

ケインズのデイクトミイ

長谷田 彰彦

現代の貨幣理論の大勢は、流動性選好説も貸付資金説も、さらに貨幣数量説をも、もっとも一般的な交換体系の特殊な諸局面として理解するという方向にある。ワルラス法則をひいての、ヒックスの、流動性選好説と貸付資金説との等値は、もし、貨幣需給均等式をインプリシットとするならば貸付資金説、債券のそれをインプリシットとするならば流動性選好説となると説明されたが、その限りでは、ラーナーのあまりにポピュラーとなったビーナツツ方程式をあげての反論は適切であったといつてよい。ワルラス法則を満足させるためには、交換される財のうちのどれか一つについての需給均等式をインプリシットにすればよいのであって、とくに貨幣と債券のいずれか一つが除去されねばならないという理由はな

い。ワルラス法則をひいての両学説の等値の真意は貨幣需給均等式も債券の需給均等式もともに含む一般交換体系のなかで利子率は決定されるということにある⁽¹⁾。

貨幣数量説については、それが近時貨幣に対する需要方程式として定式化されていることから、一般交換体系へのくみこみはきわめて自然である。また、数量説のこのような解釈と、流動性選好説の最近の展開によって、両者はほとんど同一の理論とみなしうるほどに接近している。この接近は現代貨幣理論におけるもっとも重要な発展であって、こうして、ふたつの貨幣学説は形式的な貸付資金説のわくぐみ、つまり金融資産を含むワルラス的交換体系のなかに解消されようとしている。

この論文の目的は金融資産と実物資産をも含む一

般交換体系を否認し、流動性選好理論を独自の利子学説として救済することである。流動性選好の理論はすべての金融資産の保有についての選好の理論として展開される。これには貨幣、債券ばかりでなく、株式によって代表されるエキティ(正味資産)に対する選好も含まれる。

しかし、一般交換体系におけるような、金融資産と実物資産に対する選好の間の選択は認められない。貨幣的攪乱の実物の世界に対する衝撃は新古典派理論におけるように直接的ではありえない。雇用理論についても、ケインズの不完全雇用均衡の復活が提言される。

(1) Don Patinkin: *Money, Interest and Prices*, 2nd ed., 1965, p. 377.

(2) Milton Friedman: *The Present State of Monetary Theory*, 『季刊理論経済学』一九六三年九月。

一 ケインズ批判の帰結

古典派理論の二分法に対するケインズの攻撃は、貨幣と実物世界との間のしきりを取り払って一つの交換体系を設定することではなかった。それはセイの法則の下の実物世界に貨幣を投入して、それをワルラスの法則の下

の一般交換体系に転換することではなかった。これらは、ケインズ以後の経済学者が現代にいたるまで行なっていることで、その先駆は、ケインズの雇用理論への批判としてあらわれたビグー効果の理論である。もし、貨幣賃銀が伸縮的ならば、非自発的失業の存在は物価水準を下落させ、消費者の保有する貨幣の実質価値を上昇させ、より多くの消費支出をもたらすことによって、有効需要を完全雇用所得に恢復させるであろうという主張は、実は、消費者の貨幣に対する需要と、消費財に対する需要との間の代替をはじめて理論体系のなかにもちこんだものであった。さらに、ランゲは、これを貨幣と財貨との直接的代替として定式化し、ケインズの利子率による投資決定理論のかねなりの定式化である間接的代替と併せて貨幣的效果の理論を展開した。⁽¹⁾こうして、貨幣に対する需要は、消費財に対する需要ばかりでなく、投資財に対する需要とも相互に代替されるものと認められたのであって、これから、ワルラス的な一般交換体系の一局面としての現代貨幣理論の設定へとみちびかれたのである。⁽²⁾

