流動性選好理論の再考察(II)

武野, 秀樹

https://doi.org/10.15017/4403378

出版情報：經濟學研究. 31 (1), pp.37-53, 1965-04-25. 九州大学経済学会

流動性選好理論の再考察（II）

武　野　秀　樹

金融資産収益曲線

これまでの考察では、一経済単位がその保有する金融資産から期待する収益のうち資本利得だけをとりあげてきた。つまり、期待収益のもう一つの成分である利子収入は度外視されていた。利子収入を考慮に入れるならば、金融資産の保有にもとづく収益とその等量曲線はどのように変化するであろうか。

金融資産収益函数 G は次のかたちにかくことができる。

$$G = R(M_2, \sigma) + dB \quad \cdots\cdots (11)$$

ここに、$\sigma=|B|$. 等量曲線の性質を検討するためには、G を一定とした場合の dM_2/dB と d^2M_2/dB^2 をしらべねばならない。⑪から、次の関係をうる。

$$\left(\frac{dM_2}{dB}\right)_{G=\mathrm{Const}}=-\frac{R_\sigma\sigma'+\mathrm{d}}{R_{M_2}}\qquad(B\neq0)\cdots\cdots(12)$$

$$\left(\frac{d^2M_2}{dB^2}\right)_{G=\mathrm{Const}}=-\frac{1}{R^3_{M_2}}\{R^2_{M_2}R_{\sigma\sigma}-2R_{M\ \sigma}R_{M_2}\sigma'(R_\sigma\sigma'+\mathrm{d})+(R_\sigma\sigma'+\mathrm{d})^2R_{M_2M_2}\}\qquad(B\neq0)\cdots\cdots(13)$$

ただし、$R_\sigma=\partial R/\partial\sigma$, $R_{M_2}=\partial R/\partial M_2$, $\sigma'=d\sigma/dB$, $R_{\sigma\sigma}=\partial^2R/\partial\sigma^2$, $R_{M_2M_2}=\partial^2R/\partial M_2{}^2$, $R_{M_2\sigma}=\partial R/\partial\sigma\partial M_2$.

$R_{M_2}>0$ から、⑫は、$R_\sigma\sigma'+\mathrm{d}$ が正であれば負となり、負であれば正となる。$B<0$ であれば、R_σ と σ' はともに負となり、$R_\sigma\sigma'+\mathrm{d}>0$ したがって⑫は負となる。これにたいして、$B>0$ ならば、$R_\sigma\sigma'+\mathrm{d}=R_\sigma+\mathrm{d}$ となって⑫の符号は確定しない。この場合は、もしも $|B|$ の増加のもたらす資本損失の予想額が、債券一単位の利子 d をこえることがあれば、$R_\sigma+\mathrm{d}<0$ したがって⑫は正となるであろう。また、すでに R の微分において注意したのと同じように、$B=0$ では⑫は存在しない。(1)

次に、等量曲線にかんする第二次微係数⒀の符号について考えよう。⒀に含まれる偏微係数のうち、符号のあきらかでないものは $R_{M_2\sigma}$ だけである。M_2 の増加のもたらす資本利得の増加の割合が $\sigma(=|B|)$ がふえるにつれて増加するか、減少するかは明確な推論を下しえない問題である。しかし、いずれにせよ、M_2 と B のすべての変域にわたって、$R_{M_2\sigma}$ が大きな絶対値をもつことはないと考えることは許されるであろう。(2) われわれはこのことだけを念頭におくこと

