

ケインズからヒックスへの金融政策の発展

小畑 二郎

【要旨】

ジョン・ヒックス (John R. Hicks) の貨幣理論と金融政策論とが、ケインズ理論からどのように発展していったかを学説史的に明らかとする。ヒックスの理論を、①流動性の積極理論、②貸借対照表の主体的均衡の重視、③短期と中期と長期に区分される多時限的金融政策の示唆、④金融政策の非対称性、⑤時間要素の重視と歴史理論、の5点に要約する。そして、金融のフロンティア・モデルを設定して、これまでの金融理論と金融政策を歴史的に位置づける。その結果、ヒックスの貨幣理論および金融政策論は、金融資産が多様化した高度な情報化時代に対応したものであり、その点で、ケインズ理論の継承・発展であったこと、しかし金融のグローバル化の時代に対応するためには、さらなる発展が必要であるという結論が下される。

【キーワード】 経済学説史、流動性の積極理論、貸借対照表の主体的均衡、金融政策の非対称性、金融のフロンティア・モデル。

序

この論文は、後期ヒックスの貨幣理論とそこから示唆される金融政策とが、ケインズのものといかなる点で相違し、いかなる意味でケインズの学説からの発展として評価することができるのかということに関して、積極的な評価を試みるものである¹。いわゆる後期ヒックスの経済学研究は、主として、貨幣理論と、資本理論（または成長理論）とに大別されるが、前者が主としてケインズの貨幣理論を継承し発展させたものであったのに対して、後者は、ハイエクなどのオーストリア理論に最終的には接近していった。ここでは、貨幣理論に限定してヒックスの学説の解釈と批判とを試みる。

まず、1. ではヒックスの貨幣理論の特徴について検討し、その研究が、どのような点でケインズの理論を継承し発展させたものであると評価することができるのかということについて述べていく。

続いて、2. では、ケインズからヒックスへの貨幣理論の発展について、この分野の先行諸学説との関連において、これを理解するための補助装置として、「金融のフロンティア・モデル」を設定する。なおこのモデルは、ヒックスの『経済学の思考法』の第9章「貨幣的経験と貨幣理論」²において検討されたモデル (p. 76) を発展させたものである。

そして、このモデルに基づく理解から、どのような金融政策が現代の経済に対して示唆されてくるのかについて検討する。多様な経済主体による資産保有の多様化が進む現代の金融市場を想定すれば、ヒックスの貨幣理論から示唆される金融政策は、時間を通じて多様な金融政策が交替していく多時的な金融政策でな

¹ 本論文は、第2回ケインズ学会(2012年11月23~24日 明治大学)において報告された論文をコメンテーターの批判にこたえて大幅に修正したものである。この学会での討論者、平井俊顕教授に感謝する。また、本論文の基礎となった小畑, 2011, とくにその中の第4章(pp. 103-153)と、小畑, 2007の第8章(pp. 201-232)とを合わせて参照されたい。

² Hicks, 1977, pp. 45-107.

ければならないことが述べられる。またそのような金融政策は、不確実性に対処するという現代の金融課題にふさわしい政策へと発展させることができることについて述べていく。

最後に 3. では、以上の考察から導かれる若干の結論と、今後示唆される課題について明らかにする。ヒックスの貨幣理論は、現代の金融資産市場を分析するために有用であるが、グローバル化の中で変動する不安定な国際金融市場の分析のために追加的な考察が必要であること、また彼自身の成長理論との総合が図られなければならないことなど、今後の研究課題が明らかにされる。

なおこの論文は、主としてヒックスの貨幣理論の学説史的な研究と現代への応用とを目標とするものであり、現代の金融市場の実証的な研究ではないことをあらかじめ断わっておこう。

1. 貨幣理論

ヒックスの貨幣理論の特徴、とくにケインズの貨幣理論との違いについては、以下のようにまとめることができる。

- 1) 流動性の積極理論 (The positive theory of liquidity)
- 2) 資産均衡 (貸借対照表の均衡: Equilibrium on balance-sheet) の重視
- 3) 多時限的金融政策 (Multiple financial policy)
- 4) 金融政策の非対称性 (Asymmetry on the effect of monetary policy)
- 5) 時間重視および歴史への適用 (“in time” and “in history”)

これらの点について、以下では、それぞれ順を追って検討していこう。

1-1. 流動性の積極理論³

流動性 (liquidity) という概念をアカデミズムの分野で初めて本格的に用いたのは、いうまでもなくケインズであったが、ケインズの『一般理論』においては、

³ ここで検討する「流動性の積極理論」について詳しくは、小畑, 2011, 第3章 (pp. 59-102) を参照。

この概念は事実上、貨幣に限定して使われていた⁴。ここでは、人々が彼らの選好と金融市場のその時々条件に応じて、貨幣と債券の2種類の資産の間の選択を行うものと仮定されて、議論が展開されていた。人々が貨幣よりも債券をより多く選択するならば、彼らの貯蓄は債券投資を通じて最終的な借り手である企業による実物資産投資に使われる。これに反して、債券よりも貨幣がより多く選択されるならば、彼らの貯蓄は企業まで届かずに、市場経済の流通圏外に退蔵されることになる。こうして、『一般理論』では、人々の過度の「貨幣愛」すなわち流動性選好が、金融仲介の中断の原因となるものと分析されていた。流動性または流動的資産の保有は、企業投資の阻害要因としてむしろ否定的に評価されていたのである。

これに対してヒックスは、『一般理論』におけるケインズの流動性選好理論よりも『貨幣論』におけるケインズの流動性概念の使用法をより高く評価する。『一般理論』においては、流動性の概念が貨幣に限定されて用いられていたのに対して、同じ著者の『貨幣論』の中では、貨幣だけでなく商業手形やコールローンなどの複数の種類の証券についても広く流動的な資産として取り扱われていた。ケインズは、銀行の資産運用に関連して、その資産が「流動的である」というのは、「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ること」である、と述べていた⁵。ヒックスは、『貨幣論』におけるケインズの流動性概念のこのような用い方を高く評価し、この概念を拡張解釈して、彼自身の流動性に関する積極理論を作り上げていった。

ケインズがこれらの著作を書いた1920年代から1930年代までの時代は、歴史的には金本位制もしくは金本位制への復帰がまだ現実性を帯びていた時代であり、人々の選択肢として現金貨幣以外に魅力的な短期証券が今ほど多く市場に出回っていなかった。これに対して、ヒックスが貨幣理論の研究を本格的に再開した第2次世界大戦後には、やがてラドクリフ委員会報告などによって広く認識されるように、TBを初めとする多様な短期証券が市場で活発に売買されるようになり、それらの証券が準通貨として様々な経済主体によって保有され運用されるように

⁴ Keynes, 1936, pp. 194-209をみよ。

⁵ Keynes, 1930, vol. 2, pp. 59-60を参照。但し、強調は筆者による。

なっていた⁶。ヒックスは、すでに1935年の「貨幣理論の単純化のための提案」と題する論文において、貨幣だけでなく様々な資産がそれぞれの流動性の度合いに応じて「多かれ少なかれ流動的な資産」として順序づけられる「流動性のスペクトル」を描いていた⁷。第2次世界大戦後には、このような彼の「流動性のスペクトル」のモデルがより現実性を高めていたのである。

