

流動化概念と債権流動化(5)

－ 交換経済における流動性と信用 －

深 浦 厚 之

Abstract

In this paper we examine the theoretical bridge between liquidity, credit and asset backed security market. With the first half of the paper, by considering Keynes' argument regarding the liquidity and credit developed in his " General Theory - chapter 17 ", several theorems on liquidity and credit are derived in the general equilibrium framework. The implication toward the asset backed securities is demonstrated in the latter half. If we focus on the liquidity, the money and the goods are alternative in Keynes's world, on the other hand, compliment in the classics. From these discussion, we can establish the consistency between the theory of liquidity and the practical understandings of the asset backed security.

Keywords: liquidity, credit, asset backed security market

1 はじめに

2007年夏のBNPパリバによるファンド凍結, 2008年3月のベア・スターンズの実質的な破綻, 同年7月米国連邦住宅抵当公社2社(FredieMac, FannieMae)の経営悪化の表面化, そして同年9月リーマン・ブラザーズ破綻, メリルリンチの売却, 同年10月S&L最大手ワシントン・ユーチュアル破綻, と世界の金融市場は波状的ショックにさらされてきた。そうした中

で金融機関の財務状況に対する不信感が急速に高まっていったが、その一つの頂点が米国金融安定化法の下院での否決という事態であった。

このような一連の混乱は“金融危機”という言葉で表現されることが多い。確かにグローバル化という流れを中心となって形作ってきた感のある米国投資銀行の経営悪化が契機であったことは事実であり、すべてはウォール街から始まったという意味ではまさに金融危機と呼ぶにふさわしい数カ月である。しかし、金融危機それ自体は各国政府の対応によって比較的短期間のうちに終息しており、むしろ問題は金融危機に続いて生じた実体経済の悪化であることは言うまでもない。つまり、契機となった金融市場の混乱とそれに続く低成長は、原因と結果として峻別される必要がある。むしろ、実体経済の落ち込みが金融機関にフィードバックされる可能性はある。しかし仮にそうだとしても、当初の金融危機とは異なる次元で整理されるべき問題だろう。

では、当初の金融危機はどのようなものだったのか。今、“100年に一度”といった刺激的な言葉も飛び交っているが、では2008年下半年期に起こった金融市場の混乱は、過去一世紀を振り返っても類例を見出すことのできない文字通りの未曾有の現象だったのだろうか。この問いには、各国政府が発動させた対応策を見れば容易に答えることができる。時間を追って列記してみよう。10月初旬FRB（連邦準備制度）によるCP購入、ポールソン米財務長官（当時）による資本注入の示唆、10月10日G7での公的資本注入に関する協調確認、10月13日英国政府による主要3行への資本注入発表、そして10月14日米政府による25兆円規模の資本注入発表と続く。こうした対応を好感した市場では、すでに10月13日にアジア・ヨーロッパの市場が反発、アメリカダウ平均も936ドル上昇した。東京の日経平均も14日（休日明け）に14%を超える過去最大の上げ幅を記録している。しかし、その後の株式市場が一進一退を繰り返し、明確な上昇基調とは到底言えない状況が続いている。

こうした市況は何を意味しているのか。各国政策当局による資本注入の示

唆が市場によって好感されたということは、市場は金融システム不安を資本不足として認識していたこと、すなわち流動性危機として認識していたことを示している。パジョットの古典的著作を待つまでもなく、流動性危機は流動性の追加的な供給によってのみ解消できるものであり、原因と帰結、処方箋が明確な現象である。ところが、その後の株式市場の低迷は流動性危機の影響が実物経済にも波及したことを示唆する。今回の事態の中でCDOを中心とする証券化市場、リスクの取引市場であるCDS市場に注目が集まったが、それは流動性危機によってCDOやCDSの償還に対する不確実性が高まったからであり、そのことが金融市場全体に対する不信、金融市場に多くを依存するアメリカの消費、そしてアメリカの消費に多くを依存する諸国の実体経済に対する不安が拡大していった。その意味では、流動性危機は決して未曾有のことではなく経験済みの現象である。もし、未体験の問題があったとすれば、それはグローバリゼーションという新たな環境要因の中で金融危機を考えるということであった。

この過程を模式的に表現すれば、流動性リスクがCDO、CDSに関する信用リスクに転化し、さらに米国経済と世界経済のリンク（グローバリゼーションといってもよい）を通じて実体経済のダウンサイドリスクへと形を変えていったということになる。

こうした理解は広く受け入れられるものだろうし、おそらくは事実を相当程度正しくとらえていると思われる。しかし、上記の説明が成立するためには流動性リスクと信用リスクが相互関連を持っていること、より正確にいえば前者が後者の原因になっていることが暗黙のうちに仮定されていなければならない。直観的にいえば、“お金がないから信用もない”ということだが、それが意味するところを正確に記述することが少なくとも経済理論上は必要だろう。

本稿はこうした問題意識に立ち、二つの概念（流動性と信用）の意味とそれが交換経済において果たす機能について検討することを目的とする。議論

の前半では、ケインズ『一般理論』第17章で展開された流動性に関する議論を下敷きにし、最も流動性が高い財（貨幣財）の機能を簡単なモデルによって考察する。後半はそのモデルの含意を債権流動化市場に応用する。

2 流動性と信用

2-1 流動性の定義

周知のようにケインズ『一般理論』第17章（以下『一般理論』）は流動性選好説を導くための重要な章であるが、流動性についてのケインズの定義が示されているという点で本稿にとっての契機となり得る。むろん、ケインズによる定義とはいえ、それに先じた多くの論者の見解が当然反映されていると考えるべきであり、むしろそれらが集約され、当時としての一般的な理解をもとに定義されているとあってよい。

ケインズの言を借りれば流動性プレミアムは「その資産を自由に処分しうる能力を手に入れるために支払われるプレミアム」と定義される。そして、その資産自身が生み出す新たな価値（生産力とあってよい）と、資産を将来に持ち越すための費用を加えた三つの力が資産の価値を決定しており、その資産を手放すことに対して支払われる補償額がその資産の収益率を決定するとしている。つまり、流動性プレミアムを l 、生産される価値を q 、持ち越し費用を c とすると資産の収益率 r はもっとも単純な形で表現すれば、

$$r = l + q - c \dots\dots\dots (1)$$

と表すことができる。別言すれば、資産とは c, q, l の経済的な価値顕現である。

では、「資産を自由に処分しうる能力」とは何を意味するのかということである。たとえば、食料品の場合、食べることができるという属性は「処分しうる能力」と言えるだろうか。むろん可能である。しかし、以下に続く文脈から当然考えられることはここでいう「能力」はその資産自身に対して向

けられるものではなく、他の財に対する作用として考えるべきであろう¹。

そこで、交換経済を前提とすれば、「自由に処分できる能力」とは売却できる能力ではないかという可能性が生じる。確かに現代社会において「資産の処分」とは「資産の売却」とほぼ同義に用いられることもある。しかし、この能力が備わっていても ($l > 0$)、ちょうど $l = q - c$ のときには収益率 0 となるから、売却できるとは考えにくい。

もう一度『一般理論』に立ち返ってみよう。ケインズは極めて興味深い議論を展開する。すなわち、 $c = q = 0$ 、したがって $r = l$ となるような財を考え、かつ、 l が当該経済の中で最大になるような財を考え、これを貨幣 (money) と定義するのである。このことと貨幣の性質を合わせて考えると、貨幣が持つ「貨幣を処分できる能力」とは貨幣の形状を財に変えることのできる程度を表すと思われる。言い換えれば、貨幣を他の財に置き換えて、貨幣が持たない能力 (q や c) を手に入れることのできる能力ということが可能である。前の段落で $l = q - c$ のときに問題が生じるのは、これが財自身の 3 つの属性の相互関係の中で論じるからである。流動性とはあくまで他の財との関連で考えなくてはならない。

貨幣以外の財についても同じことである。 $c = 0, q = 0$ である財の流動性は他の財が持つ 3 つの属性を手に入れることのできる能力と定義できる。財を貨幣に換える場合 (財を売却する) を見てみよう。貨幣は $r = l$ だから、この交換は流動性を入手するための交換である。そしてどれだけの流動性を手に入れられるか (交換比率) は、財の c, q の大きさによって決まる。流動性は他の財を入手できる能力だから、結局、この交換はある財を他の財に転換する過程の中に最大の流動性を持つ財である貨幣が介在するといういわゆる貨幣交換を導く。