新古典派といわれる学者たちの、ケインズ雇用理論へ

の批判は、古典派の刀槍ではなしに、まさにケインズによって創始された新鋭の銃器によってなされた。貨幣が単に一般財貨の交換の媒介手段であって、それ自体にはなんの効用もないとする古典派の貨幣観を打破して、ケインズは貨幣に流動性という独自の効用のあることをはじめて明らかにした。この効用のゆえに貨幣はそれ自体として保有の選好を生じる。それについて、ケインズが考えたのは貨幣をもつか、債券をもつかという貯蓄資産内部での選好であって、そこから貨幣利子率決定の理論が展開されるのであるが、かれの批判者たちは、この選好の範囲を貨幣的世界のなかに限定する理由を見出さなかった。貨幣が独自の効用をもつならば、これは他の一般の財と併せて、交換体系のなかに投入されるべきであるとする、貨幣理論の現在の支配的な方向はケインズの『一般理論』のなかからみちびかれたといつてよい。

とはいえ、貨幣に対する選好を貯蓄資産のなかに限定していたケインズにとって、理論的にもっとも重要な流動性保有動機は投機的動機であったが、貨幣を他の一般財貨と同じ交換体系のなかにくみ入れる現代貨幣理論にとって、それは取引ないし予備的動機である。⁽³⁾予備的動

機は、ケインズにおいては、利子率の決定に積極的な役割を果たすものとはされていなかった。

ケインズの雇用理論に対する新古典派の批判、すなわち、ビッグ・ラング、ヒックス、フリードマン、バティンキンらのそれを総合して、若干、粗雑にのべればつぎのようになる。もし、非自発的失業があったとしても、貨幣賃銀が伸縮的であるならば、貨幣賃銀の下落から一般物価水準の下落を生じ、貨幣ストックの実質価値、つまり、実質現金残高が増加する。取引動機、および予備的動機から保有されていた分はたちまち過剰となつて、一部は消費支出に向けられ、所得からの消費性向を高めよう。のこりは有利な資産の購入、あるいは投資支出に向けられる。債券の購入に向けられれば利子率は低下し、これは間接的に投資支出を増大させよう。これらすべては雇用が増加し、非自発的失業が解消するまで作用するであろう。⁽⁴⁾すなわち、批判の目的はケインズの不完全雇用均衡が貨幣賃銀の下方硬直性のみかかっているという指摘であり、その核心は貨幣ストックの実質価値の実質所得ないし実物ストックとのバランスに注目したことである。このばあい、直接的代替の存在は、投

資支出の利子率に対する不感応性をここでの議論に無関係にする点において重要である。

任意の貨幣ストックの存在のもとにおいて、つねに完全雇用が達成されるという一般的交換体系の設定は、しかしながら、ケインズ雇用理論に対する批判を超えて、もっとも一般的な定式化のなかでの貨幣理論の展開をもたらしした。それらのなかの、もっとも見事な成果であるとされているパティンキンのモデルの積極的な主張の一つもやはり古典派の二分法に対する、実質現金残高を掲げての攻撃であったが、そのモデルによって明確にされた帰結は貨幣の中立性であった。⁽⁵⁾それは貨幣量が二倍になったばあい、すべての価格が二倍になるだけであって、相対価格および利子率に変化はないという古典派の論理の再確認にはかならない。それ自体としての効用をもつとされる貨幣の存在も、もし、価格の伸縮性が前提されるならば、経済の実体なんの影響も与えないことになるのである。

一足の靴の効用は物理的に確定しているが、一円の貨幣の流動性効用は投機的動機に由来するそれを除くならば財の価格の変動に比例して変動する。靴の供給が増加

し、その価格が低落しても、一足の靴の物理的効用は変わらないから、価格の低落に依じて（靴が下級財でないととして）靴に対する需要は増加するであろう。しかし、貨幣の供給が増加して、その相対価値が低落するばあいはこれと異なる。財の価格の上昇は貨幣一単位の効用を比例的に低下させるから、貨幣に対する需要は増加しない。取引動機および予備的動機に由来する、それ自体としての効用をもつ財としての貨幣に対する需要は、その購買力について、まさに古典派理論にみられる通り、一の弾力性を有するのである。一般的な交換体系のなかで、消費財、投資財と直接的な代替関係の場におかれた財としての貨幣の流動性効用は本来的に取引ないし予備的動機であるから、この体系の貨幣論的帰結が古典派の二分法になるのは当然である。

