

# J.R.ヒックスの流動性の積極的理論

小畑二郎

## はじめに

ヒックスの貨幣・資本理論のもうひとつの重要な中心軸は、流動性の理論であった。そして、ヒックスは、この流動性の理論がポートフォリオ理論以上のものを提供できるものと、予告していた (Hicks, 1974 pp.37 (52))。

そこで、本稿では、ヒックスの流動性理論が形成されていく過程を検討することによって、この理論がどのような意味で、現代の資産選択理論以上のものを提供することができるものと評価できるのかということについて検討していきたい。そして、それが「流動性の積極的理論」と呼ぶにふさわしい理論的發展の可能性を切り開いたものであったことを示していく。また、この理論から示唆される金融政策についても議論してみたい。

ところで、ヒックスの流動性理論の発展の過程をあらかじめ概観すると次のようになる。第1に、流動性理論は、まずポートフォリオ選択理論の中で貨幣と危険性をもつ証券集合との間の代替的な選択に関する理論として位置づけられた (「流動性」論文 (1962))。第2に、それは、流動性のさまざまな異なる程度にしたがって序列づけられる準備資産の間の代替的な選択に関する理論として、研究し直された (『貨幣理論』第2・第3講義 (1967, pp.41-42 (56-59))。第3に、通時的 (歴史的) な時間の経過の中での資産選択に関連して、流動性の保有が資産保有全般に対して補完的な役割を果たすというより積極的な側面

について、最終的には、研究が集中されるようになった（『経済史の理論』（1969）、『ケインズ経済学の危機』（1974）、『経済学における因果性』（1979））。そして、この最後の段階になって、ヒックスの流動性理論は、ポートフォリオ理論やIS-LM理論とはまったく違う次元の問題を研究することができるようになったものと、考えることができる。そこで以下では、このようなヒックスの流動性理論が進化していく過程について、まず順を追って検討していくこととしよう。

## [ 1 ] 資産選択理論における流動性の概念

ヒックスは、1935年の「単純化」論文（1935a）において、流動性という観点からすべての資産を序列づける「資産のスペクトル」について、すでに明らかにしていた（p.75 (104)）。しかし、このような流動性の概念について本格的に再検討するようになったのは、第2次世界大戦後になってからであった。1962年の「流動性」と題する論文（以下「流動性」論文と略す）の中で、流動性の概念を資産選択の理論に結びつけて、理解しようとしたのである。

ヒックスは、この論文の中で、まず「流動性（Liquidity）」という用語が使用されるようになった歴史に言及し、固有の意味でこの用語が使われ、また一般的に知られるようになったのは、1930年代になってケインズも関与した『マクミラン委員会』の報告書が発表されてからであったことを指摘した<sup>1</sup>。しかし、1930年に出版されていたケインズ『貨幣論』の中には、この「流動性」という用語が、銀行の資産運用の慣行を説明するときの中心的な概念としてす

---

<sup>1</sup> マクミラン委員会は、1925年の金本位制復帰後の経済停滞に対する適切な金融・財政政策を提案する目的で、当時のイギリス政府によって設立された諮問委員会であり、ケインズもこの委員会の重要な委員の一人となっていた。イングランド銀行が銀行の流動資産の管理を通じて、国際通貨の管理や産業金融に関して適切な指導を行うべきであるという論調が支配的な意見として提出されたが、「流動性（Liquidity）」という用語は、たとえば、『マクミラン委員会報告書』第Ⅱ部第3章2「イングランド銀行の資金」Macmillan, 1930, p.150 (118)の中で使われていた。

に使われていたのである。ヒックスは、ケインズ『貨幣論』（Keyens, 1930）の中の「流動性」の概念のこのような使い方に注目し、以降、彼自身の流動性理論の典拠として、以下の文章の一部をくり返し引用することとなったのである。この問題に関するケインズの叙述は、『貨幣論』第2編第25章「銀行貨幣の準備貨幣に対する比率」2「準備資産以外の銀行資産の転換可能性」（vol.2 pp.59-60 (II 66-68)）の中に見られる。ケインズは、ここで銀行による資産運用に言及して、以下のように述べている。少し長くなるが、ケインズがどのような文脈の中で流動性の概念を使用していたのかについて確認しておくことは、大変重要なことなので、前後の文章を含めて引用することとしよう。

「人びとはしばしば、加盟銀行が保有している投資、割引手形および貸出し等々の総額は、かなり広い範囲内で、その銀行の適切な判断に基づく行為によって、決定されているかのような話をする。このような意思決定に達するに当たって、銀行は取引の需要、基礎的な経済状態の健全さ、その顧客の勘定の一般的状態、投機の横行等々に、注意を払っているものと考えられている。

しかしながら、以上に示した統計（銀行勘定に関する統計——引用者）は、これが「一般に誤って信じられている迷信」であることを、証明している。1927年にミッドランド銀行によって行われたような、慣行的比率の意図的な変更という稀な例を別とすれば、また、加盟銀行が自行の準備額を左右できる立場にあることの可能性（-----）を別とすれば、銀行業者たちが、通常の場合決定しつつあることは、総額でどれだけ貸出しをするかではなく、——それは主として、その準備の状態の如何により、彼らにとっては決定されている、——どのような形で貸出しをするか、——その資金を彼らの入手できる種々の種類の投資のあいだに、どのような割合で配分するかである。大まかにいえば、選ばれるものとしては、三つの種目——（1）為

替手形および貨幣市場へのコール・ローン，（2）証券投資，（3）顧客への貸出し——がある。一般に，顧客に対する貸出しは証券投資よりも収益性が高く，そして証券投資は，手形割引およびコール・ローンよりも収益性が高いが，しかしこの順序は不変ではない。逆に手形割引およびコール・ローンは，証券投資よりも「流動的」，すなわち短い予告で，損失なしにいつでも確実に換金可能であり，そして証券投資は，貸出しよりもいっそう「流動的」である。したがって銀行家は，あることをそれとは全く別のことと比較考量するという，決して終結することのない問題に直面しており，その資金を三つの種目の間に配分する割合は大幅な変動を受け，そして彼らは，その方針を決定するに際して，以上に述べたようなさまざまな考慮すべき事柄によって左右されているのである。例えば，彼らが，投機的な動きやあるいは景気の加熱が危険な局面に達しつつあるかもしれないと感ずる場合には，彼らは，その比較的流動性の低い資産の裏づけとなっている担保を前よりも批判的な眼で吟味し，そして，彼らにとって可能なかぎり，いっそう流動的な資産構成に移ろうと試みる。これと反対に銀行が，基準に合っており，また望ましいと考えるような種類の貸出しに対して，その取引先顧客からの需要が増加する場合には，彼らは，その証券投資とそして恐らくはその手形割引とを減少させることによって，これらの需要に応じようと全力を尽くすのであるが，一方，もし貸出しに対する需要が低下しつつある場合には，彼らは，それによって解放される資金を用いて，再びその投資を増加させるのである。」（Keynes, 1930, vol.2 pp.59-60 (II 66-68)）（ ）内および強調は引用者。

この一連の文章において，ケインズは，銀行の資産運用と流動性の概念との関連について，実際の銀行業の慣行に即して述べていた。銀行は，顧客の経済状態や投機の動向などを調べて，投資や貸出しなどの「総額」を決定している

ように考えられているが、実際にはそうではない。銀行は、むしろその資産を「流動性」と収益性の観点から3つに大まかに分類した上で、それぞれの分類の資産の間の「比率」を慣行的に保つようにしている。そして、景気の変動と近い将来に対する予測に応じて、より流動性の高い（または低い）資産へとより多くの資金を投じるように、臨機応変に対応する。ここで、ケインズは、流動性の概念が銀行の資産運用において中心的な基準として考えられてきたことについて、適切に指摘していたのである。

ヒックスは、このようなケインズの文章を流動性に関する最もすぐれた記述として高く評価する。それは、事実上貨幣に限定して流動性の概念が使われていた『一般理論』の記述よりもすぐれたものであった。流動性に関する彼の一連の研究は、ケインズの以上の文章をいかに解釈するかということの研究であったといっても過言ではない。そして、銀行の資産運用を模範として、あらゆる種類の投資家の資産運用について考察することが彼の貨幣理論の一つの大きな特徴となったのである。ここでは、たんに資産選択の一分野として流動資産への投資が考えられていただけではなく、異なった種別の資産の間の比重を経済環境の変化に応じて臨機応変に変動させるという、流動性の運用に関するより進化した考え方がすでに述べられていたのである。

ただし、ここで検討する論文においては、ヒックスは、先に強調を加えて（ゴシックで）引用した流動性に関するケインズの次の定義について、これを資産選択理論の中で解釈しなおすという研究に集中した。すなわち、「**短い予告で、損失なしに、いっそう確実に換金可能である** (*More certainly realisable at short notice without loss*)」というケインズの流動性に関する定義をいかに解釈するかということについて研究を集中したのであった。

この論文の段階では、ヒックスは、資産全体を貨幣のような安全な資産と、株式のような危険を伴う資産とに分けて、これら2種類の資産の間の代替的な選択について分析する理論の枠組みの中で、ケインズの流動性に関する先の定

義を理解することに徹していたということが出来る。このような枠組みの中では、「損失なしに」とか、「短い予告で」とか、という流動性の定義は、個々の資産の帳簿価格と市場価格との差や、売却に要する時間の長さの違いから生ずる損失の可能性に関連して何事かを述べていたものとは、理解することはできない。また、その資産が市場性の証券であるということだけで、流動性の定義に代えることはできない。なぜならば、ポートフォリオ理論では、市場性の証券に対する投資だけが分析の対象とされており、また保有するすべての資産があたかも同一時点で売却できるかのように想定して、ポートフォリオ全体の投資収益が分析されていたからである。したがって、個々の資産の市場性とか、損失の可能性とかといった指標は、流動性に関する特別な基準とはならないのである。

それでは、流動性に関する先の定義は、ポートフォリオ理論の中では、どのように解釈されたらよいのであろうか。一般的に言って、ポートフォリオ選択理論は、次のようないくつかの仮定の下に進められる。(1) 保有するすべての資産には、完全な市場性があり、それらの資産を売却するときの取引費用はゼロであるか、無視できるほど小さい。(2) 各々の投資家は、何が起るかについては確実には知らないが、ある状態が起こった場合に、保有資産から得られる収益の平均値 (mean value) と実際の収益がその平均値から乖離する可能性 (分散 variance) については知っている。(3) 各投資家は、個々の資産についてではなく、資産全体からの収益や危険を基準として投資の配分を決める。(4) 投資家は、個々の資産への投資の比重を変えることによって、ポートフォリオ全体の確率分布を変えることはできるが、個々の資産に関する投資収益の確率分布そのものを変えることはできない。(以上については、Hicks, 1962, pp.789-91 (5-8))

ヒックスは、以上のようなポートフォリオ理論の一般的な仮定にしたがって、独自の資産選択の純粹理論を設定した<sup>2</sup>。これは、すべての資産を、一方でそ

の名目的価値が不変の資産、すなわち貨幣と、他方で「危険性のある証券」とに明確に区分できることを前提として、各々の投資家が最適なポートフォリオを構成できるようなモデルであった。そして、このようなモデルの中で、流動性に関する先のケインズの定義について解釈することを試みたのであった（詳しくは、Ibid., pp.792-99 (9-17) を参照）。

資産選択の純粋理論においては、「流動性」に関する先の定義は次のように解釈される。「流動性」とは、個々の資産ではなく、ポートフォリオ全体に関する投資収益の期待値からの分散の程度（標準偏差）によって測られる。すなわち、ポートフォリオ全体からの投資収益の分散が小さい（大きい）ほど、それだけ「流動性」は高い（低い）といえることができる。いうまでもなく、貨幣のみを組み込んだポートフォリオの投資収益の平均値からの分散の程度（標準偏差）はゼロとなり、これは完全に流動的なポートフォリオである。

