

## 【論 説】

# 貨幣的理論 (monetary theory) の現状と展望 ——C・ロジャーズの貨幣的均衡モデルの 意義とその拡張 (2)

野 下 保 利

## 目 次

- 1 はじめに—金融グローバリゼーションと貨幣的理論
  - 2 2つの戦後マクロ経済学サーベイ—現代貨幣的理論の到達点
  - 3 戦後貨幣的理論の批判的検討  
(以上前号)  
(以下本号)
  - 4 貨幣的均衡モデルの構築
    - 4.1 貨幣利子率の外生性—慣行的利子率と貨幣的均衡
    - 4.2 貨幣的均衡モデルと *IS-LM* 分析の再解釈
      - (1) 貨幣的均衡モデル
      - (2) *IS-LM* モデルの再解釈
    - 4.3 貨幣的均衡モデルの含意
      - (1) 貨幣的均衡モデルと有効需要原理
      - (2) 金融市場とマクロ経済パフォーマンス
      - (3) 経済分析と心理的要因
      - (4) 貨幣的均衡分析と財政・金融政策
  - 5 貨幣的均衡モデルの拡張
    - 5.1 貨幣的均衡分析と現代マクロ経済学
    - 5.2 貨幣的経済分析における残された諸問題
  - 6 むすび
- 参考文献

## 4 貨幣的均衡モデルの構築

### 4.1 貨幣利子率の外生性—慣行的利子率と貨幣的均衡

ヴィクセリアンのように実物資本収益率を基礎に資本資産収益率の均等化を導くことは、方法的困難があった。他方、ネオ・ワルラシアンのように各資本資産収益率の関係をアドホックに定義するという立場にも満足できなかった。そうであるならば、実物資本だけでなく金融資産を伴う経済において資本資産収益率の長期均衡は、どのようにして決定されるのだろうか。

長期均衡の分析に際しては、安定的な主要外生変数を確定することが重要となる。したがって、貨幣的経済分析の伝統のなかで首尾一貫した理論を構築するためには、貨幣によって再計算された資本資産すべての収益率に対して、自然利子率に代わる収益率均等化の基準となる外生変数を見つけ出す必要がある。

貨幣表示された収益を基礎として収益率を表せば、すべての資本資産の収益率は、ケインズが行ったように資本の限界効率として表すことができる。資本の限界効率は、1単位の資本からの見込収益を現在の生産費、すなわち供給価格と等しくする割引率のことであり、新古典派の限界生産力とは異なる期待収益率を意味する。各資本資産は収益 ( $q$ ) を持つ。それは販売可能な産出物を生産する能力か、あるいは欲求を直接に満たす能力であるかもしれない。加えて各資本資産には持越費用 ( $c$ ) と、他の資産と交換できる容易さを表す流動性プレミアム ( $l$ ) がある。これらに、均衡において貨幣利子率と収益率とを一致させる調整要因 ( $a$ ) が加わる。したがって、資本資産の限界効率は、

$$\text{資本資産の限界効率 (} r \text{)} = \text{収益 (} q \text{)} - \text{持越費用 (} c \text{)} + \text{流動性プレミアム (} l \text{)} + \text{調整要因 (} a \text{)} \quad (1)$$

として一般化される。ここで次の3点に注意する必要がある。

第1に、流動性プレミアム ( $l$ ) はすべての資産を対象とするもので、一部

のケインジアンが主張してきたように貨幣と債券だけを対象とするものではない。第2に、調整要因 ( $\alpha$ ) とは、均衡において貨幣利子率と各資本資産の自己収益率を等しくする調整要因である<sup>25)</sup>。調整要因は、均衡においてすべての資本資産の貨幣収益率が貨幣利子率に等しいとき、主観的評価によって決定される貨幣表示の資本資産価格の期待増価率あるいは期待減価率である。第3に、資本の限界効率については、生産の限界効率と保有の限界効率を区別する必要がある。販売目的の産出物を生産する実物資本の場合には、収益 ( $q$ ) が最も重要となる。後ほど転売するために資産を保有する場合には、持越費用 ( $c$ ) と流動性プレミアム ( $l$ ) が重要となる。以下では、説明を簡単にするために生産の限界効率に焦点を当てる。

ケインズの資本の限界効率という概念は、資本財の長期供給価格との関連で資本財の需要価格に対する市場利子率あるいは貨幣利子率の影響を示している。したがって、資本の限界効率は、実物資本財が貯蓄されるのではなく生産されるような経済に適用できる概念である。ヴィクセルの自然利子率に代わってケインズの資本の限界効率を用いるならば、実物部門と金融部門との関係を確実な理論的基礎のうえに位置づけることが可能となる。

実物資本収益率と金融資産収益率を統合して分析する場合、各資本資産の収益率の均等化が収斂する基準は、持越し費用が最も低く、流動性プレミアムが最も高く、そして調整要因がゼロであるような資本資産の収益率であるはずである。こうした条件を満たす収益率は、貨幣の限界効率、すなわち貨幣の貸付によって生じる貨幣利子率以外にない<sup>26)</sup>。

貨幣利子率は、財市場の需給関係によって直接に決定される変数ではない。貨幣利子率は、それ自体に固有な要因によって決定される (Keynes, 1973, p. 103)。すなわち、貨幣利子率は、金銭貸借の代価であり、金融市場における資金の需給関係を背景とする貸し手と借り手の力関係によって決定される<sup>27)</sup>。資金の需給を生み出す金融部門は、各種の債権債務関係、すなわち信用から構成されている。そして信用は商品貨幣や実物財とは異なって、生産の法則にはふくさない。したがって、貨幣利子率は、生産性や節約という諸力から切り離

されて動き、古典派の分析原理も、自然利子率の決定も適用することができない。それ故、貨幣利子率は、実物財の生産・分配決定を行う実物体系に対して外生変数として扱わなければならない (Rogers, 1989, p. 169 [201 ページ])。定常的な貨幣的均衡あるいはマクロ的均衡の決定において主要な外生変数として扱われるのは、貨幣利子率にほかならない。

貨幣利子率が実物財市場から独立した外生変数であり、貨幣的経済分析の枠組みにおける重要変数をなすとしても、貨幣利子率について、短期利子率と長期利子率の関係といった利子率の期間構造、及び利子率の持続的変化と一時的変化の区別について考える必要がある。また、発展した金融部門を持つ経済において、貨幣利子率は中央銀行による金融政策の影響を強く受ける。そのため、中央銀行による公定歩合などの政策金利との関係、さらに、定常的な貨幣的均衡において長期利子率は資産選択において資本財需要に影響するので、期間構造を介した政策金利と長期金利の関係の検討も必要になる。

短期利子率は金融市場における短期的攪乱の結果としてしばしば変動する。長期利子率は、市場利子率に期間構造を介して連動することになる。しかし、市場利子率の変化やそれに期間構造を介して連動する長期利子率はつねに発散的な動きを示すわけではない。このことは、利子率の短期変動とは区別される長期的な重心となる利子率が存在していることを示している。少なくとも一定の期間にわたって、市場利子率の短期的変動の基準となる利子率が存在しているとみなされる。中央銀行は政策金利を変化させることを通じて、基準利子率の設定に影響を及ぼそうとする。すなわち、基準となる貨幣利子率を動かし、金利体系自体を変化させ、長期利子率、したがって実物投資に影響を与えるという関係にある。この意味で、定常的な貨幣的均衡において重要な役割を果たすのは、市場利子率の変動の持続的な重心となる貨幣利子率である。実際には、貨幣利子率は期間構造を介して関連する各種の利子率から構成されている。だが、ここでは利子率体系の問題を捨象して、短期的変動の基準となる貨幣利子率を代表的利子率として扱うことにする。

貨幣利子率は、金融市場に参加する各経済主体の先験的に特定化できない期

待を反映している。特に、市場変動の基準となる利子率は、金融政策と、金融市場における市場参加者たちの慣行、すなわち金融市場の諸変数が安定的であると想定して市場参加者たち相互間に成立する一般的な戦略協定といった諸要因の相互作用を基礎としている<sup>28)</sup>。したがって、基準となる利子率は、心理的及び歴史的・制度的な諸要因を反映する金融市場参加者の慣行及びそうした慣行についての期待に依存することになる。このような市場利子率の変動の重心となる利子率を慣行的利子率と呼ぶことにしよう (Rogers, 1989, pp. 169-70 [2001-2 ページ])。

