

ケインズと証券市場*

鈴木満直

I はしがき

証券市場の経済学的側面を問題にする研究は分析手法が一般均衡論的でなければならない。均衡分析には、いうまでもなく、一般均衡分析と部分均衡分析とがあるが、部分均衡分析が有意な手法であるためには、その部分集合内の諸変数とその部分集合外の諸変数になんらの影響も与えない、およびその部分集合外の変数からその部分集合内の変数への影響もないという条件が満たされていなければならない。具体的にいえば、分析の対象となる市場、たとえば証券市場は他市場から孤立していなければならないのである。これでは、証券市場に対する非経済学的アプローチになってしまうので、分析手法は他市場への影響、および他市場からの影響も許される一般均衡論的でなければならない。証券市場を一般均衡理論の体系のなかに位置づけた先駆的研究は、いうまでもなくケインズ経済学である。

本稿は証券市場という視点からケインズ経済学の代表作『貨幣論』と『一般理論』⁽²⁾に批判的検討を加えようとするものであるが、このような視点からのケインズ経済学研究は部分的なものを除けば皆無に等しい。証券市場が経済学の発展のなかで十分に位置づけられてこなかったという基本的理由のほか、経済学の分析的視点の中心が雇用・所得におかれていたからである。周知のように、戦後の経済情勢は不況から好況・インフレへと大きく変り、

* 本稿は第8回証券学会の報告論旨を拡充・深化したものである。学会において、高田博、木村増三の両教授から有益なコメントを受けたことを付記して、感謝の意を表わしたい。

(1) J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, 1930. 鬼頭仁三郎訳、『ケインズ貨幣論』(同文館、昭和8年)。

(2) J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936. 塩野谷九十九訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』(東洋経済、昭和24年)。

現実経済の変化に対応して、経済分析の視点は雇用・所得から貨幣・物価へと移行してきた。このような事情をふまえると、本稿のような視点からの研究は、証券市場の研究にとって必要不可欠であるほか、経済分析の現代的要請にそうものであるといえる。

このような視点の変化は『貨幣論』対『一般理論』の評価にも重要な影響を与えずにはおかなかった。『一般理論』は不況からの脱出を強調しすぎたために、国際通貨の理論についてはいうまでもなく「国内貨幣に関する理論でさえ、『一般理論』より『貨幣論』においてはるかに十分に展開されている。『一般理論』は貨幣の骨組みだけを示している。そこでは貨幣制度については特定の目的にどうしても必要なことしか述べられていない。『貨幣論』は貨幣に関する一つの論説であるが、その意味では『一般理論』はそうではないのである。これらの理由から——さらに外にもいくつかの理由があるが——『貨幣論』をもう一度普及させることがきわめて望ましい」とヒックスは主張する⁽³⁾。『貨幣論』がかったの『一般理論』とは逆に重視される⁽⁴⁾ところとなった。本稿も同じような判断から『貨幣論』に通常以上の力点をおくことにした。なお、本稿では証券とは民間証券のことである。

Ⅱ 『貨幣論』その1

資本理論を一般均衡理論のなかに位置づけした先駆者であり、ケインズ(正確にいうと『貨幣論』以降のケインズ)に重大な影響を与えたウィクセ

(3) J. R. Hicks, *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford, 1967. p. 189. 江沢・鬼木訳『J・ヒックス貨幣理論』(オックスフォード大学出版局, 昭和44年) 260-261頁。

(4) ヒックスと同様に、代表的ケインジアン⁽¹⁾の一人ハロッドも同じような見解を述べている。要約するとつぎのとおりである。ケインズは、彼の生涯を通して、貨幣の重要性を十分に認識し、貨幣改革の情熱的な主張者であった。世界的大恐慌が金融政策だけで防止できるとは考えていなかったが、金融政策が有力な影響力を有すると信じつづけていた。『一般理論』は他の経済問題に、より多くの関心を示したが、貨幣は重要であるという認識を変えたと思われるところはない。しかし、『一般理論』は金融理論および政策に関する内容においては『貨幣論』よりはるかに劣る。『一般理論』が貨幣問題以上の広範囲な理論の確立とともに、ただちに出版されたのに対して、『貨幣論』は、貨幣問題に関する20年以上におよぶ緻密な思考、観察および経験にもとづく彼の英知のすべてを含むからである。(R. Harrod, *Money*, Macmillan, 1969. p. 163.)

ルは、彼の資本理論を貨幣なき実物経済を前提にして展開し、その利子、すなわち実物利子率を迂回生産からえられる資本の限界生産力によって説明した。完全雇用を前提とし、その実物利子率と金融市場で形成される市場利子率との関係から、投資と貯蓄の均等・不均等を導き、それにもとづいて景気変動論を展開したことは周知のとおりである。すなわち、実物利子率と市場利子率との垂離は、銀行行動の保守性という一因もあって、一般に技術革新などにもとづく実物利子率の変動に原因があるとし、実物利子率が市場利子率を上回った場合には、投資>貯蓄、物価上昇、市場利子率の上昇、実物利子率と一致して投資は貯蓄に均等し物価上昇は中断され、逆の場には逆のプロセスがおこるといふ。ウィクセルの理論のように実物経済を前提にするときには、銀行行動の保守性を無視しても、貨幣的要因が実物的要因によって厳しく規制される結果、貨幣が資本として機能する余地は極めて少なく、貨幣の機能は低評価される。投資と貯蓄の前後関係からこのような経済をみると、企業者は消費者の自発的貯蓄（非消費財貨）なしに、投資のために必要な追加労働者を雇用することはできないからである。このような経済においては、原則として貯蓄が投資に先行する。

ケインズの『貨幣論』および『一般理論』は対照的に、貨幣が容易に貨幣資本となって機能する貨幣経済を前提にしている。このような経済では、実物経済とは逆に投資が貯蓄に先行する。貨幣が純粹に存在する経済では、企業者は貨幣さえあれば必要な追加的労働者を雇用し投資することができるからである。貨幣量が一定であってもこの状態は変わらない。貯蓄がそれに相応する投資を伴わないときには、消費財の企業者は貯蓄がなされないとしたならば、彼等がえたであろうよりも低い価格にて彼等の經常生産物を売却するため、損失が生じた額だけ貧しくなり、貯蓄は消費財の企業者から消費者に移転されるにすぎない。貯蓄は投資によって規制される。