以上のことから我々は「自由に処分できる」という『一般理論』の定義を

1 「自由に処分しうる能力」は原文では「the power of disposal over an asset」となっていることから明らかだろう。

拡張し、以下のように再定義することにする。なお、 q および c については『一般理論』定義をそのまま用いるので新たな定義は与えられない²。

定義0：資産の流動性とは、その資産と交換に他の財を手に入れることを可能にする資産自身の属性である³。

結局、ある財の流動性が低い（高い）とは、他の財の c, q, l を手に入れやすい（入れにくい）ということになる。以下の議論のため、財 i の流動性 l_i は、手に入れることのできる財 j の3つの属性 c_j, q_j, l_j を変数とする関数 f_i として書くことにしよう。すなわち、入手対象が貨幣以外の財 j であるときは、

$$l_i = f_i(c_j, q_j, l_j), f_1 < 0, f_2 \text{ and } f_3 > 0 \dots\dots\dots(2)$$

と書ける。より有用性の高い財を入手できるときは財 i の流動性が高いと考え各変数に関する導関数の符号を上記のように定める。

貨幣 M を入手する時（財 i を売って貨幣 M を購入する時）は、

$$l_i = f_i(l_M) \dots\dots\dots(3)$$

また、貨幣 M が財 j を購入するときは、

$$l_M = f_M(c_j, q_j, l_j) \dots\dots\dots(4)$$

となる。もちろん、

$$l_M > l_j \quad \text{for all} \quad i \quad M \dots\dots\dots(5)$$

2 流動性が最大であり、かつ $c = 0, q = 0$ である財を考えるもできる。このような財は実物貨幣あるいは本位貨幣を表すことになる。

3 厳密には定義0に先立って資産の定義が必要である。これについてはDe Soto（2000）が物的資源・資本・資産の関連を私的所有権に依拠して論じているが、本稿では特に立ち入らない。

が仮定される。したがって、われわれは次のように貨幣を定義することができる。

定義1：貨幣とは資産の中で最大の流動性を持ち、かつ、生産される価値、持ち越し費用が0である資産である。

2-2 信用の定義および流動性の再定義

冒頭述べたように、現代の金融システムにおいては流動性と信用は不即不離の関係にある。金融システムに対する信用不安は様々な形をとり得るが、基本的には流動性不足が根底にあり、したがって、今回の一連の事態の中でも中央銀行等による大規模な流動性の供給が金融不安を短期的なものにとどめた。しかし、信用不安は実物的な側面においても生じるように見えることがある。実際、リーマンショック以降の状況においても、なぜ経済が悪化していると人々が考えるかといえば、企業や家計に貨幣が回らず支払い不能になるという予想が高まり、その結果、現在・将来の支払い義務（債務）を縮小しようとする行動が引き起こされるからである。むろん実体経済においての支払い債務は、財・サービス（労働を含む）の生産によって最終的には裏付けられるものであるが、単純に債務の履行ということだけ取ってみれば、経路如何にかかわらず貨幣が手元に確保されれば担保される。したがって、“必要な際に必要な貨幣を借り入れることのできる経済主体”は“信用がある”と評価されるのである。

以上のような認識は古くバジヨットが著書「ロンバード街」において示した理解であり、現代においてもその定義を変更する必要はない。つまり、

定義2：信用とは債務を履行する能力、あるいは経済主体の支払い能力を表す経済主体自身の属性である。

この支払い能力を債務返済能力と狭くとらえれば、金融取引におけるごく

普通の意味合いになる。債務を *promise to say* と考えれば、まさしく約束を順守できる能力であり、この意味ではごく日常的な意味での信用とほぼ等しい。

それでは、支払能力はどのようにして裏付けられるか。言い換えれば、ある経済主体が支払能力を持つ、つまり信用がある、と判断するためには、その経済主体はどのような状態にあればよいのだろうか。まず、債務を果たすべき相手が受け入れるような財を持っていれば、その資産をもって債務を解消でうることができるから、この場合には信用があるというべきだろう。実際、近代的な銀行システムの出発点となる *bill of exchange* は財の取引が前提される金融デバイスであり、それは最終的に債務を裏付ける財の存在が不可欠であった。しかし、特定の財を持って債務を解消しようとしても債権者がそれを受け入れない場合があり得る。財 (= 資産) は定義により、 c, q, l によって特徴づけられるが、それが債権者の選好に合致する保証はないからである。おそらく債権者が求めるよりも r が低い時にそうしたことが生じらるだろう。この意味で特定の財を持つことによって裏付けられる信用には限界がある。

では債務者が貨幣を保有している場合はどうか。貨幣は上述の定義によりその経済でもっとも流動性が高い財であり、それに代えて他の財を入手しうる能力を持つ。したがって、もし債務者が貨幣を保有していれば、債権者は貨幣による支払いを受け入れ、その後に必要な財を手に入れることができるだろう。貨幣の収益率は流動性 l にのみ依存するから、債権者の資産に対する選好は影響しない。よって、この場合は信用があるといえる(しかし、もし債務者が初めから貨幣を保有していれば、なぜわざわざ他の経済主体から借り入れる必要があるのだろうかという問題が残る。そのようなことをしなくても手持ちの貨幣で必要とする財を直接手に入れればよい)。

財を持っている場合と貨幣を持っている場合に共通するのは、債務を解消するために債権者に手渡すべき資産を調達することができる、という点である。いずれの場合も手持ちの資産がそれを裏付ける。そうした資産の中で貨

幣を保有することがもっとも広範囲にわたって債務を解消できる可能性が高いことは説明するまでもないだろう。これはいうまでもなく貨幣が最大の流動性を持つことに由来する。

結局、他の財を手に入れるためには必ず貨幣か財の形で対価を支払わなければならない。対価とすべき貨幣・財を持っているかどうかが信用であり、対価として機能が高い財（これが流動性の高い財にほかならない）を持っているほど信用が高くなる。よって、現実には、貨幣を持っているか、貨幣をすぐに手に入れられる状態にある経済主体の信用は、そうでない経済主体に比べて高くなるといえるのである。このことから流動性について、次のようなもう一つに定義をあてることができる。

定義3：資産の流動性とは、その資産を保有する経済主体の信用を裏付ける資産自身の属性である⁴。

ここで“資産自身の属性”という文言に注意が必要である。定義3からもわかるようにこれは資産に固有の物理的的属性ではなく、所有者である経済主体の信用との相対関係によって決定されるものであり、同じ財でも経済主体を取り巻く経済的環境が変われば流動性も変わることは十分に起こりうる。換言すれば、ある資産や財の流動性を考えるということは、資産や財は経済主体によって所有されるものであるということ（私有財産制）と、経済主体は交換によって社会関係を形成するということ（交換経済）を当然の前提とする。同時に貨幣の定義（定義1）と関連づければ、貨幣は経済主体の社会関係の中から内生することになる⁵。

4 日本の多くの企業は、ある時点での利用可能な流動性を算出する際に未利用の融資枠（コミットメント契約の未利用分）を含めている。このことは手持ちの貨幣のみならず将来的に手に入れられる貨幣も流動性を構成するという認識が一般的であることを意味している。

5 深浦（2004）では異なる流動性を持つ諸財の中から特定の財が貨幣として内生される過程を簡単なモデルによって示した。また、貨幣を社会関係との関連において考えるこの方法論は直観的に自然であるが、経済学においては必ずしも標準的な考え方ではない。これについては別の機会で改めて論じる予定である。

定義0と定義3から、以下、同値である。

「その資産と交換に他の財を手に入れることを可能にする資産自身の属性」

「その資産を保有する経済主体の信用を裏付ける資産自身の属性」

この同値関係から、定義0、定義3どちらを用いても議論の本質は変わらないが、金融取引を念頭おく本稿においては特に断らない限り定義3を用いることとしたい⁶。

3 貨幣交換における流動性と信用

3-1 物々交換と貨幣交換

この節では、物々交換と貨幣交換を相互比較することを通じて、流動性と信用の関係をモデル化する。交換において経済主体はもっとも有利な交換条件で手持ちの財を手放すと考えられる。言い換えればその財が持つ自己利子率を最大に調整しようとするだろう。もし交換を行わなければその財の固有の自己利子率が実現されるから、交換を行うとすれば固有の自己利子率以上の自己利子率を実現させる必要があるからである。つまり、交換経済においては財の自己利子率は将来の交換を視野に入れた自己利子率として記述することができる。

