

貨幣の資産需要と流動性選好理論

唄 野 隆

流動性選好理論は、利子を流動性を手離すことに対する報酬であると規定し、¹⁾ 利子率の水準は貨幣需給の状態如何によって定まると説く。したがって、流動性選好理論にとっては貨幣の需給決定要因の解明が極めて重要な意味をもってくるのであるが、通常 of 取扱いにおいては、貨幣の供給は一応貨幣当局によって経済外的に与えられるものとされているから、貨幣の需要を決定するものが何でありそれが如何に作用しているかを解明することが、この関連における重要な問題となってくる。

貨幣の需給決定要因は貨幣の果たす経済的機能との関連において分析することができるのであるが、流動性選好の利子理論においては、価値貯蔵手段としての機能にかかわる貨幣需要の分析が特に重要である。貨幣は交換媒介の手段としての経済的機能をもっているのであるが、交換手段としての貨幣は貨幣なき実物経済の循環を促進する潤滑油²⁾ としての役割を果たすものに過ぎず、貨幣の需要は財の供給、貨幣の供給は財の需要のそれぞれ反映に過ぎないということになる。³⁾ 交換手段としての機能に基づいて貨幣を考える限り、財の動きとは一応独立した貨幣の動きを考えることはできず、利子現象も亦全く実物経済的にのみ理解され、実物経済の動きとは一応乖離した貨幣的な利子現象を解明することはできないのである。ところが、貨幣はまた価値貯蔵手段としての機能をも果たしているのであって、この機能を果たすものとしての貨幣は、自らも経済的価値の保持者として実物的財貨と同次元に立ち、自らに対する独立的な需要を見出す

ことができるのである。⁴⁾ 流動性選向理論は、蓄積された資産を貨幣的に表現するものとして債権を考え、上述の如き価値貯蔵手段としての貨幣と債権との相互関係に基づいて利子現象を貨幣的に説明せんとする貨幣的利子理論としての性格をもっている。ケインズによれば、価値貯蔵手段としての貨幣は債権との二者択一的な選択関係に基づいて保有されているのであって、この貨幣を一時的に手離さしめるためには一定の打歩を支払う必要があり、⁵⁾ この打歩が流動性打歩としての貨幣利子を構成しその水準が利子率の水準を示すものとされているのである。流動性選向理論は、このようにして、他の財貨・資産とは独立的な経済的価値の保有者としての貨幣を価値貯蔵手段としての貨幣の中に見出し、主としてその貨幣と債権との間の二者択一的な選択関係に基づいて利子現象の説明を試みている理論であるということができらるであろう。

ところで、貨幣と資産との結びつきは、流動性選好理論におけるがごとき二者択一的なものに限られているのであろうか。この点について、最近、流動性選好理論とは異なった方向を指向する資産貨幣の需要に関する研究の成果が幾つか現れている。⁷⁾ かつて別の機会にその代表的な二つの論文をとりあげ、その紹介批評を試みたことがあったが、そこでとりあげた二つの論文は共に貨幣と資産との間に何らかの安定的な関係が存在することを示唆するものであった。そこでは、貨幣と資産とは、流動性選好理論の説くがごとき相互排斥的な二者択一的関係においてではなく、一方の保有が他方の保有をもたらすという相互に補完的な関係において結びつくものとされており、その補完的な結びつきは投機的動機ではなくケインズの所謂予備的動機的作用に依存するものとされていたのである。詳細は前掲論文を参照していただくとして、行論の都合上その要点のみを再説すると、ミルトン・フリードマンは、1867年から1954年に至る約90年間のアメリカの経験的事実に基づき、社会全体の貨幣保有量はその時々を経常所得に依存するよりはヨリ安定的な恒常所得と結びつくことを主張した。この恒常

所得は、個人部門における個々人の資本価値乃至は資産を反映するものであり、また各企業の年々の所得実現力としての資本価値を反映する長期的な生産水準を表わすものとされているのである。ところで、フリードマンの検証は、時系列的統計資料に基づいてなされているため經常所得と恒常所得乃至は資産との分離が必ずしも明確であるとは言い難く、⁸⁰ 貨幣と資産との独立的な結合関係の論証には今一つ決定的要素を欠くのであるが、H. F. ライドールは、1954年の英国の貯蓄調査というクロス・セクション・データを用いて貨幣の所得依存関係と資産依存関係とを明確に分離し、貨幣保有量と保有資産価値とは安定的な関係において相互に結びついているということを個人部門について立証した。このライドールの貢献は、所得単位の資産構成の調査という個人部門に関する資料に基づくものであって、そこから検出された貨幣保有量と資産保有額との比率——ライドールは流動性比率と名づけている——の安定性も個人部門についてのみ確認されているに過ぎず、経済の他の部門の貨幣需要については尚発言の備えを欠いているといわなければならない。しかし、先のフリードマンの分析は経済の全部門を包括しているのであって、この両者を総合的に考慮する場合、貨幣と資産との間に安定的な結合関係が存在する蓋然性はかなり高いとみられるのであるが、それでも尚それが殆んど確定的であるとされ得るのは今のところ未だ個人部門に限られているといわなければならないのである。このような現状において、今もし個人部門において貨幣と資産とが何らかの安定的な割合において相互に補完的な関係に立ち、資産の増大はその一定割合の貨幣保有の増大をもたらすということになれば、貨幣と資産との二者択一的な選択関係に基づいて利子の成立と利子率の決定とを説く流動性選好理論はどのような影響を蒙ることになるであろうか。以下本論においては主としてライドールの主張を手掛りにしつつこの問題について若干の考察を加えてみることにしたいと思う。

