

書評

Samuel B. Chase, Jr., *Asset Prices in Economic Analysis*, University of California Press, Berkeley and Los Angeles, 1963. 149 pp.

速水保

本書は、カルフォルニア大学経営経済研究所の叢書の一つとして刊行されたものであるが、R・A・ゴードン(R. A. Gordon)の序言にもあるように、かつて二十年間(一九三六—一九五五)もカルフォルニア大学で教鞭をとり、一九五八年、五二歳の若さで亡くなったノーマン・S・ブキャナン(Norman S. Buchanan)を記念して創設された、ノーマン・S・ブキャナン経済学賞の第一回受賞作品である。この賞はカルフォルニア大学に提出された、経済学の博士論文の最優秀作品に対し、二年に一回の割で贈られる規定になっているが、該当する論文がない時には必ずしもこの賞は贈られなくてもよいことになっているので、本書の学問的水準は決して低いものではないと思われる。本書の著者、サミュエル・B・チェイス(Samuel B.

Chase)氏は連邦財務省の財務分析局のスタッフであり、またイリノイ大学の経済学講師として、金融論に精通した経済学者であるが、カルフォルニア大学のロルフ(Earl R. Rolph)教授の指導の下に、この論文を書いたものらしい。

本書の内容は、最近発展して来た貨幣理論における資産選択理論、ストック分析の成果の上に立って、資産価格決定の理論を、消費役の価格決定をも含めて、経済の一般均衡との関連においてとりあつかったものであるが、本書と類似の題名をもつ、ラルフ・ターヴェイの『利子率と資産価格』(Ralph Turvey, *Interest Rates and Asset Prices*, George Allen and Unwin, 1960)がケインズ以来の問題であった貨幣、債券等の金融資産の分析、利子率の決定問題を主にとりあつかっているのに対し、本書の著者チェイスは、利子率の問題よりも、実物資産の価格決定の問題をとりあつかっている。そこに本書の特徴があるといえよう。最近の貨幣理論が、ストック分析の方向へ発展しているのは一般に知られているが、なかでも簡単にピグー効果と呼ばれている、価格変化の貨幣残高に与える、実質残高効果の分析はその主なる成果であった。それ以後の資産分析も、主として貨幣、債券、流動性、利子率等の金融資産の問題を扱って来ているのであるが、本書では実物資産に対する価格変化の資産効果を考えたところに特色がある。

伝統的な経済理論では、実物資産は土地、資本財等とされ、その価格決定は生産乃至消費における、これ等の生産要素の生産する用役、或いは生産力によって決定されると考えていた。し

かし土地については、はやくから価値保蔵乃至投機目的によって価格が左右されることは知られていた。資本財の収益率については資本財の将来における収益価値の不安定性が問題になって来たが、その価格決定にはやはりその資本財の生産費が先に問題とされた。資本財に対する現在価格の変化の資産効果を考えるものがほとんどなかったのは、流動資本財についてはとにかく、固定資本財ストックについてはすでに生産用途に投下されてしまっており、その転売はほとんど不可能に近いためであった。その点において本書の实物資産を一括して、その資産効果を考えるやり方には、大きな疑問が生ぜざるを得ない。しかし家計については勿論、企業についても何らかの資産効果を考えることは決して不合理でなく、特に株式その他の証券の発行によって、資本財が証券化されている今日、企業の投資決意も、この証券保有者の資産効果から独立ではない。結局、实物資産の細分化、その生産目的と保蔵目的の区別、实物資産と不確実性期待の問題についてさらに詳細な検討がなされるべきであったと思うが、理論の現段階では止むを得なかった面もある。とにかく本書が实物資産の資産効果を考えた点に、そのオリジナリティーがあると思う。

選択理論の一つの方向は、確率論と結びつけて不確実性の問題を処理しようとしていることであるが、数学の使用によって問題を高度に複雑ならしめている点と、一般均衡理論への過度の傾斜がその欠陥である。第二の欠点は本書でも十分克服されたとはいいがたいが、第一の欠点は本書の前半において不確実

性の問題が排除され、後半においても期待の中立性がとり入れられることによって、かなりの程度に克服されている。また本書には多くの図表がとり入れられており、読者の理解に役立っている。

