



# HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	2つの流動性選好と「流動性のわな」（小野浩教授記念号）
Author(s)	内田, 和男; Uchida, Kazuo
Citation	経済學研究, 56(3), 43-51
Issue Date	2007-01-25
Doc URL	<a href="https://hdl.handle.net/2115/18927">https://hdl.handle.net/2115/18927</a>
Type	departmental bulletin paper
File Information	ES_56(3)_43.pdf



## 2つの流動性選好と「流動性のわな」

内田 和男

### 1. はじめに

90年代初頭から今日まで日本経済は、15年余りにわたり長期の低迷に喘いできた。その特徴は、1つには、関東大震災そして太平洋戦争による2度の国富喪失に続く第3回目の国富減少となったバブルの崩壊である<sup>1)</sup>。前2者が物理的な崩壊による国富の喪失であったのに対し、90年代のバブルの崩壊は帳簿上における資産価値（ストック価格）の暴落によるものであった。2つには、戦後先進国の中で日本だけが経験することになったデフレーションである。一般的定義によれば、デフレーションとは一般物価水準（消費者物価水準）が2年以上連続して下落することを指す。このように90年代以降の日本経済の低迷を特徴づけるものは、ストックの価格とフローの価格という2つの価格が連続して大幅にかつ長期にわたり下落したことであった。

ストック価格の下落（バブル崩壊）とフロー価格の下落（デフレ）、そしてそれに伴う景気低迷は、金融政策の運営に関しても課題を残し、そして、ゼロ金利政策という通常でない金利政策や量的緩和政策という極めて異常な金融政策の導入を強いることになる。

バブル期及びバブル期後の金融政策の運営については、フローとストックの両面への目配りが極めて重要であったことが事後的には判断できる。例えば、80年代後半において、なぜ低金利政策が長期化したのかについては、当時、

フロー価格である一般物価水準は極めて落ちついており、金融政策を引き締め基調に転換する理由は、フローの物価の番人である日銀にとってみれば、なんら見当らなかつたのは自然なことである。さらに、バブル崩壊直後の景気判断についても貞廣 [9] は次のように述べている<sup>2)</sup>。

後に「景気の山」と認定された1991年初頭時点では潜在GDPの水準より現実の実質GDPの方が高かった。すなわち、当時の実質GDPは天井である潜在GDP経路より高い水準で景気は減速していた。すなわち、景気は「減速しつつも拡大」していたのであった。また失業率は2%程度で完全雇用状態であった。こうした状況が景気後退直後の金融緩和政策を小幅にとどめ、かつ財政発動の時期を遅らせることになったといえよう。

さらにいうならば、当時の政策当局の判断は、小幅な金融緩和政策でもって挺入れすれば、実質GDPは潜在GDPより高い水準から減速しつつ、潜在GDPのレベルに収束するという「上からのソフトランディング」が可能であると判断しているのである。しかしながら、結果はハードランディングであった。すなわち1992年初頭には実質GDPは潜在GDPを下回ることとなり、以降も需要不足経済が持続することになるのである。

政策当局のソフトランド論のどこに問題が

1) 各々の国富減少額については、例えば宮崎[1995]を参照せよ。

2) 貞廣 [2005] 62-63頁。

あったのか。(それは)景気の実態をフローの“需給ギャップ”や景気の運行指標である失業率から主にみており、資産デフレ、バランスシートの悪化といったストック面や金融面を軽視した可能性がある。

現在、1990年代以降の日本の金融政策が直面した問題について数多くの研究が存在し、また進行中である。とりわけ実証的研究においては、VARモデルの構築によって金融政策の波及経路を分析する方法がある。分析結果は多様であり、確定的で統一的な見解はまだ存在していない。しかしながらももちろんそこには共通した視点や考察が存在する。それは、90年代以降における日本の金融政策が従来の枠組から大きな転換を迫られた背景には、マクロ経済の構造そのものが標準的な金融政策がこれまで想定していたモデルの枠組から大きく変化してしまった状況についての認識である。