慣行的利子率は、金融市場における心理的及び歴史的・制度的要因によって規定され、実物財価格と異なった決定メカニズムを持つ。それ故、慣行的利子率は実物部門体系にとって外生的変数にはかならない。慣行的利子率を実物部門に対して外生変数として扱うと、諸資産の期待収益率が等しくなる長期均衡において、各種資産の期待収益率は慣行的利子率に一致するように動くことになる。すなわち、各種資産の市場価格は期待収益率が慣行的利子率に等しくなるように変化する。したがって、一旦、慣行的利子率が決定されると、慣行的利子率が金融市場での資産選択を決定し、そこで決められた実物資本投資額が実物部門体系を決定することになる。この意味で、慣行的利子率は、経済体系の長期均衡の重力作用の中心を与える。

## 4.2 貨幣的均衡モデルと IS-LM 分析の再解釈

### (1) 貨幣的均衡モデル

貨幣利子率と資本の限界効率という2つの変数の関係は、実物的経済分析の伝統におけるヴィクセリアンの市場利子率と自然利子率の関係とは全く異なった基礎を持っている。この2変数から構成される貨幣的均衡概念は、すべての資本資産収益率の関係に関わる分析に応用することができ、実物資本と金融資産がともに重要な役割を果たしている経済体系の動きを解析することを可能と

する。

資本資産の投資選択に際して如何なる制約もない場合、すべての資本資産について、すなわち実物資本資産であろうと金融資産であろうと、収益率は均等化されるはずである。このように実物資産と金融資産が制約なしに投資選択される経済体系の長期均衡において、実物資産を含むすべての資本資産収益率（限界効率）が、基準をなす貨幣利子率に一致することを貨幣的均衡と定義しよう (Rogers, 1989, p. 178 [210 ページ])。

長期においては、実物資本及び金融資産を含むすべての資本資産の期待収益率（限界効率）と貨幣利子率が等しくなるという意味で貨幣的均衡が成立する。各種資本資産の需給が均衡する貨幣的均衡において、自然利子率の代理変数である実物資本の限界効率は、貨幣利子率（慣行的利子率）につねに等しい。しかし、ここで注意すべきなのは、この均等関係は様々な産出・雇用水準の下で成立するだけでなく、因果関係の方向も慣行的利子率から自然利子率、すなわち実物資本の限界効率に向かうという点である。

貨幣的均衡概念を用いて、慣行的利子率が実物部門の調整を引き起こす経路を含む経済体系の動きを説明してみよう。短期の貨幣的均衡は次の条件を必要とする。

$$i_m = r_j = \alpha_j + \hat{r}_j \quad ; \forall j, j = 1, 2, \dots, n \quad (2)$$

$i_m$  は貨幣利子率であり<sup>29)</sup>、 $r_j$  は資本の限界効率、 $\hat{r}_j$  は  $j$  財の自己利子率、すなわち（自己）限界効率（均衡期待収益率）である<sup>30)</sup>。

長期均衡（定常状態）では、市場価格は短期供給価格に等しく、短期供給価格は正常価格あるいは長期供給価格に等しい。したがって、すべて資本資産の限界効率について調整要因  $\alpha_j$  はゼロである。それゆえ、長期均衡において貨幣的均衡は、次のようになる。

$$i_m = \hat{r}_j \quad ; \forall j, j = 1, 2, \dots, n \quad (3)$$

長期均衡がいったん攪乱されると、調整要因 ( $\alpha$ ) は長期均衡に向かう調整過程において価格シグナルとしての役割を果たす。

長期均衡が攪乱され市場利子率が上昇した場合について考えてみよう。利子

率上昇につれて、収益性の低い資本資産の購入よりも、利子率を生む貨幣貸付の方がより高い収益をもたらす可能性が生じる。したがって、これらの資本資産に対する需要は減少する。そのとき、そうした資本資産に対して市場価格下落という負の調整要因が現れることによって、均衡が維持される。

このように市場利子率の上昇を原因として実物資本財の価格が低下する。だが、調整過程が終わるわけではない。市場価格が長期供給価格（正常価格）を下回ると、これらの資産は生産されないことになる。すなわち、「自己利子率とその貨幣利子の自己率を下回る資産は、もはや新規に生産されることはありえない」(Kardor, 1960, p. 70 [83 ページ])。そのため、短期的には産出量の減少をつうじた調整過程が続く。だが、この調整過程は結局、供給削減によって市場価格の低下を逆転させることになる。資本ストックの減少による産出量の減少や持越費用の低下による在庫保有の結果として「自己」限界効率は上昇する。その結果、利子率と実物資本の「自己」限界効率、すなわち「自然率」がより高いところで貨幣的均衡が維持されることになる<sup>31)</sup>。

以上のように利子率の短期変化による調整過程を理解すれば、各種の資本資産の限界効率が利子率に一致するように動くだろうという結論が導かれる。各種資本資産の期待収益率、特に実物資本資産の収益率が利子率に一致するように動くのである。利子率と資本の限界効率の均等化は、資本財の正常ないし長期供給価格と比較した需要価格の調整を通じて行われ、資本財が利益を得るように生産されうるか否かを決定する。それ故、利子率は、実物投資に影響を与え、資本財の生産において重要な役割を演じる。いいかえれば、利子率は、長期均衡における産出量と雇用量に対し支配的役割を演じるのである。ここに、資産の限界効率と利子率の間の因果関係の方向を逆転したというケインズの主張 (Keynes, 1936) の根拠がある。

貨幣的経済分析の枠組みにおいては、慣行的利子率に対して諸資本資産の期待収益率が等しくなるように資産価格が調整される。各種資本資産の市場価格は限界効率が慣行的利子率を上回るか、等しくなるように変化する。短期的には利子率上昇は資本資産の市場価格を低下させ、逆は逆となる。ワルラシアン

が想定するように資本財が配分されるのではなく、現実がそうであるように資本財が生産される経済では、利子率が変化して資本（投資）に対する需要と資本（貯蓄）の供給が均等化するのではない。供給される資本財と需要される資本財の間の均等化は資本財価格の変化によってもたらされるのである<sup>32)</sup>。貨幣利子率は資本財の需要価格と供給価格の変化を通して資本の限界効率と相互関係を持つことになる。したがって、貨幣利子率と資本の限界効率は、実物資本財市場の動きを介して関係する。

以上の貨幣的均衡の枠組みにおいては、有効需要原理が産出量・雇用の決定において重要な役割を演じている点に注意する必要がある。貨幣利子率が決まれば、金融市場での資産選択の結果として実物資本財への投資需要が確定し、その投資需要によって有効需要水準が決定される。その他の条件が一定であれば、有効需要水準により産出量が決定され、生産性等が所与であれば、雇用量も決まることになる。セイ法則によれば、完全雇用が資源制約を課すまで利益のあがる産出量の拡大を制限するものではなく、供給—商品の生産—は、利益を得て産出物を販売するための需要を創造すると暗黙に仮定されている。対照的に有効需要原理は、完全雇用の到達以前に利益のあがる産出量の拡大に対する制約が生じ得る、ということを主張する (Chick, 1983, p. 71 [106-7 ページ])。

こうして貨幣的均衡概念が、有効需要水準の決定において実物部門と金融部門を統合することになる。外生変数としての貨幣利子率が与えられれば、それは、いかなる産出・雇用水準でも均衡を成立させる有効需要額を決定する。その場合、企業家が生産と雇用を拡大する動機をもたないような、静止状態という古典派の意味での長期均衡の状態にある。すなわち、貨幣的均衡に一致する有効需要によって決定された産出水準においては、あらゆる形態の資本資産の収益率が均等化され、企業家は正常利潤を得ている。それ故、その有効需要水準は利益のあがる産出額の拡大に制限を設け、実物資本財の需要量を決め、産出・雇用水準を決定する。資産の期待収益率（限界効率）が適応しなければならぬ水準を利子率が設定するという意味で、調整過程の結果として成立する



貨幣的均衡が有効需要原理を介して実物資本財市場均衡と産出額・雇用量を決定するのである。

貨幣的均衡概念を導入した場合、産出量と雇用水準は財市場の均衡条件ではなく、金融市場の均衡を規定する諸条件によって決定される。経済諸関係の因果性の方向性は、実物資本の期待収益率を起点とするのではなく、慣行的利子率が経済変動の起点となっている点が強調されるべきである。

## (2) IS-LM モデルの再解釈

以上検討した貨幣的均衡によって成立するマクロ均衡は、次のような特質を持っている。

①慣行的利子率と資本の限界効率の均等を確立する長期の貨幣的均衡は、いかなる雇用水準とも両立する実物資本投資を生むことができる。それ故、貨幣的均衡は、複数の実物経済の状態と対応する。②貨幣的均衡において確立される実物資本への投資需要が完全雇用を保証する産出水準をもたらず、潜在的生産能力をかなり下回っていたとしても、すべての資本資産の収益率が均等であるので経済は均衡状態にある。③貨幣的均衡分析の観点からみれば、貨幣数量方程式を前提とする貨幣数量説は、完全雇用を唯一の均衡状態とする貨幣的均衡を仮定している。その意味で、貨幣的均衡の特殊ケースを一般化した理論にはかならない。

