

# ケインズ・ヒックスの流動性理論と 金融不安定仮説

小畑 二郎

## 【要約】

J. R. ヒックスは、ケインズ『一般理論』の書評論文「ケインズ氏と古典派」(1937年)において、いわゆる IS-LM モデルを提案したが、それ以前に、1935年の論文「貨幣理論単純化のための提案」の中で、ケインズの流動性選好理論とほぼ同様の理論を公表していた。この論文の中で、ヒックスは、ケインズの『貨幣論』の中の流動性理論を発展させつつ、不確実性下の貨幣理論の分野では、貸借対照表の均衡について研究しなければならないことについて注意を促していた。また、金融市場の効率化につれて取引費用が減少する中では、投機的な機関投資家の行動が金融市場の均衡を攪乱し、金融市場を不安定にする危険があることについても指摘していた。このような金融市場の不安定性に関するヒックスの見解は、ケインズの流動性選好理論の発展であるとともに、ミンスキーの「金融不安定仮説」を先取りするものでもあった。

この論文では、後期ヒックスの貨幣理論に関する理解に従って、ケインズ・ヒックスの流動性概念を再定義し、その再定義に従ってヒックスの「貸借対照表の均衡」について検討する。その際に、ミンスキー『ケインズ理論とは何か』の中のキャッシュ・フロー概念を参考にする。流動性とは、貨幣その他の特定の金融資産の分類項目としてではなく、すべての金融資産や実物(産業用)資産に関して、それらの管理・運用から期待されるキャッシュ・フローの流れについて測定するための時間尺度としてここで再定義される。これによれば、特定種類の資産に対する投資の決定から、その投資から期待されるキャッシュ・フローが実際に発生

し、その流れが終了するまでに予測される時間が短いほど、その投資の流動性は高いと判断される。反対に、その時間が長いほどその投資の流動性は低い。そして、そのような流動性概念によって分類されるさまざまな金融資産と実物資産に対する投資の間に、期待収益率とリスクの観点から見て、最も効率的な一定の比例関係が保たれ、各経済主体がそれぞれ独自の経済成長を遂げることが、「貸借対照表の均衡」であると解釈される。実際にも、イギリスの商業銀行は、ケインズ『貨幣論』の中でも指摘されていたように、流動性の観点から見て多様な資産分類の間に一定の比例関係が保たれるように、金融資産の構成を調整してきたのである。

このような解釈に従うならば、ハロッド・ヒックスの成長均衡 (steady state) についても、「貸借対照表の均衡」とともに整合的に理解され、また一つの均衡成長経路から別の均衡成長経路への移行過程 (トラヴァース) に関する分析についても、金融的發展 (金融フロンティアの拡大) と対応して理解されてくる。そして、そのような「貸借対照表の均衡」によって補完された均衡成長の分析は、金融經濟的發展について歴史的に展望するための一つの参考基準 (a standard of reference) として役立つ。このように解釈されれば、完全予測を前提とする動学的均衡モデルは、不完全予測によって引き起こされる現実の金融的發展と、それに伴って発生する金融的不安定の基準として役立つ、また多時限的な金融政策の効果を判定するための参考基準とされるであろう。

**【キーワード】** ケインズ・ヒックスの流動性理論、流動性のスペクトル、貸借対照表の均衡、期待キャッシュ・フローの変動、ミンスキーの金融不安定仮説、均衡成長／トラヴァースと金融的發展。

## 1. 問題の限定<sup>1</sup>

まずこの論文の問題を限定することから始めよう。この研究は、先に私が行った研究、すなわちケインズとヒックスの科学的方法の差異に関する研究を直接に

引き継ぐものである。先の研究において私は次のような結論を得た。すなわち、ケインズの科学的方法については、カール・ポパーの「試行錯誤」と「反証」という規準に照らして理解することができたのに対して、ヒックスの方法については、もう少し込み入った説明が必要であった。ケインズが同時代の経済問題に対してその解決策を提案して、その帰結による反証を求めたのに対して、ヒックスは、むしろ自らの論文に関連する「批判的討論」を通じて、ラカトシュのいう「研究計画」の再転換を図ることに専念したと要約することができる。ヒックスの研究のこのような試みは、同時にケインズ理論の革新を目指したものであったから、マクロ経済政策とケインズ理論を再検討することが経済学の主要な課題の一つとされるようになって今日、ヒックスのそのような試みは、なお独自の重要性を維持しているといえよう。

ヒックスが最終的に行き着いた地平は、ケインズ理論に関する初期の解釈であった IS-LM 理論に代わる貨幣的理論を構築するという展望であった。彼は、経済学の歴史の中に表れた主要な理論を「時間の中で (in time)」徹底的に考え直すことによって、真の不確実性の下での人間の経済行動を分析し、市場経済の改善のための方策を考え出すための貨幣的理論を構築できると確信した。しかし、ヒックスのそのような研究は、彼自身の死によって中断し、当初の目標に達することはできなかった。そのようなヒックスの問題意識と方法を継承し、現代の条件に従って発展させることが経済学説史研究の一つの課題であると、私は考えている。

この論文では、そのような課題のうちの一部の問題に限定して、ケインズから引き継いだ流動性理論をヒックスはどのように発展させたのか、またそこにはどのような問題があったのか、ということを明らかにし、現代の有力な金融理論の一つであるミンスキーの「金融不安定仮説」を参考にしながら、その問題の解決

---

<sup>1</sup> この論文は、2015年11月29日に立正大学品川キャンパスで開催されたケインズ学会第5回全国大会の私の報告を大幅に書きかえたものである。この報告に対して有益な批判を与えてくれた立教大学の黒木龍三教授に感謝する。また、その前年に開催された同学会第4回大会における私の報告については、小畑(2015)を参照。なお、この研究は、立正大学経済研究所の援助を受けたものである。

を目指していく。このような作業は、単に学説史的な研究のためばかりでなく、バブル経済の反動不況からの立ち直りを大きな課題としてきている現在の日本経済を分析するためにも、役立つものと考えている。

## 2. ヒックス「単純化」論文における「金融不安定仮説」

ヒックスは、1935年の「貨幣理論単純化のための提案」<sup>2</sup>（以降「単純化」論文と略す）の中で、これ以降約半世紀にわたる貨幣理論研究の出発点を築くとともに、彼自身の「金融不安定仮説」とでも名付けたくなるような理論を展開していた。この論文は、ケインズ『一般理論』の出版される1年前、またヒックス自身のIS-LM理論の公表される2年前に書かれている。IS-LM理論があくまでもケインズ理論の解説を目的としたものであったから、この「単純化」論文こそ、ヒックス独自の貨幣理論を理解するための出発点とされるべきであろう。