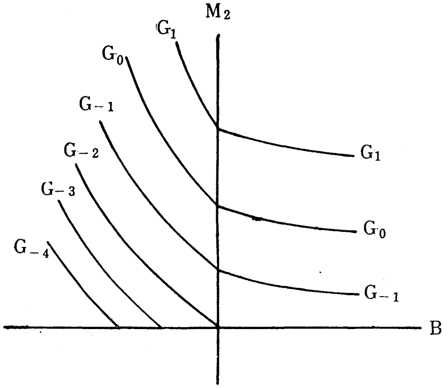
とし、$R_{M_2\sigma}$ の符号についてはとくに前提を設けない。$R_{M_2\sigma}$ の符号が定まらないかぎり、⒀ の符号も確定しないことになるが、もしここで、$|R_{M_2\sigma}|$ が十分小さいと仮定すれば、⑺、⑻ から、

$$\left(\frac{d^2M_2}{dB^2}\right)_{G=\mathrm{Const}} > 0$$

が成立する。

以上のことを考慮に入れて金融資産収益函数 G の等量曲線を M_2B- 平面上にえがけば、第4図がえられる。第4図で G_i は右下がりで下方に凸である。G_0 は収益を全くもたらさないような貨幣と債券の組合わせを示している。G_0 を境界として、その左方の等量曲線は負の収益に対応し、右方の曲線は正の収益をあらわすのである。右方に位置する曲線ほど、より大きな収益をあらわしていることはいうまでもない。また、$G_{M_2M_2}=R_{M_2M_2}<0$, $G_{BB}=R_{BB}=R_{\sigma\sigma}(\sigma')^2<0$ から、G は右上方にすすむにしたがって増加の割合が減少することがわかる。

第 4 図

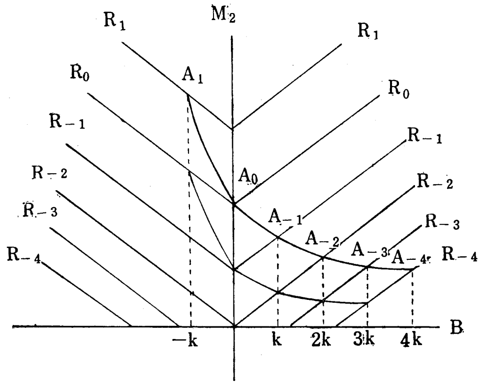


ここで、第3図と第4図に示された等量曲線の相互関係を図解的に示しておこう。第3図における R_i は ⑽ に示したが、これはまた、債券一単位あたり利子 d をもちいて、次のようにかいてもよい。

$$R_i = ikd \qquad (i=\cdots\cdots, -4, -3, -2, -1, 0, 1, \cdots) \cdots\cdots\cdots(14)$$

ただし、$k=h/d$

第 5 図



第5図では、第3図と全く同様に、等量曲線 R_i は $h(=kd)$ の間隔を保つようにえがかれている。保有債券数量を示す水平軸上に $-k, 0, k, 2k, 3k, 4k, \ldots\ldots$ の点をとり、それらの点をとおって、B 軸に垂直な点線をえがく。M_2 軸と R_0 曲線との交点を A_0 とし、A_0 をとおる G_i 曲線をかくことを考えよう。その方法は第5図に示されている。k をとおる点線と R_{-1} 曲線との交点を A_{-1}、$2k$ をとおる点線と R_{-2} 曲線との交点を A_{-2} とする。このように順次に相隣る垂線と R_i 等量曲線との交点を求めて $A_i(i=\ldots, -4, -3, -2, -1, 0, 1, \ldots)$ とすることができる。こうしてえられる A_i の点は、いずれもひとしい金融資産収益 G の値に対応する金融資産の組を示している。したがって、これらを結んでえられる曲線は G の等量曲線である。そしてこの場合、$G=0$ であることがわかる。そのことは次のように証明される。A_i における R と G の函数値を、それぞれ $R(A_i), G(A_i)$ で示せば、⑾ および ⒁ から、