標準的な想定範囲外にあるマクロ経済とは、具体的に記せば、緩やかな(非線型)フィリップス曲線、金利弾力的な貨幣需要関数(流動性のわな)、流動性効果などである。これらは総て、学部でのマクロ経済学の初等教科書において必ず取り扱われる基本的な方程式モデルである。現在求められている研究とは、これら初歩的で基本的なマクロ経済学の概念について、先端的な計量経済学的手法による丹念な実証分析とフィリップス曲線や貨幣需要関数についての現実的で緻密な論理的解釈である。

本稿では、このうち貨幣需要関数の「流動性のわな」と呼ばれる状況について、新たな視点から理論的考察を展開する。以下、本稿の分析を要約すれば次のようになる。Keynesの「流動性」概念には、『貨幣論』における流動性概念と『一般理論』における流動性概念という2つの異なる概念が存在する。一般に良く知られているのは『一般理論』で展開されている概念であり、それは投機的動機に基づく投資資産としての貨幣需要の概念である。これに対して、

『貨幣論』で展開されている流動性は、準備資産としての貨幣需要の概念である。2つの流動性選好は共に将来の不確実性に対処するための選択である。しかし、より厳密に比較すれば、『一般理論』での流動性選好における不確実性とは、いわゆるKnightの区分によれば「リスク」に相当する。他方、『貨幣論』での流動性選好における不確実性は、「リスク」とは明確に区別されたKnightによる狭義の「不確実性」に相当する。したがって、2つの異なる流動性に対する選好が、それぞれ標準的貨幣需要関数において果たす役割は異なる。『一般理論』における流動性選好は標準的貨幣需要関数が利子率の減少関数であることを示す一方、『貨幣論』における流動性選好は標準的貨幣需要関数のシフトを示すことになる。結果として、データの散布図に示される利子弾力的な貨幣需要曲線の形状は、「不確実性」の下で貨幣需要曲線のシフトを伴った「貨幣需給均等式」の軌跡を示していることになる。

## 2. 貨幣の価値安定性と完全市場性

標準的な貨幣需要関数の議論は、次式のような実質貨幣残高に関する需給均等式を用いてなされる<sup>3)</sup>。

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

ここで  $M$  は貨幣量、 $P$  は一般物価水準、 $y$  は実質所得(実質GDP)、 $r$  は名目利子率であ

3) 実証分析では具体的な推定式として、次のセミログ・モデル

$$M_t - P_t = \theta y_t - \frac{1}{\gamma} r_t$$

が一般的に使用されることが多い。ここで  $M$ ,  $P$ ,  $y$  は対数値、 $\theta$  は所得弾性値、 $\gamma$  は金利半弾性値の逆数を示す。尚、宮尾 [2006] では、利子率についても対数値をとったダブルログ・モデルを使用している。

る。右辺の  $L$  は貨幣需要関数であり、所得に対してプラスに、利子率に対してマイナスに反応する。留意すべきことは、(1)式が学部レベルでのマクロ経済学の教科書に登場する  $LM$  曲線それ自体にほかならないという点である。つまり(1)式は、流動性のわなを議論する場合に(とりわけ実証分析において)「貨幣需要関数」として取り扱われるが、それは本来「貨幣需給均等式」であるということ忘れてはならない。

貨幣需要関数が所得(産出量)の関数であるということは、学説史的にみれば、交換手段、支払手段、決済手段としての貨幣の機能に視点を置いた貨幣数量説や Keynes の取引動機に基づく貨幣需要に対応している。いま、流通速度を  $V$  として貨幣数量説を式で表示すれば、 $MV = Py$  となる。ここで  $y$  が供給サイドから完全雇用産出量で与えられておれば、安定的な  $V$  の下で貨幣量の変化は物価水準を比例的に変化させるのみである。Tobin と Baumol は取引動機に基づく貨幣需要についても利子率が貨幣保有の機会費用として作用することを示した。これは便宜的に  $MV(r) = Py$  と表現することが出来るかもしれない。ここで流通速度  $V$  は利子率の増加関数であることを示す。

より一般的には、上記(1)式の貨幣需要関数が所得の増加関数として示されるのは Keynes の貨幣保有の動機である取引動機・予備的動機に対応するものであり、金利の減少関数として示されるのは投機的動機に対応しているものである。Keynes の投機的動機に基づく貨幣需要とは、貨幣がもつ価値保蔵手段としての機能に視点を定め、資産の一形態として貨幣が保有されることを示したものである。貨幣は利子を生まないのになぜ債券や株式など同様に資産として保有されるのか。それは貨幣以外の資産の将来市場価値が不確実であり、その変動によってリスクを伴うからである。

