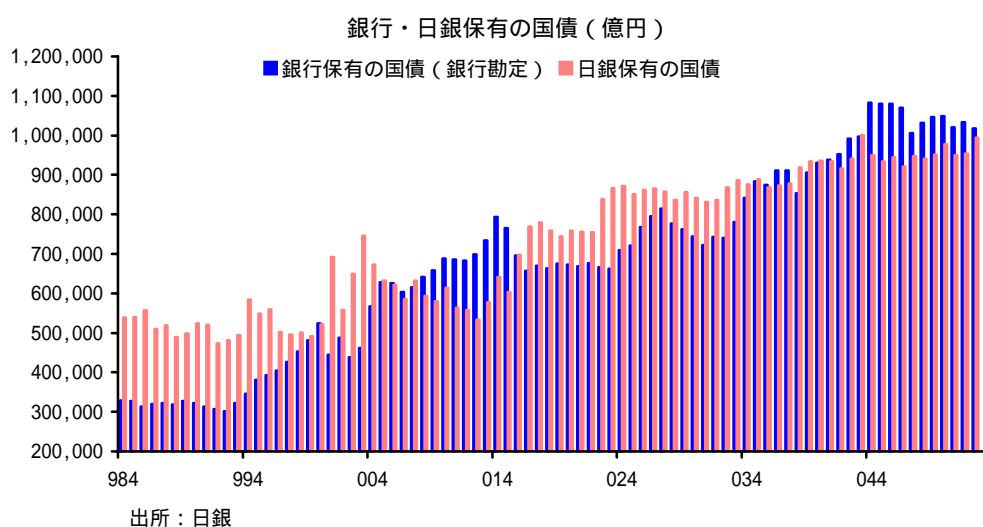
超低金利の長期化により、米家計は貯蓄より消費という風潮であったが、短期金利の上昇につれて、家計の行動様式は消費から貯蓄に軸足を移すだろう。債券価格が下がる状況下では、短期の流動性の高い預金で資金運用し、下がりきったときに債券を購入する行動をとるのがベストである。投資家は株式や不動産での運用を控え、金利上昇に備えた運用体制を固めつつあるのではないだろうか。

日銀のジレンマ

米国の短期金利が上昇に向っているなかで、日本の政策金利はゼロに置かれたままである。定期預金もほとんど利息がつかず、ただ預けているだけである。利息がゼロに近いに

もかわらず、銀行預金は増加している。一方、貸出は減少し続けており、例えば、都銀の預金は 255.4 兆円（3 月平残）だが、貸出は 211.3 兆円と預金が貸出を大幅に上回っているのである。短期貸出金利は 1% 台前半だが、それでもなぜ借り手が少ないのかは、消費者物価の前年割れが続き、デフレ経済から抜け出すシナリオを描くことができないからだ。経済成長率がゼロ近辺を行きつ戻りつしていることも、企業マインドを慎重にさせ、リスクテイクに踏み出すことを阻止している。

銀行に預金は流入してくるが、貸出は返済されており、流入資金は国債に向わざるを得ない。2 月末の銀行勘定の国債残高は 101.8 兆円、10 年前に比べれば 3 倍以上に膨れている。日銀は量的緩和を維持するために、銀行保有の国債を買いオペで吸い上げており、3 月末の日銀保有の国債は 99.1 兆円、10 年比で 3 倍弱に急増している。量的緩和をしなければ、銀行保有の国債は現状をはるかに上回っており、銀行だけでは赤字国債を消化できなくなっていたかもしれない。国の財政赤字をファイナンスするために、日銀は直接に引き受けることができない国債を、量的緩和というわかりにくい方法によって、引き受けたの



である。

福井日銀総裁は「景気は...基調としては回復を続けている」といった景気判断を示しているが、そうであれば、量的緩和やゼロ金利政策をやめればいい。89 年末の株式バブルのピークからすでに 14 年以上も過ぎたというのに、まだ異常な金融政策を解除できないでいる。見方を変えれば、量的緩和やゼロ金利政策によって、やっと日本経済は両足で立っていることができるのだろう。異常な金融政策を正常な姿に戻すことになれば、ピークの 3 分の 1 以下のところを彷徨っている株価は大きく下振れするだけでなく、大量の国債を抱えている銀行や日銀は巨額の損失を被り、信用不安が台頭しよう。日銀は量的緩和から引くに引けないところまで来てしまったのである。