$$G(A_i)=R(A_i)+(-i)kd$$
$$=R_i-ikd=0$$

また、同様の方法で、第5図にもう一つの等量曲線がえがかれているが、これは $G=-kd=-h$ を示している。

注(1)　R_σ と R_{M_2} が $B=0$ で連続であるとすれば、第4図にみられるように、⑿ の $B=0$ における右微係数は左微係数より大である。

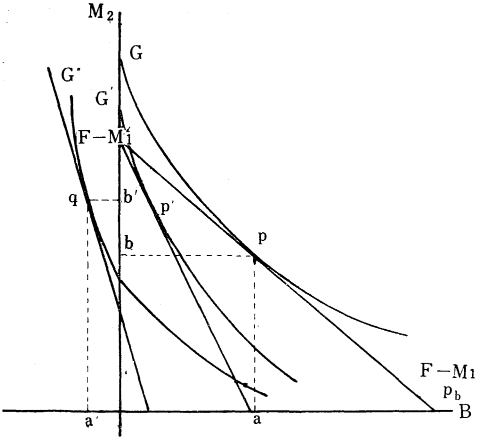
(2)　$|R_{M_2\sigma}|$ が、ゼロかまたはそれにちかいことを、M_2 と σ は資本利得への寄与にかんして相互に独立であると表現してもよい

であろう。この前提は、あとの議論と重要なかかわりをもつものである。

金融資産構成の決定

第4図における等量曲線群は、一経済単位または一部門にとって、金融資産を選択するにさいしての行動の場として役立つものである。この限られた問題の視野では、金融資産総額 F、実物的経済活動水準 Y、および市場利子率 i は、すでに与えられていると考えてよい。したがって、一経済単位の金融資産構成決定の問題は、(1) に規定されるような金融資産バランスを制約条件として、金融資産からの期待収益 G を最大ならしめるにはどうすればよいかということである。この最適化行動の結果は第6図にみるとおりである。第6図において、曲線 G、G'、および G'' は、いずれも金融資産収益函数 G の等量曲線であり、それらに接するようにえがかれた右下がりの直線は、いずれも金融資産バランス (1) を、ことなる $F-M_1$ と P_b にたいして示したものである。B 軸と M_2 軸をそれぞれ $(F-M_1)/P_b$, $F-M_1$ できる直線は、等量曲線 G と点 p において接している。これは、その経済単位にとって、点 p が、与えられた F、M_1、および P_b のもとで、金融資産収益を最大ならしめるような資産構成をあらわして

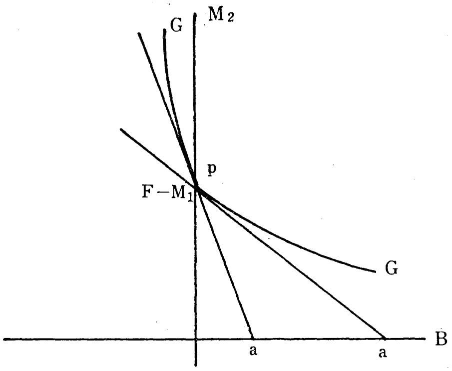
第 6 図



いることを意味するのである。そこでは、$M_2=b$, $B=a$ である。

資産構成の最適点は、金融資産収益函数が与えられているとすれば、$F-M_1$ と P_b の大きさに応じて定まるのである。債券価格 P_b の上昇、すなわち利子率の下落が生じたとすれば、金融資産バランス直線の B 軸上の足は移動し、新しい直線は、より低位の G 曲線に接するであろう。第6図の p' は、そのような新しい最適資産構成を与える点である。また、債券価格を一定としたまま、$F-M_1$、すなわち金融資産総額が取り引き動機にもとづく貨幣保有量をこえる部分が変化するときは、やはり最適点は移動する。ただし、ここで注意すべきなのは、$F-M_1$ が比較的低位にある場合は、最適点における B の値が負となる可能性がたかいということである。図のなかで、最適点 q においては、$F-M_1$ が正であるにもかかわらず債券量 a' は負である。これは、取り引き動機にもとづく貨幣需要をまかなって余りある貨幣量を保有しながらもなお、その経済単位が、債券の発行による借り入れをおこなおうとするような事態をあらわしている。

第 7 図



　しかし、資産収益函数 G の性質に注目するならば、第6図に示したような通常の意味での最適点が求められない場合があることがわかる。そのような場合は、第7図に示されている。第7図で等量曲線 GG は $p(0, F-M_1)$ において二つの接線をもっている。このことは、p が二つ以上の金融資産バランスにたいして最適点となることをあらわしている。事実、$F-M_1$ が与えられている場合、ある範囲の債券価格にたいしては、債券保有量をゼロに