この「投資の貯蓄先行」説、すなわち「投資の独立」説は『貨幣論』および『一般理論』を支える重要な柱である。⁽⁵⁾ゆえに、投資の独立説のよってた

(5) J.R. Hicks, *op. cit.*, p. 196. 江沢・鬼木訳『J・ヒックス貨幣論』270頁。

つ根拠をケインズ対ロバートソンの貨幣量一定を前提にした論争を引用して、より詳細に論証し、あわせてケインズがたしかにこの説の主張者であったことを明確にしておこう。⁽⁶⁾

ケインズは『貨幣論』の第10章で、投資が経常貯蓄よりも小なるときには全体としての企業者はその差額に精密に等しい損失を被り、その損失は企業者が彼等自身の銀行預金を減ずるか、または彼等の他の資本資産、たとえば有価証券を売却して補償されねばならないと主張している。これに対して、貸付資金説の立場に立つロバートソンは、「この議論は、そのような状態は保蔵行為の結果としておこるといふ事実を隠している⁽⁷⁾」と批判し、つぎのような反証をあげる。

大衆から発する貨幣の流れには二つあって、一つ(A)は消費財の小売商を經由して消費財の生産者へ、他の一つ(B)は証券会社を經由して会社発起人等の手に入り、さらには新しい機械の企業者へ流れると仮定したうえ、大衆の多くは既発行証券を買い、新規発行証券を買わないのであるが、しかし通常、大衆が既発行証券に彼等の貯蓄を投資することによって解放される資金は、結局において一層冒険好きな人々の手に入り、その国の実物資本の拡張を金融するために用いられるという。さて、大衆が保蔵なしに貯蓄意欲を高め少量の貨幣を(A)の流れから(B)の流れにスイッチしたとしよう。消費財の価格は下落する。消費財の生産者が損失を実現するというケインズの主張は、このかぎりでは承認することができる。しかし、(B)の流れが大衆、証券会社もしくは会社発起人のところで停止することがなければ、(B)の流れは増大し、機械の企業者はある期間に、消費財の企業者の損失に等しい利潤をあげるであろうと主張し、ケインズを批判する。⁽⁸⁾

(6) 貨幣量可変の場合よりも説得的であるから、本稿ではこのケースだけを取り上げた。

(7) D.H. Robertson, "Mr. Keynes' Theory of Money," *Economic Journal*, Sept., 1931.

(8) ロバートソンに即して解釈すれば、投資財企業者が利潤をあげられるのは、証券価格が上昇して資本利得をうるか、もしくは発行金利が低下する場合のみである。

ケインズの反駁はおよそつぎのとおりである。⁽⁹⁾「私の主張とロバートソン氏の批判の中心は、投資の増加を伴わない貯蓄の増加は決して資産の量もしくは総購買力を変えるものではなく、ただたんに、第一段階として現金に対する支配権が移転し、つぎにある時間が経過して貯蓄する大衆と失望する企業者間で現金保有量が正常水準に達したとき、資産の所有権が移転したにすぎないという事実にある。証券の総量が不変で、貨幣の総量も不変であるから、新しい所有者と旧所有者との間に保蔵性向の相異がないかぎり、証券価格にもとづく貨幣評価に変化がおこるようなことはない」と述べ、自説の正当性を主張する。

ロバートソンはプロセス、ケインズは静学的という分析上の差異はあるが、両者いずれも問題にしているのは結果であるので、見解は同一でなければならない。いずれかに誤りがある。ロバートソンに即し、ロバートソンの主張をあとづけてみよう。説明の便宜上、投資財企業者が証券を売る順序は各グループの証券売買の最後であると仮定すると、証券売買の順序を考慮した組み合わせは3通りになる。第一、大衆の買いと消費財企業者の売りが同時の場合、第二、大衆の買いが消費財企業者の売りに先行する場合、第三、消費財企業者の売りが大衆の買いに先行する場合。第一のケースでは、大衆の買いと消費財企業者の売りが市場で釣り合うから、証券価格が上昇するようなことは考えられない。したがって、そのあと投資財企業者が売るということは事実上ありえない。第二のケースでは、大衆の貯蓄の増分に相当した証券価格の上昇がみられるであろうが、消費財企業者の同額の売りによって証券価格が旧水準に戻ることが予想される。第三のケースでは、消費財企業者の売りの先行によって証券価格は下落するであろうが、大衆の同額の買いによって証券価格は旧水準に復帰することが予想される。第二・第三のケースとも、第一のケースと同様に、投資財企業者がその後証券を売るということは事実上ありえない。

(9) J.M. Keynes, "A Rejoinder," *Economic Journal*, Sept., 1931.

投資財企業者の売りは各グループの証券売買の最後になるという仮定を削除しよう。投資財企業者は損失を被らないと仮定してあるから、証券価格が上昇しないかぎり証券を売る理由はない、証券価格の上昇が一時期でも期待されそうなケースは第二のケースである。修正された第二のケースを第四のケースとよぼう。第四のケースでは、大衆の貯蓄の増分に相当して証券価格が上昇したとき、投資財企業者は同額の証券を売ることになる。証券価格は旧水準に下落することが予想されるゆえ、消費財企業者は旧水準以下の価格で証券を売ることになる。消費財企業者は、営業上の損失のほかに、投資財企業者がえた資本利得相当額をさらに失うことになる。

以上検討の結果、ロバートソンの主張のように、投資財企業者が消費財企業者の損失に等しい利潤をあげるようなことは考えられない。投資の増加を伴わない貯蓄の増加は貯蓄の各グループ間の移転にすぎず、貯蓄は投資によって規制されるというケインズの主張が正しい。ロバートソンの誤りは資本市場の完全な誤解にあるといえる。

ケインズの保蔵性向、ロバートソンの保蔵に変化がおきたとき、貨幣数量一定を前提にして確認された投資の独立説が修正されうるかいたながつぎの問題である。ロバートソンはさきに述べた例を引用して、「貨幣(B)の流れに停止がおこらないというのではない。逆に、停止がしばしば起ると思う。私の主張したいのは、一つのこと、ただそれのみが、すなわち或る人の側における保蔵、換言すれば資金を銀行預金の形態において放置しようとする欲求の増加がこの停止を生ぜしめるということである⁽¹⁰⁾」と述べたあと、つぎのような簡単な例をあげる。「零」日に大衆は靴に900ポンド、既発行証券に100ポンド支出し、投機者は大衆から100ポンド受取りそれを新規発行証券に支出し、会社発起人は投機者から100ポンド受取りそれを新しい機械に支出する。ところが、「一」日には、大衆は一層多く貯蓄することを欲して、靴に800ポンド、既発行証券に200ポンド支出し、その200ポンドの既発行

(10) D.H. Robertson, *Economic Journal*, Sept., 1931.