（5 月 2 日号は休刊にします）

地域通貨から 経済の貨幣的分析へ（１）

森野 榮一

貨幣の諸機能

各地に猖獗した地域通貨には貨幣への関心を高めてきたという功績が認められます。しばしば指摘される貨幣の三機能、すなわち計算の単位、交換の媒介物（支払手段）、富の保蔵（価値の保蔵）は改めて人の注目するところとなり、貨幣の本来の機能は交換の媒介物であった、それを取り戻そうと主張したわけです。しかし、地域通貨もまた貨幣乃至貨幣様の機能を果たすシステムです。貨幣といわれるものはなんであれ、これら諸機能を果たしていくことになるでしょう。これら諸機能を総括的に果たしうるかどうかによって貨幣とみるか、そうでないとするかは人によってさまざまですが、考えてみますと、これらのうち二機能（交換の媒介物、富の保蔵手段）が重要にみえます。

私たちが通常利用している通貨で考えてみましょう。私たちの経済では統計をとっています。世の中にある貨幣量を把握するのに、 M_1 という貨幣を狭義に捉えた集計量があります。現金や当座口座にある預金などを指しますが、これは広範に交換の媒介物（支払手段）として機能しています。このかたちで貨幣を持っていても、富の保蔵手段としてはつまらないものですね。なぜなら利息をもたらさないか、もたらされる場合でも、無視しうるほどにわずかしか利息をもたらしませんから。そこで多くの人はもう少し利息をもたらすような保蔵のかたちを選択します。 $M_2 - M_1$ で示される集計量でそれは把握されます。これは貨幣のより広義の集計量ですが、それ自体は交換のための支払に使われるものではありません。より高

い利息を求めて定期預金をしたりしますが、そうしたさまざまな預金からこれらは構成されます。なかには交換の手段として活用されるものもありますが、おおむねこれらは富をリザーブするために活用されています。

つまりあなたが持っている貨幣は貨幣の三つの機能を総括的に、つまり同時に果たすわけではないのです。ということは貨幣の特質を理論的に考えるときも、いくつもの貨幣への接近法を許すこととなります。交換手段に重点を置く場合は、貨幣への需要は取引で必要とされる取引需要への注目となり、どのような資産を選択するかという観点からは貨幣需要は富のリザーブの手段と考えられていきます。このいずれかに重点を置くかは、経済のマクロ分析にさえ異なったアプローチを成立させているほどです。

この前者の事例はカレッキの仕事に、また後者はケインズの思考に見て取れるでしょう。

カレッキのモデル

例えば、カレッキのモデルでは、経済が拡大し企業家が追加的な投資を必要とする場合、銀行信用への需要が増大して、融資が行われることで、企業への追加的購買力の供給がなされます。彼のモデルでは一定の実効的な利率で増加する追加的信用需要に応えるものとされているわけです。このとき貨幣の現存量や追加量を決めているのは貨幣を貯めて持っていたいという貨幣ストックへの要求とされ、これが銀行に預けられ、融資され、融資先によって返済され、債務が消却される閉じた円環のなかで事が考えられていきます。

貨幣市場の技術的側面を放置しながら、例えば、支払い諸手段の需要を変化させておくと、われわれはこうした支出が “自分自身で自己に融資する” と主張

しうだろう。例えば、ある資本家がある年度の途中で貯蓄口座の一定額を引き出す、あるいは追加的生産設備に投資するため、その時に中銀から借り入れると仮定しよう。この同じ年度の途中で、この金額は別の資本家が利益のかたちで受領するであろう（なぜならわれわれの仮説によれば、労働者は貯蓄しないからだ）。その利益は銀行の貯蓄口座に新たに預金されるか、中銀に対する債務返済に使われるだろう。したがって円環は閉じている。（カレッキ、「資本主義：景気循環と完全雇用」、1990）