この論文の中で、ヒックスは、まず、それまでの貨幣理論の中には限界革命以降の価値論研究の成果が生かされてこなかった点について指摘している。ケインズ『貨幣論』の基本方程式を含めて、それまでの貨幣理論の中心部分には、貨幣数量説があった。しかし、そこには限界効用理論は反映されていなかった。そこで、ヒックスは、貨幣理論の中に限界効用理論を応用しようと試みた。これが貨幣理論の単純化に向けた彼の第1の提案であった。すなわち、「貨幣理論の中に限界革命の成果を導入せよ」というのが、貨幣理論単純化のためのヒックスによる最初の提案であった。このような提案は、第2次世界大戦後にポートフォリオ理論の中で、リターンとリスクに対する人々の選好に関する理論として具体化されることになる<sup>3</sup>。

しかし、財一般の価値の理論と貨幣に関する価値の理論との間には、大きな違いがあった。財一般の価値については、それぞれの財の需要と供給のフロー量の間の均衡を想定して、研究が進められてきたのに対して、貨幣の価値については、

---

<sup>2</sup> Hicks (1935) pp. 61–82.

<sup>3</sup> ヒックスのポートフォリオ理論については、Hicks (1967) pp. を参照。

それぞれの経済主体が保有する多様な資産ストック量の間に主体的な均衡が成立することを前提にして、研究が進められなければならない。ところで、それぞれの経済主体は、どのような経済計算に基いて、多様な資産を管理し運用していると理解すればよいのであろうか。それぞれの経済主体は、自らが管理する貸借対照表上の多様な資産項目に関連する経済計算を通じて、自らが所有する資産（または負債）を管理し運用していると理解してよいであろう。したがって、貨幣を含めた多様な貨幣的資産（金融資産）の相対的な価値を研究するためには、「貸借対照表上」の主体的な均衡を想定しなければならない。これがこの「単純化」論文におけるヒックスの第2の提案であった。

ヒックスがこのように「貸借対照表の均衡」を重視するようになった背景には、不確実性下の経済計算に関する彼の研究の進展があった。すなわち、ケインズやナイトとともに、不確実性下の経済選択に関する研究を経済学の主要な課題とするようになったヒックスは、不確実性下の経済計算について、それを経常所得勘定によるよりも、むしろそれぞれの経済主体の貸借対照表の資本勘定を通じて研究しなければならない、という見解に達しつつあった。こうして、ヒックスのこの論文における第2の提案は、「不確実性下では、貸借対照表の均衡を求めることが、各々の経済主体の行動選択において重要である」という命題に置き換えて見ることができる。

ところで、各々の経済主体は、どのような理論を基準にして、それぞれの貸借対照表を管理しているのであろうか。貸借対照表は、資産の部と負債の部（と資本勘定）によって構成されることは言うまでもないが、それぞれの資産や負債の項目は、それぞれの異なった収益性と流動性を基準にして、貸借対照表上に配列されている。そして、それぞれの資産（または負債）の項目に関する収益性と流動性との間には、密接な関係がある。

流動性という概念は、イギリスの商業銀行による資産（または負債）の管理において伝統的にもっとも重視されてきた概念である。また、この概念は、ケインズが『貨幣論』においてイギリスの商業銀行の資産管理の慣行を解説するときのキーワードとして用いられた概念でもあった。ケインズによれば、「流動性」とは、特定の資産が「短い予告で、損失なしにいつそう確実に換金可能である」ことを意

味していた<sup>4</sup>。ヒックスは、ケインズ『貨幣論』の中の「流動性」に関するこの定義を尊重し、これ以降の貨幣論の研究において、ケインズによるこの定義を繰り返し引用することになった。じつは、ヒックスのこの「単純化」論文を読んだケインズが、彼の『一般理論』の中で明らかにする予定であった「流動性選好理論」と類似の考え方がここにあることを知って、ヒックスに『一般理論』の書評を依頼したのであった<sup>5</sup>。これが IS-LM 理論誕生に至るいきさつであった。

ヒックスは、この「流動性」と「収益性」という対概念と、それらの間の密接な関係を基準にして、貸借対照表の均衡について、次のように説明する。金融機関の貸借対照表において、資産の部は、現金に始まりコール・ローン、TB などの短期金融資産から、長期貸付や株式投資のような長期金融資産にまで及んでいる。これらの金融資産は、短期のものほど流動性は高いが、収益性は低い。これに対して、長期の資産については、その流動性は低いが収益性は高くなる。これと同じように、事業会社の資産も、現金や消費財の在庫などのように短期間に一般的購買力になるものから、機械や設備などのように損失なしには短期間には換金できない資産まで様々ある。このように各々の経済主体の保有する資産は、その流動性と収益性を基準として順序づけられ、これらの資産はそれぞれ流動性の規準に従って「流動性のスペクトル」を構成する。すなわち、各経済主体の貸借対照表または資産保有構造は、最も流動性の高い資産から始まって、多かれ少なかれ流動的な資産、最も流動性の低い資産というような多様な資産の「流動性のスペクトル」として描かれ、それらの資産の間に適切な構成比を維持することが「貸借対照表の均衡」の状態であるということが出来る<sup>6</sup>。

各経済主体は、それぞれの主観的な収益性とリスクの計算に従って、「貸借対照表の均衡」を維持しようとするが、そのような経済主体の行動は 2 種類に分けられる。一方の経済主体は、たとえば投資信託などの金融機関であり、これらの機関は、今日のポートフォリオ理論に近いような基準に従って最適な資産構成を達成しようとはせず努力し、資産構成を頻繁に変えていく。このような投資機関の

<sup>4</sup> Keynes (1930) II, p. 59.

<sup>5</sup> Hicks (1977) pp. 142-43.

<sup>6</sup> Hicks (1967) pp. 74-76.

ことをヒックスは、「流動的投資家 fluid investor」と呼んだ。これに対して、事業会社などでは、証券市場を初めとする資産市場における取引費用と不確実性が障害となるために、前のタイプの投資家ほど頻繁に資産構成を変えることができない。これらの投資家は、むしろ貨幣を含む短期の流動的な資産を準備として保有するか、もしくは他の金融機関からのクレジット・ライン（イギリスでは貸越枠 over-draft）を維持することによって、市場の変動や不確実性に対処しようとする。これらの投資家は、ひとたび適切な資産構成に近い状態に達したのちには、暫くはそのような資産構成を容易に変えようとしないうだろう。これらの機関は、「固定的投資家 solid investor」と呼ばれるカテゴリーに属し、イギリスの商業銀行もかつては、このカテゴリーに属していた。

さて、資産市場の発展によって、ますます取引費用が節約されるようになると、流動的な投資家による資産構成の変更が頻繁に行われるようになる。また他方で、固定的投資家の一部も、このような投機の渦に巻き込まれるようになる。資産市場の変動を助長するのは、このような流動的な投資家の投機によるところが大きい。したがって、資本主義が発展し、資産市場が拡大するにつれて、金融資産市場の不安定性は、ますます大きくなる。すなわち、資本主義経済は、その発展につれて自らの敵を作りあげていることになり、そのような敵の攻撃によって、資産市場はしばしば崩壊寸前にまで至る<sup>7</sup>。このようなヒックスの分析は、世界恐慌の影響を過大に評価したきらいもあって、理論的には再検討の必要があるものの、ミンスキーの「金融不安定仮説」の内容を先取りしていたと見ることができよう。

このようなヒックスの流動性理論と「金融不安定仮説」とに対しては、じつはいくつかの問題点を指摘することができる。私は考えており、後に、4.においてその欠陥について指摘し、その点を修正しようと試みる。しかし以上のようなヒックスの分析は、次に要約するミンスキーの「金融不安定仮説」と共通する部分を確かに持っていたといえる。

---

<sup>7</sup> Hicks, Ibid. pp. 80–82.

