



Title	流動性選好と”合理的”な期待下での不況
Author(s)	久保田, 義弘
Citation	経済學研究, 48(4), 92-106
Issue Date	1999-03
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/32147
Type	departmental bulletin paper
File Information	48(4)_P92-106.pdf



流動性選好と“合理的な”期待下での不況

久保田 義 弘

はじめに

日本経済は今日でも依然として不況下にある。民間の活動水準は活発になる様相をみせていない。貨幣ストック量の増加にも拘らず、マクロ経済の活動水準が低迷し続けるのは何故だろうか。

周知のように、マクロ経済が流動性の罠に陥っているときには、貨幣ストック量の増加によって民間投資を増加させ、マクロ経済活動を活発にすることはできない。経済主体が流動性選好を異常に大きくしたり、このことを正当化する期待形成をすることが不況を長期化させているのではないだろうか。

本稿では不況の原因として流動性選好と期待形成を考察する。本稿の第1節では、貨幣の特性と貨幣保有の利子率ならびに資産の利子率について説明し、貨幣ストック量一定のもとで経済活動が活発になり、総資産量が増加すると、やがて流動性選好が著しく大きくなり、投資が抑制され、経済は不況に陥ることを示す。第2節では、買オペによって貨幣ストック量が増加するとき、利子率一般が低下し、経済活動の活況さは維持される可能性について説明すると同時に、期待（期待利子率）が非弾力的に形成されているときには、買オペによる貨幣ストック量の増加が必ずしも経済活動を活発にしないことを示す。さらに、大衆および専門投資家（機関投資家）の“合理的な”期待（期待株価）形成の結果として投機的動機による流動性選好が大きくなり、投資を抑制し、経済を不況へと導くことを説明する。

最後に、不況下において貨幣賃金率の低下が失業水準を低くすることが困難であることを示す。しかし、もし貨幣賃金率の低下が有効需要（投資需要）を大きくするならば、この賃金率の低下は経済活動を刺激するであろう。このことは期待賃金率が非弾力的に形成されている限りにおいて可能である。

残される課題がある。貨幣が経済活動を活発にするドリンク剤ではなく、さらに貨幣賃金率の低下が有効需要を大きくしないならば、いかにして不況を克服するのかという問題は残る。この詳細な検討は別稿に譲ることにしたい。

1. 貨幣の特性と流動性

1.1 貨幣の特性

経済学では、貨幣とは貨幣として使用される物を貨幣と定義する。これは同義反復である。これを避けるために貨幣をその機能から説明するのが経済学での常とう手段である。すなわち、交換の媒介手段（清算手段）、価値貯蔵手段および価値標準（ニュメレール）として使用されるものを貨幣であると経済学では説明する。

貨幣はこの機能を持つと同時に、社会的選択の結果である。ある物が貨幣として社会的に選択されるためには、一般受諾性という特性をその物がもつことを必要とする。

さらに、社会的に貨幣を選択するためには一種の国家権力が必要となる。国家権力を前提にして、貨幣の特性が考察される。本稿では、ある種の国家権力を前提にして、貨幣の特性と流

動性の関連について検討する。

本稿で強調したい貨幣の特性は貨幣ストック量が市場の力によってではなく、貨幣当局（中央銀行）によって制御されるという事実と密接に関係している。

貨幣以外の資産（財産）の供給量は労働投入に依存しているので、その量は市場の力の下にあると考えられる。その財貨の供給弾力性はゼロよりも大きいであろう。

貨幣の供給弾力性は限りなくゼロに近いと考えられる。貨幣が不換紙幣である場合には、貨幣の価格が変化しようとも、貨幣の供給量は殆ど変化しないであろう。というのは、貨幣の供給が労働投入に依存していないので、賃金単位で測った貨幣の価格が変化しようとも、その供給量は殆ど変化しないであろう。

不換紙幣に典型的にみられる貨幣の特性は、

(C-1) 貨幣供給の価格弾力性が小さいである。貨幣ストック量の変化は貨幣当局の金融政策による。

貨幣の価格が変化するとしても、貨幣が他の用途に使用されることはない。貨幣の効用は貨幣が交換の媒介手段として機能することから引き出される。つまり、その効用は貨幣の交換価値から引き出される。この交換価値が大きくなると、貨幣の効用は大きくなる。すなわち、物価が下落すると、貨幣の効用が大きくなる。

物価が下落し、貨幣の交換価値が上昇しても、貨幣に替って他の財貨（資産）が交換の媒介物として供給されることは殆どない。

この貨幣の特性は、

(C-2) 貨幣供給の代替の弾力性が小さいである。この特性は、購買力に対する需要が増加するとき、貨幣以外の資産を需要しても価値がなく、貨幣のみが購買力の源泉であることを意味している。

上記の2つの貨幣の特性は、貨幣ストック量が市場の力ではなく、貨幣当局（中央銀行）によって管理されることを含意している。さらに、貨幣供給量が他の資産（財貨）の供給量に

比べて、相対的に安定していることを意味している。

貨幣供給量が相対的に安定していることは、貨幣の流動性を高めている。貨幣の流動性は貨幣が交換の媒介手段として使用されることから引き出される。ケインズ〔1973a〕が特に注目したのは、将来消費の支配としての購買力をいかなる資産で貯えるかである。

現在の消費と将来の消費とを直接的に交換することは貨幣経済では不可能である。所得のうち現在の消費に向けられないものは、貨幣形態で手元に残る。この残ったものが将来消費の支配力（購買力）となる。将来消費の支配力を貨幣で残すかあるいはしばらくの間貨幣を手離すかを決定する。ケインズ〔1973a〕はこのことを流動性選好と呼んでいる。

貨幣は交換の媒介手段であるので、貨幣を処分することは容易である。貨幣を処分することによって得られる便益や安全性がある。これを貨幣の流動性プレミアム¹⁾と呼ぶ。これは流動性保有の報酬である。

貨幣は流動性の程度が最も高い資産である。貨幣の流動性の程度が高いのは、第一に、貨幣が交換の媒介手段（清算手段）であること、第二に、貨幣供給が相対的に安定していることによる。この第一の要因は、貨幣を自由に処分できること（すなわち貨幣の市場性が大きいこと）を意味し、その第二の要因は、貨幣の価格が相対的に安定していることを意味する。

ケインズ〔1973b〕、ヒックス〔1982〕によると、流動性とは、短い告知期間に損失なくより確実に現金化される程度として定義される。流動性は、資産の市場性とその市場価格の安定性によって決定されると考えられる。すなわち、市場をもたない資産の流動性は著しく低いであろう

1) 貨幣の流動性プレミアムは貨幣によって測定される。一般に、資産の流動性プレミアムはそれ自身の資産によって測定される。ただし、貨幣以外の資産の流動性プレミアムを貨幣タームに換算することは可能である。

