

第6回月島経済レポート—流動性選好理論

目次

1. 生産物市場と I S 曲線	P 1
2. 貨幣市場と L M 曲線	P 3
3. 流動性選好関数	P 6
4. 流動性選好理論	P 8
5. 金利と国民所得の同時決定	P 10

1. 生産物市場と I S 曲線

ここからの議論を展開するためには、どうしてもケインズの流動性選好理論を理解しなければならない。大学でやるマクロ経済学の基本であり、マスコミにもよく出てくる言葉であるが、これも学生時代に教えられても身につくものではないし、マスコミに出てきてもその解説がお粗末なため、何のことを言っているのかさっぱりわからない。実務を経験してもう一度この理論を検証してみると、流動性選好理論は目からうろこが落ちるようにわかるようになる。以下にケインズの流動性選好理論の骨子とそれをさらにグラフ化して理解を容易にしたヒックスの IS-LM 曲線を解説する。

理論の開始にあたり、まず国民経済を実物経済と貨幣経済に分けて考えてみる。実物経済を支配する生産物市場が金利と国民所得に対してどのように均衡しているのか、そして、貨幣経済を支配する貨幣市場が同じく金利と国民所得に対してどのように均衡しているのかを分析する。その事により金利が生産物市場と貨幣市場を通じて、どのように国民経済に影響しているかを知りたいのである。

実物経済においては、国民所得 (Y) の構成要因は、消費 (C) と投資 (I) ならびに貯蓄 (S) であると考え、今議論の簡便のため、国民所得 (Y) を GDP と考え、政府も輸出入もない完全閉鎖経済を想定し、この国民所得 (Y) を最終生産物の流れと付加価値の流れの二面から捉えてみる。国民所得 (Y) は、その年度における最終生産物の総計と考える事ができ、生産されたものはその年度において消費 (C) されるか、将来の消費のために投資 (I) されるか (設備投資および在庫投資) のいずれかであるので、国民所得について次の恒等式を得ることができる。

$$Y=C+I$$

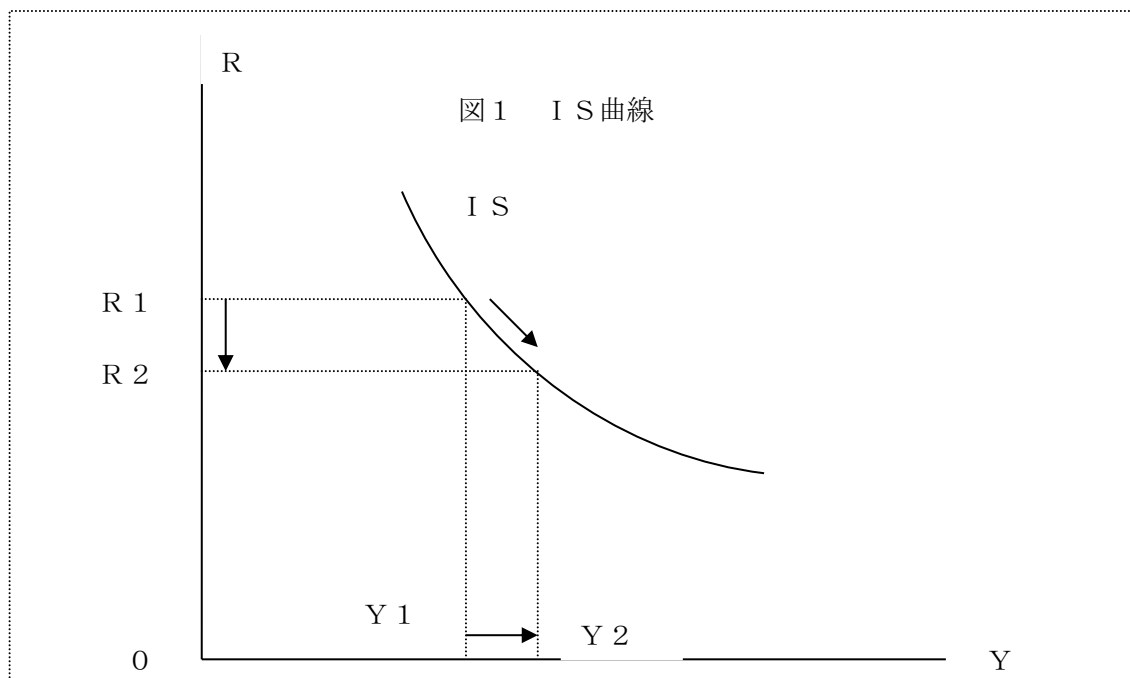
一方、国民所得 (Y) はその年度における付加価値の総計でもあり、その年度に作り出された付加価値は、企業や家計によって消費 (C) され、消費されなかった部分が貯蓄 (S) となるのであるから、同じく国民所得について次の恒等式を得る。