はじめに物々交換と貨幣交換を次のように定義する。

6 以下の議論を先取りすることになるがこうした定義によれば、流動化とは「ある資産と交換に他の財（債権やサービスも含む）を手に入れる能力を顕在化させること」である。ここで資産を債権と読み替えれば、債権流動化の定義もあわせて得ることができよう。債権流動化は狭義には（もしくは企業財務戦略上は）貨幣を手に入れることであるが、そうして手に入れた貨幣は何らかの形で支出されることを考慮すれば、交換に言及した定義を与えることによって経済活動の本質的な部分への注意を喚起できる。金融システムと実体経済との関連が強まっている現状において必要な議論であろう。

定義4：物々交換とは、財*i*を提供し対価として財*j*の交付を受けることで債権債務関係を解消する交換であり、貨幣交換は財*i*の対価として入手した貨幣*M*を交付し、対価として財*j*を入手する交換である⁷。

財*i*と財*j*の物々交換によって実現する財*i*の自己利子率 \bar{r}_i は(1)式・(2)式を用いて、

$$\bar{r}_i = f_i(c_j, q_j, l_j) + q_i - c_i \dots \dots \dots (6)$$

と表すことができる。次に、財*j*をまず貨幣*M*に交換しその後貨幣*M*を財*j*に交換する貨幣交換における財*i*の自己利子率 r_i は、

$$r_i = f_i(c_M, q_M, l_M) + q_i - c_i = f_i(l_M) + q_i - c_i = f_i(f_M(c_j, q_j, l_j)) + q_i - c_i \dots \dots (7)$$

となる。(7)式の二番目の式は財*i*が貨幣*M*を入手する時の自己利子率であり、最後の式はそうして入手した貨幣*M*で財*j*を入手する時の最終的な自己利子率を示している。

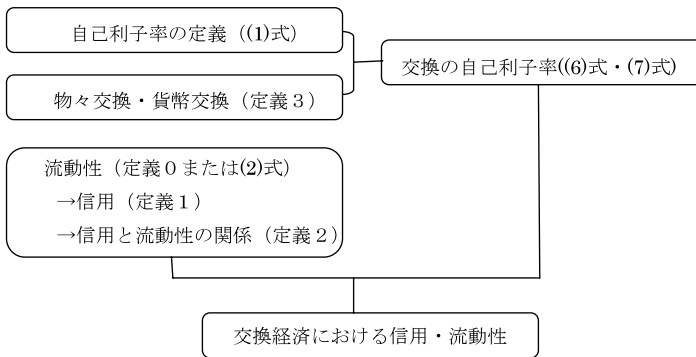
(6)式あるいは(7)式で表現される財*i*を保有する経済主体は、物々交換・貨幣交換いずれかの方法で、財*j*を手に入れることができる。よって、もしこの経済主体が財*j*で支払わなければならない債務を負っているとすれば、財*i*を保有するという事実が当該経済主体の債務支払い能力を表すことになる。定義1を用いれば、このことは当該経済主体が信用を持っているということになる。そしてその信用を裏付けるのが(2)式であらわされる財*i*の流動性にほかならない(下図参照)。

なお、以下の議論を通じて維持される重要な仮定がある。

7 本稿の作成にあたり多くの文献を調査したが、今のところ物々交換の定義が明確に与えられている文献を見出すには至っていない。アダム・スミスが述べるように交換は人間に与えられた本性であるとするならば、物々交換の存在はむしろ公理として受け入れたいほうがよいのかもしれない。

仮定：以下で展開される交換に関する考察では，経済主体に交換を行わせるインセンティブとしての価格ファクターを捨象した上で行われる（価格ファクターの捨象）。

言いかえれば，交換に伴うすべての調整が終了した静学的な状況の記述が以下の分析の中心的課題であるということになる。特に，この点は論文後半において短期債権・長期債権の交換仮定を考えるときには十分な注意が必要である。



では次に(6)式，(7)式を使って物々交換と貨幣交換の関連について詳しくみていこう。はじめにいずれの交換によっても同じ自己利子率が実現されるケースを考える。言い換えれば，財 i を持つ経済主体はどの交換によっても同じ利便性を持つ財 j を入手できるということである。このときは，

$$r_i = \bar{r}_i \dots\dots\dots (8)$$

したがって，

$$f_i(c_j, q_j, l_j) = f_i(f_M(c_j, q_j, l_j)) \dots\dots\dots (9)$$

となっていなければならない。この関係が次のことを意味している。財 i に

よって手に入れられる財 j の量を k としよう。つまり $f_i(c_j, q_j, l_j) = k$ である。これが貨幣 M を使って入手できる財 j の量に等しいから、 $f_M(c_j, q_j, l_j) = k$ である。では、貨幣交換の第一段階（財 i で貨幣 M を入手する過程はどのように書くことができるだろうか。これは財 i の量と貨幣 M の量の大小によって次のように場合分けできる。図1-1を見よ（一部変数表示を簡略化している）。

横軸に提供される財、縦軸に入手できる各財をとると、

$$f_i(c_j, q_j, l_j) = f_M(c_j, q_j, l_j) = k \quad \dots\dots\dots (10)$$

となるので、財 i の量がより貨幣 M より小さい時には f_i が f_M より上位に位置しなければならない。横軸上の M を 45° 線によって縦軸に移し、 i からの垂線と交差する点 (x) を通る右上がりのグラフを描けばそれが $f_i(l_M)$ となる。

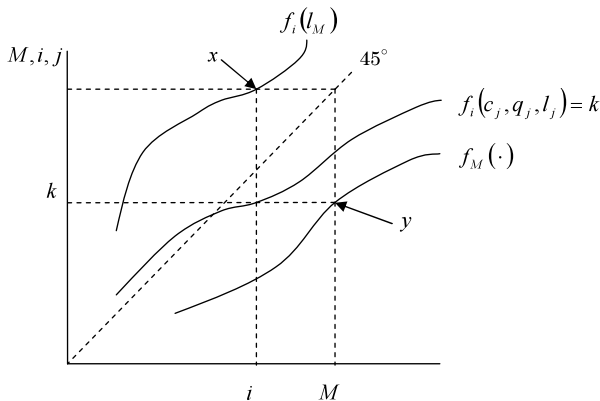


図1-1

というのは、財 i と貨幣 M がともに財 j を k だけ手に入れなくてはならないから、 $f_M(\cdot)$ が f_i より下に位置する限り、 $f_M(\cdot)$ は点 (i, k) よりも右側の点（たとえば点 y ）を通らなければならない。このときの貨幣 M を財 i

によって入手できるためには、 $f_i(l_M)$ は点 x を通らなければならないのである。すなわち、

$$f_M(\cdot) = k \text{ at point } y \quad \text{かつ} \quad f_i(l_M) = M \text{ at point } x \quad \dots\dots\dots(11)$$

3本のグラフの相対関係から、財 i が多く貨幣 M を手に入れる時には貨幣 M が手に入れる財 j の量は相対的に少なくなる ($f_i(l_M)$ が上位、 $f_M(\cdot)$ が下位に位置する)。

逆に、財 i の量がより貨幣 M より大きい時は図1-2のようになる。すなわち、財 i と貨幣 M がともに財 j を k だけ手に入れなくてはならないから、 $f_M(\cdot)$ が f_i より上に位置する限り、 $f_M(\cdot)$ は点 (i, k) より左側の点 (たとえば点 y') を通らなければならない。このときの貨幣 M 貨を財 i によって入手できるため、 $f_i(l_M)$ は点 x を通らなければならない。このことから、財 i が少ない貨幣 M を手に入れる時には貨幣 M が手に入れる財 j の量は相対的に大きくなる ($f_i(l_M)$ が下位に位置し $f_M(\cdot)$ が上位に位置する)。

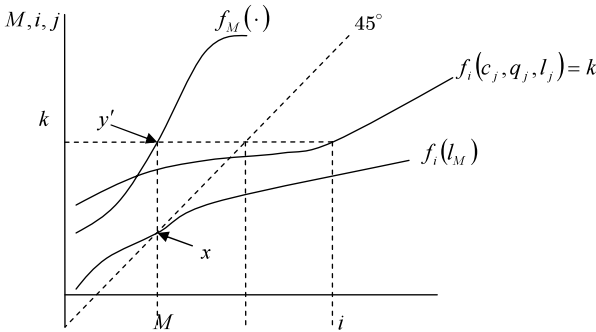


図1-2

この関係で重要なのは、 $f_i(l_M)$ と $f_M(\cdot)$ の位置関係である。数値例をあげてみよう。財 A 一個が財 B 五個と直接交換可能であるとしよう。もし、財 A 一個の貨幣価格が200円だとすれば、財 B 五個が手に入るとき財 B 一個の