カレッキによれば、 M_1 のような狭義の貨幣と M_2 のような広義のそれとは厳密に区別されなければならず、前者は交換の媒介物として役立っており、後者は富のリザーブとして役立っている。この後者が銀行を介して融資されていく。貨幣が取引のために需要されるのはあくまで交換媒介物としてであり、このことは狭義の貨幣の定義によって理解されるとしています。そして、広義の貨幣は富のリザーブとして貨幣を需要することに結びついているとされ、その需要を決めるのは、ゼロやゲゼルマネーのようなマイナスの利子をもたらず貨幣の形を除けば、広義に定義された貨幣形態に結びついているとされます。貨幣を貸し付ける銀行の優位な地位や権力が指摘されますが、それも、これらの貨幣の間での選択に制約されます。つまり、貯蓄口座が増加するかどうかは、他の資産に比較した貯蓄口座の魅力に依存してもいますし、当座口座と貯蓄口座間の預金の動きにも制約されるからです。

このように、区別を明確にすることは、その関連を明らかにする上でも重要です。貨幣が保有されるのは、取引動機と富の保蔵という二つの理由からです。この両者は、金利という貨幣の調達コストにもそれぞれが別の影響を与えることとなります。狭義の貨幣への需要は利子の水準に影響を与えますが、広義の貨幣は他の利子をもたらず資産との関係で利子率に影響を与えることになって

短期利子率は貨幣需給によって決定されますが、カレッキはこう説明していました、彼が使用する等式は $T/M = V(\rho)$ です。ここで V は貨幣の流通速度で、短期利子率 ρ の増加関数です。また T は取引での貨幣価値、 M は貨幣ストック（銀行の当座口座プラス紙券）を指し、これは「銀行の政策によって決定される」ものとされます。これは銀行の貨幣供給が増加すると短期利子率が減少することを示しています。銀行は流動性準備を減らしたり、有価証券類を購入して貨幣供給を増やすことができます。そうすると有価証券類の価格は高騰します。公衆はこれを売り、得た利益は銀行の口座に積まれます。つまり、銀行が有価証券類の購入に充てた資金が当座口座で増える水準まで、短期利子率は下落するわけです。

短期利子率と長期利子率との関係では、短期の資産と長期国債のような長期資産との代替が問題です。カレッキが提起する関係式はここでは省略しますが、長期利子率が債券の平均保有期間でみた予想利率や予想された保有期間の終わりに達成される最低価格に対応したリターン、さらに最低価格から予想される利得などによって決まる関係が導きだされています。そこに見られるのは、富のリザーブに見られる貨幣の機能が利子率の範囲内の考察に止められ、富の保蔵手段とは厳密に区別された交換の媒介物としての狭義の貨幣の重視です。そうしてその貨幣は、カレッキにあっては信用貨幣であり、銀行によって創造され、経済の拡大を可能とするものと考えられています。しかし貨幣の内生的理論といわれる彼の議論にあっては、この狭義の貨幣量は貨幣を保有していきたいという需要に依存しているという理論の構造になっていることがみてとれます。つまり、貯蓄がなんらかの金融資産に変えられ、金融機関の口座に置かれることで、銀行はそのバランスシートの片側に債務を立てますが、同時にもう片側に融資による資産を立て、そのことを通して決済手段としての貨幣が経済社会に供給される閉じたモデルになっているわけです。そこでは交換の媒介として貨幣の機能の第一義性が維持されているともいえます。

ケインズと貨幣保有の諸動機

ケインズの貨幣保有の三動機はよく知られています。取引動機、予備的動機、投機的動機ですね。『一般理論』を書いた後で、ケインズはこの三つに金融上の動機を付け加えています。こうした動機には対応する貨幣需要が存在します。これらのうち投機的動機にいちばん関心が持たれたのは、人が貨幣を保有したいという欲求を持つことにつき、富の点でみて貨幣と債券は代替可能とみなしたり、貨幣保有を将来の不確実性と結びつけたりするケインズの考え方に原因があるのかもしれませんが。富が保有されるかたちは、さまざまな資産に配分されることでできあがっています。その有り様を決めている根底には、そうした資産が将来、収益をもたらすに違いないという予測があります。その意味では投機的動機に対応する貨幣需要は将来に対する予測の状態と不確実性の程度に係っています。ところが貨幣そのものを保有し、また保有し続けても、将来、なんらかの利益や利潤もたらされるものではありません。昔、トマス・アキナスが言ったように、一個の貨幣が時が経つと二個になるということはないわけです。ところが他の資産のかたちで保蔵すれば利益が期待できます。「富のリザーブとして、貨幣は利子ないし利潤をもたらすほとんどあらゆる他の富の保蔵の形態とは違って利益を生まないという性格を持っている。なぜ、精神病院の外で、誰もが富のリザーブとして貨幣を使おうと望むのであろうか。」(ケインズ、「利子の代替理論」、「利子の '事前' 理論」参照。) というわけです。