ヒックスの「流動性」に関する研究は、大きく分けて次の3つの段階を踏んで進められた。①1962年の「流動性」と題された論文に代表されるように⁸、資産選択理論の中で危険資産への投資との関連で危険回避手段として流動性を評価する研究の段階。②1967年の『貨幣理論』の第3講義に見られるように⁹、金融準備資産としての複数種類の流動性の保有の間の代替について、それらを取引費用の観点から分析した段階。③1969年の『経済史の理論』¹⁰や1974年の『ケインズ経済学の危機』¹¹の中にみられるように、革新的な投資に対する流動性の積極的な役割を強調するようになる段階。

そして、この最後の③の段階の研究において、ヒックスは、流動性の保有をケインズのように投資を阻害する消極的な役割においてではなく、近い将来の革新的な投資を準備または待機する役割を果たすものとして、積極的に評価する立場をより鮮明にするようになった。すなわち、この段階で彼は、ケインズの流動性選好理論を乗り越える視点をはっきりと打ち出すようになったのである。ヒックスは、『ケインズ経済学の危機』の中で次のように述べている。

「ケインズの学説のうちで最悪のものの一つは、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。」(Hicks, 1974, p. 57)

⁶ ラドクリフ委員会報告と関連したマネタリズム批判については、Kaldor, 1982, p.p. 8, 68-70を参照。

⁷ Hicks, 1935, pp. 61-82.

⁸ Hicks, 1962, pp. 787-802.

⁹ Hicks, 1967a, pp. 38-60.

¹⁰ Hicks, 1974.

¹¹ Hicks, 1969.

ヒックスは、このような立場を明らかにすることによって、これ以降、流動性の保有を革新的な投資の促進に対して有効な役割を果たすものとして再評価する「流動性の積極理論」を展開していったのである¹²。

1-2. 資産均衡の重視

つづいてケインズの貨幣理論とヒックスのそれとの違いについて指摘しておくべき重要なことは、以下のことである。すなわち、ケインズが投資と貯蓄の間の均衡をマクロ経済的な均衡の重要な指標としていたのに対して、後期ヒックスは、各経済主体の貸借対照表上の資産保有状態の均衡を重視したことである。各々の経済主体がその事業内容やその時々金融市場の状態などの客観的な状況に対応して、資産と負債の構成を主体的により望ましい状態にするように努力し、できるならば資産(負債)保有の構成を最適な状態のまま保つようにすることが、均斉のとれた経済成長を可能にする条件となると考えたのである。

このような資産均衡の考え方は、1935年の論文「貨幣理論の単純化のための提案」¹³を書いて以来、ヒックスの中心的な主題として、その後長く保持された。この論文は、ヒックスの経済学研究の出発点であった価値理論の研究成果を、所得勘定についてではなく、資本勘定へと応用することを唱導し、戦後の資産均衡理論の先駆ともなった重要論文であった。

ヒックスは、1932年の『賃金の理論』¹⁴において、マーシャルの分配の限界生産力説を賃金の理論に応用したが、その中で賃金率の決定に対して利子率が重要な役割を果たすことに気づき、その後、貨幣理論へと研究を進めた。しかし、そこで出会った問題は、貨幣理論においては価値理論におけるような限界効用への言及がなかったことであった。貨幣理論は、たとえそれがケインズの『貨幣論』の基本方程式のような洗練された形に表現されたものであっても、基本的には数

¹² 流動性の保有をこのように積極的に評価するヒックスの研究は、次の資産均衡の研究においても再度検討されている。

¹³ Hicks, Ibid., 1935, pp. 61-82.

¹⁴ Hicks, 1932/1963.

量式であらわされ、貨幣の価値は貨幣数量やその他の諸財の需要量とだけ関係づけられていた。すなわち実物財の場合のように、個々人の諸財に対する限界効用と結び付けられてはいなかったのである。貨幣数量説は、ケインズによって棄却され、基本方程式に置き換えられたというのが当時の一般的評価であったのに対して、ヒックスは、このケインズの基本方程式でさえ、大きく分ければ数量説の一種だとみなしたのである。価値の研究を諸財に対する人々の限界効用と結び付けたことが、近代経済学の革新の出発点をなすものであったから、貨幣理論は、近代の革命から、ひとり取り残されていたことになる。「貨幣理論の中に限界革命を導入せよ」という主張が、この論文の主張でもあったし、またそれ以降のヒックスの貨幣理論研究の導きの糸ともなったのである。

ところでケインズ『貨幣論』の中には、投資財の価格決定に関して、ヒックスにとって、大変魅力的な一章があった¹⁵。そこでは、投資財の価格が銀行預金と証券投資との間の限界的な選択と密接な関連をもつ利率の水準と結び付けられていたのである。彼は、同時代のほとんどの貨幣理論家たちの注意を惹きつけた『貨幣論』の基本方程式からは、当初は、それほど大きな衝撃を受けなかった。むしろ実物財である投資財の価格の決定に対して、金融財である銀行預金と証券との間の限界的な選択が関係するという、ケインズの指摘に対して、より大きな関心を示した。それまでの経済学研究においては、実物市場の分析と、金融市場の分析とは、はっきりと区別される方法が、採用されてきた。ヒックスは、このようないわゆる実物的分析と貨幣的分析との間の二分法を克服する重要な手がかりを、ケインズの『貨幣論』の中のこの叙述の中に見出したのであった。

ところで、銀行預金(貨幣)と証券との間の選択において、人々は、いったい何を基準として決定を下すのであろうか。証券に投資するとき、人々はその証券を保有することによって将来に期待される投資収益を基準とするのであろう。しかし貨幣に関しては何を基準とするのだろうか。貨幣を保有することからは証券対するよう収益を期待できないが、その代わりに、証券投資に伴うような損失の

¹⁵ Keynes, 1930a, Chap. 12 “A Further Elucidation of the Distribution between Savings and Investment” (pp. 171–182) とくに pp. 180–181 を参照。

危険からは免れる。したがって、貨幣を保有することは証券投資に固有の損失の危険を回避するために選択されると考えてよい。実物財の選択においてはそれらの財の「価格」が選択の基準となるのに対して、貨幣や証券への投資の限界的な選択においては、金融投資に伴って発生する収益や危険に対する将来の「期待」がそれらの選択の基準となる。すなわち実物財に対する人々の限界効用に対応する役割は、金融資産については、それらを保有することから将来に期待される収益や危険の組み合わせに対する人々の選好によって果されることになる。

このように見てくると、ヒックスがケインズの『一般理論』の独自の解釈として提案したIS-LM理論に関しても、これまでとは違った解釈が可能となる。ケインズの「雇用の一般理論」は、ヒックスによれば、次の3つの要素から構成されていた。すなわち、①消費性向を媒介として投資と所得とが結びつけられる投資の乗数理論、②資本の限界効率に基づく投資決定の理論、③貨幣市場における利子率の決定に影響を与える流動性選好理論、の3つの要素から構成されていた。

ヒックスのIS-LMモデルでは、このうちの①と②とを一緒にして、投資と貯蓄とを所得の調整によって等しくさせる $I=S$ 曲線にまとめて表現し、③の貨幣市場の均衡を扱う $L=M$ 曲線と合わせて、マクロ経済的な均衡条件とした。なおここで、 $I=S$ 曲線は、一定期間の投資と貯蓄のフローの集計量の間的事後的な均衡を表すのに対して、 $L=M$ 曲線は、期末もしくはその他の特定の時点における貨幣ストックの均衡を表しており、同じ時間の尺度に基づいて比較することはできない。さらに投資と貯蓄のフロー量の変化は、資本ストックの望ましい保有水準と密接に関係し、貨幣を含む資産保有の均衡水準と無関係であるとはいえなくなるなど、このIS-LMモデルにはいくつかの難問が生じた。

