

經濟論叢

第八十六卷 第五號

金融資産の需要……………	中 谷 実	1
所得倍增計画と公共投資(一)……………	島 恭 彦	21
統計学—社会科学的 認識手段論の問題点(二)……………	大 橋 隆 憲	43
「散不足」と「聚不足」(一)……………	桑 出 幸 三	63

昭和三十五年十一月

京 都 大 學 經 濟 學 會

金融資産の需要

中 谷 実

一 経済成長と金融資産

貨幣経済においても、いわゆる経済の成長は、経済の実質面における成長を意味している。そして、この実質的な面における経済の成長が、貨幣的な面における成長を、必須の条件とするかどうかは、少くとも、理論の前提をどのように単純化するかにかかっている。たとえば、J・G・ガーレイ・E・S ショウ両教授が、その新著“Money in a Theory of Finance” 1960 において、最初に金融の基本的類型 rudimentary finance を説くばあいや、また、貨幣のほかに証券の発行せられる第二類型を説明するとき、均衡的な経済の成長が、貨幣または貨幣と証券との追加的な発行によっても、あるいは、物価水準や労賃率の引下げによっても、可能であることを明らかにしているのである。¹⁾ しかしながら、ここでは、資本ストックや労働力が同じ速度で成長し、技術の変化が全くないものと仮定せられているのであって、経済成長の現実の姿からは、よほど乖離しているのである。いまもし、少しく現実に接近した経済成長の類型を作るために、技術の進歩をとり入れたり、資本集約化や労働集約化の類型を考えれば、経済成長過程における均衡維持のためには、デフレーションによるのではなく、貨幣供給の増加または

それに加えるに、他の金融資産の増加が必要であることが、容易に知られるであろう。この点については、すでに別の機会にこれを述べたから²⁾、ここでは、實際上、経済成長にもなつて、貸借関係したがって金融資産の累積が大きいことを指摘する³⁾とともに、金融資産の累積にもなつて、その一種である貨幣の増加が欠かされない所以について、ガレー・シユウ両教授のとる立場を一瞥しておこう。

諸種の資産保有形態のうちで、何ゆゑ貨幣の保有が選好せられるかは、ケインズ学派では、いうまでもなく、貨幣の流動性のためであつた。そのうちでも、モゼリアニ *Franco Modigliani* は、金融資産保有を選好する理由としてその流動性を重視し、貨幣の保有と債券の保有との選択標準としては、資産の危険性を指摘している。すなわち、モゼリアニによれば、資産の流動性は、当該資産の市場の完全性に依存し、市場が完全であれば、貨幣もその他の金融資産も、ともに高い流動性をもつことになる。けれども、貨幣と債券とを比較するばあい、一定貨幣の名目価額はつねに不変であるが、債券の市場価額は変動する危険がある。しかも貨幣形態で受入れた所得から、一定額の債券を保有するためには、債券獲得のための費用が要るし、これを売却するのにも費用が要る。この費用と価格変動の危険とは、債券の保有にもなう不利益であるが、もしも債券が短期のものであれば、長期のものに比較して、費用は大きい危険は小さいことになる。そこで、貨幣保有を選ぶか債券保有を選ぶかは、両者の保有にもなう流動性のほかに、危険性および債券の利子収入と費用との考慮にかかるところが大きいと考えられるのである⁴⁾。ところが、ガレー・シユウ両教授は、貨幣を保有することの動機をその流動性にもとめず、しかも、貨幣を手ばなすことが利子収入をもたらすこと⁵⁾にたいして、貨幣の保有が反面の諸利益をもつと考える。たとえば、(イ) 将来物価が下る可能性を考えると、資産を貨幣形態で保有することは、他の形態で保有するばあいに比べて、資本

利得を期待せしめるであろうし、反対に利子率騰貴のばあいには、証券保有のばあいに起る資本減価を免がれることができる。また、(d)消費者も事業家も、常時に収支均衡の状態にあるよりも、ときには黒字・赤字のバランスをもつほうが有利であることを考えれば、貨幣の保有は、常時に収支を均衡せしめることによる相対的不利益や、収入不足の準備として貨幣以外の資産を保有するばあいに生ずる諸費用を、免がれしめるであろう。ことに、(v)事業家にとっては、実物投資を増すこともなつて、限界収益率がどのように低下するかが適確に予想しがたいという危険にさらされるのであるが、貨幣の保有は、このような限界投資の危険をカバーすることができる。すなわち、貨幣保有によつてえられる以上(4)(v)のような利益の程度を、両教授は *implicit deposit rate on money* と呼び、これをもつて貨幣保有が選ばれる動機と考えるのである⁵⁾。