貨幣価格が40円となる。これに対し、もし財 A 一つの貨幣価格が100円なら、財 B 一個は20円でなければならない。つまり、 $f_i(l_M)$ が200円から100円に低下すれば、 $f_M(\cdot)$ は0.25個から0.5個へ上昇するのである。

しかし、この取引を貨幣の流動性という点から見るとどのように解釈できるだろうか。本稿では『一般理論』に従って流動性を定義した(定義0)。ところが、物々交換と貨幣交換が等しくなるような状況では、図1-1のように貨幣の流動性 ($f_M(\cdot)$) が財 i の流動性 (この場合財 j に対する流動性) より小さくなる場合がある。 $f_i(l_M)$ が上位に位置する図1-2の場合でもすべての領域にわたって上位に位置するとは言えない(図1-2の左方部分では上下が逆転している)。これは二つの交換の結果が等しくなるように貨幣の流動性が調整されるからである。

3-2 古典派の体系における信用と流動性

(8)式が古典派の世界を表していることは明らかだが、議論を整理する意味で定理の形にまとめておく。証明は前節の議論通りである。

定理1 (古典派の世界における貨幣交換):

物々交換と貨幣交換が同じ帰結をもたらす経済においては、財 i が多く (少なく) 貨幣 M を手に入れる時、貨幣 M が手に入れる財 j の量は相対的に少なく (多く) なる。

つまり、交換可能性に限って言えば貨幣と貨幣以外の財は代替的であり、そこではベールである貨幣は物々交換において達成される状態になんの変化ももたらさない。セイ法則が成立する需給均衡点において、貨幣財は体系の過剰決定を回避するためのニユメールとして機能するだけであり、そこでは非貨幣財よりも他の財をより多く獲得できるといった機能は必要とされないのである。

したがって、最大の流動性を持つ財を貨幣財にしなくてはならない理由は

ない。むしろ、ある財を貨幣財とするときの（実物的な）機会費用が一番小さい財を選択するほうが望ましい。よって、 q と c の小さい財が選択される。ここから考えると、金（gold）が貨幣財として多用されたのは、第一に持ち越し費用が小さかったから（減価しにくい）であり、第二に金を原材料としてのより大きな価値を生み出す産業用の用途が限られていた（＝装飾品など金を金としてのみ利用することが多かった）ことが理由としてあげられよう⁸。

古典派世界ではすべての交換の帰結を物々交換に還元することができるから、先述したように、他財と交換可能である財 i を保有することが当該経済主体の債務支払い能力を裏付けるから、それだけ信用を持つことになる。つまり、古典派の経済主体は貨幣財を保有していなくても信用を得ることができ、また、信用があるからと言って貨幣を保有しているわけではない（むしろ、貨幣財を保有することが信用を失わせるわけではない）。

3-3 貨幣の流動性

では、『一般理論』に従って、「 $c = q = 0$ （よって $r = l$ ），かつ、 l が当該経済の中で最大になる財」を貨幣と定義し、このときにこれまでの議論がどのように修正されるのかを考えよう。図1-1あるいは図1-2と同じような議論が可能であるが、ここでは $f_M(\cdot)$ がすべての領域にわたって $f_i(c_j, q_j, l_j)$ の上位に位置することになる。つまり、

$$f_M(\cdot) > f_i(c_j, q_j, l_j) \quad \text{for all } i, j, m, \dots \dots \dots (12)^9$$

図2-1を見よ。財 i を直接財 j に交換すると、 j_0 を得ることができる。貨幣を用いる場合は次のようになる。まず単純化のために財 i は貨幣 m_0 を入手

8 逆にいえば、『一般理論』のように最大の流動性を持つ資産を貨幣とするという定義は必要ないのであり、この一点をもってしても『一般理論』の古典派の体系との相違を浮き彫りにできる。

9 (12)式は間接的な形で『一般理論』での貨幣の定義を表していると解釈できる。

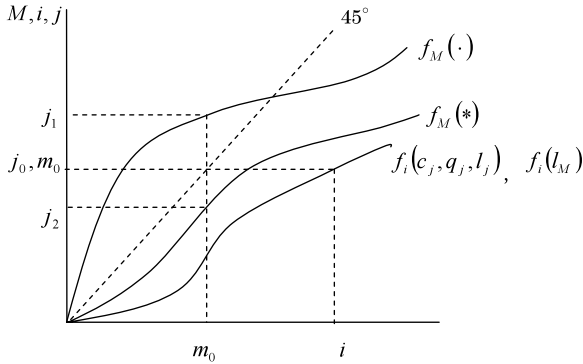


図2-1

できるものとしよう。これを45°線を使って横軸に移し、そこから $f_M(\cdot)$ にしたがって財 j を j_1 だけ得ることが可能になる。この場合、 $j_1 > j_0$ だから、貨幣交換のほうが有利である。しかし、 $f_M(\cdot)$ の位置が $f_M^*(\cdot)$ のときには、貨幣交換によって得られる財 j は j_2 となり物々交換より状況が悪化する。貨幣がより多くの財を手に入れるとき、すなわちデフレーションのときには、 $f_M(\cdot)$ は高い位置にありそれだけ貨幣を用いることが有利になる。逆にインフレーションの場合は($f_M^*(\cdot)$ のケース)、物々交換が有利となる。

しかし、図2-2に示されるように $f_i(c_j, q_j, l_j)$ が45°線よりも上にある場合には、 $f_M(\cdot)$ はすべての領域にわたって $f_i(c_j, q_j, l_j)$ の上位に位置するかぎり、貨幣交換が有利になる。

図2-1と図2-2の議論から、財 i との交換で得られる貨幣財 m_0 が初期に保有する財 i の価値と、貨幣 M が財 j を入手する能力($f_M(\cdot)$ の位置、あるいは貨幣の流動性の強さ)に依存して、貨幣交換の有利性に関する次のような定理を得ることができる。証明は上記の議論通りである。

定理2 (『一般理論』の世界における貨幣交換):

財 i が少なく貨幣 M を手に入れる時は、貨幣 M が十分多くの財 j を手に入れるときに限り、貨幣交換が有利である(図2-1の場合)。

財 i が多く貨幣 M を手に入れる時は、貨幣 M が手に入れる財 j の量は物々交換が手に入れる財 j の量より多くなるから、常に貨幣交換が有利である(図2-2の場合)。

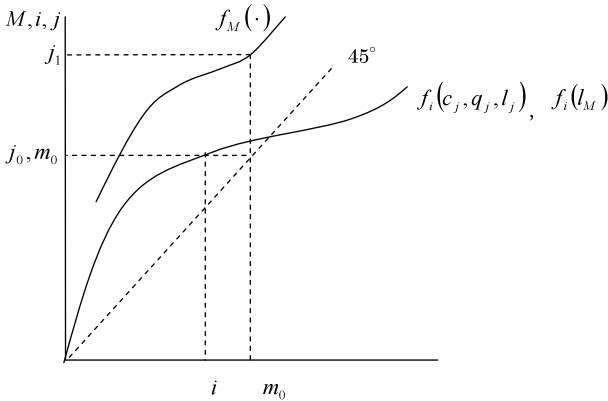


図2-2

定理2の前半部分は、その経済で最も流動性が高い財を貨幣としても、そのことだけで貨幣交換が常に有利になるとは限らないということを含意している。逆にいえば、貨幣交換が有利であるためには、貨幣がそれ以外の財と比べて大きく属性を異にしていなければならない、すなわち、個々の財が持つ流動性を凌駕する流動性を持たなければならないのである。よって、流動性という観点から見たとき、貨幣と財は古典派が想定するように代替的ではない。むしろ財の流動性と貨幣の流動性があいまって最終的な財を入手するという意味では両者は補完的と言えるかもしれない。貨幣の特殊性を強調するケインズ的世界が投影する交換経済のイメージと、財の延長線上に貨幣を置く古典派の世界が抱く交換経済のイメージの間にはかなりの懸隔がある。

ところで、図2-1と図2-2の違いは、 $f_i(c_j, q_j, l_j)$ が45°線の下方面にあるか上方にあるかの違いとしても理解できる。上方にあるということは財 i の(財 j に対する)流動性が高いということであり、加えて貨幣の流動性が加味さ