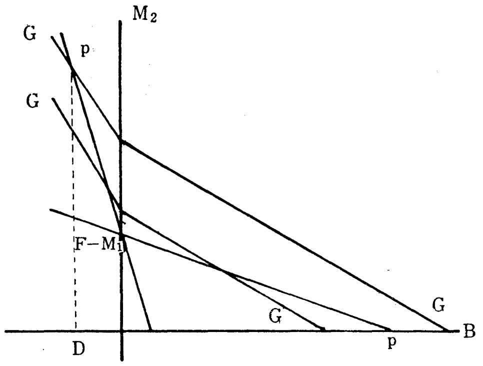
保つことが合理的な行動であることがわかる。図についていえば、(0, $F-M_1$) における GG の二つの接線の足を a, a' とすれば、

$$\frac{F-M_1}{a'} \leqq P_b \leqq \frac{F-M_1}{a}$$

なる P_b は最適点 p を与える。(1)

通常の均衡点にあっては、最適資産構成は、それをもたらす金融資産総額と利子率の組合わせと相互に一意に対応している。しかるに、点 p においては、与えられた資産構成から利子率が一意に求められない。その意味で、この最適点は特異なものであるといわねばならない。(2)

第 8 図



注(1) この条件を i についてかけば、

$$\frac{ad}{F-M_1} \leqq i \leqq \frac{a'd}{F-M_1}$$

(2) R の第二次偏微係数の符号について さきに われわれが 設けた前提は、このような、資産構成と利子率の 相互一意決定の問題と関連するものである。たとえば、

$$R_{M_2M_2}=R_{\sigma\sigma}=R_{M_2\sigma}=0$$

とした場合を考えてみよう。そのときは、第8図にみるように、等量曲線は直線となり、これらは金融資産バランス直線と一点で接することがない。M_2 軸と B 軸をそれぞれ $F-M_1$ と $(F-M_1)/P_b$ できる直線上では、$p(F-M_1/P_b, 0)$ 点

が最適点である。これより低い利子率についてはいろいろな場合が考えられる。バランス直線の勾配が、$B>0$ または $B<0$ における等量曲線のそれと一致する場合は、金融資産構成は不定となる。$(-R_\sigma+\mathrm{d})/R_{M_2}>P_b>(R_\sigma+\mathrm{d})/R_{M_2}$ が成立するときは、$M_2=F-M_1,\ B=0$ となる。利子率がさらに下落して、$P_b>(-R_\sigma+\mathrm{d})/R_{M_2}$ となるときは、このような最適点を求めることができない。図からあきらかなように、M_2 が大となり、B が小となるにつれて、G はどこまでも大きくなるのである。このような非現実的な事態をさけようとおもえば、当経済単位が経営規模または制度上の理由から課せられている起債の限度を考慮に入れることが必要である。図において、D が債券の発行による借り入れの限度を示すとすれば、最適点は p' で示されることになる。

均衡条件

前節で図をもちいて説明した金融資産にかんする均衡条件を整理しよう。均衡条件を求めるさいに問題となるのは、金融資産収益函数 G が、$B=0$ において偏微分可能でないことと、M_2 と B の変域にかんする条件とであろう。この二つの条件は、ある場合にはフォーマルな均衡条件の成立を妨げるものであるということができる。しかし、通常の場合についてみれば、フォーマルな均衡条件が成立することが期待されるのであって、それについて考察することは決して無意味ではない。

金融資産収益 G を、与えられた金融資産バランスの制約のもとに極大ならしめるためには、よく知られたラグランジュ乗数法を利用すればよい、任意乗数 ρ を導入し、ラグランジュ函数 H を次のように定義する。

$$H=R(M_2,|B|)+\mathrm{d}B+\rho(F-M_1-M_2-P_bB) \quad \cdots\cdots(15)$$

(15) を変数 M_2、B、および ρ について偏微分し、それらをゼロとおけば次のようになる。

$$\left.\begin{aligned}\frac{\partial H}{\partial M_2}&=R_{M_2}-\rho=0\\ \frac{\partial H}{\partial B}&=R_\sigma\sigma'+\mathrm{d}-\rho P_b=0\ (B\neq 0)\\ \frac{\partial H}{\partial \rho}&=F-M_1-M_2-P_bB=0\end{aligned}\right\}\cdots\cdots\cdots\cdots(16)$$

