

ファイナンスと利子率

館 龍 一 郎

ケインズの『一般理論』の出版はその表現が極めて刺激的・論争的であったこともあって、多くの論争を引き起した。これらの論争のなかには今日では、無駄な論争と考えられるものもすくなくないが、しかしなかには、再検討に値するものもないわけではない。

貨幣・金融にかかわる問題で、当時、注目を集めたのは、D.H.ロバートソンやオーリンとの間の一連の論争である。今日の観点から見たとき、ロバートソンとの間の論争の中心は、資本の限界効率の変化なり、貯蓄性向の変化は、利子率に影響を与えるかどうか、もし、かりに利子率に影響を与えるとすれば、そのメカニズムはどのようなものか、という点にあるといつてよいであろう。

よく知られているようにケインズは、利子率は貨幣に対する需要供給の関係によって決定され、資本の限界効率や貯蓄性向の変化は利子率に直接の影響を与えない、と主張した。すなわち、利子率は流動性に対する選好と貨幣残高によって決定され、資本の限界効率は、この利子率との関係で投資を決定するにすぎないというのが『一般理論』でのケインズの基本的な考え方であった。

ロバートソンが問題としたのは、このようなケインズの考え方であり、資本の限界効率あるいは資本の限界生産力の変化は、利子率に影響を与えることを主張したのであるが、この点に関していえば、今日、ほとんど意見が一致しているといつてよいであろう。すなわち、ヒックス＝パティンキン流のIS・LM分析でいえば有効需要と利子率はIS曲線とLM曲線の交点に決定されるが、IS曲線

はいうまでもなく貯蓄と投資を等しくする有効需要と利子率の組合せを示しているから、IS曲線とLM曲線の交点では、貨幣に対する需給だけでなく、貯蓄・投資も等しい。つまり、利子率は貯蓄・投資、したがって、貯蓄を規定する時間選好（節約）、投資を規定する資本の限界効率に依存し、それらの変化は利子率の変動をもたらすと考えられるのである。

ケインズが、それにもかかわらず、資本の限界効率は、投資に必要な資金調達のために規定するだけで、利子率の決定には影響しないと考えたのは、パティンキンが『ケインズ貨幣経済論—その展開過程—』（川口弘他訳マグローヒル好学社）で指摘しているように、ケインズ自身は、ワルラス流の同時均衡分析のフレーム・ワークで問題を考える習慣を持たなかったためであると思われる。つまり、貯蓄を利子率と同時に所得の関数とするとともに、貯蓄・投資の均衡式と貨幣に対する需給の均衡式を連立させることによって、利子率が、資本の限界効率や時間選好、流動性選好をパラメーターとして決定されるという考え方を採らなかったからである。

逆にいえば、今日、広い意見の一致が見られるのは、ケインズ理論のヒックス＝パティンキンのような解釈が広く受け入れられてきたということであり、果して、そのような解釈が妥当かという問題が残るのである。

もっとも、上述のように利子率が、資本の限界効率等の影響を受けるといっても、いわゆるケインジアン・ケース（LM曲線が水平）の場合には、利子率は貯蓄・投資の影響を受

けない。この場合には、「資本の限界効率表は、新投資のために需要される貸付資金の条件を左右する」といってよいのであるが、他方、利子率は資金が現に供給された場合の条件を支配する」〔2、p.165〕というケインズの命題が妥当するのである。ただしヒックスによるケインズ理論の定式化以来有名となったこのケースが、ケインズが流動性選好説によって伝えようとしたところであるかどうかには疑問がもたれる。たしかに第17章〔2〕の論述のうちには、持越費用が小さく流動性プレミアムが大きい貨幣の存在が自己利子率のそれ以下への低下、完全雇用の達成を阻げることが述べられている。しかしケインズ自身がこれにどの程度のウェイトを置いていたかには疑問が持たれるからである。