- (1) J. M. Keynes: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, p. 167. (塩野谷九十九訳「雇傭・利子および貨幣の一般理論」昭和16年201頁。)
- (2) この見解の代表的なものとして J. S. Mill: *The Principles of Economics*. Book III. Chap. VII. §3, (戸田正雄訳「ミル経済学原理」昭和22年, 第三分冊) がある。
- (3) 矢尾次郎「物価理論の研究」昭和25年, 39頁以下参照。
- (4) 矢尾次郎「前掲書」290頁以下. 同, 「貨幣の復活」国民経済雑誌94巻2号, 昭和31年8月等に詳しい。
- (5) J. M. Keynes: *ibid.*, p. 167. (邦訳200~1頁。)
- (6) 拙稿「貨幣の資産需要について」六甲台論集第7巻1号, 昭和35年4月。
- (7) Milton Friedman: *The Demand for Money; Some Theoretical and Empirical Results*. (*The Journal of Political Economy*, August, 1959. pp. 327-51.)
H. F. Lydall: *Income, Assets and the Demand for Money*. (*The Review of Economics and Statistics*, February. 1958. pp. 1-14.)
- (8) 一定の時間的経過の上における所得と資産との動向は区別し難くからみ合っているため、両者の貨幣に対してもつ影響力を時系列的統計資料によって区別することは困難である。

II

上に見たごとく、流動性選好の理論が貨幣と資産との間の二者択一的な選択関係に基づいて利子現象を説明するものであるのに対して、フリードマンやライドールの研究成果は、貨幣がむしろ資産と同時選択的な関係において保有されることを示唆している。しかし、彼らの結論は流動性比率が比較的安定的であることを示唆するにとどまり、それが全く固定的であると主張するまでには至っていない。ライドールは利子率の低い水準においては流動性比率が変化し得ることを認めており、貨幣と資産との間に二者択一的な選択が行われ得ることを認めているのである⁹⁾。彼は更にまた貨幣需要にはその時々平均的な社会の所得に依存するものが存在することを認めている¹⁰⁾。結局、ライドールによれば、これはフリードマンにおいても略々同様であるが、貨幣の需要は経常所得に依存するものと資産

に結びつくものにと二分され、後者は更に資産保有額に依存するものおよび貨幣と資産との選択関係を反映するものの二つに細分されることになる。

上に見た三種類の貨幣需要の中經常所得に依存するものおよび貨幣と資産との選択関係を反映するものは、夫々ケインズの取引動機に基づく貨幣需要および投機的動機に基づくそれと相対応するものと考えられるのであるが、資産保有額に依存する貨幣需要は如何なる動機に基づいて生ずるのであろうか。これについては、フリードマンもライドールも等しくケインズの予備的動機に基づくものと想定している。ケインズにおいては、周知のごとく、予備的動機に基づく貨幣需要はその時の経済体制の一般的活動と貨幣所得の水準とに依存するとされている¹¹⁾のであるが、予備的動機そのものは、「資産総額のある一定割合と等価値の将来の現金を確保するための要求」¹²⁾と定義されているのであって、本来その時の貨幣所得の流れと結びつくよりはむしろ資産保有額とヨリ密接に結びつくと理解さるべき性質のものである¹³⁾。フリードマンおよびライドールが、その時々々の貨幣所得と結びつくべき取引動機とは区別された、資産保有額のある一定割合を貨幣の形で保有せんとする予備的動機に基づく貨幣需要を明示的に取り上げたことは、貨幣需要決定要因の分析における一つの重要な貢献であるといえることができるであろう。

経済主体が予測せざる貨幣的支出の必要に遭遇することは屢々実際に経験されるところであるが、そのような貨幣的支出は通常当該経済主体の資産の流動化によって賄うことが可能である。しかるに、通常経済主体が保有する資産は、不動産、持分、株式、貸付、債券、証券等の多種多様であるが、その多くは何らかの形において危険を含むものであって、それら資産の流動化には常に損失の危険が伴うのである。したがって、安定的な価値の保蔵を可能ならしめ且つまたいつでも流動化し得る貨幣を常に幾何か手許にとどめておくことが当該経済主体の安全性を保証する道であり、