利率率を始めとして、貨幣、非貨幣的金融資産、流動性等の不確実性要素の問題が殆ど回避されてしまっている点に物足らなさを感ずるけれども、貨幣利率率を、将来における貨幣以外の資産の価値の不確実性の割引と資産の売買費用の合計から導き出す方法は、案外、流動性という不明確な概念から脱出する一つの方法であるかも知れないのである。またストックである实物資産と、消費役のフローの間の選択を論じたり、既存の实物資産に対する需要表に、新投資の需要表を単純に結合したり、新投資フローの生産は供給表にだけ影響を与え、需要表に影響を与えないとしている点など、多くの問題はあつた。しかしストック分析とフロー分析の区別の注意を怠らなければ、読者は本書から、資産効果の経済分析における重要性と、従来のフロー分析では得られなかった多くの興味ある新しい事実を認識されるだろうことを信ずる。そして、経済理論においては、常に本書のような独創的な思索が必要であることを、いまさらながら痛感されることであろう。

## 二

以下、問題点を指摘しながら、本章の内容を章を追って紹介することにする。まず第一章の「序論」では、全体の概観がな

されているが、そこで著者は、ストック分析の一つの重要な特徴である、消費支出はフローである現在所得からなされるのではなく、現金化可能な過去から蓄積された富からなされるという仮定を説明している。しかし、消費支出が現在所得からなされるというフロー分析は、結局所得が無限大に迄増大してしまふという矛盾を生ずるといふ、著者の主張は、流通速度が無限大でない限り、必ずしも成立しないであろう。フロー分析が、その期間の流通速度を与えられたものとして、それが無限大にならぬ理由を、それ自身説明出来ないのに対し、ストック分析では流通速度そのものの変化を内生的に説明することが出来る点に長所があるといふ理由を、もっとよく説明すべきだと思ふ。

第二章以下第四章迄の本書の前半は、未来に対する不確実性が存在しないといふ前提の下で、実物資産の価格決定と、それと消費役の価格決定との関係を説明している。そこでは常に不確実性の問題が排除され、実物資産相互間の選択の問題はとりあつかわれていない。

まず第二章の「資産保有の欲望」では、資産を貨幣だけとし、資産価格の問題を回避し、また稀少資源は労働だけといふ前提の下で、人間には消費したいといふ欲望の他に、富裕になりたいたいという欲望、乃至資産保有をしたいといふ欲望があるとして時間選好理論を批判している。時間選好理論は、ある個人の生涯にわたつての貯蓄を零にすることを論じたとすれば、生命保険による遺産相続等の事実と矛盾し、またその事実を認めれば

この理論は成立しなくなるとしている。彼の主張によれば、貯蓄は何等節欲を意味しないのである。

第三章の「資産価格水準の決定」では、第二章の労働資源の他に、将来にわたつて持越可能な資源、すなわち実物資産を導入する。ここであらゆる実物資産は永久資産であり、個人は将来を完全に見とおすことが出来るという仮定を設けている。ある個人が過去から受けついで資産は、貨幣と実物資産からなり、個人は次の時点迄にそれ等の資産の組合わせを変えることが出来るが、その一部を消費してしまうことも出来る。ここで注意すべきことは、消費支出の対象がストックとしての消費財ではなく、フローとしての消費役とされている点と、ある期間の収入はその期間内に支出されないといふ仮定がなされていることである。消費支出の場合には問題はないが、後にのべるように投資財のフローを実物資産のストックに機械的に結合することに問題があらう。

最初にまず、実物資産の価格 ( $p_d$ ) を一定にしておいて、消費役の価格 ( $p_c$ ) を決定するのであるが、貨幣は取引目的にだけ保有されると仮定されている。例えば消費役の価格 ( $p_c$ ) が上昇すると、資産保有者の消費能力は資産効果によって減退し、消費需要が減退するが、生活維持のために平均貯蓄性向が通減するので、消費需要曲線の上方へのシフトは価格変化に対し非弾力的である。一方、消費供給曲線は生産側の事情をあらわす、交換曲線における実物資産と消費役の限界変換率と、両者の価格比率とが等しくなる点の、消費役の量と消費役

