

学位論文題名

Alternative Growth Theory with
Endogenous Money and a Securities Market

(内生的貨幣と証券市場のある代替的な成長理論)

学位論文内容の要旨

グローバル化の進展とともに、資産価格の不安定な変動、さらにバブル崩壊後に実物経済に及ぼす負の影響が問題視されてきた。これは、すぐれて貨幣的現象に関わる問題であり、実物資本の蓄積から貨幣資本の蓄積が独立して展開することを基底に生じている。しかしながら、これまでの研究はこのような貨幣的現象を十分には扱うに至っていない。本論文は、「実物資本の蓄積から独立した貨幣資本の蓄積」という貨幣的現象を独自の理論モデルの構築によって分析し、貨幣資本の独立した蓄積が経済体系全体にもつ意味を導き出すことを目的としている。

第1章では、実物資本とは独立した貨幣資本という概念が主流派経済学とポスト・ケインズ派の理論と整合的か否かを検討している。限界生産力説に依拠している主流派経済学は、実物資本の蓄積と独立に貨幣資本の蓄積を説明することができず、それゆえ上述の現象を分析するには限界があること、また新古典派生産関数にはケンプリッジ資本論争において明らかにされた難点が存在するため、支持しがたいこと、他方、ポスト・ケインズ派の経済理論はミクロ的基礎を全く欠いているという欠点があるもの、理論的な本質は限界生産力説に依存していないため、上述のような現象の説明を可能にする余地が多分にあることから、ポスト・ケインズ派の理論の方がより適切に上述の現象にアプローチすることができることを論じている。

第2章では、はじめに、実物資本の蓄積に比して貨幣資本の蓄積の過剰あるいは過少を判断するための基準が必要であることを論じた。そこでは、第1章での分析をうけて、既存のポスト・ケインズ派の分配・成長論に以下のような修正を施している。第1に、これまでの資本家・労働者という階級モデルを企業家・労働者という階級モデルに置き換え、さらに、企業家は実物資本を保有するが、それらを調達するための資金源を保有せず、したがって企業家が資金調達をするための銀行という新しいエージェントが必要とされる社会を設定した。第2に、貨幣的現象を扱うために銀行による内生的な貨幣供給メカニズムを導入した。その結果、このような設定に基づく経済体系が完全雇用均衡を実現する場合には、これまで一般的に言及されてきた均衡利潤率、均衡債務・資本比率とともに、理想的利子率 (*ideal rate of interest*) という概念的基準が必要とされる。この利子率は、貨幣的変数に対する比率という意味で、実物的変数に対する比率である利潤率とは全く異質な概念であり、また、利子は剰余の一部分という意味で生産的であるところからプレミアムとしての利子率とも全く異質な概念である。つまり、理想的利子率は物的再生産の均衡と整合的な貨幣的利子率であり、上述の過剰・過少を判断する基準となりうる概念となる。また、本章のモデルでは、銀行の期待を表わすパラメーターを導入したが、それが完全雇用を維持するためには一定の範囲内に収まらなくてはならないことが明らかになった。このことは、パシネッティ定理が貨幣を含む経済

体系に拡張しうることと、経済体系における銀行の重要性を示している。

第3章では、第2章で提示されたモデルに証券市場を導入する準備段階として、証券市場を含んだ既存のポスト・ケインズ派の分配・成長論を批判的に検討している。その結果、評価比率 (valuation ratio) という概念が上述の現象を分析する上で有効であることが確認された。評価比率とは証券の総価値に対する実物資本価値の比率であり、いわゆるトービンの q と似た概念であるが、後者が投資理論と見なされているのに対して、前者はそうではないという相違点がある。ただし、既存のポスト・ケインズ派のモデルでは評価比率は定数であると仮定され続けており、非現実的であると言わざるをえない。そこで、評価比率を変数と見なす必要性を論じ、そのようにした場合にモデルがいかなる振る舞いを見せるかを検討した。その結果、評価比率を変数と見なした場合には、既存のポスト・ケインズ派の分配・成長論に不安定な均衡経路が得られることが確認された。また、従来の評価比率に関わる研究は、以下のような P. デイヴィッドソンによる批判を免れていないという問題点をもっている。すなわち、これまでのモデルでは貯蓄の全てが証券購入に支出されることになっており、それゆえに完全雇用が維持されるのであり、その意味ではきわめて新古典派的であって、不確実性下における流動性の保有を考慮する必要がある、と。そこで、本章では、モデルに流動性の保有を考慮すべきであるという主張自体はきわめて適切であるが、全ての貯蓄が証券購入に支出されれば、有効需要の不足が生じないという考えは誤りであることを論じた。なぜなら、たとえ全ての貯蓄が証券購入に支出されたとしても、それが全て既発行証券に支出された場合にはその支出の全てが消費あるいは投資にまわるわけでもないので、有効需要の漏れにつながるからである。新規発行証券に支出された場合には、それらは投資されるのであろうから有効需要の漏れには繋がらない。したがって、貨幣流通の還流メカニズムと既発行証券の購入の関係を分析するためには、証券購入のうち新規発行証券購入に支出される比率を表わす新しいパラメーターの導入が必要であること、そしてこのことは証券市場の発行市場と流通市場の明確な区別の必要性をも意味していることを論じた。