そこで、ヒックスは、ケインズ『一般理論』の解釈を目的としたIS-LMモデルを離れて、独自の資産均衡理論を探究することとなった。1935年の論文では、金融市場に独自の不安定性や不確実性に対処するために、独自の資産均衡理論が先駆的に探求されていた。この研究の目標は、戦後、着実に達成されることになった。そして最終的には、さまざまな事業内容や、その時々金融市場の状況に応じた最適な資産構成を達成し、そのような資産構成を一定期間、安定的に保持しようとする努力によって、各経済主体が「貸借対照表の均衡」を実現するものと、

想定するようになった。

1-3. 多時限的金融政策

ケインズの貨幣理論とヒックスの貨幣理論とを区別するもう一つ重要なポイントは、ケインズが一元的な貨幣政策（低金利政策）をその理論から演繹したのに対して、ヒックスは、時間の長さに対応して変化する多時限的な金融政策を示唆したことである。

ヒックスは、1967年の『貨幣理論』の第3講義 Two Triads の中で、通貨当局の金融政策に対して銀行をはじめとする金融システムがどのように反応するかについて、詳しく分析している¹⁶。そのような反応については、銀行制度の流動性の準備の間の代替を通じて対応する第1段階から始まり、金融機関がその投資資産の構成を変化させる第2段階へと至り、さらに金融システム全体が「流動性のわな」に陥る長期の停滞局面に対応する第3段階に分けて考察されている。

さらに、1965年の『資本と成長』の第4部第13章「成長理論の後でのケインズ」の中では、ケインズ理論が主として短期の貨幣政策についてだけ言及していたのに対して、それよりも長期にわたる停滞局面についても分析がなされなければならないことについて指摘されている¹⁷。そして、経済全体が成長を開始する局面（ロストウの「離陸」）や、長期の停滞局面からの脱出が課題とされるような時期に関しては、それぞれの経済主体が主体的な均衡を回復することが重要であることが指摘されていた。さらにそのような主体的均衡を創出または回復するためには、通貨当局が期待利潤率の近似的な指標である長期利子率と、短期の市場利子率との開きを調節して、各々の経済主体が保有する資産構成の均衡を回復させるように誘導することが必要なことについて言及していた。また、そのためには、金融システム全体の改革が必要となることについても指摘されていた¹⁸。

このようなヒックスの各所にわたる叙述を参考としながら、それらを総合的に

¹⁶ Hicks, 1967a, pp. 49–60.

¹⁷ Hicks, 1965, pp. 279–292.

¹⁸ Ibid., pp. 284–292.

理解するならば、時間の長さや景気循環のそれぞれの局面で条件対応的に変化する多時的な金融政策の提案が可能になるものと考えられる。しかも、このような提案に関しては、ヒックス自身もそれぞれの個所で明確に示唆していたのである。

まず短期の金融政策では、中央銀行が市中銀行との間で短期証券の売買オペレーションを遂行することによって、銀行制度や産業の保有する流動性のポジションに影響を与え、そのことを通じて、インフレーションやデフレーションの進行を未然に防ぐことが期待される。このような政策の持続期間は、長くとも2~3年に限られるが、その発動の頻度は、3つの段階のうちで最も高いことが予想される。1820年代から1920年代の約百年にわたってイギリスで施行された公定歩合政策がその原型であるが、このようないわゆる「ホートレイ政策」との違いは、旧い政策が主として公定歩合による対市中銀行貸付によっていたのに対して、この政策がTBをはじめとする短期金融証券の売買オペレーションを通じて遂行され、銀行制度や産業の保有する流動性の準備に影響を与え、民間の購買力を調整して通貨価値の安定を図ろうとしたことである。

次に中期の金融政策は、ケインズが短期の金融政策として提案したことのヒックスによる読み替えでもある。短期の景気循環が、主として景気の在庫循環に対応すると考えられるのに対して、この中期の金融政策は、景気の設定投資循環に対応するものであると考えることができる。間接金融方式が支配的であった日本の金融システムにおいては、中央銀行は、市中銀行やその他の金融機関との間でさまざまな満期の債券を売買することによって、長期金利と短期金利との間の利鞘（スプレッド）に影響を与えることができる。投機の過熱に対しては、短期金利を年率に換算して長期金利を上回るくらいまでに引き上げることによって、投機ブームを鎮静させようとする。反対に、長期の不況期に投資が停滞するような局面に対しては、短期金利をできるだけ引き下げると同時に、流動的金融資産を民間に放出することによって、民間の保有する資産の流動性を高め、また長期金利と短期金利との間の利鞘（スプレッド）を広げることによって、民間の投資活動が回復するように誘導する。

しかし、実際には、投資の停滞する不況局面では、このような中期の金融政策が効果を発揮するのは困難である。というのも、このような局面では、企業家は

投資に関連する将来展望を著しく悪化させており、その結果、長期金利と短期金利との利ザヤを広げ、金融機関だけでなく投機家にとっても有利な条件が実現できたとしても、それによって企業家の期待を改善することはなかなか難しいからである。また他方では、このような時期には、金融機関も経営困難に陥る事例が多いために、金融機関全般にわたる公衆の信頼も崩れかけている。ケインズも指摘しているように、このような時期には、企業家のリスクだけでなく、金融機関の貸し手リスクも同時に高まっているために、これらの両方のリスクを上回るような期待利益の改善なしには、不況からの脱出はできない¹⁹。

このような「投機のわな」から脱出する困難な課題をもつ金融政策について、ヒックスは、金融システムや、場合によっては金融制度を改善するような方策を示唆していた²⁰。短期や中期の金融政策については、ヒックスの提案は、すでにケインズによって示唆されていたものの継承・発展として理解することができるが、金融システムの改善を示唆したこの金融政策は、明らかにヒックス独自による提案であったといっていよう。

私は、このようなヒックスの示唆を手がかりにして次のような長期の金融政策を考えてみた²¹。ちなみに、私見によれば、金融制度とは、長期にわたって同じパターン（同一の政策目的と政策手段の組み合わせ）の金融政策が持続される結果として、そのような政策を予知する公衆の対応もまたパターン化し、そのことが金融機関やその他の経済主体の活動のルールに反映されたり、あるいは暗黙のルールである慣習に組み込まれたりするようになった状態をその成立の根拠とする。したがって、金融制度の改善が必要となるのは、長期に持続する金融政策やそれに対する公衆の対応が変化しなければならなくなる状況が出てきたときに限られる。たとえば金本位制と、それを基盤とした商業銀行制度は、百年近く維持されていたが、それらが変化しなければならない状況が第1次世界大戦後に現れたた

¹⁹ Keynes, 1936, pp. 156–158.

²⁰ Hicks, 1967a, pp. 57–59.