(16)は極値条件であり、これを解くことによって均衡におけるM_2、B、およびρを求めることができる。(16)の最初の二式から次の(17)がえられるが、これは、$R_\sigma<0$に注意すれば(18)のかたちにかいてもよい。

$$P_b=\frac{R_\sigma\sigma'+\mathrm{d}}{R_{M_2}}\cdots\cdots\cdots\cdots(17)$$

$$i=R_{M_2}+\frac{|R_\sigma|\,\sigma'}{P_b}\cdots\cdots\cdots\cdots(18)$$

(17)は、金融資産バランス直線がGの等量曲線に接する条件を示している。(18)は、同一の条件を利子率について述べているにすぎない。すなわち、均衡においては、利子率iは、M_2のもたらす限界資本利得と不確実性指数σのもたらす限界資本損失率とから構成されている。均衡において、もし$B>0$ならば、利子率を構成する二つの成分のうち第二のもの、$|R_\sigma|\,\sigma'/P_b$は正であり、$B<0$ならばそれは負となる。

また、この均衡の安定条件は次のとおりである。

$$\varDelta=\begin{vmatrix}0 & 1 & P_b\\ 1 & R_{M_2M_2} & R_{M_2\sigma}\sigma'\\ P_b & R_{\sigma M_2}\sigma' & R_{\sigma\sigma}(\sigma')^2\end{vmatrix}>0$$

この条件は、われわれがさきに指摘したように、$|R_{M_2\sigma}|$ が他の微係数にくらべて比較的小であれば成立する。しかし、きわめて特殊なケースとして、$|R_{M_2\sigma}|$ が大であれば、安定条件は $B>0$ か $B<0$ のいずれかの範囲で成立しないことになるであろう。

ところで、⒄ の条件が、定められた M_2 と B の変域内で成立しないことがあるのはすでに注意したとおりである。M_2 と B のすべての変域において、

$$P_b \neq \frac{R_\sigma \sigma' + \mathrm{d}}{R_{M_2}}$$

となる例は第7図に示したが、そこでは、$(F-M_1)/a' < P_b < (F-M_1)/a$ なる P_b にたいして、

$$\left.\begin{array}{ll} P_b > \dfrac{R_\sigma \sigma' + \mathrm{d}}{R_{M_2}} & (B>0) \\ P_b < \dfrac{R_\sigma \sigma' + \mathrm{d}}{R_{M_2}} & (B<0) \end{array}\right\} \quad \cdots\cdots\cdots (19)$$

が成立している。あるいは、前節注 (2) で示したように、変域全体をつうじて、

$$P_b > \frac{R_\sigma \sigma' + \mathrm{d}}{R_{M_2}} \quad \cdots\cdots\cdots (20)$$

$$P_b < \frac{R_\sigma \sigma' + \mathrm{d}}{R_{M_2}} \quad \cdots\cdots\cdots (21)$$

のいずれかが成立するかもしれない。一般に、金融資産バランスの制約のもとに G が $B=B_0$ で極大となるためには、

B_0 の近くで、

$$(-P_bR_{M_2}+R_\sigma\sigma'+\mathrm{d})h\leqq 0 \qquad (h=B-B_0)$$

でなければならない。ただしここで微係数は $B=B_0$ における値である。したがって (21) が成立するときは、$h\leqq 0$, $B\leqq B_0$ となり、これは、B が最大のとき G が最大となることを示している。そのとき、$M_2\geqq 0$ から $B=(F-M_1)/P_b$ である。同様にして、(20) が成立するときは、B が最小のときであるが、そのような B の値については、前節注(2)の考慮が必要となるであろう。(19) の場合は、$B=0$ において G が最大となることがあきらかである。