証券の半分は投機者の金庫から出されたとすれば、投機者と会社発起人によって支出される貨幣の流れは少しも変化しない。投機者が100ポンド保蔵したのである。「二」日にも大衆は「一」日と同じように行動するが、しかしこの日には100ポンドの証券が損失を償おうとする靴の製造者の金庫からでてくる。「一」日に投機者によって保蔵された100ポンドはそのまましまいきまれている。「三」日も「四」日も「二」日と同様であるとすれば、一方で靴の価格水準は従来の9分の8まで下落し、そこでとどまっているが、機械の価格水準は少しも変らない⁽¹¹⁾。ロバートソンの主張は極めて数量説的であって、貸付資金説の特徴がよくでている。貯蓄増に相当した保蔵の増加は(B)の流れを不変とするゆえに、証券価格したがって利子率に影響を与えることもなく、それゆえ投資財価格も不変であるとしているからである。この例から明らかなように、ロバートソンの支持する貸付資金説にあっては、保蔵は貯蓄と投資が決定する利子率を補正する役割しか与えられていない。

対照的に、ケインズにあっては、保蔵性向に積極的に利子率を決定する役割が与えられている。証券価格、したがって利子率は保蔵性向の程度と関連した不活動預金の数量の関数とされる。貯蓄の変動などは保蔵性向の変化を通して利子率したがって投資に影響を与えることができるのである。このケースで、保蔵性向に変化があった場合のケインズの説明はおおよそつぎのとおりである。

消費財価格の変化は証券価格を決定する2要因に反応をおよぼさぬことはない。2つの基本的反応、(1)消費財価格の変化は、概して保蔵性向に反対の変化をひきおこすであろう。たとえば、消費財価格の下落は、企業者、大衆に対して将来慎重な行動をするよう要求するから、保蔵性向が高まり、証券価格は下落する。(2)消費財価格の変化は、必然的ではないが、銀行制度が総預金を一定に維持しようとする結果、活動預金の量に同方向の変化をひきおこし、不活動預金の量に逆方向の変化をひきおこす。たとえば、消費財価格の下落は不活動預金を増大させるので、保蔵性向を一定とすれば証券価

(11) D.H. Robertson, *Economic Journal*, Sept., 1931,

格は上昇することになる。(1)の要因は証券価格を消費財価格と同方向に変動させるのに対し、(2)の要因は逆方向に変動させるが、消費財価格が下落して、大衆が将来に対して悲観的となっているのに保蔵性向が不変であるという仮定は非現実的であるとして、(2)の要因は無視しうるとする。

ケインズとロバートソンの間には、保蔵の経済的役割については主張に大きな相異がみられるが、投資の独立説については意見の一致をみたと考えることができる。よって、貸付資金説であろうと流動性選数説であろうと、理論が貨幣的であるかぎり、投資の独立説、もしくは投資の貯蓄先行説は妥当するといえるのである。

ケインズ『貨幣論』には、いくつかの先人の研究によって指摘されているように、保蔵概念をめぐる、2つの全く異質な解釈がなされている。消極的な解釈の方を第一モデルとよび、最初に取り上げることにしよう。

ケインズは彼の強調した投資決定について、企業者の行動は完了した取引の利潤もしくは損失よりも、むしろ新取引における予想利潤もしくは損失によって影響をうけると想定し、資本財の需要価格は、二つの要因、すなわち貨幣をもって測られる固定資本の市場意見によって決定される将来の見込純収益と、この将来の収益を資本還元するために用いられる利子率によって決定され、この需要価格が供給価格を上回るかぎり資本財の生産は続行される、と述べたあと、生産の増加に伴なって供給価格が上昇する結果、需要価格と供給価格が一致し、生産が縮少して経済は均衡する⁽¹²⁾という。いま、短期利子率が均衡水準以下に下落したとしよう。資本財の需要価格は供給価格を

(12) 資本財需要価格 (V) は投資よりの見込収益の系列 (Q_1, Q_2, \dots) の現行利子率 (r) による割引現在価値、 $V = \frac{Q_1}{(1+r)} + \frac{Q_2}{(1+r)^2} + \dots$ によって規定される。『貨幣論』では、この (V) と資本財供給価格 (K) とから投資決定が説明される。ところで $K = \frac{Q_1}{(1+d)} + \frac{Q_2}{(1+d)^2} + \dots$ により、投資から予想される見込収益の系列の割引現在価値を資本財供給価格に一致せしめる割引率 (d) がえられる。周知のように、『一般理論』では、(r) と (d) によって投資決定が説明される。さらに、株価変動も (d) に吸収されるとしたため、 d も貨幣的取扱をうける。

上回り、投資が行なわれ、資本財価格は騰貴することになるが、いうまでもなく、この関係は直接的ではない。企業にとって、投資したあと資本の確定化が必要であるから、少くとも証券市場で決定される長期利子率もほぼ同方向に変化することが予想されねばならない。ケインズは、イギリスの両利子率の変動に関する資料とW・W・リフラーのアメリカの1919-1928年間の両利子率の変動に関する研究を根拠にして、長期利子率は短期利子率の変化に感じやすく、しかも予想されうる以上であると結論し、つぎのような説明を加える。

