

流動性選好と貨幣—債券市場

—マーシャルからケインズへの
利子理論の展開—

中 野 安 雄

I 序 論

ケインズ〔1936〕¹⁾の有効需要理論によれば、所与の利子率の下では資本の限界効率表に基いて投資財市場の均衡点が決まり、ついでそれが消費財市場に波及し、社会全体の消費性向表に沿って消費財市場が均衡点に達するが、この過程を通じて、投資に等しい貯蓄が形成されるような水準に物価、国民所得および雇用量が決定される²⁾。すなわち、有効需要理論では利子率は与件とみなされるわけであるが、それではその利子率はどのように決定されるのであろうか。これについてケインズ〔1936〕は流動性選好理論を提示し、貨幣に対する需給関係が利子率を決定する、と論じている³⁾。しかしこの論点に関するケインズの説明はやや形而上学的と見えるためにわかりにくいものとなっている。したがってこれには補足的な説明が必要であるが、そのさいマーシャル理論からはじめるのがわかりやすいであろう。

ところで、ケインズは「資本の限界効率表は貸付資金が新投資の目的のために需要される条件を支配する」というるのであるが、他方利子率は資

1) Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London; 1936. 塩野谷九十九訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社、昭和16年。

2) その詳細については中野〔1980〕参照、これは主として二部門分析を用いているが、これを一部門分析に縮約する方法については中野〔1981〕参照。

3) ケインズ〔1936〕p. 167, 邦訳187ページ参照。

金が経常的に供給される条件を支配する⁴⁾」とも述べている。これを根拠として、貸付資金に対する需給関係が利子率を決定する、という貸付資金説が流動性選好説の「代替的理論」として構成され得るように見える。実際、今日なお流動性選好説は利子率のストック理論であるのに対して、貸付資金説は利子率のフロー理論であり、両者は同一に帰すると考えられている。

しかしながら、ケインズ⁵⁾ [1937]、次いでラーナー⁶⁾ [1938] が論じたように、流動性選好説と貸付資金説との間の本質的な差異は、ストックかフローかという点にあるのではなく、貯蓄・投資の均等が財市場の均衡によって保証される、ということに気付いているか否かにある。実際、ラーナー⁷⁾ [1938] が示したように、貯蓄・投資均等を前提として貸付資金説を再定式化すれば、流動性選好説に帰着する⁸⁾。それゆえ流動性選好理論は、形式的には単に貨幣需要理論であるにすぎないけれども、暗黙のうちに貸付

4) 同上 p. 165, 邦訳184ページ。

5) Keynes, J. M., "Alternative Theories of the Rate of Interest," *The Economic Journal*, June 1937.

6) Lerner, A. P., "Alternative Formulations of the Theory of Interest," *The Economic Journal*, 1938, pp. 211-30. reprinted in *The New Economics—Keynes' Influence on Theory and Public Policy*, edited by S. E. Harris, New York, 1947, Chap. 45, pp. 634-54. 日本銀行調査局訳『新しい経済学——理論と政策にたいするケインズの影響——』東洋経済新報社, 昭和25年, 第45章「利子理論の択一的諸定式」, 第三分冊191—220ページ。

7) ケインズ [1937] p. 250, およびラーナー [1938] p. 639, 邦訳第三分冊197ページ参照。貸付資金説の提唱者としては通常、オーリンとロバートソンの名が挙げられるが、オーリン [1937] (Ohlin, B., "Alternative Theories of the Rate of Interest—Three Rejoinder I—," *The Economic Journal*, pp. 423-27) は貯蓄・投資均等を専ら事後的 (ex-post) な意味に解しているにすぎず、ロバートソン [1957] (Robertson, D. H., *Lectures on Economic Principles*, London, 1957-59. 森川・高本訳『経済原論講義』東洋経済新報社, 昭和35—37年) にいたっては、利子率の貯蓄・投資説に後退し (同書第Ⅳ・Ⅴ・Ⅵ章参照), 財市場と貯蓄・投資均等との間の関係には気付いていない、というスタイルをとっている (同書第Ⅲ章参照)。

8) ラーナー [1938] pp. 647-50, 邦訳第三分冊209—13ページ参照。

資金に対する需給関係したがって投資（＝貯蓄）額をもその与件として内包しているはずである。そして、ここにはさらに分析を要する問題が残されている。

しかし、この問題を検討するためには、これに付随する幾つかの論点を明確にしておく必要がある。この目的にとってもまた、マーシャル理論がよい出発点を与えてくれる。そこでまずマーシャルの貨幣・信用理論を概観し、次いでケインズがそこからどのような仕方で脱却していったかを見ることにしよう。

Ⅱ マーシャルの貨幣・信用理論——(1)「貨幣の価値」

マーシャル [1923]¹⁾では「貨幣 (money)」と「通貨 (currency)」とは同義に用いられ、「商品や用役の購買手段として、また商業上の債務の返済手段として、疑惑や特別の照会なしに一般に（いかなる時と所ででも）『流通する (current)』すべてのもの」と定義される。具体的には「政府発行の硬貨 (coin) と紙幣 (notes)」の他に、「信用ある銀行の発行する紙幣」が含まれる。²⁾

ところで、マーシャル [1890/1920]³⁾では、ある財の「価値」とはその財の「財一般に対する交換価値」すなわちその「一般的購買力」を意味する。したがって、「貨幣の価値 (value of money)」は貨幣の一般的購買力すなわち物価水準の逆数を意味することになる。しかし、マーシャル [1890/1920] は実物経済分析を主題としているため、この意味での「貨幣の価値」は全編にわたって不変であるものと仮定されている。⁴⁾この仮定の下では、ある財の貨幣表示価格は「財一般にたいするその交換価値の表

1) Marshall, A., *Money, Credit and Commerce*, London; 1923.

2) 同上 p. 13.

3) Marshall, A., *Principles of Economics*, London; 1st edition 1890, 8th edition 1920. 馬場訳『経済学原理』東洋経済新報社、昭和40年。

4) 同上 p. 51, 493, 邦訳第一分冊80ページ、第四分冊121ページ参照。

現、あるいはことばをかえるとその一般的購買力の表現⁵⁾と見ることができ。ただし、マーシャル〔1890/1920〕は「ある種の目的にとっては貨幣の真実の価値は商品よりむしろ労働によって測定するほうがよいであろう」とも述べている。この方法はケインズ〔1930〕では「貨幣の労働支配力すなわち収入標準⁸⁾」、ケインズ〔1936〕では「賃金単位⁹⁾」という形で用いられている。

さて、物価水準不変の仮定の下では、ある財の「価値」はその貨幣表示価格で表わせるのであるから、貨幣が何らかの仕方では貨幣表示価格をもつ場合には、他の財の例に準じてこの価格は「貨幣の価値」を表わしていると見ることができはざである。そのような事例の一つは両替であるが、もちろんこれは些細な事柄である。マーシャル〔1923〕は次のように議論を展開している、すなわち、「初期の銀行業務の多くは両替に関係していたが、今日では『貨幣市場 (money-market)』はいかなる程度であれ異種の通貨の売買に従事してはいない。現実には、貨幣市場は貨幣の貸付 (loans) または前貸 (advances) のための市場であり、そしてこの関連では『貨幣の価値』は實際上、ある手許額と同じ額だけ後の期日に支払うという(保証された)契約 (promise) をその手許額が越える超過割合である。最も普通に見られる期日は現時点から三ヶ月後であるので、『貨幣の価値』は三ヶ月ものの優良手形の割引率に対応する年利率である¹⁰⁾」と。したがって「貨幣の価値」は将来の貨幣と現在の貨幣とを交換するさいの貨

5) 同上 pp. 51-52, 邦訳第一分冊80ページ。

6) 同上 p. 52, 邦訳第一分冊80ページ。

7) Keynes, J.M. *A Treatise on Money*, 2 vols., London; 1st. edition 1930, 2nd edition, *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. V, VI, 1971. 小泉・長沢訳『貨幣論』, 「ケインズ全集」第5・6巻, 東洋経済新報社, 昭和54—55年。

8) 同上 I. p. 56, pp. 122-25, 邦訳第一分冊63—64, 138—141ページ参照。

9) ケインズ〔1936〕p. 41, 邦訳48ページ。

10) マーシャル〔1923〕p. 14, なお, 引用後半部と同趣旨の見解は同書 pp. 73-34 にも見られるが, 厳密には p. 74 註1) および p. 255 参照。

幣表示価格すなわち利子率を意味することになる。¹¹⁾

しかしながら、通常用語法では「貨幣の価値」は貨幣の一般的購買力すなわち物価水準の逆数の意味で用いられ、マーシャル [1923] 自体が上の定義にもかかわらず通常用語法に戻っている。¹²⁾そして、ロバートソン [1922/48]¹³⁾ およびケインズ [1930]¹⁴⁾ は明瞭に通常用語法に従っている。ケインズ [1936]¹⁵⁾ は利子率を貨幣の「価格」としており、この方が正確でもあるから適切である。