²¹ 長期の金融政策について、詳しくは、小畑，2011，第4章（p.p. 142–146, 152–153）を参照。

めに、改革が必要になったのである。したがって、このような制度改革の必要はそう頻繁には起こらず、あらかじめその出現を予測することはできない。いいかえれば、そのような改革は不確実な諸々の関係の相互作用に依存する。

このように長期の金融政策は、30年から50年というような非常に長い周期をもって、必要とされる。それはまた、投資の長期にわたる停滞局面からの脱出が必要となる時期や、金融機関が大きな不良資産を抱え、公衆の金融制度に対する信頼が失墜するような時期に対応する。それは、ふつうは金融政策 (monetary policy) とは呼ばれず、むしろ金融行政 (financial administration) と呼ばれているような政策を包含する。中央銀行だけでなく、行政府 (大蔵省または財務省) がこのような政策を遂行する中心となるが、経営状態を悪化させた金融機関を救済したり再編したりすることの手助けが必要とされる場面も出てくるであろう。このような政策の最終的な目的は、個々の金融機関が自助努力によって、その資産運用を健全なものに回復させ、状況の変化に対応できるような状態にまで立ち直るように誘導することである。一時的な公的資金の注入や国有化も場合によっては必要となるかもしれないが、あくまでも個々の金融機関が自助努力によって立ち直ることを手助けすることが、この政策の基本である。

こうして、公衆の金融制度に関する信頼が回復するならば、このような政策の必要性はなくなる。このような長期の金融政策は、公衆が当局に対する信頼感を回復させ、彼ら自身の金融慣行を新しい状況に順応させることによって、支持される。そのような政策と金融慣行の定着が、次の世代の金融制度を支えるのである。これとは反対に、公衆が中央銀行や行政府に不信をもつ限り、長期の金融政策はその役割を終了せず、さらにさまざまな試行錯誤が必要となる。

日本においては、歴史的には、1880～1890年代の松方改革、1920～1930年代の井上・高橋による改革、1990年代の金融機関の危機の時代などに、金融制度や金融システムの大きな改善が図られ、金融システムに対する公衆の信頼が回復することによって、経済全体の停滞局面からの脱出が可能となったといえる²²。

²² 日本の金融制度の改革については、小畑、前掲、2011、第4章およびObata & Moussa, 2009, pp. 1-113を参照。

1-4. 金融政策の効果の非対称性

以上のようなヒックスの多元的な金融政策の提案に関連して、もう一つ重要なことは、彼が「金融政策の非対称性」について示唆していたことである²³。すなわち金融政策は、好況期の投機ブームが過熱し、「バブル経済」がそれ以上に進行して後戻りができなくなるのを防ぐためには、その効果を発揮する。またこれとは反対に、誤った金融政策は、バブル（金融資産インフレーション）を引き起こす有力な原因となる。しかし、不況期の投資の停滞に対しては、単独では、有効な効果を生み出すことはほとんど期待できない。この点については、いわゆる「流動性のわな」に関連して、すでにケインズによって指摘されていたのと同様のことを、ヒックスは、「投機のわな」という表現を用いて述べていた²⁴。

ただし、ケインズの「流動性のわな」が不況期に公衆の「貨幣愛」が投資を阻害する有力な「原因」の一つとなることを指摘したものであったのに対して、ヒックスは、流動性の保有自体は投資にとってむしろ促進要因となるが、投資の停滞の「結果」として過剰な流動性が一部で保有され、そのことが停滞局面における金融政策を無効にすることを指摘していた。つまり、ヒックスによれば、過剰流動性の状態は投資の停滞の結果であって、その原因ではなかった。時間的（通時的）な因果関係が、ケインズの指摘とは反対に捉えられていたのである。

このように、金融政策が好況期と不況期とでは非対称的な効果を発揮するのは、流動性の保有比率については下限を画すことはできるが、その上限を画すことはできないことによる。こうして、停滞局面における金融緩和政策は、一部の金融機関や産業が過剰な流動性を保有する結果を招いてしまう。すなわち、それぞれの経済主体は、その業務内容に応じて最低限必要とされる流動性の保有比率を維持するような慣行を資産の健全性を保つためにもつが、不確実性に対処するために流動資産を準備することに対しては、その上限は設定できない。その結果、投資の停滞する局面では、次の革新的な投資機会を待機するために保有する流動性が一部で過剰に保有されてしまう。他方では、金融機関からの借入れを必要と

²³ 金融政策の非対称性については、小畑，2011，p.p. 130, 139-140, 151を参照。

²⁴ Hicks, 1967a, pp. 57-59.

する産業では、業績不振のために、なかなか融資を受けられない。こうして、いわゆる「過剰流動性」の現れる局面では、一方で流動性を過剰に保有する「自律部門 (auto-sector)」と、他方で必要な資金の得られない「借越し部門 (over-draft sector)」とへ経済が二極分解してしまうのである。

流動性の保有は、革新的な投資のための準備資産として役立つが、それが実際に投資に向けられるためには、企業家の将来の収益に対する期待が高まるだけでは十分ではなく、金融機関の側でも将来に対するリスクに対する展望が好転することが必要である。したがって、流動性の保有が革新的投資の促進要因となるとはいっても、そのためには公衆の将来に対する期待が著しく好転していなければならない。投資の停滞する経済では、金融政策がしばしば無効であるかのように理解されるのは、金融政策の効果のこのような非対称性による。

1-5. 時間重視から歴史重視へ

さいごにケインズ理論とヒックスの経済学との間のもっとも重要な違いとして無視できないことは、ヒックスが時間の要素を重視し、それを歴史理解にまで広げたことである。彼は、1974年の *Causality in Economics* において、これまでの経済学における因果律の取り扱い方について次のように分類し、ケインズの方法と自分自身の方法とを明確に区別している²⁵。

- ① 静学的因果律 (statistical causality) — 原因と結果とが時間とは無関係に関係づけられる。あるいは、あえて時間と関係づけるとすれば、原因と結果とが同一時点で静止した状態で結び付けられる。ワルラスの一般均衡論における同時決定の仮定やリカードの定常状態の理論などにおいては、このような静学的な因果律が用いられていた。
- ② 同時的因果律 (contemporaneous causality) — 原因と結果とがともに特定の長さをもつ同じ期間内に起こったことに属する因果律。このような因果律によれば、例えば 1990 年に起こったこと a と、その年の間に起こった他のこと b とについて、一方の a がその原因として、他方の b がその結

²⁵ Hicks, 1979, VI “Contemporaneous causality in Keynes” pp. 73–86.

果として関係づけられる。ケインズの『一般理論』の分析とヒックスの IS-LM 分析とは、ともにこのような同時的因果律に従っていた。

- ③ 通時的因果律 (sequential causality) — 原因と結果とが異なる時点で起こり、しかも原因とされることが結果とされることに対して時間的に先立っていなければならないような因果律。この因果律によれば、例えば 1990 年に起こったこと a (1990) は、1993 年に起こること b (1993) の原因であり、かつ後者はその結果でなければならない。これはヒュームの因果律で、最も重要な真の因果律であるにもかかわらず、経済学が最も不得意としてきた因果律である。ヒックスはこの因果律に従う経済学を探究することに、後年努力した。

ヒックスは、以上の因果律に関して、とくに②と③の違いを重視し、ケインズの立場と彼自身の立場とを区別している。すなわち、ケインズの『一般理論』の分析は、投資乗数理論にしても、流動性選好理論にしても、ほとんどは②の同時的因果律に従っており、そこでは、たとえば、ある一定期間の投資の集計値と貯蓄の集計値とが因果的に関係づけられていた。だが、③の通時的因果律によれば、そのような関係は決してどちらが原因であり、またどちらがその結果であるかについては、確かなことは言えない。すべての因果関係は、通時的な因果律に従う時、しかもその時に限り、議論できるのである。このようなヒックスの考え方は、彼自身の経済動学や、時間の長さによって変化する多時限的な金融政策の提案など、様々な議論において意識的に用いられ、また、最終的には『経済史の理論』のような優れた歴史理解へと応用された。

2. 金融のフロンティア・モデル

ヒックスは、1967年の『経済学の思考法』第9章「貨幣的経験と貨幣理論」の中で、貨幣理論は分析的(理論的)に検討されるだけでなく、また歴史的にも研究されなければならないと述べていた²⁶。なぜならば、これまでの優れた貨幣理論

²⁶ Hicks, 1967b, pp. 156–159, 1977b, p. 45.