各々の投資家は、ポートフォリオの選択にあたって、「危険性のある証券」に関しては、できるだけ多種類の証券に投資を分散させることによって、危険をより小さくしようとするであろう。その結果、同じ収益率を確保できるならば、できるだけ危険の少ない最適な投資の組み合わせが選択される。また、もし必要ならば、危険のない貨幣をポートフォリオの一部に加えるかもしれない。しかし、他方で、投資家によっては、より大きな危険を冒してでも、できるだけ高い投資収益の得られる可能性を追求して、危険資産だけからなるポートフォリオを構成するかもしれない。このような投資方針の違いは、投資収益と危険（標準偏差）との2つのパラメーターによって表わされたそれぞれの投資家の選好に依存する。いいかえれば、それぞれの投資家がどの程度危険に対して敏感であり、危険を減少させるためには投資収益をどの程度犠牲にすることができるのかという、投資家の意向に依存するのである。(p.792 (9))

<sup>2</sup> ヒックスの資産選択の純粋理論については、Hicks, 1962, appendix, pp.799-802 および 1967, Chap.6 pp.103-25 (142-70) を参照。

このような投資家の意向は、それぞれの投資家のポートフォリオにおける危険のない証券、すなわち貨幣と、危険性のある証券集合との組み合わせを決定する。その投資家が危険を回避する意向を強くもつならば、より多くの貨幣をそのポートフォリオに組み込み、反対に危険をむしろ選好するならば、より大きな金額を危険資産に投資するであろう。したがって、ポートフォリオ選択における投資収益と危険とにかんするそれぞれの投資家の選好は、ちょうど貨幣と債券との間における選択を決めるケインズの「流動性選好」と同じような役割を果たすものといえる。このように、ケインズの「流動性選好」は、ポートフォリオ理論においては、危険回避の意向と同類のものと解釈されたのであった。

以上のように、ヒックスは、「流動性」論文において、資産選択の純粋理論の中で、ケインズ『貨幣論』の流動性に関する定義を理解しようとした。その結果、ポートフォリオ全体の投資収益の分散（標準偏差）によって、流動性の程度を測定し、また無リスク資産と危険資産との組み合わせを決定する投資家の危険回避に対する意向を表わす効用関数によって、「流動性選好」を理解した。このような解釈は、トービンたちによる資産選択論と歩調をあわせたものであった<sup>3</sup>。

しかし、以上のようなヒックスによる流動性概念の解釈は、彼自身の流動性理論のその後の発展から振り返ってみると、いくつかの重要な欠点をもつものであった。

第1に、この解釈においては、「取引費用」と「不確実性」の問題が無視されていた。ポートフォリオ理論では、一般的に取引費用は無視されており、ま

<sup>3</sup> ケインズの流動性選好説に関するトービンの資産選択論による解釈については、Tobin, 1958, "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk" *The Review of Economic Studies*, February 1958, pp.65-86, 水野正一, 山下邦男訳『現代の金融理論 I』第2章「危険に対する行動としての流動性選好」(pp.25-56) (勁草書房 1965年)を参照。また、この論文は、危険資産の最適な組み合わせを選択することと、貨幣と危険資産との最適な組み合わせを選択することが完全に独立であることを明らかにした「分離定理」についても述べていた。

たあらかじめ想定された出来事が起こった場合の投資収益の平均値からの乖離（標準偏差）にかんしては、正確に予測できることが仮定されていた。すなわち、ここでは、取引費用は考慮されず、また投資収益に関する「危険」についてだけ考察され、真の「不確実性」の問題が考慮されていたとはいえなかったのである。後に述べるように、やがてヒックスは、貨幣理論の中心は「取引費用」と「不確実性」の問題を考察することにあると考えるようになり、したがって、これら2つの問題がここではいずれも無視されていたことは、貨幣理論にとっては致命的な欠点であったと理解されるようになった。

第2に、ここでは安全な資産である「貨幣」と「危険性のある証券」類との間の代替的な選択について分析されていただけであり、危険のない流動的な資産の間における代替的な選択については考察されていなかった。次節でみるように、貨幣に限らず多様な流動資産が市場で売買されるようになったことが現代の金融市場の大きな特徴の一つであり、このような流動資産の間の選択について分析されなかったことは、この論文の大きな欠点として、やがて強く意識されるようになったのである。

第3に、ポートフォリオ選択理論では、基本的には単一時点での資産選択だけが問題とされており、異時点間の選択を含む継起的な時間の中での選択については考察されていなかった。しかし、流動性の選択は、むしろ継起的かつ不可逆的（歴史的）な時間の中での資産選択において重要な意味をもってくるのであった（本稿、第3節（3）をみよ）。

「流動性」論文は、以上のようないくつかの欠点をもっていたのであり、このような欠点を一つずつ克服することによって、ヒックスの流動性理論は質的な発展をとげていくのであった。

## [2] 準備資産間の代替と取引費用：『貨幣理論』（1967）

つぎに流動性理論が本格的に取り上げられたのは、「2つの三幅対（The two

triads)」と題する講義（論文）の第2・第3講義においてであった。この講義については、古典派の貨幣の機能とケインズの貨幣の保有動機の分析との間の関係を考察した先の論文において、我々はすでに検討していた<sup>4</sup>。しかし、この講義の中で述べられていたもう一つ重要な主題であった流動性の問題については、先の論文では、とくに検討されていなかった。そこで本稿では、先に触れられなかった流動性の問題に焦点を当てて、ヒックスの『貨幣理論』（Hicks, 1967）の中の叙述について検討していこう。

ところで、資産一般の保有動機の分析と、ここで検討する流動性に関する考察とは、互いに密接に関連し合っていた。資産選択理論の中で流動性の定義を解釈した先の「流動性」論文（Hicks, 1962）と、ここで検討する『貨幣理論』との間には、ヒックス自身の研究史における重要なステップとして、資産の保有動機の分析が介在しており、そのことがこれら2つの論文を質的に区別する重要な違いとなっていたのである。すなわち、1962年の「流動性」論文の背景には、資産の保有動機の分類かんする明確な分析が欠けていた。そしてそのことが、ケインズ『一般理論』（Keynes, 1936）の流動性選好説と『貨幣論』の中の流動性に関する記述との間の違いについて、ヒックス自身が見落とすことになった主要な理由となっていたと考えられるのである。『一般理論』の流動性選好説は、貨幣とその他の資産の保有動機の分類を前提とすれば、投資資産として（投機的動機によって）保有される「貨幣」と、証券一般を代表する「債券」との間の代替的な選択を問題としていたものと解釈することができる。だが、ヒックスによれば、ケインズの時代とはちがって、貨幣に代替しうる多くの種類の証券類が市場で取引されるようになった戦後の経済においては、貨幣が投機的動機によって保有され、投資資産として保有される債券とだけ代替されるものとは考えにくくなっていた。

---

<sup>4</sup> 古典派の貨幣論とケインズの貨幣の保有動機に関する三幅対との間の関係については、Hicks, 1967, Chap.1 pp.1-16 (1-23), および、小畑, 2006, pp.12-14 を参照。

他方で、先に引用した『貨幣論』の中の流動性に関するケインズの記述は、『一般理論』の流動性選好説以上のことを述べていた。このことは、資産の種類について分析された後では、前よりも鮮明に理解されるようになった。すなわち、『貨幣論』の記述は、たんに貨幣についてだけでなく、その他の多様な種類の流動的資産についても述べていたのである。このような理解によれば、流動性の問題は、金融・準備資産に分類されるすべての資産の間の問題として設定し直されなければならない。このように設定し直すことによって、ヒックス自身の「単純化」論文 (Hicks, 1935) の「流動的資産のスペクトル」というアイディアが活かされてくるのであった。

ヒックスは、『貨幣論』の第2講義の中で、流動性に関してはこれまで2つの異なった種類の見方が存在してきた、というそれまでとは違った見解を示している。第1の見方は、ケインズの『一般理論』の流動性選好説の中に見出される。この見方によれば、流動性の問題は、たんに貨幣と債券との間の代替的な選択に関する問題としてだけ検討されることになる<sup>5</sup>。これに対して、第2の見方は、ケインズ『貨幣論』と、ヒックス自身の「単純化」論文 (Hicks, 1935) とに共通に見られるものである。この第2の見方によれば、流動性の問題は、たんに貨幣だけでなく、さまざまな程度で流動的な多種類の資産の間の選択の問題として考えられる。これらの2つの見方は、ヒックス自身を含めた多くの経済学者によって、これまでは同一のものに過ぎないと考えられてきたが、しかし、これらは、けっして同じものではない。(1967, pp.30-31 (42-43))

<sup>5</sup> たしかに、ヒックスが指摘するように、『一般理論』では、ケインズは、流動性選好と貨幣需要とをあたかも同じものであるかのように扱っていた。「流動性選好説」については、『一般理論』第15章「流動性への心理的および営業的誘因」の中で論じられていた (Keynes, 1936, pp.194-209 (192-207))。そこでは、「流動性選好への諸動機の分析-----」は、「-----貨幣需要という題目のもとに論じられてきたものと実質的に同じである。それはまた、貨幣の所得速度と呼ばれるものとも密接に関連している。」と書かれていた (p.194 (192))。つまり、流動性選好と貨幣需要とは同一視されていたことになる。

第1の見方によれば、流動性選好と貨幣需要とは同じものであり、確実な資産を選好する人々の心理的な要因が貨幣需要を増大させるものと考えられていた。資産選択理論が支持してきたのは、実はこの第1の見方であった。そこでは、投資家の危険回避の意向が何らかの理由で変化したときに、危険のある証券と貨幣との間に代替が生ずるものと考えられていた。貨幣に対する需要は、投機的需要とみなされ、危険な資産に対する投機的な需要と代替するものと考えられていたのである。このように、資産の保有動機に関する分類を前提とすれば、資産選択論は、主として金融・投資資産(F)の分類の範囲に属する貨幣と危険資産との間の代替的な選択の問題であると理解される。

これに対して、第2の見方によれば、流動性選好と貨幣需要とは、けっして同じものではない。流動性選好説は、流動性のより高い証券からより低い証券までの多様な証券の間の選択に関連する心理的な要因の分析として捉え直されるのであった。ヒックスは、「完全に流動的な」資産である貨幣から、「多かれ少なかれ流動的な」資産までをも含む「資産のスペクトル」の全体を分析の対象とすることができ、しかも先の資産分類の中の準備資産の分類を対象とする選択の理論を考えることのできるこの第2の見方を指示するようになり、資産選択理論の枠組みで考えていた以前の流動性理論から離れることになった。そして、主として金融・準備資産の分類(E)を対象として、その資産分類の中での代替的な選択について分析できる流動性一般の理論を構想することになったのである (p.31 (43))。

ところで、金融・準備資産の間の選択に関しては、どのような原理が支配するのであろうか。また、「流動性」や「流動性選好」などの概念は、そのような原理に照らした場合には、どのように解釈されたらよいのであろうか。このようなことを考えるためには、資産選択理論の中で流動性の概念について考えたときに指摘されたいくつかの欠点について考慮することが助けとなる。それは、資産選択論においては「不確実性」と「取引費用」の問題が無視されてい

たという欠陥について考慮することである。

資産選択理論において、投資家がすべての投資を危険資産に集中しない理由として、ヒックスが指摘していたのは、取引費用の存在であった。このような取引費用の中には、仲介業者に支払う各種の手数料だけでなく、危険資産を限られた時間の中で売却するときの価格変動に伴う損失の可能性も含まれる<sup>6</sup>。多くの投資家は、危険資産を処分するときのこのような取引費用の一部を補償するために、一部の資産を「損失なしに」換金できるような形で、すなわち流動的資産の形で保有するものと考えられたのである。また、すべての資産を同一時点で換金することができずに、それぞれ異なった時点で換金しなければならないに伴う資産の持ち越し費用を含む追加的な取引費用を考慮するならば、一部の資産を「短い予告で」、つねに換金できる流動性の形で保有することには同じような利点がある。以上のことをすべて考慮するとき、先の資産選択理論において取引費用の存在を無視して流動性の概念を検討したことは、致命的な欠陥であったことが分かってくる。むしろ、その反対に、取引費用について考慮することこそが、流動性の概念を理解するときの基本とされなければならないのであった<sup>7</sup>。