以上のような定義の下で、マーシャル [1923] は貨幣需要について次のように論じている、すなわち、「貨幣は主にそれ自体のために欲求されるのではなく、その所有が簡便な形で一般的購買力の即時的支配力を与えるが故に欲求される」¹⁶⁾ のであって、「通貨形態での巨額の資源支配力は営業 (business) を容易かつ円滑にしてくれるとともに売買契約にさいしては有利にしてくれるが、しかし他方ではそれは資源を不毛な形態のまましまいこむことにもなるのであって、もしその資源がたとえば家具を増すように投資されていれば満足感という所得を生じたはずであり、あるいはもしその資源が機械や家蓄を増すように投資されていれば貨幣所得を生じたはずなのである」¹⁷⁾ それ故、「誰でも (多少とも自動的かつ本能的にはあるが)

11) これは非現実的な修辞上の錯覚にすぎないように見えるかもしれない。しかし、我が国の古い商慣習では利子率が「日歩」で表示されていたことを考えると、むしろ、より現実的であるとも言える。なぜなら、周知のように、「日歩」とは一日の貨幣 (100円) 貸借に対する貨幣表示の価格 (円、銭、または厘) だからである。

12) 例えばマーシャル [1923] 第一篇第四章第二節参照。

13) Robertson, D. H., *Money*, London, 1st edition 1922, 4th edition 1948. 安井・熊谷訳『貨幣』岩波現代叢書, 昭和31年。

14) ただし、ロバートソン [1922/48] はその理由を「貨幣の価値を貨幣そのものを以て表わすことは不可能」(p. 14, 邦訳19ページ) であることに求めているが、本文で見たようにそれは可能であって、ここでは単に慣用に従うと言えれば充分であろう。なお、本節註18) 参照。

15) ケインズ [1936] p. 167, 邦訳187ページ参照。

16) マーシャル [1923] p. 38.

17) 同上 p. 45.

手許の通貨ストックを増すことによって得られるだろう便益を、さもなければ得られたであろう便益に対して均衡させる (balance) ののであって、後者の便益というのは通貨ストックの一部を直接的な便益の得られる商品——例えば衣服とかピアノとか——に投資するか、あるいは貨幣所得を生じるような何らかの工場とか株式とかに投資することによって得られるような便益である¹⁸⁾というわけである。¹⁹⁾

このような均衡を通じて社会全体の即時的購買力に対する需要が決定される。マーシャル [1923] はこれを二つの部分に分けて数例を用いて説明しているが、²⁰⁾ここではより一般的に表記することにしよう。即時的購買力に対する需要は年間実質所得水準 (X) に依存する部分と「財産 (property)」の数量 (A) に依存する部分とから成り、それぞれを比例関係として単純化して比例定数 m_1 , m_2 を用いるなら、それは $(m_1 \cdot X + m_2 \cdot A)$ で示される。²¹⁾物価水準を P とおけば貨幣に対する需要量は $P \cdot (m_1 \cdot X + m_2 \cdot A)$ となる。特に、名目国民所得を Y とおけば $Y = P \cdot X$ であるから、 $P \cdot m_1 \cdot X = m_1 \cdot Y$ となる。²²⁾

ところで、上の引用文で見たように、ここでの貨幣需要は資産としての貨幣すなわち遊休貨幣に対する需要のほずである。しかし m_1 に関するマーシャル [1923] の説明では、実際の取引に用いられて手から手へ移動する貨幣すなわち活動貨幣をも含めているようである。²²⁾確かに社会全体にとっては流通用にストックとして一定量の貨幣が要請されるが、個々の経済主体にとってはそれは収入、所得および支出に付随するものではあって

18) 同上 pp. 38-39.

19) おそらくこの論点が前に見た「貨幣の価値」の二義性の原因であろう。何故なら、この論点からすれば、「貨幣の価値」は諸商品の数量で表示された一般的購買力でなければならぬと共に、貨幣単位当りの貨幣所得すなわち利子率でなければならぬからである。

20) マーシャル [1923] pp. 44-45 参照。

21) マーシャル [1923] p. 30 では消費者物価水準を用いるのがよいとしている。

22) 同上 p. 41 および48参照。

も、ストックとしての貨幣需要とは意識されないはずである。このことはもちろん活動貨幣を $m_1 \cdot Y$ の中に含めることを妨げるわけではない。しかし、フローとして移動しつつある活動貨幣をどのような仕方ですトック量に置換えればよいのであろうか。

この問題についてはロビンソン [1937]²³⁾ が明快な説明を与えている。例えば週給 7 ポンド (年間所得 365 ポンド) の人が「その全額を一日 1 ポンドという一定率でまるまる現在消費に支出する」なら、彼の貨幣保有量は第一日目の始めに 7 ポンド、終りに 6 ポンド、したがって第一日目の平均保有量は 6 ポンド半、同様にして第二日目の平均保有量は 5 ポンド半等々で、第七日目の平均保有量は半ポンドとなるから、週間を「平均して」3 ポンド半となる。そこでこれを週間のどの時点でも保有し続けたストック量とみなすことができる。年間所得が同じく 365 ポンドであっても、給与形式が月給なら平均保有量は 15 ポンド強、年俸なら平均保有量は 182 ポンド半とみなされる。したがって年間所得水準が同じでも活動貨幣に対する需要量は「所得の受取り方によって違う」わけである。²⁴⁾ あるいはより一般的に言えば、それは「営業上の慣習に依存する」²⁵⁾ ということになる。そこで $m_1 \cdot Y (= P \cdot m_1 \cdot X)$ の中にはこのような仕方です算定された活動貨幣需要が含まれているものと考えことにしよう。

さて、貨幣供給量を M とおけば、貨幣に対する需給の均衡条件は

$$M = P \cdot (m_1 \cdot X + m_2 \cdot A) \quad (1)$$

で与えられるから、物価水準 P はこの式を満たすように、すなわち

$$P = M / (m_1 \cdot X + m_2 \cdot A) \quad (2)$$

となるように決定される。かくして、「もし他の事情がすべて同じ状態にとどまるなら、通貨の量と物価水準との間には一方が 10% 増加すれば他

23) Robinson, J. V., *Introduction to the Theory of Employment*, London; 1st edition 1937, 2nd edition 1969. 川口訳『ケインズ雇用理論入門』巖松堂, 原書初版訳昭和33年, 原書第二版訳昭和49年。

24) 同上 p. 54, 邦訳76—77ページ参照。

25) マーシャル [1923] p. 256.

方も10%増加するという直接的な関係がある²⁶⁾ことになる。マーシャル〔1923〕はこの関係が「一時的」または「永続的」に変化する可能性を指摘しており、「一時的に」変化する場合としては「一般的な商業上の確信(confidence)や活動の変動」を挙げ、「永続的に」変化する場合としては「総所得の変化をひきおこす人口や富の変化、信用機関の成長、または技術進歩²⁷⁾」を挙げている。しかしながらいずれにしても、(2)式だけでは貨幣量増加がどのようにして物価水準を引上げるのかはわからない。もちろん前に引用したマーシャル〔1923〕の貨幣需要に関する基本的な考え方から推論するなら、貨幣量増加によって生じた余分の貨幣は消費財、または有価証券(株式)の購入に向けられるはずであるから、これらの需要増加が物価上昇に結果する、と想像することはできる。これは大筋においては正しいのであるが、マーシャル〔1923〕は当時の英国ではこの因果関連の中に信用制度が介入することを認識していたのであって、「英国では一般に巨額の購入は通貨自体の移転によってではなく通貨への支配力を与える小切手(またはその他の証券(document))の移転によって行われる²⁸⁾」ことを指摘している。このため、マーシャル〔1923〕は貨幣量増加の効果を信用市場と財市場の連動関係の中で説明するわけである。そこで次にこれを見ておくことにしよう。

Ⅲ マーシャルの貨幣・信用理論——(2)利子率と物価水準

マーシャルの利子理論は複雑な様相を呈しているが、次のように整理・要約することができよう。まず現実の利子率¹⁾はつねに「貨幣市場」におけ

26) 同上 p. 45.

27) 同上 p. 45.

28) 同上 p. 43, なお p. 46 をも参照。

1) 厳密には割引率であって、マーシャルはこれを短期利率と同一視し、長期利率の周囲を変動しつつ長期利率と同一方向に変動するとしている。マーシャル〔1923〕pp. 255-58 参照。しかしマーシャルはこれら利子率相互間の区別に重きを置いていない。同上 p. 78 参照。それゆえ本稿では単純に一括して利子率と称する。

る貸付資金の需給関係によって決定される²⁾。次に貸付資金需要の主たる部分は投資からなり³⁾、投資は利子率の減少関数である⁴⁾。貸付資金供給の主たる部分は貯蓄からなり⁵⁾、貯蓄は利子率の増加関数である⁶⁾。したがって貯蓄・投資を均等化する利子率⁷⁾の水準は唯一つあり、現実の利子率は長い目で見れば結局この水準に落ち着く。すなわち生産要因としての資本に対する報酬率である利子率は、その限界における供給としての投資とその限界における需要としての貯蓄とを⁸⁾「均等化させるような均衡水準に向う傾向がある⁹⁾」というわけである。

しかし、貯蓄・投資の間には銀行等の金融機関や投機業者が介在し、彼等による信用創造が貸付資金の需給関係に入ってくるから、現実の利子率は一時的には貯蓄・投資を均等化する水準から離れることがある。かくして利子率は貯蓄・投資を均等化する水準を中心にして上下に変動し、これに伴って信用循環が発生する¹¹⁾。