(17) の均衡条件によって示される最適点がいわゆる内部最適点であるのにたいして、その他の均衡点は境界最適点である。G の偏微係数が連続であることを前提すれば、境界最適点は、金融資産が、貨幣か債券のいずれかに特化する場合にだけ現実性をもつのである。われわれは、このような極端な場合をしばらく考慮の外におくこととし、こんごもっぱら (17) の成立する場合について考えてみる。

流動性条件の比較静学

次の問題は、このようにして求められる資本構成の均衡の位置が、F、M_1、および P_b などのパラメーターの変動によってどのような影響をうけるかということである。まず、利子率の変化がもたらす均衡への影響を検討するために、(16) を P_b について微分してみる。

$$\left.\begin{aligned} R_{M_2M_2}\frac{\partial M_2}{\partial P_b}+R_{M_2\sigma}\sigma'\frac{\partial B}{\partial P_b}-\frac{\partial \rho}{\partial P_b} &= 0 \\ R_{\sigma M_2}\sigma'\frac{\partial M_2}{\partial P_b}+R_{\sigma\sigma}\frac{\partial B}{\partial P_b}-P_b\frac{\partial \rho}{\partial P_b} &= \rho \\ \frac{\partial M_2}{\partial P_b}+P_b\frac{\partial B}{\partial P_b} &= -B \end{aligned}\right\} \cdots\cdots(22)$$

(22)を $\partial M_2/\partial P_b$ について解き、$R_{M_2}=\rho$ に注意すれば、(23)をうる。

$$\frac{\partial M_2}{\partial P_b}=\frac{BR_{\sigma\sigma}-P_b(BR_{M_2\sigma}\sigma'-R_{M_2})}{\Delta} \cdots\cdots(23)$$

ここで、前節にあげた安定条件が満されているとすれば、(23)の分母は正である。その場合は、(23)は $BR_{\sigma\sigma}-P_b(BR_{M_2\sigma}\sigma'-R_{M_2})$ と同符号をもつことになる。そして、後者の符号については、B の値と $R_{M_2\sigma}$ の符号ならびに絶対値を考慮に入れないかぎり明確なことはいえない。しかし、もしすでに述べたように、$|R_{M_2\sigma}|$ が十分に小さいとすれば、(23)の分子は、$BR_{\sigma\sigma}+P_bR_{M_2}$ と同一の符号をもつであろう。その場合は、利子率の変動のもたらす、投機的動機にもとづく貨幣需要への影響について次のようにいうことができる。

(a)　$B>0$ の場合、すなわち当経済単位が請求権としての債券を保有している場合は、従来の流動性選好理論の基本的前提である $\partial M_2/\partial i=-(P_b^2/d)(\partial M_2/\partial P_b)<0$ の関係は必ずしも保証されないことがあきらかである。つまり、利子率の下落が、必ずしも投機的貨幣の需要増加をもたらさず、かえってその減少と結びつくことがありうるわけである。このような状態は、P_b がきわめて小さいか、あるいは $R_{\sigma\sigma}$ が大きな絶対値をもつような場合におこると考えられる。

(b) $B<0$ の場合、すなわち当経済単位が債券の発行をつうじて債務者の立場にたっている場合は、$(\partial M_2/\partial i)<0$ となることがしられる。債務者にあっては、利子率の下落が、必ず投機的動機にもとづく貨幣需要の増加をもたらすのである。

類似の問題をもう一つ検討しておくために、(22) から $\partial B/\partial P_b$ を解く。

$$\frac{\partial B}{\partial P_b}=\frac{B(P_bR_{M_2M_2}-R_{\sigma M_2}\sigma')-R_{M_2}}{\Delta} \quad \cdots\cdots(24)$$

ここでもふたたび、$\Delta>0$ と $|R_{\sigma M_2}|$ が十分小さいことを前提すれば、$\partial B/\partial P_b$ の符号について注意すべき推論をおこなうことができる。すなわち、$B>0$ であれば、$BP_bR_{M_2M_2}-R_{M_2}$ は負となり、$(\partial B/\partial P_b)<0$ したがって $(\partial B/\partial i)>0$ が成立する。しかし $B<0$ の場合は、事情はややことなる。$B<0$ であれば、B、P_b、および $R_{M M_2}$ の比較的大きな絶対値のもとで、$(\partial B/\partial i)<0$ となることがありうるのである。このような場合は、利子率の下落とともに債務の返済がすすむという一見不合理ともおもわれる行動が認められるであろう。

