

## 《研究ノート》

## 貨幣的利子論の意義

## 池本正純

ケインズの『一般理論』は独立した二つの支柱によって成り立っているというのが、これまでの通説となっている。つまり乗数理論と流動性選好理論とである。そして、そのいずれが重要でかつ革命的な意義をもつかということがよく議論せられた。しかしこれら二つは決して独立なものではない。むしろ両者は密接に関連しあっているものであり、流動性選好説の貨幣的利子論としての成立根拠は、まさに乗数過程という動学的調整過程の存在にあるといえる。

貨幣的利子論が唱えられる背景には、貨幣の(財としての)特殊性の認識があるのであるが、その特殊性は不確実性の問題と密接なつながりをもつ。先の乗数過程の存在も、実は、不均衡の際の調整過程における不確実性の問題にかかわっているのである。つまり、貨幣的利子論というのは、不確実性の存在する現実の世界において成立するところの利子率に、できるかぎり肉迫しようとする試みなのである。

- (1) cf. L. R. Klein, *The Keynesian Revolution*, 1947.  
 (2) 通常の比較静学的な乗数理論をわれわれは想定しているわけではなく、それを動学的な調整過程と考えている。この点については「二」を参照された。

## 一 実物的利子論のもつ意味

これまで、実物的利子論を貨幣的利子論から区別する規準として、貨幣の中立性(もしくは二分法)が成立するか否かということが中心に考えられてきた。つまり、貨幣の中立性が成立するとすれば、そこには実物的利子論が妥当するとみなされる。例えば次のような短期的集計モデルを考えてみよう。

$$M = P \cdot L(r, X) \quad (1)$$

$$S(r, X) = I(r, X) \quad (2)$$

$$X = X(N) \quad (3)$$

$$dX/dN = W/P \quad (4)$$

$$N = N(W/P) \quad (5)$$

ここで(1)は貨幣需給均衡式であり、 $M$ は貨幣供給量(所与)、 $P$ は物価水準、 $L$ は貨幣需要関数、 $r$ は利子率、 $X$ は実質所得を示す。(2)は貯蓄・投資の均衡(つまり財市場の均衡)式であり、 $S$ は貯蓄関数、 $I$ は投資関数を示す。(3)は生産関数で、 $N$ は労働雇用量を示す。(4)は労働の限界生産力に実質賃金が等しくなるように労働が必要されることを示し、 $W$ は貨幣賃金である。(5)は労働の供給関数である。五本の方程式に対して、 $X$ 、 $N$ 、 $P$ 、 $W$ 、 $r$ の五つの変数が対応し、一意的でかつ意味のある

る解が存在するものと仮定する。

このようなモデルでは、 $W/P, X, N, r$  という実質的変数は (2) - (5) から決定することができ、(1) は単に  $P$  を決定する役割しか果していない。それ故、物価と貨幣賃金が伸縮的であると仮定する限り、貨幣供給量の変化ならば、貨幣需要関数のシフトが利子率を変化させることはない。つまり、貨幣の中立性 (さらに二分法) が成立することになり、実物的利子論が妥当することになる。

この性格は、実質残高効果を取り入れたバティンキンモデルにおいても変わらない。このモデルは先の (1)、(2) を

$$M = P \cdot L(r, X, M/P) \quad (1)'$$

$$S(r, X, M^h/P) = I(r, X, M^h/P) \quad (2)'$$

と変更することによって示される。 $M^h$  は家計保有残高であり、 $M$  は企業保有残高である。このモデルでも、 $P$  と  $W$  が伸縮的である限り貨幣の中立性 (さらに二分法) が成立し、実物的利子論の妥当性が主張される。

しかし、実質残高効果の代わりにより一般的な資産効果を導入するとモデルの性格は一変する。そのようなモデルは (2) をさらに

$$S(r, X, A/P) = I(r, X) \quad (2)''$$

と変更することによって示される。 $A$  は金融資産の名目価値を表わす。(1) と (2)'' を  $M$  で微分し、 $dr/dM$  について解けば

$$\frac{dr}{dM} = \frac{A \cdot \frac{\partial S}{\partial(A/P)} \cdot \left(1 - \frac{dA}{dM} / \frac{A}{M}\right)}{P \cdot \left(\frac{\partial S}{\partial(A/P)} \frac{\partial L}{\partial r} + \frac{\partial S}{\partial r} \frac{\partial L}{\partial r}\right)}$$