貨幣的均衡概念をポスト・ケインジアンや主流派ケインジアンのマクロ・モデルに適用することによって、統一された理論構造を与えることができる。以下ではまず、カルドア (Kaldor, 1981) のモデルに貨幣的均衡概念を導入し貨幣的経済分析の系譜に属する貨幣的均衡のマクロ・モデルを構築してみる。

$$PQ = MV \quad (4)$$

$$P = (1 + \pi)w \frac{N}{Q} \quad (5)$$

$$MV \equiv D \equiv Y = \frac{1}{1 - c} I(\bar{i} = \bar{r}) \quad (6)$$

$$M = \frac{Y}{V(i, \bar{i})} \quad (7)$$

$$i = \bar{i} \quad (8)$$

このモデルは、貨幣的均衡の観点から解釈するとき、貨幣的経済分析の諸特性のすべてを備え、ポスト・ケインジアン<sup>32)</sup>の貨幣的理論に基礎を与える。それにとどまらず、新古典派総合の「古典派」モデルとケインジアン・モデルの比較を可能とする。もっとも、このモデルは、(8) 式において慣行的利子率を外生変数として導入している点で、カルドア・モデルと異なっている<sup>33)</sup>。

モデルは4個の未知数  $P$  (物価水準)、 $Q$  (実質産出量)、 $V$  (貨幣の流通速度) および  $i$  (市場利子率) を決定する4本の方程式から構成されている。 $M$  (貨幣量)、 $w$  (貨幣賃金水準)、 $I$  (投資水準) 及び  $c$  (消費性向)、 $\pi$  (直接費用に対して付加されるマークアップ率)、 $\bar{i}$  (慣行的利子率)、 $\hat{r}$  (資本の限界効率) は外生変数と仮定されている。 $N$  は雇用量を示し、生産関数  $Q(N)$  と流動性選好関数  $V(i)$  は「行動」関係式であり、 $1/(1-c)$  は乗数である。 $Y$  は名目産出量、 $D$  は貨幣表示の総需要関数であり、 $D = Y = PQ$  であるので、 $Y \equiv PQ$  となり、 $Y$ 、 $D$  は独立変数ではない。

このモデルについて次の点を注意する必要がある。第1に、このモデルは、逐次的因果関係モデルであり、同時方程式の体系として解くことはできない。第2に、慣行的利子率 ( $\bar{i}$ ) は外生的変数として扱われ、資本の限界効率とともに有効需要点を決め、産出量・雇用量を決定する。第3に、実質賃金と雇用量の間に負の関係が存在するとしても、労働市場についての新古典派分析が果たす役割はない<sup>34)</sup>。第4に、(6) 式は貨幣数量方程式であるが、(7) 式の流動性選好関数により貨幣数量は制約されている。すなわち、貨幣数量方程式はすべての有効需要点において成立するけれども、貨幣数量説は放棄されている。第5に、投資 ( $I$ ) が独立の支出の唯一の源泉となっており、政府支出や輸出のような他の重要な有効需要の源泉は無視されている。このモデルを逐次的因果関係モデルとして解けば次のようになる。

金融市場参加者の慣行に配慮して中央銀行が、公定歩合や銀行間市場誘導金

利の設定によって政策金利を決めれば、慣行的利子率 ( $\bar{i}$ ) が決まる。 $\bar{i}$  の確定は、市場利子率 ( $i$ ) の変動の重力の中心が決まったことを意味する。それに従って短期利子率や長期利子率を含む各種金融資産の利回りと価格が決まる。それらの利子率と各種資本資産の限界効率が等しくなるように実物資本財の需要が変化し価格が変化する。利子率、限界消費性向、長期期待及び短期期待を所与とすれば、このようなメカニズムで実物資本の投資額が決定され総需要関数 ( $D$ ) が確定する。総需要関数が決まれば、貨幣の流通速度 ( $v$ ) と売上高 ( $PQ$ )、そして産出額 ( $Y$ ) が決定され、 $v$  と  $Y$  から貨幣供給量 ( $M$ ) が決まることになる。賃金率、利潤マークアップ、技術の状態および労働生産性を所与とすれば、雇用量 ( $N$ ) が決定される。

このモデルの核心は、貨幣的均衡 ( $\bar{i}=\bar{r}$ ) が利益のあがる産出量の拡大に制約を設けるという点にある。長期均衡において、慣行的利子率が総需要の独立的な構成要素である実物投資額を定め、そして有効需要点を確立する。ひとたび有効需要点が確立され雇用量が決定されると、貨幣賃金や物価など体系の残りの部分がいかに伸縮的であろうと、完全雇用へ向けての調整を引き起こすことはもはやできないことを示している。

以上のメカニズムを、ポスト・ケインジアン総需要・総供給モデル ( $D-Z$  モデル)<sup>35)</sup>に関連づけることによって図解することができる。(5) 式は、ポスト・ケインジアン・モデルにおける総供給関数 ( $Z$ ) と解することができる。それは賃金率、利潤マークアップ、技術の状態および労働生産性を所与とすれば、期待売上高 ( $PQ$ ) を雇用量 ( $N$ ) に関係づけたものである。こうした総供給関数の解釈は、どのような特定の雇用水準が維持されとしても、少なくとも正常利潤が得られなければならないことを意味している。利子率、限界消費性向、長期期待及び短期期待を所与とすれば、(6) 式は総需要関数 ( $D$ ) に相当するものである。そのとき、2つの関数は図1に示されるように描くことができる。

慣行的利子率が決まると、それを中心に変動する市場利子率及び長期利子率が決まる。そのとき長期の貨幣的均衡 ( $\bar{i}=\bar{r}$ ) は、 $E$  点において有効需要点も

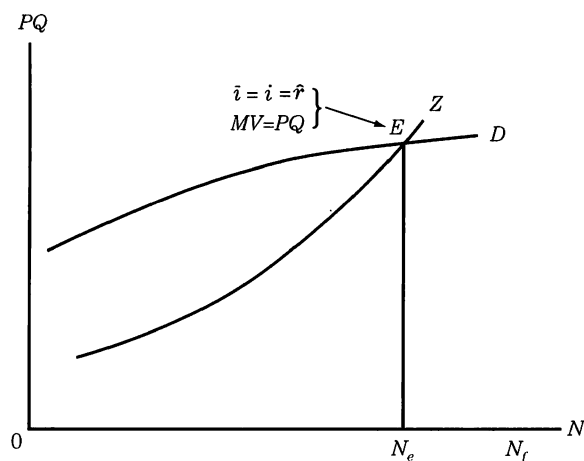


図1 総需要・総供給 (D-Z) モデルにおける貨幣的均衡

決定することになる。すなわち、長期においては超過利潤が競争によって失われるので、競争は産出水準がこの有効需要点まで拡大することを保証する。代表的企業をとれば、 $E$  点は代表的企業がその点から離れる動機が全くないという意味で、極大利潤点である。利子率以上の期待収益率を得る実物資本しか投資されないので、実物投資額が確定し、乗数を外性変数とすると期待売上高 ( $PQ$ ) 上に均衡産出額が決定されるからである。産出額が決まれば、均衡雇用量 ( $N_e$ ) も決まるが、それが完全雇用量 ( $N_f$ ) と一致する保証はない。ここで注意すべきなのは、均衡において (6) 式の貨幣数量方程式は成り立つが、それは均衡の決定にとって何の役割も演じないという点である。

図2は、以上述べてきたモデルとその解釈を用いて、 $IS-LM$  モデルを再構成したものである。この場合、 $Z$  関数を  $IS$  関数として、 $D$  関数を  $LM$  関数と労働供給関数 ( $NS$ ) から構成されるとみなしている。ここでなされる  $IS-LM$  モデルの再構成の核心は、縦軸の市場利子率、そして資本資産の限界効率は慣行的利子率 ( $\bar{i}$ ) によって決定され、慣行的利子率は、新古典派の自然利子率とは異なった外生的変数であるという点にある。 $IS$  曲線と  $LM$  曲線に沿った動きは