最後に、資産構成が、金融資産総額 F と取り引き動機にもとづく貨幣保有 M_1 との差にどのように依存しているかを検討しよう。(16) を $F-M_1$ について偏微分すれば次のようになる。

$$\left.\begin{aligned}
&R_{M_2M_2}\frac{\partial M_2}{\partial(F-M_1)}+R_{M_2\sigma}\sigma'\frac{\partial B}{\partial(F-M_1)}-\frac{\partial\rho}{\partial(F-M_1)}=0\\
&R_{\sigma M_2}\sigma'\frac{\partial M_2}{\partial(F-M_1)}+R_{\sigma\sigma}\frac{\partial B}{\partial(F-M_1)}-P_b\frac{\partial\rho}{\partial(F-M_1)}=0\\
&\frac{\partial M_2}{\partial(F-M_1)}+P_b\frac{\partial B}{\partial(F-M_1)}=1
\end{aligned}\right\} \quad \cdots\cdots(25)$$

(25) から、$\partial M_2/\partial(F-M_1)$ および $\partial B/\partial(F-M_1)$ を解けば、(26) と (27) がえられる。

$$\frac{\partial M_2}{\partial(F-M_1)} = \frac{P_b R_{M_2\sigma}\sigma' - R_{\sigma\sigma}}{\Delta} = -\frac{1}{B}\left(\frac{\partial M_2}{\partial P_b} - \frac{P_b R_{M_2}}{\Delta}\right) \quad \cdots\cdots(26)$$

$$\frac{\partial B}{\partial(F-M_1)} = \frac{R_{M_2\sigma}\sigma' - P_b R_{M_2M_2}}{\Delta} = -\frac{1}{B}\left(\frac{\partial B}{\partial P_b} + \frac{R_{M_2}}{\Delta}\right) \quad \cdots\cdots(27)$$

例によって、$\Delta>0$ と $|R_{M_2\sigma}|$ が十分小さいことを前提すれば、(26) と (27) はともに正である。金融資産の増加、あるいは取り引き動機による貨幣残高の需要の減少のいずれかの原因によって、$F-M_1$ が増加するときは、M_2 と B はともに増加するのである。

また、Δ の定義に注意すれば、(26) と (27) から、

$$\frac{\partial M_2}{\partial(E-M_1)} + P_b\frac{\partial B}{\partial(F-M_1)} = 1 \quad \cdots\cdots(28)$$

(28) は、これまで説明されなかったラグランジュ乗数 ρ のもつ経済的意味をしるのに役立つ。金融資産収益函数 (11) と均衡条件 (17) に注意し、(28) を利用すれば、次の関係が証明される。

$$\frac{\partial G}{\partial(F-M_1)} = \rho$$

ρ は、金融資産の限界期待収益とよんでよいであろう。

結　語

われわれは、巨視モデルの一環としての流動性条件について考察したのであるが、最後に、流動性条件の比較静学的問題点を総括することにしよう。それは、(26) および (27) の表現の含意を検討することにほかならない。(26) と (27) をそれぞれかきなおせば次のようになる。

$$\frac{\partial M_2}{\partial P_b} = -B\frac{\partial M_2}{\partial(F-M_1)} + \frac{P_b R_{M_2}}{\Delta} \quad\cdots\cdots(29)$$

$$\frac{\partial B}{\partial P_b} = -B\frac{\partial B}{\partial(F-M_1)} - \frac{R_{M_2}}{\Delta} \quad\cdots\cdots(30)$$