第4章は、これまでの分析の統合を試みている。すなわち、内生的貨幣供給と流通市場をも含めた証券市場を導入して、ポスト・ケインズ派の分配・成長論に基づく考察を行っている。前章の分析の結果をうけて、本章のモデルでは評価比率は変数として扱われているが、その結果、完全雇用均衡と整合的な利潤率、債務・資本比率、理想的利子率、評価比率が導かれた。また第2章のモデルと同様に、銀行の貸し出しにあたっての期待を表わすパラメーターが完全雇用を維持するためには一定の範囲内に収まる必要があることも確認された。また、そのパラメーターの範囲が評価比率の上昇とともに狭くなることも確認された。銀行の期待がこの範囲を逸脱する場合には、モデルは経済学的に意味を持たなくなる。したがって、上述の結果は貨幣資本の蓄積が実物資本の蓄積に比して過剰となってくるにつれて、経済体系の管理が一層困難となるということを示唆していると解釈できる。本章のモデルでは、均衡評価比率は貨幣資本の蓄積が実物資本の蓄積に比して過剰でも過少でもない状態を示している。現実の評価比率が均衡評価比率よりも高ければ、貨幣資本の蓄積が過剰であると判断しうる。同時に、このモデルには重要な限界が存在する。第1に、均衡の安定性の分析ができなかったこと、第2に、本論文において論じられてきた利子率が市場利子率ではなくいわば理念的なものであることから、理想的利子率あるいは均衡評価比率から現実の値が乖離したときに金融市場あるいは経済体系にどのようなことが生じるのかということに積極的的回答を与えるに至っていない。これらは今後の研究の課題としたい。

最後に、第5章では、これまでの分析を総括し、金融政策の発動に際して資産価格の動向を考慮することに合理性があることを示唆している。

学位論文審査の要旨

主 査 教 授 佐々木 隆 生

副 査 教 授 内 田 和 男

副 査 教 授 濱 田 康 行

学 位 論 文 題 名

Alternative Growth Theory with Endogenous Money and a Securities Market

(内生的貨幣と証券市場のある代替的な成長理論)

グローバル・エコノミーの展開とともに、金融的な資本の行動が産業的蓄積から相対的に自立化し、しかも金融・資本市場のグローバルな統合が各国の均衡成長経路に圧力を及ぼすようになってきている。だが、このような現実に対して有効な分析的経済理論は十分形成されているとは言えず、そのことはまた IMF（国際通貨基金）改革に関する合意形成を困難なものとしている。

黒瀬一弘の本研究は、このような問題状況を意識し、N. Kaldor, L. L. Pasinetti の所得分配論と経済成長論に基礎を置きつつ、銀行によって供給される貨幣と証券市場を導入した新たなモデルによる分析的理論を構築した先端的・野心的試みである。

本研究の第 1 章は、「実物資本から独立した貨幣資本」という概念が現代の経済分析に必要であることを示すとともに、限界生産力説に依拠した主流派経済学とポスト・ケインズ派の理論をこうした課題への接近の視点から検討し、限界生産力説に依拠している主流派経済学の分析には内在的限界などがあること、またポスト・ケインズ派の経済理論はミクロ的基礎を全く欠いているという欠点があるもの、より適切に課題にアプローチすることができることを論じ、カルドア、パシネッティの所得分配と経済成長論に本研究が基礎を置くことを明らかにしている。だが、周知のように、ポスト・ケインズ派経済理論は貨幣的経済体系のモデルを欠くと言って過言ではない。そこで、本研究は、これまで展開されてこなかった独自のモデル構築に基づく分析へと向かう。