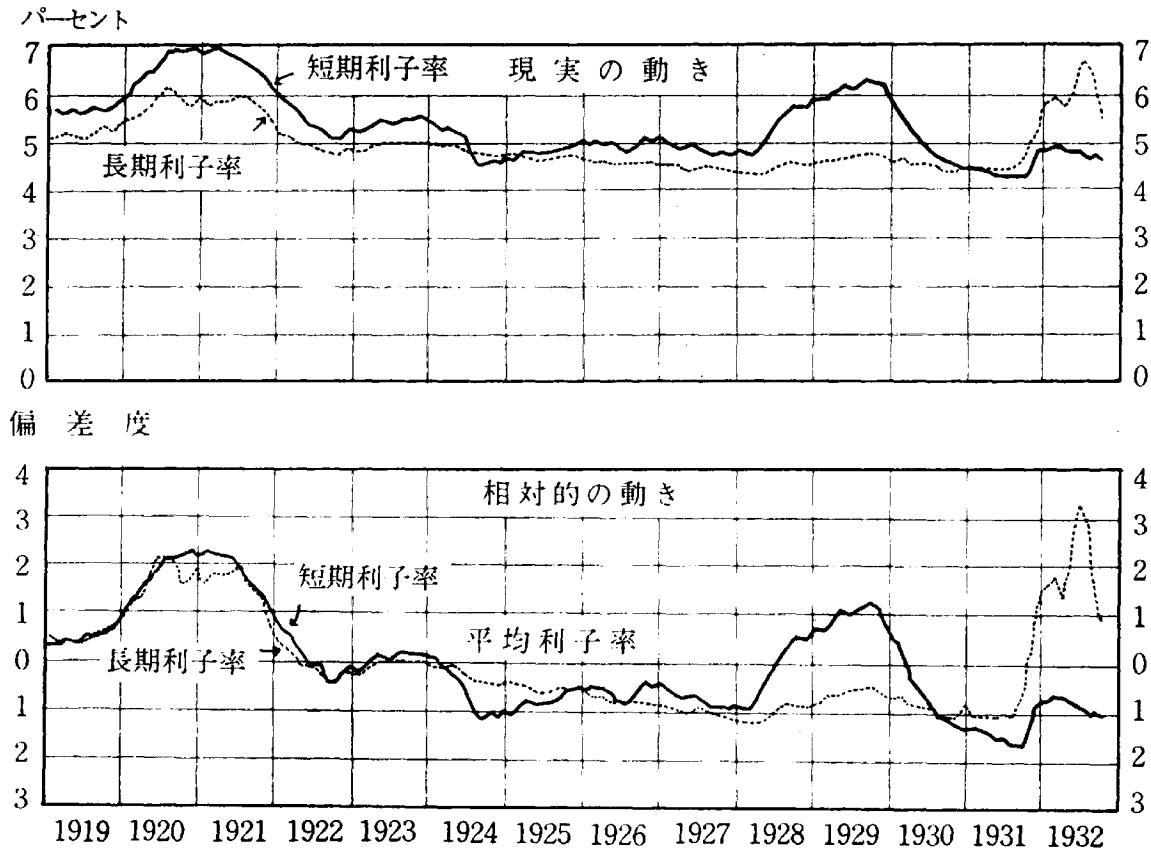
(a) 債券の継続的な利回りが短期借入金に対して支払われる利子率よりも一層大であるならば、長期証券の価格が借入の期間中実際に下落せざるかぎり、それを保有するために借入をなすことによって利潤がえられる。かくて、この種の取引の圧力は債券市場に対して「強気」の投資家に確信を与え、債券価格を上昇させる。

(b) 金融機関は多数存在し——そのなかで、銀行が最も重要であるが、なおそのほかに保険会社、投資信託、金融業者等を含む——それらは時々その保有資産の長期証券と短期証券の割合を変化させる。短期利子率が高いところでは、短期証券の安全性と流動性が極度に魅力的にみえる。しかし、短期利子率が甚だ低いときには、この魅力が消失するのみではなく、さらに他の動機が加わる。その機関はその確定的な所得水準を維持することができないという危惧である。かくて長期証券への割合を高める結果、その価格は上昇する。

(c) 一層遠き将来に関する無知は、最も精通せる投資家においてさえ、彼の知識よりはるかに大である。それゆえ、彼は、実際に将来を知る何人にとってもはなはだしく不相応であると思われるほど、最近の過去および近き将来について、彼が確実にまたは殆んど確実に知るところの僅かな事柄によって影響され、しかもさらにさきの傾向に対する指標を主としてここに求めるべく強要される。

よって、ケインズの投資決定のプロセスは、短期利子率が均衡水準以下に

第1図 短期利率と長期利率



(注) 本図はリフラーの図表にサイモンズが1929-1932年間の数値を追加したものである。

なると、長期利率も同方向に変動し、資本財の需要価格はその供給価格を上回り、投資水準と資本財価格も上昇し、逆に短期利率が均衡水準以上に上昇すると逆のプロセスがおきるということになる。ケインズが市場利率を銀行利率と証券利率の合成と定義し、両者を明確に区別しなかったのは、両利率が同方向に変動すると確信していたからにほかならない。

周知のように、『貨幣論』で強調されているのは、雇用量ではなくして完全雇用を前提にした物価変動である。物価論は本稿の直接の対象ではないので、簡単に紹介しておく。

π を一般的物価水準、 P を消費財価格水準、 E を所得 (利潤のうち正常利潤のみを含む)、 I を投資、 S を貯蓄 (意外な利潤からの貯蓄は除外)、 O を国民純産出量、 R を消費財産出量、 I' を投資財の生産費、 Q_1 を消費財産業の意外な利潤、 Q_2 を投資財産業の意外な利潤とすれば、

$$\pi = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{O} \quad \left(\begin{array}{l} W \text{ を資金率, } N \text{ を雇用量と} \\ \text{すれば, 仮定により } E=WN \end{array} \right)$$