貨幣にそれ自体の効用を認めて、古典派の二分法を否定したケインズの雇用理論に対する新古典派の批判は、そのように財として認められた貨幣を一般的交換体系のなかにくみ入れるという、いわばケインズの理論の一般化ないし拡張という方向で行われたが、その帰結はすでにみたように価格伸縮性の前提のもとにおける貨幣の中

立性ということであった。それは長期的均衡については古典派的な貨幣ベール観の復活であって、近代的な貨幣政策ないしその理論は単に短期的な過渡的な局面に適用されるに過ぎないことを意味する。

このように利子論ないし貨幣政策の理論においてみられるような、純粹理論と現実的な政策理論との間の背反ほど顕著な事例は他にみられないであろう。以下において、われわれはこの背反の真の含意を検討する。それは経験的というよりはむしろ先験的に検討されるべき問題である。

- (1) Oscar Lange: *Price Flexibility and Employment*, 1944.
- (2) Don Patinkin: op. cit.
- (3) *ibid.*, p. 15.
- (4) J. R. Hick: "A Rehabilitation of 'Classical' Economics?" *Economic Journal*, June 1959. Milton Friedman and David Meiselman: *The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the U. S., 1897—1958, in Stabilization Policies, Research Study for CMC*, 1963.
- (5) Don Patinkin: op. cit., pp. 74~5.

二 利子率と投資

貨幣金融政策の理論は貨幣当局が貨幣量を調節することによって利子率を政策的に動かすことができるという立場にたっている。その根拠はいうまでもなく、ケインズの『一般理論』における、貨幣量の増加はそれが丁度吸収されるだけの、債券保有についての弱気の増加、つまり、債券価格はもうこれ以上上昇することなく下落するであろうと判断する人々の増加をもたすところまで債券価格を上昇させる、また、逆に、貨幣量の減少は同じように債券価格を下落させるという投機的動機にもとづく流動性選好の理論である。ここでは、直接的代替は貨幣と債券との間で行なわれることになっている。そして、債券価格によって決定される利子率と資本の限界効率との対比から投資が決定される。この投資によって実現される雇用量は完全雇用以下の水準でありうる。

このばあい、貨幣賃銀の低下によって完全雇用が達成されるとするのは、ケインズによれば、現実的でなく、また、政策上の便宜性を欠くものとされた。つまり、ケインズによる、ピグー効果への再批判は分析的というよ

りは経験的であつたといつてよい。⁽¹⁾そして、一方、ビッグ・以降の、資産効果の理論の一般化はきわめて分析的に行なわれてきているから、ケインズの再評価もまた分析的に行なわれることによって意味をもつであらう。ケインズの不完全雇用均衡が貨幣貨銀の下方硬直性ないし投資の対利子率不感応性に依存しているという新古典派的結論を再検討しなければならないのであつて、この二つの条件の現実性をとり上げることはすでに無意味である。われわれの中心課題は貨幣理論の方法にある。まず、われわれは新古典派的貨幣理論の論脈を實現現金残高と投資との関係において検討しよう。⁽²⁾

利子率の低下による投資の増大は、新古典派的論脈においては、ランゲの貨幣的效果のうちの間接的代替であり、のちに、より一般的に、貨幣および投資財に対する需要の間の代替として定式化されている。

資本の限界効率がちょうど貨幣利子率とひとしくなるところまで投資が行なわれるというケインズの投資決定論はきわめて不完全であつて、⁽³⁾のちの混乱の原因となっている。これは正しくは資本の限界効率がエキティの利廻りとひとしくなるところまで投資が行なわれるという

べきであつた。通常、エキティの価格はその期待収益の貨幣利子率による資本化価値であるとされているから、上のようにいうことは同義反復ととられるかもしれない。しかし、貨幣と債券とに対する保有選好の間に代替があるならば、それらとエキティに対するその間にも代替があつてしかるべきである。ある期待収益をもつエキティの価格は、その保有についての強気と弱気とがちょうど均衡する水準に落着くであらう。一般に貨幣量の増加が債券価格を上昇させ、貨幣利子率を低下させるときには、エキティの価格も上昇させ、その利廻りを低下せよう。これはある資本設備の資産としての価値がその生産費よりも大きくなることを意味する。資本設備が新たに建設されるのは、つまり、投資が決意されるのはこのときである。