### 3. ミンスキーの「金融不安定仮説」と流動性

#### 3-1. ヒックス理論とミンスキー理論の共通点

ここでは、ミンスキーの『ケインズ理論とは何か―市場経済の金融的不安定性―』<sup>8</sup>を中心に、彼の提唱するいわゆる「金融不安定仮説」について検討する。ミンスキーは、この本の「緒言」において、この本がケインズ『一般理論』の革命的な影響を回復することを目的としていることを明言する。その目的のためには、『一般理論』以外のケインズの文献を検討の対象から除外する必要があることを付け加えている。なぜならば、そのような文献学的研究は、彼によれば、『一般理論』の新古典派総合に対する批判の意義を伝える妨げになるからである。

それでは、新古典派総合の経済学が無視または軽視してきた『一般理論』の革新的部分とは何か。ミンスキーは、それを次の3点に要約する。

- 1) 不確実性下での意思決定に関する理論
- 2) 資本主義経済の循環的性格に関する研究
- 3) 先進資本主義経済における金融上の諸関係に関する考察

これら3点にわたる研究の特徴をあえて一つにまとめれば、それは、「発展した金融市場や金融機関をもつ貨幣経済に関する動学的研究」ということになるだろう。ミンスキーによれば、新古典派総合は、このようなケインズ『一般理論』の革新的部分を発展させることができなかった。

ミンスキーは、さらにこれに続けて次のように述べる。新古典派総合においては、ケインズが想定した「不均衡過程」、すなわち「われわれが実際に生きているのは[決して到達されない均衡点の間の]移行過程においてであるという事実」<sup>9</sup>が無視されていた。いかえれば、新古典派経済学においては時間的要素が内在的に考察されていなかったのに対して、ケインズは、異時点間の移行過程について絶えず関心を払い、すべての経済均衡が一時的にすぎないことを強調していたことになる。

---

<sup>8</sup> Minsky (1975)

<sup>9</sup> Minsky, *ibid.* iv, Keynes (1936) p. 343. n.3.

以上のようなミンスキーのケインズ理論に対する理解は、後期ヒックスの問題関心とも合致する。すなわち、ミンスキーと同じく、ヒックスも、ケインズ『一般理論』の異時点間の移行過程に対して強い関心を払い、ケインズ理論の革新的部分を継承・発展させようと努力した。ミンスキーは、新古典派総合とともに、ヒックスの経済学に対しても痛烈な批判を浴びせていたが、そのほとんどは、ヒックスのIS-LM理論に対してであり、先に検討した後期ヒックスの貨幣理論に対してではなかった。したがって、ミンスキーの金融不安定仮説とヒックスの貨幣理論とを比較するときには、このような「ねじれ現象」を修復しておく必要がある。この点を修復したのちには、ケインズ『一般理論』の革新的な部分を復活させようとしたミンスキーの研究と、不確実性下の金融不安定の原因を明らかにしようとしたヒックスの研究の間には、多くの共通の問題意識があったことがわかってくる。

### 3-2. ミンスキー理論から学ぶべき点

それでは、ミンスキーとヒックスの間には、共通点ばかりで、相違点はなかったのか。あるいは、もっと積極的に問うならば、ヒックス理論の中には、ミンスキー理論から摂取すべき余地はないのか。私は、ヒックスの貨幣理論の発展のためには、次の2つの点で、ミンスキーの金融不安定仮説から学ぶべき点があったと考えている。

まず第1に、金融システムの発展によって、企業家のアニマル・スピリットによって促される企業の投資活動がその振幅の幅を大きくすること、および、その結果として、金融的不安定が助長されることについて、ミンスキーが指摘したことから、ヒックス貨幣・資本理論も学ぶべきであった。とくに、ヒックスの資本理論においては、均衡成長についても、また「トラヴァース（ある均衡成長から別の均衡成長への移行）」に関しても、金融システムが経済変動に対して果たす積極的役割に関する分析が不十分であった。

第2に、そのような金融的拡張過程における企業家のキャッシュ・フローに関する誤った予測や過大な期待が、金融不安定の最も大きな原因になることについて、ミンスキーが指摘した点から、ヒックス貨幣・資本理論も学ぶべきであった。

しかし、その反面で、このような金融システムの動揺と企業家のキャッシュ・フローに対する期待の変動を統御することが、貨幣・金融政策の要点であること、および、企業の投資活動の循環的変動の究極的な原因が資本主義的生産の時間構造の動揺の中に求められる点については、ミンスキーは、なおヒックスの貨幣・資本理論から学ぶべきであったと、私は考えている。

### 3-2-1. ミンスキーの投資理論

ミンスキー理論の中心部分は、投資理論からなる。彼によれば、ケインズ『一般理論』の革新的な研究の目的が必ずしも十分に実現されなかったのは、投資や利子率、および資産価格の決定に関する理論において、ケインズが新古典派理論に譲歩してしまったことによる。『一般理論』の投資理論は、次の4つの段階から構成されていた。その第1の段階は、貨幣と金融資産の関係によって、利子率が決定されるまでの過程である。この過程は、ケインズ『一般理論』においては、「流動性選好理論」としてまとめられていた。

第2の段階は、企業家の長期期待によって、実物資本ストックと経常投資からの収益が決定される過程である。この過程に関する分析は、ヒックスのIS-LM理論においては、省略されていた。いかえれば、IS-LM理論においては、実物資本ストックまたは経常投資の期待収益に基づいて計算される資本の限界効率と利子率とは、財市場と貨幣市場の均衡が達成されたならば、事後的には等しくなるから、投資の大きさは最終的には利子率によって決定されるものと、要約されていた。