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I'-S}{R}$$

Q を総利潤とすれば,

$$Q_1 = E - S - (E - I') = I' - S$$

$$Q_2 = I - I'$$

$$Q = Q_1 + Q_2 = I - S$$

ケインズは、ウィクセルに従って、 $Q=0$ なるときの利子率を自然利子率とよび、それと市場利子率との関係から物価変動を説明する。市場利子率が自然利子率を上回ると、すでに説明した投資決定のプロセスを通して、投資財価格水準は下落する。また、第一モデルでは、貯蓄は利子率の影響をうけるので、市場利子率の上昇は貯蓄を増加させ、消費財価格水準も投資財価格水準と同方向に変化する。一般物価水準は投資財価格水準と消費財価格水準の合成であるから、当然下落するが、このことは一般物価水準の方程式から、 I の下落、 S の上昇によって確認される。このような状態が長く継続すれば、失業者が増大し、その結果として賃金率が下落するので、各物価水準はさらに下落するという。市場利子率が自然利子率を下回ったときには、当然のことであるが、物価下落の悪循環がおこる。ケインズはこのような悪循環を阻止するためには、自然利子率の変化にただちに市場利子率を調整することが必要であり、かつそれで十分であるという。この主張の背景には、銀行行動が保守的であり、長期利子率が短期利子率に敏感に反応するという判断があることは否定できない。

以上がケインズの物価論であるが、不思議に思われるのはケインズが最も強調する投資財価格水準を示す方程式が欠除していることである。シェノイはこの欠除に注目し、つぎのような方程式を補足する。 P' を投資財価格水準、 C を投資財産出量とすれば、⁽¹³⁾

(13) J.M. Keynes, *Economic Journal*, Sept., 1931, p. 413.

$$P' \cdot C = \pi \cdot O - P \cdot R$$

$$\begin{aligned} O = R + C \text{ から, } P' \cdot C &= O(\pi - P) + PC = O \left(\frac{I - S}{O} - \frac{I' - S}{R} \right) + P \cdot C \\ &= \frac{R(I - S) - (R + C)(I' - S)}{R} + P \cdot C \\ P' &= \frac{I - I'}{C} - \frac{I' - S}{R} + P \\ &= \frac{E}{O} + \frac{I - I'}{C} \end{aligned}$$

シェノイは、この方程式では、投資財価格水準は貯蓄によって直接影響を受けない、すなわち投資の独立説が尊重されているから、この方程式は他の物価方程式に矛盾するものではなく、ただ欠除している一つの方程式を補足しただけであると主張する。しかし、このシェノイの方程式は導出過程から明らかのように、ケインズの二つの方程式から必然的に導き出せるものであって、ケインズほどの経済学者が導出できないはずはない。問題は導出できたのに、明示しなかったところにある、と考えるのが妥当であろう。保蔵の二つの解釈に関連を有するものであるが、ケインズの投資アプローチには二つの体系があり、ケインズが後者（本稿の第二モデル）に力点をおいたためである。

ケインズは、前に述べたように、銀行利子率の引下げは長期利子率を引下げ、資本財の需要価格を引上げ、投資需要を増大させ、投資財価格を引上げる結果として意外な利潤を生み出すというが、そのためには貨幣数量の増加もしくは流通速度の上昇を必要とする。その意味では、ケインズの物価方程式は数量説の一種としての性格を有しているといえる。ケインズ自身、所得 E の支払にあてられる預金を所得預金 M_1 、主として企業間取引に使用される預金を営業預金 M_2 、純粋に価値保蔵のために保有される預金を M 、と名付け、 $I = I' = S$ 、すなわち均衡においては、次式が成立するという。すなわち、

$$\pi = P = \frac{M_1 V_1}{O} \quad P \cdot O = M_1 V_1$$

さらにケインズは、上式は O は取引量 T ではなくて産出量、 M_1 と V_1 は現金預金 M とその流通速度 V ではなくて所得預金とその流通速度である以外、フィッシャーの周知の方程式と同じであるという。

すでに明らかなように、『貨幣論』の第一モデル、すなわち保蔵の消極的解釈にもとづくモデルは、貯蓄・投資の利子率決定説、すなわち貸付資金説であり、保蔵は利子率決定に対して補助的役割をになっているにすぎない。それゆえ、長期利子率は短期利子率に敏感に反応するとされているので、保守的と仮定される銀行行動はその短期利子率を変更するにあたって、自然利子率との乖離だけを注意すればよいことになる。証券発行市場優先の理論および政策が支配している。

Ⅲ 『貨幣論』その2

ケインズの第二モデル、すなわち保蔵の積極的解釈にもとづくモデルを検討することにする。

ケインズは第10章、(三)「新投資財の価格水準」で、「ある人がその貨幣所得のどれだけの割合を貯蓄すべきかを決定しつつあるとき、彼は現在の消費と富の所有者たることとの間の選択を行っている。彼が消費を可なりとする限りは、彼は必ず財貨を買わねばならぬ。——彼は貨幣を消費することはできないからである。しかし、彼が貯蓄を可なりとする限りは、彼にはさらに決定すべきことが残されている。なんとなれば、彼は貨幣（または貨幣の流動的等価物）の形態においても、あるいは他の貸付または実物資本の形態においても、富を保有することによってそれを保有しうるからである。この第二の決定は、便宜上「保蔵」と「投資」との間の選択、またはこれに代わるものとして「銀行預金」と「有価証券」との間の選択と述べることができるであろう。さらにまた、この決定の二つの型の間には重要な相異がある。貯蓄の量に関する決定、したがってまた新投資の量に関する決定は全然經常の活動力に関係する。しかし、銀行預金を保有するか有価証券を保有するかについての決定は、個々人の富の經常増加量に関係するのみでなく、彼等の

現在の資本の総在高にも関係する」と主張する。

注目すべきことが2つある。第一は第一モデルのフロー分析に対して、ストック分析が示唆されていることである。第2は、富は貨幣の形態でも、他の貸付または実物資産の形態でも保有することができ、これらの選択は便宜上、「保蔵」と「投資」との間の選択、またはさらに簡略化して、「銀行預金」と「有価証券」との間の選択と述べることができるとしていることから、研究の対象になっているのは実物資産を含む資産選択であるが、説明の便宜上、「保蔵」と「投資」、さらに簡略化して「銀行預金」と「有価証券」との選択を問題にしているにすぎないという点である。ここにいう「投資」とは、通常理解ではなく、ケインズ自身の定義によれば、実物資本と貨幣資本との総計である。投資財価格水準の変動を示す式が導出できても、明示できなかった理由はここにある。