ケインズ体系における投資決意の場をこのように正確に設定することによって、つぎの二つの論点がみちびかれる。

第一は、債券価格によって表わされる貨幣利子率と投資決意とは直接的な関係はないのであるから、貨幣的攪乱に対して債券価格が敏感に反応しても、かならず投資

と同じように反応するとは限らないことである。これは、従来からいわれているような、企業者の行動の経験的事実からの推則ではない。貨幣対債券、貨幣対エキティ、債券対エキティのすべての間を通じての一般的な流動性選好の状態は決して、貨幣対債券の間のそれによって代表されるほど単純ではないということである。重要な点は価格が一様に低落するとき、貨幣、債券の実質残高は増大するが、エキティのそれは増大しないということである。このとき、貨幣と債券に関する限り流動性選好はじゅうぶんに満足させられるが、これが直ちにエキティの価格を上げられるかどうか。エキティの価格は、このとき、さきにのべた一般的な流動性選好の状態によって決定されよう。もっともケインズに即した、ヒックスのケインズ批判、すなわち、価格伸縮性と投資の利子率に対する確実な反応を認めるならば、完全雇用は必ず達成されるという批判は、上述のような利子率による投資決定論をもった本来のケインズ体系についていう限り正当である。それが正当でないのは、ヒックスがケインズ体系の不完全な投資決定論に従っていることによってである。

- (1) J. M. Keynes: "The General Theory," 1936, ch. 19.
- (2) 前出、九六頁。
- (3) ケインズの投資決定論は、より正確には、まず利子率に応じて適当な生産期間が選択され、それに適応した資本ストックの限界効率が利子率にひとしくなるところまで投資が行なわれるとき。J. M. Keynes: op. cit., ch. 16.
- (4) J. R. Hicks: op. cit.

三 金融資産と実物資産

より一般的な交換体系にもとづくケインズ批判においては、投資決意が直接に依存するのはエキティの利廻りであって、債券利子ではないというわれわれの主張はすでに充たされているようにみえるかもしれない。なぜなら、そこではすべての金融的資産と実物資産とが一つの交換体系のなかに投げ入れられているのであるから、投資は投資財と他のすべての資産との間の需要の代替として示されているからである。しかしながら、このような一般的な定式化はケインズ体系とは異なる。ケインズ体系では、利子率は所得から貯蓄された資産の、保有における諸形態の間での需要の代替において決定されるとさ

れている。貨幣、債券にエキティを加えることはその利子論を完全にすることであるが、その上にさらに実物資産をも加えることは全く別個の体系を設定することである。

われわれの第二の論点はこれを明かにすることである。

一般的交換体系におけるように、投資財と消費財およびすべての金融資産の間の需要の代替を定式化することは誤りである。その基本的な理由は、第一に、取引ないし予備的動機にもとづく貨幣に対する需要のその購買力⁽¹⁾についての弾力性は一であるということ、第二に、貯蓄と投資の恒等的関係である。

まず、貨幣に対する需要の弾力性が一であるということは、貨幣の購買力の変化について、貨幣と財との間に需要の代替がないことである。これを認めるならば、貨幣の実質残高は交換体系から外さなければならない。そして、同じことが貨幣以外の金融資産についても適用されるのである。

金融資産とは貨幣、債券、エキティの総称であって、すべての貨幣的請求権および所有権を含む。所有権につ

いてはそれが証券化されているものばかりでなく、証券化されていないものも含まれる。貨幣についてはその流動性は一〇〇%であるが、上に掲げた債券以下の資産についての流動性は階層的に低下する。一〇〇円の債券のもつ流動性効用は一〇〇円の貨幣のそれよりも低く、株券のそれはさらに低い。しかし、強調しなければならぬことは、すべての形態の金融資産はそれぞれの流動性効用をもつということである。⁽²⁾そして、取引ないし予備的動機に関する限り、これら資産に対する需要の弾力性は一であり、貨幣とともに交換体系から外されるということである。