資産選択理論においては、ポートフォリオ全体の期待収益の平均値からの乖離の可能性が小さいことが流動性の高いことの基準とされていた。しかし、ここで検討の対象とされた金融・準備資産の一つの大きな特徴は、そのような危険を考慮しなくてもよいことである。したがって、ポートフォリオ全体の期待収益の平均値からの乖離の度合いは、金融・準備資産については、それぞれの

---

<sup>6</sup> 現代の投資理論において、取引費用の中には、主として仲介業者の買値と売値のスプレッド (bid-ask spread) と、ブローカー手数料 (brokerage commission) と、一定の時間に売却するときの価格変動による損失 (price impact) の3つの要素が含まれている。この点については、Sharpe, Alexander, 1990, pp.52-54 を参照。

<sup>7</sup> 我々は、取引費用よりも、むしろ「不確実性」の問題を考慮することが流動性の概念を理解するときには重要だと考えるが、この段階では、ヒックスは、むしろ取引費用の問題に分析を集中していたのであった。

資産の流動性の程度を測る基準としては、適当ではない。金融・準備資産の流動性を測る基準は、むしろそれぞれの資産の取引費用の中に求められなければならない。

ところで、金融・準備資産に分類されるさまざまな資産に関しては、さまざまに異なる取引費用が想定される。貨幣は「完全に流動的な」資産であるが、それは貨幣に関しては持ち越し費用や換金するときに固有の損失の危険などをすべて含む取引費用がゼロである、と想定できるからである。そして貨幣以外の流動資産についても、それぞれの資産に関して想定される取引費用の違いに応じて「多かれ少なかれ流動的な」資産であるものとして扱われるのである。こうして、取引費用を基準として「流動資産のスペクトル」が描かれ、それらの資産の間での代替的な選択について議論する道が開かれるのであった。

以上のことについて、ヒックス自身の叙述に即して確認しておこう。『貨幣理論』の第2・第3講義の中では、「流動性と資産のスペクトル」について考察し、投資家がすべての資産を危険資産で保有することをしないのは、彼らが取引費用の存在を知っているからだとしている（pp.31-37 (43-52)）。そして、「完全に流動的な」貨幣と、「多かれ少なかれ流動的な」その他の流動的資産とを区別し、異なった種類の準備資産の間の流動性の違いを決定するものは、それぞれの資産の取引費用の違いによるものであることを明らかとしている（p.35 (48-49)）。さらに、第3講義では、「準備資産の間の代替」について再び言及し、金融資産が準備資産として機能するためには、少なくとも若干の流動性を備えていなければならないことについて述べ（pp.41-42 (56-58)）、次のように書いている。

「流動性の観点からすれば、準備資産として保有され得る金融資産は通常は相互に代替性の高いものである。それゆえ通例の「流動性選好」による代替が存在するのは極めてありそうなことである。ある与えられた将来への期待

のもとでは、利子率が高くなるほど相対的に非流動的な準備資産を保有しようとする傾向が強いであろう。ひとたびそのような期待にショックが与えられれば、流動性の高い資産への移動が生ずるであろう。」(Hicks, 1967, pp.41-42 (57-58))

この文章は、たんに準備資産の間における代替についてだけでなく、利子率と流動性と取引費用との間の関係についても示唆するものであった。また、このような流動性に関する考え方は、『一般理論』の「流動性選好説」よりも、むしろ『貨幣論』のケインズの流動性に関する記述に近い考え方を表わしていた。すなわち、「短い予告で、損失なしにいつそう確実に換金可能」であるという流動性に関するケインズの定義は、たんに貨幣についてだけでなく、多かれ少なかれ流動的なすべての資産について適用されるのであった。しかも、このような考え方は、1935年のヒックス自身の「単純化」論文の「資産のスペクトル」のアイディアとも整合していた。こうして、先の「流動性」論文(1962)の中で資産選択理論にしたがって投資資産の間の選択の問題として分析されていた流動性の理論は、『貨幣理論』(1967)においては、主として準備資産(金融・準備資産)の間の代替を問題とする理論的な枠組みとして大きく転換することになったのであった。

このようなヒックスの転向は、一方ではイギリスのラドクリフ委員会によって報告された第2次世界大戦後の金融市場をめぐる変化、すなわち貨幣に代替する短期の金融資産が多種類発行され、しかも魅力的な条件で流通するようになった金融市場の変化を反映するものであった。またカルドアなどの同時代の経済学者の論文によっても、このような見解は支持されていた<sup>8</sup>。そのような意味でヒックスの見解の変更は、時宜にかなったものでもあった。

(ここまでのまとめ)

以上のように、『貨幣理論』においてヒックスは、流動性理論の主題を準備資産の間の代替の問題として捉えなおし、先の「流動性」論文では無視されていた「取引費用」の問題を貨幣理論の中心に導入した。しかも、ケインズ『貨幣論』の定義と、彼自身の「単純化」論文の「流動性のスペクトル」のアイデアとを統合するような思想を表現できるようになった。そのような意味では、この論文は、金融・準備資産の流動性を測る基準を明らかとし、以前のものよりもすぐれた枠組みを提供しているものと評価できるであろう。

しかし、ヒックスの流動性理論のその後の発展から見ると、流動性に関するこのような問題の捉え方の中には、見逃すことのできない重要な欠点があったことが分かってくる。それは、流動性の問題を、重要ではあるが資産分類の中の一つにすぎない金融・準備資産の問題に限定してしまうことによって、資産分類全体の関係を分析する視点を失ってしまったことであった。このようなアプローチによっては、たしかにさまざまな準備資産の間での流動性の違いを測定する基準を得ることはできるかもしれないが、そもそも投資家がどのような動機から準備資産を保有するのかというような重要な問題については、明らかにされなくなってしまう。このような問題に答えるためには、資産選択理論における流動性の概念によるほうが、むしろ優れた見方を提供していたといえるであろう。そこでは、流動的資産の保有が投資家の危険回避のために選択される理由が明らかにされていたのである。このような点については、トービンによって、より鮮明に分析されていた<sup>9</sup>。ただし、資産選択理論においては、

---

<sup>8</sup> Kaldor, N., 1982 は、1959年のイギリスのラドクリフ委員会の報告書に依拠しながら、マネー・サプライは、重要でない量であるとはみなさないが、もっと広い流動性のスペクトルに注目すべきであることを述べていた。マクロ経済に対して影響を及ぼすのは、たんなる貨幣量ではなく、もっと広い流動性のポジションであることを主張した点で、カルドアは、ヒックスの流動性理論に同調したとみなしてよいであろう。またこのような議論は、当時人気のあったマネタリストの政策に真っ向から反対するものであった。以上の点については、Kaldor, *ibid.*, p.p.8, 68-70 を参照。

無リスク資産と危険資産の集合との間での一回限りの代替的な選択について分析され、そこでは流動性選好の問題は、2つのパラメーターで示された投資のリターンとリスクとに関する投資家の選好の問題に限定されてしまう傾向があった。そこでは、何故突然のように公衆の危険回避の意向が変化して、経済全体に影響を与えるような仕方では、ほとんどすべての種類の投資家の資産構成が変化しなければならないのかというような問題については、答えられなかった。また、流動性の保有は、危険回避のための避難所として、投資に対しては消極的な役割しか認められず、より積極的な流動性の役割については明らかにされなかった。そのような意味では、この理論は、依然としてケインズの流動性選好説の現代的な解釈を与えたものにすぎなかったといえるであろう。

さらに、以上のようなヒックスの流動性の理解は、ケインズ『貨幣論』の先に引用した記述に関する理解としても、実は不十分なものであった。たしかに、強調をつけて引用した流動性の定義に関する部分については、多様な準備資産の間の選択について述べているものとして解釈することができたかもしれない。しかし、先に引用した『貨幣論』の文章全体をよく読むと、このような解釈は、ケインズの文章全体の意味を十分に伝えたものではなかったことが分かってくる。ケインズは、銀行の資産運用の中で、顧客への貸出しと、証券投資と、比較的流動性の高いコールローンや手形割引との、3者が占める比重について述べていた。そして、銀行の危険回避の意向の変化、すなわち貸出先や投資先の収益や危険に対する予測の変化に応じて、流動性という観点から見て、銀行資産の比重を随時変えていくという銀行業の慣行について語っていたのである。

ヒックスは、銀行業に関するケインズの指摘は、たんに銀行にだけ適用されるものではなく、多かれ少なかれすべての経済主体に共通する資産運用の原則

---

<sup>9</sup> トービンの危険回避手段としての流動性の保有に関する分析については、Tobin, 1958, pp.242-71 (25-56) を参照。

を述べたものであると理解していた。また流動性の概念は、たんに投資資産や準備資産といったような資産分類の一部の問題に限定されて適用されるものではなく、すべての資産分類に適用され、またすべての資産分類の間の関係について考察できる概念として、理解し直されなければならなかった。そして、そのような資産保有全体の問題として、流動性の理論を考え直すとき、我々は、これまでの段階では、本当には問題とされてこなかった歴史的な時間の中での不確実性の問題、すなわち不確実性下の貸借対照表の選択の問題と正面から向き合うことになるのであった。

### [3] 経済発展と流動性：革新的投資に対する補完

ヒックス流動性理論に関する研究は、1935年の「単純化」論文においてすでに志向されていたが、第2次世界大戦後に再開されてからは、何回かの転換を通じてその欠陥をしないで修正しつつ、着実に前進してきた。そして第3回目の転換を通じて、最終的には、通時的な(sequential)時間の枠組みの中で、資産選択全体(技術革新を伴う資産選択)を積極的に補完する流動性の役割に対して研究が集中されるようになった。そしてこのような転換を通じて、初めて本格的に、「不確実性」の問題と真正面から向き合うようになるとともに、貨幣の理論と資本の理論との間における積極的なつながりについて考察することができるようになったのである。そこで、この節では、そのようなヒックスの流動性に関する第3回目の最終的な方向転換と、それによって進展した研究の内容について、いくつかの主要な著作に即して検討していきたい。

#### (1) 産業革命の促進要因としての流動性：『経済史の理論』（1969）

経済発展の原動力となる技術革新を積極的に支える要因として、初めて本格的に流動性の問題が取り上げられるようになったのは、ヒックスの純粋に理論的な研究においてではなく、むしろ歴史的な研究においてであった。1969年に

公刊された『経済史の理論』の第9章「産業革命」(pp.141-159 (238-67))の中で、流動性の保有が歴史的に果たしてきた積極的な役割に関する新しい展望が披露されたのである。この講義録の公表は、経済理論の研究者として不動の地位を確立していたヒックスによる歴史分野に対する新たな挑戦として、多くの経済学者たちを驚かせた。しかし、やがて明らかになるように、ヒックスの経済史に対する挑戦は、彼自身が長年目指してきた理論的研究の目標と密接に結びついていたのであった<sup>10</sup>。

さて、この講義は、市場経済の発展について歴史的に跡付けるという明確な目的の下に進められていた。そして、そのような講義の締めくくりとして、産業革命に関する独自の見解が示された。「産業革命」とは、ヒックスの定義によれば、「近代工業の勃興」を意味していた(p.141 (238))。だが、それに先立つ商業上の発展に対して、近代工業の勃興は、何を新たに付け加えたのであろうか。それは、固定資本財の範囲と種類が著しく拡大されたことであった。「つまり単に資本の増加だけでなく、投資が具体化される固定資本財の範囲と種類の拡大-----これこそが-----『産業革命』という変化についての正しい経済的意義」であった(p.143 (240))。