ケインズは周知のように、「銀行預金」と「有価証券」との選択を「強気・弱気」に関連させて展開する。貨幣の流れを産業的流通と金融的流通とに分け、所得預金 M_1 と大部分の営業預金 M_2 は産業的流通に関連を有し、貯蓄預金 M_3 が金融的流通に関連を有するという。金融的流通だけを解説すれば、貯蓄 S は既存資本もしくは富と合流して、一部は他の金融資産、とくに有価証券の価格水準の変動とは無関係な貯蓄 A に流れ、他は有価証券価格もしくは利子率の水準に対する評価、すなわち「強気・弱気」によって支配されて貯蓄預金 B かもしれないが、有価証券のいずれかに流れ、その選択過程で有価証券価格したがって長期利子率が決定される。貯蓄預金 A と貯蓄預金 B とは統合されて銀行信用となり、それに有価証券市場を經由した貨幣の流れが合して、貯蓄 S は投資 I に結びつき、その貨幣は産業的流入に投入されることになる。

「強気・弱気」とは、証券価格したがって長期利子率のサイクルを前提にして展開されたもので、強気は証券価格の上昇を、弱気は証券価格の下落を誘発するというのが、「強気・弱気」とは個々の投資家の証券市場評価であり、したがって予想が高く評価され、導入されているのは注目に値する。また、

「強気・弱気」は、強気が支配している市場では貯蓄預金 B を手離し、弱気が支配している市場では貯蓄預金 B を保蔵するという意味において、保蔵の役割を積極的に評価したことは画期的ではあるが、銀行行動の無視とさまざまな「強気・弱気」と長期利子率との関係が素朴な形でしか論じられていないということは、今後に残された大きな課題であるといえる。

ケインズは以上の欠点を考慮し、実物資産を含めた資産選択を前提にして、つぎのような補足説明を加えている。⁽¹³⁾ 縦軸に保蔵貨幣、すなわち貯蓄預金にもとづいた非流動資産の価格を測り、横軸に保蔵貨幣量を測って、そこに曲線をえがくと、その曲線は資本所有者の貯蓄預金と他の資本資産に対する選好度、すなわち、弱気の程度もしくは保蔵性向を表わすことになる。したがって、資本所有者が貯蓄預金もしくは非流動資産を選好するかいなかを決定するとき、彼の最終決定は弱気の程度もしくは保蔵性向、すなわち非流動資産の価格が所与なときの貯蓄預金の需要曲線の形と、非流動資産価格に依存する。それゆえ、資本所有者が貯蓄預金と家屋との選択をするとき、彼の決定は彼の保蔵性向と家屋の価格に依存する。弱気の程度すなわち保蔵性向が強化されたときには、貯蓄預金の需要曲線がシフトすることになる。ところで、不活動預金量もしくは実際に保有されている貯蓄預金量は、全銀行貨幣の活動預金量を超えた部分に等しいので、それは銀行組織によって決定される。それゆえ、非流動資産価格の決定に関する中心的命題は、銀行組織によって供給される不活動預金量と保蔵性向が所与なるとき、非流動資産の価格は銀行組織が創造する保蔵量と大衆の保蔵しようとする保蔵量とを等しくするところに決定されねばならないということである。

以上の第二モデルの内容から、われわれはつぎのように結論することができる。

(1) 貯蓄預金と他の実物資産を含む収益資産との選択が定式化されているが、貯蓄預金は貨幣と異なり利子付であるから、貨幣と他の収益資産との選

(13) J. M. Keynes, *Economic Journal*, Sept., 1931, p. 413.

択ばかりでなく、収益資産間の選択の問題も提起されている。

(2) 資産を金融資産に限定し、縦軸に非流動資産の価格ではなく利子率を測り、横軸に利子付の貯蓄預金ではなく要求払預金を測ると、その図に表わされる需要曲線は、周知の『一般理論』の流動性選好曲線と同じものとなる。流動性選好の理論は『貨幣論』の段階ですでに明瞭に述べられている。⁽¹⁴⁾

(3) 第二モデルで分析の対象になったのは、実物資産を含む資産選択であったために、株式も社債も資産の観点から考察され、企業の資金調達側面、すなわち資本もしくは負債の観点からの考察が大きく後退してしまった結果、第二モデル自身一般均衡論的であるとはいいがたい。第一モデルを基本モデルとし、第二モデルを第一モデルに対し補足的かつ一時的役割をなすものと位置づけすることが妥当である。第一モデルは、いうまでもなく短期理論であるから、第二モデルを超短期・流通市場超優先モデルと名付けることができる。

Ⅳ 『一般理論』

ケインズは『一般理論』の利子論において、利子を貨幣を手離す報酬と定義し、流動性選好説を開しているが、その流動性選好説は決して新しいものではなく、すでに『貨幣論』の第二モデルとして展開されていることは前に述べた。しかし、『一般理論』の流動性選好説と『貨幣論』の流動性選好説との間には大きな相異があることを決して無視することはできない。『貨幣論』では、実物資産を含む資産選択が問題となっていたほか、資産選択を金融資産の選択に限定した場合でも、*Money* と *Securities* との選択が問題であったのに対し、『一般理論』では *Money* と *Debts* との選択のみが問題となっているにすぎないことである。『一般理論』では、全体の体系化を意図した結果、『貨幣論』の資産選択もしくは流通市場超優先が若干緩和され、企業の資金調達側面、すなわち資本・負債側が意識されたことがその原因と

(14) R. F. Harrod, *The Life of John Maynard Keynes*, London, 1951, Chap. 10.
塩野谷九十九訳『ケインズ伝』(東洋経済, 昭和42年)。

考える。株価は実物資産の投資価値を若干でも反映するものと想定して、株式によって実物資産と株式とも代表させ、ついでその株式は自己資本であって負債ではないという判断から株式と社債を分離し、*Money* と *Debts* との選択を流動性選好説とよんで展開したものといえる。したがって、本来資産選択の対象となる実物資産や株式を対象からはずしたという意味では、『一般理論』は『貨幣論』に比して重大な退歩であるといえるが、体系化から資産選択と負債選択との統合が意図された結果として、株式と債権を分離し、利子率を債権利子率として利子論、すなわち流動性選好説を精緻化した⁽¹⁵⁾という意味では大きな発展があったのである。