いま、収益資産として毎年1円の利子が支払われる確定利付永久債を考えるとすれば、その予想収益率は、

$$r + \frac{r}{r^e} - 1 \quad (2)$$

と表わされる。ここで  $r^e$  は予想利子率である。他方で貨幣(現金)の収益率はゼロであるから、(2)式の値がマイナスになる場合には、人びとは貨幣を選好し、債券を保有しないであろう。このケースが発生する必要条件としては、債券保有に伴ってキャピタル・ロスが生じる  $r < r^e$  の状況が発生する場合である。

上記(2)式をゼロに等しいと置いて、変形すれば、

$$\begin{aligned} r^e &= \frac{r}{1-r} \\ &= r \times (1 + r + r^2 + r^3 + \dots) \\ &\doteq r + r^2 \end{aligned} \quad (3)$$

を得る。したがって、将来利子率が現行利子率よりも  $r^2$  (現行利子率の2乗)以上の幅で上昇すると予想されるならば、債券収益率はマイナスとなり、債券よりも貨幣が保有される。そして利子率の水準が低くなるほど貨幣が保有される割合は高くなる。例えば、 $r = 4\%$  のとき  $r^2 = 0.16\%$  であり、 $r = 2\%$  のとき  $r^2 = 0.04\%$  である<sup>4)</sup>。こうして利子率の水準が十分に低いところでは、債券保有が完全に消滅して、資産はすべて貨幣の形態で保有されるようになる。ひとたびこの状態に到達すれば、貨幣需要の利子弾力性は無限大になると Keynes は考えた。一般に呼ばれる「流動性のわな」(liquidity trap)とはこの状態を指す。

このように示される利子率の減少関数としての貨幣需要と「流動性のわな」の可能性は、基本的に将来利子率の予想とその不確実性によって導かれたものである。ここでの不確実性は予想収益率の変動に伴うリスクであって、いわゆる Knight の狭義の「不確実性」とは異なる。

4) Keynes [1936] ch.15, p. 202.

また、債券収益率の変動と対極をなしているのが貨幣価値の安定性である。貨幣の（予想）収益率はゼロで確定しており、不確実性を伴わないという意味で貨幣は安全資産である。さらに、ここでの分析では、予想利子率<sup>5)</sup>が現行利子率水準とは独立に与えられており、将来利子率に関する予想形成については分析の枠外におかれていることに留意する必要がある。利子率の現在水準と将来水準との一種の比較において流動性のわなの可能性が生じるということは、金融当局が現行利子率の水準だけでなく、将来利子率の水準についてもコミットメントすることによって流動性のわなを回避させることができるかもしれない。ただし、ここでの将来へのコミットメントは将来リスクへの軽減を可能にはするが、Knightの狭義の意味での「不確実性」については、金融当局が想定しうる枠組の外にあると考えられる。

以上の議論はKeynesの『一般理論』に基づくものである。そこでは流動性という概念について特別な定義は明確に与えられてはおらず、また、標準的なマクロ経済学においては、「流動性選好」という用語は単に「貨幣需要」と同義語としての意味以上の内容は与えられていないことが多い。そこでの貨幣の特徴は、収益とリスクという金融資産の性質を区分する共通の2要素について、それらが共にゼロという値をもつ資産であるというのみであり、他の金融資産との差異は相対的な意味合いでしかない。つまり貨幣は他の金融資産と同類としての位置づけしか与えられていないのである。

実は、Keynes自身は『一般理論』ではなく『貨幣論』において流動性の概念を定義している。それによれば、流動資産とは「損失なしに短期の予告でいっそう確実に回収可能である (more certainly realizable at short notice without loss)」資産を指す<sup>5)</sup>。これを筆者は