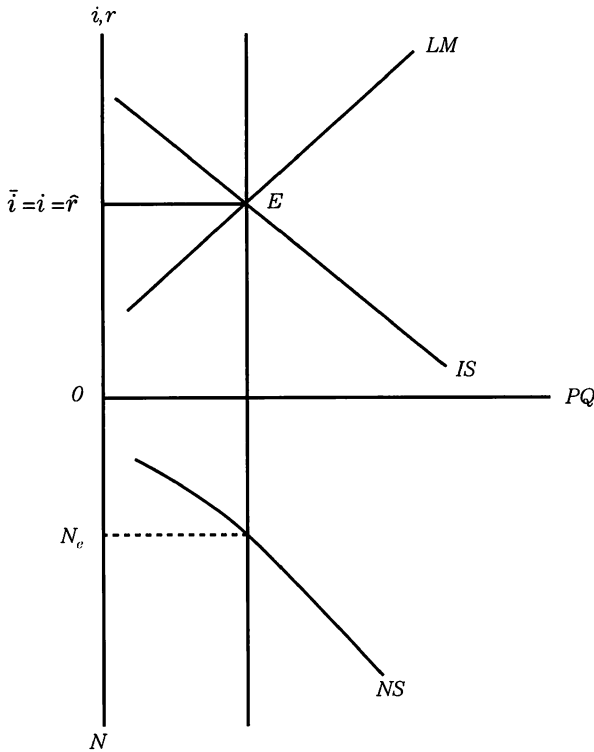


図2 貨幣的均衡と IS-LM 曲線

慣行的利子率をめぐる貨幣利子率の一時的ないし短期的な攪乱を表し、慣行利子率の変化は  $IS$  曲線と  $LM$  曲線をシフトさせることになる。

金融市場で慣行的子率 ( $\bar{i}$ ) が決まると、それを中心に変動する市場利子率 ( $i$ ) が決まり、そのとき長期の貨幣的均衡 ( $\bar{i} = i = \hat{r}$ ) は  $E$  点になる。そして  $E$  点において有効需要点が決まる。そのとき、 $PQ$  上で均衡産出額が決まり、貨幣賃金率とマークアップ率が所与であると仮定すれば、均衡雇用量 ( $N_e$ ) が決定されることになる。均衡雇用量が完全雇用量と一致する保証はないことはいうまでもない。

## 貨幣的理論 (monetary theory) の現状と展望 (野下)

ある貨幣的均衡の下でも、貨幣賃金率やマークアップ率の変化が雇用量を変化させることはできる。しかし、産出額が貨幣的均衡によって決定されている場合、生産性に急激な変化がないとするならば、貨幣賃金率とマークアップ率は相反関係にあるので、両変数の変化による雇用量の変化には限界がある<sup>36)</sup>。また、このモデルを離れて現実経済における貨幣賃金の変化が貨幣的均衡に与える影響、つまり資本の限界効率と利子率に対する影響についてみても、賃金切り下げの消費性向に対する影響が完全雇用を回復させる手段とはなりえない。確かに、慣行的利子率の規定要因についてモデルの特性をもっと詳細に検討する必要がある。だが、以上のモデルの要約から、1つの独立変数としての慣行的利子率が、産出・雇用水準の決定において中心的な役割を担うことは明らかである<sup>37)</sup>。慣行的利子率の水準によって決まる貨幣的均衡の変化によって実物資本需要、すなわち実物投資が決まり、産出・雇用水準が決定されるのである。

### 4.3 貨幣的均衡モデルの含意

マクロ・モデルに貨幣的均衡概念を導入することは、ポスト・ケインジアン分析を強化することはいうまでもない。そればかりでなく、貨幣的均衡概念を導入した産出・雇用水準の決定は、以下のような含意をもっている。

#### (1) 貨幣的均衡モデルと有効需要原理

ここで示された貨幣的均衡モデルの主要な貢献は、貨幣的均衡概念と有効需要原理の統合にある。このことはまた、金融市場の均衡条件が有効需要原理を介して経済全体に影響を及ぼすような発展した金融部門を持つ経済の分析枠組みを提供したことを意味する。

貨幣利子率が古典派あるいは新古典派の原理によっては説明しえない生産・分配プロセスにとって外生的変数であるなら、貨幣的均衡が実物投資額を確定し、その点を越えて産出量を拡大しても利益があがらないような有効需要水準を設定する。その有効需要水準においては、企業家は生産を拡大する動機をも

たない。すなわち、貨幣的均衡が成立しており、諸資本資産の収益率は均等化されているからである。だが、資本主義経済においては、貨幣利子率を長期の完全雇用産出水準に関連づける自動調節メカニズムは存在しない。したがって、特定の金融政策及び貨幣利子率の存在を仮定しない限り、完全雇用を保証する有効需要水準を生み出すには不十分となる可能性がある。少なくとも、完全雇用がつねに成立するとはいえない。

外生変数として慣行的利子率を導入した貨幣的均衡モデルに対しては、①モデルは過剰決定問題を含んでいる (Modigliani, 1944)、②貨幣的均衡モデルは不均衡に関するモデルである (Kohn, 1981)、あるいは③貨幣的均衡モデルが総需要と総供給の均衡を仮定しないため非整合性を含む、といった批判がなされてきた (Sargent, 1979, pp. 92-5)、さらには④不完全雇用均衡は硬直的賃金の仮定を必要とする、といった批判や解釈がしばしばなされてきた。しかし、そうした批判や解釈は貨幣的均衡モデルにおける有効需要原理の存在と意義を見落としていたために生じたものである。セイ法則が抱える問題は、それが利益のあがる産出量の拡大に限度がないこと、したがって産出量は労働力が完全雇用される水準まで拡大されることを含意している点にある。これに対してケインズは、有効需要原理が利益のあがる産出量の拡大に限界を設け、均衡がどのような雇用水準においても成立すると主張したのである<sup>38)</sup>。他方、アシマコプロスの見解に見いだされるようにポスト・ケインジアンが多くにあっても、有効需要水準は期待収益率によって決定されるという考えを共有している。しかしそうした見解は、期待が低迷したときにのみ不完全雇用均衡が生じるだろうという非難に晒されることになった。貨幣的均衡概念の導入は、こうした問題点を回避することにも貢献する。

## (2) 金融市場とマクロ経済パフォーマンス

貨幣的均衡モデルにおいて、慣行的利子率が経済体系の重心の役割を担った。だが、慣行的利子率の水準は、実物部門の価格決定における再生産価値のような実物的かつ客観的な基礎をもたず、金融市場参加者の慣行や、その慣行に配

慮して実施される中央銀行政策に規定されていた。このことは、金融部門の動きが、金融市場参加者の心理状態を介して、2つの意味でマクロ経済に影響することを意味する。

第1に、産出量・雇用水準は、貨幣的均衡と有効需要原理を介して決定されるので、マクロ経済の均衡水準が、金融市場参加者の長期期待の状態と中央銀行の政策決定に依存することを意味している。金融部門は、現在の慣行的利子率についての市場参加者と中央銀行家の心理状態を介して、実物部門の均衡水準に影響するのである。第2に、金融市場参加者たちが特定の慣行的利子率に対してどのような期待を抱くか、あるいは現在の慣行的利子率が持続するであろうと考えるかどうかということが、貨幣的均衡水準の安定性に影響することになる。慣行的利子率の安定について市場参加者に確信が存在する場合には、期待は収束的になり、市場利子率が一時的に乖離したとしても慣行的水準へ復帰する自己調節的性格を持つことになる。逆に、市場参加者の確信が失われ、現行の慣行的利子率はもはや見捨てられたとみなされれば、期待は発散的になり、慣行的利子率の安定性は損なわれ、金融市場の潜在的不安定性が顕在化する<sup>39)</sup>。

もし、それまで金融市場を安定化させていた慣行が崩れ、新古典派の理論家がしばしば主張するように、利子率は「客観的な」市場諸力の変動に委ねるべきだという誤った信念が支配し利子率の安定性を回復しようとする試みがなされないならば、不安定化は経済全体に波及する。そして、中央銀行が新たな慣行的利子率の確立に失敗すれば、マクロ経済は破綻の淵に追い込まれることさえありうる。

### (3) 経済分析と心理的要因

貨幣的均衡メカニズムの下では、経済主体、特に金融市場参加者の期待が金融市場の変動を惹起し、それを介して実物部門に影響を及ぼすことになる。もちろん、実物部門においても期待などの心理的要因は一定の影響を与える。だが、実物財市場の需給変動が実物財に対する生産・消費向けの定常的需要と再



生産費によって制約されている限り、実物部門に対する心理的要因の作用は限定的である。対して金融資産については定常的需要や再生産費などの規定要因がないため、金融市場の需給変動に対する心理的要因は遙かに重大な影響を及ぼす。それ故、金融部門が経済体系に対して重要性を増すにつれて、金融市場というチャンネルを介して心理的要因が経済全体に決定的な影響を及ぼすようになった。経済理論への心理的要因の導入にあたっては、こうした金融部門の影響力増大という経済構造の変化と心理的要因の関係を認識しておく必要がある。合理的期待形成仮説にみられるように期待を内生化した点に近年の経済学の貢献がある。しかし、現代経済学における心理的要因はしばしば、心理的要因と、金融市場を含む経済構造との関連を明示しないまま理論化されてきた。