『一般理論』では投資は利子率と資本の限界効率の等しいところで決定されるとするが、この利子率は債権利子率であり、株式は資本の限界効率に統合されて投資に微妙な影響を与えることができる。それゆえ、完全雇用の達成を強調する『一般理論』においては、独立に決定される投資が最も重要な要因であるから、その決定に重大な影響を与えるという意味において、債権市場および株式市場が経済学説史上最も尊重されたことになる。

主として資産の観点からみた利子率、すなわち債権市場の検討からはじめる。

『貨幣論』の第一モデルでは、前に述べたように、個人投資家および金融機関の裁定行動の結果として、短期利子率と長期利子率は同方向に変動するものとされた。それゆえ、ウィクセルと同様に、金融機関の保守性は否定できないから、金融機関、とくに中央銀行の景気判断、すなわち自然利子率の判断にタイミングの遅れや誤りがないかぎり、投資は完全雇用と両立するように規制されうると主張したのである。しかし、長期利子率が短期利子率と同方向に変動するからといって、長期利子率は短期利子率に敏感に反応し、規制される⁽¹⁶⁾といえるのであろうか。サイモンズのケインズ批判はここにある。

(15) J. Lintner, *Theory of Money & Price*, in S.E. Harris, ed., *The New Economics*, New York, 1947.

(16) E.C. Simmons, "Mr. Keynes's Control Scheme," *American Economic Review*, June, 1933.

サイモンズは第一図（とくに 1928-1932 年間に重視）を参考にして、ケインズ長・短期利子論につきのような批判を加える。1928-1932 年間、長期利子率は絶対的にも、相対的にも短期利子率とともに変動することはなく、ただ極めて緩慢な程度に短期利子率のピークを反映していたにすぎなかった。1931 年 8 月、長期利子率は急激に上昇しはじめ、つぎの数カ月には、短期利子率から大いに乖離した。別言すれば、過去 5 年（1928-1932 年）はそれ以前の経験を確認しえなかった。1928-1932 年間に異常事態と考えてみても、問題は解決されない。異常事態はケインズの提案、すなわち短期利子率が長期利子率を規制するという提案が疑わしいということを示唆するだけである。背景として三つの要因を指摘することができる。(1) 企業は社債発行よりも株式発行によって資金を調達した（株式発行による資金コストが相対的に小であったため）。(2) 連邦準備銀行の極端な短期利子率引下げ政策。(3) 投資家および銀行の社債投資に対する執着力の低下。サイモンズの批判要旨は、異常事態を背景にして、短期利子率と長期利子率が同方向に変動したとしても、両者の乖離に変動があるかぎり、長期利子率が短期利子率によって完全に規制されるというケインズ説は承認できないというのである。

サイモンズ批判に対するケインズの解答は(17) おおよそつぎのとおりである。景気変動の調整に関する私の提案は投資統制を基礎にしている。投資統制の最も有効な方法は環境にしたがって変化する。短期利子率の規制も長期利子率の規制も有効でないときには、政府の直接投資刺激策が必要な手段となる環境もおこりうる。しかしながら、異常事態に発展する以前においては、短期利子率の規制を含む極めて温和な方法で十分であろう。ケインズは異常事態がなにゆえ発生するのか、すなわちサイモンズ批判に積極的説明をこころみていない。

ケインズがその原因の一部を国際金融に求めていることは否定できないが、完全雇用への達成を強調する『一般理論』が封鎖体系を前提として展開

(17) J. M. Keynes, "Mr. Keynes's Control Scheme," *American Economic Review*, Dec., 1933.

されていることから、大部分の原因を国内に求めているとってさしつかえない。景気対策手段としての利子率の限界についての説明を『貨幣論』に求めてみる。短期利子率については、担保を提供するものは何人も、英国の銀行制度に他の借手以上の利子率で申出ても彼の欲するだけの借入をなすことはできないという意味で貨幣市場が不完全であると述べたあと、長期利子率の短期利子率反応は、証券発行業者の不当な債券価格に関する発行量規制、大衆の「強気・弱気」的行動のために不完全ではあるが、この不完全な反応性は大規模な公開操作によって除去されるとする。『一般理論』からの説明はつぎのようである。貨幣当局があらゆる満期の債権を特定の諸条件で売買する用意があれば、利子率の複合体は銀行が債権の獲得または手離しに応ずるところの条件を単に表現するにすぎないが、貨幣当局は実際上しばしば短期債権に専念して、長期債権の価格は短期債権の価格からの遅くかつ不完全な反作用によって影響されるのにゆだねる傾向があり、他方、利子率が一定水準にまで低落した後には、ほとんどすべての人が極めて低い率の利子しか生まない債権を保有するよりは現金を保有しようとするにいたるという意味においても流動性選好が事実上絶対的となる可能性があるから、貨幣当局があらゆる債権に対して一定の利子率の複合体を確立する能力には若干の限界があるという。なお、流動性トラップについては、将来において実際的に重要なものになるであろうけれども、いままでのところではわたしはその例を知らないとする。

両著書とも景気対策としての利子率の限界は認めているが、サイモンズ批判に十分答えうるような説明はみあたらない。市場利子率および利子率の複合体という概念から明らかなように、ケインズは両利子率が同方向に変動すると信じ、それで満足していたために、異常事態の認識が甘く、異常事態の原因を十分説明する必要はないと考えていたからであると思う。鬼頭博士が強調しておられるように、ケインズは流動性選好説の展開にあたって、予想を導入したのであるから、長・短期利子率を明確に分離すれば、貨幣経済は方向づけられない経済となり、流動性選好説で異常事態の説明もできたので