次のように理解する。すなわち、完全に流動的な資産とは、完全な市場性を常に保持している資産のことである。実物財市場を前提としている伝統的かつ標準的な経済学では、すべての実物財・実物資産に完全な市場性を仮定しているので、そこには流動性の問題が発生する余地がない。他方、Keynesが分析対象とした「貨幣経済」では、貨幣のみが完全な流動性を備えている、つまり貨幣のみが完全な市場性を保持していると考えられている。したがって貨幣経済においては、実物財は貨幣とは明確に区分され、完全な市場性を保持してはいないと考えられている。

貨幣経済では貸借が貨幣（金融）市場において行われ、実物財それ自体でもって直接的に貸借を行う市場は一般に存在しない。また、既存の実物資産を売買する市場、いわゆる再販市場（ストック市場）も完全に整備されている訳ではない。さらに、実物資産ではない貨幣以外の金融資産については、確かに貸借市場で取引され、既発債市場（ストック市場）も存在するが、財・サービスと直接交換を可能にする市場を一般に備えていない。こうして貨幣のみが完全な市場性をもつのであり、この点において貨幣の「流動性」の意味が明確となる。

Keynesの投機的動機に基づく貨幣需要やその発展形態であるポートフォリオ選択理論は、確かに不確実性下での選択問題として展開されている。しかしながら、そのような分析においては、上述の意味での「流動性」の問題が欠落している<sup>6)</sup>。というのは、これらの理論が問題としているのは単一の選択 (a single choice) であるからである。単一の選択の場合には、投資家が目前の将来に注目して、単に危険の分散という原則のみによって、あるいは、次の時点でのポートフォリオの期待効用最大化というルールによってのみ行動することができ

5) Keynes [1930] Vol. II, p. 67.

6) Hicks [1974] pp.38-42.

る。他方、流動性の問題においては、既知のもの  
と未知のものを単に2分するだけでは不十分  
である。流動性は単一の選択にかかわる属性  
ではなく、相互に関連をもった諸選択の系列  
(a related sequence of choice) の問題であ  
る。つまり流動性を取り扱うには、時間を通じ  
ての危険負担という視点が必要となる。

例えば、非市場性の資産——具体的には、そ  
れ自体の特定の目的のために企画され、装備さ  
れた新工場——を取得する企業は、それに伴う、  
その後の選択をかなり狭い幅に閉じ込めた、か  
なりの長期間にわたる行動行程に身を委ねてい  
るのである。これに対して、容易に売却できる  
資産の取得は、容易に元に戻すことができる。  
この場合には、企業は取得後も、取得前とほぼ  
同様な諸選択肢の広い幅をもつ。つまり伸縮的  
な選択が可能なる状態にある。

人びとが時間を通じての危険負担を回避でき  
るのは、いつの時点においても自由な、そして  
伸縮的な選択が可能である状態を維持しておく  
ことである。したがって、市場性のある資産が  
流動性をもっていることになる。市場性の低い  
資産は、不完全な流動性しか保有しえない。ま  
た、ポートフォリオ選択理論が考察の対象とし  
ている市場性はあるが価格が不安定な資産も、  
この意味において、不完全な流動性しかもちえ  
ない。というのは、その価値の一時的な低下に  
よって、他の財・資産への乗り換えが不利とな  
る時点が到来する危険性があるからである。

将来の「不確実性」に対する「流動性選好」  
と価格変動「リスク」に対する「投機的動機」  
とは峻別されるべきである。資産や財に市場性  
があるということは、それらを保有する経済主  
体に選択の高い自由度を賦与することに等しい。  
したがって、流動性が市場性を意味するとすれ  
ば、完全に流動的な資産である貨幣の保有は、  
不確実な将来に対して経済主体がその意思決定  
に flexibility を備えることであり<sup>7)</sup>、 freedom

を保持することに他ならない<sup>8)</sup>。だからこそ、  
流動資産を手放して実物資産を取得しようとす  
る投資行動とは、将来に関する選択の自由度を  
犠牲にして、不確実な収益の流列を期待するア  
ニマル・スピリットの具現にほかならないので  
ある<sup>9)</sup>。

### 3. 「流動性選好」による貨幣需要曲線のシフト

前節の議論をふまえて、本節では将来の経済  
環境に対して悲観的な見通しが強まるとき、  
『貨幣論』における意味での流動性に対する選  
好が高まる結果、利子率の減少関数として示さ  
れている標準的な貨幣需要曲線が右方へシフト  
することを示す。分析モデルとしては、金融市  
場を一般均衡体系として把握した Tobin モデ  
ル<sup>10)</sup> に「流動性選好」を組み込んだ金融市場モ  
デルを使用する<sup>11)</sup>。