取引ないし予備的動機に関する限り、金融的資産の流動性効用はそれら資産を他の一般の財貨と併せて交換体系にくみ入れることを無意味とすることがわかった。しかし、ケインズがはじめて貨幣を実物の世界を支配するものとして経済理論にみちびき入れたときに着目したのは、投機的動機にもとづく需要をみたすべき流動性効用であった。一般的交換体系において、投機的動機にもとづく金融的資産への需要は他の財への需要とどういう関係におかれるか。

投機的動機にもとづく需要をみたす流動性効用は金融資産と消費財との間の需要の代替とは無関係である。いま消費するか、あるいは、金融的資産のまま保持するか、あるいは、取引しないし予備的動機による流動性需要を別とすれば、時間選好の問題であって流動性選好の問題ではない。これは現在における消費財と将来における消費財に対する需要の間の代替の問題である。この間に金融資産が保持されるかどうかはまた別個の取引しないし予備的動機の流動性需要に関することである。

それでは、投資財と金融資産との間の需要の代替についてはどうであろうか。これについては貯蓄と投資との恒等関係に注目すればよい。まず、実物ストックの現在高は過去の投資の累積であるから、それは過去の貯蓄の累積によって代表される。当初、あるストックの投資は必ずその価値にひとしい貯蓄を生じる。この貯蓄が手持貨幣の増加（たとえば、銀行信用の拡張に裏づけられた）、債券の増加、エキティの増加のかたちで行なわれたとしよう。証券化されないエキティをも金融資産とするならば、投資すなわち実物ストックの増加は金融資産の増加と正確に一致するわけである。さて、実物ストックの価

値は投資が行なわれたあとの経済上の諸変化によって、はじめの価値から変化してゆく。この価値の変化は金融資産においては、原則としてエキティの価値に反映され、実物面と貨幣面との恒等関係は維持される。

ここで一言しておかねばならないのは金融連関比率についてである。貯蓄は投資によって生じるが、実際にはそのすべてが貨幣的蓄積となるわけではない。しかし、われわれはエキティを広義に解釈して、投資のすべてが貨幣的蓄積となると定義している。そこでつぎの問題はすべての貨幣的蓄積がそのまま金融資産であるわけではないということである。これは貸借両建の預金を顕著な例とする迂回的金融によって生じる事象である。貨幣的蓄積についてわれわれの定義をとれば、金融資産の総価値は必ず実物ストックの価値を上廻る。つまり金融連関比率は一以上の値をとることになる。また、もし、貨幣的蓄積について通常の狭義の仮定をとるならば、証券化されないエキティが除かれることによって、連関比率はそれだけ低下する。実物ストックと金融資産との表裏の関係が明らかでなくなるのはこのような事情によるのである。しかし、貯蓄投資の恒等関係にもとづいて確言で

きることは、金融資産の成立の窮極の根拠は実物ストックの存在にあること、その新しい供給は投資を裏づけとしていうことである。⁽³⁾⁽⁴⁾

そこで、金融資産の本質がこのようなものであるとすると、それらと実物ストックとの間の需要の代替は実は金融資産内部における、貨幣、債券とエキティの間の投機的需要にもとづく流動性選好の問題であることがわかる。そして、金融資産創設の根拠が実物資産の増加、すなわち投資であることは、金融資産一般の保持と新たな投資財の取得との間に需要の代替の存在しえないことを意味する。貨幣をもつか、小麦をもつか、家をもつかという資産選好の問題は、債券以下の金融資産の存在しない実物のみの交換体系の問題である。ここでの貨幣は実物的な商品貨幣でなければならない。そして、そこで決定されるのは利子率ではなくて資本の限界効率である。⁽⁵⁾

貨幣利子率は貨幣と債券との交換の場で決定されねばならないが、実は、これにはエキティの交換も含まれねばならなかった。貨幣それ自体の効用である流動性（それは商品貨幣にもある効用である）はこの交換の場で債券およびエキティのそれと共に評価され、債券利子率、エキ