し、市場性があっても、その市場価格が激しく変動する資産の流動性はかなり低いであろう²⁾。

流動性の程度と流動性プレミアムは対応していると考えられる。流動性の程度が高い場合には、流動性プレミアムも高く、その程度が低い場合には、流動性プレミアムも低いという対応が存在するであろう。

我々はつぎの結論を得ることができる。つまり、

結論 1

貨幣の特性 (C-1) と (C-2) が仮定されると、貨幣の価格の多少の変化に対しても、貨幣供給量は変化しないので、貨幣の流動性の程度は高い。また、その流動性は流動性プレミアムで示される。

貨幣が保有されるのは、その流動性つまりその流動性プレミアムによる。将来消費の支配を貨幣形態でするとき、つまり流動性選好の程度を決定するとき、貨幣の将来への持越費用が重要になる。持越費用とは、時間の経過とともに消耗することによる費用³⁾である。貨幣の持越費用はかなり低いであろう。貨幣を保管する費用が殆どかからず、その品質を維持するための費用も低いからである。この持越費用が低いことが貨幣の第三の特性である。それは、

(C-3) 貨幣の持越費用は著しく低いである。

2) 例えば、ある特殊な財の生産にのみ適した固定資本設備は殆ど市場性をもたないので、その設備の流動性は著しく低い。また、株式は市場性をもつが、しかし、その市場価格の変動が激しいので、株式の流動性はかなり低いであろう。このようにして、普通預金、定期預金、手形、債券（確定債券）の流動性の程度も知ることができよう。

3) 貨幣以外の資産の持越費用は高いであろう。例えば、製品や原材料の持越費用は高いであろう。その在庫数量を保管するための費用がかかるだけでなく、その品質を維持するための費用も必要である。特に、持越費用の高い資産は、工場や資本設備等である。

この特性があるから、貨幣を保有することによる流動性プレミアムが相殺されないのである。もし貨幣の持越費用が高いならば、その持越費用がその流動性プレミアムを相殺するかもしれない。

1.2 貨幣の利子率

貨幣を保有することの報酬はその流動性プレミアムであり、それを保有することの費用はその持越費用である。この報酬と費用の差が貨幣の利子率（貨幣保有の利子率）である。

いま、貨幣の流動性プレミアムを l_m 、その持越費用を c_m 、貨幣の利子率を r_m とすると、

$$r_m = l_m - c_m \quad (1)$$

という関係が成立するであろう。貨幣が保有されるためには、 $r_m > 0$ であることを必要とする。これより、 $l_m > c_m$ が得られる。すなわち、貨幣を保有するためには、その流動性プレミアムの方がその持越費用よりも大きいことを必要とする。

前項で説明したように、貨幣の持越費用が著しく低いという特性があるので、貨幣保有の利子率は近似的に流動性プレミアムに等しいとできよう。すなわち、

$$r_m \doteq l_m \quad (1')$$

とできよう。

貨幣保有の利子率は主に流動性プレミアムであることを(1')は示している。この流動性プレミアムは貨幣の流動性を貨幣表示したものである。貨幣の流動性は、貨幣の第一および第二の特性から引き出される。多少貨幣の価格が上昇しても、貨幣の供給量が急激に変化しないことをその第一および第二の特性は意味している。この2つの貨幣の特性は他の資産との比較において得られるもので、貨幣の供給量が相対的に安定していることを意味している。その供給量が相対的に安定している限り、貨幣の流動性は急激に変化することはないであろう。

貨幣の供給量が相対的に安定しているならば、マクロ経済の総資産量に占める貨幣ストック量が殆ど変化しないことになる。だから、その総資産量が増加しようとも、貨幣ストック量が殆ど増加しないであろうから、貨幣の流動性の程度は殆ど変化しないであろう。つまり、貨幣の流動性プレミアムは殆ど変化しないであろう。ゆえに、総資産量が増加しようとも、貨幣の供給量が相対的に安定しているならば、貨幣保有の利子率は殆ど低下しないであろう。

我々はつぎの結論を得るであろう。つまり

結論 2

貨幣の特性 (C-1) と (C-2) のもとでは、貨幣の供給量が相対的に安定しているので、総資産量が増加するマクロ経済では、貨幣の流動性プレミアムすなわち貨幣保有の利子率は比較的安定している。

他方、貨幣以外の資産の利子率は総資産量の増加とともに、他の資産の利子率は低下する傾向がある。よって、総資産量が増加し続けるならば、貨幣保有の利子率が他の資産の利子率よりも高くなるときが来るかもしれない。このときにはマクロ経済は不況に陥るであろう。これを避けるためには貨幣当局による貨幣ストック量の適切な管理が必要となる。

1.3 資産の利子率:先物市場が存在する場合

貨幣保有するか手離すかを決定するためには、貨幣以外の資産の利子率が明らかにならなければならない。

ケインズ [1973a] によると、すべての資産(財貨)には自己利子率がある。資産の自己利子率は現物取引と先物取引の差を通して求められる。

資産 j の自己利子率(商品利子率)を定義しよう。資産 j の現物受渡し数量を x_j^0 とし、これと同じ交換価値をもつ先物受渡し数量を x_j^1 とする。資産 j の自己利子率は、

$$[(x_j^1 - x_j^0)/x_j^0] \times 100 = 100\mu_j \quad (2)$$

となる。この $100\mu_j$ が資産 j の自己利子率(商品利子率)である。これは先物受渡しの現物受渡しに対するパーセント超過数量である。

実際には、現物と先物が直接交換されることはない。物々交換の不便さ(例えば、欲求の二重の一致)を避けて、貨幣を交換に参加させる。すなわち、資産 j を現物市場で売り、その貨幣収入を貸付け、そしてその先物市場で買い戻す交換に先の直接交換を置き換えることができる。

いま、資産 j の現物価格を $p_j(0)$ 、その先物価格を $p_j(1)$ とする。貨幣の貸付利子率を $100r_j$ とする。まず初めに、その現物 1 単位がその先物何単位と交換されるかを求めてみよう。その現物 1 単位は、

$$p_j(0)(1+r_j)/p_j(1)$$

の先物と交換される。これを使うと、資産 j の自己利子率は、

$$\frac{p_j(0)(1+r_j(0))/p_j(1)-1}{1} \times 100 = 100\mu_j(0)$$

と与えられる。この左辺は先物市場で買うことのできる資産 j の超過数量を与えている。上記の式は、

$$\mu_j(0) = [p_j(0)(1+r_j(0))/p_j(1)] - 1 \quad (2')$$

と変形される⁴⁾。

(2')を使って資産 j の自己利子率と資産 j の利子率の関係を示すことにしよう。

$p_j(0) = p_j(1)$ ならば、 $\mu_j(0) = r_j(0)$ となる。 $p_j(0) < p_j(1)$ ならば、 $\mu_j(0) < r_j(0)$ となる。また、 $p_j(0) > p_j(1)$ ならば、 $\mu_j(0) > r_j(0)$ となる。自己利子率は資産 j 自体で測られており、資産 j の利子率は貨幣で測られている。この2つの利子率の差は物価変化率(インフレ率)に近似される。すなわち、