このようにみると、資産として貨幣が保有せられる動機は、貨幣のもつ流動性よりも、むしろ、右にのべたような諸種の危険にたいして、貨幣が保障または保険となる性質をもつことにある、と考えられるかもしれない。しかしながら、モゼリアニの考える債権保有にともなう危険も、ガーレイ・シウ両教授が強調する危険保障という貨幣の性質も、ともに、流動性の概念から別個に存在するものではない。流動性をもつて、たんに市場性または交換性を意味するものと考ええるならば、不完全な市場をもつ資産は流動性が低いと考えられようが(モゼリアニ)、価格低落の危険を無視すれば、このような資産もかなり大きな市場性をもつてゐる。また、ガーレイ・シウ両教授は、貨幣以外の金融資産の市場が、仕切り部屋のように狭くて孤立したものと考へているが、そこでも、当該資産の交換比率(価格)がいくらでも不利になつてよいと考へるならば、その市場性は小さくないであろう。したがつて、流動性の概念は、一面的に捉へるべきものではなく、右のような市場性(交換性)のほかに、当該資産が売

られると期待せられる市場価格が如何か、および、期待せられる市場価格の不確実さの程度如何、という二面をも含んでいるのである。たとえば、第三の面についていえば、長期の債務は、短期の債務に比べて、期待せられる市場価格の不確実度が大きいから、相対的に流動性が小さいといわれるだろう。

つぎに、前にもふれたように、経済の成長にもなつて、金融資産のストックが膨脹してゆかねばならぬのみでなく、実質的な面の成長率よりも金融資産の成長率のほうが大きいという事実が起りうるのは、何故であるか。いま、金融資産が貨幣のみよりなるばあいを仮定すれば、マーシャルの *Money + M₂* において、*m*・*b* の値が不変であるかぎり、実物面での経済成長は、少くとも、同率の実質的な貨幣需要の増加を必要とするはずである。まえに述べたように、ガレイ・シウ両教授が、物価の下落によつても、均衡的な経済成長が可能であるというのは、物価の下落が、実質的には貨幣の増加を意味するからに他ならない。また、貨幣が、その保有者にとつて、一種の金融資産であるということは、他面で同額の債務が存在していることを意味するわけであつて、この債務には、政府または貨幣当局の債務と、民間の個別経済主体の債務から生じたものが含まれる。ガレイ・シウ両教授は、右の関係を、「外側」の貨幣（“outside money”）と「内側」の貨幣（“inside money”）との、二つの貨幣概念で説明しているのであるが、実質面における経済成長のために必要な実物投資が、他の個別経済主体における実物的な貯蓄によつて賄われることが、大きくなればなるほど、「内側」の貨幣に該当する貨幣ストックが、増大せねばならぬだろう。つぎに、ある個別経済が貨幣形態で貯蓄したものを投資を行う個別経済に貸与え、その代りに証券をもつたとすれば、保有せられる金融資産は、証券よりなることになる。ところが、貯蓄を供給する個別経済が、直接に投資を行う個別経済にこれを貸与えるのではなく、まず金融機関にこれを貸与え、この金融機関がさらにこ

れを投資を行う個別経済に貸与たとすれば、金融資産の内容はどうなるか。いうまでもなく、最初に貯蓄を供給した個別経済は、金融機関の債務を表示する証券を保有し、金融機関は、投資を行う個別経済の債務を表示する証券を保有するであろう。前のばあいは、直接金融が行われたのであるから、これによって成立する証券は直接証券とよばれ、後のばあいは、間接金融が行われたのであるから、このばあいの特徴をなすところの、金融機関の債務たる証券は、間接証券とよばれてよいだろう。しかも、後に述べるような理由によつて、直接金融にも種々の証券が用いられるとともに諸種の金融機関が成立し種々なる間接証券が保有せられるようになる、証券の種類や数量が、ますます大きくなるだろう。このようにして、ガレーイ・シウ両教授も、金融資産の膨脹は、一方では直接証券の増加により、他方では、直接証券と間接証券との両者の増加によつて、起るものとしてゐるのである。

右のように、経済の成長にもなつて金融資産は膨脹してゆくのであるが、投資のために債務を負担する側でも、金融資産を保有する側でも、無制限に債務を負担し、金融資産を保有しうるわけではない。投資を行うにも種々の条件があろうし、投資を行う主体間の関係や貯蓄を供給する側の所得分布等が異れば、経済成長に必要な金融資産の増加率も異なるだろう。さらに、経済の成長率如何が金融資産の膨脹率に影響するのみならず、現実の経済成長と金融資産増加との関係は、経済成長がつねに均衡を保つてゐるときの事情と、必ずしも同一ではない。ことに、経済成長と、各種金融機関の発達にもなる多様な間接証券の発達との関係を、数量的に規定することは、極めて困難である。そこで、ここでは、経済の成長を一応実質国民所得の成長と考へ、国民所得と直接証券の発行量との関係に関するガレーイ・シウ両教授の理論を、簡単に述べることにしたい。