しかし、ケインズ『一般理論』においては、投資は、あくまでも資本の限界効率によって決定されると考えられていた。ミンスキー理論によれば、実物資本ストックまたは経常投資に関する資本の限界効率は、「借手リスク」と関連するのに対して、貨幣と金融資産にかんする利子率は、「貸手リスク」に関連し、これらのリターンとリスクの2対の変数は、互いに独立の変数であった。そして、これら2対の変数の変動によって、金融市場に独特の不安定性が助長されるというのがミンスキー理論の核心であった。

第3に、そのような企業の期待収益（資本の限界効率）と利子率との関係によ

て実物資産の価格が決定される。投資は、投資財の供給価格が資本ストックの期待収益の流列の割引現在価格に等しくなるところまで大きくされる。この過程は、ヒックスの資本理論においても、資本価値の長期的決定過程として議論されていたが、IS-LM モデルにおいては、その過程の分析が省略されていた。すなわち、IS-LM モデルにおいては、実物財市場の均衡と、貨幣市場の均衡とが、利子率と所得との関数関係によって、同時に達成されるものと想定され、均衡点に達するまでの過程の分析は省略されていたのである。

### 3-2-2. ミンスキーのキャッシュ・フロー分析と流動性

つづいて、ミンスキーの期待キャッシュ・フローに関する分析からは、さらに重要な点が示唆されてくる<sup>10</sup>。それは、実物資本に対する投資から得られると企業家が期待するキャッシュ・フローおよびその割引率（資本の限界効率）と、金融資産に関する利子率の動向に関する予測との間のギャップから、金融市場に独特の不安定性が発生するというミンスキーの分析からである。

「金融不安定仮説」は、第2次世界大戦後の先進国の金融経済の変化に対するミンスキーの歴史的評価に基づいて考えだされていた。それは、戦後のインフレーションの進行と貨幣賃金の上昇とによって特徴づけられる金融経済の発展をその理論の歴史的背景としていた。このような金融経済の状況の下では、貨幣賃金の下方硬直性や長期の不況を前提とする旧ケインズ理論やヒックスの IS-LM 理論による分析は、有効性を失いつつあった。これに対して、新古典派総合の経済学者たちは、パティンキンの実質残高効果などの研究を頼りとして、弾力的な貨幣政策や財政政策によって実質賃金水準を操作することによって、短期の不況や失業を回避し、また長期の失業に対しては、制度上の硬直性や難点を取り除くことによって、不況を克服できるものと信じていた。こうして新古典派総合は、その理論と政策を微調整することによって、再び資本主義的市場経済を通じて完全雇用が達成されるという神話を回復したのであった。

これに対してミンスキーは、このような新古典派総合の理論は、ケインズ理論

<sup>10</sup> ミンスキーは、貨幣需要と資産価格の分析において、キャッシュ・フローの重要性を指摘していた。Minsky (1975) pp. 70-73, 108-114.

の革新的部分と全く異なったものであると断定する。ケインズは、複雑な金融システムを持つ資本主義経済の根本的な欠陥に目を向けていた。その欠陥とは、雇用を導く企業の投資活動が、金融機関の投機や金融市場の変動の渦の中に巻き込まれ、機能不全に陥ってしまうところにあった。そして、そのような「金融不安定」を呼ぶ根本的要因は、企業や金融機関がキャッシュ・フローを予測することが不確実であることに求められる。

ミンスキーは、前掲書の第4章の中で、「キャッシュ・フローと貨幣需要」という見出しの下で、企業や金融機関の資産（負債）の構成やそれらの変動の要因を分析している<sup>11</sup>。私見によれば、この一連の分析がミンスキーの「金融不安定仮説」の核心部分であり、ケインズやヒックスの流動性理論を再構成するときの最大のヒントがここにある。

ミンスキーによれば、各経済主体の資産と負債はともに、日程の定められたキャッシュ・フロー、つまり現金の受け取りまたは支払いの時間的系列を生み出す源泉である。そして、各種の資産と負債の特徴は、それらが生み出すキャッシュ・フローの時間的性格によって分類される。ある種の資産または負債の日程はあらかじめ特定されているが、他方で日程は定まっておらず、要求され次第に支払いまたは受け取りが実行される資産もある。

ミンスキーによれば、生産要素に対する支払いのすべて、すなわち賃金、地代、利潤または利子などのすべてがキャッシュ・フローである。納税や移転支払い、最終財や中間財に対する支払い、金融資産に関連する支払いや受け取り、これらすべてがキャッシュ・フローである。

またキャッシュ・フローの不確実性に関しても多様な源泉がある。製造企業の収入と費用、生産設備の建設費用や処分に伴う支払いと受け取り、普通株の売却から生じる資本利益の発生、国債その他の金融資産の売却に伴って発生する支払いと受け取り、というように、多様なリスクを含むキャッシュ・フローの源泉を数え上げることができる。

そのようなキャッシュ・フローの中で、貨幣保有は、特別な役割を果たす。そ

---

<sup>11</sup> Minsky, Ibid. pp. 70-92.

これは、貨幣が支払い手段として機能するからではない。社会主義経済においても、貨幣は支払い手段として機能するから、この機能は資本主義経済に特有のものではない。資本主義経済では、複雑な金融システムがそれ自体では、自己調節的機能を十分に果たすことができず、実物市場や雇用に対して独特の変動要因を与える。現金保有は、そのような「金融不安定」に対する保険として独自の機能を果たす。

資本主義経済の循環的変動に対しても、キャッシュ・フローは重要な役割を果たす。ブーム期には、企業の資産保有に対する借入金の比重が高くなる。企業は、生産活動から期待できるキャッシュ・フローの系列のより多くの部分を金融負債の返済に充てざるを得なくなる。他方で、銀行などの金融機関は、貸付金の比重を増やし、積極的な債務管理によって、所定の準備金保有額に対して、過大な比重の貸付業務に依存するようになる。家計や企業も、単に貨幣保有だけでなく、様々な流動資産を準備資産の一部として保有するようになる。

こうして、金融市場や金融機関は、その許容能力をはるかに超える債権・債務関係のネットワークをその内部に抱え込んでしまう。このように金融的なネットワークが膨張するのは、それぞれの経済主体がそれぞれ保有する資産から様々なキャッシュ・フローの流列を期待しているからである。やがてそのような期待が裏切られると、今度はレバレッジが反対に働くようになる（「ミンスキー・メント」）。たとえ中央銀行であっても、ひとたびこのような逆レバレッジが働きだすと、信用のらせん状の縮小過程を途中で停止させることはできなくなる。ひとたび債務不履行が信用連鎖のどこかで発生すると、それを乗数倍する全般的な債務不履行が引き起こされるのである。

## 4. ヒックスの流動性のスペクトルと貸借対照表の均衡

### 4-1. 流動性のスペクトルと貸借対照表の均衡

以上のようなミンスキーの「金融不安定仮説」は、ケインズ『一般理論』の核心部分に関する彼独自の解釈から出発していた。その核心部分を表す文章を、ケインズ『一般理論』から引用するならば、それは、第12章「長期期待」の中の