モデルは次のように表示される。

$$A(W)\mu(\rho, r)W = M \quad (4)$$

$$B(W)\beta(\rho, r)W = B \quad (5)$$

$$C(W)\varepsilon(\rho, r)W = qK \quad (6)$$

$$W = M + B + qK \quad (7)$$

$$q = R/\rho \quad (8)$$

ここで、 $M$  は貨幣供給量、 $B$  は債券残高、 $K$   
は実物資産、 $W$  は民間の資産総額 (富)、 $r$  は  
債券利子率、 $R$  は物的資本  $K$  の限界的な将来  
収益の流れ (物的資本の限界生産力)、 $\rho$  は物  
的資本  $K$  あるいはそれに対する請求権 (株式)  
の収益率、 $q$  はいわゆる「Tobin の  $q$ 」で、株  
式 (実質) 価格を示す。

このモデルの  $A(W)$ 、 $B(W)$  そして  $C(W)$   
の項目を除けば、モデルは基本的に Tobin の

8) Hicks [1979] ch.VII.

9) 拙稿 [2006] では、90年代の所得乗数の低下を  
この視点から分析している。

10) Tobin [1961], [1969].

11) モデルの詳細については、拙著 [1988] 第5章  
を参照せよ。

7) Hahn [1982] pp. 26-27.

金融資産市場の一般均衡モデルに等しい。(4)式～(6)式は、それぞれ貨幣、債券、資本の需給均衡条件を示している。各資産の需要関数は、2つの要素から構成されている。1つは、標準的な資産需要関数である。ここでは、その部分が  $W$  に関して一次同次であると想定されている。また、各資産はそれぞれ代替関係にあり、その需要は、自らの収益率が上昇するときには増加し、他の資産の収益率が上昇するときには減少すると想定されている。したがって、各資産の需要関数に対する収益率の偏微係数は、それぞれ次のような符号をもつ。

$$\mu_\rho < 0, \quad \mu_r < 0$$

$$\beta_\rho < 0, \quad \beta_r > 0$$

$$\varepsilon_\rho > 0, \quad \varepsilon_r < 0$$

各資産の需要関数を構成するもう一つの要素は、前節で示された、将来の不確実性に対して選択の自由度を確保しておこうとする流動性選好の度合に基づく各資産の需要変化を示す部分である。富  $W$  の増減に伴って、不確実性を回避しようとする度合は変化すると想定されるので、各資産需要のこの部分は  $W$  の関数として表示される。一般に富の減少に伴う将来不安の高まりは、流動性選好を高め、貨幣需要を増大させ、債券や株式の需要を減少させる。したがって、

$$A'(W) < 0, \quad B'(W) > 0, \quad C'(W) > 0$$

が成立すると仮定しよう。ただし、どの資産も富に関して劣等財ではないという前提と、富に関する予算制約式

$$A\mu W + B\beta W + C\varepsilon W = W$$

とから、次の条件式が成立する。

$$0 < \frac{\partial A\mu W}{\partial W} = A'\mu W + A\mu < 1$$

$$0 < \frac{\partial B\beta W}{\partial W} = B'\beta W + B\beta < 1 \quad (9)$$

$$0 < \frac{\partial C\varepsilon W}{\partial W} = C'\varepsilon W + C\varepsilon < 1$$

及び、

$$(A'\mu W + A\mu) + (B'\beta W + B\beta) + (C'\varepsilon W + C\varepsilon) = 1 \quad (10)$$