まず前提として、投資する側は、収支不足分だけ直接証券を発行し、貯蓄をする側は、収支余剰分をもつてこれを獲

得し、これを金融資産として保有するものとする。そして、投資する側は債務残高をもたぬこととしておく。いま、利払額によつて示される新規発行証券の数量 $\parallel B$ ・利率 $\parallel i$ ・物価水準 $\parallel p$ とすれば、新規発行証券の名目価値は $B \cdot i$ であり、その実質価値は $B \cdot ip$ となる。この新規発行高は、前提にしたがって、投資側の収支不足分に該当するのであるから、実質的純投資のための総支出額 (K) ではなく、投資側の実質的純貯蓄 (S_2) を差引いた残高 $(K - S_2)$ である。そこで、実質国民所得 (Y) と対比せしめると、 $\frac{B}{ipY} = \frac{(K - S_2)}{Y} \dots \dots (1)$ がえられる。 S_2 は、投資側の貯蓄からの投資支出性向であるし、 $S_1 Y$ は、国民所得にたいする当該投資主体の貯蓄の割合である。しかも、当該投資主体の貯蓄は、その所得と一定の函数関係にあるとみられるから、投資側からみれば、実質的国民所得にたいする新規発行証券の実質価値の割合は、国民所得の中で当該投資主体の占める割合と、投資のためのその支出性向とに依存する。

他方、貯蓄を供給する側についてみると、その収支余剰をもつて新規発行証券が購入せられるから、彼等の、実質所得 $\parallel H$ ・実質消費支出 $\parallel C$ とすれば、新規購入証券の実質価値が実質国民所得にたいして占める割合 $\frac{B}{ipY}$ は $\frac{H - C}{Y} = \frac{(1 - C/H) \cdot H}{Y} \dots \dots (2)$ となる。すなわち、平均消費性向 (C/H) と国民所得中彼等の所得の占める割合 (H/Y) とに、依存することになる。

最後に、物価安定下の均衡的な経済成長を想定し、そこにおける所得の配分や平均消費性向が不変であるとしたばあいに、フローもストックもすべて一様のパーセント n で拡大するならば、国民所得にたいする新規発行の割合もまた不変である。すなわちここでは、保有せられる金融資産と、その反面たる投資側の直接負債とは、つねに、各期の国民所得にたいして一定の比率をもつて膨脹するのである。いま、前例にしたがって、 $K \parallel$ 純投資支出によ

つて、資本ストック (K) が n だけの成長率をもつとすれば、 $K = nk$ である。また、資本の収益率 r ・利払額によって示される証券の数量 B とすれば、投資側の実質純貯蓄は、 $S^e = \frac{Kr}{P} - \frac{B}{P}$ である。

そこで (1) 式右辺の $K \cdot S^e$ をおきかえると

$$\frac{B}{iPY} = \frac{nk - \left(\frac{Kr}{P} - \frac{B}{P}\right)}{Y} \dots (4) \text{がえられる。しかも、今のばあひ } \frac{B}{P} = n$$

であるから、(4) 式の B に $\frac{B}{n}$ を代入すると、

$$\frac{B}{iPY} = \frac{\left(n - \frac{r}{P}\right) \frac{K}{Y}}{1 - \frac{1}{n}} \dots (5) \text{がえられる。すなわち、均衡的な経済成長に}$$

あつては、国民所得にたいする証券発行の割合は、(i) 実物所得 (産出高) の成長率 n ・(ii) 実質的収益率 r/P ・(iii) 実質所得にたいする資本の割合 K/Y ・および (iv) 利率 i に依存することになる。たとえば、実質国民所得の成長率 n が大きければ、投資を行う側における純貯蓄よりも純投資支出のほうが、一層増大し、証券の発行が国民所得にたいして相対的に大きくなる。また、実質収益率 r/P が成長率に等しければ、投資側においては純投資が純貯蓄に等しくなるし、同時に貯蓄供給側では収支均衡するけれども、経済成長率 n が利率 i よりも大きくさらに実質収益率 r/P が n よりも一層大きいならば、投資側では収支余剰を生じ、貯蓄供給側では収支不足を生ずるから、一面では債務の返済と、他面では金融資産を手離すことによる収支の償い起るだろう。反対に、成長率 n よりも実質収益率 r/P が小さいかぎり、実質国民所得にたいする資本ストックの比率 K/Y が大きいほど、また利率が高いほど、国民所得との対比において、直接証券の発行が大きくなるのである。¹⁰⁾