れるため最終的に有利な交換が可能になるのである。古典派の場合には、このときに貨幣の（財 j に対する）流動性が低下することで実物的な均衡状態が維持される。しかし『一般理論』の場合には、たとえ財 i の（財 j に対する）流動性が低くても（45°線の下方向にある）、貨幣の流動性が十分に高ければ財の流動性不足を補完してなお余りあるという場合が起こりうる（図2-1, $f_M(\cdot)$ の場合）。

3-4 $f_M(\cdot)$ の形状と貨幣交換の有利性

以上のことから、図2-1であれ図2-1であれ、 $f_M(\cdot)$ の傾きが急であればあるほど j_1 が大きくなるから、それだけ貨幣交換が有利になる（図2-3）。

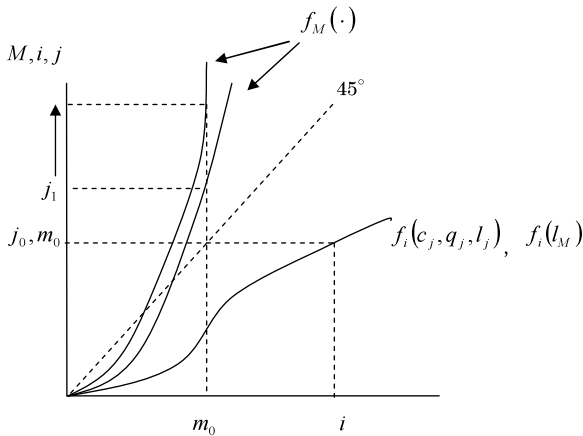


図2-3

こうした事態は図2-3に示したように、 $f_M(\cdot)$ が増関関数であるときに生じやすい。つまり、投入される貨幣量が多いほど獲得できる財の量が多い場合であり、これは貨幣に規模の経済性が存在することを意味する。これを一定の取引に必要な貨幣量という形で表現すれば、いわゆる貨幣需要に関する平方根ルール（square-root rule）と本質的に等しくなる。

3-5 貨幣交換における信用と流動性

(12)式が成り立つ時(『一般理論』で描写された世界), 信用の意味合いも変わる。これは, 古典派において単なるニューメレールに過ぎなかった貨幣財が, 流動性においてすべての財に優越するという特別な属性を持つようになったことに由来する。

さて, 前述したように(定義0, 定義2), 信用とは債務を解消しうる能力である。債務を解消するためにはそのために手放す(債権者に支払う)経済的価値を所有しなければならない。つまり, 債務の清算に用いられる財(債務財: その財の提供により債務が清算される財)を保有していなければならない。

しかし, 交換経済においては, 必ずしも債務財それ自体を保有する必要はなく, 債務財と交換可能な財を持っていても信用を維持することはできる。土地・建物などが融資審査の際に重視される傾向にあるのはこのことと対応する。あるいは, 個人向けローンの審査においては, 返済期間にわたる所得予想が考慮されるが, これは労働力という財(サービス)の所有が信用を裏付けると考えられているからであろう¹⁰。

ところが, 任意の財の所有が信用を裏付ける程度は, 特定の債務財を入手しうる能力=つまり任意の財の流動性に依存して決まる。そうだとすれば, 経済において最も流動性の高い財である貨幣を所有していることが信用を最も強く裏付けるだろう。貨幣を所有していれば債務財がどのような財であっても, 対応が可能だからである。

この点において, 古典派の世界と『一般理論』の世界の違いを正しく理解しておく必要がある。古典派の世界では, 貨幣はニューメレールである。むしろ, 交換経済であることは変わらないから貨幣も他財を入手できる。しかし,

10 正確にいえば, 債務財に交換できる財を所有している場合はストックとしての信用であり, 債務財に交換できる財を獲得できる能力を所有している場合はフローとしての信用という違いがある。

その能力は財と財の物々交換において決まる交換比率によって支配される。一方、『一般理論』の世界では、ある財を他財に交換したときの成果（どれくらい他財を手に入れられるか）は、物々交換と貨幣交換の場合で異なり、（貨幣の定義から）後者の場合のほうが多くなる。

さらに、債権者の側から見ても同じようなことがあてはまる。いかなる経済主体であれ永久に債権者であり続けることはありえない。債務者となったときの信用を維持するためには、結局は貨幣を所有することがもっとも有利である。また、債権者であるということが将来の債務者としての信用を裏付けることもある。したがって、債権者もまた債務財として貨幣を要求すると考えるのが自然である。

ところで本稿は近年の金融市場およびそれに引き続き生じた実体経済の混乱という事態を受けて、流動性リスクと信用リスクの相互関連、あるいは“流動性危機が信用危機に発展した”“お金がないから信用がない”といった文言の意味を明らかにしたいという問題意識から出発した。これまでの議論を通じて改めて確認されたことは、第一に流動性は資産や財の固有の属性であり信用は経済主体の属性であるという意味で、両者の次元は異なっているということ、第二にある経済主体の信用を裏付けるのは交換経済の中で債権債務関係を構築した解消する能力であり、第三にそれは貨幣交換のもとでは最大の流動性を持つ財である貨幣を所有もしくは入手できる能力に置換されるということ、最後にこの関係を支えるのは他の財を入手する能力としての流動性がすべての財の中で最大である財を貨幣と呼ぶ、ということであった。したがって、流動性を持ち得ない経済主体は将来の債務を履行する能力を表明できないから信用を失うのである。また、すべての財は固有の流動性を持つが、貨幣の流動性が他を圧倒する以上、貨幣を保有する（保有できる）ということが信用の裏付けである理解するのが現実的だろう¹¹。

11 市場関係者の間では「流動性の高い市場では大口取引を小さな値幅の中で迅速に実行できる」という認識がある。ここから日中の値幅を売買高で割った値を「市場流動性」と定義する場合がある。ただ、値幅や売買高に影響を与える経路は複数考えられる。

以上のように考えると、現実の市場経済においては、流動性を貨幣と同義と考えて議論することに障害はなさそうである。冒頭に紹介したような近年の金融危機の中でも流動性不足とは、突き詰めて言えば経済主体（主に金融機関）が貨幣を手当てできないという状況を指している。貨幣の手当てができない故に銀行の信用（流動性を入手できる能力）が低下、それに続いて銀行間市場の縮小、金融仲介機能の低下、実体経済活動の低下と影響が浸透していったのである。

ところで、流動性は（定義1のように）財に付随する属性だから、他の条件が等しければ財の総量が増えたり減ったりする点における流動性の総量は一定であるはずである。では、財の総量が増えるとき、流動性はどのように変化するだろうか。ある非貨幣財の総量が増えたときの効果は次の二つだろう。第一に、収獲逓減のもとではその財の自己利子率が低下するから、その財を入手しやすくなるので、他の財の流動性が上昇する。第二に、当該財の自己利子率が低下するので他財を手に入れる能力も低下すると思われる。しかし財の総量の増加による当該財の流動性の総量も増加する。個々の財の流動性低下の効果と、財総量の増加による流動量も増加の効果に大小関係によって全体の効果が決まるだろう。

しかし、もしその経済で貨幣だけが流動性を表象するということになれば、第二の効果のみ考えればよい。つまり、貨幣総量の増加は、まず貨幣それ自体の自己利子率を下げることによって他の財を入手する能力を低下させ、他方、貨幣総量全体の増加による流動性の増大、という効果を及ぼすことになる。

4 債権流動化市場への応用

さて、これまでの議論を債権流動化市場と関連付けてみよう。流動性危機とは、冒頭に述べたように金融機関，企業が流動性を手に入れにくくなった状態であり，ここから債務を履行できなくなるリスクが高まると企業の信用が低下する。たとえば，企業間信用で調達した原材料の支払いができなくなれば，一か月・二か月といった短期債務が履行できなくなる。このときもし企業が新たな借入をして支払いをなすという借換えを行ったとすると，それは短期債務者が長期債務を売って貨幣を借り入れ，その貨幣で短期債務を買い取ったと考えることができる（以前に売った短期債務を買い取ることで債権債務関係が解消される）。あるいは短期債権者が支払いの猶予を認める場合（短期債務を長期債務に置換。リスケージュリングに相当）は，短期債務と長期債務の直接交換を行ったということになる。

