

## 市場経済システムの歴史②

法政大学 経済学部教授 (客員) 渡部 亮

英国では第一次世界大戦中の戦時体制下で、経済自由主義や市場経済システムに代わって「管理された資本主義」の考え方が生まれた。陸運・海運、農業、土地利用、炭坑などの経済活動が国家の管理下に置かれたが、その後 1931 年に発表されたマクミラン報告書では、平時でも国家政府による管理政策が必要であるという判断が打ち出された。実は、このマクミラン委員会の有力委員のひとりがケインズであった。

マクミラン報告は、J. M. ケインズの考え方を反映する形で、流動性選好（貨幣保蔵需要）や世界的なデフレスパイラルを解決するための国際協調といった考え方を提起した。同報告は序言で「経済学は、人間心理という当てにならない要素が大きな役割をはたし、しかもさまざまな力の相互作用が複雑にこみ入って、原因と結果を十分には認識しがたい領域を扱う学問である」と述べ、不確実性を強調するケインズの考え方を示唆した。

### 市場の失敗と政府の失敗

本誌 2010 年 11 月号の巻頭言「金融危機の経済学」で指摘したように、金融危機が起きると、その原因を市場の失敗とする見方と、政府の失敗とする見方の双方が提起される。1930 年代には、ケインズの影響もあって市場の失敗説が支配的になり、政府による民間経済への介入が是認されるようになった。1930 年代になぜケインズの経済学が生まれたのか、この点は市場経済システムの問題を考えるうえで有益なので、ケインズの研究家として有名なロバート・スキデルスキの近著『何がケインズを復活させたか？』（日本経済新聞社刊）などを参照しながら、ケインズの経済学の周辺事情を振り返ってみよう。

ケインズは、市場経済システムの不安定性、それも金融市場における不確実性に注目した。この不確実性がケインズの経済学のキーワードであって、それはリスクの概念とは異なる。財務理論などで通常

リスクというときには、個々の事象の発生頻度（確率分布）が安定的であり、しかもその確率分布が事前にわかっている、ひとつの事象が予期せぬ形で相互連鎖的に拡散する可能性が排除されている。しかし将来は不確実であり、まさに事前には予測できない形で事態が展開する。そのため人々は貯蓄の多くの部分を流動性の高い貨幣のような確実な資産で保有しようとするし、設備投資などの実物投資も、企業家の期待や血気（アニマル・スピリット）によって大きく振れる。したがって、投資や貯蓄は利子率だけによって決定されるわけではないし、利子率が投資と貯蓄を均衡させる水準に収斂するわけでもない。

### 『雇用・利子および貨幣の一般理論』

ケインズは、景気循環や経済変動に影響を与える要因として、消費性向、流動性選好、資本の限界効率の三つをあげた。このうち資本の限界効率は、企業家が設備投資などの実物投資に関して抱く期待収益率を意味する。もともと人間は、予測不可能な世界に生きており過度の楽観や悲観に陥りやすい。景気変動も、投資家の期待とか企業家の血気によって引き起こされる。富の創出のエンジンである投資が、同時にまた経済的不安定性の原因ともなる。なぜなら投資は、事前には予測不可能な将来にわたる行動だからである。

企業家の行動は、株式市場など投資資産市場の動向によっても影響される。投資資産は将来収益にたいする請求権であるから、将来の不確実性が投資資産の価格変動を引き起こす。『雇用・利子および貨幣の一般理論』の 22 章でケインズは「過度に楽観的な、思惑買いの進んだ市場において幻滅が起こる場合、それが急激な、しかも破局的な勢いで起こることは、組織化された投資資産市場の特質である。そこでは、買い手（投資家）は自分の買っているものについてまったく無知であるし、投機家は投資資産の将来収

益の合理的な推定よりも、むしろ市場人気の次の変化を予想することに夢中になっている」と論じた。こうした投資資産市場の特質のために、期待が過剰に盛り上がることもあるし、それが一瞬のうちに幻滅へと急変することもあると考えた。