主としてアメリカの投機家の行動に関する次のような叙述の中に見出される。

「——投機家は、企業の着実な流れに浮かぶ泡沫としてならば、何の害も与えないであろう。しかし、企業が投機の渦巻のなかの泡沫となると、事態は重大である。一国の資本発展が賭博場の活動の副産物となった場合には、仕事はうまくいきそうにない。新投資を将来収益から見て最も利潤を生む方向に向けることを本来の社会的目的とする機関として眺めた場合、ウォール街の達成した成功の度合は、自由放任の資本主義の顕著な勝利の一つであると主張することはできない。——」(Keynes (1936) p. 159. 塩野谷訳 157 頁)

これに対して、ヒックスの「単純化」論文における流動性の定義は、ケインズ『貨幣論』の中のイギリスの商業銀行の慣行に関する次のような叙述の中に見出される。

「……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、貸出しよりもいつでも「流動的」である。」(Keynes (1930) II p. 59. 塩野谷訳 II 67 頁) 強調は筆者による。

ヒックスは、ケインズ『貨幣論』の中の「流動性」に関する以上のような定義

から、彼自身の流動性理論を發展させた。すなわち、貨幣に限定して「流動性」の概念を扱った『一般理論』よりも、流動的資産一般にまで範囲を広げた『貨幣論』の流動性の定義を採用し、彼自身の「流動性のスペクトル」の理論を考案した。しかしそこには、大きな欠陥があった。というのも、彼自身のもう一つの基本命題であった「貸借対照表の均衡」との間の論理的な関係について、これによってだけでは明らかにできなかつたからである。また別の観点からも、彼の流動性の理論は、やがてその魅力を失ってしまった。それは、現代においては、単に現金だけでなく、様々な短期金融資産までも含めて貨幣が定義されるようになってきたために、『一般理論』における貨幣の定義を多様な短期金融資産にまで広げるならば、その貨幣概念は、ヒックスの流動性の概念と、それほど大きく違わないものになるからである。したがって、単に貨幣だけでなく、様々な種類の短期金融資産にまでその範囲を広げたヒックスの「流動性のスペクトル」理論は、それ自体では、現代の金融理論に対して、何ら新しい知見を付け加えるものではなくなっていたのであった。

しかし、ヒックスの「流動性のスペクトル」理論は、様々な分野にその応用範囲を広げられる包括的理論に發展させることができると、私は考えている。ただし、そのように応用範囲を広げるためには、「流動性」の概念を再定義しなければならない。「流動性」とは、貨幣やその他の短期資産などの特定の金融資産の集合を表わす概念ではない。むしろこの概念は、あらゆる資産を評価するために普遍的に適用され、さまざまな資産に対して投資が決定されたときから、その資産からのキャッシュ・フローの流列が完了すると予測できる時までに経過する時間の長さによって測られる資産の重要な特性の一つである、と再定義してみよう。このような再定義に従えば、その他の変数を不変のものとするれば、投資の決定からキャッシュ・フローの完了までの時間の長さが短い資産ほど、その流動性は高いことになる。現金の流動性は、最も高く、要求払い預金やコール・ローン、TBなどの短期金融資産がこれに次いで流動性の高い資産になる。これらに対して、キャッシュ・フローの完了までの時間が長いほど、その資産の流動性は低くなる。債券や長期貸付（長期借入れ）などの資産の流動性は低いし、また建設期間の長いプラントの流動性はこれらよりもさらに低いことになる。

そして、そのように再定義された「流動性」という尺度に従って、様々な金融資産だけでなく多様な実物資産も、時間系列の中に帯状に分類され順序づけられる。そのような帯状の時間の濃淡 (gradation) によって描かれる多様な資産の順序構造のことをここでは「流動性のスペクトル」と呼ぶことにしよう。金融資産ばかりでなく、実物資産や人間資源や自然資源などに対象範囲を広げたあらゆる資産が「流動性のスペクトル」を構成することができる。

このような「流動性」と「流動性のスペクトル」の定義は、先に引用したケインズの『貨幣論』の文脈の中にも、示唆されていたことであつた。それぞれの資産保有から期待される投資収益とリスクとが与えられているとするならば、それぞれの資産の所有者は、そのような収益やリスクが実現されるまでの時間の長さに対して最大の関心を払うであろう。ケインズは、商業銀行に限って、そのような資産保有の規準を明らかにしたが、不確実性下では、銀行だけでなく、すべての経済主体が、自らの支払い能力を確保するために、商業銀行と同様の基準に関心を払わざるを得ない。またリスクの大きさは、投資期間の時間の長さと同様な関係を持つに違いない。

さらに、「流動性」と「流動性のスペクトル」の概念について、上記のように再定義するならば、「貸借対照表の均衡」について、その概念に基づいて再検討することができるようになる。ケインズは、大まかに分類された3つの資産分類の間に一定の比率を維持することが、商業銀行の資産運用の慣行として定着していることを明らかにしていた。これらの資産分類を投資期間の長さに従って、(1) 短期の資産運用、(2) 中期の資産運用、(3) 長期の資産運用というように仮りに3つに再分類してみれば、このような分類に含められる資産額の間にある一定の比例的関係を維持することが、商業銀行の「貸借対照表の均衡」であると、理解することができよう。

このような均衡を維持することは、単に商業銀行にとつてだけでなく、他のすべての経済主体にとつても望ましいことであろう。なぜならば、すべての経済主体の経済活動の継続性を保証する主要な基準は、キャッシュ・フローの恒常性にあるからである。正のキャッシュ・フローが確保されている限り、いかなる経済主体も経営を継続することができる。そのような条件を維持するためには、各々

の経済主体は、短期にキャッシュ・フローを生じる流動的な資産から、中・長期にわたって継続的に収益を上げる資産までの多様な資産を保有し運用することが望ましい。個々の経済主体が、すべてこのように多様な資産を保有することはできないかもしれないが、経済システム全体をマクロ的に見た場合には、経済全体の資産保有構造が通時的に多様化していることが、その経済システムの継続性を保証することになるであろう。このように、不確実性下の金融経済においては、「貸借対照表の均衡」が維持されることが、その経済システムの持続性 (sustainability) を保証するために望ましいことになる。これは、資産の通時的な多様化、または分散化の原理 (principle of sequential diversification) であるといってもよいであろう<sup>12</sup>。これまでのポートフォリオ理論のほとんどが資産保有の同時的な多様化 (contemporaneous diversification) を支持してきたのに対して、経済の継続的な時間構造を重視した資産保有の通時的多様化をもって、不確実性下の資産管理の規準とすることをここで提案してみたい。このような資産運用の考え方は、リーマン・ショック後の資産運用にとって参考になるであろう。