が得られる。 $A$  は  $M$  以外のものを含んでいるので  $dA/dM < 1$  と考えられる。さらに  $\partial S/\partial(A/P) > 0$  (資産効果) であり、また  $\partial L/\partial r < 0$ ,  $\partial S/\partial r > 0$ ,  $\partial L/\partial r > 0$  と考えられるので  $dr/dM < 0$  となる。つまり、実質残高効果以外の資産効果が存在すれば、たとえ物価と貨幣賃金が伸縮的であっても、貨幣の中立性は成立しない。それ故貨幣的利子論が妥当と言われる。

しかし果して貨幣的利子論の成立の基盤はこのような資産効果の存在にのみ帰せられるものであろうか。『現実の世界』において貨幣が常に厳密な意味で中立的であると考える根拠は実際存在しないのであるが、この中立的でないことがピグー・シトフスキー効果に基づくところはほんの無視しうるほどにすぎない。今までに述べてきたモデルには、実は重大な仮定が秘められている。それは確実性の仮定である。逆に言えば、実物的利子論というのは不確実性の存在しない特殊な世界においてのみ成立する利子論なのである。そして貨幣的利子論の成立の根拠はこの不確実性の問題にかかっていると考える。

(1) cf. Modigliani, F., "Monetary Mechanism and its Interaction with Real Phenomena", *Review of Economics and Statistics, Supple.*, Feb. 1963.

- (2) Patinkin, D., *Money Interest and Prices*, 1965, pp. 270—71.
- (3) Patinkin, *ibid.*, pp. 236—52, 366—81.
- (4) 以上で資産効果とは、資産価値が増大するほど貯蓄が減少する（消費が刺激される）ことを意味す。
- (5) cf. Metzler, L. A., "Wealth, Saving, and the Rate of Interest," *Journal of Political Economy*, 1951, pp. 93—116.; Smith, W. L., "A Graphical Exposition of the Complete Keynesian System", *The Southern Economic Journal*, vol. 23 (Oct. 1956).
- (6) Modigliani, *op. cit.*, p. 65.

二 流動性選好説と乗数理論

流動性選好説が貨幣的利子論として成立する重大な根拠は、価格と数量との調整変動を含むところの乗数過程の存在にある。ここで再び一節で示したモデルに帰って、貨幣的攪乱の利子率に与える影響について考えてみよう。

$$M = P \cdot L(r, X) \quad (1)$$

$$S(r, X) = I(r, X)$$

これらの方程式を  $M$  で微分し、さらに  $dr/dM$  について解くと次のような結果が得られる。

$$\frac{dr}{dM} = \frac{\left(\frac{\partial S}{\partial X} - \frac{\partial I}{\partial X}\right)(1-e)P}{\frac{\partial L}{\partial X} \left(\frac{\partial I}{\partial r} - \frac{\partial S}{\partial r}\right) + \frac{\partial L}{\partial X} \left(\frac{\partial S}{\partial X} - \frac{\partial I}{\partial X}\right)}$$

ここで  $e = \frac{dP}{dM} / \frac{P}{M}$  である。ケインズは『一般理論』の中で数量説の一般化として次の式を提示した。

$$e = e_d(1 - e_0(1 - e_w))$$

「古典派」におおては  $e_d = 1, e_0 = 0$  が想定せられていたので  $e = 1$  となった。しかしケインズは、たとえ  $e_d = 1$  を認めるとしても、現実の経済においては供給の弾力性が存在するはず ( $e_0 > 0$ ) なので  $e < 1$  と考えるべきだと主張した。もしそうだとすると、 $\frac{\partial S}{\partial X} - \frac{\partial I}{\partial X} > 0, \frac{\partial I}{\partial r} < 0, \frac{\partial S}{\partial r} > 0, \frac{\partial L}{\partial X} > 0$  を考え合わせれば  $dr/dM < 0$  となるであろう。つまり財需給のギャップが価格変動だけでなく、供給量の変動によっても吸収されるならば、貨幣量の増大は必ず利子率の下落をもたらすはずである。その具体的プロセスは次の様になろう。貨幣量が増大したとき、その攪乱はまず証券市場に影響を及ぼすことにより、利子率を引き下げる。利子率下落に伴って、投資需要ならびに消費需要が増大する。それによって物価水準が上昇すると同時に、実質的な財供給量も増大する。拡大した実質的投資水準に応じて資本の限界効率は低下する。その低下する限界効率と一致するような点において、利子率の均衡が得られる。勿論、この均衡は究極的均衡とは言えない。財市場ならびに労働市場