2) 同上 pp. 75-76 参照。

3) 同上 pp. 75-76 参照。

4) マーシャル [1890/1920] pp. 430-32, 482-83, 邦訳第四分冊23-26, 105ページ参照。

5) 同上 p. 483, 邦訳第四分冊105-106ページ参照。

6) 同上 p. 196, 443, 邦訳第二分冊208-10, 第四分冊43ページ参照。

7) 厳密には長期利率であろうと思われるが、本節註1) 参照。

8) マーシャル [1890/1920] p. 437, 445, 邦訳第四分冊32, 46-47ページ参照。なお、マーシャル [1823] p. 289 をも参照。

9) マーシャル [1890/1920] p. 443, 邦訳第四分冊43ページ。なお同書 pp. 68-69, 邦訳第一分冊104ページおよびマーシャル [1923] p. 255, 290 参照。ロバートソンはこれを明瞭に定式化して安定性分析をも加えている。ロバートソン [1957] 第IV・V章参照。しかしケインズは貯蓄・投資を「投資可能資源 (investible resources)」の供給および需要であると解している。ケインズ [1936] p. 175, 邦訳196ページ参照。

10) マーシャル [1890/1920] pp. 491-92, 邦訳第四分冊119-20ページおよびマーシャル [1923] pp. 78-79, 82, 92-93 参照。

11) マーシャル [1890/1920] pp. 493-94, 591-92, 邦訳第四分冊122-23, 277-78ページおよびマーシャル [1923] pp. 75-76, 249-51, 256-57 参照。

このような信用循環をひきおこす原因の一つが貨幣数量の増加である。すなわち「大量の金塊の市中への流入」は銀行に余分の資金供給力を与え、その結果利率が下落する。かくして銀行から低利の資金を借入れた投機的投資家はその資金を財市場に投下することによって財需要を増加させ、したがって物価を上昇させる¹²⁾。これは「銀行家が帳簿信用によってより多くを貸付ける」場合の効果と同じであると思われるが、マーシャルはこの場合については物価上昇過程の部分をさらに詳しく説明している。すなわち「生産者は自分の生産物に対する需要が増加していることに気付くと、有利に売れることを期待して必要なものの即時の引渡しに対してなら高値をも支払おうとする。雇用者は労働を求めて互いに競争し、賃金が上昇するにつれて被用者はその賃金を支出するさいにすべての種類の商品への需要を増加する」、かくして「物価、賃金および利潤が上昇し続ける¹³⁾」ことになるというわけである。

しかし、この物価上昇は資本設備の建設費用を予定外に高めるから新規の借入需要増加を引起す。そこで利率は上昇に転じ、信用恐慌が発生する¹⁴⁾。このようにしてマーシャルの信用循環は「平静な状態 (state of quiescence)」から始まって「回復——確信の成長——好況——過熱——過大取引——痙攣——圧迫——不況——困窮」を経て、最後に再び「平静な状態」に戻る¹⁵⁾。その間、物価は好況時には上昇し、不況時には下落しているはずであるが、最終的な結果は原因によって異なるわけであって、銀行の信用拡張が原因である場合には信用拡張以前の水準に戻るが¹⁶⁾、「金塊の流入」という形での貨幣量増加が原因である場合には上昇した物価は「そのまま維持される¹⁷⁾」ことになる。何故なら前節(1)式を見ればわかるように、「よ

12) マーシャル [1923] p. 256 参照。

13) 同上 p. 249.

14) 同上 p. 250.

15) 同上 p. 246 参照。

16) 同上 pp. 249-51 参照。

17) 同上 p. 256.

り高い物価は人々が手許に置きたいと思う現金量によって支えられる¹⁸⁾からである。さらに「不換通貨の無思慮な増加」が原因である場合にはその通貨が信用を失うために m_1 , m_2 が減少し、したがって物価は通貨の増加に比例する以上に上昇することになる¹⁹⁾。

以上見てきたように、マーシャルの貨幣・信用理論においては、「貨幣」は主として金もしくは兌換券を意味し、その増加の効果はまず貸付資金市場に現われ、そこにおいて利率が下落することから投機的投資が財市場に向けられて物価が上昇する。しかし、その最終的な結果だけに着目するならば、利率は貯蓄・投資関係によって決定され、物価は貨幣の総実質量すなわちその購買力に対する需給関係によって決定される。

しかしながら、最終的にこのような結果に到達すると言えるには、信用循環の過程を通じて二つの条件が持続的に維持されねばならないはずである。その二つの条件とは、第一に貯蓄・投資を均等化させる利率が一定水準で不変に保たれること、第二に人々の購買力に対する需要の状態 (m_1 , m_2) が不変に保たれること、である。そこで、これらの条件が満たされ得るかどうかを順に検討してみよう。

いま仮りに、民間の保有貨幣量を慎重に増加し、貸付資金供給増加——利率下落——「投機的」投資——……という一連の過程が生じないように処理したとしよう。このとき人々は手許に余分の購買力があることに気付いてこれを消費財および投資財の追加的購入に振向ける。人々は今まで通りかあるいはより少なくしか貯蓄しようとはしない。それ故、今まで通りの利率の下では投資は貯蓄を上回ることになる。明らかに貯蓄・投資を均等化する利率は上昇するわけである。これは貨幣量増加による一連の信用循環過程の中で貯蓄・投資を均等化する利率が現実の利率とは別の仕方では変動することを示しており、第一の条件は満たされないことがわかる。

18) 同上 p. 256.

19) 同上 pp. 47-48 参照。

次に、 m_1 、 m_2 の値は貨幣が「安定的購買力」を持つかどうかに関する「信用」に依存するのであって、不換紙幣の場合のみならず、金貨でさえこの意味では絶対ではないのであるから、物価の上昇・下落に応じて²⁰⁾ m_1 、 m_2 の値は減少・増加するはずである。それゆえ第二の条件も満たされない。

したがって、信用循環という短期的変動過程はマーシャルの長期的展望の基礎的条件をも変動させてしまうことがわかる。そこで、長期的展望はひとまず置き、変動過程にある経済の短期的条件をより綿密に分析する必要が生ずる。ケインズ [1930] および [1936] はこのような観点からマーシャル的長期理論を脱却して行つたと思われ²¹⁾。そこで次にケインズ理論の展開を見ることにしよう。

Ⅳ ケインズ貨幣理論の展開

ケインズ [1936] では「貨幣に関する技術的な詳細は背景のうちに退いている¹⁾」ので、そこにおける貨幣概念についてはケインズ [1930] を参照する必要がある²⁾。そして既にマーシャル [1923] においてさえ無視することの困難であった銀行制度の発達の下で、ケインズ [1930] は硬貨や紙幣といった現金として流通する貨幣が「はっきりと補助的な地位を占める」ようになり、これに代って銀行預金という形での貨幣すなわち銀行貨幣が「圧倒的な重要性」をもつようになった、という事実認識を持ち、当時の英国および合衆国について両者の比を 1 : 9 と推定している³⁾。今日の我国

20) 前に見たように、「金塊の流入」は物価水準を引上げ、したがって金の購買力を下落させる。さらにマーシャルは豊富な金鉱脈の発見が金の購買力を下落させることをも指摘している。マーシャル [1923] p. 49 参照。

21) ケインズ [1930] I. pp. 132-33, 邦訳150—51ページ参照。

1) ケインズ [1936] p. vii, 邦訳9ページ。

2) 同上 p. 195, 邦訳220ページ参照。

3) ケインズ [1930] I. pp. 27-29, 邦訳31—33ページ参照。

でも両者の比率はほぼこのようなものである⁴⁾。そこでケインズ〔1930〕は「公衆の手許にある流通貨幣のすべては、加盟銀行貨幣すなわち銀行預金であると仮定するならば、議論は簡単になり、しかもその一般性はたいして損われることはない⁵⁾」と述べている。このような仮定の下での貨幣概念は第Ⅱ節で見たマーシャルの貨幣概念とは異なっているので、貨幣に対する供給および需要の性質も多少異なってくる。そこで両者をこの順で見えていくことにしよう。

まず貨幣供給であるが、これは銀行の預金準備率に依存し、預金準備率が低い（または高い）ほど貨幣供給量はより多く（または少なく）なる。このことは銀行組織による貨幣創出機構として今日ではよく知られている⁶⁾けれども、マーシャル〔1923〕では漠然としており、ケインズ〔1930〕の頃から明確に把握される⁷⁾ようになったものである。したがってマーシャル〔1923〕では貨幣供給量は金の存在量によって固定されるという制約を考慮する必要があった⁸⁾が、ケインズ〔1930〕ではその必要はなく、極端に言えば「銀行が安全に創造しうる銀行貨幣の額には何らの限界もない⁹⁾」と考えてよいわけである。もちろん預金準備率の変動しうる範囲は慣習と法律制度によって限定されて¹⁰⁾おり、さらに中央銀行の政策によって貨幣供給量を

4) ケインズ〔1930〕I. p. 28, 邦訳32ページの表に対応するものとしては生田〔1981〕

(生田種雄『国民所得の理論』中央経済社, 昭和56年) 65ページ第4—1表参照。

なおケインズ〔1930〕の用語法では厳密には前者は「国家貨幣」、後者は「銀行貨幣」であり、それらの定義はケインズ〔1930〕I. p. 6, 8-9, 30-35, 邦訳7, 10—11, 34—30ページ参照。