逆に，長期の住宅ローンを持つ家計が新たな短期の銀行借入れによって期前償還したときは，短期債務を売って得た貨幣を使って長期債務を買い取ったと考えることができる。逼迫した金融機関に対する中央銀行のラストリゾート機能もこれと同様に考えることができるだろう。なお，短期債務を直接，長期債務に置換するという取引も論理的には考えることができるが具体的事例はない（表1）。

このように整理すると，流動性危機あるいは信用危機と呼ばれる状況の中

	売却	仲介	購入	例	議論
短期債務者	長期債務	貨幣	短期債務	借換	4-1(2)(3)
	長期債務		短期債務	リスケージュリング	4-1(1)
長期債務者	短期債務	貨幣	長期債務	期前償還・ 最後の貸し手機能	
	短期債務		長期債務	リバースリスケージュリング	4-2(1)

表 1

で行われる種々の対応は、短期債務と長期債務の交換という形で理解することができ、ここに第三節までの議論を応用できる可能性がある。たとえば、破綻に瀕した短期債務者を救済しようとする金融機関が、借換えとリスクセジュリングのいずれかを選択する意思決定過程を明らかにできる。以下、順次検討する（それぞれのケースが検討される節は表の通り）。なお、短期債務者が別の短期債務に借換えたり、長期債務者が別の長期債務に借換えるということも実際には起こり得るが、これは同じ状況への回帰であり取り上げない。また、先に述べたように、以下のすべての分析においては価格ファクター（利子率）の作用は無視されている。

4-1 短期債務者の場合

表1に示したような金融取引は結局、債務者と債権者が長期あるいは短期債権を交換することによって行われる。そこで、短期債務者（SD）、短期債権者（SA）、長期債務者（LD）、長期債権者（LA）の四者からなる経済を考え、表1の取引がどのように行われるのかを確認しよう。はじめに短期債務者が短期債権者から貨幣を借り入れた状態（BS1）を出発点として議論を始めよう。長期債務者（LD）についての検討はのちに行う。

SD		SA		LD		LA	
貨幣(40)	短期債務(40)	短期債権(40)	資産(40)	-	-	資産(40)	資産(40)

BS1

BS1で短期債務と短期債権を相殺して統合した経済全体のBSでは、負債側に資産80、資産側に貨幣40と資産40が入っている。また、LAが保有する資産は長期的に価値が実現する資産であり、もしSAが資産を保有するときには短期的に価値が実現する資産（たとえば労働力）となる¹²。

12 各科目にいずれも40が割り当てられているがこの数値自体特に議論になることはない。

BS上の変化を正確に記述するための便宜上の数字である。

ところで、SD は短期債務によって貨幣を調達し、長期的に収益をもたらす生産財（原材料など）あるいは消費財（住宅など）を入手するが、この経済でそれを供給できるのは長期債権者のみである。これが BS1* である。

SD		SA		LD		LA (SA)	
資産(40)	短期債務(40)	短期債権(40)	資産(40)	-	-	貨幣(40)	資産(40)

BS1*

LA が持つ貨幣は現時点で価値が実現される。その意味で LA は短期の債権者（SA）に機能を変化させたといえる。別言すれば、現時点での債務支払い能力を持つのは債務財を持つ長期債権者（LA）なのである。また、SD の生産性が十分ならば、将来貨幣を入手できるという意味で、SD は信用を持つ。ただ、本稿はこうした生産活動は金融調整がすべて調整した後に行われるものとし、以下ではもっぱら BS1 がどのように変化するかに着目する。これは4つの経済主体間で長期短期の債権債務が移動する過程とその帰結に議論を集中させたいからである。

（1）リスケージュリングの場合

さて何らかの理由で SD が短期債務を支払えなくなったとしよう。このときの対応は二通り考えられる。第一に、SA が支払いを猶予するものであるが、これは SA が手持ちの短期債権を長期債権に置き換えるということにはほかならない（BS2）。これに伴い SD は LD に、また、SA は LA に性格を変える。これはいわゆるリスケージュリングである。SD は長期債務を売って自ら長期債務者に変身し、それと同時に短期債務を買い取るのである（消却する）。また、LA は貨幣のみ所有するという意味で短期債権者（SA）に変わるので、BS2 から BS3 へ変化する中で、各経済主体の機能が入れ替わっていることにも注意せよ。いうまでもなく、長期債務と長期債権を相殺すると、残るのは経済全体の初期状態と等しい（BS2 網かけの項目）。

SD (LD)		SA (LA)		LD		LA	
貨幣(40)	長期債務(40)	長期債権(40)	資産(40)	-	-	資産(40)	資産(40)

BS2

(2) 短期借入を長期借入へ借り換える場合その1

ところが、SDとSAの直接交渉によるリスケージュリングが不可能な場合は、次の二つの方法のいずれかによらなければならない。第一の方法は、SAのバランスシートに追加的な貨幣財を注入する場合であり、これはBS3で示されている。

つまり、SAは追加的な貨幣をSDに貸し付け、SDはその貨幣で短期債務を消却する。要するに、SDは長期の借換えによって短期債務を履行する。SDはもともと短期債務を解消することを望んでいたので、BS3の最終状態においてはSDは短期債務と短期債権を相殺するだろう(*の部分)。この点に留意した上で、各経済主体の状況を見ると、SDにはLDの機能、SAにはLAの機能が新たに付加されていることに気付く。

SD		SA		LD		LA	
貨幣(40)	短期債務(40)	短期債権(40)	資産(40)	-	-	資産(40)	資産(40)
貨幣(40)	長期債務(40)	長期債権(40)	資産(40)				

(取引途中)

SD (SD, LD)		SA (SA, LA)		LD		LA	
貨幣(40)	*短期債務(40)	貨幣(40)	資産(40)	-	-	資産(40)	資産(40)
*短期債権(40)	長期債務(40)	長期債権(40)	貨幣(40)				

(最終状態)

BS3

長期債権と長期債務を相殺した上で初期状態と比べると、貨幣40が純増していることが確認できる。これが可能であるためには、SAが自ら債務財を生産するか(中央銀行の場合はこれが可能)、もしくはSAに外生的に債務財が注入される必要がある。つまり、借換えが行われるためには、そのため

の貨幣が追加的に確保される必要がある。

(3) 短期借入を長期借入へ借り換える場合その2

SDはSAではなくLAからも長期借入を行うことができる(BS4)。しかし、LAは貨幣を持たない。このとき、LAが貨幣を創造するか外部から注入されれば、それを引当てに長期債権をSDに提供できる。また、長期債権債務を相殺すると、BS5の最終状態は経済の初期状態と等しい¹³(SDの短期債務と短期債権が残されていることに留意)。なお、SDはLDに変わるが、SAの機能はそのままである点でBS3と異なっている。

SD		SA		LD		LA	
資産(40)	短期債務(40)	短期債権(40)	資産(40)	-	-	資産(40)	資産(40)
<u>貨幣(40)</u>	<u>長期債務(40)</u>					<u>長期債権(40)</u>	<u>貨幣(40)</u>

(取引途中)

SD (SD, LD)		SA		LD		LA	
資産(40)	短期債務(40)	<u>貨幣(40)</u>	資産(40)	-	-	<u>長期債権(40)</u>	資産(40)
短期債権(40)	<u>長期債務(40)</u>						

(最終状態)

BS4

(4) リスケーシングと借換えの相違

貨幣を相殺して考えれば、BS2(リスケーシング)、BS3、BS4(借換え)の最終状態は等しい。では、リスケーシングと借換えはどのような基準で選択されるのだろうか。借換えが可能なのは、SAが貨幣を創造するか(BS4の場合)、LAが(一時的にSA)手持ちの貨幣を手放すかのいずれかが生じるときである。逆にいえば、SAが貨幣を創造できず、LAも貨幣を

13 BS3やBS4においては追加的に貨幣が供給されているのでマネーサプライが増加する。しかし、企業や家計が銀行部門に預金を持っている場合は、預金が用いられることがあるのでマネーサプライが増加するとは限らない。この点に関する詳しい議論については深浦(2009)を参照のこと。

手放そうとしなければリスケージリングしか手段は残されていない。

したがって、両者の違いはSDが長期債務の売却および短期債務の購入という債権債務の交換を媒介物＝貨幣を用いて行うかどうかという点に集約される。換言すれば、債権債務の直接交換（物々交換）がリスケージリングであり、貨幣交換が借換えである。直接交換と貨幣交換の相違についてはすでに図2-1、図2-2で論じているので、それを参考にこの問題を考えてみたい。