ロバートソンによって提起された問題のうちで、今日、依然として大きな問題と考えられるのは、資本の限界効率等の変化が、どのようなルートを通して利子率に影響を与えるかという問題であろう。次に、この点について検討することにし、そのために以上の関係を簡単な式で表わせば、周知のように、

$$\frac{M}{P} = L(i, y) \quad (1)$$

$$I(i, \alpha) = S(i, y) \quad (2)$$

で示される。ここでMは貨幣の供給残高、iは貨幣利子率、yは実質所得、Pは物価水準、 α は投資に影響するパラメーターである。物価水準と貨幣供給残高を所与とすれば（以下では簡単化のためにP=1とする）、(1)(2)からyおよびiが決定される。

技術進歩、将来についての期待の変化等によって α が変化して投資が変化したとしよう。(1)(2)を α で微分して $di/d\alpha$ を求めれば

$$\frac{di}{d\alpha} = \frac{-L_y}{L_i S_y - L_y(S_i - I_i)} \cdot \frac{\partial I}{\partial \alpha}$$

が得られる。 $L_i < 0$ 、 $L_y > 0$ 、 $S_i > 0$ 、 $S_y > 0$ 、 $I_i < 0$ であるから、 $\partial I / \partial \alpha > 0$ ならば $di/d\alpha > 0$ となる。すなわち、利子率が上昇する。ただし、 $L_i \rightarrow -\infty$ ならば利子率は変らない。これが、いわゆるケインジアン・ケースである。

他方所得が変らないならば、(2)式より

$$\frac{di}{d\alpha} = \frac{1}{S_i - I_i} \cdot \frac{\partial I}{\partial \alpha}$$

となり、利子率は、もっぱら貯蓄・投資の関係によって規定される。この場合には古典派の考え方が妥当するわけである。

ところで、以上の場合、投資に必要な資金はどのようにして賄われるのであろうか。

投資需要が増大すると利子率が上昇して、必要な資金が貯蓄から供給されるというのが古典派の考えであるが、もし、この考え方が妥当するとすれば、利子率を決定するのは貯蓄・投資の関係であって、流動性選好ではない、ということになるし、利子率は「貨幣的現象」ではなく、資本の限界生産力と時間選好によって決定される実物的現象となる。最近のマネタリストが想定する世界は、このような世界にはかならない。

ところで現実の世界では、投資に必要な資金は、借入れや社債の発行、株式の発行、手持証券の売却、預金の取崩し等によって賄われる。したがって、投資の経済活動に与える影響を分析するためには、すくなくとも貸付資金の需給をエクスプリシットに分析のフレームワークに取込む必要がある。が、さらに、株式の発行も、資金調達的重要手段であり、これを無視することは許されないであろう。これらの点を考慮すると、資産として

第1表 資産・負債残高表

	政府・中央銀行		民間金融		企 業		家 計		合 計
現 金		H	R		C^f		C^h		0
預 金				D	D^f		D^h		0
債 券			B^b			B^f	B^h		0
貸 出			A^b			A^f			0
株 式						V	V^h		0
既存の物的資本					K				K
正 味 資 産		過去の 累積債 務+H					正味資産 (W)		

$$W = K + H + \text{政府の累積債務}$$

第2表

	金 融 部 門		非 金 融 部 門		合 計
貨幣（預金を含む）		M	L		0
債 券	B^+			B^-	0
既存の物的資本			K		K
		政府の累積 債務		Networth	

は、実物資産のほかに、現金、預金、債券、株式等を考慮せねばならず第1表のような、資産・負債残高表が描かれる。

ここで、 H = ハイパワード・マネー、 R = 支払準備、 C^f 、 C^h はそれぞれ企業および家計の保有現金残高、 D は預金残高、 D^f 、 D^h はそれぞれ企業および家計の預金残高等である。民間金融部門および企業の正味資産はゼロで、経済全体の富は物的資本と貨幣と政府の債務（公債）によって構成される。