4) 以下では、 μ_j を資産の自己利子率、 r_j を資産の利子率とする。

$$\mu_j(0) \doteq r_j(0) - (p_j(1) - p_j(0))/p_j(0) \quad (3)$$

となる⁵⁾。ここで

$$p_j(1) - p_j(0)/p_j(0) = \rho_j(0)$$

とおくならば、(3)は

$$\mu_j(0) \doteq r_j(0) - \rho_j(0) \quad (4)$$

と変形される。ここで $\rho_j(0)$ は資産 j の 0 期の価格変化率（インフレ率）である。(4)は、資産 j の利子率からその価格変化率（インフレ率）を引いたものがその自己利子率に近似されることを示している。この関係は先物市場が存在するときに得られる。

資産に先物市場が存在しないならば、資産 j には先物価格ではなく、その期待価格が存在するにすぎない。 $p_j(1)$ に対応する期待価格を $p_j^e(1|0)$ とする。これは 0 期における 1 期の期待価格である。これを使うと、期待価格変化率（期待インフレ率）は、

$$(p_j^e(1|0) - p_j(0))/p_j(0)$$

となる。これを $\rho_j^e(0)$ とする。これは 0 期の期待インフレ率である。この $\rho_j^e(0)$ を使うと、(4)と同様に、

$$\mu_j^e(0) = r_j^e(0) - \rho_j^e(0) \quad (5)$$

5) (2') は

$$\mu_j = [r_j - (p_j(1) - p_j(0))/p_j(0)](p_j(0)/p_j(1))$$

と変形される。ここで $p_j(1) = p_j(0) + \Delta p_j(0)$ とおくと、この式は

$$\begin{aligned} \mu_j &= [r_j - (p_j(1) - p_j(0))/p_j(0)](1 - \Delta p_j(0)/p_j(1)) \\ &= [r_j - (p_j(1) - p_j(0))/p_j(0)] \\ &\quad - [r_j - (p_j(1) - p_j(0))/p_j(0)](\Delta p_j(0)/p_j(1)) \end{aligned}$$

となる。ここで、

$$[r_j - (p_j(1) - p_j(0))/p_j(0)](\Delta p_j(0)/p_j(1))$$

が限りなくゼロに近いとできるならば、

$$\mu_j(0) \doteq [r_j(0) - (p_j(1) - p_j(0))/p_j(0)]$$

となる。

が得られよう。

上記の(4)と(5)は貨幣以外のすべての資産（財貨）について成立するので、資産 j と資産 k を取り出すと、資産 k についても

$$\mu_k = r_k - \rho_k \quad (4')$$

ならびに

$$\mu_k^e = r_k^e - \rho_k^e \quad (5')$$

が成立している。 $\rho_j = \rho_k$ が成立するとき、

$$r_j \geq r_k \quad \text{ならば} \quad \mu_j \geq \mu_k$$

となる。同様に、 $\rho_j^e = \rho_k^e$ が成立するとき、

$$r_j^e \geq r_k^e \quad \text{ならば} \quad \mu_j^e \geq \mu_k^e$$

が得られる。よって、資産の利子率（期待利子率）の高い資産は自己利子率（期待利子率）も高いことになる。ゆえに、すべての資産の価格変化率（期待価格変化率）が同じである限り、資産の利子率（期待利子率）の大小を知ることによって、その自己利子率（期待利子率）の大小も知られるので、この場合には資産の利子率に注目するだけで十分である。

1.4 貨幣ストック量一定と流動性不足

経済主体の流動性選好⁶⁾は、貨幣の流動性プレミアム（貨幣保有の利子率）だけではなく、流動性を手離すことに対する報酬にも依存する。流動性を手離すことによって経済主体は貨幣以外の資産を購入する。そしてその資産を一定期間保有する。貨幣保有の利子率よりも高い利子率をもたらず資産を一定期間保有するために、経済主体は流動性（貨幣）をその間手離す。

6) マクロ経済学の教科書によると、経済主体の流動性選好は取引動機、予備的動機、投機的動機に基づく。取引動機は所得水準および収入と支出の時間的差の大きさに依存し、投機的動機は利子率（利子率の動きに関する不確実性）に依存し、予備的動機は所得水準と利子率に依存する。

流動性選好が所得水準に依存しているので、取引のために貨幣を用いて、流動性を手離している。経済主体が現在の消費財購入のために流動性を手離すとすれば、流動性選好は時間選好率にも依存していると考えよう。

このより高い利率をもたらし資産で将来消費を支配することを選好する。

貨幣ストック量が一定のもとで、国内(国民)純生産が増加するにつれ、所得水準ならびに貯蓄水準が上昇し、さらに貯蓄率(平均貯蓄性向)も上昇するであろう。とりわけ、短期の貯蓄関数が想定される⁷⁾場合には、この傾向は強い。貯蓄率の上昇は将来消費の(相対的)上昇を意味する。

将来消費を貨幣以外の資産で支配するとしよう。国民所得水準が上昇するにつれて、貯蓄水準も上昇するので、貨幣以外の資産のストック量が増加するであろう。このストック量の増加は、資産の利率の低下をもたらし。この低下はその自己利率の低下による。

我々はつぎの結論を引き出すことができよう。つまり

結論 3

貨幣ストック量一定のもとで、国内純生産が増加し続け、貨幣以外の資産の利率が低下していくと、資産の利率よりも貨幣保有の利率の方が高くなる時がおとずれる。

この結論は、貨幣ストック量一定のもとでの持続的な経済成長が生じ得ないことを意味している。経済成長がおこると、将来消費の支配を

7) このことは平均消費性向(消費率)が逡減する消費関数を想定することに等しい。マクロ経済学の教科書では、短期の消費関数は

$$C = f(Y) \quad 0 < dC/dY < 1 \quad f(0) > 0$$

と与えられている。これは今期の所得と今期の消費の正常な関係を与えている。この関数から

$$S = Y - C(Y) = g(Y) \quad 0 < dS/dY < 1 \quad g(0) < 0$$

が得られる。これは短期の貯蓄関数で、今期の所得と将来の消費の関係を決定している。この関数で、今期の所得水準が上昇するにつれて、貯蓄率が上昇することを示している。すなわち、その所得上昇とともに、将来消費の割合が上昇することを示している。これはケインズの仮説である。