の革新は、その時々々の貨幣的な問題の歴史的な挑戦にこたえたものであったし、また貨幣の定義そのものが歴史的に変化してきたからである。このような彼の考え方は、例えば、『経済史の理論』の産業革命の分析などに応用された²⁷。

私は、ヒックスのこの考え方に従って、その展望を彼自身の貨幣理論にとどまらず、現代の金融理論をも視野に入れるような理論へと発展させようと考えた。そのための参考枠として提案するのが以下で説明するマトリックスのモデル、Frontier Model of Finance である。

Frontier Model of Finance

	X-good	Y-labor	① Money1	② Credit	③ Investment	④Assets			
						Liquidity	Other Financial	Real	capital
A	$-X_A$	Y_A	0	C_A	I	f_A	F_A	R_A	K_A
B	X_B	$-Y_B$	0	$-C_B$	-S $\left\{ \begin{array}{l} \text{Bond} \\ \text{Money2} \end{array} \right.$	f_B	F_B		K_B
			Ricardo	Mill	Keynes	Hicks			Tobin

今、AとBの2人(または2つの部門)だけからなる社会を考えてみよう。Aは、Bの労働を購入して、彼自身のアイデアを生かして、X財の生産を指揮して、その生産物をBに販売する。これに対して、BはAに労働を提供して生産に従事し、その代わりに賃金所得を得て、X財をAから購入し、これを消費する。ここでは簡単化のために、Aは消費にはまったく関与しないものとする。この表の最初の2列は、AとBの2人の間でのX財とY労働の売買を示している。ここで、何物かを販売してその見返りに貨幣を得ることについてはマイナスで、

²⁷ Hicks, 1969, pp. 141-159.

反対に貨幣を支払って購入することについては、プラスで表示する。ここまでは、実物市場の関係を表わし、それぞれの人が何物かを販売して得た所得とちょうど同じ金額の生産物を購入するとするならば、X財とY労働の2種類の市場では、常に需要と供給とは等しくなる(セイの法則)。

貨幣または金融市場については、3列目から右側の列に示される。貨幣・金融市場は、財・サービスの市場の発展につれて、拡大していく。いいかえれば、財・サービスの市場の拡大もしくはそれらの市場の運行に必要な金融サービスの必要に応じて、新しい金融市場の革新が遂げられるものとする。市場経済の発展の歴史においては、そのような金融上の革新が段階的に遂げられてきた。そのような関係の変化について、ここでは、とりあえず4つの段階に分けて考えてみよう。そしてそれぞれの段階には、その段階にふさわしい貨幣理論の革新が遂げられてきたものと考えよう。

2-1. リカードの時代と貨幣理論

リカードの貨幣理論では、金貨のみが本来の貨幣として流通し、その他の通貨はすべて金貨の代理として、あたかも金貨と同じような機能を果たすものと仮定されていた。そして金貨およびそのほかの通貨は、すべて交換手段として機能するものと想定されていた。いいかえれば、このような想定の下では、貨幣は常に市場の間を流通し、A、Bどちらの手元にも長い間保有されることはないものと仮定された。したがって、表の①列のリカードの段階においては、貨幣の保有高はゼロであり、もしそれが正の値をとるとしたら、それが流通界から引き上げられて退職されたときに限られるとすることができる。

このようなリカードのモデルによれば、貨幣量は基本的には金の量によって制約され、外生的に決められることは自明のことであり、また貨幣量は生産や実物的な財・サービスの市場に対しては中立的で、長期的には単に名目的な価格水準だけを決定するとされたとしても、そのことに対してはなんら批判の余地はない。すなわち、このモデルでは、X財とY労働の価格水準(または賃金率)は、貨幣の量とその流通速度によって決められるのである。このように貨幣数量説や貨幣の中立性仮説は、金貨のみが流通することを想定したリカードの貨幣理論におい

でのみ、純粹に妥当する、とヒックスは指摘している²⁸。

2-2. ミルの時代の信用理論

次に検討すべきは、19世紀中頃のイギリスの貨幣・信用市場におけるフロンティアの形成と、それによって挑戦を受けて展開されたソートンやミルの信用理論についてである。リカードの貨幣理論は、ナポレオン戦争後のインフレーションに終止符を打つための金貨本位制度の確立に貢献したが、そのリカードの時代でさえ、実際には金貨のみが流通していたわけではなかった。各種の銀行券や商業手形などの信用貨幣が商業的な発展とともに流通界の大部分を占めるようになっていた。このために、金貨以外の通貨または準通貨に対して、金貨と同じような振る舞いをさせるというリカードの貨幣政策は、リカードの時代以降には、徐々に時代遅れとなっていた。経済変動の激しくなる中で拡張しつつあった信用制度をいかにして制御していくのかという、新たな貨幣的な課題が突きつけられるようになっていた。

このような金融的な挑戦に答えたのがソートンやミルの信用理論であった²⁹。またこの時代の最後には、バジョットの『ロンバード街』³⁰などの古典的な名著も出版された。いわゆる通貨論争が闘わされたのも、この時代であった。1844年の銀行法（ピール条例）は、しばしばリカード学派（通貨学派）の主張が採用されたものとして紹介されているが、実際には、当時の銀行学派に近い考え方が多く取り入れられていたのである。

商業信用と銀行信用との相乗的な拡大によって融通を受けたのは、主として商人の在庫保有であって、貨幣の支払いを節約するこのような信用は、主に在庫金融の必要から発展したものであった。このような信用制度においては、金貨はもはや流通界の主役ではなく、銀行券の流通を保証するために、主として商業銀行とイングランド銀行とによって、支払準備金（金塊）として保有（イア・マーク）

²⁸ Hicks, 1977b, pp. 58-61.

²⁹ ソートンの信用理論に関するヒックスの見解は、Hicks, 1967b, pp. 174-188 に述べられている。

³⁰ Bagheot, 1873/1924.