さて、ここで、単純化のために、現金と預金を一括し、債券と貸出を一括、さらに部門を企業と家計を一緒にして非金融部門とし、政府・中央銀行と民間金融を統合して金融部門とすることにすれば第1表は、第2表のように書き改めることができる。

ここで $M = H - R + D$ であり、 $B^+ = B^b + A^b$ 、 $L = C^f + C^h + D^f + D^h$ 、 $B^- = B^f + A^f$

— B^h である。

株式に対する需給は、企業部門と家計部門を統合する過程で相殺される。したがって、資産市場としては、一応、貨幣市場と債券市場、既存の物的資本の市場あるいは物的資本に対する請求権 equity の市場だけが残ることになる。

このような単純化をおこなった場合、この資産市場で決定されるべき変数としては、債券利回りで示される利子率のほかに、equity の利回りないし既存の資本の相対価格が変数を形成することになる。

ケインズの理論では、周知のように、債券と資本（ないしその請求権）とは完全代替的であると考えられた。これは、しばしば指摘されるように「経営と資本の分離」に伴って既存資本に対する請求権である株式が配当請求権のように考えられるようになり、社債と

同様に考えられるようになったということに加え、ケインズが『一般理論』で分析の対象とした当時のイギリス経済では物価の上昇はほとんど問題とならなかったからである。というのは物価が上昇する場合には、貨幣や社債の実質価値は下落するのに、物的資本や物的資本に対する請求権の価格は上昇し、その実質価値は変らないという違いが生ずるので、物価が変動する経済では債権と物的資本に対する請求権とを完全な代替財と見做すことはできないが、物価がほとんど変らない場合には、このような問題が生じないからである。

さて、ここでは、一応、債券と既存の資本ないしその請求権とが完全に代替的であると仮定することにしよう。債券の利回りが決まると、equityの利回りも自動的に決定されるので、資産市場で決定されなければならない未知数は債券利回りのみとなる。他方、資産の需給としては、貨幣に対する需給と、債券に対する需給のみを考えればよい。(いうまでもなく既存の物的資本ないしその請求権であるequityに対する需給がなくなるわけではない。equityに対する需要が増える等の理由でequityの価格が上昇すると債券市場にも超過需要が生じ、その価格が上昇、利回りが下がる。同様にequityの供給が増え、その価格が下がる場合には、債券利回りが上昇する。)

貨幣に対する需給の均衡は、次の(1')式

$$\frac{M(i)}{P} = L(i, y) \quad (1')$$

で表わされる。同様に債券に対する需給の

均衡は、

$$B^+(i) = B^-(i, y) + I(i, \alpha) \quad (3')$$

あるいは右辺を左辺に移項して

$$B(i, y, \alpha) = 0 \quad (3)$$

のように示される。債券に対する需要は利子率の増加関数で、供給は減少関数であるから超過需要関数は利子率の増加関数である。金融部門の債券需要(資金供給)は国民所得の水準にはほとんど依存しない。他方、企業(および家計)の債券供給(資金需要)は生産、したがって所得水準の増加関数と考えられる。したがって債券に対する超過需要関数は所得の減少関数と考えられる。