ここに予備的動機に基づく貨幣需要の生ずる一つの理由を見出すことができるのである。ケインズが、予備的動機について、不意の支出を要すべき偶発的に備えるとか……あるいはまた貨幣額で確定している後日の債務の弁済に備えるとかいう目的からの貨幣保有の動機¹⁴⁾と説明しているのは、この点に着目してのことである。ライドールは、そのような偶然の貨幣支出の必要が資産の保有そのことから生ずる点を考慮し、今すこし詳細に次のような点をもあげている。(1)不動産の所有者はその維持と修理とのために突然の支出を強いられることがある、(2)企業の所有者は資本価値の増大を賄ったり賃上げに応じたりあるいはまた固定資本の補填を行ったりするために流動資産の支出を強いられることがある、(3)また払込みの終わっていない株券の所有者は不意にその払込みを強いられることがある、等々。しかし、資産の保有はまたケインズも云えるごとく¹⁵⁾思いがけない有利な買入れの好機を提供してくれるものでもあって、これに備えるという意味から貨幣の保有が選ばれることもある。ライドールは、この例として、(1)企業の所有者は競争会社を合併することがある、(2)株券所有者は新規発行の際の特権付き買入れの機会に恵まれることがある、等をあげている。

ところで、予備的動機に基づく貨幣保有の必要が資産の保有から生ずることが多いとすれば、保有資産の危険の程度とその資産構成とに大なる変化を見ざる限り予備的動機に基づく貨幣保有量は保有資産の大きさ如何に依存する。保有資産の危険の程度の変化、もしくは資産保有の構成の変化、あるいはその両者の変化、の何れかによって全体としての保有資産の危険度が増減すれば、貨幣保有量と資産総額との割合は変化せざるを得ない。保有資産全体としての危険度の変化は、その危険に対処すべき貨幣準備の量に変化を生ぜしめるからである。このとき保有資産の全体としての危険度の変化は、貨幣と資産との間の選択関係に変化を及ぼし流動性比率を変化せしめるのであって、これは一種の投機的動機的作用の表われとみるこ

とができるであろう。貨幣と資産とは、保有資産全体の危険度に変化がないときは安定的な関係において結びつき、危険度が変化するときには流動性比率を変化せしめるがごとき結びつきを示すのであって、資産の危険度に応じて二通りの結びつきを示していると考えられるのである。

ケインズ流の流動性選好理論においては、貨幣と資産との結びつきとして投機的動機を通ずるもののみ考慮されているのに対して、ここでは安定的な流動性比率を維持せしめる予備的機動を通ずる道と流動性比率を変化せしめる投機的動機を通ずるものとの二つの道が考慮されているのであって、このことだけで貨幣需要決定要因としての投機的動機の相対的重要性は理論上かなり減殺されることにならざるを得ない。しかも、ライドールは、更に進んで現実の世界においても投機的動機的作用がそれ程重要な役割を果たしてはいないことを立証しようとしている¹⁶⁾。彼がその根拠とするところは以下の如き二つの点である。(1)英国の国内税収委員会の発表した財産構成統計表によると、1948—49年から1954—55年の間に純資産価値2,000ポンド以上の凡ての人々について、現金の純資産総額に対して占める割合は11.5パーセントから15.1パーセントに上昇した。ケインズは、投機的動機に基づく貨幣の保有は主として富裕階級に見られるところであり、中流以下の階級においては投機的動機的作用は比較的小であるとしているのであるが、前述の現金比率の上昇は主として純資産20,000ポンド以下の人々の現金比率の増大によるものであって、純資産20,000ポンド以上の富裕な人々の現金比率は殆んど増加していないのである。後者においても後に僅かながら現金比率の上昇していることが認められはするが、それは利子率が騰貴し始めた1951—52年以来のことであって、流動性選好理論の説くところとは逆の結果を示している。(2)オックスフォード統計研究所の富裕階級についての調査においては、富裕階級の大多数は彼らの財産を投機に用うるという考えを殆んどもっていないことを明らかにしている。

流動性選好理論は、貨幣の需給殊に投機的動機に基づいて保有される貨

幣の需要と供給との関係から貨幣量と利子率とを結びつけているのであるが、この貨幣量と利子率との結びつきは投機的動機的作用の重要性を否定し予備的動機に基づく貨幣需要の作用を重視するフリードマンやライドールの観点からは、否定されることになるのであろうか。この点について、ライドールは、自らの理論——資産保有額のある一定割合の貨幣需要の存在ということとその基本的仮説とするため自ら資産需要の理論と名づけている——は貨幣量と利子率との間の相関関係を否定するものではなく、ただそれを利子非弾力的な流動性比率によって説明せんとするものであるに過ぎないという。例えば、彼の説明によれば、今銀行が公衆から証券を買入れたとすると、公衆の流動資産(=貨幣)保有量は増大し非流動資産保有額は減少する。公衆がその流動性比率を一定に保たんとするならば、証券市場に出動して証券の買戻しを計るに相違ない。そのとき銀行が公衆の買戻しに應ぜず、また企業その他非個人部門の反応が中立的であるとすれば、公衆の保有する証券の市場価値は彼らの流動性比率が元の水準に回復するまで騰貴するであろう。証券価格の騰貴は利子率の下落を招来するのであって、貨幣量は利子率と逆比的関係において結びつくことになるのであると。