に超過需要が存在しているはずである。しかし実際には、経済全体の調整過程の一コマに、必ずこのような状況が存在するはずである。実物的利子論で想定しているような(すべての市場で一様に瞬間的に収束するといったような)調整はあり得ない。一般にある財の需給調整の過程は次のような方程式体系で表されよう。

$$dD/dt = \alpha [p(D) - P]$$

$$dS/dt = \beta [p - p_s(S)]$$

$$dp/dt = \gamma [D - S]$$

(a)

(b)

(c)

ここで  $p$  は需要関数の逆関数であり、 $p_s$  は供給関数の逆関数である。(a)は需要量の価格に対する反応行動式であり、 $\alpha$ はその反応速度を表わす。(bは時間) (b)は供給量の価格に対する反応行動式であり、 $\beta$ はその反応速度を表わす。(c)は市場の需給ギャップに対して価格が反応する(オークション = auctioneer の)行動を表わし、 $\gamma$ はその反応速度を示す。この市場の需給ギャップがクリアされるまでの時間は、これら  $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$  すべてに依存している。重要なことは、この調整時間はどのような市場であろうとも瞬間的になされるいうことはあり得ず、また各市場によって大きく異なるはずだということである。

$\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$ の値は、需要者、供給者、オークション = アの価格認識能力や、目標関数に沿って合目的にすばやく行動しうる能力に関係すると同時に、その市場の情報伝達組織がどの程度効率的に整備されているかという条件に大きく依存する。

さらに、 $\alpha$ 、 $\beta$ の値は財のもつ具体的特殊性により需要量や

供給量をどの程度任意に変更できるかという条件にも制約されるであろう。例えば、基礎的消費財や長期的投資計画に基づいて購入される資本財などについては、 $\alpha$ はきわめて小さくなる。逆に在庫の可能な商品については、 $\alpha$ 、 $\beta$ の値は大きくなる。また流通組織の整備された商品については $\gamma$ の値は比較的大きいと考えられる。

そして重要なことは、労働サービスについては $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$ すべてがきわめて小さいと考えられるのに対し、証券と貨幣については、 $\alpha$ 、 $\beta$ 、 $\gamma$ のすべてがかなり大きい値をもっているであろうということである。労働サービスの需給事情には単なる経済的指標のみならず、様々の要因(心理的要因、制度的要因)が反映しており、また市場の情報伝達組織が他の市場と比べて効率的ではないので、労働の供給量(需要量)が賃金の動きに対して、一貫したすばやい反応を示すことができない。証券は貨幣を除いた財・サービスの中で最も流動性に富み、交換が容易であるので、需給調整の利子率に対する反応速度は非常に大きい。またあらゆる財の中で情報伝達組織が「たとえその情報が実物過程に対応しないイリュージョナルなものである」最も完備した市場であるので、超過需給に対する利子率変動も極めて敏速であると考えられる。それ故、貨幣市場は証券市場と最も速く結びつき易く、どの市場に対してよりもまず証券市場の均衡をもたらすように貨幣市場が対応する。その結果、貨幣的要因の変化(強気・弱気に基づく貨幣需要関数のシフト)は直接的に証券市場に影響を及ぼし、その効果が利子率変

動となつてすぐに現れやすく、また実物的要因の変化(投資関数・貯蓄関数のシフト)による利子率変化の度合いが、証券市場を経由することによって抑えられ、利子率による実物的需給均衡の調整が遅れるという現象が生じやすくなる。