ところで、18世紀後半からのイギリスやオランダなどの経済発展においては、どのようにして固定資本への投資が活発になったのであろうか。ヨーロッパの歴史において、商業の発展を実現した時代や地域は、古代のローマやルネサンス期のベニスやフィレンツェなどいくつか見られたけれども、これらはことごとく、その後まもなく衰退し、結局は近代工業の勃興をそこから観察することはできなかった。これらに対して、18世紀のイギリスやオランダなどでは、何が一体ちがっていたのであろうか。このような問いに対する一つの解答

<sup>10</sup> ヒックス『経済史の理論』の公刊が経済学者たちに与えた衝撃については、同書の日本語版の「訳者解説」(新保他訳 p.295)の中に詳しく書かれている。また、ヒックス自身の理論研究にとって、歴史にもどることが役に立ったことについては、『経済学の思考法』の「序文と展望」の中で述べられていた(1977, p.vii (viii))。

は、ほぼ同じ時期に進んだ「金融上の発展」の中に求めることができる。この時代の金融上の発展は、たんに利子率の低下をもたらしただけでなく、より重要なことには、「資金の利用可能性」を著しく拡大させた (p.144 (242))。利子率の低下は、そのような進展の1つの徴候にすぎなかった。これによって、たえず流動資本は回転し、継続的に再投資されて、流通するようになった。これに対して、特定の形態に具体化された固定資本は沈殿し、最良の場合でも、徐々にしか流通部面へと解放されることはなかった。「不確実な世界」において多額の資本を固定資本に進んで投資しようとする人は、他の資本をより流動的な形態で保有し、非常事態に対応してすばやく換金できるようにしておくか、もしくは、他人からいつでも借入れることができるようにしておかなければならない。このような借入れは、もちろん銀行からでもよいが、貸手は流動的資金を自分で持つかもしくは他人から借入れることができなければならない。結局、決定的に重要なことは、流動的資金が利用できるかどうかということである (pp.144-43 (243))。

18世紀前半までには、イギリス（やオランダ、フランス）では、金融市場が発展し、多種類の証券がつねに売買されるようになっていた。すなわち、それまでにはなかったような流動的資産の市場が存在するようになっていたのである。このことが利子率の低下した主要な理由であった (p.145)。ここで重要なことは、ヒックスが近代工業の勃興した原因をほかの何よりも金融市場の発展に伴う流動性の向上に求めたことである。彼は、これまでの経済史家のように、新大陸からの金銀の流入や独立自営農民の成長や労働市場の生育などには、経済発展の主要な原因を求めることはしなかった<sup>11</sup>。

---

<sup>11</sup> 近代工業の発展に関するこのようなヒックスの洞察は、けっして平凡なものではなかった。それは、産業革命の原因を主として都市の商人や地方の小生産者の成長などに求めるこれまでの経済史家の伝統的な見解と大きく異なっていた。しかし、ヒックスと同じような見解は、経済史の専門家の間でも表明されており、アシュトン (Ashton, T.S.) は、手形市場の発展がランカシャー地方における産業革命に果たした重要な役割について明らかにしていた (Ashton, Sayers, 1953, Chap.3 pp.37-49)。

他方で、近代工業の勃興は、何よりも「科学の所産」であった。それは、たんなる新しい動力源の発見（発明）によるものではなく、科学技術を生産へと応用しようとする企業家たちによる投資機会の開拓によるものであった。このような投資機会は、企業家たちの「探検（exploration）」の過程を通じて開拓された。初期の段階では、それは地理上の探検であったが、やがて「きわめて広い意味での物質界の科学的探検」という形をとるようになった（p.144 (243)）。我々は、これらに、文化領域を含めた日常的な生活全般に影響を与える知識（情報またはアイデア）における探検という現代的な発展を付け加えることもできたであろう。このような投資機会は、何よりも生産者ばかりでなく、消費者を含む人々の知識の向上を通じて開拓されるものだからである<sup>12</sup>。近代工業は、このように一方では科学技術の革新の所産であると同時に、また他方では、固定資本の拡大を資金的に支えた「金融上の革新」の所産でもあった。

近代工業の勃興は、同時に労働市場に対しても影響を与え、やがて雇用機会を著しく拡大し、実質賃金率を上昇させることになった。ただし、そのことは、即座にはではなく、移行には時間がかかり、しかも当面は、雇用量はむしろ相対的に減少し、かつ労働条件はより過酷なものとなった。この問題は、リカードの「機械論」によって、早くから検討されており、工業の発展に伴って、労働の機械への広範な切換えが進む場合には、固定資本の拡大を伴いながら経済成長率が著しく上昇するにもかかわらず、しばらくは流動資本の成長は停滞し、雇用機会は広がらないというジレンマに陥る<sup>13</sup>。その結果、19世紀の中頃までは、実質賃金はなかなか上昇しなかったのである。すなわち、新しい機械の導

<sup>12</sup> 技術革新を伴う投資機会の拡大が生産者と消費者の双方の学習過程を通じて進められること、また、そのようなプロセスで流動性の保有が重要な役割を果たすことについては、Amendola, 1991, pp.333-51 を参照。また、技術革新過程と流動性との関係については、Amendola, Gafford, 1988 を参照。

<sup>13</sup> ヒックスは、『経済史の理論』の付論において、リカードの機械論について数値例を使って検討している（Hicks, 1969, Appendix pp.168-71 (280-86)）。これは、ヒックスの資本と成長の理論を理解するための優れた入門として役立つように思われる。

入によって、固定資本への投資は拡大するが、雇用機会の拡大に対して実質的にはもっと大きな効果をもつ流動資本の拡大はこれよりも遅れるため、移行期には、むしろ機械による労働の駆逐と思われるようなことがしばしば起こったのである。しかし、このような移行を経た後には、やがて近代工業の発展は、雇用機会の拡大と実質賃金の上昇とを着実に実現していった。

産業革命の歴史的な理解にかんするこのようなリカード-ヒックス・モデルは、たんに18世紀イギリスにおける産業革命に関してだけでなく、第2次・第3次産業革命とも呼ばれる現代の技術革新や発展途上国の工業化に関しても重要な示唆を与えるものと思われる。このような移行の時代における試練は、たんに労働者（被雇用者）に対してだけでなく、企業者たちに対しても与えられるであろう。リカードのモデルでは、労働を雇用する賃金基金についてのみ考察されていたので、流動資本と固定資本との比率の変化が主として問題とされていたが、ヒックスの先の資産分類を前提とすれば、投資資産と稼動資産との比率が問題とされなければならないであろう。新しい技術の導入に伴って、投資資産が刷新されるが、それが純利益を生み出しつつ追加的な雇用を拡大するようになり、稼動資産の分類へと移行するまでには、けっして無視することのできない時間が経過する。このような移行期に資本の存続を維持するためには、流動的資産を保持するか、または銀行その他からの借入れ可能性を留保しておかなければならない。いずれにしても、労働者だけでなく企業者も試練にさらされることは免れない。以上のように、さまざまな社会階層に対して試練を与えつつ、近代における「科学の利用」と「金融上の革新」とは、工業の勃興を支え、企業家の投資機会と労働者の雇用機会とをともに拡大するための前提条件となったのである。

## (2) 経済停滞からの回復と流動性：『ケインズ経済学の危機』（1974）

これまで見てきたように、ヒックスの流動性理論は、ケインズの流動性選好

説を資産選択理論の中で解釈することから出発し、つぎに準備資産の間の代替的な選択を問題とするようになり、さらに「産業革命」と「金融上の革新」とを結びつける歴史理論へと発展していった。このような発展がたんなる純粋の理論上（または歴史上）のものではなく、新しい時代の挑戦にこたえたものでもあったことは、以下で検討する『ケインズ経済学の危機』（1974）の第Ⅱ講「貨幣・利子および流動性」を読むと、明確に分かってくる。ここでは、資産保有の流動性の向上こそ、経済が自発的に現代的な停滞から脱出し、投資水準を長期的に引き上げるための必要・十分条件となることが明らかにされていたのである。

この『ケインズ経済学の危機』（以下しばしば『危機』と略す）は、インフレーションと失業とが同時に進行するという 1970 年代の歴史的な環境の中で書かれた。スタグフレーションと呼ばれたこのような新しい経済現象は、IS-LM モデルによるケインズ経済学の伝統的な解釈に対する明らかな挑戦として認識された。なぜならば、IS-LM モデルからの推論よっては、インフレーションと失業とが同時に進行することは理解できなかったからである。ヒックスは、このような困難に直面して、IS-LM モデルはケインズ解釈としては、けっして誤ってはいなかったとしても、ケインズ革命の核心を的確に捉えたものではなかったことを率直に認め、新しい解釈の方向性を見出そうとしたのであった。

ところで、ケインズ自身は、貨幣政策の重要性を絶えず強調していたにもかかわらず、彼の後継者たちは、貨幣政策の無効性と財政政策の有効性とを強調するようになったのは、どうしてなのであろうか。その理由の一つは、『一般理論』を書いた当時の歴史的条件を反映して、ケインズ自身が貨幣政策の効果に対して懐疑的になっていたためであったが、もう一つの理由は、ヒックスによれば、貨幣政策と投資とを結びつける「利子率」の概念が曖昧であったことにある（p.32 (41)）。ケインズは、利子率の概念を場合に応じて 2 つの意味で使用していた。それは、第 1 に長期国債（コンソル公債）のような特定の利

子率の意味で、第2に貸付条件一般を表わすものとして、使用していた。ヒックスによれば、貨幣政策と投資との関係について検討するためには、第2の貸付条件一般の役割について考察しなければならないはずであった<sup>14</sup>。これに反して、ケインズは、貨幣政策と投資とを結びつけるときには、むしろ第1の長期利子率について議論していたのである (p.33 (46))。しかし、長期国債の利子率と投資水準と貨幣保有との関係については、当時から疑問視する見解が有力であった。それにもかかわらず、ケインズは、どうして長期利子率を重視したのであろうか。

ヒックスは、このような疑問に対して、ケインズが短期の問題ではなく、主として長期の停滞に対する対策を問題としたかったからだと答えている (p.34 (48))。すなわち、ケインズは、短期の不況や循環的な失業の問題ではなく、長期にわたる失業を生み出すような停滞からの脱出を問題としていたのである。このような問題に対処するためには、一時的に投資を活発にするだけでなく、投資水準全体を長期にわたって引き上げる必要がある。また、そのためには、たんに特定の利子率を引き下げたり、または貨幣量を一時的に増加するだけでは十分ではない。金融組織全体の改善によって、貸付や流動性に関する一般的な条件を変更することが必要となる。ヒックスは、このように解釈した場合に初めて、ケインズの流動性選好理論を有効に発展させる道が開かれると考えたのである (pp.34-35 (48))。

ところで、ケインズの流動性選好説の目的が、もし長期の停滞を克服する政策を研究することにあつたとしたならば、そのようなことは、ポートフォリオ理論によっては十分には研究されなかつたであろう。ポートフォリオ理論は、

<sup>14</sup> ヒックスは、貨幣政策と投資との関係については貸付条件一般を問題としなければならないと考えていたようである。しかし、我々は、投資の機会費用を表わす「資本コスト」の概念が金融政策と投資との関係を考察するときには、最も重要な概念ではないかと考えている。「資本コスト」の長期的な引き下げが広義の金融政策の目標とされなければならない。もちろん、そのための政策手段については幅広い問題を議論しなければならない。

投資家による単一時点での資産選択とその成果を検討するための理論であり、そこでは固定的な投資を継続的に支えるための流動性に関連する固有の問題は議論からすり抜けてしまうからである。長期にわたる継続的な投資選択のためには、ポートフォリオ理論以上の何か、すなわち「流動性の理論」が必要とされるのであった (ibid., p.37 (52))。ヒックスは、このことについて、『危機』の中で次のように述べている。