この問いに対するケインズの答えは明確です。確かに貨幣は収益をもたらしますが、それは確実にそうなのです。貨幣保有に対する代替物として債券の保有がありますが、そのもたらす収益には不確実性が付きまとうのです。それだけなら不確実ではあれ、収益をもたらすかもしれない債券が保有されるでしょう。しかし貨幣には確実に収益をもたらさないのと同時に、いつでもなにかに変えられる流動性があり、世の中の不確実性に直面して自己を守るのに役立つという性質があるのです。これが精神病院の外でも人をして貨幣を選

ばしめます。世の中の不確実性が増すほど、将来が不確かに思われるほど、貨幣需要は増加します。将来が明るく展望され、なんの心配も感じられないほどによい状態にあれば、この種の動機に応える貨幣需要は減少するでしょう。

ケインズはなにに注目するかによって貨幣の定義が変化しうることを述べています。

”貨幣”と”債権”との間に、個々の問題を扱うのに最も便利な点で、境界を画することができる。たとえば、所有者が3か月以上手放さない一般購買力に対する支配力を貨幣として扱い、それ以上の長期間回収することのできないものを債権として取り扱うことができる。また、“3か月”の代わりに、1か月とか3日とか3時間とか、その他のどのような期間によっても置き換えることができるし、また現金として法定通貨でないものを貨幣から除外することもできる。しばしば便利なのは、實際上、貨幣のなかに銀行の定期預金を含め、時には大蔵省証券のような証券を含めることである。實際上、私は…貨幣は銀行預金と同じ広がりをもつと想定する。(ケインズ、『一般理論』)

ケインズはカレッキと異なり、広義の貨幣定義を採用しているようにみえます。実際彼は、

いま取引動機並びに予備的動機を満たすために保有される現金の量を M_1 とし、投機的動機を満たすために保有される量を M_2 とする。現金のこれら二つの区別に対応して、われわれは二つの流動性関数、 L_1 と L_2 をもつ。 L_1 は主に所得水準に依存し、他方で L_2 は主に現行利子率と期待の状態との間の関係に依存している。したがって、 $M = M_1 + M_2 = L_1(R) + L_2(r)$ 。ここで L_1 は所得 R に対応する流動性関数であり、 M_1 を決定し、 L_2 は利子率 r の流動性関数であって、 M_2 を決定する。(上掲)

こうした諸動機に対応する貨幣需要は貨幣の総需要の一部をなしています。富を保蔵するものとして貨幣は、所得と利子率と期待の状態によって保有されていくこととなります。ケインズにあって、この事情は、結果的に失業を生み出す原因と捉えられていくこととなります。

人々が月を欲しがるために失業が生ずるのである。欲求の対象（すなわち貨幣）が生産することができないもので、それに対する需要も抑制されえない場合には、人々を雇用することはできない。（ケインズ、上掲）

貨幣を使う経済で、企業家が耐久財や容易に再生産しうような財を生産しながら、それに対する十分な需要を見つけ出せないこと理由は、貯蓄性向を決めている上記のような諸動機、つまり貨幣への欲求（ゲゼル）にあることとなります。

いったいなぜ貯蓄家は自分の貯蓄を将来に持ち越し、移転する手段として、耐久的で生産することのできる（月[貨幣]は生産することができない！）財を選ばないのでしょうか。まずケインズは貨幣のような流動資産と耐久的な生産可能財を買ったり保有したりすることのなかに横たわる性格の違いに注目しているのです。高度な流動性を与えられた流動資産の保蔵は、セイ法則が説明しようとし、失敗したような資源の需給の間に決定的な関係を導入するのです。ケインズがみたように、こうした流動資産の保蔵は完全雇用への障害を構成しています。ケインジアンディラードはこのことをこう表現していました。失業は、「資産の名義人が生産しえないなにか（貨幣）を要求し、存在するもの（資産の別の形態）を要求しないことから生まれる」（ダッドレイ・ディラード、『貨幣経済の理論』1955）と。