はないのだろうか。しかし、このことは企業の資金調達側の検討なしに決定的なことはいえない。

資本および負債の観点からみたケインズの証券市場アプローチを検討する。

ケインズは前に述べたように、株式を資本の限界効率の中に吸収する。株価は実物資本の投資価値を若干でも反映するという立場で、株価を期待のなかの長期期待に関連させて、利子率および資本資産の供給価格が一定なら、株価の騰貴は当該企業の予想収益の上昇を反映し、当該企業の資本の限界効率を上昇させる結果、利子率との比較で当該企業の投資を誘発させるとする。もっとも、企業家および株式投資家の長期期待に関する確信は心理的要因に支配され、きわめて不安定であるという。ケインズが利子率と資本の限界効率とは独立であると仮定しているのは説明の便宜上であると思う。非独立を前提にすれば、株価とは一株当りの予想収益の系列を利子率で資本還元した現在価値で表わされるから、予想収益を一定とすれば、利子率の上昇は株価の下落、利子率の下落は株価の上昇をひきおこす。さらに、利子率の変動は予想収益に逆の影響を与えるので、利子率の上昇は株価を大幅に下落させる結果、資本の限界効率を大幅に悪化させ、利子率の下落は逆に資本の限界効率を大幅に改善させ、利子率を手段とする景気対策は順調におこなわれるという印象を与える。しかし、これは完全な誤解である。ケインズの指摘する債権市場および株式市場の不安定が現実的事実なのであるから、このような方式では投資規制はおろか、投資さえ決定することはできない。⁽¹⁸⁾

現実の資金調達はどのようになされているのであろうか。流動性選好の変化は、直接もしくは若干のタイムラグのいずれかで投資に影響を与えるが、「いろいろな理由のために、若干のタイムラグをおいた影響の方が現実的である。流動性選好のシフトの結果である確定利付証券価格の変動は、

(18) 資本の限界効率に吸収される株価はトレンドにすべきであると思うが、このことは『一般理論』の短期理論と矛盾することになる。いずれにせよ、この問題は紙数制限のため別稿にゆづる。

企業家によって現実に経験されているように、直接投資に影響を与えることはない。第一、設備投資のための資金は実際に支出される以前に調達される。高い利子率は若干の期間後、投資活動の低下を誘発するかもしれないが、ある期間投資活動は借入れの新規かつ困難な条件とは無関係におこなわれるであろう。第二、大きな損失なしには中止されないような投資がおこなわれているかぎり、その投資は、追加資金が悪条件で調達されねばならないにしても、継続するであろう。第三、資金の借手はすくなくとも一時的には、流動性選好の増加によっては影響を受けない資本供給に接することができる⁽¹⁹⁾。株式市場が強気のときの時価発行、時価以外での株式発行および銀行借入れがそれにあたる⁽²⁰⁾。

以上の説明で、流動性選好が、それは鬼頭博士流の解釈であっても、直接投資および資金調達に影響を与えないことが明らかとなった。すなわち、ケインズは『貨幣論』から『一般理論』に移行するにあたって、全体の体系化という観点から、企業の資金調達側面を重視したが、このタイムラグの存在によって、ケインズの意図に反し、流動性選好説では企業の資金調達側面が十分に説明できないことが決定的となるにいたったのである。しかし、異状事態、すなわち債権市場が長期間低迷し、資金調達のタイムラグが長期化するような場合には若干事情が異なる。流動性選好によって企業の資金調達、したがって企業の投資活動が大打撃をうけるという意味において、企業の資金調達側面も流動性選好説によって完全に説明しつくすことができる。ケインズの『一般理論』は不況の経済学といわれているが、証券市場という視点からのアプローチでも同じように結論することができる。サイモンズの批判に対して、なにゆえケインズが自ら指摘している流動性トラップをもって答えなかったのか、不可解というほかはない。また『一般理論』は異常事態の資金調達しか説明できないという意味において、流通市場優先ではある

(19) P. T. Ellsworth, "Mr. Keynes on the Rate of Interest & the Marginal Efficiency of Capital," *Journal of Political Economy*, Dec., 1936.

(20) 株式発行によって、通常以下の利子率で資金調達したときには、資本の限界効率が高まると解釈するという指摘がある。(General Theory, Chap. 12.)

が、資金調達との関連で流通市場対策が示唆されていることは、『貨幣論』と比較して大きな相異点であり注目に値するといえる。

V む す び

貸付資金説であろうと流動性選好説であろうと、貨幣的理論であれば投資の独立説は主張しうる。ケインズの両著書とも若干のニュアンスの相異はあるが、投資は利子率と資本の限界効率によって決定されるとする。投資に関連のある利子率とは、長期利子率のことであるから、長期利子率が短期利子率に敏感に反応すると想定すれば、貨幣当局の保守性は否定できない事実であるので、貨幣当局は資本の限界効率の変化に遅れないよう短期利子率を変動させればよいことになる。このような理論的考察を背景としたものが貸付資金説であり『貨幣論』の第一モデルである。発行市場優先の理論である。

『貨幣論』の第二モデルは保蔵の経済的役割を積極的に解釈したことから明らかのように、資産選択の理論が展開されている。ここでいう投資とは実物資産と金融資産を含むので、実物資産を含む資産選択論である。パイオニア的資産選択論が画期的であることはいうまでもないが、この側面を強調しすぎたために、第一モデルの補足的モデルとして位置づけするほかはない。流通市場超優先モデルといえる。

『一般理論』は体系化を意図したために、企業の資金調達側面も重視するようになった。第二モデルで明瞭に述べられている流動性選好説を再検討し、利子率を債権利子率のみとし、株式は資本の限界効率の中に吸収することになった。いわば、投資決定を証券市場内部で説明しようとした。証券市場の投機性を考慮するとき、このアイデアは非現実的である。企業の資金調達の現状をみると、流動性選好説によって決定される利子率と企業の資金調達との間にはタイムラグが存在する。流動性選好によって企業の資金調達が完全に説明できるのは、異常事態すなわち債権市場の低迷によって、企業の資金調達が完全にストップしたときである。『一般理論』とは異常事態の経済学である。資金調達側の考慮は無視できないが、流通市場優先の理論

であることは否定できない。

また、株式市場を折角経済学の体系のなかに位置づけておきながら、極めて不十分に終わってしまっていることも無視できない。

(1971. 8. 11)