5) ケインズ〔1930〕I. p. 27, 邦訳32ページ。

6) 例えば標準的な入門書であればサミュエルソン〔1948/80〕(Samuelson, P. A., Economics, McGraw-Hill Inc., 1st. edition 1948, 11th edition 1980. 都留訳『経済学』岩波書店, 新訂版昭和56年) 第16章第2節参照。より詳細な説明と定式化については生田〔1981〕64—73ページ参照。

7) ケインズ〔1930〕I. 第2章第1節参照。

8) マーシャル〔1923〕p. 39, 49 参照。

9) ケインズ〔1930〕I. p. 23, 邦訳27ページ。

10) 同上 I. p. 25, 邦訳29ページ参照。

固定することも可能である¹¹⁾。しかし、その政策手段は貨幣需要との関連の下で機能する。そこで次に貨幣需要を見ておかねばならない。

貨幣が主として銀行預金を意味している場合には、貨幣需要は預金者の意図する預金量を意味することになる。そこでケインズ〔1930〕はこれを預金者の動機に応じて、所得預金、営業預金および貯蓄預金に分類している¹²⁾。おおまかに見れば前二者は所得水準に依存するので、これらを一括して L_1 で表わし、名目国民所得水準 $Y (=P \cdot X)$ の増加関数 $L_1(Y)$ とすることができる¹³⁾。すなわち、

$$L_1 = L_1(Y), \quad L_1' > 0 \quad (3)$$

である。明らかにこれは第Ⅱ節でみたマーシャルの貨幣需要理論のうち $m_1 \cdot Y$ の部分に相当する¹⁴⁾。次に貯蓄預金 L_2 についてケインズ〔1930〕は「相当大量の安定的な基礎的部分」を含むとしており、これは「恒常的に証券よりも貯蓄預金の方を選ぶ富の所有者」によって保有される¹⁵⁾。そして貯蓄預金の残りの部分は「弱気筋」すなわち「証券の『空』売りをした人々すなわち自分が持っていない証券を売った人々」と「普通の状態では証券の保有者であるはずだが当分の間は貯蓄預金という形で現金に対する流動的請求権を保有することの方を選んでいる人々」とによって保有される¹⁶⁾。ケインズ〔1936〕では前者の基礎的部分は「予備的動機 (precautionary-motive)、すなわち資産総額のある一定割合と等価値の将来の現金についての安全のための要求」となっているから、これは明らかに第Ⅱ節で見たマーシャルの貨幣需要理論のうち、 $P \cdot m_2 \cdot A$ の部分に相当する。ケイン

11) 同上 I. p. 15, 194, 196-97, 邦訳18, 223-24, 226-27ページ参照。

12) 同上 I. pp. 30-32, 邦訳34-36ページ参照。

13) ケインズ〔1936〕 pp. 195-200, 邦訳219-25ページ参照。

14) 同上 p. 201, 邦訳226ページ参照。

15) ケインズ〔1930〕 I. p. 223, 邦訳257ページ参照。

16) 同上 I. pp. 223-24, 邦訳258ページ。

17) ケインズ〔1936〕 p. 170, 邦訳190ページ。

ズ〔1936〕はこれを L_1 に含めている¹⁸⁾、次の節で見るとような流動性選好理論に関するケインズの基本的な考え方からはむしろケインズ〔1930〕のように投機的動機からする後者の貨幣需要に加えた方がよいように思われる。いずれにしてもそれが「基礎的部分」である限り、 L_1 に加えても L_2 に加えても分析上大差はないのであるが、次節との関連上、本稿では L_2 に加えるものとして議論を進めることにしよう。

さて、貯蓄預金 L_2 全体の短期的変化は「強気」と「弱気」の相互関係にのみ依存する。そして「一般の思惑を平均して見た場合の強気の程度をちょうど相殺し、したがって貯蓄預金の量を変化させないような証券価格の一つの水準²⁰⁾」がある。現実の証券価格がその水準より高い（または低い）場合には将来の下落（または上昇）を予想する弱気筋（または強気筋）が多くなるから貯蓄預金 L_2 は増大（または減少）する²¹⁾。かくして L_2 は証券 (securities) または非流動資産 (non-liquid assets) の価格 P_A の増加関数として定式化することができる²²⁾。

ところで、非流動資産は物的資産と有価証券から成るが、有価証券のうち主なものは株式と債券であって、株式は物的資産に対する所有権を表示すると解し得る余地がある。したがってケインズ〔1936〕は資本の限界効率表の中に物的資産そのものに対する投資ばかりでなく、株式に対する投資をも含めている²³⁾。これはロビンソン〔1952〕²⁴⁾ が述べているように、「法制的、哲学的な問題をひきおこす」ことになる。そして分析的にはむ

18) 同上 p. 199, 邦訳224—25ページ参照。

19) 同上 p. 213, 邦訳239ページ参照。

20) ケインズ〔1930〕I. p. 224, 邦訳258ページ。

21) 同上 I. pp. 224—30, 邦訳258—65ページ参照。

22) 同上 I. pp. xxvi—xxvii, 邦訳 xxxvi—xxxviii ページ参照。

23) ケインズ〔1936〕第12章、特に第3・5節参照。

24) Robinson, J. V., *The Rate of Interest and Other Essays*, London, 1st edition 1952, 2nd edition titled as *The Generalization of the General Theory and Other Essays*, 1979. 大川・梅村訳『利子率その他諸研究——ケインズ理論の一般化——』（原書初版訳）東洋経済新報社、昭和30年。

しる、「株式を他のものと同様な一種の証券資産として取扱い、その利回りを利子率の一つとして考える」ようにした方が「簡単であり、一層現実的でもある²⁵⁾」と言える。そこで「投資」を物的資産の新規購入の意味に限定し、株式購入は債券購入に準ずるものと見ることにしよう。

そうすると、貯蓄預金 L_2 は非流動資産を代表する債券 (debts) の価格 P_B の増加関数ということになるのであるが、債券価格 P_B は利子率 i と定義的な関係の下にある。これを説明するために、いま一般的な債券として、利子および額面金額という名目で1年後に R_1 、2年後に R_2 、…… t 年後に R_t 等々を支払うことを約定した債券があるとすれば、その価格 P_B は利子率 i で各年の R を割引いた合計額、すなわち

$$P_B = \sum_{t=1}^{\infty} \{R_t / (1+i)^t\} \quad (4)$$

となる。かくして一般的に、債券価格が上昇するというを利子率が下落するというとは同等である、ということがわかる。この関係は確定利子1ポンド付の永久債券の場合にはさらに単純になるのであって、その価格を P_0 ポンドとすれば、

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \{1 / (1+i)^t\} = 1/i \quad (5)$$

すなわちその価格は利子率の逆数 (ポンド) に等しい。この種の債券としては英コンソル公債があり、その確定利子額が R ポンドなら、これは上の単位債券の R 量を代表すると考えることができる。現代の我国にはこの種の債券は存在しないが、その代りに、生田 [1981] が指摘しているように年々の配当率を一定に保つ慣習を確立している企業の株式がこれに相当すると見ることができる。²⁶⁾

それゆえ、ケインズ [1930] のように貯蓄預金 L_2 を債券価格 P_B の増加関数として定式化すること²⁷⁾と、ケインズ [1936] のように L_2 を利子率 i の減少関数として定式化することとの間には本質的な差異は何もないわ

25) 同上 p. 141, n. 1, 邦訳8ページ註1) 参照。

26) 生田 [1981] 76ページ参照。

27) ケインズ [1936] pp. 167-68, 199-200, 邦訳187, 225ページ参照。

けである。²⁸⁾ここではケインズ〔1936〕の方法をとって、

$$L_2 = L_2(i) \quad (6)$$

としておこう。さらに総貨幣需要を L として、

$$L = L_1 + L_2 \quad (7)$$

と定義することができ、貨幣に対する需給均衡の条件は $M = L$ だから

$$M = L_1(Y) + L_2(i) \quad (8)$$

で示される。これは第Ⅱ節で見たマーシャル理論の(1)式に相当するものである。マーシャルは(1)式を(2)式に変形してこれを物価決定式として利用したのであるが、ケインズ〔1936〕はこれを利子率決定式として利用している。²⁹⁾そして、(8)式または(6)式を利子率決定式と解する点にケインズ〔1930〕からケインズ〔1936〕への転回点がある。というのは、ケインズ〔1930〕の段階ではケインズは弱気理論もしくは(6)式から利子率決定の理論が導かれ得ることに気付いておらず、単に貨幣需要理論として利用したにすぎなかった。そしてこのことに気付いた後もケインズ〔1936〕はそれを(6)式のような貨幣需要理論の形式のまま定式化しており、その逆関数すなわち $i = i(M_2)$ といった定式化の方が妥当であることに気付いていないわけである。これらの点は今日から見れば奇妙に映る。したがって、次節以下では専らケインズ〔1936〕の流動性選好理論を扱うこととするのであるが、その前に本節の残りの部分でケインズ〔1930〕の体系的性格を概観しておくことにしよう。

ケインズ〔1930〕では公定歩合を含む短期利率は「銀行利率」と呼ばれ、長期利率は「債券利率」と呼ばれ、両者の複合体は「市場利率」と呼ばれる。³⁰⁾このうち「銀行利率」については、「公定歩合に対して多かれ少なかれ確定的な関係を保つようにするような、多くの慣習と慣例が存在」し、³¹⁾