ライドールは、貨幣量と利子率との関係はたとえ全部ではなくともその大部分は経済の各部門が非弾力的な流動性比率をもつという仮定の下に説明が可能であるというのであるが、この仮定は利子率の変化に対する貨幣需要の感受性を強調するケインズの流動性選好理論に反するものである。しかし、ライドールによれば、ケインズ説は余りに投機的動機を重視し過ぎているのであって、投機的動機による説明が必要とされるのは貨幣需要が流動性比率一定という仮説によっては説明が不可能な程大きな利子弾力性を示すとき、すなわち利子率の変化が公衆の期待に影響を及ぼして流動性比率を変化せしめるがごとき場合に限らるべきであるという。彼においては、投機的動機は利子率決定における「主役」から「その他多勢の端役中の一人」に墮されているわけである。

流動性選好理論は専ら投機的動機に基づく貨幣と債権との選択関係によって利子率の決定を説くのであるが、この投機的動機の重要性を否定する資産需要の理論は如何にして利子率の決定を説くのであろうか。これについては、資産需要の理論は未だ尚十分に簡明で包括的な利子理論をもってはいないと考えざるを得ないのであるが、ライドールが簡単ながら大要以下のごとき説明を与えているのでそれをみていくことにしよう。

彼は、問題を単純化するために、先づ貨幣の所得需要が零であり、流動資産としては銀行貨幣のみが存在し、個人の保有する資産は銀行貨幣以外は確定利付き債券のみである場合を仮定する。そして、 M を貨幣量、 B を債券の経常価値、 E を債券から経常的に収得される利子総額、 a を個人的流動性比率、 r を利子率とすれば、次のごとき関係を得ることができるといふ。

$$a = \frac{M}{M+B}$$

$$r = \frac{E}{B}$$

$$\therefore B = \frac{M - aM}{a}$$

$$B = \frac{E}{r}$$

$$\therefore \frac{E}{r} = \frac{1-a}{a} \cdot M$$

$$r = \frac{a}{1-a} \cdot \frac{E}{M}$$

この式は、利子率は $(a/1-a)$ を係数とする債券収入と貨幣数量との比率であることを示しており、利子率は(1)公衆の流動性比率(2)債券収入の総額および(3)貨幣量 M によって決定されることになっている。公衆の流動性比率は当該社会の制度・機構および過去の経験に依存し、債券の経常的収入総額は過去に発行された債券の総量とその流通条件すなわちそのときの利子率とに依存している。一方、公衆の保有する貨幣量は貨幣当局の発行

総額から非個人部門に吸収されたものを差引いたものに等しい。更に個人の所得需要が存在する場合はそれも差引かれなければならない。これらを考慮に入れて、ライドールは、利子率は過去に生起した事柄によって歴史的に決定されることになるという。

上の式は、先に見たごとき流動性比率一定のときの貨幣量と利子率との結びつきをよく示している。 a および E が一定であれば、 M の増大は当然に r を下落せしめなければならないからである。しかし、この式はまた低い利子率における a の可変性を認めることによって流動性選好理論の作用する場をもその中に認めることができる。すなわち、利子率が一定の水準にまで下落すると、如何に貨幣量が増大しても利子率はもはやそれ以下には下落しないという場面が考えられるのであるが、これは M の増大効果を相殺する a の増大を想定することによって説明可能であり、ここでは流動性比率の変化に基いて貨幣量と利子率との関係を説く流動性選好理論がその意義を認められることになるのである。しかし、彼は利子率の最低水準以上の大部分の領域においては殆ど a が一定であると主張し、そこから貨幣量と利子率との関係を説明し得るものとしており、流動性選好理論の妥当場面を著るしく制限しているのである。

しかし、この式はまた a が一定であるとしても、 M の増大に応じて E も増大するならば、貨幣量と利子率との結びつきは絶たれてしまうという問題を残している。これについてはライドールは次のごとく答えている。この問題は非個人部門の貸付に対する需要の弾力性に依存しており、もしその貸付需要が現行利子率で無限大であるならば、 M の増大は貸付を増大せしめ、そのことはまた E を増大せしめることになって r の下落をもたらすことはできなくなる。しかし、企業は自己の総資本の一定割合以上の借入れを行うことは殆どなく、政府も借入れ条件を無視した予算編成を行うことは稀であって、非個人部門の貸付に対する需要の弾力性を現行利子率において無限大と考えることは非現実的であると。

以上がライドールの流動性比率安定性の仮説に基く流動性選好理論の批判と利子率決定の理論との簡単な紹介であるが、次にわれわれは、彼のこの批判が個人部門における流動性比率一定の仮説の検証という根拠をもってして流動性選好理論に対してどの程度有効な打撃を与えているかを検討してみなければならない。

- (9) H. F. Lydall: *ibid.*, p. 9.
- (10) H. F. Lydall: *ibid.*, p. 7.
- (11) J. M. Keynes: *ibid.*, p. 196. (邦訳239頁。)
- (12) J. M. Keynes: *ibid.*, p. 196. (邦訳238頁。)
- (13) 短期においては一応資産価値の変化を無視することが許されるから、一般理論を短期分析として理解する限り、ケインズが予備的動機を資産価値と結びつけることなく所得の大きさと結びつけたことは、必ずしも致命的欠陥と見做す必要はないように思われる。しかし、必ずしも現実の資産価値の変化を必要としないとはいえ、一方において投機的動機的作用を資産価値に対する主観的評価と結びつけて考慮している限り、予備的動機も本来は資産価値と結びつけて考察すべきであったと考えられる。
- (14)(15) J. M. Keynes: *ibid.*, p. 196. (邦訳238頁。)
- (16) これについてはフリードマンも亦他の観点から同じ結論を導いている。すなわち、投機的動機はその性質上極めて大きな振幅をもった変動を示すから、もしそれが貨幣保有量の決定に対して重要な役割を果たしているものなら公衆の貨幣保有量は景気の循環に応じて貨幣所得の循環運動に比較して相対的に大きな循環運動を示す筈であるが、事実は逆の結果を示しており、貨幣量の循環的変動は貨幣所得のそれよりも遙かに小であって、投機的動機的作用がそれ程重要ではないことを示唆していると。