流動性(貨幣)で保有する傾向を強めるので、投資水準が低くなるであろう。これは一種の不況である。

この不況は流動性不足から生じると思われる。貨幣が市場の力を通じて供給される限り、第1項で説明した貨幣の特性があるので、貨幣ストック量は殆ど増加しない。経済成長を持続させるためには、貨幣ストック量を増加させる必要がある。

不換紙幣(貨幣)のストック量を貨幣当局(中央銀行)は思慮深く調節することによって、経済成長の持続が可能となろう。賢明な貨幣管理が経済成長を持続させるであろう。

2. 貨幣ストック量の調節、流動性選好および期待

2.1 公開市場操作と貨幣保有の利率

貨幣ストック量が貨幣当局によって調節されるところとしよう。貨幣当局は公開市場で貨幣と交換に資産(同じであるが、債務)を売買することによって貨幣ストック量を調節するところとしよう。

貨幣当局の買オペによって貨幣ストック量が増加するところとしよう。この増加は総資産ストック量に占める貨幣ストック量を増加させるので、貨幣の流動性を低くするであろう。1.1ならびに1.2で説明したように、貨幣の流動性が低くなると、流動性プレミアムが小さくなり、貨幣保有の利率は低くなる。このことは(1')より明らかである。

貨幣ストック量の増加が貨幣保有の利率を低下させると、貨幣を手離し、他の資産を保有する傾向をもつであろう。というのは、相対的に貨幣以外の資産の利率が高くなるからである。

経済主体が貨幣(流動性)を手離して、一定期間他の資産の保有を増加させると、他の資産のストック量の相対的割合が増加することになるので、他の資産の利率は低下する。

我々はつぎの結論を得る。つまり

結論 4

買オペを通じて貨幣ストック量が増加すると、貨幣保有の利子率だけではなく、すべての資産の利子率が低下する。

この結論は貨幣ストック量が増加すると、貨幣保有の利子率が低くなり、収益資産への投資が増加することを含意している。確かに、買オペによって長期利子率も低下するならば、設備投資も刺激されるであろうが、しかし、中央銀行の買オペが長期利子率を必ずしも低下させないかもしれない。

現実の制度の問題がその買オペに対する長期利子率の不感応性と関係しているかもしれない。中央銀行が公開市場で貨幣と交換に購入する資産は金融資産(金融債務)であり、さらに、金融資産のなかでも短期の金融資産(金融債務)である。中央銀行が公開の短期市場で金融債務を購入するのであるから、短期の金融債務の利子率(短期利子率)は低下するであろうが、しかし、その買オペによって長期の金融債務の利子率(長期利子率)が低下するかどうかは確定しえない。もし買オペにも拘らず長期利子率がなんらかの理由によって低下しないならば、買オペは設備投資を刺激できないであろう。

中央銀行の買オペがマクロ経済活動を刺激しなくなる状況としてつぎの状況が考えられる。すなわち、(i) 貨幣ストック量がすべて流動性として保有され、短期利子率さえ低下しない状況、(ii) 短期利子率が低下しても、長期利子率が低下しない状況、(iii) 短期および長期利子率が低下しようとも、それ以上に投資効率が低下する状況、(iv) 長期利子率が低下し、投資が増加するが、しかし時間選好率が著しく低下し、現在の消費が低下する状況が考えられる。

(iv) の状況は将来がかなり不確実になるときにおこる。(iii) の状況は将来が不確実になり、投資家が悲観的になるとおこる。(i) と

(ii) は流動性選好および利子率の期間構造と期待(形成)に関係している。例えば、買オペによって貨幣ストック量が増加することによって、将来の利子率の動きがより不確実にするならば、流動性選好を著しく大きくし、長期利子率だけでなく、短期利子率に低下させないかもしれない。また、買オペによって短期利子率が低下しようとも、非弾力的な期待形成をしているならば、長期利子率は低下しないであろう。

中央銀行の買オペがマクロ経済活動を刺激するかどうかは、経済主体の投機的動機による流動性選好を小さくできるかどうか、また弾力的な期待形成をしているかどうかにかかっている。

2.2 利子率の期間構造と期待

本項では、短期利子率と長期利子率の関係を示し、期待が利子率にどのように関係しているかを調べることにする。ヒックス[1946]の利子率の期間構造に関する期待仮説をベースにして論を展開する。

第 j 資産をとりあげて、短期利子率と長期利子率の関係を示す。その短期利子率を r_j^s 、長期利子率を r_j^L とする。いま、貨幣を n 期間貸付けるとし、 n 期後に貨幣収入を得るとしよう。よって、この期間の途中で資産 j を売買しないと仮定する。

1単位の貨幣を貸付けて n 期間後に受取る貨幣収入は、

$$(1+r_j^L)(1+r_j^L)\cdots(1+r_j^L) = (1+r_j^L)^n$$

となる。ここで r_j^L は1期間当りの平均利子率である。

長期貸付けは短期貸付けから構成されると考えられる。長期貸付けと短期貸付けとに裁定取引がおこると考えられるならば、

$$(1+r_j^L)^n = (1+r_j^s(0))(1+r_j^s(1))\cdots(1+r_j^s(n-1)) \quad (6)$$

という関係が成立する。ここで $r_j^s(k)$ ($k = 0, 1, \dots, n-1$) は期間 k の短期利子率である。(6) は複利で計算されている。(6) の一次近似として、

$$nr_j^L \doteq r_j^s(0) + r_j^s(1) + \dots + r_j^s(n-1)$$

が得られる。これから、

$$r_j^L \doteq \frac{1}{n}(r_j^s(0) + r_j^s(1) + \dots + r_j^s(n-1)) \quad (7)$$

が得られる。(7) は、長期利子率が短期利子率の単純平均として近似され、長期利子率の変動が短期利子率の変動よりも小さいことを示している。

(7) は先物市場が完備していることを前提にしている⁸⁾。もし先物市場が完備されていないならば、将来の短期利子率は期待利子率であろう。

いま、0 期における k 期の期待利子率を $r_j^s(k|0)$ とすると、先物の短期利子率と期待利子率との間には、

$$r_j^s(k) - r_j^s(k|0) = \beta_j, \quad \beta_j > 0 \quad (8)$$

という関係が成立するとしよう。これは正常な危険プレミアム⁹⁾である。

8) (7) が成立するためには、先物取引を支える経済主体が実際に存在しなければならない。資金が先物で取引される必要がある。

長期の生産計画によって生産を続けている企業は、短期よりも長期資金を需要するであろう。他方、資金の需要者が短期貸付けよりも好条件で長期貸付けに提示することになる。このことが長期資金の供給者に利益をもたらすならば、資金の提供者は長期貸付けを実行するであろう。