例えば、企業活動における利潤機会が急に低下したとする。

投資需要は減退し、新規証券の発行は減少する。そのさい貯蓄者は資金の活用のために既発行の証券の買いにまわり、投機家は証券を売ってこれに応ずる。これは結果的には、貯蓄者から証券購入として流出した貨幣の流れを投機家が保蔵したことになる。投機家の弾力的な貨幣保蔵行為により、利子率は実物的均衡をもたらすような水準にまで下がり切っていない。ここまでの証券市場と貨幣市場との調整には殆ど時間を要さないと考えられる。体系の一方では、財の超過供給とそれに対応する貨幣の超過需要が残存しているはずであるが、物価の調整速度が無限大ではあり得ず、逆に供給の弾力性が存在するので、生産水準の低下が起きてくる。そして需給調整速度の最も遅い労働市場にやがて超過供給(失業)が生じてくるであろう。かくして財・サービスの実物的需給の一致しない点において利子率水準が当分の間維持されるという現象が生じてくる。

このように、財・サービスによって市場組織の情報伝達の条件が異なり、体系全体の調整過程において、市場によりずれが生じてくるような構造が存在するところに、乗数理論の本質が横たわっている。また流動性選好説が貨幣的利子論として成立する根拠もそこにある。

(1) Keynes, J. M., *The General Theory of Employment,*

*Interest and Money,* 1936, p. 305.  $u \cdot v' \cdot e_d = \frac{dD}{D}$

$$\frac{dM}{M} = \frac{dO}{O} = \frac{dD_w}{D_w} = \frac{dW}{W} = \frac{dD}{D} \text{ のことであり、 } D \text{ は有効}$$

需要、 $O$  は実質生産量、 $D_w$  は賃金単位の有効需要、 $W$  は貨幣賃金である。

### 三 貨幣経済の特質

通常の静学的一般均衡モデル(実物的利子論の基盤)では、財(あるいは市場)の特殊性は無視されており、すべての財が同等の交換物であるかのように扱われる。そのことは、貨幣を導入しようがすまいが利子率の水準(もしくは実物的変数の均衡値)には何ら影響がないとする議論に象徴的に現れている。貨幣は絶対物価水準を決めるためにしか導入されておらず、貨幣のもつ財としての特殊性が全く考慮に入れられていないのである。ヴィクセルが貨幣供給行動の特殊性に基づいて貸付資金説を提示したのも、ケインズが証券市場と特殊な仕方での結びついた貨幣需要行動に基づいて流動性選好説を提示したのも、ひとえにこの貨幣の特殊性に注目したからであった。その点をヴィクセルとケインズの利子論に沿いながら考察してみよう。

ヴィクセルは貨幣経済の特質を銀行組織による信用創造として捉え、貨幣市場において成立する利子率が実物的均衡をもたらしとは限らないと主張した。

「銀行は多かれ少かれたいいその利子率政策において束縛されている。例え利子率政策が……ある一定の弾力的限界を動きうるにしても、その過程は慣習と伝統(ルーティン)に制約されたものが支配的である。外界の力によって要請されない限り、銀行が利子率を変化させるといふことは無いといつてよい<sup>(1)</sup>」このように貨幣供給組織としての銀行が、貨幣需要側の企業の活動に対して受身的にしか対応しないという現象は、確かに「慣習と伝統」による制約の結果とも言えるが、さらにつきつめると、そこには不確実性(情報)の問題と貨幣の特殊性の問題とが潜んでいる。つまり、銀行は企業の側でどれだけ収益の機会の大きさを見込んでいるかを直接知ることはできないのである。銀行の採りうる行動は、企業の資金需要の程度に応じて銀行の資産構成における流動性の状況が何らかの対応策を構ぜざるを得ないような許容限度にまで変化してはじめて、貸付利率を調整して信用制限(緩和)を行うといふことである。それが客観的に見れば、間接的に自然利子率へのアダプテーションとなっているにすぎない。銀行は内部貨幣発行により、かなりの程度伸縮的な貨幣供給量を許容できるので、取引活動の水準の変化に対してすぐに利子率調整を対応させることができなないのである。

これは要するに、具体的な貸付利率を決定する組織(貨幣市場)においては、実物的財・サービス市場における均衡についての情報が直接察知できず、誤った資金の価格づけを行うことになりやすいということである。不確実性に基づくところの予