なお、債券の市場に均衡が成立すれば、equityの市場にはいつでも均衡が成立するものとする。

所得は、さきの(2)式

$$I(i, \alpha) = S(i, y) \quad (2)$$

によって決定されたとしよう。

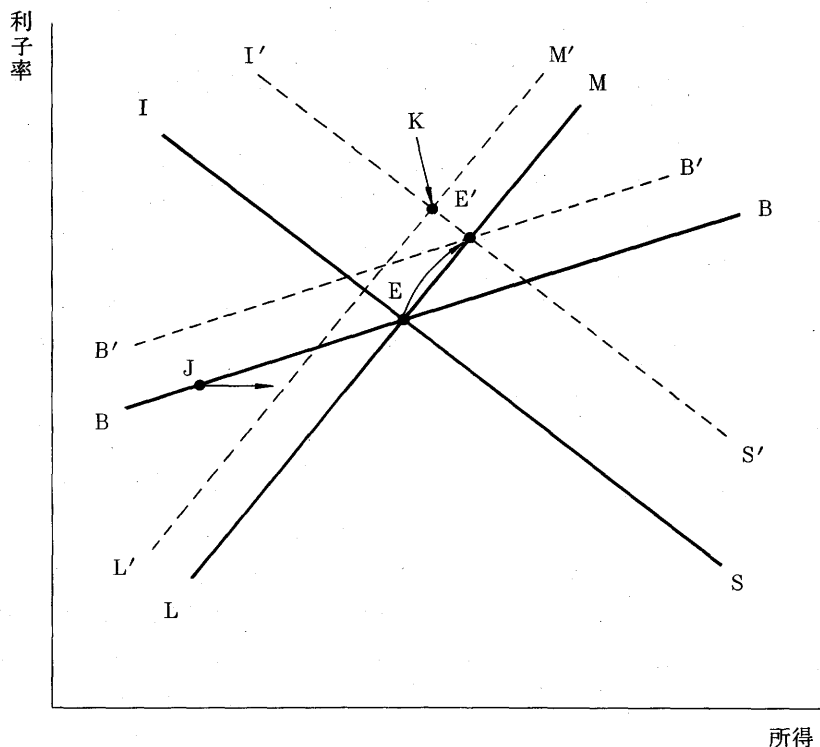
ここで決定されなければならない未知数は、利子率*i*と所得*y*の2個であり、方程式は3個であるから過剰決定のように見えるが、ワルラス法則で方程式を1箇消去することができる。^(注)

さて、このように全体を定式化したときケインズのモデルでは、この3つの式のうち、(3)式を消去して、(1')、(2)だけに注目するのであるが、(3)ないし(3')を消去することは、債券の需給関係が利子率の決定に重要な役割を演じないということではない。いま、パティンキンの先例に倣って、3式の関係の利子率-所得平面に図示しよう。第1図が得られる。

IS曲線は、財の市場に均衡をもたらす利

(注) 以上の定式化は、期末均衡モデルの考え方にたっている。ケインズの『一般理論』を期末均衡モデルと考えることには問題がないわけではない。ケインズ理論は、同時均衡モデルではなくストック均衡が、フローに影響を及ぼすという不均衡モデルと解するべきかも知れない。この点については別の機会に論ずることにしたい。

第1図



子率と所得の関係を、LM曲線は、貨幣の市場に均衡をもたらす利子率と所得の関係を示す。これに対して、新しく加えられたBB曲線は、債券の市場に均衡をもたらす利子率と所得の関係を示しており、BB線上では債券の需要と供給は均衡、BB線の上方では超過需要が、下方では超過供給が存在する。IS曲線、LM曲線、BB曲線の交点では、貨幣市場、債券市場、財市場はもちろん、既存の物的資本の市場にも均衡が成立している。なお、BB曲線が右上がりなのは、債券に対する超過需要が所得の減少関数であり、BB線上の任意の点たとえば点Jから出発して利子率が変らないで所得が増加すると超過供給が生じ均衡を回復するためには利子率が上昇しなければならないからである。以下では図のように、BB曲線の傾きがLM曲線の傾きより小さいと仮定して議論を進める。

さて、いま、点Eで示される均衡——これが一時的均衡にすぎないことは改めて説明を要しないであろう——から出発して、何らかの理由で投資が増大したとする。その効果を分析するためには、投資に必要な資金がどのように金融されるかを明らかにしなければならない。ここでは、必要な資金が借入れ・債券の発行によって賄われるとしよう。(3')ないし(3)式の関係から明らかのように、資金需要の増加は利子率の上昇をもたらす。これを第1図でいえば、BB曲線がB'B'線のように上方にシフトすることにはほかならない。