「-----流動性は単一の選択にかかわる属性ではなく、諸選択の系列、相互に関連をもった一連の問題だからである。流動性は、既知のものから未知のものへの推移と関係している——すなわち、待てばわれわれはもっと多くの知識を得ることができるということが知られていることと関係しているのである。したがって、流動性の理論においては、既知のものと未知のものとをただ単に二分するだけでは十分ではない。現在は未知だが、時が経つにつれて既知となるような事柄から成る、もう一つの範疇が存在する。これらの事柄もまた、取り込まれなければならないのである。」 (p.39 (54))

この中でヒックスは、主として2つのことを述べていた。第1に、流動性は、ポートフォリオ理論が問題としているような単一の選択に関連する属性ではなく、相互に関連をもつ諸選択の系列に関連する資産の属性であること、第2に、不確実性と情報とに関連して、既知の事柄と未知の事柄との間の関係が時間を通じて変化していくことと、流動性を保有することとが重要な関係をもつことの2つのことであった。例えば、保有する資産全体を市場価格で評価し直すことが重要な意味をもつ投資信託などとはちがって、ほとんどの産業企業においては、保有する資産の大部分が市場でつねに評価されることが難しい実物・稼働資産の形をとっている。このような企業では、過去に選択された機械や設備などへの投資によって、現在の営業が制約されるだけでなく、将来の利益を期

待して行われる現在の新投資についてさえも、過去の投資との間に何らかの関連をもたざるをえないであろう。このように、多くの産業企業の投資選択は、過去と現在と将来との間に切り離すことのできない強い結びつきのある一列の選択として、扱われなければならないのである。これに対して、流動的な資産は、市場で容易に貨幣に換えることができる。したがって、流動性の高い資産を保有することによって、産業企業は、固定資本投資に伴う過去からの制約から自由となることができる。他方で、流動性を保有することと、情報の問題とは、密接なつながりをもっている。とくに新しい投資機会は、現在は未知であるが、やがて時間が経てば既知となるような情報と密接に関連し、また投資家や企業家などがこのような情報から学習することなしには、そのような投資機会を開拓することは不可能である。流動性の保有は、そのような情報を有効に活用する学習過程の支えとなることができるのである。

企業の固定的な投資を補完する流動性は、必ずしもその企業自身による流動的資産の保有によって保証されなくともよい。企業は、銀行借入の可能性を確保するなど、金融機関や金融市場と密接なつながりをもつことによって、流動性を維持することができる。ヒックスは、企業自身が流動的資産を保有することによって流動性を維持するような部門のことを「自律部門 (auto-sector)」、また銀行からの借入能力をもつことによって流動性を維持するような部門のことを「貸越部門 (overdraft-sector)」と、それぞれ呼び、両者を区別した (p.51 (70))。イギリスでは貸越部門が、またアメリカでは自律部門が支配的であった。高度成長期の日本は、いうまでもなく貸越経済であった。自律部門が支配的である経済と、貸越部門が支配的である経済とでは、貨幣政策のあり方やその効果について、かなりの違いが出てくる<sup>15</sup>。

<sup>15</sup> ヒックスの流動性理論をバブル期の日本の金融市場の分析に応用した研究としては、高橋、1991がある。しかし、ヒックスが貸越経済がより進んだ信用経済の形であると考えていたのに対して、高橋は、自律部門がより成熟した金融経済の姿であるように分析していた。

貸越部門をほとんど持たない自律経済では、貨幣政策は、貨幣当局による流動的証券の買入れまたは売却（公開市場操作）に依存する。このような経済では、貨幣当局は、企業の投資活動の停滞に対しては、証券の買入れによって対処するであろう。しかし、このような政策は、経済停滞に対してはそれほど効果をもたないかもしれない。単なる利子率の引き下げだけによっては、このような経済では、企業の投資水準に対して大きな刺激が加えられないからである。また短期金利の引き下げは、短期証券の価格の上昇を刺激することはできない（pp.51-52 (71-72)）。他方で、経済の過熱を防ぐための金融政策については、その効果はより大きい。貨幣当局は証券の売り操作によって流動性を減退させることによって、経済の過熱を減速させることができるであろう（p.53 (73)）。

これに対して、貸越経済では、企業の流動性は、銀行その他の金融機関によって、直接にコントロールされる。他方で銀行は、もともと自律部門であったが、現代では中央銀行からの借入れに大きく依存する貸越部門となっている。このような経済における貨幣政策は、貨幣当局が加盟銀行の流動性を変化させることによって行われるであろう。そのような手段は、中央銀行による証券の買入れ（または売却）と利子率の変更の両方であるが、現在では、それらに加えて、中央銀行と市中銀行との間の多面的な関係が利用される。中央銀行と市中銀行とは、多様なコミュニケーションと情報交換の手段をもつために、中央銀行は、このような手段を利用して金融政策の効果を狙うようになっている。このようなコミュニケーションや情報操作の巧みさは、各国の中央銀行家の手腕の見せ所となりつつある。アメリカのFRB 議長のグリーンズパン（Greenspan）は、1990年代に、しばしばこのような情報操作の巧みな手腕を發揮した。

このように分類すると、ケインズ派が貨幣政策の無効性を訴えたことは、すべての経済には当てはまらず、主として自律経済に限られることが分かってく

る。金融政策が無効なのは、自律経済に限られ、しかも経済停滞から抜け出すという目的に関してだけである。貸越経済においては、銀行組織はより強力であり、金融政策は、銀行に対する公衆の信頼が失われない限りは、有効である (p.56 (77))。

「-----ケインズの学説のうちでも最悪のもの1つは、流動性選好は完全に、そしてまた常に、悪いものだ、という彼の与えている印象である」 (p.57 (78))。

このようなことは、ケインズの時代のイギリスの状況の中では、適切な観察であった。なぜならば、自律部門が支配的であった当時のイギリスでは、停滞から抜け出すための金融政策は、人々の過度の流動性選好（貨幣愛）によって、無効にされていたからである。しかしこのような見方は、常にどの国の経済に対しても当てはまるものではない。過度の流動性も悪いが、他方で、ハイパー・インフレなどによって流動性が過度に喪失されることも悪いのである。このような流動性の再評価は、毎年 10%以上のインフレ率を記録した 1970 年代の先進国経済の問題に答えるものであったことはいうまでもない。

そしてヒックスは、ケインズによっては投資支出の金額だけが重視されて、投資の生産性については軽視されていたという、ホートレイと同じような批判を加え、この講義の最後に次のように述べていた。

「ある形態の投資は他の形態の投資と同じではないのだ、ということをいったんひとが受け入れれば、投資の形態を賢明に選択することが社会的に生産的なことなのだ、という帰結が生まれる。もし投資が急がれすぎれば、投資が賢明に選択されることは不可能である。流動性の社会的機能は、それが考える時間を与える点にあるのである。」 (p.57 (79))

これは、未解決のままに残されたケインズ『一般理論』の主要な問いかけ、すなわち「投資の国家管理」とは何かという問いかけに対するヒックスの解答であったように思われる。これまでは、「投資の国家管理」というケインズの政策提言は、財政政策による有効需要の創出策としてほとんどの経済学者たちによって理解されてきた。しかし、今日では、景気回復のための財政政策に対しては、その有効性や公平性などの観点から、さまざまな批判が加えられるようになってきている。これに対して、ヒックスは、中央銀行による流動性の管理によって、投資を生産的な部面へと誘導することが、市場経済の利点を活用しつつ、なおかつ経済政策を遂行する賢明なやり方であると考えようになっていった。すなわち、流動性の社会的な機能は、投資の形態を賢明に考える時間を企業や投資家に保証し、そうすることをつうじて、自発的な投資をより有益な部面へといざなうことにある。このような流動性の管理を目的とする金融政策は、たしかに財政政策に比べてその効果は間接的であるかもしれないが、それだけ選択者の自由を保証しつつ、投資の乱用を防ぎ、民間経済の自発的な活動を刺激することが期待される。

以上のように、ヒックスは、『危機』の中で、流動性のもつ積極的な側面を強調し、また財政政策に代わる成熟経済における金融政策の可能性について研究したのである。しかし、これがヒックスの流動性に関する最後の言葉ではなかった。不確実性における資産選択の中で流動性の保有が果たす重要な役割について、さらに新しい視点が付け加えられることになったのである。

### (3) 不確実性下の投資決定と流動性：『経済学における因果性』（1979）

ヒックスの流動性理論は、1979年の『経済学における因果性』において、実質的な発展の最後の局面を迎えた。この著作の理解は、以前にも検討したように<sup>16</sup>、後期ヒックス理解のカギとなるが、その中でヒックスは、不確実性における選択について考える場合に重要となる「通時的因果律（sequential

causality) 』について検討し、そのような因果律が適用される具体例の一つとして、流動性の問題を大きく取り上げていたのである(1979, Chap.7 pp.91-101)。

経済学においてこれまでに意識的または無意識的に使われてきた因果律は、ヒックスによれば、つぎの3つに分類される。(1) 静学的因果律 (static causality) (2) 同時的因果律 (contemporaneous causality) (3) 通時的因果律 (sequential causality) の3つの因果律である。不確実性における選択について考察するためには、前の2つの因果律ではなく、最後の通時的因果律に依らざるをえない。IS-LM モデルを含めて、これまでのケインズ派の経済学は、すべて第2の同時的因果律に依拠してきたが、このような論理のレベルによっては、流動性の問題を本当には取り扱うことはできない。なぜならば、流動性の基本的な性格は、それが特定の期間を超えた不確実な未来に対する期待に関連した人々の選択に係わることであり、そのような問題を扱うためには、特定の期間に限定された因果関係を考えるのではなく、そのような期間を超えて原因と結果とが相互に関連しあう「通時的な因果律」に依らなければならないからであった (pp.83-86)。こうして、流動性の問題は、不確実性下の資産選択について考察するための「通時的因果律」という論理レベルによって、改めて議論されることになったのである。

ところで、「通時的因果律」とは、原因が時間的に結果に先行すると考えるもっとも普通の因果の観念に依拠した論理的な推論のことである。しかしそれにもかかわらず、経済学では、最も取り扱いにくい因果律であると、これまで考えられてきた。なぜならば、これまでの経済学のほとんどは、静学的な均衡の概念を重視してきたために、静学的な因果律か、さもなければせいぜい同時的因果律に依拠しなければならなかったからである。通時的因果律については、ヒックスがこの本の中で初めて本格的に問題とするまでは、ほとんどの経済学

---

<sup>16</sup> ヒックス『経済学における因果性』については、小畑 2005 を参照。

者は、積極的に取り扱うことをしてこなかったのである<sup>17</sup>。

通時的因果律に依れば、原因と結果とは継起的につながりあっていると考えるが、そこでは、経済学において重視されている意思決定や選択の問題は、因果系列の事前的段階と事後的段階の中間のつなぎ目に位置づけられる。そして、流動性の問題を含み資産選択に関連するさまざまな問題は、意思決定や選択の中心問題とされるのであった (p.88)。

通時的因果律による場合には、経済的意思決定者の決断や選択は、主として貸借対照表の資本勘定の均衡を基準とするものと、考えられていた。そして、そこではそれぞれの選択者の保有する資産の流動性が重要な役割を果たす。なぜならば、流動的な資産（流動性）の保有は、たんに投資に関連するリスクを軽減するだけでなく、より積極的に幅広い選択の自由を企業や投資家に与えるからである。この点は、新しい技術や市場を開拓しようとする企業家や彼らの事業に投資しようとする投資家にとっては、とくに重要となる。なぜならば、新しい投資機会に対して積極的に自らの資本を投下しようとする人々は、もし彼らが流動的資産の形か、または保証された借入能力の形かのいずれかで、十分な流動性を保有するならば、投資の意思決定において、迅速性と柔軟性と賢明性とを確保することができるからである。さもなければ、投資機会に対する彼らの反応は、たんなる機械的または物質的な刺激とそれに対する反応と、大差のないものになってしまう。