#### 4-2. 事業会社と金融機関の「貸借対照表の均衡」

「貸借対照表の均衡」は、銀行だけでなく、その他の財・サービスの供給者にとっても望ましいことである。ウイスキーなどのように長期にわたって熟成させなければならないような商品の生産に着手する企業家は、長期にわたる資金調達に困難を感じるであろう。なぜならば、そのように長期にわたって利益の発生を待たなければならない事業に対して進んで資金を提供しようとする金融投資家は、めったにいないからである。しかし、もし企業家がウイスキー生産のほかにも果

<sup>12</sup> 近年、行動経済学によって、金融資産運用の分野でも、人々の合理的行動に関して疑問が示されるようになってきている。だが私は、時間の中で人間の経済行動を考え直すとき、短期間の合理性 (fast rationality) と、中・長期の合理性 (slow rationality) との間には、差異があることを強調した方が良いと考えている。またこのような期間の区分は、短期、中期、長期の金融政策の目標とその手段を区別して考えたヒックスの金融政策に関する私の理解とも整合する。この点については、小畑 (2011) pp. 121-153 を参照。

実ジュースのような短期に販売可能となる製品の販売にも着手するならば、事情は変わってくる。彼らの資金調達、そのような事業の多角化がなかった場合に比べて、はるかに容易となるであろう。したがって、長期にわたって資金を固定させるような企業にとっては、生産構造を通時的に多様化しておくことが資金調達が容易にし、経営の持続性を向上させることになる<sup>13</sup>。

このように個々の企業が生産構造を通時的に多様化することには困難が伴うかもしれないが、経済システム全体を見た場合には、成熟した経済では、結果において経済全体として、このような通時の多様化を遂げていくことが、その経済システムの安定性を保証する。成熟した経済システムにおいては、生鮮食料品などのようにすぐに市場で売らなければならない商品在庫から始まって、耐久消費財や原材料などの在庫、機械や設備の保有、工場プラントなどの供給システムを大規模に運営するような産業にまで産業構造が多様化していることが重要となる。このような産業構造の多様化によって経済システム全体のキャッシュ・フローの時間構造が多様化していることが、支払い不能を大規模に発生させることを防ぐのである。そして、このような多様な時間構造を持つ資産の間に適切な比例関係が維持されることによって、経済システム全体の「貸借対照表の均衡」が実現されるということができる。

他方で、銀行などの金融機関が「貸借対照表の均衡」を維持するためには、上に述べたような事業会社の「貸借対照表の均衡」が維持されていることが必要条件となることについては、容易に理解されるであろう。この点についてケインズは明らかにしなかったが、銀行が保有資産の望ましい時間構造を維持することができるのは、その銀行にとって望ましいタイミングで、投資先または融資先の企業のキャッシュ・フローからの規則的な返済をうけることが期待できるからである。銀行は、投資先または融資先からの返済の時間構造もしくはそのためのスケジュールを多様化し、借り手のキャッシュ・フローからの返済を時間的に切れ目なく継続して受けられることを期待して、資産保有の比例的な時間的構造を維持

<sup>13</sup> このような事業会社の製品の通時的な多様化の例は、1934年、ニッカウイスキー（大日本果汁株式会社）の創業時の経営方針の中に見出される（[www.nikka.com./80th/story/](http://www.nikka.com./80th/story/)）。

することができる。

さらに、このような資産保有の通時的な均衡または分散化 (sequential equilibrium or diversification) と均衡成長 (steady state) の概念が両立することについても注目してもらいたい。「流動性のスペクトル」の各構成要素の間に均衡が保たれるならば、産業の固定資本額 (K) と追加投資額 (I) と所得額 (Y) との間に、マクロ的な均衡または比例関係が結果的に維持されるであろう。ハロッドやジョーン・ロビンソン、そしてヒックスなどがかつて研究した成長均衡のモデルにおいては、投資額、所得額、資産総額などの間に固定的な関係を維持したまま、相対価格や利子率、賃金や利潤などが相互に一定の比例的関係を維持しつつ成長をとげる経済が研究されていた。そのような成長均衡は、以上のような「貸借対照表の均衡」によって、総資産と投資、期間別の資産保有と負債などが相互に比例関係を維持することによって、資産運用の側面から補強されるであろう。このような均衡成長モデルは、もちろん実際の経済過程をそのまま再現するものではないが、各経済主体が慣習的に適切な資産構造を維持しようとする目標を示す参考規準 (standard of reference) として、役立つものと考えられる。主要な経済指標に関する期待値と実現値とが常に一致する完全予測モデルは、実際の経済過程がそのような想定から乖離したとしても、そのような経済変動の一つの参考規準もしくは「ゼロ座標」として機能するのである。

なお均衡成長の理論的な位置づけについて、一言付け加えておこう。なるほど、ヒックスは、数学的に厳密な意味での均衡の理論的枠組みを作成することに固執したように見える。しかし他方で、彼は、このような均衡は現実には達成されえないこと、したがって均衡成長は、あくまでも移動均衡の分析に至る第1次接近に過ぎないことについて、繰り返し注意を促していた。このようなヒックスの考え方に対して、私は、物理学的または数学的な均衡概念に必要以上に頼るのではなく、それらよりも、むしろ生物学的な適応の概念に近い「均衡」を想定して議論を進めたほうが有益であると考えようになっている。各々の経済主体は、予測不可能な環境の変化に対して順応したり、もしくはこれとは反対に、環境の一部を自分の都合のよいように同化したりして、適応しようとする。そのような試行錯誤を通じて不確実な環境の変化に対して適応することに成功した経済主体が

生き残り、成長と発展を遂げていく。このような「均衡」または「適応」の概念を用いて考えるならば、均衡成長や「貸借対照表の均衡」は、生物学における「均衡 (ホメオスタシス)」や、ポパーの社会科学論の「ゼロ座標」<sup>14</sup>として機能し、また、ここで述べてきた経済成長の「参考基準」として役立つことが期待できる。このような均衡成長は、例えば、各々の経済主体の資本構成における均衡がおおむね維持されてきた高度成長期の日本経済に対しても妥当するように思われる<sup>15</sup>。このような方法は、また、経済過程を単なる純粹の市場過程としてだけでなく、政府の政策や科学技術などの純粹経済以外の独立要素との間の相互作用の過程として、分析するためには、特に適合的な方法であると考えられる。