28) これについてのケインズ自身の見解は同上 pp. 73-74, 邦訳194ページ参照。

29) 同上 pp. 167-71, 201-04, 邦訳187—91, 277—29ページ参照。

30) ケインズ〔1930〕I. p. 179, 邦訳207ページ参照。

31) 同上 II. p. 328, 邦訳194ページ。

「債券利率」には統計的に「銀行利率」と同方向に変動する傾向がある。³²⁾したがって利子率は全体として公定歩合の影響下にあることになるから貨幣当局の政策変数とみなすことができる。それ故、ケインズ〔1930〕の分析目的は銀行利率（または公定歩合）と貨幣数量との関係、および貨幣数量と物価水準との関係を解明することに向けられる。そしてケインズ〔1930〕は、自明の定義式としての「基本方程式」を用いてではあるが、既に物価水準を財市場の全体的な需給関係によって決定されると考える所³⁴⁾まで来ていた。

しかしながら、ケインズ〔1930〕の財市場に関する分析は、後にケインズ〔1936〕が述べているように、「産出高を一定と想定しての瞬間的描写」³⁵⁾にとどまっていた。すなわち、所与の需給関係の下で確立されるであろう短期均衡点の周辺において各企業家がそれぞれ何らかの生産水準を選んだ³⁶⁾という「一時的」条件から事態の推移する方向をとらえようとしたわけである。もし集計された特定の産出量の下で財市場が超過需要（または超過供給）となるなら、物価が上昇（または下落）し、全体としての企業家は正（または負）の「意外の利得」を得て産出量を増大（または減少）させる。³⁷⁾そして、財市場全体の超過需要額は、投資が貯蓄を上回る額に等しく、³⁸⁾「意外の利得」総額にも等しい。³⁹⁾したがって財市場をそのまま放置すれば⁴⁰⁾

32) 同上 II. pp. 315-20, 邦訳369—74ページ参照。

33) 同上 I. p. 15, 138, 179, 190, 邦訳18, 157, 207, 219ページ等参照。

34) 同上 I. p. 121, 邦訳137ページ参照。

35) ケインズ〔1936〕p. vii, 邦訳8ページ。

36) ケインズ〔1936〕の用語法で言えば、各企業家はその「短期期待」に基いて特定の生産水準を選ぶ。ケインズ〔1936〕p. 47, 邦訳55ページ参照。

37) ケインズ〔1930〕I. pp. 112-13, 邦訳127—28ページ参照。そこにおける「正常」報酬は明らかにマージナルの短期均衡下での「準地代」を指している。マージナル〔1890/1920〕pp. 310-13, 邦訳第三分冊68—72ページ参照。

38) 同上 I. pp. 112-13, 162-63, 邦訳127—28, 185—87ページ参照。

39) 同上 I. pp. 122-23, 邦訳138—40ページ参照。

40) 同上 I. p. 124, 邦訳140—41ページ参照。

短期均衡点に到達し、貯蓄・投資は均等する、と論ずることもできたはずである。実際、ケインズ〔1936〕は議論をこの方向に進めている。⁴¹⁾

ところが、ケインズ〔1930〕は、この所与の産出量がそのまま短期均衡産出量となり得てしかも物価水準が不変に保たれるためには、貯蓄・投資関係への操作的介入が必要である、という方向に議論を展開した。すなわち、投資は利率の減少関数であり、貯蓄は利率の増加関数であるから、両者を一致させる市場利率は唯一つ存在する。ケインズ〔1930〕はこのような市場利率の水準を「自然利率」と呼んでいる。⁴²⁾ 既に見たように、現実の市場利率は貨幣当局の公定歩合政策が決定する。かくしてもし貨幣当局が所与の産出量水準の下での物価を安定に保とうとするなら、貨幣当局は市場利率が自然利率に一致するよう公定歩合を操作しなければならぬ。⁴³⁾

しかしこれではケインズ〔1936〕が指摘しているように、各産出量水準毎に異なった水準の「自然利率」が対応するはずであるから、たとえばその産出量が完全雇用の下にあって固定されている、といった特殊な想定がなければ、「自然利率」を追う政策的介入は無意味なものでしかない。そしてケインズ〔1930〕は必ずしも完全雇用を前提としてはいないようである。⁴⁵⁾

ところで、この点にも関連するのであるが、ケインズ〔1930〕は貨幣賃金率の短期的硬直性という事実認識⁴⁶⁾と、労働市場の需給関係を反映する貨幣賃金率の変動という理論的観点⁴⁷⁾との間を動揺しており、雇用面の分析は

41) 詳しくは中野〔1980〕参照。

42) ケインズ〔1930〕I. p. 139, 邦訳158—59ページ参照。

43) 同上 I. p. 139, 142, 邦訳158, 162ページ参照。

44) ケインズ〔1936〕p. 242, 邦訳273ページ参照。

45) ケインズ〔1930〕I. p. 132, 184, 237—38, 245—46, 283, 邦訳150, 212—13, 272—73, 281—82, 323—24ページ参照。

46) 同上 I. p. 83, 185, 242—46, 邦訳94, 213, 278—82ページ参照。

47) 同上 I. p. 151—52, 163—65, 188, 邦訳172—74, 187—89, 217ページ参照。

漠然としたままである。したがって、本節で見た貨幣需要 L_1 および L_2 はケインズ [1930] では名目量で定義されていると考えられる。これに対してケインズ [1936] は貨幣貸金率 w の硬直性を明示的に仮定した上でその理論を展開しており、その結果、基本的な関数関係はすべて賃金単位で測られた価値量で定義される。それゆえ、(3) 式の背後には賃金単位で測られた貨幣需要 $\lambda_1 (=L_1/w)$ を賃金単位で測られた国民所得 $y (=Y/w)$ の関数として示す

$$\lambda_1 = \lambda_1(y) \quad (3)'$$

があり、(6)式の背後には賃金単位で測られた貨幣需要 $\lambda_2 (=L_2/w)$ を利子率の関数として示す

$$\lambda_2 = \lambda_2(i) \quad (6)'$$

があり、かくして賃金単位で測られた貨幣供給 $\mu (=M/w)$ に対し、

$$\mu = \lambda_1(y) + \lambda_2(i) \quad (8)'$$

が貨幣に対する需給の均衡条件を与えるわけである。⁴⁹⁾ しかし、「賃金水準に変化のない場合に貨幣数量を増加させることによってもたらすことのできる効果と正確に同じ効果を、貨幣数量に変化のない場合に賃金を引下げることによって、利子率のうえにもたらすことができる⁵⁰⁾」わけであるから、本稿の範囲内では貨幣貸金率を不変と仮定し、その変動の効果は貨幣数量の変化の効果と同じであると考えことにしよう。

さてそうすると、ケインズ [1936] の有効需要理論によれば、財市場の均衡によって貯蓄・投資が均等化すると共に物価水準 P および産出量水準 X が決定され、したがって国民所得 Y が決定される。⁵¹⁾ そこで残された問題は、利子率がどのようにして決定され、それが貨幣需給とどのような関係にあるか、という問題である。次にこれを見ることにしよう。

48) ケインズ [1936] p. 27, 邦訳31—32ページ参照。この仮定は同書 p. 257, 邦訳289ページで解除される。

49) 同上 p. 246, 邦訳277ページ参照。

50) ケインズ [1936] p. 266, 邦訳299ページ。

51) 詳しくは中野 [1981] 参照。

V 利子率と流動性選好

ケインズ〔1936〕は利子率を貨幣の「価格」としており、その説明自体は第Ⅱ節でみたように誤りではないと言える。しかしそれはやや形而上学的であるためにしばしば論争的となっている。そこで、より实际的に利子率が何の価格であってどのような市場での需給関係によって決定されるのかを考える必要があるわけだが、前節で見たように、利子率が決定されるということと債券価格が決定されるということは定義的に同等である、という点に着目するなら、この問題は容易に解くことができる。何故なら、債券価格が債券市場における需給関係によって決定されるという点に疑問の余地はないからである。

しかし、債券市場に通常の市場分析を適用するには、債券の数量がその価格（または利子率）から独立に定義されねばならない。さらに、通常の債券はその割引率が不変であっても時と共に割引額は高まり、利払いによって減価する。債券をストック量として取扱うためには、その数量は時を通じて一定となるように定義されることが望ましい。これらの要求を満たすために、以下ではすべての債券は確定利付永久債券の形式で発行されると仮定しよう。経済全体としては殆ど問題にならないことであるが、個々の発行者が通常の債券のように一定期日後の完済を望む場合には、発行後一定の期日に買戻すと考えればよい。そうすると前節で見たように、確定利子額が一貨幣単位（たとえば円またはポンド）であるものを一単位量の債券と定義すれば、その価格 P_0 は定義的に利子率 i の逆数となり、これらとは独立に債券数量は確定利子総額 R で表示することができる。既発行債券量が \bar{R} で、新規発行債券が \dot{R} であるとき、総債券量 R は単に両者を加えたもの、すなわち

$$R = \bar{R} + \dot{R} \quad (9)$$

となる。

さて、まず債券量不変の場合を考えよう。債券の買手側は「強気筋」、

売手側は「弱気筋」と呼ばれるが、債券価格の将来に関する両者全体の期待の状態が一定であるなら、債券価格が高いほど債券市場での両者の分布は弱気筋が優勢となる。逆は逆であるから、両者の売と買とが一致するような均衡価格が存在する。もし現実の債券価格がその均衡水準より高い(または低い)なら、市場は弱気筋(または強気筋)が優勢で超過供給(または超過需要)となり、現実の債券価格は下落(または上昇)して均衡水準に向う。それ故、債券市場での期待の状態が変わらないかぎり、安定的な均衡価格が実現される、すなわち、「市場価格は『弱気筋』の売と『強気筋』の買とが均衡する点において決定される¹⁾」と言うことができる。