いうまでもなく、右の理論は、極めて単純化せられた前提の上に築かれたものであるから、現実の証券増加が右

の結論どおりに現われるとは限らないが、一応基本的な関係を与えるものといえよう。

- (1) John G. Gurley and Edward S. Shaw: *Money in a Theory of Finance*, 1960, pp. 37-39, 78-80. なおガーレイ・シムウ両教授が、最初に説明する金融の基本的類型は、経済を単純化して、政府部門(貨幣当局)・消費部門および事業部門に分ち、貨幣市場、労働市場および經常産出物市場の三市場のみを考える。従って政府の外に貨幣を発行するものなく、貨幣以外の金融資産が存在しない。そこで、経済の実質面における成長にともなう貨幣の供給増加がなかったならば、財や労働の過剰供給が生ずるが、貨幣の供給増加がともなえば、成長過程における均衡が維持できる。ところが、経済の成長にともなう貨幣の増加需要は、実質的な貨幣需要の増加であるから、名目的な貨幣の供給増加がなくても、物価や労賃の低下によって、貨幣の実質的な増加需要が充されるのである。彼等のいわゆる第二類型は、基本的類型に、事業家および消費者等非金融部門の間で、一方で債務と他方で証券の形をとる金融資産とが、増大してゆく関係を組み入れた型である。したがってここでは、実質面における経済の成長にともなう、貨幣や証券のストックが増大するか、または物価や労賃が低落することが、均衡維持の条件となるのである。なお両教授のばあいには、取引のための貨幣と、保有のための貨幣とが区別されていない。それは経済成長がクローズアップされるとマイドル・マソンスの影が薄くなるからだろう。
- (2) 拙著新金融理論、三二—三四〇頁、および拙稿「貨幣需要と金融資産」(汐見先生還暦記念論文集二〇九—二一二頁を参照)
- (3) 鎌倉昇「金融経済の構造」三七—四二頁参照
- (4) Franco Modigliani: "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money", *Econometrica*, 1944, Jan., Sec. 5, 参照
- (5) J.G. Gurley and E.S. Shaw: *ibid.* pp. 31-33, 151-153.
- (6) Assar Lindbeck: "The 'New' Theory of Credit Control in the United States, 1959, p. 17. 参照
- (7) 拙稿「貨幣需要と金融資産」二二—二頁
- (8) J. G. Gurley and E.S. Shaw: *ibid.*, p. 73.

(9) *ibid.*, p. 95.

(10) *ibid.*, pp. 96-103, なお説明を省いたが、新規証券の発行のみならず、国民所得にたいする投資側の負債、したがって金融資産のストックの増加も、(4)成長率¹¹⁾(11)実質収益率¹²⁾(12)産出高にたいする資本の比率 K/Y および(13)利率率¹³⁾如何に依存するべきである。(ibid., p. 106, 参照)

二 金融資産の多様化

前節において述べたように、経済の成長にもなつて、金融資産もまた量的に成長するわけであるが、それは、社会的な投資が個々の経済主体に分散して行われるとともに、貯蓄の供給もまた分散的に行われ、両者の間に連関のないことのために、可能的な経済成長が阻害せられるという困難が、金融資産の成長によって取除かれるがためである。このような事情は、物々交換経済における経済成長の阻害要因が、貨幣の成立によって取除かれる事情と同じ関係にあるといえよう。両者の異なる点は、貨幣のばあいと、貨幣以外に種々なる金融資産が併存するばあいとの間で、それぞれの金融資産のもつ機能や効用が異なるために、経済成長の阻害要因を取除く効果の程度に、差異が存することである。それでは何ゆえに、貨幣の量的成長のみによらないで、貨幣以外にも多種の金融資産の成立をみるようになったのか。その事情は、金融資産が多種多様に分化してきた理由によって説明せられるのである。貨幣以外に諸種の金融資産が成立する理由に關しては、すでに一部を別稿¹¹⁾において述べたのであるが、ここでは若干の重複を惧れながら、これに体系的な説明を加えたい。まず、オペテイマルな経済の成長のためには、たんに量的な完全雇用だけでなく、資源のオペテイマルな配分によるオペテイマルな利用が望ましい。また、経済成長の

促進のためには、貯蓄を刺激するような手段や制度が必要であるが、このことは、金融資産についてもいろいろである。

金融機関の成立が、貯蓄・投資のチャンネルを形成することによって、経済成長に寄与するところが大きいことは、今さらいうまでもない。そこで、金融機関を媒介としない直接金融にあつては、貯蓄の供給者たる貸手のもとには、投資を行う借手の債務を表徴するところの金融資産があるだけでなく、金融機関の手許に、投資を行う借手の債務たる金融資産が保有せられることになる。¹²⁾ 前者が直接金融資産とよばれ、後者が間接金融資産とよばれるならば、金融機関の成立ということだけでも、金融資産の種類を複雑にし、その数量を膨脹せしめるわけである。