選択者が新しい投資機会を的確に捉えるためには、新しい情報に対して機敏かつ柔軟に対応することが必要である。その情報がどの程度有望な機会を伝えるものなのか、または新しい技術の実用とそれに対応する市場の開拓がどの程度の可能性を伴っているのかということについて、試行錯誤しながら賢明に判

---

<sup>17</sup> J.ロビンソンによる「歴史的時間」の導入は、事実上、通時的因果律に触れた、経済学者としては、例外的な試みであった。なおケインズ革命に関する歴史理論的な解釈については、Robinson, 1962, Cap.IV pp.73-98 を参照。

断しなければならない。また、いったん投資が決定されてからも、その投資が実行に移されるまでには、土地や資材の確保、金融機関からの資金調達、専門的な労働者や経営者の確保などに多くの時間が費やされなければならない。さらに土地や機械設備などが確保され、事業が立ち上げられてからも、実際に純利益を上げつつ、その事業が軌道に乗るまでには、一定の時間の経過が必要である。このような時に、もし企業が何らかの形で十分な流動性を準備しているならば、そのような投資機会に対して、きわめて有利な形で対応することができる。一方では、投資機会の出現に対して、すばやく対応することができるし、他方では、十分な時間をかけてより有望な投資機会を探索することもできるのである。さらに資金調達をはじめとする交渉において、時間を節約し、取引費用を少なくすることができる（pp.91-93）。

いずれにしても、流動性の保有は、投資機会に対する企業や投資家の対応の機敏性と柔軟性と賢明性とを保証し、彼らの選択の自由の余地を拡大するのである。資本は、これによって、乱用されることが少なくなり、有効に活用される可能性が増す。そのような意味で、資本勘定による流動性の保有は、ケインズ派の経済政策のうちでも最悪の実例のひとつとして認識されてきている「公共資本の乱用」を予防する働きがあるものと理解されるのである。もっとも、このためには公共企業体が十分に管理できる資本勘定をもつことが必要となるであろう。

以上のような流動性に関するヒックスの積極的な評価は、これまでのケインズ派のものとは、ある意味では正反対のものであった。ケインズの『一般理論』においては、流動性選好は、貨幣供給と利子率との間の関係を明らかにする理論として検討されていた。また彼の後継者たちは、流動性選好が投資の阻害要因となる消極的な側面に対して注意を集中させてきた。これに対して、ヒックスは、投資全体に対する流動性の積極的な役割を強調することになった。すなわち、流動性の保有は、長期的に見るならば、経済の拡張を抑制するというよ

りも、むしろ促進する。そして流動性の概念は、たんに金融市場に限定された概念ではなく、貸借対照表（資本勘定）の選択に関連するもっと広い意味合いを持った概念として使用されることになったのである。

金融機関（銀行、投資信託、投資銀行、年金基金など）の特徴は、貸借対照表の負債側だけでなく、資産側についても、金融資産が支配的な比重を占めていることである。それゆえ金融機関にとっての流動性の問題は、主としてそのような金融資産の間の流動性の程度の比較の問題、すなわち、できるだけ流動性の高い金融資産を選択するという問題である。これに対して非金融会社では、貸借対照表の負債側の多くは金融資産（負債）であるが、その資産側のほとんどは実物資産によって占められている。このような非金融会社の流動性の問題は、金融資産の間の流動性の相対的な違いではなく、実物資産と金融資産との間の関係の問題となるであろう（pp.94-95）。

資産選択に関する意思決定が流動性に対して及ぼす影響については、非金融会社におけるほうが、金融機関よりも深刻である。なぜならば、金融機関の場合には、流動的資産を徐々に減らして、危険資産を増やしていくというように、金融資産の間の選択を限界的に調整することができるが、非金融会社の場合には、そのような限界的な調整をすることは、取引費用を考えると難しいからである。非金融会社による実物資産投資の決定がその企業の流動性に対して深刻な影響を与えるのは、たんに日常的な営業や季節的な変動に伴って流動性の保有を変えるようなときではなく、まったく新しい投資機会を開拓するようなときである。企業がもしそのような投資機会に対して、自己資金を投ずるならば、金融・準備資産の保有は直ちに減少し、または借入れによって投資資金を賄うならば、利用可能な保証された借入能力を使い果たすことになる。いずれにしても、流動性の状態は著しく悪化する。そして、このような流動性の状態が、その後長い間、修復されないならば、その企業は、別の投資機会を捉えられなくなるだけでなく、やがて貸手の支配下に入り、独立性を失うかもしれない

(pp.95-96)。いずれの場合にも、流動性の保有は企業の自由を意味し、流動性の減少は企業の自由の喪失を意味する。

ヒックスは、ケインズを批判して、次のように指摘する。ケインズが深刻に悪かったのは、あたかもいかなる企業もそうしようと思えば、そのときの支配的な利子率で必要なだけ多くの資本を常に調達することができるかのように想定して、投資が利子率によって支配されると考えたことであった。利子率は、よくても流動性の指標の一つにすぎず、いかなる意味でも、常にその完全な指標ではない (p.96)<sup>18</sup>。

以上のように、『経済学における因果性』において、ヒックスは、不確実性下の選択について考えるための「通時的因果律」について検討しながら、同時に流動性の問題をも考察した。これにつづいて、経済全体を貨幣当局と金融部門と産業部門との3部門に分割するマクロ・モデルを設定して、それぞれの部門の流動性が経済発展と金融政策とによって、どのように変化するのかということについて検討した (pp.96-100)。しかし、以上のような検討は、将来目指されるべき流動性理論の始まり以上のもではなかった。流動性理論については、抽象的なレベルにおいても、もっとやるべき研究がたくさん残されている。また、理論を応用する前に、国や時代ごとにちがう制度設定について解釈が加えられなければならない。このような作業が終わった後に、貨幣的な経済学の本来の仕事がたくさん残されているであろう。そのような仕事のほとんどは、将来に残された課題として我々に預けられたのであった (p.100)。

---

<sup>18</sup> このようなケインズ批判は、同時にヒックス自身の IS-LM モデルの考え方に対する自己批判をも意味していた。このモデルでは、投資は利子率だけの関数として扱われていたのである。また、流動性は、利子率だけによっては表わせないという指摘は、流動性選好説に対する批判を含んでいた。だが、投資は利子率だけではなくその他の何によって支配されるのか、また、利子率は何によって説明されるのか、というような問題がなお残されている。

## [4] 流動性理論と金融政策

以上でみてきたように、第2次世界大戦後に再開されたヒックスの流動性理論の研究は、何回かの重要なパラダイム転換を通じて、段階的に発展していった。その過程をもう一度整理すれば、次のようになる。

第1に、ケインズの流動性選好説が資産選択理論の枠組みの中で解釈され、貨幣と危険資産の集合との間の代替の問題として研究された。流動性は、ここでは、ポートフォリオ全体の期待収益の平均値からの乖離の可能性（標準偏差）を基準として測られることが指摘された。

第2に、ケインズ『貨幣論』の中の流動性に関する記述について、再検討され、貨幣を含む多様な流動的資産のスペクトルを対象として、そのような準備資産の間の代替の問題が研究された。流動性は、ここでは、それぞれの資産の取引費用の差によって測られることが示された。

第3に、不確実性のもとでの資産選択について通時的因果律に従って分析がなされ、流動性を保有することが投資機会を開拓する上で決定的に重要な役割を果たすことが明らかにされた。ここでは、流動性の問題は、産業の実物・稼働資産と金融・準備資産との間の補完関係に関する問題として検討しなおされた。しかし、流動性を測定する基準については、それが利子率だけでは依らないことが指摘されただけで、それ以上の分析はなされなかった。そして、この最後の段階になって、ヒックスの流動性理論は、ケインズ派の流動性選好説とは、はっきりと違う方向を示し始めた。

以上のようなヒックスの流動性理論にかんするそれぞれの段階での研究は、これまでに検討してきたように、いずれも前の段階の研究において見落とされていた点を見直すことによって発展してきたものであった。だが、これらの理論全体を最終的に何かひとつの統一的な視点のもとにまとめあげることが果たしてできないのであろうか。このような可能性について考えるときに、ヒック

スの資産の保有動機に関する分類と、投資家の行動様式の種類とが役に立つように思われる。また、「不確実性」と「取引費用」と資産保有との関係が流動性理論の骨格を形成することを考慮すれば、3つのレベルの流動性理論の研究について以下のようにまとめることができるように思われる。ただし、以下のまとめは、あくまでも我々の解釈であり、ヒックス自身は、自分自身の研究を必ずしもこのような統一的な視点によってまとめようとはしなかった。

第1に、資産選択理論の中で流動性を定義する研究のレベルでは、「流動的な (fluid)」投資家の資産選択が主として問題とされていたものと考えられる。具体的には投資信託や投資銀行、年金基金などの金融機関による資産運用に適用されるような流動性の理論が考察されていたのである。これらの金融機関は、一定期間ごとにポートフォリオを点検する必要があり、その中で資産全体の利益とともに、その危険についても「標準偏差」という統計学的概念によって示すことが必要である。また研究のこのレベルにおいては、「取引費用」については無視される代わりに、「危険」の問題に焦点が当てられ、ポートフォリオ全体の期待収益の平均値からの乖離の可能性を、他において等しければ、できるだけ小さくすることが、流動性理論から示唆される原則であることが示された。そしてこのような原則は、これらの金融機関だけでなく、その他のすべての投資家にとっても、多かれ少なかれ資産運用の参考とされなければならないであろう。あたかもすべての投資家が、金融機関のように行動するものと想定してなされる分析は、金融市場分析への一つの有望なアプローチとされなければならない。

第2に、準備資産の間の代替について研究するレベルでは、金融機関の発行する流動的証券が産業部門の準備資産として利用される関係が分析されていたものと解釈することができる。また、研究のこのレベルでは、売却時の損失が最小となる証券類に対して分析が集中されるために、「不確実性」については考慮されない代わりに、諸資産の間の「取引費用」の違いについて分析が集中

される。そして、多様な準備資産の間の流動性の違いがそれぞれの資産の取引費用の差によって説明できることが示されたことは、金融機関に対する貨幣当局の金融政策に対して重要な示唆を与えるものと期待される。すなわち、第1の資産選択理論によって示された各金融機関の資産運用の効率性の基準は、それらの金融機関が発行する証券の流動性に反映されるであろう。そして、そのような証券の流動性は取引費用に影響を与えるのであるから、取引費用を引き下げようとする金融政策は、金融機関の経営組織の効率性の改善を目標としなければならないことになる。後に見るように、金融組織の改善による取引費用の引き下げは、不確実性に対処する長期の金融政策の一つの柱とされなければならない。

産業の実物資産と金融・準備資産との間の補完関係を分析する最後のレベルでは、投資水準の長期的な引き上げが金融政策の目標とされることが示された。技術革新の時間的推移と金融市場との関係は、経済史の理論の中心的主題とされていたように、流動性理論の中心として今後取り組まれなければならない課題であろう<sup>19</sup>。また、研究のこのレベルでは、「不確実性」と「取引費用」の2つの種類の問題は、たがいに切り離しがたく結び付けられ、流動性理論の中心を占めるようになる。

そして、以上のように理解されたヒックスの流動性理論から、以下のような金融政策の目標が示唆されてくるように思われる。我々の理解する流動性の理論によれば、金融政策の長期的な目標は、雇用を安定させつつ、そのために必要とされる一定の経済成長を維持するために投資水準を全般的に引き上げることであった。そのためには、これまでのケインズ派やマネタリストなどによる金利操作や貨幣量の調節などの金融政策では、とても十分とはいえなくなる。貨幣当局（政府と中央銀行）が流動性全般を管理して、資産市場の流動性を全

---

<sup>19</sup> 技術革新の時間的な推移と流動性との関係については、Amendola, 1988, Chap.3 pp.39-41, および, Mckenzie, 1991, pp.333-51を参照。