III

流動性選好理論は主として投機的動機に基いて利子率の変動を説明するものであるが、ライドールは前に見たごとく貨幣量と利子率との結びつきは大部分流動性比率一定の仮定に基いて説明することができ、利子率変動の説明を投機的動機的作用に求めなければならない場合は反って例外的で

あると流動性選好理論を批判している。しかし、流動性選好理論による利子率の変動分析を批判するのにライドールの与えた根拠だけで充分であるか否かは尚検討を要する題問である。

彼が流動性比率安定性の仮説の検証に用いた資料は1954年度の英国の貯蓄調査であった。先に見たごとく、これは個人部門における所得単位毎に資産と負債との明細を記録したものであって、ここから導き出される結論も亦当然に個人部門についてのみ妥当するに過ぎない筈である。更に、この個人部門における安定的な流動性比率に基いて結びつけられるべき貨幣と資産も亦共に個人部門における貨幣保有量と資産保有額に限らるべきものであって、他の部門における貨幣および資産は含まれるべきではない。このような点を考慮した上でライドールの流動性比率一定の仮定に基く貨幣量と利子率との相互関係の説明を見直してみると、その説明は必ずしも流動性選好理論の完全な否定にはなっておらず、むしろ流動性選好理論による利子率変動の説明を支持するがごとくにみえるところさえうかがわれるのである。

彼は、銀行が公衆から証券を買入れると、流動性比率の維持をはかる公衆は増大した貨幣量に應ずるように資産保有額を増大せしめんとして証券市場に買向い、銀行が買戻しに應ぜずまた経済の他の部門の反応が中立的であるとすれば、証券価格は騰貴し利子率は下落すると説明した。このとき個人部門においては確かに流動性比率は一定に保たれたことになるのであるが、貨幣当局の政策に変更がなかったとすれば、銀行部門においては流動性比率が低落していなければならない筈である。銀行の最初の証券購入が既に流動性比率を引下げる行動であり、買入れた証券の市場価格の騰貴は、たとえ帳簿面では変化なしとされても実質的にはまた更に流動性比率の下落に拍車をかけている筈であって、少なくとも最初の流動性比率の下落を覆えすことがあるとは考えられないからである。金・外貨の海外からの流入および貨幣当局による貨幣増発がなく、経済の他の部門が全く中立

的な状態を維持する場合を考えると、結局社会全体としては貨幣量は不変で流動性比率は下落しており、これが利子率の下落をもたらしたということになる。これでは資産貨幣に対する選好が相対的に低落した場合の流動性選好理論の説明と同一手法に帰してしまっているといわざるを得ない。またライドールの利子率の決定を示す式における債権収入 E の動きの説明についても同様のことがいえる。ライドールは、個人部門において流動性比率 a が一定であるとき、もし E が貨幣量 M の増大に応じて増大するならば、たとえ貨幣量が増大しても利子率は必ずしも下落するとは限らないことを認めている。彼は、この E は経済の他の部門の貸付に対する需要の弾力性に依存しており、それが現行利子率で無限大であるならば、債券収入 E の M に応ずる増大をもたらす、それが貨幣量増大の利子率に及ぼす効果を相殺してしまうという可能性を考えているわけである。しかし、これは非個人部門において流動性比率が増大している場合のことであって、社会全体としてみれば結局流動性比率が増大してそれが貨幣量増大による利子率の引下げを阻止するという結果を生んでいるものと解釈することができるのである。何れにしても、個人部門において流動性比率が安定的であることが立証されたということからだけで流動性選好理論による利子率変動の分析が完全に覆えられたとすることはできない。他の部門における流動性比率の状態がどうであり且つまたそれらが相互に如何なる関係をもっているかが更に明らかにされる必要がある。

流動性選好と貨幣量とに基づく利子率の決定機構を想定することにより貨幣量の増減が直接利子率に影響を及ぼす点を解明した点が流動性選好理論の一つの特色であるが、ライドールは、この貨幣量と利子率との結びつきは大部分流動性比率一定の仮定に基づいて説明することが可能であって、必ずしも流動性選好理論の利子率決定機構を用うる必要はないという。ところで、流動性選好理論においては、通常貨幣量は経済外的に貨幣当局によ