#### (4) 貨幣的均衡分析と財政・金融政策

金融資産が実物資本と同様に投資対象となっている経済、すなわち貨幣的均衡によって産出・雇用水準が決定される経済においては、何らかの理由で非流動的資産に対する投資家の評価が高まらない限り、低流動性の実物資本への需要（投資）は相対的に抑制される。特に金融市場が不安定になれば、非流動的な実物資本への需要は急減する。したがって、金融市場の不安定性が高まる場合、需要拡大の波及効果が抑制され、財政政策の有効需要拡大効果も限定される。それ故、慣行的利子率の設定を通じて金融市場参加者の期待を誘導・安定化する中央銀行が、発展した金融部門を持つ経済における安定化政策において重大な責務を担うことになる。新古典派理論は、暗黙のうちに、金融政策とは利子率を完全雇用と両立する水準に維持することだと仮定している<sup>40)</sup>。しかし、中央銀行が市場参加者の確信を維持する、すなわち潜在的に不安定な主観的要因を制御する重責を担っている点を看過すべきではない。

予想収益についての期待が特段に不安定ならば、民間実物投資は任意の慣行的利子率で大幅かつ突然の変動を受ける可能性がある。金融政策によってこれらの変動を相殺するには、慣行利子率の同様に大幅な変動が必要とされ、逆に金融市場を不安定化する可能性さえある。さらに限界効率の変動があまりにも

貨幣的理論 (monetary theory) の現状と展望 (野下)

大きければ、慣行的利子率を操作しても相殺することは困難である。その場合には、総投資のかなりの部分を占める政府投資のコントロールという広義での財政政策が必要になる (Kregel, 1985, p. 33, p. 40)<sup>41)</sup>。

## 5 貨幣的均衡モデルの拡張

### 5.1 貨幣的均衡分析と現代マクロ経済学

ロジャーズによって試みられた戦後貨幣的理論と貨幣的均衡分析の検討は、第二次大戦後のマクロ経済学が金融部門を統合するために必要とされる分析枠組みを持たないまま金融現象とその影響を分析してきたことを露わにした。こうした戦後マクロ経済学が内包する問題点は、現代経済学の多くにおいてもなお広く見受けられるものである。

第2節でみたように金融取引が増大し、実物資本と同じく金融資産が投資選択の対象になるにつれて、実物部門をアプリオリに経済分析の基礎におく実物的経済分析、すなわち新古典派経済学の説明力は低下していった。そのとき、新古典派の規範的論理を押し進めることによって既存経済学の意味を回復しようとする合理的期待形成学派、そしてRBCが登場してきた。彼らは合理的期待仮説に基づいて期待形成を内生化し政策効果について論じた。しかし、重要性を増してきた金融部門の働きや役割を体系的に経済分析に導入したわけではなかった。むしろ合理的期待仮説を新古典派モデルの長期均衡へ応用することによって、金融部門の動きと関連して発生する各種現象を貨幣錯覚や予期されない政策発動による合理的判断の攪乱などと捉え、経済全体に一時的ショックを与える要因として分析する方法が強調された。こうして経済学は、金融部門の影響が強まってくるほど、実物的経済分析に引きこもり、現実を体系的に分析しようとする志向を弱めた<sup>42)</sup>。

かってマネタリストによる長期分析と長期的政策効果の強調は、ケインジアンの短期分析への固執に対する補完であったばかりでなく、財政政策や税制、雇用政策などの企業にとってコスト上昇要因となる各種政策の抑制ないし否定

を理論づけることを意図していた。金融資産との投資選択に晒されるようになった実物部門の企業は、それまでのような行動をとれなくなる。各種金融資産の期待収益率との比較で実物資本の期待収益率が評価されるため、流動性が低い実物固定資本を用いる資本活動は、資本効率の上昇、すなわちコスト圧縮と回転率上昇が要請されたのである。こうした要求は、金融取引がさらに活発化するにつれて徹底することが要請された。コスト上昇要因である労働組合制度、年金など第二次大戦後の社会保障政策の枠組みを再構築することが求められた。こうした要請に理論的根拠を与えたのが、合理的期待形成学派やRBCの長期分析であった。彼らは、社会問題や需要不足、金融市場の攪乱の影響などは長期的観点から無視できるものであり、あらゆる部面でコストを圧縮し、総合的な生産性を上昇することだけが必要とされると主張したのである。

こうした理論及び政策に対して、ネオ・ワルラシアンの標準的モデルに制約を加える各種の不完全性要因を導入し、より現実的な政策提案を行おうとするニュー・ケインジアンが登場してくる。ニュー・ケインジアンは情報の非対称性を前提とした分析手法を用いて、伝統的分析では暗黙的にしか扱われてこなかった金融仲介機関や信用の役割を明示的に分析しようとした。こうしたアプローチは、財市場とは異なった金融市場の動き、あるいは金利変動だけによっては資金需給が均衡せず信用割当が発生する可能性などを明らかにした。それだけでなく、資本市場分析にも適用され、投資家の心理的行動や裁定取引の限界という要因を導入して資産価格がファンダメンタルズから乖離することを分析可能にした。

経済学を現実近づけようとする意図と分析手法における貢献にもかかわらず、ニュー・ケインジアンにおいても、ネオ・ワルラシアン of 標準的モデルは廃棄されず、非対称情報や各種不完全性の存在がもたらす結果を評価する基準とされている。各種制度の分析や市場の不完全性についての研究が無意味だというわけではない。しかし、戦後ケインジアンがそうであったようにニュー・ケインジアンも、暗黙のうちに市場利子率と自然利子率の間にヴィクセル的な区別を盛り込み政策的結論を導き出そうとしている点で、ケインジアンと問題

## 貨幣的理論 (monetary theory) の現状と展望 (野下)

点を共有している。さらに、実物的経済分析の最も堅固な枠組みであるネオ・ワルラシアン標準的モデルを前提に不完全性要因と関連してだけ金融仲介機関や金融市場の存在根拠が導かれる限り、金融部門分析はモデルへ後から追加された非本質的な組み込みでしかない。加えて、ニュー・ケインジアンにおいては、分析手法だけでなく、経済分析の方法においてもネオ・ワルラシアンの要素が強くなり、各種要因をアドホックに組み込むネオ・ワルラシアンの分析手法の普及と相まって、実物部門と金融部門の統合という課題を意識的に追求することさえ希薄化している。

こうした理論状況は、金融市場分析への要請が高まる一方、市場システムの存在意義を根拠づけるためにアприオリに実物部門を基礎においた実物的経済分析に固執せざるをえないという古典派及び新古典派経済学に内在する矛盾の反映でもある。金融市場で展開される資産選択行動はあらゆる資産を金融資産との選択対象におくが、自然や人間を対象とせざるをえない農業や製造業の生産過程における各種制約は、実物資本財の将来収益の予測を本来不確実なものとしているはずである。しかし、現代経済学は、生産過程抜きの賦存資源配分の仕組みとして経済を捉えるネオ・ワルラシアン流の経済分析の方法をさらに押し進め、全ての資産の将来価格が予測可能であるかのように理論化しようとしている。金融部門を体系的に分析する方向に転換するのではなく、金融市場で生起する諸現象を実物的経済分析の枠組みに強引に組み込むことによって、経済学の規範的論理の正当性を守ろうとしている。それ故、現代経済学の相互補完的な構成要素として、不完全性を仮定して現実を説明しようとするニュー・ケインジアンが登場せざるをえなくなるのだが、標準的モデルが仮定する諸条件とは異なる不完全性を導入してはじめて現実を説明できるということは、現代経済学が方法論及び理論構築において困難に直面していることを物語っている<sup>43)</sup>。

## 5.2 貨幣的経済分析における残された諸問題

貨幣的均衡概念を発展させる試みは古典派及び新古典派の理論の双方で長い

歴史を持っている。ロジャーズにおいて試みられた研究は、先行研究を貨幣的経済分析の観点から体系化した点に意義がある。そればかりでなく、そこから導かれる戦後貨幣的理論の批判は、現代経済学に対しても有効な批判を提供した。しかし、今日の経済を分析するためには、ここで示された貨幣的均衡モデルについてさらなる拡張が試みられなければならない。