債券価格の変動の M_2 または B におよぼす影響は、それぞれ二つの項から成立している。均衡の安定性を前提するかぎり、$\Delta>0$ であり、$(P_b R_{M_2}/\Delta)>0$, $(R_{M_2}/\Delta)>0$ が成立する。B の絶対値が十分小であれば、(29) と (30) の符号は第二項によって定まるから、$(\partial M_2/\partial P_b)>0$, $(\partial B/\partial P_b)<0$ となる。流動性選好理論で「M_2 の需要は利子率 i の減少函数である。」というときは、主としてこの第二項の符号に注意がむけられていると考えられる。しかし、一見してあきらかなように、(29) および (30) で第一項の符号が、第二項の符号に一致するという保証はない。仮りに前節で述べたように、$\partial M_2/\partial(F-M_1)$ と $\partial B/\partial(F-M_1)$ が正であるとすれば、この問題は B の符号にかかっていることがあきらかである。このことは、当経済単位が貸し手であるか借り手であるかによって、利子率の変動のもたらす効果が逆になる可能

性があることを示している。[1] この問題を考慮に入れるならば、真の意味の流動性スケジュールは、たんなる利子率と貨幣需要の関係をあらわすものとして解釈されるべきでないことがあきらかとなる。つまり、流動性スケジュールは、その経済単位あるいは部門の資産構造を基礎として構成されねばならない。

流動性条件 ⒃ は金融資産の最適構造を与えるものであるが、この条件を一般的巨視モデルにまで拡張するためには、実物資産をも含めた資産構成の最適化を、あたらしく考慮に入れねばならない。また、その場合は、それと同時にカレントな実物市場の均衡条件が満足されねばならないことはいうまでもない。このような巨視モデルを構成するさいの一つの問題点にふれておくことは無駄ではないであろう。それは、投資誘因としてのいわゆる資本の限界効率と前節で示した金融資産の限界期待収益 ρ との関係である。ケインズのシステムにみられる、投資誘因としての資本の限界効率と利子率との関係は、われわれの場合は、資本の限界効率と ρ との関係におきかえられることになるであろう。⒃ と ⒅ からわかるように、

$$i-\rho=\frac{|R_{\sigma}|\sigma'|}{P_b}\begin{cases}>0 & (B>0)\\ <0 & (B<0)\end{cases}$$

であり、ρ は利子率 i とはことなるものである。ケインズは、投資の決定因子が資本の限界効率と金融資産の限界収益であることを基本的には認めていたとおもわれるにもかかわらず、後者を利子率 i と同一視するという錯誤をおかしたのである。[2]

注⑴　この問題は、操作的にみるかぎり、「消費者需要の理論」でよくしられた「代替効果」と「所得効果」の議論ときわめて似かよっている。消費者需要の理論にならって、われわれは、㉙ と ㉚ の第一項を、金融資産のストック効果といい、第二項を、金融

資産の代替効果と名づけることができるであろう。

(2) このことをあきらかにするために、ケインズ自身の言葉を次に引用しよう。「保蔵貨幣のかたちで富を保有したいとおもわない富の保有者には、それでもなお選択する道が二つある。彼は、その貨幣を、現行利子率で貸すこともできるし、その貨幣でなんらかの資本資産を買うこともできる。あきらかに、均衡状態では、これら二つの択一的方法は、どちらに投資する限界投資家にもひとしい利益を生みだすにちがいない。このことは、貨幣貸付金の価格と資本資産の貨幣価格が相対的に変動することによってもたらされる。」J. M. Keynes, "The General Theory of Employment", *Quarterly Journal of Economics*, Feb., 1937, p. 217. A. Hansen, *A Guide to Keynes*, 1953, p. 136. 大石泰彦訳『ケインズ経済学入門』、一七一―二ページ。

しかしながら、すでにみたように貨幣残高と貨幣貸付金（われわれの場合これは債券）という二つの金融資産の形態は、ケインズのいうように相互に独立に選択されるのではない。もし、その経済単位が正の B を保有していれば、資本損失の危険を考慮に入れるかぎり、金融資産からの収益は i より小である。したがって、投資誘因は、ケインズが考えたよりも大となるであろう。逆に、$B<0$ であれば、ケインズは投資誘因を過大に評価することになるのである。