つまり、流動性のある資産の性質が作用し、これに将来の不確実性が意識されるとき、貨幣は蓄財されていくこととなります。それはまた失業を生み出す需要不足を生み、失業を発生させ、さらに将来への見通しを暗いものにさせ、貨幣蓄財をさらに強める結果となって返ってくるでしょう。

今回は、貨幣分析における両者の違いの意味するところを少し詳しく見てみましょう。

（続く）

[wija/iWAT Tips]

Windows で wija+iwat のバックアップをする。

外出するとき、いつもパソコンをもっていきます。パソコンが壊れる心配もありますので、wija+iwat の取引履歴などをバックアップしておこうと考えました。というのも iwat では取引のネットワークのなかで iwat の取引での関与者の承認が必要であり、iwat 利用者が取引履歴を確実に保管していることは義務であり、連帯する他者への責任でもあるからです。

といっても作業はきわめてらくちんです。

私はバックアップ用にスティックメモリ（注）を使っています。

（注）USB に差して使うもので、廉価なものです。2000円くらいのを購入して使っています。

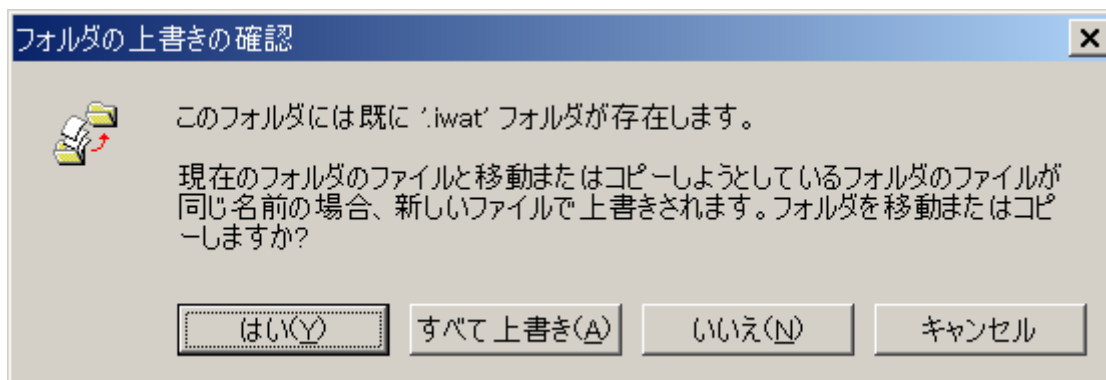
バックアップするファイルは、Cドライブの Document and Settings のなかにあります。



ここをクリックして、じぶんの名前前のフォルダを開きますと .iwat というフォルダがあります。



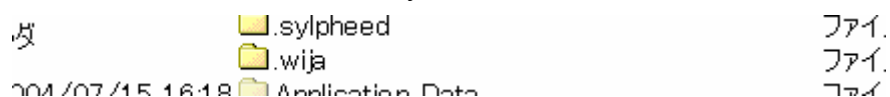
このフォルダをマウスでポイントして強調表示にしてから左ボタンを押したままバックアップ先のフォルダにドラッグアンドドロップします。すでに以前バックアップしたものがありますから、



というように出ますが、「すべて上書き」を押します。

これで終了です。

私はほかに、.wija のフォルダと c:\gnupg のホルダもバックアップするのを習慣にしています。.wija は同じフォルダのなかにありますね。



これです。

(ブラウザの設定ですべてのファイルを表示するようにしていないと、これらのファイルは表示されませんから、注意してください)

C:\gnupg はCドライブのなかにありますね。これです。



これも同様にドラッグアンドドロップしてコピー先にコピーします。

これで終わりです。

上記の説明で出てきたカタカナ語がわからない方は、google 先生に尋ねてください。

<http://www.google.co.jp/>



(森野 榮一)

編集・発行 **ゲゼル研究会**

221-0021 横浜市神奈川区子安通3-321森野榮一気付

Gesell Research Society Japan <http://grsj.org/> info@grsj.org

Gesell Research Society Japan all rights reserved 許可無く複製・再配布を禁ず