測の誤りは、まさに貨幣の特殊性(内部貨幣供給量の弾力性)によって助長され、吸収される。

ケインズでは、不確実性の矢面に立つのは証券市場であり、予測の誤りは投機家の行動を通じて現れる。不確実性の存在しない世界においては、過去になされた貯蓄決意が後になって変更されることはあり得ないので、各期のフローとしての貯蓄・投資の決意のみによって利子率が決定されると考えられる。しかし不確実性のもとでの証券市場においては、いったん証券購入として決意された貯蓄を再び現金化しようとする現象が生じうる。そのような過去の貯蓄決意の修正の場合が証券市場である。そこでは、単にその期の新期発行証券の需給事情だけでなく、過去に決意された(発行され、保有せられた)証券ストックに対する需給再調整の事情が、証券価格決定に支配的な力をもつ。

証券市場は貯蓄決意(先物財注文)の変更を可能にするが故に、つまり、社会全体としては固定化されている投資が、個人にとっては流動性を保っているが故に、金融組織としての存在意義をもつのであるが、しかしそのことが同時に、将来財をも含めた実物的均衡についての情報を誤らせやすくする。つまり、証券を現金化することができるということが、証券の長期にわたる収益性についての予測に対して関心を失わしめるのである。そこに投機の成立する原因が潜んでいる。長期にわたる利まわりを目的とせず、短期的キャピタルゲインを目的とする投機家は、常に安全資産としての貨幣の保有との間の選択を迫られる。

債務手段(証券)と貨幣とが異なるものだという認識は、当然貨幣の外部的制約(供給の弾力性の小さい外部貨幣としての性格)の認識につながる。貨幣は最も流動的な安全資産であると同時に稀少なものとして特徴づけられ、貨幣の稀少性は、不確実性に基づく心理的要因によって変動する。かくして証券市場の不確実性は投機家の心理的要因を通じて貨幣的現象となつて現れる。

不確実性の存在しない世界では、将来財をも含めた需給が一致するようにすべての価格と生産量とが決定されるが、実際にはすべての財・サービスについての完全な先物市場は存在しない。将来財に対する需給の調整は、間接的にしかも結果的に証券市場を通じてなされるにすぎない。投資をする企業と貯蓄をする家計とが証券市場をはさんではっきりと分離しており、その間に投機家的行動が入り込むので、そこに成立する証券価格が貯蓄・投資の均衡(将来財をも含めた実物的需給均衡)をもたらずとは保証されない。つまり、証券市場における不確実性の故に、企業の方でなされる将来財の需要予測と、家計の側でなされる貯蓄決意との間に乖離が生じたり、また、企業の側での将来の収益性に対する期待と、家計の側での証券利まわりの予測との間に乖離が生じたりする可能性が非常に大きくなる。しかもこのフローとしての貯蓄・投資のギャップは、証券市場のストックとしての価格支配力により永続化される傾向がある。

証券市場は、不確実性の存在する世界において、貯蓄から投資への資金の流れをスムーズに行わしめるための一大発明ではあるが、しかしそれによって不確実性の壁が乗り越えられたわけではない。不確実性に基づく心理的要因(それは貨幣的現象として現れる)によって、証券市場ではイリュージョナルな情報を反映した価格が形成される(つまり実物的利子率から貨幣的利子率が乖離する)可能性が依然として存在する。

ヴィクセルでは、貨幣的利子率と実物的利子率とのギャップとして現れた予測の誤りは銀行の内部貨幣供給の伸縮性によって吸収せられたわけであるが、ケインズではその不確実性に基づくところの予測の誤りは、投機家の外部貨幣の弾力的保蔵(放出)によって吸収され、存続する。つまり貨幣は不確実性に基づくところのイリュージョナルな判断を正当化する温床となつていふと言えよう。

(1) Wicksell, K., *op. cit.*, p. 204.

(2) Leijonhufvud, A., *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, 1968, p. 303.

(3) cf. Clower, R. W., "Productivity, Thrift, and the Rate of Interest," *Economic Journal*, March 1954, pp. 107—115.

(一橋大学大学院博士課程)