資金の提供者が資金を現物市場で売り、先物市場で買うことによって短期資金をころがし、長期貸付けをおこなうことができる。このことは先物利子率が現在の短期利子率よりも高いことを必要とする。先物と現在の利子率の差が、先物で資金を提供する主体の利益である。

9) 先物利子率と期待短期利子率の差をヒックス [1946] は正常な危険プレミアムと定義している。貸金の出し手はこの利益がない限り、リスク負担を伴う長期貸付けをしないであろう。

(8) を使うと、(7) の関係は、

$$r_j^L \doteq \frac{1}{n}(r_j^s(0) + r_j^s(1|0) + \dots + r_j^s(n-1|0)) + \beta_j \quad (9)$$

と変形される。(9) は、長期利子率が期待利子率の単純平均に危険プレミアムを加えたものとして近似されることを示し、長期利子率と現在の短期利子率の関係を与える。

(9) において、現在 (0 期) の短期利子率が変化しないと仮定されるならば、つまり

$$r_j^s(0) = r_j^s(1|0) = \dots = r_j^s(n-1|0) \quad (10)$$

と仮定されるならば、

$$r_j^L \doteq r_j^s(0) + \beta_j \quad (\beta_j > 0) \quad (11)$$

となる。(11) は、近似的に長期利子率が短期利子率に危険プレミアムを加えた分だけ高くなっていることを示している。また、(9) において、

$$r_j^s(0) < r_j^s(k|0) \quad k = 1, 2, \dots, n-1 \quad (12a)$$

と仮定されるならば、

$$r_j^L > r_j^s(0) + \beta_j \quad (\beta_j > 0) \quad (13)$$

となる。これは長期利子率が短期利子率に正常危険プレミアムを加えたものよりも高くなっていることを示している。また、(9) において、

$$r_j^s(0) > r_j^s(k|0) \quad k = 1, 2, \dots, n-1 \quad (12b)$$

ならば、

$$r_j^L < r_j^s(0) + \beta_j \quad \beta_j > 0 \quad (14)$$

となる。(14) は、長期利子率が短期利子率に危険プレミアムを加えたものよりも低くなるだけではなく、長期利子率が短期利子率よりも低くなるかもしれないことを示している。

上記の (10)、(12a) ならびに (12b) は短期利子率の期待に関する仮定である。(10) は短期利子率の期待形成が“静学的”になされていることを示している。これを静学的期待形成と呼ぶ。現在 (0 期) の短期利子率が将来も続くこと

経済主体が期待している限り、長期利率は危険プレミアムだけ短期利率よりも高い。

(12a)および(12b)は短期利率の変化が期待利率に少しも影響しないことを仮定する。これは非弾力的期待形成と呼ばれる。現在(0期)の短期利率が異常に低い(高い)と経済主体が期待するとき、長期利率は危険プレミアムを加えた短期利率より高く(低く)なる。

短期利率の期待形成が非弾力的になされていくマクロ経済の問題を考察してみよう。

まず初めに、貨幣ストック量が一定であるマクロ経済において、価格水準(物価水準)が低下する不況期の問題を考えてみよう。物価水準の下落は貨幣の価格を上げるが、1.1でみたような貨幣の特性があるので、貨幣数量は殆ど変化しない。このとき、資産の自己利率が変化しないならば、デフレ率が大きくなるにつれて、(4)より、資産の短期利率が低下しなければならない。

実際には、負の短期利率は存在しないが、それでもデフレ期には資産の利率は低くなる。それに対して、貨幣保有の利率である流動性プレミアムはデフレ期においても殆ど変化しないので、資産の利率が低くなるにつれて、流動性選好が大きくなる¹⁰⁾。

我々はつぎの結論を得る。つまり、

結論 5

短期利率の期待値が非弾力的であり、貨幣ストック量が一定のマクロ経済が、物価水準の下落するデフレ期にあるとしよう。また、資産の自己利率が所与であり、短期利率は非負であるとしよう。

このとき、貨幣の特性((C-1)と(C-2))があれば、貨幣保有の利率が資産の短期利率よりも高くなるであろう。この場合

には、流動性選好は著しく大きくなる。

結論 5 において、期待形成が弾力的であれば、短期利率が低くなると、長期利率も低くなり、投資が刺激され、有効需要を大きくするだけではなく、資産の自己利率をも低くする。このときには、流動性選好が著しく大きくなるのは阻止されるかもしれない。

つぎに、貨幣ストック量が増えるマクロ経済において、非弾力的期待形成の問題を考えてみよう。買オペが短期債務の購入であるとき、貨幣保有の利率が低下し、流動性を手離して、短期資産(短期債務)を保有しようとするので、短期利率は低下する。しかし、非弾力的期待形成がなされているとき、短期利率が低下しようとも、長期利率は殆ど変化しない。長期利率が低下しないならば、設備投資も刺激されない。よって、貨幣ストック量が増加しようとも、非弾力的に期待利率が形成されている場合には、長期利率は低下せず、設備投資も刺激されない。

このとき、買オペによって経済活動が活発になされることはない。ゆえに、非弾力的に期待利率が形成されている場合には、金融政策は有効ではない。

期待利率が非弾力的に形成されているときには、2.1の結論 4 は修正される。我々はつぎの結論を得る。それは、

結論 4'

短期利率が非弾力的に形成されているとしよう。このとき、買オペによって貨幣ストック量が増加すると、貨幣保有の利率ならば短期利率は低下するが、しかし、長期利率は低下しない。

この場合には、金融政策は無効である。

2.3 長期利率と期待形成：非弾力的期待形成の問題

本項でも先物市場が存在しないと仮定し、満

10) ケインズ [1936, P. 207] はこの状態を“金融危機”(破産の危機)と呼んでいる。

期（償還期間）をもたない長期債務（すなわち株式）の利率が期待形成とどう関係するかを検討する。

いま、現在（0期）の長期利率を $r_j^L(0)$ とする。この長期債務には満期がないので、資金提供者はこの期に資金を取り戻すかどうかを決定しなければならない。この決定のためには、その提供者が次期の長期利率についても期待値を懐いていることを必要とするであろう。これは0期における1期の長期利率に関する期待値である。

資金提供者は、0期に $r_j^L(0)$ で長期貸付けをし、1期の初めにそれを回収入する。1期の長期利率の期待値を $r_j^{Le}(1|0)$ とする。1単位の資金を貸付けて得られる実効収益率（利率）は、長期利率($r_j^L(0)$)に長期債務の価格変動率（いわゆる資本利得）を加えたものである。この実効収益率（利率）は、

$$r_j^L(0) + (r_j^L(0) - r_j^{Le}(1|0))/r_j^{Le}(1|0) \quad (15)$$

となる。ここで $r_j^{Le}(1|0) > r_j^L(0)$ ならば、この実効利率は今期の長期利率($r_j^L(0)$)よりも低くなる¹¹⁾ので、長期資金提供者は貸付けを回収しようとする。すなわち、将来に長期利率が現在の長期利率（市場利率）よりも高いと期待するならば、収益資産よりも流動性（貨幣）を選好するであろう。0期から1期まで流動性（貨幣）を保有し、1期に資金を貸付けをその提供者は選好するであろう。