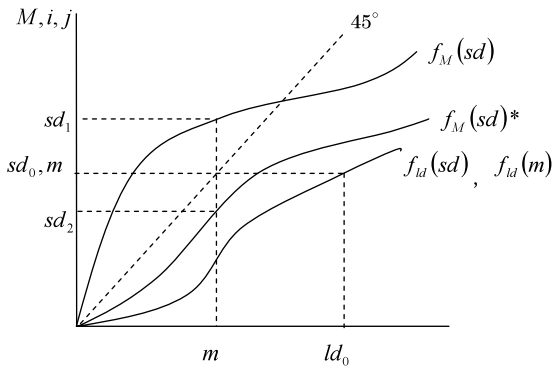


図3-1

図3-1は図2-1を修正したものである。 ld_0 はSD保有の長期債務であり、これを直接交換（リスケージリング）すると $f_{id}(sd)$ 、したがって短期債務 sd_0 を得る。一方、 ld_0 を貨幣に借り換えると $f_{id}(m)$ に従い貨幣 m を得る。この後、 m を短期債務に交換するが、 $f_M(sd)$ に従う場合は、 $sd_1 (> sd_0)$ を $>$ 得る。つまりSDはリスケージリングより有利な条件で短期債務に置き換えることができるのである。逆に、 $f_M(sd)^*$ による場合は $sd_2 (> sd_0)$ となり、不利になる。図2-2に対応した議論も同様に可能であり、この場合には常に借換えが有利になる。

このことから定理 2 を次の系に書き改めることができる。

定理 2 の系：

長期債務が少なく貨幣 M を手に入れる時は、貨幣 M が十分多くの短期債務を手に入れるときに限り、借換えが有利である。

長期債務が多く貨幣 M を手に入れる時は、貨幣 M が手に入れる短期債務の量は物々交換が手に入れる短期債務の量より多くなるから、常に借換えが有利である。

まず系の後半から考えよう。「長期債務が多く貨幣 M を手に入れる」とは SD の借入れ能力が高いということであり、それだけ信用が高い。貨幣の流動性は最大である（=いかなる債権よりも流動的である）という仮定のもとでは、最終的に入手できる短期債権も多くなる。現実の取引では短期債権を低価格で買い取ることができるということだから、これは SD に提示される金利水準が低いことになるが、これは当初の信用が高いということと矛盾しない。

系の前半は次のように説明できる。「長期債務が少なく貨幣 M を手に入れる」ということは SD の借入れ能力が乏しいことを示す。つまり、信用が低い。よって、仮に貨幣の流動性が最大であったとしても、“元手”となる貨幣を十分に手に入れられない以上、借換えが有利とはいえず、リスクージュリングによるしかない。貨幣が少ないことに伴う流動性不足を、貨幣に質的な意味での流動性が補って余りある場合に限り、借換えが可能である。

4-2 長期債務者の場合

次に長期債務者（LD）に着目する。このときの初期状態を BS6 のように考えよう。BS1 との違いは、LD が長期債務によって貨幣を保有していること、短期債務者はこの経済活動から離脱するということである。また、BS6 では SA は資産のみ持っているがこれは BS1 の LA が保有する資産ではな

く、短期的に価値の実現する資産（たとえば家計が保有する労働力）などを表すことに注意されたい。したがって、経済全体では負債側に資産80、資産側に貨幣40と資産40が記入されることは変わらない。

SD		SA		LD		LA	
-	-	貨幣(40)	資産(40)	貨幣(40)	長期債務(40)	長期債権(40)	資産(40)

BS5

LDは貨幣も用いて生産財（原材料など）や消費財（住宅など）を入手するが、この経済では資産供給は短期債権者(SA)によって行われるだろう。これがBS5*である。

SD		SA		LD		LA	
-	-	貨幣(40)	資産(40)	資産(40)	長期債務(40)	長期債権(40)	資産(40)

BS5*

以下ではBS5を基準にするが、現実的なストーリーを考えるにはBS5*がわかりやすい。SAを家計、LSを企業、LAを金融機関としてみよう。すると、企業は金融機関（たとえば投資銀行）から長期資金を調達し、家計から労働力という資産を買い入れ、それをを用いて生産活動を行う。生産活動の期待収益（労働力の価値実現）が長期債務を裏付けるというストーリーを描くことができる¹⁴。

(1) リバースリスケジュールング

さてここでLDが長期債務を履行できなくなったとしよう。長期債務だから、返済を先延ばしするという意味でのリスケジュールングはありえない。

14 短期債権者を取り扱ったBSでも同様にLAが家計、SDが企業、SAが金融機関というストーリーを考えることができる。しかし、家計は消費者であり経常的な支出が必要であること、短期金融だけでサポートされる生産活動は、手形・小切手による金融以外に想定しにくく現代の企業活動の多くのを反映しないと思われる。

ありうるとすれば債務を小分けにして小額ずつ支払うということであり、仮にリバースリスケジュールと呼ぼう。これは長期債務を短期債務に置換するという事なので、BS6のように書くことができる。先のBS2に対応するものであり、LD, LAがそれぞれSD, SAに変わる。しかし、これは先述のリスケジュールに対応させるための議論であり、現実には考えにくい。よって、以下では議論から除外する。

SD		SA		LD (SD)		LA (SA)	
-	-	貨幣(40)	資産(40)	資産(40)	短期債務(40)	短期債権(40)	資産(40)

BS6

(2) 期前償還

したがって、貨幣を介在させて長期債務と短期債務を置き換える過程を見よう。その第一の手段は期前償還である¹⁵。

BS7を見よ。LAは追加的な貨幣をLDに貸し付け、LDはその貨幣で短期債務を消却する。これはLDは本質的には短期の借換えであり、一般に期前償還と呼ばれる手法に近い。LDの長期債権・債務(*)が残っていることに注意しながら最終状態を見てみると、LDはSDに、LAはSAに機能転化している。さらに短期債権・債務を相殺してみると、初期状態に貨幣40が加わった状態であることが確認できる。BS4で説明したように、この貨幣純増分はLAが自ら債務財として生産するか、そうでなければ外生的に注入されなければならないことも先述の議論と同様である。中央銀行が外生的に貨幣を注入する機能を持つとすれば、これは最後の貸し手機能と解釈することもできよう。

15 一般に、期前償還は“債務者が長期債務を支払えなくなった”ためではなく金利低下局面に生じる債権価格変化に伴う裁定取引として行われる。つまり、サヤ抜きを目的とした積極的な取引である。ただ、4-1節の議論と対応させるためにここで取り上げている。

SD		SA		LD		LA	
-	-	資産(40)	資産(40)	貨幣(40)	長期債務(40)	長期債権(40)	資産(40)
				貨幣(40)	短期債務(40)	短期債権(40)	貨幣(40)

SD		SA		LD (LD, SD)		LA (SA)	
-	-	資産(40)	資産(40)	貨幣(40)	* 長期債務(40)	貨幣(40)	資産(40)
				* 長期債権(40)	短期債務(40)	短期債務(40)	貨幣(40)

BS7

短期債務がLAではなくSAによって提供されても同じ過程が進行する(BS8)。LDはSAから短期借入を行うが、貨幣を持たないので自ら創造するか、外部から注入されなければならない。最終状態においては、LDはSD、LAはSAになる。長期債権債務を相殺すると、BS5の最終状態は経済の初期状態と等しい。

SD		SA		LD		LA	
-	-	資産(40)	資産(40)	貨幣(40)	長期債務(40)	長期債権(40)	資産(40)
		短期債権(40)	貨幣(40)	貨幣(40)	短期債務(40)		

SD		SA		LD (LD, SD)		LA (SA)	
-	-	資産(40)	資産(40)	貨幣(40)	* 長期債務(40)	貨幣(40)	資産(40)
		短期債権(40)	貨幣(40)	* 長期債権(40)	短期債務(40)		

BS8

4-3 債権流動化に対する含意

BS2, BS3, BS4, BS6, BS7, BS8において、BSの項目がそれぞれ入れ替わることに伴って、各経済主体の役割が変わっていくという状況は、債権流動化の意味を探る上で重要な鍵となる。

本稿の流動性の定義に従えば、流動化とは流動性の異なる資産を手に入れることであり、最も狭い意味では最大の流動性を持つ資産としての貨幣を手に入れることである。そのために貨幣より流動性の低い資産が提供される。つまり、債権流動化とは流動性の異なる資産を交換する取引にほかならない。実際にはより流動性の高い資産を入手することが通常であろう。たとえば、長期債権を短期債権に入れ替えることができれば、貨幣を入手できる時期が近くなるという意味でより高い流動性を手にすることができる¹⁶。