まず、貸手の立場についてみると、ケインズ理論においては、実質所得の成長にもなつて、この成長率より高い率で貯蓄が増加し、貯蓄の大きさが与えられると、その額をどのような形の資産として保有するかが問題となる。そして、モゼリアニは、前述のごとくに、貨幣か債券かの選択という形で分析したのであった。いま、流動性・危険性および収益性の意味を、モゼリアニの解釈にしたがつて理解するならば、人々が資産の一部を貨幣形態で保有することを選ぶのは、貨幣のもつ流動性だけでなしに、債券のみの保有にともなう危険を保険する、という目的をも含んでいると考えられよう。このように、資産保有にあつて、将来に起りうべき危険ということが考えられるならば、保有すべき資産を、種々なる形のものに分散することは、この目的に合致する所以であらう。¹³⁾ たとえば、種々の保険や年金に加入することは、この種のサービスを対価とするところの流動性の放棄である。また、資産の一部が債券のような収益資産の形で保有することが選ばれるのは、もとよりその収益性によるのではあるけれども、いくばくの債券が保有せられるかは、保有資産全体の効用を最大にすること、したがつて、債券保有にともなう危

險性等を斟酌したうえで、その限界効用が、他の種々なる保有金融資産の限界効用と、すべて等しくなるような大ききよつて与えられる¹⁴⁾。すなわち、各種の金融資産が存在するばあいには、貸手がその各種類について選択する割合は、理論上、限界効用均等の法則にしたがうはずである。ただ、貸手として重要な地位を占めるところの、消費者または家計についてみれば、所得の増加にともなつて貯蓄率が大きくなるとしても、それが一定の水準に達すると、それ以後は、貨幣形態で保有せられる資産の増加率は著しく減退し、他の形態における資産保有の割合が増加する。たとえば一九三〇年代以後のアメリカで、貯蓄の構成割合において、保険・年金および耐久消費財の保有が著るしく増大し、株式や不動産保有が減少したのたいして、貨幣と政府証券との保有が殆んど変化がないといわれているが、所得が大きくなるほど、保有資産中で貨幣の割合が減少することは常識である。むしろここで重要なことからは、別稿でも指摘したように¹⁵⁾、貯蓄率が、その時々々の所得でなく、「永久所得」に適應し、貨幣的貯蓄に一定の目標額があることと、他方では、流動性を失ふことの対価として、利子収入以外の諸サービスを得たいという需要が大きくなること、および、その需要が充たされるように多種多様の金融資産が増加すれば、そのことから消費率が影響をうけるであろう、ということである。

また、金融機関は、一方では債務を負担するとともに、他方では金融資産を保有するわけであるが、その性格上、もつとも流動性を尊重すべきであるから、保有資産の構成上、流動資産と収益資産との適当な割合をねらうのであるが、さらに危険保険の上から、資産が種々のものに分散されることが望ましいであろう。そして最後に、借手たる投資を行う側についてみると、まず、借手の信用程度、換言すれば個々の借手が自己の債務を保証しうる能力が同じでないから、債務取引をすべて同一の市場で行うことが出来ず、そこに多種の市場が成立し多様の金融資産が

供給せられるようになる。また、長期の借入れでなければ用をなさぬばあいと、短期の借入れが望ましいばあいとは、別個の市場で別個の条件による取引が成立し、別種の金融資産が成立せざるを得ない。ことに、投資を行うものにとつて重要なことがらは、将来に起るかもしれない種々なる損失や費用から、如何にして自らをまもるかということであるが、この目的のためには、一方で種々なる形式の債務を負担するとともに、他方では、借入資金をもつて他人の債務たる金融資産を獲得しておくことが望ましいだろう。すなわち、実物投資のための負債たる金融資産を發行するのみならず、他人の債務たる金融資産を獲得するためにも負債を發行することによつて、全体としての資産の効用を極大にすることができるとすれば、効率的に貯蓄を投資に結びつける仕組が成立するためには、予想以上に多種多様な金融資産が形成せられねばならない。そして、このように、同時に債権と債務とを併有することが望ましいという事情は、投資の側だけでなく、貯蓄を行う側においてもありうることである。¹⁷⁾

右のごとく、経済の成長にともなつて、金融資産は、量的に膨脹せねばならぬのみならず、数多くの種類に分れてこなければならぬが、このことは、いわゆる信用創造（信用貨幣の創造）の経済成長における意義を、決して低評価せしめるものではない。ガレイ・シュウ西教授は、信用創造の意味を伝統的な用法を無視して用い、銀行以外の金融機関についても、その債務を發行することをもつて信用創造と考えるから、銀行の信用創造（信用貨幣の創造）を軽く取扱つてゐる。なるほど、金融資産の多様化は、いわゆる代用効果から貨幣需要を小さくする面をもつてはいるけれども、他面において、貯蓄・投資の増大と金融資産全体の膨脹とは、貨幣需要を刺激するわけであつて、経済成長における信用創造の意義は、依然として大きいと考えられねばならない。ただ、貯蓄の誘因として、したがつて流動性を失ふことの対価として、利子収入を得るといふことのみよりも、これに加えるに、種々なるサ