逆に、 $r_j^{Le}(1|0) < r_j^L(0)$ ならば、その実効利率は今期の長期利率($r_j^L(0)$)よりも高くなる¹²⁾ので、資産提供者は長期債務を購入するこ

11) $r_j^{Le}(1|0) > r_j^L(0)$ のとき、(15)より、

$$r_j^L(0) + (r_j^L(0)/r_j^{Le}(1|0) - 1) < r_j^L(0) \quad (15a)$$

となる。

もしすべての長期資金提供者が長期利率の上昇を期待するならば、すべての提供者にとって実効収益率の方が市場利率よりも低くなる。このとき収益資産よりも流動性を選好する。この場合には、実効収益率がゼロに限りなく近くまで下落しているかもしれない。

とを選好するであろう。すなわち、その提供者は収益資産を購入するために流動性を手離すであろう。

長期利率がかなり上昇すると期待されるならば、脚注11)に示したごとく、実効収益率がゼロにまで落ちるかもしれない。この危険を避けるために、貸手は長期債務にかえて短期債務を保有しようとするかもしれない。

長期利率と短期利率の間には、(11)や(12)や(13)でみたと同様の関係が成立するであろう。いま、

$$r_j^L(0) + (r_j^L(0)/r_j^{Le}(1|0) - 1) \div r_j^S(0) + \beta_j \quad (16) \\ (\beta_j > 0)$$

が成立としよう。ここで β_j は正常な危険プレミアムである。

(16)において、長期利率が上昇すると期待されるならば、(15a)が成立するので、

$$r_j^L(0) > r_j^S(0) + \beta_j \quad (\beta_j > 0) \quad (13')$$

が得られる。これは、

$$r_j^L(0) > r_j^S(0) \quad (17)$$

を意味する。よって、長期利率が上昇すると期待されるならば、長期利率は短期利率よりも高くなる。また、(16)において、長期利率が下落すると期待されるならば、(15b)が成立するので、

$$r_j^L(0) < r_j^S(0) + \beta_j \quad (\beta_j > 0) \quad (14')$$

が得られる。これは、長期利率が短期利率よりも低くなるかもしれないことを示している。

長期利率に関する期待形成が長期利率と短期利率の動きにどのように影響するかを調べてみよう。

12) $r_j^{Le}(1|0) < r_j^L(0)$ のとき、(15)より

$$r_j^L(0) + (r_j^L(0)/r_j^{Le}(1|0) - 1) > r_j^L(0) \quad (15b) \\ \text{となる。}$$

長期利率の期待値が静学的期待形成にもとづいて形成されているとしよう。これは、

$$r_j^L(0) = r_j^{Le}(1|0) = \dots = r_j^{Le}(k|0) \quad (10')$$

となることを意味する。これは短期利率が静学的に形成されている場合と同じである。(10')を(16)に代入すると、

$$r_j^L(0) \doteq r_j^s(0) + \beta_j \quad (\beta_j > 0) \quad (11')$$

が得られる。これは短期利率が静学的に形成されている場合に整合する。

つぎに、長期利率の期待が非弾力的に形成されているマクロ経済を想定する。これは現在の長期利率がどのように変化しても、期待長期利率が変化しないことを意味する。というのは、現在の長期利率が異常であると考えられているからである。

もし現在(0期)の長期利率が異常に低いときには、

$$r_j^L(0) < r_j^{Le}(k|0) \quad k = 1, 2, \dots, n-1 \quad (12a')$$

となり、(13')に示したように長期利率は短期利率よりも高くなる。また、もし現在の長期利率が異常に高いと期待されるときには、

$$r_j^L(0) > r_j^{Le}(k|0) \quad k = 1, 2, \dots, n-1 \quad (12b')$$

となり、(14')に示したように長期利率が短期利率よりも低くなるかもしれない。

長期利率の期待が非弾力的に形成されているとき、現在の長期利率に下限があるということが流動性選好を大きくするという事実に着目すべきであろう。

(16)が成立する限り、すなわち長期債務の実効利率が短期債務の利率に裁定される限り、

$$r_j^L(0) + (r_j^L(0)/r_j^{Le}(1|0) - 1) > 0 \quad (18)$$

となるであろう。これを变形すると、

$$r_j^L(0) > \frac{r_j^{Le}(1|0)}{r_j^{Le}(1|0) + 1}$$

が得られる。さらに、近似的に

$$\frac{1}{r_j^{Le}(1|0) + 1} \doteq 1 - r_j^{Le}(1|0)$$

となるので、

$$r_j^L(0) > r_j^{Le}(1|0)(1 - r_j^{Le}(1|0))$$

が得られる。これを变形すると、

$$r_j^{Le}(1|0) - r_j^L(0) < (r_j^L(1|0))^2 \quad (19)$$

が得られる。(19)は、現在の長期利率が下落できる最大値を与える。期待長期利率が与えられると(このことは非弾力的期待形成のもとで可能である)、現在の長期利率がその期待値からの乖離最大値は期待長期利率の積によっておさえられる。(19)は、期待長期利率が低い程、現在の長期利率が乖離できる幅が小さいことを示している¹³⁾。

(19)は、期待長期利率が低い程、現在の長期利率は下方に低下しづらいことを意味している。長期利率が低下しづらいという事実は、マクロ経済の不況を長期化させ、同時に流動性選好を大きくすることになる。

非弾力的期待形成の働きをみてみよう。いま、短期債務購入である買オペによって貨幣ストック量が増加するとしよう。このとき、貨幣

13) 期待長期利率が5%とする。このとき、(19)は、

$$0.05 - r_j^L(0) < (0.05)^2$$

となる。これより、 $r_j^L(0) > 0.05 - 0.0025 = 0.0475$ となる。現在の長期利率は4.75%以下には低下できないことを意味する。

また、期待長期利率が2%とする。このとき、(19)は

$$0.02 - r_j^L(0) < (0.02)^2$$

となる。これより、 $r_j^L(0) > 0.02 - 0.004 = 0.0196$ となる。現在の長期利率は、1.96%以下には低下できないことを意味する。

このように、期待長期利率が低くなるにつれて、現在の長期利率がその期待値より乖離できる幅は小さくなる。

保有の利子率も短期利子率も低下するのである。 (16) が成立する限り、長期の実効利子率も低下する。長期利子率の期待が非弾力的に形成されているならば、期待長期利子率は不変であるので、現在の長期利子率($r_f^L(0)$)が低下することになる。このときには、(14') で示したように、現在の長期利子率は短期利子率よりも低くなるかもしれない。