さらに、富に関する予算制約式は債券の利子率  $r$  に関する偏微係数に対しても、同様の条件式を導く、すなわち、

$$A\mu_r W + B\beta_r W + C\varepsilon_r W = 0 \quad (11)$$

が成立する。

以上で、金融資産市場の一般均衡体系モデルが示されたわけであるが、富に関する予算制約式

$$A\mu W + B\beta W + C\varepsilon W = M + B + qK$$

を考慮に入れると、(4)式～(6)式の3つの方程式のうち1つは独立ではない。すなわち、任意の2つが成立すれば、残りの1つは自動的に成立する。ここでは、貨幣市場の均衡条件式(4)と債券市場の均衡条件式(5)を独立な均衡条件式としよう。さらに、(8)式を(7)式へ代入すれば、体系は次のように縮小される。

$$A(W)\mu(\rho, r)W = M \quad (4)$$

$$B(W)\beta(\rho, r)W = B \quad (5)$$

$$W = M + B + RK/\rho \quad (7')$$

ここで(4)式と(5)式の  $W$  へ(7')式を代入すれば、 $M$ 、 $B$ 、 $K$ 、 $R$  は所与であるから、これら2つの式は、債券の利子率  $r$  と株式の収益率  $\rho$  のみを変数として含み、それらの均衡値を決定する<sup>12)</sup>。

以下では、このモデルを用いて人びとが経済

12) このモデルでは、簡単化のために、債券は短期債であると仮定されている。したがって、その市場価値は利子率  $r$  から独立であり、債券残高が  $B$  で示されている。短期債の例としては、政府短期証券 (Treasury Bills) が代表的である。また、定期預金型債券を想定することもできる。これに対して、債券を長期債として考えるならば、例えば、確定利付永久債券を想定するならば、(5)式右辺の債券残高は  $B/r$  で示されることになる。短期債券を長期債に置き換えても、モデルの分析結果に大差はない。

の将来見通しを悲観して、資本の将来収益に関する予想、つまり資本の限界効率  $R$  が低下する場合についての分析を試みる。

(4)式と(5)式とから次の方程式体系を得る。

$$\begin{bmatrix} A \end{bmatrix} \begin{bmatrix} d\rho \\ dr \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} -(A'\mu W + A\mu)\frac{K}{\rho} \\ -(B'\beta W + B\beta)\frac{K}{\rho} \end{bmatrix} dR \quad (12)$$

ここで、

$$[A] = \begin{bmatrix} A\mu_\rho W - (A'\mu W + A\mu)\frac{RK}{\rho^2} & A\mu, W \\ B\beta_\rho W - (B'\beta W + B\beta)\frac{RK}{\rho^2} & B\beta, W \end{bmatrix}$$

である。そして、この係数行列  $[A]$  の行列式をとれば、次式を得る。

$$D = \begin{bmatrix} A\mu_\rho W - (A'\mu W + A\mu)\frac{RK}{\rho^2} \\ -A\mu, W \left[ B\beta_\rho W - (B'\beta W + B\beta)\frac{RK}{\rho^2} \right] \end{bmatrix} B\beta, W$$

上述の各符号条件からこの  $D$  の値はマイナスを示す。

(12)式の方程式体系から以下の解を得る。

$$\frac{d\rho}{dR} = \frac{1}{D} \left\{ -(A'\mu W + A\mu)\frac{K}{\rho} \cdot B\beta, W + A\mu, W (B'\beta W + B\beta)\frac{K}{\rho} \right\} > 0 \quad (13)$$

$$\begin{aligned} \frac{dr}{dR} &= \frac{1}{D} \left\{ - \left[ A\mu_\rho W - (A'\mu W + A\mu)\frac{RK}{\rho^2} \right] \right. \\ &\quad \times (B'\beta W + B\beta)\frac{K}{\rho} \\ &\quad \left. + (A'\mu W + A\mu) \right. \\ &\quad \left. \times \frac{K}{\rho} \left[ B\beta_\rho W - (B'\beta W + B\beta)\frac{RK}{\rho^2} \right] \right\} \\ &= \frac{1}{D} \left\{ -A\mu_\rho W (B'\beta W + B\beta)\frac{K}{\rho} \right. \end{aligned}$$

$$\left. + (A'\mu W + A\mu)\frac{K}{\rho} B\beta_\rho W \right\} \quad (14)$$

(13)式の符号は明確にプラスであり、資本の限界効率の低下が資本（株式）の収益率を引き下げることを意味している。これによって資本（株式）の価格  $q$  も低下することが示される。すなわち、 $q$  の定義式(8)式から

$$\begin{aligned} \frac{dq}{dR} &= (\rho - R)\frac{d\rho}{dR} / \rho^2 \\ &= \frac{1}{D\rho^2} \left\{ \rho D - R \cdot [(13)式の分子] \right\} \\ &= \frac{1}{D\rho} \left[ A\mu_\rho W \cdot B\beta, W - A\mu, W \cdot B\beta_\rho W \right] > 0 \end{aligned}$$