ービスを得られるようになったほうが、貯蓄・投資のチャンネルを、一層効率的に形成し得るということのために、金融資産の成長が、経済成長にとって必然であるともみるべきである。なお附言するならば、金融資産が多種多様になったということだけでなく、アメリカにおけるように、政府証券(国債)の著しい膨脹が認められるところでは、このことが経済成長にたいしてもつ意義に、注意が払われるべきでないかと、思われるのである。

(11) 拙稿「貨幣需要と金融資産」(汐見先生遺稿記念論文集)二一四—二一五頁

(12) ガーレイ・ショウ両教授はこれら兩者の区別を再認識することの重要性を強調する。

(13) J. G. Gurley and E. S. Shaw: *ibid.*, p. 117. 参照

(14) *ibid.*, p. 127. 参照

(15) *Savings in the Modern Economy*, (ed. by W. W. Heller, P. M. Boddly and C. L. Nelson) 148—149.

(16) 拙稿「貨幣需要と金融資産」(汐見先生遺稿記念論文集)二二五頁

(17) J. G. Gurley and E. S. Shaw: *ibid.*, pp. 116—119. 参照

(18) *ibid.*, および両教授の過去の諸論文参照

三 金融資産の流動性

最初に、貨幣保有の動機に関して述べたさいに、モチリアニは、流動性のはかに無危険性を考え、ガーレイ・ショウ両教授は *implicit deposit rate* を唱えて、将来起りうべき損失危険や費用にたいする防護・保険の要素を重視しているけれども、これらは、包括的な意味での流動性と反するものではないことを明らかにした。したがって、保有資産からの利子収益という、積極的な性質から区別された、流動性概念の一面をなすものと考えられてよ

いはずである。また前節でふれたように、投資を行う事業経済も、貯蓄を供給する消費経済も、たんに債務のみをもつたり債権のみをもつものではなく、同時に両者を保有するものであるが、これら債権・債務を総括した資産構成について、一定の流動性を保持することが望ましい。したがって、一定構成の金融資産が保有せられているばいに、その中の一種の資産が、流動性を異にする他の種の資産によって置き換えられたならば、残余の種類の資産にたいする需要が影響せられるはずである。

金融資産は多種多様のものから構成せられるが、その中でも貨幣は特異の性質をもっている。ケインズは、その特異性を貨幣の流動性にもとめ、モゼリアニは、前述の無危険性を考えるときにも、貨幣が保有される資産であると同時に一般的交換手段であることを忘れていない。¹⁹⁾ 交換手段であることは、貨幣を一種の債権とみればいい、それに期限がないことにもとづくものであつて、モゼリアニが、債券の危険性を分析するばいにも、まず、長期の債券と短期の債券との比較を行っている。また、ガレイ・シュウ両教授も、直接証券には無数の種類のものがあるけれども、これらを分類するための標準として、第一に「期限」を挙げ、期限の極端に長い終身年金のごときものと短期証券とを考へて、保有資産の一部に期限の短縮化 *unfunding* が起つたばいには、これが貨幣需要に与える影響を分析しているのである。²⁰⁾ ここでは、モゼリアニや両教授の分析を紹介するのが目的ではないが、まず期限の異なる証券の代用が、金融資産の構成に及ぼす影響を概説しよう。

保有せられる金融資産の中で、長期の債券が短期の債券に置換えられたならば、たとえ、長期債券の市場と短期債券の市場との間に、完全性の差異がないとしても、短期債券のほうが長期債券よりも、それらの将来価格に関する予想が確実であるから、危険性が小さいという意味で、全体としての資産の流動性が高まる。というのは、長期

債券も、期日がくれば額面価額で換価できるけれども、それまでの間に市場価格の変動が避けがたく、期日前の売却価格にたいする予想は確実でない。ところが短期債券にあっては、期日が近いために、一層早く額面価格で換価できるのみならず、期日までの市場価格の変動も小さいからである。すなわち、長期債券が短期債券に置き換えられることは、保有資産の一部で危険性が減少することを意味するから、資産全体として流動性が増加するわけである。もちろん、短期債券を長期にわたって保有するためには、期限ごとに買いつなく費用が要るけれども、少くとも短期的には保有資産全体の流動性を高めるであろう。しかも、このことは、右の短期債券が政府発行の短期証券であったならば、市場性が一層完全であるから、流動性の高まることは一層確実である。そこで、保有資産の流動性が不必要に高まったとするならば、この過剰流動性は、全資産の構成において、貨幣資産の減少・非流動的収益資産の増加という方向に、需要を変化せしめるであろう。

もちろん、各種金融資産の流動性は、それらの債権の期限の長短にのみよるわけではない。債務者の如何や債権内容の種類如何にしたがつて、それらの市場の完全性にしたがつて貨幣との代替性に相異がある。たとえば、同じく短期の債券であっても、国債は私債に比べて遙かに確実性が高いためにその流動性が大きく、株式の市場は次第に発達してその流動性が高まってきたけれども、いわゆる非上場株には流動性がない。また、保険・年金等は、それらの給付する諸種のサービスが、保有のためのほんらいの目的であるから、それらが流動性のために保有されるものでないことは当然である。したがって、前述のごとく、アメリカ等で、保険や年金の比重が大きくなる傾向にあることは、保有資産の残余について、流動性の一層高いものへの需要に移る傾向が考えられるだろう。