価格の関係としてグラフにえがかれる。消費供給曲線は消費役価格の下落によって上方にシフトするから、消費供給曲線と消費需要曲線との交点によって決まる、資産価格 ( $p_A$ ) 一定のときの、消費役価格 ( $p_C$ ) の均衡値の軌跡のグラフは、非弾力的である。次に  $p_C$  を横軸に、 $p_A$  を縦軸にとって  $p_A$  に対する、 $p_C$  の均衡価格の軌跡のグラフをえがけば、この曲線は右上りであるが、以上のべた理由により  $p_A$  の変化に対して非弾力的であり、急勾配をもつことがわかる。

今度は逆に、実物資産の価格 ( $p_A$ ) の変化を、消費役価格 ( $p_C$ ) 一定のもとで考察すると、例えば  $p_A$  の高い水準での  $p_A$  の下落は、 $p_A$  の資産効果が大きいという理由から、平均貯蓄性向を  $p_A$  に対し比例的以上に減少させるが、貨幣需要は  $p_A$  に比例的にしか減少しないから、 $p_A$  の下落はかえって実物資産への需要を減少させる。しかし  $p_A$  がより低い水準に低下すると、 $p_A$  の資産効果はより小さくなり、 $p_A$  の下落はかえって実物資産への需要を増大させるようになる。かくて、消費役価格 ( $p_C$ ) が与えられている時の、実物資産の需要曲線はある点で、よじれをもつことがわかる。過去から持ち越された実物資産残高は、実物資産供給をあらわす垂直線として、 $p_A$  の低い部分でまじわり、均衡は安定的だとされている。その理由ははっきり説明されていないが、個人ではなく社会的にみた資産需要曲線は超過需要曲線であり、均衡点の右側にその大部分が来ることによるものと思われる。著者はさらに、実物資産の価格形成に、フローをあらわす、実物資産用役の供給と、新投資需要とをつけくわえ

ている。変換曲線によって、 $p_C$  のある価格に対して、新資本用役の価格、数量、資本消費量の関係をあげているが、著者はここで資本消費による実物資産の減少や、新資本用役の生産は、実物資産の供給側にだけ影響し、需要側には影響しないと説いているが、実際には、遊休残高を認める場合、減価償却積立金の変動は実物資産需要曲線に変動を与えるものと思われる。更に、ストックとしての実物資産の需要と供給に、フローとしての資本用役の需要と供給を機械的に接合することにも問題があると思われる。フローとしての資本用役の回転速度は当然、ストックとしての実物資産の需給曲線に影響を与えるからである。

こうして  $p_C$  が与えられている時の、 $p_C$  と  $p_A$  の関係がグラフにえがけるが、 $p_C$  を横軸に、 $p_A$  を縦軸にとった場合、プラスの勾配をもつけれども、先の  $p_A$  が与えられている場合の  $p_C$  と  $p_A$  の関係のグラフよりも勾配が小さい。その理由は、実物資産価格 ( $p_A$ ) の上昇は、資産効果によって消費需要を高めるが、同時にもう一つの資産効果によって、消費需要を高めるが、同時に  $p_A$  を高め、これが  $p_A$  の価格効果を反対方向に相殺するためである。最後に、 $p_A$  が与えられている時の  $p_A$  と  $p_C$  の関係をあらわす曲線と、 $p_C$  が与えられている時の  $p_C$  と  $p_A$  の関係をあらわす曲線との交点によって、 $p_C$  と  $p_A$  の均衡点が決まる。そして均衡は安定的であることが証明される。

第四章「資産価格の水準——精密化」では、資産効果の議論を新投資の収益に対する租税の効果に応用し、投資収益税が新

投資を減ずる過程を、従来とは異なる方法によって説明している。また  $I \cdot O \cdot U$  による個人債務の増加は、消費用役の価格を高め、資産価格を低下させるとしている。

第五章以下、第九章迄は、不確実性の導入、資産相互の間の選択、資産市場の作用等について論じているが、第五章「不確実的投資家の嗜好」では、はじめ不確実性のない場合の二つの資産の選択を、直線的な無差別曲線によって考察し、次に不確実性をつけ加えると、確率論によって無差別曲線は原点に対して凸になるといっている。二つの資産の間になんらかの独立性があれば、二つの資産の将来価値に対する確率的期待値の共度数分布の標準偏差は、各々の資産の確率的期待値の度数分布の標準偏差の加重和よりも小となるから、安全性を求める投資家の資産は、二つの資産のうちの一つの資産に集中投資するよりも、二つの資産に分散投資する方が、危険度が小となるというのが以上の理由である。資産の多様化というのはこの現象に他ならない。