って与えられるものとされており、利子率決定の経済内の主要因は流動性選好の中に求められているのである。流動性選好理論において貨幣量の増減が直接利子率の変化と結びつくこととされ得るのも結局流動性選好函数が与えられているからのものであって、流動性選好に基づく利子率の決定こそ流動性選好理論の基柱となっていると理解すべきであろう。ケインズにおいては、この流動性選好は取引動機および予備的動機に基づく流動性選好 L_1 と投機的動機に基づく流動性選好 L_2 とに大別されていて、この両者を含めた総流動性選好と貨幣総量とが相対峙して利子率を決定するものとされていると理解することができる¹⁷⁾。利子率の決定には、このように L_1 も L_2 も共に参画すると考えられてはいるが、 L_1 は利子率が高い水準にあるときにのみ利子率に対して弾力的となるのであって¹⁸⁾本質的には利子非弾力的であると考えられているから¹⁹⁾、流動性選好理論において本質的に重要な役割を果たすものは L_1 ではなく L_2 だということになる²⁰⁾。ところが、後に見るように L_2 の基礎たる投機的動機は貨幣と債券との間の選択の中に作用するものであって、流動性比率が可変的であることを前提とする。ライドールの流動性比率一定の主張は、かくてこの投機的動機の作用の重要性を否定するものであり、その限り L_2 の利子率決定に及ぼす影響力を剥奪するものであるということができよう。もし流動性比率が一定不変であるなら、利子率決定の基本的役割は投機的動機に基づく流動性選好以外の何処か他のところに求められなければならない。ところが、投機的動機の作用は、単に個人部門においてのみ見られるものではなく企業や銀行等の各部門においても見られるところであって、個人部門についての流動性比率一定の検出ということからだけでは、先の利子率変動理論に関する議論にみたごとく、他の部門における流動性比率の可変性を否定することはできず、流動性選好の利子率決定理論を完全に覆したとみることは難しい。ここでも他の部門における流動性比率の性質を明らかにすることが求められるのである。

今までは、ライドールの結果が利子率の決定・変動の理論としての流動性選好理論に与える影響をみてきたわけであるが、流動性選好理論は流動性選好に基いて利子率の決定と変動とを説明する理論であるに留まらず、利子率は流動性を手離すことに対して支払われる流動性打歩であると規定する利子本質論としての性格をも備えている。最後にこの利子本質論としての流動性選好理論が個人部門における流動性比率の安定性ということによって如何なる影響を蒙るかを考察する必要がある。この問題に対する接近方法の一つとして流動性選好理論の分析対象が何如なる範囲に及ぶものであるかをあらためて考えることにしよう。

既にみたごとく、ケインズによれば、利子は流動性を手離すことに対する報酬であり、利子率は貨幣保有者が貨幣に対する彼らの流動性を手離すことを欲しない度合を示す尺度である²¹⁾。この流動性に対する心理的選好には、取引動機、予備的動機および投機的動機の三種がある。前二者の動機に基く貨幣需要には、個人の貨幣需要のみならず企業その他非個人部門における貨幣需要が含まれていることは明らかである。否、むしろこの二つの動機に基いて保有される貨幣量の大きさは個人部門におけるよりも非個人部門における方がヨリ大であろう。ケインズは取引動機を更に所得動機と営業動機とに細分している²²⁾のであるが、営業取引総額は所得受領額より遙かに大であり、その営業活動は本質的には個人のものではなく主として企業のものであって、この目的のために保有される貨幣は個人部門におけるよりも企業部門においてヨリ多く保有されていると考えられるからである。また将来の支払に備えて貨幣を保有しておく必要も個人におけるよりは企業における方がヨリ大であろう。流動性選好理論にいう取引動機と予備的動機とは、個人の心理というよりは企業の心理もしくは産業的心理とでも呼ばるべき性質のものであって、個人的事情によるよりも社会、経済状態の支配・規範を受けることの方が大きいと考えられるのである²³⁾。ケインズがこの種の貨幣需要の大きさは経済体制の一般的活動と貨幣所得

の水準とに依存する²⁴⁾としているのもこの間の事情を反映しているのであると解することができるであろう。このように見てくると、流動性選好理論は、個人の手中にある貨幣のみならず社会の全部門における貨幣の需給を分析の対象とするものであることは明らかであり、流動性選好理論の十分な検討のためには唯だ単に個人部門の貨幣需給の性質を考察するのみでは不十分であって、非個人部門の貨幣需要についても充分なる考察を必要とすることが知られるのである。

しかしながら、ケインズにおいては、取引動機と予備的動機とは利子率の決定にあたって主導的役割を果たすものではなく、利子率は専ら投機的動機の強さ如何によって定まるものとされている。流動性選好理論の論理それ自体としては必ずしも取引動機と予備的動機とが利子率の決定に参画することを退けるものではないが、それは飽くまでも従属的決定因としての作用を認めているに過ぎず、流動性選好理論の本質は投機的動機による利子率の決定を説くところにあるといわなければならない。したがって、流動性選好理論が本来その分析対象とするものは何かの決定は、取引動機および予備的動機が個人心理に左右されるものであるか企業心理によって動かされるものであるかによって定めらるべきものではなく、投機的動機の性格如何によって定めらるべきものといわなければならない。