なお、右にのべたことがらは、一定の所得水準において、全資産について一定の流動性の維持せられることが望

ましい、という前提に立った分析であるが、所得水準が変動し、保有せられる金融資産の総額が変化するならば、全資産についての希望せられる流動性水準も、また動くものと考えられる。すなわち、一方では、実質的な所得水準の上昇にもなつて、保有を希望せられる資産総額が一層大きくなるとすれば、より多く、収益資産や、収益をとるものにもなつて、保有を希望せられる資産が需要せられ、他方では、低所得階級において、むしろ、保険や無尽・年金等の必要性が大きいといえるだろう。したがつて、所得水準の変化にしたがい、全金融資産の流動性水準がどのように変化するかは、これを明確にしたいけれども、それが一定のものでないことは明らかである。また、ガレーイ・シュウ両教授が指摘しているように、消費経済も事業経済も、常時に収支を均衡せしめておくよりも、ときには収支不足、またときには収支過剰をきたすような、“budget rotation”²⁰⁾が望ましいとすれば、たとえ、それにもなう損失や費用から防衛するために、貨幣の保有が希望せられるとしても、保有せられる金融資産総額の流動性水準は、変化を避けがたいであろう。

(19) Franco Modigliani; *ibid.*, Sec. 5.

(20) J. G. Gurley and E. S. Shaw; *ibid.*, pp. 160-169. 参照

(21) J. G. Gurley and E. S. Shaw; *ibid.*, p. 32.

(22) *ibid.*, pp. 32, 152.

四 信用条件と金融資産の需要

周知のごとく、ケインズ理論においては、金融資産の保有に関して、貨幣か債券かの選択を取扱うが、その債券

は私的債券であつて国債（政府証券）を問題としない。そして、保有のための貨幣需要と利子率との關係を論ずるばあいの利子率も、必ずしも明確ではなく、流動性選好と貨幣供給とから決まる利子率のみを考えない。たとえば、利子率が高水準にあるときには、貨幣保有の欲求が小さく、貨幣需要の利子弾力性が小さいが、利子率が低水準にあるときには、貨幣保有需要が大きいのみならず、その利子弾力性が大きい、といわれる。²³⁾このばあい、モデルア二は、利子率が高位にあるときに、保有貨幣需要が小さく、債券保有欲求の大きい理由は、債券保有からの利子収益にあるが、この利子収益は、市場の支配的利子率によつて測られるとともに、それは、債券保有にもなう諸不利益や危険の対価であるとし、さらに、このことから、それは、債券の代りに貨幣を保有することの費用である、としてゐる。また、貨幣需要の利子弾力性については、利子率が低位にあるときにそれが大きい理由として、一般的利子率の低下とともに短期債券の利子収入が減少するにかかわらず、債券保有にもなう費用が減少しないことを挙げてゐる。すなわち、一言にしていえば、彼は、債券利子も貨幣利子も、区別なしに、同一方向にまた同程度に変動するものとしてゐるのである。

右のモデルが、一般的にいつて正しいことはいうまでもないが、これを短期的にみるとときには、そこに若干の問題がある。たとえば、そこでは、債券にたいする需要量が直接に取扱われていないし、債券の価格が利子率と反比例することが、理論の根拠になつてゐる。³⁵⁾ところが、利子率が高ければ債券価格が低落しているといふばあひ、その利子率は債券の利子ではなく市場利子率である。市場利子率が上がれば、高利の債券に借替えられるけれども、それに至るまでの間で、債券からの利子収益が高まらないのに市場利子率が騰貴するから、債券価格が低いのである。もしも市場利子率を考えなければ、高利の債券は低利の債券よりも、その価格が高いはずである。そこで、市場

利率が高まるときには、債券からの利子収入が相対的に減少し、そのために価格が低いから、低価格による需要増加と、将来の高利債にたいする需要増加がおこるものと、解すべきであろう。