第六章「特殊の資産に対する需要」では、消費選択理論と類似の効果を論じている。資産理論では、資産価格の変化は、資産選択者に価格効果 (price effect) と資産効果 (wealth effect) を及ぼすことがここで明らかにされている。ある期首に、全く資産  $A$  を持っていない個人の資産選択において、 $A$  の数量を横軸に、 $A$  以外の資産を縦軸にとり、総体としての資産が増加して行く場合には、資産制約直線と無差別曲線の接点の軌跡である資産—投資曲線がえがかれる。

次に、将来価格の期待を導入し、期待が中立的である場合、即ち現在価格の変化が、将来価格を比例的に同方向に変化させる場合について考え、限界的な場合として、一日しか寿命のない一日資産 (one-day asset) と、永久資産 (Perpetuity) の二つの場合を考察している。一日資産の場合には、明日のこの資産の価格は、耐久期間が明日で終る今日の当該資産の価格には関係がない。それはその資産の価値生産力だけによって決定される。今日の一日資産の低下は無差別曲線に影響を与えず、資産制約直線の勾配の低下によって、資産—投資曲線を右側にシフトさせる。資産制約直線と無差別曲線の接点、即ち資産—投資曲線と資産制約直線の交点の軌跡を、価格—投資曲線と呼んでいる。

永久資産の場合には、その資産の生産力だけによっては決まらず、その資産の今日の価格の動きが、明日の期待価格を変化させる。たとえばある永久資産の価格の低下は、将来価格を同じだけ低下させるが、その資産の将来価値はその資産の収益力にも依存するから、無差別曲線の変化による割引された限界代替率は絶対額では低下するけれども、低下した価格に比べて上昇し、この資産の需要は増大するであろう。しかし前の一日資産の場合に比べて、この永久資産の場合には価格—投資曲線のマイナスの勾配の減少となってあらわれる。このことは永久資産の需要曲線は、一日資産の需要曲線より非弾力的であることを意味する。そしてあらゆる資産は、この二つの限界的な場合の中間にあたるとしている。しかし、これらの場合はいずれ

も、期待の中立性によって、投機的な要素は排除されてしまっている。この点についても本書では何らかの考察を行なうべきでなかったかと思う。

もし対象となる資産が、期首において個人によって、なんらか保有される一般的な場合には、この資産の価格の下落は、資産制約直線及び価格—投資曲線を下方へ移動させる。この移動を著者は資産効果と呼んでいる。この場合、価格—投資曲線に沿っての移動は価格効果であり、資産価格の変化の効果は、一般にこの二つの効果に分解されるわけである。

第七章「取引費用と流動性」では、貨幣利子率は、他の資産の将来価値の変動の危険プレミアムと、他の資産の取引費用という二つの要素からなるものとされている。

第八章「資産市場の作用」では、二つの資産の均衡価格の決定、両者の交叉弾力性等について考察している。

第九章と第十章では、政府債務の経済効果について論じている。まず第九章「政府債務の経済学」では、過去から保有された資産に公債が含まれていない場合には、政府公債の付加によって、価格効果は  $p_A$  に対する  $p_C$  の比率を増大させ消費を刺激するが、総体としての資産量は増大するから、資産効果が働き、

実物資産への需要の減少を緩和する。最初に何らかの政府公債が個人によって保有されている場合には、現金、公債、実物資産相互の間の代替、補完の関係によって、消費需要の増加は確かだが、実物資産への需要の方向は増加、減少いずれともはつきりしない。また政府の売操作によって市中現金保有が減少するならば、総体としての資産が増加しないことと、公債価格低下が公債保有者に与える損失によって消費需要は減少の方向へ向うだろうが、公債と実物資産における交叉弾力性のいかんによって、実物資産に対する資産効果と価格効果は、実物資産価格をいづれの方へも動かす。

第十章「政府財政と総需要」では、公債償還政策と一時的減税の総需要にあたえる効果について述べているが、今迄のフロ—分析によると、一時的減税は総有効需要を一時的に減少させるだけに止まることが主張されていたが、このストック分析では、一時的減税によっても民間保有の現金の増加は永久的であるから、総需要水準の上昇は高い水準に止まり、その効果は永久的であると説明されている。

(一橋大学大学院学生)