#### 4-3. ヒックスの「トラヴァース」と「金融不安定仮説」

以上のように再定義された「流動性のスペクトル」と「貸借対照表の均衡」は、単にヒックスの貨幣理論の再解釈のための参考規準とされるだけではない。ヒックス資本理論の重要な課題である「トラヴァース問題」の解決、すなわちある均衡成長から別の均衡成長への移行がどのようにして実現されるのかという問題の解決に対しても、示唆を与える。その際に、先に検討したミンスキーの「金融不安定仮説」が参考となる。ヒックス資本理論の研究にとって最大の問題点の一つは、そこに貨幣理論の成果、とくに「流動性のスペクトル」と「貸借対照表の均衡」の分析が生かされていなかったことにある。長期の経済発展の過程を分析するために金融資本と産業資本の多様化の過程の規準を示す「金融フロンティア・モデル (Frontier of Finance Model)」について、私はかつて提案したことがある<sup>16</sup>。このモデルの一つの問題点は、初期の『賃金の理論』<sup>17</sup>の成果が、この資本理論の中に十分に生かされていないことである。しかし、この問題について検討

<sup>14</sup> ポパーの社会科学論における「ゼロ座標」の役割については、Popper (1957) pp. 141, 142, 157 を参照。

<sup>15</sup> 日本の高度成長期からバブル経済期の事業会社や金融機関の資産構成の変化については、小畑 (1996) pp. 159-84. 参照。

<sup>16</sup> 小畑 (2013) p. 64.

<sup>17</sup> Hicks (1932)

することは、貨幣理論の課題ではなく、資本理論の課題である<sup>18</sup>。

ケインズ『一般理論』によれば、投資額は、投資財の供給価格と需要価格の一致するところで決まる。投資財の供給価格は、投資財の再取得価格になるが、投資財の需要価格の決定に対しては、資本の限界効率 (The marginal efficiency of capital) が影響する。この資本の限界効率の動きを非金融会社の「貸借対照表の均衡」に対して当てはめてみよう。

投資期間が短い間は、短期資産からのキャッシュ・フローが期待できるだけで、いまだ建設中かまたは稼働率が低い中・長期の産業資産からの収益はあまり期待できそうもない。したがって、資本の限界効率は、なかなか高くないだろう。やがて時間の経過とともに、中・長期資産が稼働し始め、高い収益を上げるようになる。資本の限界効率は上昇する。ここまでは、時間のかかる迂回生産の利益を強調したベーム・バヴェルクの資本利子論が妥当する。しかし、時間がもっと長く延長されると、製品の供給側と需要側の双方の事情の変化によって、中・長期資産からの収益は減少し、資本の限界効率は下がってくる。ここからは、資本の限界効率が逡減するとしたケインズ『一般理論』の分析が当てはまる。このように予測することが時間的に長い期間をとった場合の企業家の「合理的期待」となるであろう。

これに対して、銀行などの金融機関による金融資産からの収益は、単純に利子率の期間構造に依存し、金融資産を保有する時間が長くなればなるほど、リスクが増大する結果、金融資産からの利子率は高くなるという正常な利子率の期間構造を想定してみよう。産業資本の収益性を測る基準である資本の限界効率と利子率との間に正の格差がある間は、企業家は金融機関に利子を支払って資金を借り入れてでも長期の資産を購入し、迂回生産を発展させることが可能である。しかし、投資期間が長くなり、資本の限界効率が下がるのにもかかわらず、利子率が上昇すると、正の純利益を確保することができなくなり、迂回生産をこれ以上延長することを断念せざるを得ない。こうして経済は恒常状態に達する。すなわち、

<sup>18</sup> 資本理論の歴史については、小畑 (2011) pp. 155-206 を参照。なお、これまでの成長理論の欠陥は、成長の源泉であり、またその推進力をも表す「資本 (とくに人間資本)」に関する独自の研究が不十分であったことにある、と私は考えている。

それぞれの経済主体は、既存の資産構成を維持したまま、成長を停滞させるか、もしくは、よくても緩やかな経済成長だけを続けるようになる。このような経過は、それぞれの経済主体が完全予測の下で投資計画を合理的に運用した場合にも想定される結果である。

しかし、企業家も銀行家も、必ずしもこのように合理的に考えて、完全予測を目指して投資計画や貸付計画を実施するとは限らない。彼らの投資行動は、このような軌道から大きく外れる場合のほうがむしろ普通のことである。この点に関しては、ケインズ『一般理論』、特にその第 12 章「長期期待」やミンスキーの前掲書において叙述されていたとおりである<sup>19</sup>。企業家が将来の収益を確率計算によって予測して、慎重に投資計画を立案し実施することが一般的に行われていたならば、産業は、今日のように高度な状態にまで発展を遂げることはできなかったであろう。彼らは、むしろ自生的な衝動 (spontaneous optimism) あるいはアニマル・スピリット (animal spirit) に従って投資活動を拡大してきたのである。

これに対して、産業に資金を供給する立場にある銀行家たちは、企業家よりも金融市場の動向に対して専門的な知識を持ち合わせ、冷静、沈着に対応しているものと期待されるかもしれないが、その実態はこれとは全く異なるものである。彼らの行動は、むしろ多数の写真の中から最も美しいと判断されて、最も多くの投票が集まりそうな一枚の写真を言い当てる「美人投票」や、やがて暴落すると予測する株式を高値で他の投機家に買い取らせる「パパ抜き」に似ている。株式市場をはじめとする金融市場は、このような賭博場 (casino) に近い状態にある。この結果、多くの銀行家は、金融市場のトレンドを見誤り、まさに収益力の落ち始めている時期に様々な金融資産に対して多額の資金を投じてしまう。そして企業家のほうでも、そのような金融市場の動向によって影響されて、すでに収益力の落ち始めている投資物件に対して過剰な投資をしてしまう。このようなケインズ・ミンスキーの描写に近い状態は、日本のバブル経済やリーマン・ショック前のアメリカ経済において再現されたことは我々の記憶に新しいところである。

さらにまた、たとえ企業家や銀行家が合理的な行動をとったとしても、金融資

<sup>19</sup> See, Minsky (1975) Ch.7, pp. 117-130, Keynes (1936) Ch.12, pp. 147-174.