債券市場での取引は銀行勘定の上で決済されるが、民間相互の債券取引は民間全体の保有する総債券量と総貨幣量とを変化させることはない。しかし、「銀行組織と貨幣当局とは貨幣および債券の売買業者²⁾」であって、たとえば銀行が債券を購入(または売却)すると、債券市場の均衡価格が上昇(または下落)するばかりでなく、民間全体の保有する総債券量は減少(または増加)し、総貨幣量は増加(または減少)する。このような効果を意図的に求めて貨幣当局が行う債券売買は公開市場操作と呼ばれる³⁾。いずれにしても、「貨幣数量の各増加は『強気筋』のある人々の予想を越えるほど十分に債券価格を上昇させるはずであって、その結果、その人々は自分の債券を現金と引換えに売却して『弱気筋』に仲間入りさせられることになる⁴⁾」わけである。もちろん、このような仕方での貨幣量の増加(または減少)は投機的動機から保有される貯蓄預金 L_2 の増加(または減少)を意味する。したがって、債券量が一定であり、市場での期待の状態が不変である場合には、債券価格 P_b は貯蓄預金 L_2 の増加関数として定式化することができ、それ故利子率 i は L_2 の減少関数となる。ケインズ

1) ケインズ [1936], p. 170, 邦訳190ページ。

2) 同上 p. 205, 邦訳231ページ。

3) 同上 p. 197, 邦訳222ページ参照。

4) 同上 p. 171, 邦訳191ページ。

〔1936〕は流動性選好理論をこのように定式化するにとどめている。

しかしながら、ケインズ〔1936〕は「利率は資金が経常的に供給される条件を支配する」⁵⁾とも述べている。もし企業家が手許の営業預金から投資資金を調達するのであれば、企業家は外部資金を必要とせず、したがって利率は機会費用といった程度の考慮事項でしかないであろう。もし企業家が投資のために外部資金を調達しようとするなら、利率は重要な意味をもつことになるが、それは同時に投資額 I に等しい新規債券発行が起ることを意味する。⁶⁾この場合には債券数量は不変ではありえず、

$$\dot{R} = I/P_b \quad (10)$$

だけ新規債券が市場に流入してくる。投資額 I は資本の限界効率率表に沿って利率 $i (= 1/P_b)$ が決定するから、⁷⁾この関係を

$$I = I(i), \quad I' < 0$$

で表せば、(10)式は

$$\dot{R} = i \cdot I(i) \quad (10)'$$

となる。投資の利率弾力性 $e_1 (= -\frac{dI}{di} / \frac{I}{i})$ が1である場合には利率の水準如何にかかわらず、 \dot{R} は一定である。 $e_1 > 1$ なら利率が低いほど新規発行債券量 \dot{R} は多くなり、 $0 < e_1 < 1$ なら利率が低いほど \dot{R} は少なくなる。したがって $e_1 = 1$ という特殊な場合を除くと、総債券量 R は利率の変化によって変動することになる。

このように総債券量が変化する場合にも、貯蓄預金 L_2 が変化しないかぎり利率は変化しないのであろうか。債券価格したがって利率が債券市場において決定されるという考え方からはむしろ、貯蓄預金 L_2 が一定である下では債券量の増加（または減少）は利率を引き上げる（または

5) 同上 p. 165, 邦訳184ページ。

6) 前節で仮定したように株式は債券に準ずるものとしているので、債券の新規発行は株式の時価発行をも含む。

7) ケインズ〔1936〕pp. 135-37, 邦訳151-53ページ参照。なお中野〔1978〕をも参照。

引き下げる), と考えられるであろう。事実, ケインズ [1936] によれば, 「経常利子率は, すでにわれわれの見たように, 富を保有しようとする欲求の強さに依存するものではなく, 富を流動的な形態において保有しようとする欲求と非流動的な形態において保有しようとする欲求のそれぞれの強さ, ならびに後者の形態の富の供給に対する前者の形態の富の供給の相対的な量に依存する⁸⁾」わけである。おそらくこれがケインズ [1936] の流動性選好理論の背後にある基本的な考え方であろう。というのはこの考え方を債券数量一定という前提の下で定式化すれば流動性選好理論が導かれるからである。すなわち, いま資産としての貨幣供給量 M_2 を

$$M_2 = M - L_1(Y) \quad (12)$$

とおけば, M_2 および R に対する人々の「欲求の強さ」を表わす関数 $A(M_2/R)$ が貨幣——債券市場において利子率を決定することとなって,

$$i = A(M_2/R) \quad (13)$$

とすることができるが, ここに関数 A は M_2/R の減少関数となるから, R 一定の下では i は M_2 の減少関数として定式化することができ, これは流動性選好理論に帰着する。したがって債券量が不変であるか, あるいは投資による債券量の増加分がわずかである場合には利子率は単に貨幣量 M_2 の関数として定式化してよいが, 投資による債券量の増加が無視できない場合には(13)式のような定式化が必要になる。

しかしながら, (13)式は均衡利率の決定式となっているけれども, その背後にある貨幣——債券市場の需給関係を明示していない。そして(10)式の I が(9)式を通して(13)式の R に及ぼす効果を知ろうとする試みは貸付資金説に似た含意を持つように見える。第I節で述べたように, ここでは財市場の均衡によって貯蓄・投資は均等化すると見るので, この点で以下の議論は貸付資金説とは異なる。しかし, 議論をさらに進める前に, 貯

8) ケインズ [1936] p. 213, 邦訳239ページ。

9) ケインズ [1930] I. p. 127, 邦訳145ページ, ローナー [1936] pp. 653-54, 邦訳218—19ページ参照。

蓄・投資関係が貨幣需要面にどのように作用するのかについて具体的に描写しておく必要がある。

さて、財市場において投資がそれ自らに等しい貯蓄を発生させる過程は乗数過程として周知の所である。しかしその金融的側面を描写するためには、「投資決意がなされる時点と、¹⁰⁾ 相関連し合う投資・貯蓄が実際に生じる時点との間を架橋する技術」についての何らかの仮説が必要である。そこでいま、企業家が一定額の投資を決意すると、その資金調達のための新規発行債券を銀行組織がひとまずすべて引受けるものとし、さらに銀行組織の信用創造はこの投資額に限定されるものとしよう。¹¹⁾ このとき、銀行預金総額は投資額だけ増加し、信用供与を受けた企業家はこれを投資財購入代金として投資財を生産した企業家の営業預金勘定に移転する。その一部は営業預金部分（増加の必要があれば）となり、残余はさらに投資財生産に従事した人々の所得預金勘定に移転する。¹²⁾ その一部は所得預金増分（増加の必要があれば）となり、他の一部は貯蓄預金増分に振替えられ、残余は消費財購入代金として消費財を生産した企業家の営業預金勘定に移転される。以下同様にして、投資額に等しい銀行預金増加分は営業預金と所得預金の増加分と貯蓄預金の増加分に分解されていく。この三者の合計が貯蓄であって、その累積額が投資に満たない限りその差額だけ新たに消費需要が発生し、上の過程を続けていく。したがって最終的には投資額に等しい貯蓄が形成され、それは営業預金と所得預金の和である L_1 の増分と貯蓄預金 L_2 の増分とに分解される。

そこでもし、所得額が不変であり、さらに貯蓄預金増分の全額が債券需要となるとすれば、銀行組織は債券価格に影響を及ぼすことなく当初に引受けた新規発行債券のすべてを売却することができる。このとき銀行組織

10) ケインズ [1937] p. 246.