を得る。したがって、資本の限界効率  $R$  の低下は資本（株式）の価格  $q$  を下落させる。

これに対して債券利率  $r$  への影響については、(14)式の符号が一義的に決定されず、一般に明確なことは何もいえない。ただし、次の特別なケースでは、(14)式の符号がマイナスとなり、資本の限界効率  $R$  の低下が債券利率を上昇させる可能性が高くなる。そのケースとは、第1に、富効果が貨幣需要に対してよりも債券需要に対して強く作用する場合であり、 $(B'\beta W + B\beta) > (A'\mu W + A\mu)$  が成立するケースである。第2に、貨幣と株式の方が債券と株式よりも緊密な代替資産関係にあり、 $|A\mu_\rho W| > |B\beta_\rho W|$  が成立するケースである。しかし、各資産の性質から判断して、このケースを想定することは難しい。第3は、形式的には第1のケースに含まれるが、 $(A'\mu W + A\mu)$  がゼロとなるケースである。

いま、資産総額に占める貨幣保有の比率  $A\mu$  の富  $W$  に関する弾力性が近似的に1であると想定しよう。このとき(14)式右辺第2項の  $(A'\mu W + A\mu)$  はゼロに近づく。すなわち

$$\begin{aligned} A'\mu W + A\mu &= A\mu(A'\mu W / A\mu + 1) \\ &= A\mu(-e + 1) \rightarrow 0 (e \rightarrow 1 \text{ のとき}) \end{aligned}$$

が成立する。ここで  $e$  は貨幣保有比率の富弾力性を示し、

$$e = -\frac{\partial A\mu}{\partial W} / \frac{A\mu}{W}$$

である。このケースでは、(14)式から明らかなように、

$$\frac{dr}{dR} < 0$$

が成立する。

貨幣保有比率の資産総額に関する弾力性がマイナス1であるということは、資産総額の減少と同率で貨幣保有比率が上昇することを意味する。いま、資本の限界効率（予想収益）が低下し、その結果、民間の資産総価値が減少するでしょう。それに伴って人びとが将来の不確実性に対して危険回避・流動性選好の度合を高める場合には、人びとは資産総額の減少によって債券や株式の保有を減らす一方、将来に対する選択の自由度を確保するために、完全な流動資産

である貨幣の保有に関してはそれを増加させようとするのである。

このように、資本の予想収益の下方シフトが資産価値を減少させ、それが人びとの危険回避・流動性選好の度合を高める結果、人びとのポートフォリオ選択が貨幣にシフトすることになる。このため利子率が上昇し、負債デフレーションの危機が発生するかもしれないという分析結果は、Minskyの負債デフレーションの分析メカニズムと軌を一にするものである<sup>13)</sup>。

これまでの分析を標準的な貨幣需要曲線に当てはめて図解してみよう<sup>14)</sup>。図1において貨幣需要曲線が資産総額  $W_0$  の下で、利子率  $r$  の減少関数として右下りの曲線  $L(W_0)$  として示されている<sup>15)</sup>。この需要曲線の下で、貨幣供給量が  $M_0$  で与えられている場合には、貨幣需給均衡はA点で示され、貨幣供給量が  $M_0$  から  $M_1$  に増加した場合には、利子率が減少し、貨幣需給均衡がB点で示されることになる<sup>16)</sup>。