ボーモルはかつて、ヒックスの *IS-LM* モデルは貨幣需要論を最大化原理 (選択行動) を基礎に説明し資産選択論を導入した点に意義があると捉えた (Baumol, 1962)。しかし、経済主体が、最適な資産選択を望んだとしても、キャッシュ (現・預金) を預かっている銀行が余剰残高についての情報を提供しなかったり、余剰残高の適宜な資産運用を許さないかもしれない。あるいは、最適な資産選択を行うには運用資産や金融市場が限られていたり、存在しない場合さえある。資産運用を行うための制度的条件が完備していない場合、最適な資産運用を実現することは不可能である。新古典派理論は、資産選択と金融部門の発展を切断したまま金融市場の諸現象を理論化しようとし、さらにそうした欠陥を修正することなく実物部門と金融部門を統合するという誤りを犯してきた。金融部門の制度的特徴の関連を切断したまま理論化されてきたという問題点は、残念ながらポスト・ケインジアンも共有する。ポスト・ケインジアンにおいても金融部門を構成する諸要素を体系的に捉える枠組みが整えられているとは必ずしもいえないからである<sup>44)</sup>。

ロジャース流の貨幣的均衡が成立するためには、慣行的利子率を外生変数として扱う一方、貨幣供給についてホリゾンタリスト流の内生説が仮定されなければならない。すなわち、①中央銀行の準備預金供給が市中銀行の準備預金需要に対してつねに順応的 (accommodative) であり、②銀行システムが円滑に働いており、③銀行は借入需要に対して銀行貨幣、すなわち銀行預金をつねに供給するということが仮定されなければならない<sup>45)</sup>。しかし、このようなホリゾンタリスト流の内生的貨幣供給説は、結局は銀行システムは実物部門が必要とする決済手段を供給しなければならず、そうした銀行システムの役割を果たすためには中央銀行も銀行間決済に必要な準備預金を供給しなければならない

という、いわば超長期の結果を意味するものでしかない。

確かに、貨幣数量説が主張するように貨幣供給が貨幣需要から独立しているわけではない。個人の消費分野を除けば取引の多くで用いられている貨幣（決済手段）は、銀行預金などの信用貨幣である。こうした信用貨幣は貸借関係を介して供給される。したがって、貨幣供給が借入需要を不可欠とするという意味で貨幣供給は内生的である。だが、必要とされる貨幣需要に対して貨幣がつねに供給されるわけではない。中央銀行が金融引き締めを行ったり、銀行システム全体が貸出を抑制する場合、借入需要の減少以外の理由で貨幣供給は減少する。例えば、中央銀行が金融引き締めに乗り出す場合や、財務状態が悪化し貸出増加が信用低下をもたらす懸念のある銀行が銀行システムの中核を占めている場合、銀行間市場への準備預金供給と銀行貸出市場における銀行貸出は、借入金利の上昇を受け入れてさえ資金が調達でないという意味で信用割当が発生する。このように、市中銀行が借入需要に対してつねに貸し出すわけでもないければ、中央銀行がつねに準備預金需要に応じるわけでもない。むしろ、需要に対する貨幣供給に一切の制約を設けないと仮定することは、不確実性下における銀行や中央銀行の行動を捉えるための妨げとなる<sup>46)</sup>。貨幣供給が貨幣需要につねに応じるとは限らないという事実を考慮に入れて分析枠組みを再構築するとき、慣行的利子率の確立と中央銀行の役割もロジャーズが説明するほど単純でなくなる。

ロジャーズは、「もし体系の独立変数、特に利子率が、実物的経済分析の系譜に属する貨幣的理論によって主張されるようには、客観的な実物的諸力によって決定されない場合に、安定性を請け負う責任は通貨当局にかかっている」(Rogers, 1989, p. 269 [318 ページ]) と述べている。すなわち中央銀行による公定歩合や銀行間市場に対する誘導金利の設定が慣行的利子率を最終的に決定するのである。ロジャーズはまた、それまでの慣行が崩れ市場参加者の収益環境が変化した場合に新たな慣行的利子率が確立することを金融政策レジームの変化として捉えている。そして、新たな金融政策レジームを確立する際における中央銀行の主導的な役割を強調する (Rogers, 1989, pp. 252-4 [299-300 ページ])。

ージ))。しかし、中央銀行にしても、市場参加者の意向を無視して新たな慣行的利子率を設定できるとは思われない。

市中銀行は、将来の金融政策と銀行間市場での借入額を確実に予見できない限り、金融環境の変化に応じて銀行間決済に必要な準備預金の借入額や保有額を変化させることになる。そうした行動は、市中銀行の流動性調達コストに影響する。したがって、中央銀行の政策金利の設定は、市中銀行の準備預金調達コスト、したがって収益性に影響することになる。このことは、中央銀行が金融機関、特に銀行の収益性の状態を完全に無視できない限り、政策金利の選択幅は限定されることを意味する。特に、金融市場で主導的な金融機関の利害を大幅に毀損する懸念がある場合、中央銀行による政策金利の設定は、強力な政治的バックアップがない限り、市場参加者の意向を無視することはできない<sup>47)</sup>。

以上のことは、慣行的利子率を分析する場合、どのような金融機関が金融市場における資金調達・運用に主導的な役割を果たしているのかを分析すること、したがって銀行やその他金融機関の行動を規定する金融部門の構造を捉える分析枠組みが必要があることを示している。逆に、金融部門の構造の分析を深化させることなしに利子率決定の外生性だけが強調されるとき、中央銀行の役割を過度に強調した説明とならざるをえない。銀行や企業の貨幣需要がつねに満たされると仮定することは、資金調達にあたって各経済主体は不確実性に直面しないと想定するに等しく、金融市場における資金需給の規定要因についての検討は必要とされなくなる。そして、資金の需給関係を規定する要因が分析されないため、市場利子率の変動の重心となる慣行的利子率は中央銀行が結局は決めるのだという結論で満足することになるからである。金融市場参加者の慣行がどのようにして決定され中央銀行の金利政策に反映されるのかについてみるためには、金融市場での資金需給関係を規定する金融構造を分析できる枠組みを必要とする。

金融市場における慣行の形成プロセスを分析するためには、金融市場とは何かという概念規定からはじまり、金融市場に働く諸力や、そしてそうした諸力を生み出す構造を確認しておく必要がある。金融市場とは、決済システムで必

要となる決済手段の過不足の調整の場にほかならない。そして決済システムの中核を担っているのが銀行システム、現代において預金銀行システムにほかならない。したがって金融構造は、預金銀行システムと各種金融市場から構成されていることになる。このように金融構造を捉えると、利子率や為替相場を決定する決済手段の運用と調達、すなわち資金の需給関係は、市場参加者の期待や思惑だけによって規定されているわけではないことがわかる。金融市場における資金需給は、思惑だけで変動する投機性の調達・運用に加えて決済システムから派生する決済手段の過不足を調整する調達・運用によっても規定されている。確かに、そうした決済性の資金需給は、生産・消費向けの実物財の需給フローとは違って期待の影響を受けやすいが、投機性の資金需給とも異なり各種金融市場の需給に一定の安定性を保証することになる。

決済システムと金融市場の関連を認知することは、貨幣的均衡分析を拡張する際に重要である。ポスト・ケインジアンにおいて、金融市場における資産選択行動は、流動性選好論を投資家心理に基づく資産選択論と解釈し、資産選択行動を決済システム、すなわち銀行システムから切断して分析しようとしている<sup>48)</sup>。決済システムから生じる資金需給の動きが見過ごされるので、金融市場を安定化させる中央銀行の役割を過大評価することになる一方、金融市場の慣行形成に対する決済システムから生まれる資金需給の影響は認識されないままにおかれる。事実、銀行システムや金融市場の機能が大きく損なわれているとき、中央銀行の金融市場の安定化政策も十分に機能できず、有効需要政策を軸とした安定化政策の効果も著しく阻害される<sup>49)</sup>。

利子率の期間構造の分析においても、金融構造を分析する枠組みの未整備から生じる問題点をみることができる。ロジャーズは、貨幣利子率の議論を利子率体系について拡張することは容易であると述べている (Rogers, 1989, p. 212 [252 ページ])。しかし、銀行間市場などの短期金利の変動をもたらす短期金融市場と、長期債券市場などの長期金利の変動をもたらす金融市場の間で、それぞれの資金需給がどのように関係しているのかが分析されない場合、短期利子率と長期利子率の関係も明確にならない。短期金融市場における資金需給は、