ケインズは、投機的動機を「将来起るべきことからについて市場よりもよりよく知ることから利益を獲ようとする目的」²⁵⁾と定義しており、内容的には貨幣と債権との間の二者択一的な選択を行わしめる心理的要因としている。ところで、債権の売買を行う経済主体中には、個人、銀行、保険会社その他の非銀行金融機関、また普通の企業に至るまで経済の殆ど全部門が含まれている。

普通の企業においても、例外的には、一時的に貨幣の留保部分をその時の利子率と経済の動きとに対する強気の予想に基いて政府証券等に転換して保有するなどのこともみられ、貨幣と債権との選択にかかわる投機的動

機の作用がみられることがある。ただ、企業本来の取引は生産または流通のための取引であって、債権売買取引は例外的なものに留まっている。

非銀行金融機関は、委ねられた資金を運用して各種債権の売買を行いそこから収益をあげることをもって本来の業務とするのであって、ここでも債権の売買にまつわる投機的動機の作用は認められなければならない。ただ、ここで行われる選択は、例外的な場合を除いて、各種債権間のそれであって、貨幣と債権との間の選択ではなく、投機の作用というも各種債権にかかわる投機であって、流動性選好理論にいう貨幣と債権との間の投機的選択行為をその本質とするものではない。

銀行は、受け入れた予金の一部を法律、慣習もしくはその銀行の営業方針によって定められた準備率に基いて現金準備として手許に保有し、残余を貸出に用いる。この貸出には大別して取引貨幣の貸出と投資々金の貸出との二種類がある²⁶⁾。取引貨幣の貸出は手形の割引によってなされるもので、基本的には取引活動の大きさ如何によってその必要額が決定され、銀行はその貸出にあたってむしろ受動的な立場に立ち、銀行が自から積極的に投機的思惑に基く行動をとることはない。投資々金の貸出は、それがかなり長期間にわたって流動性を喪失するためその先行きに対して投機的思惑の入り込む余地が大であり、銀行は今投資証書と引換えに投資々金の貸出を行うか、将来更に有利な条件で貸出し得ることを予想して一時貨幣形態での保有を続けるかの選択を行うことがある。銀行のこの選択行為は、企業や非銀行金融機関の選択行為と比較するとき貨幣と債権との間の選択を事とする流動性選好理論における投機的動機としての性格をヨリ多くもっており、これはそのときの貨幣需要に反映して利子率の決定に強い影響を及ぼすものと考えることができよう。貨幣と債権との選択を行わしめる投機的動機は、非個人部門の殆ど凡ての分野においても多かれ少かれ認めることができるのであるが、殊に銀行部門においては極めて重要な作用を果たしていると考えなければならない。

ところで、一般に、ある時点において債権に投資することを差し控えて貨幣の保有を選択し、それより後の時点でその貨幣を債権に転換することから利益を得るためには、その期間中貨幣の価値が比較的安定的であることを必要とする。もし当該期間中に貨幣の価値が下落するならば、時点を異にする債権投資から得られる利益が逆に相殺されてしまうからである。このように、貨幣の価値安定性と時点を異にする債権の価格従って利子率の差違性ということの中に流動性打歩としての利子の存在意義の一半が見出されるのであるが、利子の本質をこの面においてのみ認めようとするならば、「かくて利子率は現在とは異ったものになると期待されるが故に存在するものである。もし現在と異ったものになるという期待がなければ何故に利子が存在するかを説明する余地はない。」²⁷⁾ という批判に答えることができなくなってしまう。将来のことについて市場よりもよりよく知ることから利益を得ようとすることの中にのみ利子の本質を認めていこうとするとき、流動性選好理論の基礎は、脆弱なものとならざるを得ない。しかし、ケインズの流動性打歩としての利子本質論の基礎はここにのみあるわけではない。彼は利子の基礎を個人の将来に対する不安の中に見出しているのであって、彼の流動性打歩としての利子本質論は凡そ以下のごとく理解するのが適当であるように思われる。人は将来の不安と不確実性に対する不安を鎮めるために富の蓄蔵を選ぶ²⁸⁾のであるが、凡ての資産は将来の危険と不確実性から完全に自由ではなく、人々の不安を十分に鎮めてはくれない。しかし、貨幣は(1)供給の弾力性が(個々人にとっては)零であり(2)持越費用が殆ど無に等しく(3)極めて高い流動性を保持するという特性²⁹⁾に基いて比較的安定した価値の貯蔵を可能とするため、個々人の将来に対する不安を鎮めるという目的のためには他の資産とは比較を超える殆ど絶対的な選好の対象物となる。そして、ただ充分なる報酬が支払われるときのみ、個々人はその貨幣の一部を放棄して他の資産の形で富を蓄蔵するように導かれる³⁰⁾のであって、このとき支払われる報酬が流動性打歩とし

ての利子なのである。この将来に対する不安に基く殆ど絶体的な貨幣需要を前提として、その上での貨幣と資産乃至は債権との選択の中に利子が支払われ利子率の水準が決定されるのであり、その貨幣と債権との選択関係の決定には将来の動きを他の人々よりもよりよく知ることから利益を得ようとする投機的動機も作用しているのである。