ティの利廻りが決定される。これでケインズの利子論は完全に補足されよう。ここでの流動性は先にものべたように投機的動機にもとづいて選好される流動性である。

これに対して、新古典派の人々のケインズ批判は貨幣を財一般との直接的な交換にもち込む方向で貨幣理論を展開させることになった。実際、現実の経済生活では、貨幣、債券をも含めた交換体系がワルラス法則の下に存在しているようにみえる。しかし、ワルラス法則はあくまでもトトロジである。形式的には一個の交換体系として成立しているかにみえる現実の信用経済は、実は、実物の交換体系と金融資産の交換体系とに二分されている。第一の体系では財の相対価格とそれらの自己利子率が決定され、第二の体系ではいろいろの債券利子率とエキティ利廻りが決定される。

われわれの二分法は古典派のそのように貨幣と実物との二分法ではなく、金融資産と実物との二分法である。古典派の貨幣数量説に対してわれわれの金融資産と実物資産との表裏の関係が対応する。

(1) 前出、九七頁。

(2) 筆者、「金融資産の構造と貨幣利子率」、『一橋論叢』、

第四八卷第五号

(3) 消費者信用の債権は消費者の将来の所得に対する信頼を裏づけとしている。従って、金融資産の成立の根拠である実物ストックは物的な蓄積ばかりでなく、人間資本の蓄積も含んでいる。

(4) 筆者、「投資、貯蓄および資産選好について」、『一橋論叢』、第四六卷六号。

(5) J. M. Keynes: op. cit., ch. 17, II.

四 現在と未来とのリンク

非自発的失業の存在から貨幣賃銀が低下し、価格が一樣に下落したばあい、われわれのモデルについては、ケインズまたは新古典派的体系と異り、投資の増加はほとんど期待されない。また、新古典派的モデルのように消費支出の増加を期待しうる理由もない。価格伸縮性を前提としても、完全雇用均衡がかならず達成されるとは限らないのである。

ここで、現代貨幣理論のなかでイギリス的な方向といわれる一般流動性⁽¹⁾という考え方をわれわれの方式に従って検討しておこう。この考え方は、消費および投資、すなわち経済の総支出はとくに貨幣量だけではなしに、貨

幣をも含めた全金融資産の状況に依存するとするものである。⁽²⁾貨幣、債券、エキティのすべてが流動性をもってゐること、そして、それらに対する選好の状態がそれぞれ特異なものであることを強調する点において、これはわれわれの考え方と軌を一にするといつてよい。これに従えば総需要に対する貨幣的統制が有効であるためには、それがかなり直接的、個別的に行なわれなければならないことになる。これは経験的な議論というよりは、金融資産の本質に対する認識にもとづいたものである。ただし、消費支出もまた流動性の状態によって左右されるとするのは、前節の議論からみて誤りである。

ケインズによれば、「貨幣はその重要な属性において、なによりも、現在を未来につなぐ精巧な装置であつて、貨幣チームでなくては未来についての期待の変化が現在の経済活動に与える効果についてなにも論じることではできない。……金や銀や法貨を撤廃しても、……耐久的な資産がなにか存在するかぎり、それは貨幣的属性をもつことができるから、貨幣経済特有の問題は生じるのである。」われわれのばあい、耐久的資産の貨幣的属性、すなわち流動性は金融資産によって代表される。未来につ

いての期待の変化は各種の金融資産に対する保有の選好の変化によって、各種の利子率、利廻りの変化に反映される。すべての耐久資産は交換経済において貨幣的屬性を発揮するのであって、その屬性を代表する金融資産のすべてが現在に未来をつなぐ装置をなしている。貨幣が存在するばあい、この装置を貨幣にのみ限ったのはケインズの誤りであった。貨幣はあくまでも全金融資産の一部とみなければならぬ。

したがって、貨幣供給についても、われわれはそれを資本ストックを代表する金融資産の一部の貨幣化と考える。それは具体的には中央銀行を含む銀行組織の信用創造残高である。投資資金のうち債券、エキティとして定着しなかった部分が貨幣残高としてのこる。そして貨幣を含めての金融資産残高は資本ストックの現在高と表裏をなすことはすでにのべた通りである。貨幣と債券との間の選好についてのみ考えたケインズはこのふたつそれぞれの供給総額、あるいはその合計についてなにも明かにしなかったが、われわれはそれらがエキティと合わせ、資本ストックの現在高を代表するものであることを知っている。

- (1) H. G. Johnson: "Monetary Theory and Policy," *American Economic Review*, 1962, also in "Surveys of Economic Theory," Vol. I, MacMillan, 1965.
- (2) Committee on the Working of the Monetary System; "the Radcliffe Report," 1959, section 389.
- (3) J. M. Keynes: op. cit., p. 294.