本や産業資本のグローバル化による影響の著しい近年の経済運営からみて、特殊な不安定性が醸成されることが推論される。それは金融資本に比べて産業資本の流動性、または、ハイエクのいう「転用性」が低いため、資産保有を調整する過程の中で、様々な資産の調整の間に「時間的なずれ (lag)」が生ずることを免れないからである。この点は、ヒックスも、『景気循環論』の中で検討したところであった<sup>20</sup>。彼の『景気循環論』の主要な貢献は、投資と貯蓄との間の時間的なずれ (lag) の中に景気変動の主要な原因を見出したことにある。ただし、ヒックスによる投資と貯蓄の時間的なずれ (lag) の分析に関しては、再検討の余地があると私は考えている。

しかし、ヒックスは、ある均衡成長経路から別の均衡成長経路への移行の問題に関して、ミンスキーやケインズによる金融不安定仮説を検討するのではなく、産業資本の技術革新における建設期間や旧設備の漸次的廃棄の過程が特殊な振動的循環を生む点に注意を集中しすぎてしまった。私見によれば、企業家が恒常的なキャッシュ・フローを確保するために、短期投資と長期投資を適切に配分する限り、産業資本の生産の時間構造の多様化によって、ヒックスが問題としたような成長経路の不安定性は、緩和することができる。企業家がポパーの試行錯誤または反証と訂正に従って、科学的な行動をとる限り、企業家の統御する科学・技術の発展過程は、短期から中期・長期にわたる資産の通時的な多様化を達成し、しかも最先端の技術から伝統的な技術までの多様な生産の時間構造をもつ迂回生産の過程を実現することが可能であろう。

むしろ問題は、主として金融の不安定の影響にある。金融市場の動向によって影響を受けざるを得ない企業家が、産業資本の適切な配分を長期的に誤った方向に導いてしまうことに問題があるのではなかろうか。ヒックスは、産業の技術革新を加速させるか、もしくはその収縮を累積的にする金融市場の役割を軽視してしまったように思える。その結果、彼は、産業資本と金融資本の蓄積過程において、企業家や銀行家の誤った判断がしばしば経済の変動性や不安定性を助長してしまうことについて、さらなる研究を進化させることができなかった。この点が、

---

<sup>20</sup> Hicks (1950) pp. 11-23.

ヒックスの貨幣・資本理論の革新的な研究における欠陥の一つになっていたといわざるを得ない。しかし、このような欠陥は、ミンスキーやケインズの分析を参考に部分的には修正することができるものと、私は信じている。

これに対して、ヒックスの貨幣・資本理論の中には確かにあったが、ケインズ・ミンスキーの金融理論の中にはほとんど考慮されていなかった問題がある。それは、企業による産業技術の革新がいかなる要因によって促進され、またそのような革新によって、市場経済の長期的な成長や循環的な変動に対して、いかなる影響があるのかに関する理論的な問題領域であった。ヒックスの研究は、この点に関してこれまでの経済理論を時間の中で徹底的に考え直そうとしていたし、また経済史の理論へと挑戦した点で、より魅力的な研究テーマを我々の前に示唆し続けている<sup>21</sup>。

## 5. 結論と展望

ここまでの検討によって、次のような結論が得られるであろう。

- 1) ヒックスの流動性理論には、「流動性のスペクトル」と「貸借対照表の均衡」との間に論理的な関連がつけられていないという欠陥があった。しかし、この欠陥はミンスキーの「金融不安定仮説」におけるキャッシュ・フ

---

<sup>21</sup> 第5回ケインズ学会における私の報告に対して、トービンの金融論との関係を問う質問がいくつかあった。ここではこの問題に関する現在の私の見解を簡単に示すにとめたい。私は、現在の日本の金融問題に対してトービン理論を適用することを今のところ次の2つの点で留保したい。その一つは、トービン理論は、主として株式市場を通じた金融政策の実体経済へ波及効果を支持しているが(『トービン金融論』)、このような金融政策の波及効果については、産業金融に関する株式市場の比重の大きなアメリカ経済には適用できたととしても、長い間、間接金融の優位が続いてきた日本経済に対して無条件に現時点で適用できるとは考えられないことである。もう一つは、1989-1990年のバブル経済の末期にトービンのq理論を日本経済に適用して、株価がなお上昇し続けることを予測した日本の一部の経済学者の理論に対する反証が再検討されなければならないことである。このような留保条件が解消されたならば、トービン理論からは、もちろん学ぶべきことは大変多いと考えている。

ローの果たす独特の役割に関する洞察を参考にすることによって、克服することができる。その解決策は、個々の企業または金融機関が、資産投資の通時的な多様化または分散化（キャッシュ・フローの時間構造を考慮した分散化）によって、「貸借対照表」の主体的な均衡（または適応）を達成して、リスクを軽減するという従来のポートフォリオ理論に代わる資産管理の方針を提案することである。ただし、個々の経済主体が「貸借対照表の均衡」に達することによってマクロ経済的な均衡にも同時に達することができるか否かについては、今後の研究課題として残されている。

- 2) ヒックスのいわゆる「トラヴァース問題」、すなわちある均衡成長経路から別の均衡成長経路への移行過程を研究するためには、ケインズ・ミンスキーの金融的不安定に関する分析が一つの解決策を示してくれる。それは、金融不安定仮説に立つとき、均衡成長はたとえあったとしても一時的な状態に過ぎないこと、また異なった均衡成長の間の移行過程には金融不安定の危険が付きまとうことを「トラヴァース問題」解決のための参考とすることである。
- 3) しかし、以上のようなヒックスの流動性理論の欠陥にもかかわらず、ヒックスの資本理論の研究計画を継承・発展することから、なお有力な展望が開かれてくる。それは、資本主義経済の将来を歴史的に展望するという課題に答えることである。そのためには、資本の生産過程における企業による技術革新の影響を見定める必要がある。この点について、ヒックスが指摘していたことから我々は多くのことを学ばなければならない。「トラヴァース」における金融的不安定に対応するためにも、このような技術革新の問題と対決しなければならないであろう。ただし、この最後の点は、本論文の結論ではなく、今後の研究のための課題として留保しておきたい。

#### 【参考文献】

Hicks (1935) "A suggestion for Simplifying the Theory of Money" in Hicks (1967) pp. 61-82.

- (1950) *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle*, Oxford: Oxford University Press.
- (1965) *Capital and Growth*, Oxford: Oxford University Press.
- (1967) *A Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford: Oxford University Press.
- (1973) *Capital and Time: A Neo-Austrian Theory*, Oxford: Oxford University Press.
- (1974) *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford: Clarendon Press.
- (1977) *Economic Perspectives: Further Essays on Money and Growth*, Oxford: Clarendon Press.
- Keynes (1930) *A Treatise on Money I, II*, Cambridge: Cambridge University Press.
- (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Cambridge : Cambridge University Press.
- Minsky, H. P. (1975) *John Maynard Keynes*, New York: Columbia University Press.
- Popper, K. (1959) *The Poverty of Historicism*, London: Routledge.
- 小畑二郎 (1996) 「マネー・フローよりみた「バブル経済」と株式市場」日本経済研究所『証券研究』第114巻 pp. 159–84.
- (2011) 『ヒックスと時間：貨幣・資本理論と歴史理論の総合』慶応義塾大学出版会.
- (2013) 「ケインズからヒックスへの金融理論の発展」立正大学経済学会『経済学季報』第62巻第4号(2013年3月) pp. 49–78.
- (2015) 「ケインズの科学的方法について」立正大学経済学会『経済学季報』第64巻第4号(2015年3月31日発行)
- トービン (1998) 藪下史郎ほか訳『トービン金融論』東洋経済新報社, 2003年.