期待長期利子率が低くなるにつれて、(15) で示した実効利子率が非負であるためには、現在の長期利子率が低下できる幅はより小さくなる。しかし、買オペが持続的に実行され、現在の長期利子率が低下し続けると、長期の実効利子率がマイナスになるかもしれない。

買オペによって、現在の短期利子率以下に現在の長期利子率を低下させると、経済主体の流動性選好は大きくなる。つまり経済主体は長期債務(株式)の購入を引き延し、その間流動性(貨幣)を保有することになる。貨幣保有の利子率(流動性プレミアム)は正である。

我々はつぎの結論を得る。つまり、

結論 6

経済主体が非弾力的に長期利子率を期待していて、期待長期利子率がかなり低いとしよう。このとき、中央銀行は買オペによって貨幣ストック量を増加させると、長期利子率が低下するだけではなく、長期利子率を短期利子率以下に低下させるとしよう。

この状況下では、短期債務が長期債務よりも選好されるだけではなく、流動性選好がものすごく大きくなるかもしれない。

さらに、この結論からつぎが得られる。つまり、

結論 7

非弾力的に長期利子率を期待するマクロ経済では、長期利子率に下限があり、買オ

ペによって資本設備への投資を刺激することはできない。

2.4 投機と流動性選好：合理的な期待形成

本項では長期債務として株式を取りあげることとする。株式は満期(償還期限)をもたない。株式の市場価値(株価)は、発行企業の収益に依存するだけではなく、その収益とは全く関係のない要因の影響を受ける。つまり、株価は大衆の心理状態にも影響される。

所有と経営の分離によって、企業についてよく知り得ない大衆がその株式の大半を保有することになった。大衆は、近い将来の株価がどのような動きをするかを確実に知ることにはできない。企業の業績や経営方針について十分な情報を得ることのできない大衆は、株価の動きから企業収益の動きを期待しなければならない。

大衆は期待株価を形成するとき、期待形成時において最もよく知っている事実に信頼をおく。企業経営について専門的知識をもたない大衆が信頼をおく情報は現在の株価である。大衆は、現在の株価に近い値が将来も続くことを期待する。

しかし、期待株価は、大衆の企業収益に関する不十分な知識にもとづいている。よって、外的ショックによって現在の株価が変化すると、大衆のそのショックに対する反応は過剰で、そのために、株価が急騰したり急落したりするかもしれない。

株式市場へ個人投資家が参加するにつれて、企業経営について専門的知識をもつ投資家(例えば機関投資家)は、大衆の意見(期待)を無視した行動をとることはできなくなる。つまり、専門投資家は大衆の期待株価を期待しなければならない。

専門投資家の期待形成とは、株価自体についての期待ではなく、大衆の期待株価を期待することである。よって専門投資家は、大衆の期待形成に最も影響する情報に関心をよせる。

さらに、専門投資家(たとえば保険会社や投

資信託会社等)が借入金で株式投資している限り、より高い流動性を期待するであろう。そのためには、近い将来の株価がどうなるかを大衆よりも早く知らなければならない。

専門投資家にとって、“合理的な”期待形成とは、大衆がどのように株価を期待しているかを正しく期待し、大衆を出し抜くことである。大衆の期待株価を大衆よりも早く知ることができれば、専門投資家は大衆よりも早く株式を売却したり購入したりすることができよう。

いま、長期債務(すなわち株式)の実効利子率(実効収益率)が(15)で表わされているとしよう。大衆の期待株価は $r_j^{Le}(1|0)$ に対応している。専門投資家は $r_j^{Le}(1|0)$ を大衆よりも早く期待すると仮定しよう。この仮定のもとで、株価の低下と専門投資家の期待形成について考察する。現在の株価が急に低下するとしよう。

まず初めに、専門投資家の期待は“大衆の期待株価が上昇する”であるとしよう。この専門投資家の期待は、

$$r_j^{Le}(1|0) < r_j^L(0)$$

に対応していよう。これは、

$$r_j^L(0) + (r_j^L(0)/r_j^{Le}(1|0) - 1) > r_j^L(0) \quad (15b)$$

を意味する。専門投資家の期待では、株式の実効利子率が現在の株式収益率よりも高くなるので、専門投資家は株式の購入を愛好するであろう。すなわち、流動性選好を小さくするであろう。よって、この期待下では、株価は上昇する。

しかし、専門投資家の期待が“大衆の期待価格は下落する”であるならば、この期待は

$$r_j^{Le}(1|0) > r_j^L(0)$$

に対応していよう。これは、

$$r_j^L(0) + (r_j^L(0)/r_j^{Le}(1|0) - 1) > r_j^L(0) \quad (15a)$$

を意味する。この期待下では、株式の実効利子率が現在の株式収益率よりも低くなるので、専門投資家は株式購入をひかえ、投機的動機によ

る流動性選好を大きくするであろう。よって、株価はさらに下落するであろう。

株価が急に下落したとき、(15a)あるいは(15b)のいずれがおこるかについて考察してみよう。これは大衆の期待形成に依存する。企業経営について専門的知識をもたない大衆が信頼する情報は、現在の株価である。大衆は近い将来も“現在の株価”に近い株価が実現すると期待する。よって、“株価が低下すると、その低い株価が将来も実現する”と期待する。この期待が大衆の“合理的な”期待である。

専門投資家の“合理的な”期待は、“大衆の合理的な期待”を大衆よりも早く期待形成することである¹⁴⁾。

大衆も専門投資家も“合理的な”期待形成をしているとき、株価の低下は将来の株価を低下させ、逆に、株価の上昇は将来の株価を上昇させる。

我々はつぎの結論を得る。つまり

結論 8

大衆も専門投資家も“合理的な”期待形成をしているとしよう。このもとで株価が急に低下するとしよう。

この低下は近い将来の株価を低下させる。さらに遠い将来の株価をも低下させる。

結論8は株式の利子率を持続的に低下させるので、専門投資家も個人投資家も株式を手離し、一定期間、投機的動機による流動性選好を増加させる。マクロ経済全体において投資家が投機的動機による流動性選好を大きくすると、株価を著しく低下させ、資本設備への投資が減少し、そしてマクロ経済は不況の状態になる。

14) 資産価格(地価や株価等)の上昇を抑制する政策(例えば、日本の土地保有税の導入、あるいは有価証券取引税率の上昇)が実行されると、“大衆はその資産価格が下落する”と期待すると専門投資家が期待形成するならば、専門投資家は大衆を出し抜いて、より早く資産を流動化する。よって資産価格は低下する。