他方、投資支出の増大は、通常のケインズ・モデルで示されるようにIS曲線をI'S'のように右方にシフトさせる。

貨幣の需給についていえば、貨幣の供給量には変化がなく、流動性選好にも変化が生じないのでLM曲線は、もとの状態に留まる

ものと考えられる。したがって新しい均衡は、LM曲線上のE'点で成立すると考えられる。すなわち、投資が貸付資金の調達によって融資される場合、投資の増大はまず利子率の上昇をもたらす。この利子率の上昇は、投資に対して多少とも抑制的な効果をもたらすが、実際に投資支出が行なわれるにしたがって、所得が増大し、貯蓄も増大する。所得の増大は貨幣需要を増やすので、貨幣の供給量が増えなければ利子率が上昇する。この間、所得の増大は、利子率の上昇に伴って生ずる貨幣の流通速度の増大によって賄われる。

さて、以上の分析とケインズの『一般理論』とを対比してみよう。すでに述べたように、このモデルでは、資本の限界効率(曲線)のシフトは、貸付資金需要に影響を与えることによって直接、利子率に影響を与えるという点で、一般理論のケインズの考え方とは違っている。

ケインズ理論の問題点としてフローの側面を重視してストックに与える影響を軽視したということが、最近ではとくに財政政策との関係で指摘されるにいたっている。すなわち、財政支出の増大・減税等の財政政策は、他の条件を一定とすれば、当然、貨幣供給量の増大ないし公債残高の増加、あるいはこの2つを生ずることになるはずであるにもかかわらず、ケインズないしケインジアン分析では、この点が正しく考慮されていないために、純粹の——貨幣供給量の増加を伴わない——財政政策では、公債残高の増加が貨幣需要を高め利子率を引上げ、民間投資を抑制するクラウディング・アウトの効果が過小に評価されるという誤りが生ずることになったというものである。が、投資に必要な資金がどのように調達されるかを問わないという貨幣の需給関係から決まってくる利子率で、いくらでも資

金を調達することができるというケインズの考え方は、見方をかえていえば、投資の資産市場に与える影響を正しく考慮していない、ということであり、ストックの市場についての十分な考慮が欠けているということであろう。なお、この点で注意すべきは、財政政策の場合には、社会全体としての富の大きさに変化が生ずるが、民間投資の場合には、ネットの富の変化は、物的資本の増加だけに限られるのである。

それでは何故、このような誤りが生じたのであろうか。1つは、貨幣と債券の選択によって貨幣に対する需要が決まるということをも明確にしながら、債券の需給(ないし資金の需給)を分析の対象外とし、専ら貨幣に対する需給に注目するという分析手法の問題である。すなわち、現実には、貸付資金に対する需給が重要な意味を持つにもかかわらず、貨幣市場のみに注目したために、実際に投資支出がなされ、所得が増加して貨幣需要が増加するまでは利子率は上昇しないという結論が導かれることになり、オーリン、ロバートソンらの批判を受けることになったのである。

この批判を受けて、ケインズは利子率は貨幣の需給によって決まるという自説を守るために「投資活動の進行に伴って投資活動の結果生ずる(現金の)活動残高に対する需要とは全く異なり、投資が実行される前に、投資決意(オーリン教授の事前の投資)に伴ってしばしば一時的な貨幣需要が生ずるという(本来もっと以前に一層強調しておかなければならなかった)事実」を取り上げ、次のように説明する。