このようにして、利率が上昇すると、保有のための貨幣需要が減少するものであるが、他方において、前節でのべたように、保有資産の一部で、長期債券が政府短期証券に置きかえられるならば、同様に貨幣需要を減少するから、もしこれらの両者が同時に生じたとすれば、保有のための貨幣需要は、一層減少するであろう。同様にして、利率が低落すると同時に、保有資産の一部が、政府短期証券から長期債券にかわるならば、貨幣需要は一層大きくなるわけであつて、ケインズ理論における、アイドル・バランスの需要曲線は、一層利率弾力的となるであろう。ガレーイ・シュウ両教授は、右の關係を図表で説明しているが、さらに、長期債券の利率と短期債券の利率にも、考慮をはらつてゐる。すなわち、彼等によれば、長期債券の現在利率と、その将来の期待利率とが与えられたならば、長期債券の保有から期待できる収益と、短期政府証券の保有から期待できる収益とを、均等ならしめるような政府短期証券の利率が与えられるものである。そして、長期債券の利率が将来下るであろうとの予想が強いならば、この政府短期証券の利率は、長期債券の現在利率との關係で相対的に高いであろうし、反対に長期債券の利率が将来上るだろうと考えられるばあいには、この政府短期証券の利率は、長期債券の現在利率との關係で相対的に低いはずである。そこで、長期債券の現在利率がその期待される将来利率よりも高いところの、前者のばあいには、長期債券の高い利子収益・長期債券に資本利得が期待できること・現在の利率が長期債券よりも政府短期証券において高いこと・および政府短期証券にも少しは資本利得が期待できること、等が相まって、各利率における貨幣需要を減少せしめるだろう。また反対に、長期債券の現在利率が低下して後者

のばあいになれば、長期債券からの利子収益が少く、それからの資本損失の可能性が大きく、政府短期証券からの収益が極めて少いうえに、少しは資本損失さえ起りうること等のために、貨幣需要が増加するものとせられている。²⁷⁾ 而教授のねらいは、これによって、貨幣需要の変化を説明することにあるけれども、従来のごきたったところによって、長期債券の現在利子率が高い前者のばあいには、証券保有の需要が増大し、長期債券の現在利子率が低い後者のばあいには、証券保有の需要が減少することは、自ら明らかであろう。

右にのべた政府短期証券は、貨幣を除けば、金融資産の中でもっとも流動性の高いものであるが、同時に、金融資産の中で国債の占める重要性が大きくなってきていることは、一つの特徴である。

いま、政策上の理由から、国債の利子が引上げられるとすれば、旧利子の国債はその価格が下落し、これを保有するものの金融資産全体の市場価格が下落する。国債価格の下落は国債への需要を刺戟するが、保有貨幣の一部をもって、この国債需要が充足せられるとすれば、保有金融資産全体について流動性が低下するだろう。²⁸⁾ このばあい、金融資産の収益率は、資産の買入価格によるかまたは現在の市場価格によるかしたがって異なるけれども、それが上つても下ることはない。そこで、資産保有者は、恐らく、全体の流動性を回復するために、非流動的であるが収益や危険の大きい資産・たとえば貸出・株式・社債等を国債にふり替えたり、長期債券を政府短期証券に置きかえるか、または、これらを売却して貨幣保有を増加することを望むであろう。しかも、政府証券の保有増加と貨幣の保有増加とを比較したばあい、右にのべたように、資産全体の収益性が上っていること（少くとも下っていないこと）と、売却のための費用とが、考慮に上るであろう。他方、右の事情を借手の側からみれば、ここでも、前のばあいと同様に、保有金融資産の収益性や危険性に比してその流動性が下っているから、借入れを手控えて実物投

資を減らすであらうし、ときには、貨幣の借入を増加するの挙に出るかもしれぬ。しかしながら、前の貸手も後の借手も、ともに貨幣保有の増加を望むならば、貸出利子の騰貴とか、種々の困難を生ずるであらうから、むしろ、政府証券の需要増加に向う可能性のほうが大きいだろう。そして、もしそうであるならば、ケインズ理論において、流動性欲求が利子率の減少函数であるとせられたのとは反対に、流動性欲求は、国債利子率の増加函数であるといわれうるであらう。²⁹⁾

なお、右の述べたところは、国債利子が引上げられるとの前提に立ったものであるが、もしも、将来における経済の飛躍的な発展が予想せられ、資産収益の増加が、必ずしも期待できないとの仮定に立つばあいには、将来の利子率やその他の信用条件にたいする不安が大きいほど、全体としての流動性が低下し、その結果、相対的に収益性は低くても流動性の高い資産の保有が望まれるであらう。また、現在の好況が行過ぎるのを予防するために、金融引締政策のとられることが期待せられるばあいも、右と同様に、流動性の高い、政府証券や貨幣の保有が、希望せられるのである。

²⁹⁾ *ibid.*, Sec. 5, A. H. Hansen: *ibid.*, pp. 62-64.

³⁰⁾ F. Modigliani: *ibid.*,

³¹⁾ A. H. Hansen: *ibid.*, pp. 62-63.

³²⁾ J. G. Gurley and E. S. Shaw: *ibid.*, p. 262.

³³⁾ *ibid.*, pp. 163-164.

³⁴⁾ Assar Lindbeck: *ibid.*, p. 14.

³⁵⁾ *ibid.*, pp. 15, 18-19. 参照

(本稿は、文部省科学研究費「機関研究」による研究成果の一部である)