11) ケインズ自身の説明については同上 pp. 246-48 参照。

12) ここでは単純化のために投資財と消費財はそれぞれ統合生産される、と仮定しているが、さらに原材料部門を独立させて原材料取引を含めて叙述することもできよう。

は当初に供与した信用を完全に回収して預金総額を旧に復することができる。そして銀行組織または金融機関が貯蓄・投資の単なる仲介機関でありうるのはこのような場合に限られる。

もし新投資によって所得が増加するか、あるいは貯蓄預金の一部だけが債券需要に向けられるなら、銀行組織は当初に引受けた新規発行債券のすべてを現行価格で売却することはできない。銀行組織が現行債券価格したがって現行利子率を維持しようとするなら、引受けた新規発行債券の一部を引続き保有しなければならず、当初供与した信用の一部は未回収のままとして貨幣量の増加を容認しなければならない。あるいは銀行組織が貨幣量を旧に復そうとするなら、債券価格の下落すなわち利子率の上昇したがって銀行組織の保有している全債券の減価を容認しなければならない。

このような条件の下では、銀行組織は新規発行債券の引受にさいして、自分自身が保有したいと望む量、民間に売却可能な量、および債券の将来価格について予め何らかの見通しを持っていなければならない。したがって、銀行組織が新規発行債券量を多すぎる（または少なすぎる）と判断するなら、引受けにさいしてその価格を引下げ（または引上げ）、投資および債券発行を抑制（または刺激）しようとするであろう。この結果、既存の債券の市場価格も下落（または上昇）する。それゆえ債券価格または利子率は「一般の思惑の強気の度合いと銀行組織の行動との合成的な結果である¹³⁾」と要約することができる。

そこで次に、このような観点から貨幣——債券市場のモデルを組立て、そこにおける需給関係がどのようにして(13)式を導き、そして貨幣当局および銀行組織の政策行動がどのような結果をもたらすのかを見ることにしよう。

13) ケインズ [1930] I. p. 224, 邦訳259ページ。なお同 p. 129, 邦訳146ページおよびケインズ [1936] pp. 205-06, 邦訳230—32ページ参照。

VI 貨幣—債券市場のモデル

総貨幣供給 M を

$$M = M_1 + M_2 \quad (I-1)$$

総貨幣需要 L を

$$L = L_1 + L_2 \quad (I-2)$$

とにおいて、「流動的形態の富の供給」 M_2 を

$$M_2 = M - L_1 \quad (I-3)$$

と定義する。ただし、 L_1 は

$$L_1 = L_1(Y), \quad L_1' > 0 \quad (I-4)$$

である。

次に債券の供給量を R 、需要量を B として、前節(13)式の関数 A の逆関数を $l_2(i)$ とおけば、貨幣需要 L_2 は R に対して

$$L_2 = R \cdot l_2(i), \quad l_2' < 0 \quad (I-5)$$

となり、債券需要 B は M_2 に対して

$$B = M_2 / l_2(i), \quad l_2 < 0 \quad (I-6)$$

となる。

特に M については別様の定義式

$$M = \bar{M} + \dot{M} \quad (I-7)$$

を用意しておく。ここに \bar{M} は既存の貨幣存在量であり、 \dot{M} は貨幣当局が政策的に決定する貨幣増分であるものとする。総投資額 I に要する新規債券発行量は $i \cdot I (= I/P_b)$ であり、銀行組織はその全量をひとまず引受けた後、その中から \dot{R} を市中に放出し、 I のうち $\dot{R}/i (= P_b \cdot \dot{R})$ だけ貨幣を回収する。その残余が貨幣供給増分 \dot{M} となるから

$$\dot{M} = I - \dot{R}/i \quad (I-8)$$

である。既存の債券量を \bar{R} とおけば、総債券供給量 R は、

$$R = \bar{R} + \dot{R} \quad (I-9)$$

と定義される。

さて、債券市場では $R > B$ なら超過需要, $R < B$ なら超過供給であるから、それぞれ債券価格は上昇または下落する。利子率はそれぞれ逆方向に動く。ところが、(I-5), (I-6)式より、

$$R - B = (L_2 - M_2) / l_2(i) \quad (14)$$

であり、さらに(I-2), (I-3), (I-4)式より、

$$L_2 - M_2 = L - M \quad (15)$$

である。それゆえ、

$$R \cong B \iff L_2 \cong M_2 \iff L \cong M \quad (16)$$

そして(I-5)式より

$$L_2 / R = l_2(i) \quad (17)$$

であるから、

$$R \cong B \iff l_2(i) \cong M_2 / R \quad (18)$$

となる。したがって、貨幣の債券に対する相対需要 $l_2(i)$ がその相対供給 M_2/R より大(または小)である場合には債券市場において超過供給(または超過需要)であり、貨幣市場において超過需要(または超過供給)である。この結果、債券価格は下落(または上昇)し、利子率は上昇(または下落)する。このような利子率の変動はさらに l_2 , M_2 , R を変動させるが、その結果 $R = B$ となるであろうか。

この点を確認するためには投資、所得および利子率の間の財市場における均衡関係を導入しておく必要がある。その最も単純な形を用いるなら、「資本の限界効率表」として、

$$I = I(i) \quad I' < 0 \quad (II-1)$$

貯蓄関数として、

$$S = S(Y) \quad S' > 0 \quad (II-2)$$

財市場の需給均衡条件として

$$I = S \quad (II-3)$$

とおけばよい。この三式より、

$$\frac{dL_1}{di} = L_1' \cdot I' / S' < 0 \quad (19)$$

となる。そして(1—3), (1—4), (1—7)式より,

$$M_2 = \dot{M} + \bar{M} - L_1(Y) \quad (20)$$

だから

$$\frac{dM_2}{di} = -L_1' \cdot I' / S' > 0 \quad (21)$$

である。さらに(1—8), (1—9)式より

$$R = \bar{R} + i \cdot (I - \dot{M}) \quad (22)$$

それゆえ

$$\frac{dR}{di} = \frac{d(i \cdot I)}{di} - \dot{M} \quad (23)$$

である。ここで $\frac{d(i \cdot I)}{di}$ の符号は投資の利子弾力性 $e_1 \left(= -\frac{dI}{di} / \frac{I}{i} \right)$ に依存する。前節で見たように, $e_1 > 1$ であれば債券発行量は利子率の上昇によって減少し, $e_1 < 1$ であればそれは利子率の上昇によって増大する。ところが前節の仮定では銀行組織は債券発行量が多すぎる場合には利子率を引上げてこれを減らそうとする。このような銀行組織の行動に整合するのは $e_1 > 1$ の場合であって, $e_1 < 1$ では別の工夫が必要になる。ここでは単に $e_1 > 1$ を仮定することにすれば, この結果 $\frac{d(i \cdot I)}{di} < 0$ となり, それ故 $\frac{dR}{di} < 0$ となる。たとえ $e_1 < 1$ であっても, それが $\frac{dR}{di} > 0$ ならしめるほどの効果を持たないかぎり,

$$\frac{dR}{di} < 0 \quad (23)$$

としてよい。そうすると(21), (23)式から,

$$\frac{d(M_2/R)}{di} = \left\{ R \cdot \frac{dM_2}{di} - M_2 \cdot \frac{dR}{di} \right\} / R^2 > 0 \quad (24)$$

となる。

したがって, $l_2(i) > M_2/R$ なら $R < B$ で債券価格は上昇し利子率は下

落するが、このとき l_2 は減少し M_2/R は増大する。かくして、

$$l_2(i) = M_2/R \quad (I-10)$$

となるが、これは

$$R = B \quad (I-10)'$$

または

$$M = L \quad (I-10)''$$

または

$$M_2 = L_2 \quad (I-10)'''$$

と同等であった。逆に $l_2(i) < M_2/R$ なら逆の理由で利子率が上昇し、 l_2 が増加して M_2/R は減少する。したがって (I-10) 式に向う。このように、利子率の決定過程は債券市場の需給関係から説明し得るばかりでなく、貨幣市場の需給関係からも説明し得るが、それは貨幣の債券に対する相対需要と相対供給の関係が利子率を決定するという基本的な理論構成のためである。いずれの場合にも均衡利子率は安定的であることがわかる。なお、以上 (I-1)-(I-10), (II-1)-(II-3) の13本の方程式より、13箇の未知数、 $M, M_1, M_2, L, L_1, L_2, R, \dot{R}, B, I, S, Y$, および i が同時決定され、モデルは完結する。

ところで、このモデル全体は (I-10) 式に集約して表わすことができ、

$$l_2(i) = \frac{M_2}{R} = \frac{\bar{M} + \dot{M} - L_1(S^{-1}(I))}{\bar{R} + i \cdot (I - \dot{M})} \quad (25)$$

となる。したがってまず、貨幣増加量 \dot{M} が大きいほど利子率は低いことがわかる。さらに投資意欲の増大は分母を増加させると共に分子を減少させることによって利子率を高める効果をもち、貯蓄意欲の増大は分子を増大させることによって利子率を低める効果をもつ¹⁾ことがわかる。しかし、投資意欲および貯蓄意欲がこのような効果を利子率に及ぼすということ

1) この結果はケインズ [1936] の定式化した流動性選好関数を用いても導出することができる。サミュエルソン [1947] (Samuelson, P. A., *Foundations of Economic Analysis*, Harvard University Press, 1947. 佐藤訳『経済分析の基礎』勁草書房, 昭和42年) pp. 276-80, 邦訳287-92ページ参照。

が、貯蓄・投資関係によって利子率決定を説明することを意味しないという点については最早論ずるまでもないであろう。

さて、貨幣当局が貨幣量を不変に保つ政策をとる場合には、(25)式は特に、

$$l_2(i) = \frac{\bar{M} - L_1(S^{-1}(I))}{\bar{R} + i \cdot I} \quad (26)$$

という形となり、利子率はこれを満たすように決定される。どのような短期的な時点においても、利子率は何らかの水準に安定的な均衡点を見出すはずであるが、年々の投資は既発行債券量 \bar{R} を増加させ続けるのに対して貨幣量は増加しないのであるから、年々左辺は減少するはずであって、この結果、年々利子率は上昇し続け、したがって投資および所得は減少し続けることになる。明らかに貨幣量不変の政策の下では利子率は投資をゼロとするような水準に向う長期的傾向がある。