第 2 章では、はじめに、実物資本の蓄積に比して貨幣資本の蓄積の過剰あるいは過少を判断するための基準が必要であることを論じた上で、既存のポスト・ケインズ派の分配・成長論が前提としている資本家・労働者から構成される「階級モデル」を企業家・労働者から構成されるモデルに置き換え、さらに、企業家は実物資本を保有するが、それらを調達するための資金源を保有せず、したがって企業家が資金調達をするための銀行という新しいエージェントが必要とされる社会を設定し、さらに貨幣的現象を扱うために銀行による内生的な貨幣供給メカニズムを導入したモデルを構築して分析を行っている。その結果、本研究は、経済体系が完全雇

用均衡を実現する場合には、これまで一般的に言及されてきた均衡利潤率、均衡債務・資本比率とともに、理想的利子率 (*ideal rate of interest*) という概念的基準が必要とされることを明らかにしている。この利子率は、貨幣的変数に対する比率という意味で、実物的変数に対する比率である利潤率とは全く異質な概念であり、また利子は剰余の一部という意味で生産的であるところからプレミアムとしての利子率とも全く異質な概念である。つまり、理想的利子率は物的再生産の均衡と整合的な貨幣的利子率であり、貨幣資本の実物資本に対する過剰・過少を判断する基準となりうる概念となる。また、本章のモデルでは、銀行の期待を表わすパラメータを導入し、それが完全雇用を維持するためには一定の範囲内に収まらなくてはならないことを明らかにしている。これらのことは、パシネッティ定理が貨幣を含む経済体系に拡張しうることと、経済体系における銀行の重要性を示しており、極めて注目すべきものである。

第 3 章では、モデルに証券市場を導入するための予備的考察が展開されている。本研究は、このため、カルドアが提唱した「評価比率 *valuation ratio*」概念を吟味し、ポスト・ケインズ派がこれまで分析の前提としてきた「評価比率一定」の仮定をはずし、評価比率を変数と見なした場合には既存のポスト・ケインズ派の分配・成長論に不安定な均衡経路が得られることを確認している。またさらに、貨幣流通の還流メカニズムと既発行証券の購入の関係を分析するためには、証券購入のうち新規発行証券購入に支出される比率を表わす新しいパラメータの導入が必要であること、そしてこのことは証券市場の発行市場と流通市場の明確な区別の必要性をも意味していることを明らかにしている。

第 4 章は、これまでの分析を総合したものであり、評価比率を変数とした分析を行い、その結果、完全雇用均衡と整合的な利潤率、債務・資本比率、理想的利子率、評価比率を導いている。また第 2 章のモデルと同様に、銀行の貸し出しにあたっての期待を表わすパラメータが完全雇用を維持するためには一定の範囲内に収まる必要があること、そのパラメータの範囲が評価比率の上昇とともに狭くなることを確認している。銀行の期待がこの範囲を逸脱する場合には、モデルは経済学的に意味を持たなくなる。したがって、上述の結果は貨幣資本の蓄積が実物資本の蓄積に比して過剰となってくるにつれて、経済体系の管理が一層困難となるということを示唆していると解釈できる。

最後に、第 5 章では、これまでの分析を総括し、金融政策の発動に際して資産価格の動向を考慮することに合理性があることを示唆している。

本研究は、本報告のはじめに述べたように、極めて先端的・野心的なものであるが、それを試みるのみならず一定の成果を挙げ、国際的にも学界に貢献を果たしたという点でさらに注目すべきものと言える。そのことは、本研究の第 2 章にあたる論考がすでに *Cambridge Journal of Economics* の第 28 巻第 6 号 (2004 年 11 月) に掲載されていることなどからも明らかである。

本研究は、未だ形成途上にある側面を含んでいる。わけても本研究が示した均衡条件から現実の経済が乖離した際に、どのような問題が生じるのか、また適切な政策はいかにあるべきかといった問題は今後の研究に残されている。また、本研究は、これまでのポスト・ケインズ派経済理論を大きく修正するモデルを提示しているが、その結果として、逆に、ポスト・ケインズ派の最も重要な貢献である所得分配についての考察の拡張を展開しえていないというらみも存在する。提示されたモデルの性格に基づく問題であるが、今後本研究がより普遍的なものとして受容されるためには克服すべき点である。とはいえ、このような問題点は、十分に自覚されており、問題点もすべて先端的・野心的研究への着手から生まれたものである。したが

って、審査委員会は一致して、本研究が、北海道大学大学院経済学研究科博士（経済学）授与に値すると評価するものである。