般的に高め、生産的な用途へと投資を誘導することを手助けしなければならない。そのためには、産業における適切な流動性の保有を奨励し、産業が有望な投資機会を迅速かつ柔軟かつ賢明に開拓することを支援する必要がある。これは、とくに公共資本の乱用につながっていった旧ケインズ派の金融・財政政策の欠点を修正するような政策へのパラダイム転換を示唆しているように思われる。

だが、このような政策目標を達成するために、もう少し具体的には、何が必要とされるのであろうか。このような問題に対して全面的に答えるためには、なお考慮すべき未解決の問題が残されているが、ここでは流動性の保有に伴う費用について考察することによって、金融政策の手段について考えてみよう。

産業による投資機会の開拓を側面で支援する流動性の保有には、以上で考察したような数々の利点があるが、他方で流動性の保有のためには費用がかかる。もし産業が流動的な資産を自分たちで保有するならば、そのような流動的な資産へと投下する資金とその資産を換金するときの取引費用とが流動性を保有するための費用とされなければならない。他方で貨幣以外の資産には何がしかの利子が付くから、それらの利子は、これらの費用から差し引かれるであろう。これに対して、保証された銀行借入によって流動性が保持される場合には、借入に対して支払われる利子率と取引費用とが流動性を保有するためのコストとされる。なおここで、取引費用というのは、主として銀行預金の具体的な用途への振替（送金）に要する費用のことを意味する。借り入れに対して何らかの拘束預金が契約によって義務づけられているならば、そのような預金額もまた取引費用の中に加えられなければならない。いずれの場合にも、流動性を保有するためのコストの大きな部分は、各種の利子率と取引費用によって占められるであろう。

他方で、流動的な資産の大部分は、金融機関が発行する銀行預金を含む金融証券か、もしくは政府の発行する短期国債（TB など）のいずれかである。こ

これらの証券の取引費用は、証券市場一般に関連するものを除けば、発行者である金融機関の資産運用のパフォーマンスか、もしくは政府の財政および国債管理政策に依存する。金融機関や政府の資産管理が合理的に運営される限り、それらの組織の発行する証券は、市場で高く評価され、その取引費用はたぶん低いであろう。したがって、金融機関や政府の資産管理は、市場全般の流動性に大いに関係するのである。他方で、証券市場全般の流動性は、経済全体の不確実性によって左右される。

このようにみてくると、「取引費用」と「不確実性」とは、ヒックスがいうように、金融政策について議論する場合にもその中心的な考察事項とされなければならないことが分かる。そして、投資に対するこれらの費用を何らかの手段によって削減することが、金融政策の長期的目標とされなければならないのである。

以上のような考察を踏まえて、日本の現状を考えると、日本の金融政策については改善すべきことがいくつかあるように思われる。ゼロ金利政策や量的緩和政策によって、ようやく長期の停滞からの脱出の兆しが見え始めたものの、他方では、預金金利が低いにもかかわらず預金の振替手数料は不合理なほど高い。また流動性が最も高いと一般的に認められている短期国債（TB）の発行に対しては、政府は依然として消極的である。証券の取引税や長期国債の発行に依存するような財政政策は、証券の流通市場の弊害となる。これらはいずれも、流動性の尺度となる取引費用の軽減に逆行するものである。したがって、日本の現状においては、不合理に高い銀行の手数料の引き下げと、流動的な政府短期証券の発行の促進と、それに伴う財政制度の改善とが、流動性に関連して当面求められる金融システムの改善策として、提案されるであろう。

## [5] スティグリッツ「信用と情報の理論」との関係

以上で検討してきたヒックスの流動性の理論は、スティグリッツの信用と情報の理論と関連づけることによって、その現代的な意義をさらに高めることができるように思われる。スティグリッツがヒックスと同じ問題意識を継承していると思われる根拠は次のようである。それは、この2人がともに、ケインズの中心的な研究主題であった「不確実性と貨幣」の問題を自分たちの時代の問題に置き換えながら、なおかつその主題を時宜に適した形で探求し続けているように思われるからである。後期ヒックスは、同じ問題を「不確実性と流動性」の問題として研究しなおした。これに対して、スティグリッツは、「不完全情報と信用」の問題として、これらと同類の問題を研究しているものと理解することができる。両者はともに、ケインズの中心的な主題の継承者であるものと理解することができるのである。

スティグリッツの議論をヒックスの流動性理論の延長線上に位置づけるとするならば、それは、ヒックスの分類した「貸越部門」が支配的な経済における信用の役割について、主としてその公共資本または情報資本としての機能に焦点を当てた研究であったものと評価することができるであろう。ところで、そのようなスティグリッツの議論において、何故信用が公共資本または情報資本としての社会的な機能をもつと判断されたのであろうか。

信用は、まず銀行の貸出しによって産業企業に対して供与され、つぎに企業間信用の連鎖を通じて経済全体に波及していく。十分に慎重な銀行は、産業に対して信用を供与するに当たって、対象となる企業その他の信用度について入念に審査するであろう。そのような審査のためには、貸出先企業に関連する個別的な情報を入手することに努力しなければならない。銀行の貸出しに関連して、このような審査活動や情報収集が必要となるのは、情報が不完全にしか与えられていないからである。このように、情報の不完全性こそが、金融仲介機

能を必要不可欠なものとする前提条件なのである<sup>20</sup>。

そして、ひとたび貸出しがなされるならば、銀行は自分たちの貸借対照表に貸出先の企業の預金を創出することになる。借り手は、これによって、投資やその他の支出のために自由にするのできる流動性を確保することになる。したがって、銀行信用が供与される背後では、銀行による情報収集活動が行われ、また銀行による信用供与と預金の設定は、その企業に関する情報を取引先企業へと伝達する手段、すなわち一種の公共的な「信用証明書」となる。取引先企業は借り手企業の信用度に関する情報に対して、特別の費用をかけることなく、接近することができる。銀行は、自らの発行した「証明書」（情報）に対するそのような利用者を排除することはできない。銀行から信用を受けた借り手は、それによって投資その他の取引を活発にするだけでなく、取引相手のためにさまざまな事業の機会を提供することになる。このように、銀行信用は、一種の情報資本または公共資本としての役割を果たしてきたのである。

しかし、そのような銀行信用の役割は不完全にしか果たされず、またしばしばシステムティック・リスクにさらされ、モラル・ハザードなどの公共的な問題を引き起こす。したがって、銀行に対する政府の規制が必要となる。しかし、銀行信用は、順調に進展する限りは、産業企業の投資を促進し、また経済全体に対して信用情報を安価な費用で提供することができる。したがって、銀行信用は、経済活動の水準を表わす適切な指標となり、金融政策の操作目標となるのである。これに対して、マネー・サプライや特定の金利などは、現代の金融システムを前提にしたときには、もはや適切な指標とはならなくなっている。

銀行信用の利用可能性が経済の活動水準を適切に表わす指標となりつつあることは、また金利の側面からもいえる。いま、無リスク資産（完全に流動的な

---

<sup>20</sup> スティグリッツの信用と情報の理論については、Stiglitz, 2003, Chap.6 (pp.117-36) を参照。

証券)をTBによって代表させ、その金利を $\rho$ とし、貸出金利を $r$ としよう。TB金利は、預金金利とほぼ同じ水準を維持し、長期にわたって比較的安定的なことが経験的に分かっている。これに対して、貸出金利は循環的に大きく変動する。これは、TB金利が主として制度的・慣習的な要因によって左右されるシスマティック・リスクのみを反映すると考えられるのに対して、貸出金利は、その上に、貸出先の企業にかんする個別的なリスクをも反映し、後者は個々の企業の将来にかんする銀行のリスク評価の変化によって変動するからである。なおここでは、取引費用については、TBと貸出し(預金振り替え)とでは、差異はないものとし、考察からは除かれている。

いま、TB金利と貸出金利のスプレッドを $\xi$ で表わすとすれば、それは、おおむね、 $\xi = r - \rho$ によって定義されるであろう。銀行貸出が急増するような時期には、信用リスクも次第に高まり、金利スプレッド $\xi$ は拡大する。もし、銀行貸出がなお伸び続けるとするならば、このようなスプレッドを上回るような投資からの収益機会が将来に期待されていることが想定される。このように、銀行貸出の金利とTB金利とのスプレッドは、現在の投資に関してだけでなく、将来の投資に関する収益の期待を診断する適切な指標となるのである<sup>21</sup>。

このように、スティグリッツの信用と情報の理論は、ウィクセルの「信用経済」モデルやヒックス「貸越経済」モデルをさらに拡張したものであったと理解することができる。いいかえれば、ヒックスの流動性理論は、スティグリッツの理論によって補足された場合に、より説得力を増すものと考えられる。しかし他方で、ヒックスの理論の中には、この上になお「自律経済」の役割に関する分析と、流動的資産の保有と銀行信用の利用との間の関係に関する考察とが、独自の研究として残されていた。実際の経済では、「貸越経済」と「自律経済」とは共存している。そのような現実の経済に関しては、政府はどのよう

<sup>21</sup> このような貸出金利と預金(TB)金利との間のスプレッドが重要な指標となることについては、ヒックスも指摘していた(Hicks, 1989, pp.103-11 (124-31))。

に流動性を管理したらよいのであろうか。

ところで、銀行貸出が停滞し、TB などの流動的な証券の保有比率が増大するのは、経済の停滞局面であることが経験的に分かっている。このような時期には、貸出金利と TB 金利とのスプレッドは縮小し、銀行の貸出意欲は減退している。これに対して TB などの流動的資産の保有比率は増大するが、これは、銀行のリスク回避の意向を反映すると同時に、より積極的には、新しい投資機会の開発までに要する時間的な余裕をつくるための重要なステップでもある。かつては、このような流動性の保有は、貨幣の保有によって果たされていた。投資家は、金利の低い不況期に、貨幣需要を急増させ、経済全体は、いわゆる「流動性のわな」に陥っていた。現代でも、銀行の過剰準備は、このような「流動性のわな」の徴候であると解釈することができる。このような時期には、他方では同時に、非銀行部門において借入金の返済不能のリスクが高まっている。

「自律経済」の特徴は、銀行部門だけでなく、産業部門においても貨幣以外の短期証券が流動性として保有されることであるが、これによって、一体何が違ってくるのであろうか。他の金融部門のことを考慮しないとするならば、このこと自体は、事態をあまり変化させない。流動性の保有が貨幣からそれ以外の短期証券に移されただけのことである。たとえば、TB が流動的な証券として広く保有されるようになったとしよう。産業において、他の投資機会が予想されたとして、TB を換金して必要な資金を即座に得ることができるのであろうか。いわゆる「ロックイン効果」としてよく知られるようになったことは、投資家が保有する同じ種類の証券を一斉に売りに出すときには価格変動による取引費用が膨大な額に達するということである。したがって、投資家は、保有する TB を即座に有利な形で換金することはできない。その結果、貨幣保有による「流動性のわな」と同じような事態が発生する。流動性の保有は、容易に投資を促進することはできないのである。

このような状況が打開されるためには、主として2つの条件が加えられな

ればならない。一つは、新しい有望な投資機会が開発されて、革新的投資に対する将来の期待収益が取引費用をはるかに凌駕するほど高くなることである。もう一つは、流動的な資産（TB など）の流通を促進し、取引費用を軽減するような金融システムの改善が進展することである。投資銀行によって代表されるような銀行以外の金融機関の発展は、これら2つの条件を整えるために寄与するものと考えられる。

商業（預金）銀行が情報の収集所として機能するのは、銀行が信用（貸出）と預金を扱い、産業企業の日常的な取引に関連する個別的な情報を集めることのできる立場にあるからである。しかし銀行は、その反面で、企業と長期にわたって固定的な関係を維持しがちとなる。不良貸出が銀行経営の一つのリスク要因とされるのはこのためである。他方で、銀行は、預金の一斉引き出し（取り付け）に出合う危険をつねに抱えている。こうして、銀行は、とくに不況期には危険回避的となり、そのことが「流動性のわな」に陥る現代的な要因のひとつとなっていたのである。