そこでもし貨幣当局が投資の行われるような水準の利子率を維持しようとするなら、貨幣量を年々増加し続けねばならない。一定の利子率の下で年々の投資額したがって所得額が不変となっている状態では、前年において

$$l_2(i) = (\bar{M} - L_1(Y)) / \bar{R}$$

であり、今年には

$$l_2(i) = \frac{\bar{M} + \dot{M} - L_1(Y)}{\bar{R} + i \cdot (I - \dot{M})}$$

であるから、

$$\dot{M} = i \cdot (I - \dot{M}) \cdot l_2(i)$$

すなわち

$$\dot{M} = \frac{i \cdot l_2(i)}{1 + i \cdot l_2(i)} \cdot I$$

だけ貨幣量を年々増加させていかねばならない。

Ⅶ 結 論

以上見てきたように、マーシャルの貨幣・信用理論は長期的分析と短期的分析からなり、長期的分析は貨幣数量説と利子率の貯蓄・投資説とを組合せたものであって、短期的分析は貸付資金説を用いて信用市場と財市場の連動関係から利子率と物価水準の決定を包括的にとらえようとするものであった。ケインズ〔1930〕は特に後者の短期的分析の基本的な構想をうけつぎ、貨幣概念および貨幣需要理論についてさらに綿密な分析を展開したが、しかしその短期的分析がマーシャルの長期理論に連絡するかどうかについては懐疑的であった。ケインズ〔1930〕はその分析の過程で貯蓄預金という形での貨幣需要と利子率との間に関数関係があるという論点、および財市場での需給均衡が貯蓄・投資を均等化するという論点を確立していたのであるが、これらの論点が貨幣数量説や利子率の貯蓄・投資説を否定し、さらに貸付資金説をも否定する論点となりうることには気付いていなかった。

ケインズ〔1936〕は利子率と資本の限界効率表とが投資を決定する二つの相互に独立の要因であるとして、この論点からその体系を有効需要理論と流動性選好理論とに分けている。すなわち単純化して言えば、有効需要理論では所与の利子率水準の下で資本の限界効率表に沿って決定された投資が財市場全体の均衡を通じてそれ自らに等しい貯蓄を生じるような水準に国民所得を決定することが示され、流動性選好理論では所与の国民所得水準の下で貨幣——債券市場の需給均衡が利子率を決定することが示される。両者を組み合わせれば利子率と国民所得の相互決定関係が得られ、体系は完結する。しかし両者の接合部分においてケインズ〔1936〕は利子率が資本の限界効率表から独立の要因であるという論点を強調しすぎたために、投資資金調達という観点からすれば投資（＝貯蓄）額は貨幣——債券市場における与件として利子率決定の要因になるという点を見落してしまった。これは容易に補正することができ、本稿ではケインズ〔1936〕の示

峻に従って流動性選好理論を再定式化するという方法をとった。

この再定式化の下では、投資はその金融的側面において債券量を増加させるとともに乗数効果を通じてそれ自らに等しい貯蓄を生じさせるが、貯蓄の一部は貨幣形態のままでは保有され、残余が債券需要に向けられるにすぎず、したがって年々の投資は利子率を上昇させ、投資(=貯蓄)をゼロとするような利子率水準に向わせる効果があることになる。金融面に対する投資のこのような効果は、投資機会の減少以外にも「富の存在量が増加することからの厄介な¹⁾可能的事態」があることを示している。しかし、投資機会の減少あるいは投資の「生産能力効果」²⁾に比べるなら、この金融面への効果は比較的容易に解決することができる。なぜなら、この効果は貨幣供給の増加によって相殺されるので、たとえば「銀行はその全貸出額(それゆえ、貨幣供給量)が、全体の富が増加するにつれ不変の利子率³⁾で³⁾に増加するのを許す」という場合には問題にならなくなるからである。

1) ケインズ [1936] p. 219, 邦訳246ページ。

2) ドーマー [1947] (Domar, E. D., 'Expansion and Employment,' *The American Economic Review*, 1947, pp. 34-55, reprinted in *Essays in the Theory of Economic Growth*, Oxford University Press, 1957, chap IV. 宇野訳『経済成長の理論』第四章「経済拡張と雇用」, 東洋経済新報社, 昭和34年) pp. 88-89, 邦訳104ページ参照。

3) ロビンソン [1962] (Robinson, J. V., *Essays in the Theory of Economic Growth*, London; Macmillan, 1962. 山田訳『経済成長理論』, 東洋経済新報社, 昭和38年) p. 43, 邦訳65ページ。なお, ロビンソン [1956] (Robinson, J. V., *The Accumulation of Capital*, London; 1956. 杉山訳『資本蓄積論』, 東洋経済新報社, 昭和32年) p. 236, 邦訳255—56ページをも参照。

参 考 文 献

- Domar, E. D. [1947] "Expansion and Employment," *The American Economic Review*, Vol. 37, pp. 34-55, reprinted in *Essays in the Theory of Economic Growth*, Oxford University Press, 1957, Chap. IV, pp. 83-108. 宇野健吾訳『経済成長の理論』第四章「経済拡張と雇用」, 東洋経済新報社, 昭和34年。
- 生田種雄 [1981] 『国民所得の理論』中央経済社, 昭和56年。
- Keynes, J. M. [1930] *A Treatise on Money*, 2 vols., London; Macmillan, 1st edition 1930, 2nd edition; *The Collected Writings of Jhon Maynard Keynes*, vol. V, VI, 1971. 小泉明・長沢惟恭訳『貨幣論』, 「ケインズ全集」第5・6巻, 東洋経済新報社, 昭和54-55年。
- [1936] *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London; Macmillan. 塩野谷九十九訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』, 東洋経済新報社, 昭和16年。
- [1937] "Alternative Theories of the Rate of Interest," *The Economic Journal*, June 1937, XLVII, pp. 241-52.
- Lerner, A. P. [1938] "Alternative Formulations of the Theory of Interest," *The Economic Journal*, June 1938, XLVIII, pp. 211-30, reprinted in *The New Economics—Keynes' Influence on Theory and Public Policy*, edited by S. E. Harris, New York; Alfred A. Knopf, Inc., 1947, Chap. 45, pp. 634-54. 日本銀行調査局訳『新しい経済学——理論と政策にたいするケインズの影響——』東洋経済新報社, 昭和25年, 第45章「利子理論の択一的諸定式」, 第三分冊191-220ページ。
- Marshall, A. [1890/1920] *Principles of Economics*, London; Macmillan, 1st edition 1890, 8th edition 1920. 馬場啓之助訳『経済学原理』, 東洋経済新報社, 昭和40年。
- [1923] *Money, Credit and Commerce*, London; 1923, reprinted by Augustus M. Kelley, New York, 1965.
- 中野安雄 [1978] 「投資理論におけるケインズとロビンソン」, 『関西学院経済学研究』第11号, 昭和53年。
- [1980] 「有効需要と価格決定機構——ケインズ理論のミクロ的基礎——」『経済研究論集』第2巻第4号, 広島経済大学, 昭和55年。
- [1981] 「物価理論におけるケインズと古典派——ケインズ体系と貨幣数量説」, 『経済研究論集』第4巻第1号, 広島経済大学, 昭和56年。
- Ohlin, B. [1937] "Alternative Theories of the Rate of Interest—Three Rejoinder I—," *The Economic Journal*, Sept. 1937, XLVII pp. 423-27.

- Robertson, D. H. [1922/48], *Money*, Nisbet and Co. Ltd., London and the University Press, Cambridge, 1st edition 1922, 4th edition 1948. 安井琢磨・熊谷尚夫訳『貨幣』岩波書店, 昭和31年。
- [1957] *Lectures on Economic Principles*, 3 vols, London; Staples Press, 1957-59. 森川太郎・高本昇訳『経済原論講義』, 東洋経済新報社, 昭和35—37年。
- Robinson, J. V. [1937] *Introduction to the Theory of Employment*, London; Macmillan, 1st edition 1937, 2nd edition 1969, 川口弘訳『ケインズ雇用理論入門』叢松堂, 原書初版訳昭和33年, 原書第二版訳昭和49年。
- [1952] *The Rate of Interest and Other Essays*, London; Macmillan, 1st edition 1952, 2nd edition titled as *The Generalization of the General Theory and Other Essays*, 1979. 大川一司・梅村又次訳『利子率その他諸研究——ケインズ理論の一般化——』(原書初版訳) 東洋経済新報社, 昭和30年。
- [1956] *The Accumulation of Capital*, London; Macmillan, 1st edition 1956, 3rd edition 1969. 杉山清訳『資本蓄積論』, 東洋経済新報社, 原書第一版訳昭和32年, 原書第三版訳昭和52年。
- [1962] *Essays in the Theory of Economic Growth*, London; Macmillan, 1962. 山田克己訳『経済成長論』, 東洋経済新報社, 昭和38年。
- Samuelson P. A. [1947] *Foundations of Economic Analysis*, Cambridge, Mass.; Harvard University Press, 1947. 佐藤隆三『経済分析の基礎』勁草書房, 昭和42年。
- [1948/80] *Economics*, McGraw-Hill, Inc., 1st edition 1948, 11th edition 1980. 都留重人訳『経済学』, 岩波書店, 新訂版(原書第11版訳) 昭和56年。

なお、本稿の作成にあたり、広島経済大学より昭和55年度特定個人研究助成の御援助をいただきましたので、ここにあらためて感謝の意を表します。