五 金融資産の動学

本来、静学的なケインズ体系の、⁽¹⁾ハロッドによる動学化の契機は貯蓄投資の恒等関係であった。そして、ハロッドの基本的な体系には貨幣は入ってこないのであるが、われわれは資本ストックと金融資産との対応関係から、貨幣その他の金融資産を動学体系にもちこむことができる。

たとえば、ハロッドの保証成長率 $G_w \equiv s/C_f$ に従って考えよう。いま、国民所得 Y に対して、貨幣量 M 、債券残高 B 、エキティ残高 E が、それぞれ m 、 b 、 e の比率にあるとしよう。金融連関比率を 1 とすれば $m+b+e \equiv C_f$ である。新投資 I が G_w の成長率で遂行されたとしよう。この投資によって生じた貯蓄が $m:b:e$ の比率で貨幣、債券、エキティの形で保有されるならば、金融資産も均

衡的に成長することになる。それには、投資 I が mI の信用創造と、 bI の債券発行と、 eI の株式発行を伴えばよいわけである。各種の流動性選好の状態に変化がなければ、各種の利子率と利廻りとは不変に保たれるであろう。

ハロッドの動学の投資決定論はきわめて単純なものである。すなわち、資本ストックが過剰となれば投資の増加率は低下し、不足となれば上昇し、適正であればそのままの増加率が維持されるという。これを、われわれのケインズ体系の投資決定論でいうならば、⁽²⁾ 均衡成長経路にあるときは、資本ストックが G_w だけ増加したときの限界効率がちょうどエキテイの利廻りにひとしいような状態にあるということになる。

まず、均衡的成長経路においての貨幣的攪乱から考える。投資が信用創造に支えられて G_w で増加したばあい、債券、株式の供給が均衡的に増加しなければ、利子、利廻りの構造は変化し、体系は均衡成長経路から逸脱する。金融資産の増加額は投資額にひとしいのであるから、株式の新規発行が過小であれば、投機的動機にもとづく流動性選好から、株式価格の上昇、したがって利廻

りの低下をもたらす。これは投資の増加率を G_w 以上に押上げ、拡張的効果をもたらすであろう。逆に、株式発行が過大であれば逆の結果となるであろう。利廻りの変化の適正資本産出高比率に対する、ありうべき影響はこの効果を強めるであろう。⁽³⁾

つぎは、この拡張あるいは収縮が、基本的なハロッド体系におけるように、累積的過程に突入するかどうかという問題である。資本ストックの不足、つまり、現実の資本産出高比率の適正值 G_e 以下への低下は金融資産と所得の比率の低下を意味する。そこで、取引ないし予備的動機への貨幣の引上げは、債券および株式価格を低下させ、利子率および利廻りは上昇する。一方、資本ストックの不足によって資本の限界効率も上昇するから、投資の増加率が加速されるか減速されるかは明かでない。逆の収縮過程についても同様である。ただ、はっきりいえることは、金融面を考慮しないばあいと異り、安定的効果が働く可能性があるということである。

拡張過程における利廻りの上昇が適正資本産出高比率を低下させるならば、自然成長率 G_n が G_w より大きいばあいの拡張的傾向は G_w の増大によって調整されよう。逆の

ばあいもまた同様の調整が行なわれうる。

とはいえ、変動過程におけるエキティ価格の実際の動向はまさにとらえどころのないものである。それはエキティに対する投機的動機にもとづく流動性選好がきわめて不安定なものであることを意味するのであろう。われわれのディコトミイの一つの意義はこの不安定性の指摘

にある。

(1) R. F. Harrod: "Towards a Dynamic Economics," 1948, p. 11.

(2) 前出、九九頁。

(3) 貯蓄率 s についての効果はない。前出、一〇二頁。
(東京学芸大学助教授)