されていた。

ところで以上のような信用制度を想定すると、信用は、財・サービスの市場に対して決して中立的ではなく、信用の拡張が商人の在庫保有を通じて実物市場の拡張を促進してきたということができる。中央銀行の金準備と商業手形の再割引とを「最後の拠り所」として、信用は乗数的に拡張され、在庫保有の拡大を通じて、実物市場の拡大を促進してきた。後にホートレイによって記述されたイングランド銀行の公定歩合政策を通じた信用調整は、この時代の金融上の革新であった。

しかし他方では、この時代にはセイの法則と貨幣数量説とは、ミルたちによって支持を受けていた。それは、ある仮定を設ければ、あながち間違えとはいえない。その仮定とは、いわゆる「真正手形」流通の仮定 (real bill doctrine) であった。真正の手形、すなわち実物的な取引の裏付けがあり、また信用力のある複数の支払人の署名のある商業手形のみが流通し、短期に確実に現金貨幣の返済を受けられる保証があるならば、与信量 (売り掛け金) は受信量 (買い掛け金) と等しくなり、したがって、②列の信用の需要量と供給量とは均衡する。また信用量は、実物財の取引量と対応する。その結果、実物財と信用量を合計した総需要と総供給とは等しくなり、名目価格は貨幣量に依存するという、セイの法則と貨幣数量説とが支持されるのである。ただし、確実な取引に基づかない融通手形や書き合い手形などが乱用されるならば、このような関係は保証されない。

ミルがセイの法則や貨幣数量説を支持したのは、このような信用拡張が最終的にはイングランド銀行の公定歩合政策と金準備政策とによって制約される金本位制のゲームのルールに信頼を置いていたからであろう。いずれにしても、このような理論は、リカードの貨幣理論と同様に、定常均衡の想定の下でのみ純粹に妥当する理論であった。

2-3. ケインズの投資金融理論

ケインズの『貨幣論』や『一般理論』は、ウィクセルの『利子と物価』³¹ ととも

³¹ Wicksell, 1898/1923.

に、金融発展モデルの第3段階の革新に対応する。この時代(20世紀)になると、工業化の進展に伴って、設備投資金融、すなわち新しい機械の購入や工場その他の設備の建設のために必要とされる長期に固定される資金を調達することが、金融革新のフロンティアとして広く認識されるようになる。いかにして、設備投資のための長期資金をより有利な条件で獲得することができるのかということが、この時代の事業の成功を決めるだけでなく、またマクロ経済的に見ても、設備投資と貯蓄との関係の変動が経済成長や景気変動を左右するという洞察が、経済学の革新を誘導するようになる。ウィクセルやケインズの貨幣理論は、このような時代の挑戦にこたえるべくして生まれたものと、理解することができる。なおこの表で、貯蓄Sとされているものは、貨幣を含む金融資産の保有増加によるものである。また投資Iは、実物資産の増加によるものである。したがって、実物的な投資Iと金融的な貯蓄Sとは、事前的にも事後的にも、常に等しくはならない。もし両者が等しくなるとしたならば、それはかかって金融仲介機能によるものである³²。

企業が将来に期待する利潤率(自然利子率)と市場利子率との関係の変化によって変動する投資と貯蓄との間の乖離が、『貨幣論』のケインズによって、物価変動や景気変動の有力な要因とされたのであった。またケインズの『一般理論』においては、所得の大きさに依存する貯蓄が、長期利子率の変化によって、債券投資と貨幣保有との間の限界的な選択に影響を与え、その結果として生じる投資と貯蓄との間の格差が経済変動を引き起こす。そのような経済変動は、ひいては雇用の大きさにも影響を与えたとされた。

市場利子率が貸し手のリスク感覚からみて適切な水準を維持し、企業の期待利潤率よりも低い水準にあるならば、投資は貯蓄と等しくなるまで増大し、それにつれて雇用は促進される。他方で、そのような条件の下では、投資家も債券投資を貨幣保有よりも優先させ、貯蓄から投資に向かう金融仲介も円滑に進む。これに反して、市場利子率が高すぎて、企業の収益率を上回るような条件の下では、投資は停滞し、雇用も伸びない。他方でそのような条件の下では、個人投資家は、

³² ケインズ『一般理論』の中にも一部踏襲されていた古典派による投資と貯蓄の恒等的な均衡のドグマに対する批判については、小畑, 2011, pp. 186-187, 252-255を参照。

景気の先行きを懸念して、債券投資を増大させず、むしろ貨幣保有を増やしていく。その結果、貯蓄から企業投資に向かう資金の流れは停滞し、投資の停滞を長引かせる。したがって、市場利子率を企業利潤よりも低めに誘導するような「低金利政策」が景気の拡大やそれに伴う雇用の拡大のために一般的には必要な政策手段となる。

こうしてケインズは、市場利子率が企業の期待利潤率以上に上昇することをもって、失業が増大し物価の低落する主要な原因と判断し、またその反対に市場利子率が低い水準にあることが雇用を増大させ物価を上昇させる有力な要因としたのである。このような景気変動は、基本的には投資と貯蓄の不一致によって、引き起こされるものとしたのである。

このような段階になると、セイ法則や貨幣数量説が妥当するような状況は、むしろ例外的な状況となる。なぜならば、投資と貯蓄の乖離は、むしろ経済変動の継続的な要因として作用し、そのような乖離が財・サービス市場の超過需要や超過供給を引き起こすからである。財市場の均衡が保たれるためには、通貨当局が利子率を操作して、投資と貯蓄の水準を絶えず等しくしておかなければならないのだが、そのようなことは、持続的には困難なことだからである。しかも、投資と貯蓄とが均衡するような時でさえ、貨幣供給が適切な水準に保たれない限り、市場利子率と企業利潤率とは乖離し、そのような条件が新たな経済変動の要因となり、経済の均衡は持続的には維持されなくなる。すなわち貨幣は中立的ではなく、また金融市場の状態は実物市場の状態と無関係ではなくなる。こうしてケインズの投資理論は、ウィクセルの不均衡累積過程とともに、金融的不安定性を示唆した古典的な学説として理解されるのである。

2-4. ヒックスの資産市場モデル

ヒックスの貨幣理論は、この表の第4段階における金融的な革新に対応した理論の探求であったものと理解することができる。第2次世界大戦後、先進国経済では、工業化社会の成熟または情報社会の発展に伴って、多くの経済主体の保有する金融資産が多様化した。各々の経済主体は、それぞれの選好に従って、貨幣だけでなく、TBやCD、CPなどといった多様な種類の短期金融証券を準備資産

として保有するようになる。また投資収益率(リターン)は高いが、それに比例して多かれ少なかれ危険(リスク)の多いその他の資産を併せ保有するようになった。生産に従事する企業の実物資産額もまた、重工業化の進展に伴って増大し、そのような巨大な固定資本の保有は、景気変動に対して新たな危険を生じるようになった。さらに産業の資金調達市場としての株式市場の役割が増大し、多くの企業(上場企業)の価値が株式市場の時価総額によって測られるようになった。

ヒックスは、このような現代の金融資産市場の状態を前提として、各々の経済主体がそれぞれの選好に従って、資産の種類とその構成とを最適状態にしようと努力することを通じて、資産市場の均衡が追求されるような経済を研究しようとした。もちろん金融資産市場は常に均衡状態にあるとは言えないばかりか、むしろ不均衡な変動過程にある方がその常態であるといったほうがよい。しかしそれにもかかわらず、不確実性に対して対処するために、各々の経済主体がそれぞれの基準からその資産保有の状態を適切な構成に維持しようと努力することによって、市場が一定期間には均整のとれた成長を遂げることが期待される。ヒックスは、このような状態を想定して彼の貨幣理論を研究した³³。

しかし、どのような資産構成を維持することが最適な状態か、ということに関しては、それぞれの経済主体ごとに、リターンとリスクに対する選好が異なるために、さまざまに異なる。ヒックスは、この点に関して、投資家の種類を大きく2つに分けて、考察した。第1の種類は、ほとんどの家計や小規模な企