「計画投資——すなわち事前投資——は投資が実施される前に、言い換えれば対応する貯蓄がなされる前に、そのための“金融的準備”を確保しなければならない。…このよう

な役割はおそらく発行市場ないし銀行によって果される。…しかし、もし企業家が（彼が銀行に依存するよりも新証券の発行によって資金を調達する場合の方が一層生じやすいのであるが）現金残高を予め蓄積するならば、未実施ないし完成前の投資決意の累積は、しばらくの間現金に対する特別な需要を引き起こすことになる。」[1, p.208]として、この貨幣需要をファイナンスのための貨幣需要と呼んだのである。ファイナンスに対する需要とファイナンスのための貨幣需要という区別は極めて紛らわしいのであるが、ファイナンス需要は、貨幣残高に対する需要であり、貯蓄とは何の関係もないとされる。つまり、取引動機、予備的動機と同様の1つの貨幣保有動機（流動性選好）と考えられるのである。

「（現金に対する）需要は、2つの部分に分けられる。富所有者の側の確信と期待の状態に依存する不活動（残高に対する）需要と企業家の決意によって決まる活動の水準に依存する活動需要である。この活動需要はさらに2つの部分に分けられる。企業家がはじめに決意を抱いた時期とその実施の時期との時間的なラグに基づく部分と、公衆による所得の受取りと処分、同様に企業家による売上高の受領と賃金等の支払いとの間の時間的隔りに基づく部分である。活動の増大は、まず第一にこれらの2つの遅れのうち第一の遅れに備えるための貨幣需要を高め、ついで第二の遅れに備えるための需要を高める。」[1, p.230]が、この第一の貨幣需要がファイナンスのための需要にほかならない。

ところで、このように、ファイナンスのための需要が貨幣投資に伴って生ずる需要であり、事前的な投資の決定とともに生ずるもの

であるとすれば、投資の決定がなされると貨幣供給の増加が生じないかぎり、まず貨幣需要が増加して、利子率が上昇することになる。つまり、利子率の変化はIS曲線の右シフトによって生ずるのではなく、貨幣需要の増大によって直接に生ずるわけである。第1図に則していえば、IS曲線の右方へのシフトと同時に、LM曲線の上方へのシフトが生ずることである。ところでこのように貨幣需要関数を投資の関数とすれば、利子率が貨幣に対する需給によって決定されるという、流動性選好説は形の上では守られるように見えるが、LM線とIS線が点Kで交わる場合を考えれば直ちに明らかなように、点Kは、BB線の上方に位置するから、BB線が上方にシフトしK点を通らないかぎり、債券市場には超過需要が生じ利子率は下がらざるを得ない。したがって点Kが新しい均衡点であるとすれば、当然、債券に対する需給も変化していると考えなければならない。

他方、すでに述べたように、投資計画の実施に伴って、債券の発行なり借入れがなされるという、常識的な解消を採るならば、実際に支出がなされ所得が増加するまで、貨幣需要の増加は生じない。この場合には、ただ、利子率の増大に伴って、貨幣は不活動分野から活動的分野に移され、流通速度が増大するにすぎないのである。

以上の分析では、物価水準が固定されたロック・ボトム・モデルを用いたが、完全雇用を前提に、利子率と物価水準を変数としたモデルであっても基本的には変らない。この意味では、ケインズの分析は資産面への影響を十分に考えなかったという批判を免れないのである。

以 上

【参考文献】

- [1] Keynes, J.M. The Collected Writings of John M. Keynes. XIV, (Macmillan)
- [2] ———. The General Theory of Employment, Interest and Money (1936).
- [3] Ohlin, B. “Alternative Theories of the Rate of Interest” Economic Journal, June 1937.
- [4] Patinkin, Don. Keynes Monetary Thought; A Study of Its Development (1978),
〔川口弘ほか訳『ケインズ貨幣経済論』〕
- [5] ———. Money, Interest, and Prices, 2nd edition (1965), esp. ch. X, XI.
- [6] Robertson, D.H. Essays in Monetary Theory (1940), esp. ch. I, Mr. Keynes and
The Rate of Interest.
- [7] Robinson, J. The Rate of Interest and other Essays, 〔大川一司、梅村又次訳「利
子率その他諸研究」（東洋経済）〕特に第1章.