このように考えると、

- (1)短期債権者が貨幣を入手する取引、
- (2)長期債権者が貨幣を入手する取引、
- (3)長期債権者が短期債権を入手する取引、

の3つを債権流動化と呼ぶことができそうである。このうち(1)と(2)を狭義（厳密な意味での）債権流動化、(3)を含めた取引を広義の債権流動化と呼ぶことにしよう。

前節まで議論したそれぞれのBSがこれら3つの債権流動化にどのように対応するのかをみてみよう（表2）。

(1)においては、短期債権者（SA）が手持ちの短期債権を流動化しようとしている。つまり、原債権はSAが保有する短期債権である。ここで短期債権者に提供される流動性（貨幣）をだれが供給しているかによって二通りの取引が可能である。長期債権者が新規貸出を行うとき（ここで新たに長期債権が創造される）には、長期債権者から借り入れた経済主体を経由してオリ

16 論理的には、高い流動性の資産をより低い流動性の資産に転換することも流動性の交換という意味で債権流動化といえる。実際、より高い流動性を入手しようとする経済主体があるとすれば、より低い流動性を受け入れる経済主体が存在しない限り交換は成立しない。高低、低高双方の取引を包括して債権流動化と呼ぶためには、上述のように流動性の交換と定義することが望ましい。ここで注意が必要なのは、貨幣そのものが交換の目的となる債権流動化では、貨幣の交換媒介機能を用いることができないので欲望の二重の一致が成立しなければならない。

類型	オリジネータ	原債権	オリジネータの資産変化	流動性の供給者	最終的原債権保有者	BS
(1)	SA	短期債権	短期債権 貨幣	LA	SD	BS4
			短期債権 貨幣 + 長期債権	SA		BS3
(2)	LA	長期債権	長期債権 貨幣	SA	LD	BS8
(3)			長期債権 貨幣 + 短期債権	LA		BS7

表 2

ジネータのもとに貨幣が供給される。この借り入れを行った主体は結果的に長期債務者となるが、BS4 ではそれが短期債務者から長期債務への機能転換という形で示されている。一方、短期債権者自身が貨幣を供給する場合はBS3 に相当する。

長期債権者がオリジネータになるケースはBS8, BS7 で描写できる。このとき、貨幣を最終的に供給するのが短期債権者である場合と長期債権者自身である場合に区分できるのは(1)と同様である。

ところで、BS4 で新規の長期貸出をオリジネータ自身が借入れる場合はどのように考えればよいだろうか。このときにはSD に記入されていた貨幣と短期債務がSA の貸借対照表に移るので、SA は短期債権を手放すことなく流動性を手に入れることができる。要するに新規借入れを行ったに過ぎず、債権流動化と呼ぶことは適当ではない。

SD		SA		LD		LA	
資産(40)	短期債務(40)	短期債権(40)	資産(40)	-	-	資産(40)	資産(40)
		貨幣(40)	<u>長期債務(40)</u>			<u>長期債権(40)</u>	<u>貨幣(40)</u>

BS9

表 2 から得られるもっとも興味深い含意は、貨幣を誰が供給するかが債権

流動化を類型化する際の重要な視点だということである。さらに言えば、それがオリジネータ自身であるのか、オリジネータ以外であるのかという相違である。このうち、オリジネータ以外の経済主体が貨幣を供給する場合は、比較的理解が容易である。オリジネータは必要とする流動性を持つ他者と債権の交換を行うだけであり、基本的には財の交換と違いはない。

しかし、オリジネータ自身が供給する場合は若干の注意が必要である。(1)でこのことを検討してみよう((2)(3)でも以下の議論は等しくあてはまる)。SA自身が貨幣を供給するとBS4(最終状態)が実現する(BS10として再掲)。

SD (SD, LD)		SA (SA, LA)		LD		LA	
貨幣(40)	短期債務(40)	貨幣(40)	資産(40)	-	-	資産(40)	資産(40)
短期債権(40)	<u>長期債務(40)</u>	<u>長期債権(40)</u>	<u>貨幣(40)</u>				

BS10

こうした取引は単なる想像上のものではない。たとえばSAを収益性の低い短期資産を保有する事業会社と考え、SDをSA自身が設立した金融子会社としてみよう。SDを用いることでSAは短期債権をオフバランスでき、かつ、安定的と標榜しうる長期債権と流動性の高い貨幣を保有することができる。この結果、BS9と比較すれば理解できるように、債務を負わないという意味でSAの財務状況は改善されている。貨幣が最大の流動性を持ち流動性が信用を裏付けるのであれば、上記のことはSA自身が貨幣の創造という形で流動性を生み出すことにほかならない¹⁷。

17 BS4ではSDは短期債権と短期債務を相殺すると考えたが、BS10のSDが保有する短期債権をさらに流動化することも可能である。このとき、第二のSAとして行動することになるから、新たに別会社を設立し自分自身で流動性を供給すればBS10と同じ状況が再現される。ところがSDはもともとSAによって供給された貨幣(もしくはそれに対応した長期債務)をもって短期債権を購入したのだから、その短期債権を原債権とした流動化は最終的にはSAの債権を再流動化したことになる。

4-4 流動性の具体化

ここで問題になるのは、流動性は財に固有の属性である以上、流動性の具体的形態である貨幣を SA が生み出せるかどうかである。正確に言えば、すべての財のスペクトルの中で貨幣が連続的に存在する古典派の世界においては、貨幣と認識される財を SA が生産できるかどうかであり、貨幣の特殊性が強調されるケインズ的世界ではそうした特殊な貨幣を SD がどのように生産するかという問題である。最後にこの点を考察して先に示した定義 2、定義 3 に実体的な意味を与えよう。

たとえば、SA が大幅な対外貿易黒字（長期債権）を持ち、それを裏付けとして貨幣（おそらく貨幣にきわめて近い流動性を持つ何か）を発行する場合、金（gold）を大量に採掘・保有しそれを裏付けに貨幣を発行する場合などが考えられる。しかし、これらは基本的に事業会社である SD が実体的な経済活動を通じて得た財や金に対する請求権を流動性として具体化させているだけであり、先述の類型に従えば古典派的な枠組みから出るものではない。

5 結論

債権流動化を流動性の交換として理解することは本論文のみならず筆者の基本的分析視座である。ただし、流動性が正確に何を意味するのかは必ずしも厳密に吟味されてはおらず、それが本稿を含めた一連の流動性分析の契機となっている。その一方で流動性は実社会においても頻繁に用いられる言葉であり、さらに最近では金融危機の広がりの中で信用と対になって取り上げられることが多くなった。そこで本稿の前半では、ケインズ『一般理論』第17章で展開された流動性に関する議論に依拠し、交換経済における流動性と信用の意味を簡単な一般均衡モデルによって考察し、いくつかの定理に集約した。後半では債権流動化に関する含意を導いた。

主な結論は次のとおりである。まず、信用を債務履行能力、あるいは経済

主体の支払い能力を表す経済主体自身の属性、資産の流動性をその資産を保有する経済主体の信用を裏付ける資産自身の属性と定義し、簡単な交換経済において流動性（貨幣）が果たす役割を考察した。そして流動性という観点から考えると、古典派の経済においては貨幣と財は代替的、ケインズの世界ではそれらは補完的であることを示した。さらに、こうした含意をもとに、流動性が交換される債権流動化の過程の類型化を試みた。そして、流動化される債権が長期債権か短期債権か、またそれに対して提供される流動性の源泉が何であるのかによって整理できると論じた。最後に論文冒頭の問題意識に立ち返りより現実的な視点、すなわち期前償還やリスケジュールリングなど実際に行われることの多い流動性管理手法の含意を再検討した。それによって、短期債権者が貨幣を入手する取引、長期債権者が貨幣を入手する取引の二つを債権流動化と呼ぶことが流動性の定義と整合的であると結論づけることができる。

参 考 文 献

- 金子孝昭，2007，アメリカのサブプライムローン問題，『立法と調査』2007年9月別冊
井村進哉，2008，サブプライムローン問題と証券化機構の変貌，『彦根論集』第374号
R., J., Shiller, 2008, The Subprime Solution, Princeton University Press
G., Cooper, 2008, The Origin of Financial Crises, Random House Inc. NY
N., Ferguson, 2008, The Ascent of Money, Penguin Books, NY