³³ しかし、私は、ここでヒックスの「均衡」に対する考え方に対する若干の疑問を提出したい。ヒックスは、マーシャルの「部分均衡」、「一時均衡」、「移動均衡」の考え方を継承し、後年ますます、金融市場の一般均衡を想定しなくなったと理解できる。しかし、他方で彼は、成長理論に関連して、財市場や金融市場や労働市場における動学的均衡が一定期間を越えて保持されるものと想定していた。この点について私は疑問を抱く。「均衡」はあくまでも分析上の一つの虚構であって、金融市場の不均衡や不安定性を測る基準にすぎない。あるいは、それは市場参加者の「期待」を形成する基準であり、その期待は、しばしば現実によって裏切られる。したがって、少なくとも長期に関する研究は、資産均衡を一つの基準とはするが、均衡経路から現実の運動がどのように離れていくかについて明らかにしなければならない。このように、「均衡」概念の再検討は、ヒックス貨幣・資本理論に関する今後の批判的研究課題の一つとなると考える。

業からなり、それらの経済主体は、単位当たりの投資額が小さく、また投資活動に伴う単位当たりの取引費用が高いため、資産構成を頻繁に変えることにはそれほどメリットを感じない。このため、ほぼ同一の資産構成を維持しようとする。ヒックスは、このような投資家を固定的な投資家 (solid investors) として分類した。これに対して、第2の種類の投資家は、典型的には投資信託や投資銀行などの金融機関からなるが、これらの投資家は、資産選択理論によって基礎づけられるような投資方針を採用する。すなわちこれらの投資家は、その時々々の市場の状態の変化に対応して、資産構成を頻繁に変えようとする。危険資産と安全資産の組み合わせや危険資産の銘柄を、市場の変動に応じて機敏に変更することが、これらの投資家の競争条件でもある。このような投資家のことをヒックスは、流動的な投資家 (fluid investors) として分類した。

固定的な投資家にとっては、保有するすべての資産に対して、少なくともある一定の比率の流動的資産を保有しておくことが、経済変動の不確実性や危険に対処する最良の方策として長い間守られてきた。そのような流動的資産の中には、貨幣だけでなく、TBや保険証券などの金融的証券が含まれるだろう。さらに、当座貸し越しでさえ、隠された流動資産として機能する。先の表では、実物資産 R_A や金融資産 F_A, F_B に対して、 f_A, f_B の保有額を一定以上に保つことが、固定的投資家の典型的な行動様式となる。金融機関の中でも、商業銀行は、伝統的に流動性の比率を一定水準以上に維持することを健全な資産構成とみなしてきた。

これに対して、流動的投資家は、安全な流動的資産を保有することよりも収益率の高い危険資産に対して積極的に投資することによって、競争的な優越性を保とうとする。特に金融市場が大きく変動する時期には、これらの投資家は、市場の状態の変化や将来に関する情報や期待の変化に応じて、資産構成を変化させる。リスクを度外視してより大きなリターンを追い求める流動的投資家のこのような行動は、しばしばバブル現象を引き起こす。ただし、このような投機的な投資家でさえも、危険回避のために様々な局面で流動性を利用する。それは、流動性と代替が資産構成の変更のためにもまた時間を節約するためにも有効だからである。中央銀行の流動性の供給政策は、このような投機的な需要に対しても対応できるものでなければならない。

ヒックスは、均齊的な成長を維持するためには、資産構成を一定に保つような固定的な投資家の存在が欠かせないと主張する。これに対して流動的な投資家は、投資銀行にその典型を見るように、経済成長の原動力である革新的な投資を金融的に支えるという貴重な役割を果たすが、他方でリターンを追求してその資産構成を危険資産へと大きく変化させる彼らの行動は、しばしば資産市場の攪乱要因となる。

ただし、このような投資家の分類は固定的なものではなく、バブル経済（資産インフレーション）の時期には、固定的投資家の一部は流動的投資家に急変する。また反対に、安定的な成長期には、流動的投資家でさえ一定の資産構成を維持することにメリットを感じるようになる。これは、ヒックスがその成長理論において異なった種類の生産要素の齊一的な成長をもって、均齊成長の条件としたことに符合する。このような生産要素間の均齊的な成長理論と資産構成の均衡理論とを関連づけること、および、そのような均衡状態からの乖離について分析することが、ヒックス貨幣理論と資本理論との関連を考える場合の重要な課題として残されている。

さらに、株式市場が産業金融において支配的となる市場経済においては、トービンによって開拓されたように、実物資産 R_A と資本の時価評価 K_A, K_B との関係が問題となる。このような経済では、流動性の総資産に占める比率よりも、むしろ総資産または危険資産に対する資本 K_A, K_B の比率、すなわち自己資本比率を維持することが金融機関ばかりでなく、すべての経済主体の健全性基準として重視されるようになる。銀行の国際的健全性基準を自己資本比率に求めたバーゼル基準は、このような金融革新のフロンティアの漸進に対応した歴史的な動きとして理解することができる。

さて、このような第4段階において、貨幣の果たす役割はどのようなものであろうか。ここでは、貨幣は、その定義にもよるが、もはや多様な流動的資産のうちで最も流動性の高い資産ではあるものの、以前のような特別な資産ではなくなる。ただし、中央銀行の金融政策においては、貨幣、とくにそのうちでもベース・マネーの果たす役割は、依然として中心的な位置を占めている。とくに中央銀行の短期の金融政策においては、このベース・マネーの管理を通じて経済全体、と

くに銀行制度の流動性の保有状況に対して影響を及ぼすことが主要な伝達経路であり続けている。

しかし、その他の金融機関や産業にとって、貨幣は様々な流動資産のうちのひとつにすぎない。また実物的な経済現象に対する金融市場の影響は、ますます貨幣を媒介とするものではなくてくる。表の f_A, f_B は流動性の保有額を示し、また F_A, F_B はその他の金融資産を表わし、それらの金融資産を保有する場合にはプラス、それらの金融資産を借入または負債の根拠とする場合には、マイナスの値をとるように設定されている。負債額と資産額とが等しい場合には、金融資産市場の動きは、実物市場に対してなんら積極的な影響を果たさない。しかし、資産の増加額と負債の増加額とが異なる場合には、それは純資産額を変化させ、実物市場に影響を与える。さらに株式市場の変動は、経済全体の資本総額 K_A, K_B を変化させ、実物資産 R_A との間に不均衡を生じ、それはまた実物市場の変動を誘発する。トービンは、株式市場の調整力を想定して、株式の時価総額と実物資産の再取得額との比 q が 1 となる傾向があるかのように分析しているが、ウィクセルの不均衡累積過程との連続を仮定すれば、そのようになる保証はない。むしろ実物資産の評価額と株式の時価総額によって表わされた資本額との間の乖離は、実物市場と金融市場の相乗的な不均衡過程を助長するということさえいえる。

以上のことを要約すれば、貨幣の中立性仮説は、リカードの純粹金貨流通経済においてのみ純粹に成り立つ仮説であり、金融発展のほかの段階には妥当しない。またそれは、定常的な均衡を前提とするものであり、部分的・一時的・移動均衡を仮定するヒックスの貨幣理論においては一般的には妥当しないものと理解することができる。