近い将来において決済を必要とする経済主体と当面余剰資金を持っている経済主体の資金の調達・運用の場である。同様に長期金融市場は、遠い将来時点での返済義務を負う資金を調達しようとする主体と、長期にわたり支出を必要とされない余剰資金を持つ経済主体の調達・運用の場である。このように、各金融市場における資金需給は決済システムとの関係で規定される。したがって、金融市場間の資金需給の関係を分析するには、決済システムと金融市場の関係を捉えることができる分析枠組みを必要としている。別言すれば、ロジャーズをはじめポスト・ケインジアンにおいては、金融市場間の関係についての分析が看過されているため、利子率体系は単純な期待理論に依拠せざるをえなくなる。しかし、利子率体系についての期待理論は、短期金融市場とその他金融市場などの各部分市場の相互関係の分析を看過しており、利子率の変動がどのように利子率体系を動かすのかについて答えることはできない。

こうした問題点は、貨幣的均衡概念を拡張するには金融市場における均衡メカニズムをもっと詳細に吟味する必要があることを示している。他方、このことは、中央銀行の金利政策と慣行的利子率との関係、すなわち市中金融機関の慣行が形成されるメカニズムを吟味することにほかならない。その吟味は、単純な内生説を支える銀行（決済）システム及び金融市場の関係についての認識の修正を迫ることになる。決済システムと金融市場との関連、すなわち金融構造を捉える分析枠組みを整備することによって、銀行間市場と債券市場、資本市場などの金融市場間の需給関係が捉えられ、利子率の期間構造と利子率体系の動きが分析可能となる。そして利子率体系の分析を前提にして、中央銀行が金利政策を介して金融市場の安定性を達成する経路や役割を明確にできることになる。そのとき、貨幣的均衡概念を基礎とする貨幣的経済分析は、実物部門と金融部門の統合を改めて再構成することができよう。

## 6 むすび

発展した金融部門を持ち金融資産への投資が実物投資と代替的になしえるよ

うな経済においては、実物部門の企業家による資本資産の価値評価と、金融市場の投資家による価値評価が食い違う可能性がある。こうした経済において、実物投資は金融市場における資産価値評価によって主導され、産出・雇用水準は金融市場の均衡条件によって決定されることになる。これが貨幣的均衡モデルに基づいた分析から導かれる結論の核心である。資本制経済の発展が必然的に金融部門を発展させる限り、貨幣的均衡分析は、現代経済に対して有効な分析枠組みとなりうる。しかし、金融市場での資本資産の評価がどのようにして行われるのかという問題は、金融市場の動きを規定する要因の分析を必要とする。そして、金融市場の動きを明らかにするためには決済システムとの関連で金融市場が分析されなければならない。これらの分析課題が答えられた後に、貨幣的均衡概念を基礎とする貨幣的経済分析はより現実的な課題に応えられるように再構成されることになろう。

1970年代以来国際経済は、グローバリゼーションとして知られる変化に直面している。周知のようにグローバリゼーションには、実物経済面におけるグローバリゼーションと金融経済面におけるグローバリゼーションという2つの側面がある。しかし、実物面におけるグローバリゼーションが金融的側面によって主導されている点に注目しておく必要がある。アメリカを中心とした工業諸国における金融資産と実物資本の資産選択の活発化が、実物資本を用いる生産者や販売者たちに資本効率の上昇とコスト削減を要求した。こうした要求が、工業諸国だけでなく途上国を含めた工程間分業のため生産拠点の世界的配分を強めているのである。だが、グローバリゼーションの進展は、資源配分を改善し資本コストを低下させ途上国を含め各国の成長可能性を高める一方で、アジア通貨危機にみられるように21世紀型危機と呼ばれる国際金融・通貨危機も多発させた。第二次大戦後になって急展開をみた銀行間決済システムの効率化を軸とする決済システムの発展、それを基礎とする金融市場の多様化と資産選択の活発化が、決済残高に比して巨額な金融資産・負債残高を保持する金融構造を形成した<sup>50)</sup>。こうした金融構造は、資本資産価格の上昇局面では資本資産取引の拡大をもたらす一方、ひとたび決済手段の調達が困難になると、流動性

逼迫を波及させる。決済手段が調達困難になれば各種資産取引も縮小せざるをえず、資本資産価格の急落と金融市場の不安定化の可能性を高めるのである。

金融資産が実物投資とならび資産選択の対象となっている経済は、金融市場の不安定を伴う。金融市場の不安定性が強まれば、市場流動性に乏しい実物資産は投資家によって低評価され、その需要価格は下落し、実物投資額は相対的にであれ抑制される。こうした事態は、一定水準の成長を維持するために膨大な金融資産残高とそれを支える金融制度を維持されなければならないという意味で資源を浪費しており、潜在的には経済の成長性に桎梏として作用する。そして社会経済の進むべき選択肢を狭めることになる。

金融グローバリゼーションの進展、それを後押しする金融構造の変貌、こうした事態が提起している諸問題を解決するのに貨幣的均衡分析の拡張が要請されている。さらに、グローバリゼーションの進展による貨幣経済の浸透は、人類史的な問題性も孕んでいる。すなわち、グローバリゼーションによって、効率性基準が浸透し、長年にわたり歴史的につちかわれてきた各国の伝統や文化、そして発展段階の違いを反映した法・経済制度などが変革を迫られ、グローバル・スタンダードといわれるものに転換されつつある。単一基準による社会経済制度の変革は、社会的多様性を不可欠とする人間社会の存続可能性に疑念さえ投げ掛ける状況を生み出している。問題の根源は、金融取引の拡大を促進させながら十分な制御装置を欠いた内外の経済システムの仕組みにある。こうした事態を解決するにはどのような制度的アーキテクチャーが必要になるのだろうか。ここにも貨幣的経済分析が解決すべき残された問題がある<sup>51)</sup>。

## 注

- 25) ロジャーズ及びポスト・ケインジアンにおいて調整要因は、先物市場を持つ資本資産の先物価格と現物価格の差を意味しており、通常用語になおせば、資本資産のキャピタル・ゲイン(ロス)を意味する。資本資産の期待収益率について厳密に考えるならば、流動性プレミアムにはすでにキャピタル・ゲイン(ロス)が組み込まれており、資本の限界効率の規定要因として流動性プレミアムと区別して調整要因を含めるのは問題を含むが、ここではロジャーズ及び

貨幣的理論 (monetary theory) の現状と展望 (野下)

ポスト・ケインジアン用語法に従って説明する。

- 26) 「貨幣に対する利子率は雇用水準に限界を画するという特殊な役割を演ずるように見える。なぜなら、それは、資本資産が新しく生産されるためには、その限界効率が達成しなければならない基準を設定するからである」(Keynes, 1936, p. 222 [220 ページ])。
- 27) 「マーシャルが『貨幣』という言葉を使わずに『資本』という言葉を使い、『貸付』という言葉を使わずに『ストック』という言葉を使った点に注意すべきである。それにもかかわらず、利子は貨幣借入に対して支払われるべきものであり、この文脈における『資本需要』は『資本財ストックを買うための貨幣貸付に対する需要』を意味すべきである」(Keynes, 1936, p. 186 n.1 [183 ページ])。
- 28) 「利子率はそれ自身の将来に関する期待に依存する。それは期待に基づいた、主観的で心理的な、不確定なものである。そして経済システムの残りの部分もそうである。経済システムの安定性は、それが続いている間は、一種の慣行、すなわちそれが安定的であると想定する一般的な戦略協定に依存している。こうした安定性は、ひとたびそれに疑念がもたれると崩壊し、そして地滑りが新たな思いがけない地点で止まるまでは、連続した無秩序が介在するに違いない」(Shackle, 1967, p. 247)。
- 29) ケインズの議論は、資産収益や貨幣利子を含めて資本収益の源泉を生産剰余や貸借関係から問わずに、資本資産の収益発生を自明として自己利子という概念を用いて説明するためわかりにくくなっている。
- 30) この式は等式として満たされる必要はない。資本の生産における能動的使用と金融における受動的使用の間に見られるように、収益率に階層性があるとした方がより現実的である。
- 31) もちろん、ここでの短期的調整過程の分析は、主に実物資産の価格調整と利子率との関連におかれており、金融資産と利子率といった金融資産間の短期的調整についての分析は行われていない。
- 32) 「提供される資本財と需要される資本財との間の均等化は資本財の価格によってもたらされるのであって、利子率によるのではない。利子率によってもたらされるものは、貨幣貸付すなわち金銭債権の需要と供給との間の均等化である」(Keynes, 1936, p. 186 n. 1 [183 ページ])。
- 33) (6) 式の欠落は、有効需要原理の見落としを意味し、モデルは、流動性の異および貸金硬直性を特殊な場合とすることで、新古典派の貸付資金説に容易に取り込まれてしまうことになる。これらは (6) 式の追加と、カルドア・モデルの流動性関数  $M = \frac{Y}{V(i)}$  式を (7) 式のように修正することによって一変する。