これに対して、投資銀行は、負担すべき特別に流動的な負債をもたず、それゆえ積極的にリスクを負担できる立場にある。また産業企業との間に日常的な取引関係をもたない代わりに、ひとたび新しい投資プロジェクトが開発されるようなときには、そのような投資計画の立案・作成から、そのための資金調達、合併や解散、新規企業の立ち上げまで、産業企業の非日常的な活動を支援し仲介する業務に従事する。革新的な投資の仲介のためには、このような投資銀行の業務が不可欠である。さらに重要なことには、これらの投資銀行は、政府証券（TB など）のプライマリー・ディーラーとなり、政府短期証券市場の仲介業務の分野においても有力なことである。したがって、産業の流動性の保有を革新的な投資へと誘導するためには、このような投資銀行による総合的な仲介業務が不可欠となる。このような業務は、CMA（Cash Management Account）として、1980年代以降の投資銀行業務の中に積極的に取り入れられた業務であ

った。

以上のような考察から、「自律部門」の流動性の保有を「流動性のわな」から解放して、革新的な投資へと連絡させるためには、投資銀行に代表されるような銀行以外の金融機関の活動範囲を広げることが役に立つことが分かった。預金銀行だけでなく、投資銀行をはじめとするその他の金融機関もまた、とくに新しい投資機会を開拓するためには、重要な情報の収集所となりうる。金融システムにおいて投資銀行の果たす役割が大きいアメリカにおいて、とくに新規事業（ベンチャー・ビジネス）の開拓が積極的となってきた一つの要因としては、このような金融機関による情報収集活動が挙げられるであろう<sup>22</sup>。このようにヒックスの流動性理論は、金融市場および金融機関の分析と結び付けられることによって、さらに一層実効性のある金融政策の提言へとつながっていくことが分かってきた。ただし、このような金融機関の改善策は、モラル・ハザードなどの問題を引き起こすような安易な補助金政策や金融機関の経営救済策としての各種の手数料の事実上の引き上げによって支持されてはならない。そのような政策は、取引費用と不確実性とを同時に高めることによって、金融システムの改善につながるどころか、かえって問題を悪くする。取引費用を引き下げ、また不確実性の問題をできるだけ軽減するような金融市場と金融機関に関する長期的政策が探求されなければならないのではなからうか。

ヒックスの流動性理論は、以上のように、スティグリッツの信用と情報の理論や投資銀行の理論などと連絡させることによって、さらに、より現代的な問題を考察するための参考とすることができるものと考えられる。

## <まとめ>

ヒックスの流動性の理論に関する以上のような検討の結果を、我々は以下の

---

<sup>22</sup> アメリカの投資銀行については、小畑、1988、第2章（pp.29-66）を参照。

ようにまとめることができるであろう。

ヒックスの流動性の理論は、主としてつぎの3つの段階をつうじて、次第に進化していった。すなわち、(1) まず、ポートフォリオ選択理論に基づいて、保有する資産集合からの期待収益の平均値からの乖離の可能性の度合いを示す指標（標準偏差）によって、ポートフォリオの流動性の度合いを評価する基準が示された。(2) 次に、貨幣を含むさまざまな金融資産の間の代替的選択の基準となる取引費用の違いによって、流動性の度合いを示せることが議論された。(3) さいごに、流動性の保有が、革新的な投資の決定に対して補完的な役割を果たすことが流動性の積極的な理論として提起された。

そして、この最後の段階になって、ヒックスの流動性の理論は、従来からのケインズ派の流動性の理論や、またポートフォリオ理論とは明らかに異なった次元の問題を考察できるようになったのである。それは、「流動性の積極的理論 (the positive theory of liquidity)」と呼ぶにふさわしいものであった。ただし、前の2つの段階の議論がヒックスの流動性理論において全くその意味を失ったとみなすことはできない。それらは、それぞれ(1) 主として流動的 (fluid) な投資家の資産および流動性の選択の基準として、(2) 主として金融機関によって発行または保有される短期の流動的証券の特性を測る基準として、いいかえれば、貨幣市場 (money market) の分析の基準として、なおヒックスの貨幣理論において、重要な役割を占めるものと判断することができる。

しかし、ヒックスの流動性理論の真髄は、この最後の段階における問題提起、すなわち流動性の保有が革新的な投資に対して積極的な役割を果たすという問題の提起であった。それはどのような積極的な役割だと理解されたらよいのであろうか。この点に関して、ヒックスは、必ずしも明確な答えを述べなかったが、以下のように解釈することができるものと我々は考えている。

流動性の保有が革新的な投資において積極的な役割を果たすようになるのは、それが情報の問題と密接に関連するからである。そして人々による情報の

獲得は、スティグリッツが明らかにしたように、信用の授受と関連し、しかも両者はともに時間と密接に関連しあっている。時間の問題に関しては、ヒックスは独特な視点を提起していた。それは、情報と流動性、そして資本の概念を、すべて時間と積極的に関連させるという、オーストリア理論から引き継いだ視点であった。このような考え方を積極的に活かすとするならば、流動性の保有についての従来からの考え方を修正しなければならないはずである。すなわち、流動性の保有を従来のように単に利子率だけに関係させるだけでなく、時間に対しても密接に関係させるという考え方に転換しなければならないものと考えられるのである。いいかえれば、流動性の保有は、単に利子率の変化によってだけでなく、投資期間の時間的な長さによっても変化するものと考えられる。この場合の投資期間の中には、投資を計画立案した時点から、実際の投資が稼動資産として生産その他の営業に使用され、ついにはその使用を終了し廃棄されるまでのすべての時間が含まれる。流動性の保有は、投資に関する情報を入手するための時間の長さに関係し、またその投資が稼動資産として純利益の流列を生む期間の危険にたいする準備資産として機能する時間の長さ ( $t$ ) に対しても依存するのである。

以上のような考え方を要約すれば、流動性の保有に関して次のように表わすことができようと思われる。

$$M = L(i, t)$$

ここで、 $M$ は流動性の供給量を示し、 $L$ は流動性の需要量を表わす。 $M$ は政策変数として理解されてもよいが、 $L$ は利子率  $i$  に依存するだけでなく、平均的な投資期間の時間的な長さ  $t$  にも依存する。実際に、利子率と時間との間にはどのような関連があるのか、または、統計的データとどのように関連するかについては、なお検討しなければならない。このような考え方は、貨幣や資本の問題を時間の中 (in time) で極力考えようとした後期ヒックスの問題意識

と符合する。また、通時的因果律にしたがって経済学を捉えなおそうとした晩年の方法論的な考察と連結される。そして、時間の中で資本の問題を再検討しようとした問題意識は、後年の彼の資本理論を理解し、発展させるためのカギとして重視されなければならないであろう。

## Reference

- Ashton, T.S., & R.S. Sayers, 1953, *Papers in English Monetary History*, Oxford: Clarendon Press.
- Amendola, M., & J. Gaffard, 1988, *The Innovative Choice, An Economic Analysis of the Dynamics of Technology*, Oxford: Basil Blackwell.
- , 1991, "Liquidity, Flexibility and Process of Economic Change," in McKenzie, 1991, pp.333-351.
- Hicks, J.R., 1932, *Theory of Wages*, London: Macmillan, 内田忠寿訳『賃金の理論』東洋経済新報社, 1952年
- , 1935 a, "A Suggestion for Simplifying the Theory of Money" *Economica*, Feb, 1935, 「貨幣理論単純化のための提案」(1967c, CEMT pp.61-82 邦訳 85-114 に再録)
- 1935 b, "Wages and Interest: The Dynamic Problem," *Economic Journal*, 1935, pp.456-68
- 1937, "Mr. Keynes and the 'classics'" *Economica*, April 1937, 「ケインズ氏と古典派」(1967c, CEMT pp.126-142 邦訳 171-192 に再録)
- 1939, *Value and Capital; An Inquiry into some fundamental principles of economic theory*, Oxford: Oxford U.P. 安井琢磨, 熊谷尚夫訳『価値と資本 I, II』岩波書店, 1951年
- 1962, "Liquidity", *The Economic Journal*, Dec, 1962 「流動性」, 付録「ポートフォリオ投資の純粹理論」(水野正一, 山下邦男監訳『現代の金融理論—流

- 動性と貨幣需要—』1965年, pp.1-74 所収)
- 1965, *Capital and Growth*, Oxford : Clarendon Press, 安井琢磨, 福岡正夫訳『資本と成長 I, II』岩波書店, 1970年
- 1967a, “The Two Triads, Lecture I, II, III” 「貨幣の本質と機能：講義 I, II, III」 (1967c, *CEMT* pp.1-60 邦訳 1-84, 再録)
- 1967b, “Monetary theory and history — an attempt at perspective” 「貨幣理論と歴史—概観の試み—」 (1967c *CEMT*)
- 1967c, *Critical Essays in Monetary Theory* (*CEMT*) Oxford : Clarendon Press 江沢太一, 鬼木甫訳『貨幣理論』オックスフォード出版局, 1969年
- 1969, *A Theory of Economic History*, Oxford : Oxford U.P. 新保博, 渡辺文夫訳『経済史の理論』講談社, 1995年
- 1973 *Capital and Time : A Neo-Austrian Theory*, Oxford : Clarendon Press 根岸隆訳『資本と時間—新オーストリア理論』東洋経済新報社, 1974年
- 1974, *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford : Basil Blackwell, 早坂忠訳・解説『ケインズ経済学の危機』ダイヤモンド社, 1977年
- 1977, *Economic Perspectives, Further Essays on Money and Growth*, Oxford: Clarendon Press, 貝塚啓明訳『経済学の思考法』岩波書店, 1985年
- 1979, *Causality in Economics*, Oxford : Basil Blackwell
- 1983, *Collected Essays on Economic Theory, vol. I, Wealth and Welfare., vol. II Money, Interest and Wages, vol. III, Classics and Modern*, Oxford: Basil Blackwell
- 1989, *A Market Theory of Money*, Oxford : Clarendon Press, 花輪俊哉, 小川英治訳『貨幣と市場経済』東洋経済新報社, 1993年
- Kaldor, N., 1982, *The Scourge of Monetarism*, Oxford: Oxford University Press.
- Keynes, J.M., 1930, *Treatise on Money I II* 長澤惟恭訳『貨幣論 I II』『ケインズ全集第5巻, 第6巻』東洋経済新報社 1980年

- , 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 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.
- McKenzie, L.W., & Zamagni, S., ed., 1991, *Value and Capital Fifty Years Later: Proceedings of Conference held by the International Economic Association at Bologna, Italy*, London: Macmillan.
- Robinson, Joan, 1962, *Economic Philosophy*, London: C.A. Watts & Co.
- , 1979, *The Generalisation of the General Theory and other Essays*, London: Macmillan.
- Sharpe, W.F., & Alexander, G.J., 1990, *Investments*, NJ: Prentice-Hall.
- Stiglitz, J.E. & B. Greenwald, 2003, *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, 内藤純一, 家森信善訳『新しい金融論 信用と情報の経済学』東京大学出版会 2003年
- Tobin, J., 1958, "Liquidity Preference as Behavior towards Risk," *Review of Economic Studies*, Feb. 1958, pp.65-86, 水野正一, 山下邦男監訳『現代の金融理論 1——流動性と貨幣需要』第2章「危険に対する行動としての流動性選好」 pp.25-56, 勁草書房 1965年
- 小畑二郎, 1988『アメリカの金融市場と投資銀行業』東洋経済新報社
- , 2005, 「不確実性の論法: 因果律と確率論——J.M.ケインズからJ.R.ヒックスへの発展」筑波大学『経済学論集』第53号(2005年3月)
- , 2006, 「IS-LM理論から貨幣・資本理論へ 後期ヒックス経済学のパラダイム転換」筑波大学『経済学論集』第56号(2006年10月)
- 高橋俊治, 1991, 『日本の公社債市場と金融システム, 流動性の創造機構』東洋経済新報社