### 流動性選好

投資資産市場を幻滅や絶望が支配すると、企業家の血気はますます委縮してしまい、資本の限界効率（期待投資収益率）は極端に低下する。それと同時に、投資家のほうでは、将来についての不安から証券投資を控えて流動性選好（貨幣保蔵需要）に走る。貨幣は精神安定剤のようなものであって、不確実性が高まると心の安らぎを得るために流動性選好が強まる。別な言い方をすれば、貨幣とは人間が不確実性から身を守るために考案した道具でもあり、なにをいつどのくらい買うべきか、あるいはまた買うべきではないのか、おおいに迷った場合に貨幣を貯め込む。

しかし問題は、みんなが貨幣を貯め込むと金融市場から流動性が払底してしまうことである。そうになると、利子率は資本の限界効率よりも高い水準にとどまって低下しなくなる。換言すれば、流動性には合成の誤謬という問題があり、ひとりの人間の精神的安定が、経済社会全体の不安定性に結びつくのである。ケインズは『雇用・利子および貨幣の一般理論』の第12章で「流動性崇拜」という言葉を使ってそのことを論じている。「流動的な有価証券の所有に資産を集中することが投資機関の積極的な美德であるとみなす教義ほど反社会的なものはない。それは、社会全体にとっては投資の流動性といったようなものは存在しないということを忘れて」と指摘した。

J. R. ヒックスによると、流動性（liquidity）ないし流動的（liquid）という言葉は金融用語として最初に使ったのはケインズであった。ケインズは1930年に刊行された『貨幣論』の中で、銀行が保有する資産を、流動性が高い順に、①為替手形およびコールローン、②証券投資、③融資の三種類に分類した。リターン（収益率）は、逆に①よりも②、②よりも③のほうが高い。ケインズは流動的（liquid）であることを「短い通告で損失を被ることなく現金

へ換金できること（convertible into cash, realizable at short notice without loss）」と定義した。融資は非流動的だが、証券投資は多かれ少なかれ流動的であり、証券投資の流動性の程度には相当の幅がある。証券投資は、市場金利の変動や満期までの期間の長短によって資本損失の可能性が変わってくる。つまり、証券投資が流動的かどうかは、証券の満期や市場の状況によって変化するから一概には断定できない。ケインズは銀行資産の流動性を論じたが、現代では流動性という場合、資金調達の可能性（funding liquidity）という負債側の要因も含まれる。

### ミンスキー・モーメント

投資資産からの将来収益は不確実であるが、負債金融の元利金返済は確実に迫ってくる。そのため投資収益率がある臨界点を超えて低下し始めると、資産と負債のアンバランスが表面化し、負債を返済するための資金が払底する。また資金調達の可能性も途絶する。この臨界点を超えると流動性危機に陥るのだが、H. ミンスキーがこうした景気循環の金融的側面を指摘したことになみ、この臨界点をミンスキー・モーメントと呼んでいる。2007～08年の国際金融危機の場合、ミンスキー・モーメントは07年夏、パリバ銀行傘下のヘッジファンドが支払い停止に陥ったときであった。

ミンスキー・モーメントに引き続く不況時には、不確実性の高まりによって流動性選好が強まるため、利子率がある一定水準以下には低下しなくなる。その一方で、企業家の期待投資収益率が低下するので、実物投資は実行されず不況が長期化する。経済活動の最大の決定要因は利子率なのだが、不確実な状況下では、その利子率は、古典派経済学が論じたように貯蓄と投資の均衡によって決定されるのではなく、投資資産市場における流動性選好と貨幣供給によって決定される。そして流動性選好は、投資家の心理によって大きな影響を受ける。投資を実行する企業家側の血気と貯蓄者側の流動性選好という、ともに心理的要因が働くため貯蓄と投資が一致するわけではないし、利子率が両者を均衡させる水準に収斂するわけでもない。（以下は次号に続く）

わたべりょう（法政大学教授）