- 34) (5) 式は、 $P = (1+\pi) \frac{dN}{dQ} w$  と修正できるが、この式は新古典派の「労働需要関数」と極めて似ている。だが、そのように解釈することはできない。この式で  $Q$  を従属変数として扱うことは、貨幣数量説の支柱の1つである完全雇用の放棄を意味し、持続的ないし恒常的な失業の存在を容認することになるからである。
- 35) ポスト・ケインジアン総需要・総供給モデル ( $D-Z$  モデル) については、Weintraub (1958) 及び Davidson and Smolensky (1964) を参照。
- 36) 「一定の実質賃金のもとで利用可能な労働供給量が雇用の上限を画するということを別とすれば、雇用量は実質賃金をもって測られた労働の限界不効用によって決定されるのではない。消費性向と新投資量とがあいまって雇用量を決定する」(Keynes, 1936, p. 30 [31 ページ])。貨幣的均衡が失業をともなった有効需要点を確立すると、企業家が均衡を達成し正常利潤を得ている場合には、彼らは実質賃金について労働者と交渉をおこなう合理的な根拠がなくなる。
- 37) この点について詳しくは、Rogers, 1989, Chapter10 [第10章] を参照されたい。
- 38) この点に関してケインズは次のように述べている。「貨幣所得水準が変化しうる体系では、正統派理論は解を与えるために必要とされる方程式が1本足りないのである。疑いもなく、正統派の体系がこうした不一致を発見するのに失敗した理由は、それが暗黙のうちにすべての利用可能な資源の雇用に対応する水準で所得は所与であるとおねに想定したからである」(Keynes, 1973, pp. 122-3)。
- 39) こうした事態は、安定性の慣行が打ち破られ、期待がヒックスの意味で弾力的となるという理由で起こりうるのである。
- 40) 現代の貨幣的理論家の多くは確かに、通貨当局は純粋な市場諸力が市場利子率を自然利子率に自動的に調整するよう見守らなければならないとは主張していない。むしろ、合理的期待形成仮説の枠組みで、通貨当局はインフレターゲット政策を採用しインフレ期待を高め、市場実質金利が自然利子率 (均衡実質利子率) に一致するようにしなければならないと主張している。しかし、こうした主張も本質においてケインズが古典派に対しておこなった批判、すなわち、「それは暗黙のうちに、金融政策とは利子率を完全雇用と両立する水準に維持することだと仮定している」(Keynes, 1973, pp. 122-3) という批判が妥当する。
- 41) 財政赤字の発生は投資の安定化を達成することに失敗したことの徴候にはかならず (Kregel, 1985, pp. 32-3)、極端な非常時を除いて、財政赤字は失業の救済策とはならない。それは、長期的には不安定化をもたらす可能性さえある。

## 貨幣的理論 (monetary theory) の現状と展望 (野下)

- 42) RBC は当初、内生的な技術変化が経済変動を生み出す主原因だと主張していた。しかし、技術変化が投資を生み、生産が拡大し所得が創出されるプロセスにおいて、数多くある新技術の可能性に対して、誰かが資金を貸さない限り、新技術は製品化されない。したがって、新技術が経済変動や成長の重要な契機であるとしても、論理的な出発点は、そうした新技術に対する金融市場での評価にある。
- 43) ロジャーズは、日本のデフレ経済を分析したクルーグマンの「流動性の罠」論を貨幣的経済分析の観点から批判している。ロジャーズの批判の焦点は、クルーグマンが、日本経済低迷の原因を財市場を均衡させるに必要とされる実質均衡利子率（実物資本財収益率）が負であると捉える一方、低迷状態を開閉する方策として期待インフレ率の引き上げをつうじた実質利子率（実質資本コスト）の引き下げによる均衡の達成を主張するというヴィクセリアン的な実物的経済分析の枠組みを用いている点におかれる。
- 44) ファザーリのニュー・ケインジアン的手法の導入とその後のポスト・ケインジアン内部での論争は、ポスト・ケインジアンにおける金融部門の制度や構造についての分析枠組みが整っていないことを反映している。
- 45) ホリゾンタリストの議論の特徴について詳しくは、野下（2001）第3章を参照。
- 46) ホリゾンタリストやサーキュレーション・アプローチの内生的貨幣供給説においては、金融市場均衡は実物体系から独立に決定できない。その意味で、貨幣的均衡概念を理論上持たない。さらに、準備預金調達についてコスト及び利用可能資金量について銀行が選択を行わないとされているので、不確実性を仮定せずに銀行行動や貨幣供給を説明していることになる。
- 47) この点は、中央銀行の国有化論や民主化論の議論と関係している。金融部門の拡大は、政治的理由で金融市場の安定を無視してインフレ政策に傾きがちとなる政府や議会から、中央銀行政策を遮断することを要請した。だが、中央銀行の独立性は実際には、金融政策決定における金融機関の影響力を強めることになり、産業企業や労働組合の利害と対立するようになった。こうした事情が改めて中央銀行の国有化や民主化を議論の俎上に乗せることになった。
- 48) 例えば、デヴィッドソンは、内生的貨幣供給を支持する一方で、流動性選好説が適用されるのは資産選択論であると主張している。
- 49) 金融機関の現行の慣行が経済全体に深刻な悪影響を及ぼすとき、金融市場の構造自体を変革する必要がある。だが、それを是正する力は中央銀行にはない。特に、中央銀行の独立性が強まるほど、金融市場の慣行に反して中央銀行が金融機関の利害に反して行動することはできなくなる。逆に、既存の慣行に反した行動を採る場合、金融部門の主動勢力の収益に悪影響を与える可能性が高ま

り、金融システムを不安定化させる懸念さえ生じる。

- 50) 第二次大戦後、銀行間決済の効率化の進展がどのように金融市場の多様化をもたらした、資産選択活動を活発化してのかという点について詳しくは、野下 (2001) 第2部を参照
- 51) 野下 (2001) では、こうした問題の解決には、金融資産・負債形成を抑制・管理する国際的協同作業の枠組み、すなわち非ケインズ型管理通貨制度が求められると主張している。

## 参考文献

- Baumol, W. J., 1952, "The Transaction Demand for Cash: An Inventory Theoretical Approach," *Quarterly Journal of Economics*, 66, pp. 545-56.
- Brunner, K. and Meltzer, A. 1976, "An Aggregative Theory for a Closed Economy," in *Monetarism*, ed. J.L. Stein, NorthHolland, pp. 67-103.
- Chick, V. 1983, *Macroeconomics After Keynes*, Philip Allan (長谷川啓之、関谷喜三郎訳『ケインズとケインジアンのマクロ経済学』ポスト・ケインジアン叢書19, 日本経済評論社, 1990年).
- Davidson, P. and Smolensky, E., 1964, *Aggregate Demand and Supply Analysis*, Harper and Row (安部一成訳『ケインズ経済学の新展開：総需給分析』ダイヤモンド社, 1966年).
- Kaldor, N., 1981, *Origins of the New Monetarism*, University College of Cardiff Press.
- Keynes, J. M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan (塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』(ケインズ全集第7巻) 東洋経済新報社, 1983年).
- Keynes, J. M., 1973, *The General Theory and After: Part 2, Defense and Development, Collected Writings*, Vol. 14, ed. D. Moggridge, Macmillan.
- Kohn, M., 1981, "A Loanable Funds Theory of Unemployment and Monetary Disequilibrium", *American Economic Review*, 71, pp. 859-79.
- Kregel, J. A., 1985, "Budget Deficits, Stabilisation Policy and Liquidity Preference, Keynes's Post-War Policy Proposals", in *Keynes's Relevance Today*, ed. F. Vicarelli, Macmillan pp. 28-50.
- Modigliani, F., 1944, "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money," *Econometrica*, 12, pp. 45-88.
- Rogers, C., 1989, *Money, Interest and Capital: A study in the foundations of monetary theory*, Cambridge University Press (貨幣的経済理論研究会訳『貨幣・利子および資本：貨幣的経済理論入門』2004).

貨幣的理論 (monetary theory) の現状と展望 (野下)

Sargent, T. J., 1979, *Macroeconomic Theory*, Academic Press.

Shackle, G. L.S., 1974, *Keynesian Kaleidics*, Edinburgh University Press.

Stein, J. L., 1976, *Monetarism*, North-Holland.

Weintraub, S., 1958, *An Approach to the Theory of Income Distribution*, Clifton.

野下保利, 2001, 『貨幣的経済分析の現代的展開』日本経済評論社.

(本稿の作成にあたっては、国士舘大学政経学部から資金的援助を受けた)