さらに、結論8はつぎの結論を引き出す。

結論9

株価の低下は、資本財の需要価格をその供給価格より低くするので、投資の限界効率は株式の利子率よりも低くなる¹⁵⁾。よって、株価の低下は資本設備への投資を減少させる。

結論9は、株価の低下が投資需要を低くし、マクロ経済を不況に引き、失業水準（失業率）を大きくすることを意味している。

むすびにかえて

本稿では、貨幣の特性として、貨幣数量が市場の力によってではなく、貨幣当局によって調節されることを説明し、さらに、不況の原因として大きな流動性選好ならびに非弾力的な期待形成を強調し、最後に大衆および専門投資家（機関投資家）が“合理的な”期待形成にもとづいて株式（長期債務）の価格が形成されているとき、ショックによる現在株価の低下は将来株価も低下させ、その結果として資本設備への投資が減少する長期不況の可能性を考察した。

資産価格の偶然の低下が将来価格をも低下させることが大衆および専門投資家の“合理的な”期待の結果であることを本稿では述べた。ただ、大衆が期待を形成するとき、専門投資家および企業経営について十分な情報をもたないと仮定している。つまり、不完備あるいは不完全情報のもとで大衆の“合理的な”期待形成を説明した。特に、情報の不完全性（不確実性）下では、所謂合理的期待形成仮説によって期待資産価格（株価）の形成を説明することはできないであろう。

最後に、伸縮的な貨幣賃金率のもとでは、失業を発生させないという考えについて言及しておこう。

個別産業の貨幣賃金率が低下するとき、雇用量が増加すると考えられる。しかし、このことがいえるためには他の産業の貨幣賃金率一定ならびに有効需要一定という仮定が必要である。

労働の同質性あるいは一定不変の相対賃金率を仮定して、上記の考えを産業全体（マクロ経済）に適用し、貨幣賃金率の低下は雇用量を増加させ、失業を避けることができるという結論を引き出せるのであろうか。すなわち、伸縮的な貨幣賃金率は失業を回避できるという結論を引き出せるのであろうか。

この問題はケインズ〔1973a, 第19章〕において検討された問題である。貨幣賃金率の低下が有効需要一定のもとでおこるならば、この低下は雇用量を増加させ、失業を回避できよう。

貨幣賃金率の低下の有効需要への効果は、将来の貨幣賃金率の動きに依存する。現在の貨幣賃金率の低下が将来の貨幣賃金率を低下させないならば、すなわち期待賃金が非弾力的であれば、現在の貨幣賃金率の低下は企業家の期待利潤を大きくし、投資の限界効率を大きくし、もし利子率が一定不変であれば投資を大きくする。

しかし、期待賃金の非弾力的形成は実際に保証されるのであろうか。貨幣賃金率のほんの少しの下落は将来一層のその下落をもたらすと期待されるかもしれない。つまり期待賃金が弾力的に形成されるときには、将来の貨幣賃金率が現在の賃金率以上に低下するので、投資を将来に引き延すであろう。ゆえに、期待賃金率が弾力的に形成されている場合には、現在の貨幣賃金率の低下は投資を低くするであろう。

貨幣賃金率の低下の利子率への効果をみよう。この低下が利子率を引き下げるならば、その低下は投資を刺激し、有効需要を大きくする。特に、その低下が長期債務の利子率にどのように影響するかを検討してみよう。

15) 均衡では、投資の限界効率と株式の利子率が等しい。このとき株価の低下は、株式の利子率を投資の限界効率より高くするであろう。

非弾力的な期待賃金を想定しよう。また価格(物価)は貨幣賃金率に比例して変化するとしよう。この想定下で現在の貨幣賃金率が低下すると、取引動機による流動性選好が小さくなるので、現在の短期利率は低下する。しかし、将来の貨幣賃金率が相対的に上昇するので、期待利率は現在の短期利率よりも高くなるであろう。これは(12a)を意味する。将来の短期利率の上昇は、現在の長期利率を現在の短期利率よりも高くする。これは(13)より明らかである。よって、現在の短期利率が低下しようとも、現在の長期利率は殆ど低下しないであろう。長期利率が非弾力的に形成されることになろう。

ゆえに、現在の貨幣賃金率が低下しようとも、期待賃金率が非弾力的に形成されるならば、短期利率が低下するが、長期利率は殆ど低下しない。この限りで、その賃金率の低下は投資を刺激することはできないであろう。

だが、現在の貨幣賃金率が低下するとき、この低下が投資を刺激するかもしれない。期待賃金率が非弾力的に形成される限りにおいては、その賃金率の低下は投資の限界効率を大きくし、他方で、長期利率を殆ど低下させない。この両方の効果を総合すると、現在の貨幣賃金率の低下は投資を刺激するであろう。

しかしながら、現在の貨幣賃金率を大幅に引き下げることは可能であろうか。まず、貨幣賃金率が雇用主と労働者との交渉によって決定されるとき、労働者側は賃金率低下の提案を拒否するであろう。というのは、相対賃金率を低下させ、実質購買力を低下させるからである。

このことを考えに入れると、自由競争下で交渉によって貨幣賃金率が決定される場合に、貨幣賃金率を一気に大幅に引き下げることは不可能である。よって期待賃金率は弾力的に形成され、現在の貨幣賃金率の低下は投資を刺激しないであろう。これについては別稿にて検討することとしたい。

参考文献

- Blanchard, O. J. and Fischer, S. (1989), *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press
- Blinder, A. S. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press
- Hicks, J. R. (1946), *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*, Oxford University Press
- Hicks, J. R. (1969), *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press.
- Hicks, J. R. (1982), "The Foundations of Monetary Theory", in *Money, Interest & Wages*, Collected Essays on Economic Theory, Vol. II : 236-275, Basil Blackwell
- Keynes, J. M. (1973 a), *A Treatise on Money*; 1 *The Pure Theory of Money*, ed. by D. Moggridge, Vol. V of Keynes' Collected Writings, Macmillan
- Keynes, J. M. (1973 b), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, ed. by D. Moggridge, Vol. VII of Keynes' Collected Writings Macmillan
- Diamond, P. A. (1994), *On Time: Lectures on Models of Equilibrium*, Cambridge
- Malinvaud, E. (1994), *Diagnosing Unemployment*, Cambridge
- McDonald, I. M. and Solow, R. W. (1981), "Wage Bargaining and Employment", *American Economic Review*, 71:896-909
- Nagatani, K. (1981), *Macroeconomic Dynamics*, Cambridge
- Lindbeck, A. (1993), *Unemployment and Macroeconomics*, MIT Press
- Niehans, J. (1978), *The Theory of Money*, The Johns Hopkins University
- 小野善康(1994),『不況の経済学』日本経済新聞社
- 吉川 洋 (1984),『マクロ経済学研究』東京大学出版会