ケインズの利子本質論は凡そ上述のごときものと理解されるのであるが、このような将来に対する不安から貨幣の保有を選択し、充分なる報酬が支払われるときにのみその貨幣を手離して債権を購入するといったかたちにおける貨幣と債権との間の選択は、証券市場に出勤した個人において最も展型的にみられるところであって、銀行等の行動の中に見出されるところのものではない。企業や非銀行金融機関また銀行などは何れも将来に対する不安を鎮めるために貨幣の保有を選択するものではなく、むしろそれぞれの本来の目的を遂行するためには貨幣を手離すことを必要としているのである。例えば、銀行は貨幣を貸付けることによって利益をあげているのであって、それが貨幣の保有を求めるのは今それを手離す（＝貸出す）よりも一時貨幣形態で保有し後に貸出す方が利益が大きいと判断することからであり、結局は貨幣を手離すことを求めているのである。問題にされているのはただ手離すときの時機だけであって、将来に対する不安から貨幣を保有しようとする望んでいるわけではない。

流動性選好理論における貨幣と債権との間の選択は、将来のことからについて市場よりもよりよく知ることから利益を得ようとする投機的動機的作用としては、個人部門のみならず、多くの非個人部門にも見られるところであるが、将来に対する不安と貨幣の放棄による利益とを均衡せしめる作用としては、個人部門における選択作用として考えられるべき性質のものである。このようにして、流動性選好理論は個人部門における貨幣需要のみをその分析対象とするものではないが、その最も基本的な分析対象は個人部門であるということにはできるであろう。その限り、個人部門におい

て資産保有額のある安定的な割合の貨幣需要が存在することを明らかにし、貨幣と資産との選択行為の作用が極めて小であることを示唆する方向から利子本質論としての流動性選好理論を批判する試みは、流動性比率の完全なる固定性を主張し得ない限り流動性選好理論の完全な否定とは云えないまでも、ケインズの流動性選好の利子本質論の基礎を掘り崩すのに一役買っているということではあるであろう。もし流動性比率が完全に固定的であるなら流動性打歩としての利子はその存在の基礎を失うことになってしまう。ライドールは、利子率の低い水準において流動性比率が変化し得ることを認めている限り、この場面においては流動性打歩としての利子の存在を認めることにはいるが、利子率の最低水準を超える大部分の領域においては流動性比率が一定であると主張しており、このことは通常の場合利子は大部分ケインズのいうごとき流動性打歩によってではなく、何らか他の性質のものによって構成されているということの意味する。

ケインズの流動性選好理論は、将来の不安を鎮めるための貨幣需要が存在するとした上で、貨幣と債権とを二者択一的なものとして対比し、この両者の選好関係を通じて利子の発生と利子率の決定とを説くところのものであるのに対して、ライドールの資産需要の理論は、資産保有額のある安定的な割合が貨幣の形で保有されることを主張するものであって、ここでは貨幣と資産とは二者択一的な関係において対比されることなく、資産が保有されるときは貨幣も亦同時に保有されるという関係におかれているのである。ここでは流動性打歩としての利子概念の基礎は前述のごとく既に掘り崩されており、利子の本質は何処か他のところに求められなければならないことになる。そのことはまた当然に利子率の決定機構も流動性選好理論のそれとは異ったところに求められなければならないことを意味する。しかし、資産需要といわれるものの側から積極的に利子理論を構成する試みは未だ尚端緒についたばかりといわねばならず、これは尚今後の発展に俟たねばならない問題として残っているのである。

- (17) Alvin H. Hansen: *Monetary Theory and Fiscal Policy*, 1949. Chap. IV. pp. 55-70 (小原敬士・伊東政吉訳「貨幣理論と財政々策」)
- (18) Alvin H. Hansen: *ibid.*, pp. 66-8.
J. Tobin: *The Interest Elasticity of Transaction Demand for Cash.* (The Review of Economics and Statistics. August, 1956. pp. 241-47)
- (19) J. M. Keynes: *ibid.*, p. 171, 199. etc. (邦訳203, 242頁等々。)
- (20) 矢尾次郎「物価理論の研究」昭和25年第五章, 殊に284, 289頁等々,
三上隆三「ケインズ経済学の構造」昭和31年。104-5頁, 150頁以下。
- (21) J. M. Keynes: *ibid.*, p. 168. (邦訳201頁。)
- (22) J. M. Keynes: *ibid.*, pp. 195-6. (邦訳237-8頁。)
- (23) 三上隆三「前掲書」129頁。
- (24) J. M. Keynes: *ibid.*, p. 196. (邦訳239頁。)
- (25) J. M. Keynes: *ibid.*, p. 170. (邦訳205頁。)
- (26) 樋口午郎「銀行資産の流動性と銀行経営」(バンキング118号) 昭和33年1月16-26頁。
- (27) D. H. Robertson: *Essays in Monetary Theory*, 1940, p. 25. (一谷藤一郎「流動性送好説をめぐる問題」バンキング108号, 昭和32年3月, 14頁より。)
- (28) S. E. Harris: *The New Economics*. 1947. p. 187. (日本銀行調査局訳「新しい経済学」245頁。)
- (29) J. M. Keynes: *ibid.*, Chap. XVII.
- (30) A. H. Hansen: *A Guide to Keynes*. 1953. p. 127 (大石泰彦訳「ケインズ経済学入門」161頁。)