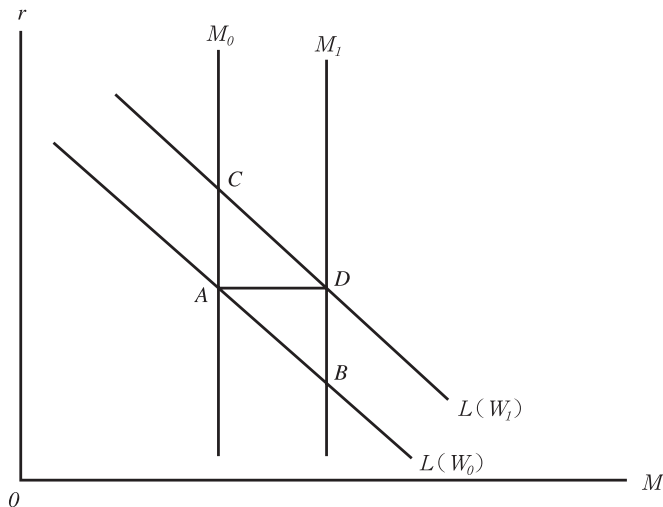


図1

13) Minsky [1975], 及び拙稿 [1988] を参照せよ。

14) モデルでは、各資産の需要関数が  $W$  に関して一次同次となっているので、分析の正確な図示には、横軸が  $M/W$  となる。図1では標準的な図示に従い横軸を  $M$  にしているが、分析結果表示に大差はない。

15) このことは  $\mu_r < 0$  で明示されている。

16) 貨幣供給量の変化は公開市場操作を通して行われるので  $W$  には変化を及ぼさない。尚、モデルによる  $\frac{dr}{dM} < 0$  の導出については、拙著 [1988] を参照せよ。

いま、人びとが将来を悲観して、資本の予想収益が低下し、資産総価値（富）が  $W_0$  から  $W_1$  へと大きく減少するとしよう。それに伴って人びとが将来の不確実性に対して選択の自由度を保持しようとして「流動性選好」を高めるとすれば、貨幣需要曲線が  $L(W_0)$  から  $L(W_1)$  に右方シフトする結果、市場均衡は  $A$  点から  $C$  点へと移動し、利子率の上昇がひきおこされる<sup>17)</sup>。この状況において金融当局が負債デフレーションを回避するために貨幣供給量を増加させるとするならば、貨幣供給曲線が  $M_0$  から  $M_1$  にシフトするので、貨幣市場均衡は  $D$  点に移動する。このケースでの  $A$  点から  $D$  点への均衡の移動は、「不確実性」下での貨幣需要曲線のシフトがひきおこした貨幣供給均衡点の軌跡によって示された利子弾力的な「貨幣需要曲線」の形状を示すことになる。もちろん、これは前節で示した一般的な流動性のわなの状態とは質的に異なる<sup>18)</sup>。

17) このことは上記の  $\frac{dr}{dR} < 0$  ( $e = 1$  のケース) で明示されている。

18) 「一般的な流動性のわなの状態」とは、 $L(W_0)$  曲線それ自体が  $A$  点で屈折していることを意味する。

#### 参考文献

- [1] Hahn, F.H. (1982) *Money and Inflation*, Basil Blackwell.
- [2] Hicks, J.R. (1974) *The Crisis in Keynesian Economics*, Basil Blackwell.
- [3] ——— (1979) *Causality in Economics*, Basil Blackwell.
- [4] Keynes, J.M. (1930) *A Treatise on Money*, Macmillan.
- [5] ——— (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan.
- [6] Minsky, H.P. (1975) *John Maynard Keynes*, Columbia UP.
- [7] 宮尾龍蔵 (2006) 『マクロ金融政策の時系列分析』日本経済新聞社。
- [8] 宮崎義一 (1995) 『国民経済の黄昏—「複合不況」その後—』朝日新聞社。
- [9] 貞廣 彰 (2005) 『戦後日本のマクロ経済分析』東洋経済新報社。
- [10] 齋藤 誠 (2001) 「日本の金融政策—金融政策の理論と実際—」『経済研究』（一橋大学経済研究所）Vol. 52, No. 2, pp. 97-106
- [11] Tobin, J. (1961) “Money, Capital, and Other Stores of Value,” *American Economic Review*, Vol. 51(2), pp. 26-37.
- [12] ——— (1969) “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1(1), pp. 15-29.
- [13] Uchida, K. (1988) “Risk Aversion and Minsky’s Crisis Model,” *Hokudai Economic Papers*, Vol. 17, pp. 35-38.
- [14] 内田和男 (1988) 『経済不均衡と貨幣』勁草書房。
- [15] ——— (2006) 「90年代以降の所得乗数低下について（推論）」『経済学研究』（北海道大学）55巻4号, pp. 1-10.