なお、この先に金融フロンティアの次の段階を想定しなければ、現代の金融市場の分析のためには不十分であろう。それは、デリバティブやその他の簿外負債の果たす役割が金融革新の中心となった現代のグローバル金融資本主義の時代に対応するためである。ヒックスは、1989年に亡くなっているのに、このような時代に対応できなかったことは仕方がなかったが、その点を考慮したとしても、彼の貨幣理論の中には、国際金融市場に関連する理論が不十分にしか組み込まれていなかったことは否めない。また成長理論において失業問題が不十分にしか考察

されなかったために、金融の不安定性が実体経済に対して与える効果について明らかにされたとは言い難かった。この点では、ケインズの『貨幣論』や『一般理論』の方が、ヒックスの貨幣理論よりも、これらの問題に関する研究の端緒を開いた点では、はるかに優れていた。

3. 結論と今後の研究課題

ケインズからヒックスまでの金融理論の発展に関する以上のような考察から、以下のような結論と、今後の研究課題を導くことができる。

- 1) ケインズの投資金融理論からヒックスの貨幣理論への発展は、金融のフロンティア・モデルにおける第3段階から第4段階への金融革新のフロンティアの漸進に対応していた。すなわち、工業化に伴う設備投資金融に対応する貯蓄から投資への資金移動を仲介するという金融上の革新から、情報社会の進展に伴う資産の多様化に対応する金融技術の革新に対応したものであった。そのような意味では、かつてホートレイの信用調節理論に比べてケインズの投資金融理論が重化学工業化の新しい発展と、そのための金融革新とに対応するより進化した理論を提供していたのと同じように、ヒックスの貨幣理論は、ケインズに比べて資産保有の多様化に対応する新たな金融革新に対応するものであったと、積極的に評価することができる。
- 2) ヒックスの貨幣理論に関する以上のような積極的な評価に基づいて、そこから示唆されてくる彼の金融政策について次のように評価することができる。すなわち、ヒックスの示唆する金融政策は、第4段階の資産市場の発展に対応する政策であったが、それまでの段階の金融政策を否定するものではなかった。貨幣を初めとする流動性の保有に対して働きかけて貨幣価値の安定化を図る伝統的な貨幣政策は、短期の貨幣価値の不規則な変動に対処するものとして、現代においても有効性を維持している。また投資と貯蓄との関係に働きかける中期の政策は、ケインズの示唆した金融政策が現代でも一定の意義を持つことを示している。これに関連して検討した多時限的な金融政策は、経済学を時間の中でとらえ直そうとした後期ヒックスの研究の中心に位置づ

けられるであろう。

- 3) 貨幣数量説やセイの法則、さらに貨幣の中立性仮説は、金貨のみが流通することを仮定するリカードの貨幣理論の中でのみ、純粋な形で妥当するもの、ほかのほとんどの段階の貨幣理論に関しては、妥当しない。それらが妥当するとしたら、それは定常均衡というような非現実的な仮定が正当化されるときだけである。そして時間要素を重視し、不確実性の問題を正面から取り上げるような研究においては、貨幣の中立性仮説はほとんど意味を持たない。
- 4) しかし、ヒックスの貨幣理論には大きな弱点があった。それは、国際金融に関する十分な考察がなかったことである。また他方では、金融の不安定性が雇用問題に与える影響についても十分な考察がなされなかった。その結果、デリバティブなどの簿外負債が金融革新のフロンティアとなる現代のグローバル金融資本主義の分析に関して、説明能力を欠くこととなった。この点では、ケインズの『貨幣論』や『一般理論』の方がヒックスの貨幣理論よりも、はるかに勝っていたということが出来る。したがって、今後の研究課題は、このようなヒックス貨幣理論の弱点を補い、現代の金融理論へとさらに発展させることであろう。

【参考文献】

- Bagehot, W., 1873/1924, *Lombard Street; A Description of the Money Market*, London: John Murray. [宇野弘蔵訳『ロンバード街——ロンドン金融市場』岩波書店 1941年]
- Hicks, J. R., 1932/1963, *Theory of Wages*, London: Macmillan, second edition. [内田忠寿訳『賃金の理論 第2版』東洋経済新報社, 1965年]
- , 1935, “A Suggestion for Simplifying the Theory of Money,” *Economica*, (Feb. 1935) pp. 1–19, in Hicks, 1967b.
- , 1937, “Mr. Keynes and ‘Classics’,” *Economica*, vol. 5, no. 2 (April 1937), in Hicks, 1967b, pp. 126–142. [江沢太一, 鬼木甫訳『貨幣理論』第7章「ケインズ氏と古典派」(pp. 171–192) オックスフォード大学出版局, 1969年]
- , 1939, *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles*

- of Economic Theory*, Oxford: Oxford University Press. [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), pp. 787–802 [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——』「流動性」付録「ポートフォリオ投資の純粹理論」(pp. 1–74) 勁草書房 1965年]
- , 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,” in Hicks, 1967b, pp. 1–60. [江沢太一, 鬼木甫訳 『貨幣理論』第1章, 第2章, 第3章「貨幣の本質と機能: 講義 I, II, III」 pp. 1–84.]
- , 1967b, *Critical Essays in Monetary Theory*, 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]
- , 1967c, “Monetary theory and history: an attempt at perspective,” in Hicks 1967b, pp. 155–173. [江沢太一, 鬼木甫訳, 同上 『貨幣理論』第9章「貨幣理論と歴史——概観の試み——」 pp. 210–238]
- , 1969, *A Theory of Economic History*, Oxford: Oxford University Press. [新保博, 渡辺文夫訳 『経済史の理論』講談社学術文庫 1207, 1995年]
- , 1974, *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford: Basil Blackwell. [早坂忠訳 『ケインズ経済学の危機』ダイヤモンド社, 1977年]
- , 1977a, *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]
- , 1977b, “Monetary Experience and the Theory of Money,” in Hicks, 1977a, pp. 45–107. [貝塚啓明訳 『経済学の思考法』第III章「貨幣的な経験と貨幣理論」(pp. 61–140)]
- , 1979, *Causality in Economics*, Oxford: Basil Blackwell.
- Kaldor, N., 1982, *The Scourge of Monetarism*, Oxford: Oxford University Press.
- Keynes, 1930a, *Treatise on Money 1: Pure Theory of Money*, in 1971, *The Collected Writings of John Maynard Keynes vol. 5* London: Macmillan [小泉明, 長澤惟恭訳 『貨幣論 I 貨幣の純粹理論』『ケインズ全集 第5巻』東洋経済新報社, 1980年]
- , 1930b, *Treatise on money 2: Applied Theory of Money*, in 1971, *Collected Writings of John Maynard Keynes vol. 6*, London: Macmillan [長澤惟恭訳 『貨

- 幣論Ⅱ 貨幣の応用理論』『ケインズ全集 第6巻』東洋経済新報社, 1980年]
- , 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, in 1973, *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 7. London: 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]
- Obata, J. and Moussa, H., “The Rise of Current Banking System in Japan, 1868–1936” *Tsukuba Economic Working Paper*, no. 2009–011, pp. 1–113
- Wicksell, K., 1898/1936, *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, translated by R. F. Kahn, New York: Augustus M. Kelley.
- 小畑, 2007, 『ケインズの思想——不確実性の倫理と貨幣・資本政策』慶応義塾大学出版会
- , 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