$$Y=C+S$$

このことは、国民経済 (Y) において、消費 (C) と投資 (I) の合計は消費 (C) と貯蓄 (S) の合計に等しいという関係が結果的に成立している事を意味しているので、国民経済の均衡点においては、投資 (I) と貯蓄 (S) は等しい。ここまでの理論の前提である。

$$I=S$$

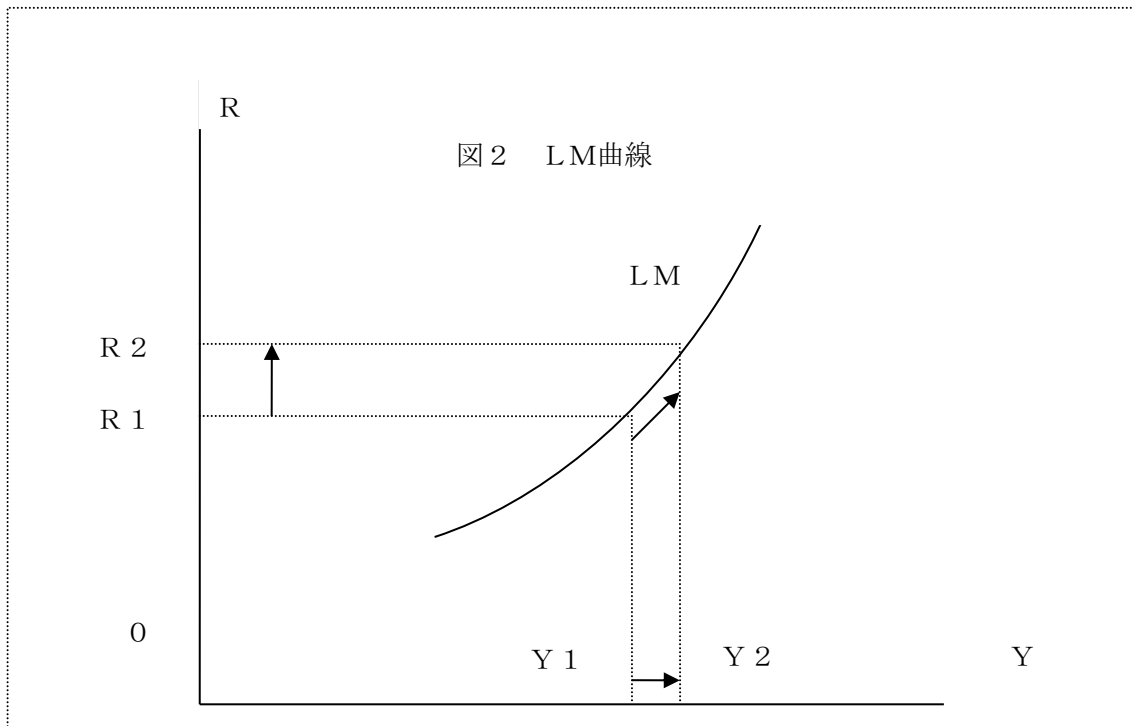
さて、このように均衡している投資 (I) =貯蓄 (S) は金利 (R) と国民所得 (Y) についてどのような関係にあるのであろうか。この関係を表すのが、ヒックスの考案した IS 曲線であり、次のようなものである。ここで IS とは投資 (I) と貯蓄 (S) の記号であることは言うまでもない。



この IS 曲線は金利を縦軸にとり、国民所得を横軸にとると右肩下がりの曲線になる。金利の高かった時には出来なかった投資でも、金利が下がると借金をしてでも投資をする人が増えるのであるから、低い金利は投資を通じて国民所得を増やす効果がある。従って、金利の低下は投資を通じて国民所得を増やす方向で均衡しているのである。IS 曲線の上を、縦軸に下方に移動してみると、より低い金利がより高い国民所得で均衡している事がわかる。反対に金利が上がれば、投資は抑制され、それは国民所得を押し下げる効果があるので、金利の上昇は国民所得の減少と均衡している。今回このレポートを作成するためにいくつかの経済原論の本を当たってみたが、おおむね教科書ではこのような説明をしている。IS 曲線の右肩下がりの理由が理解できたであろうか。実は、このように IS 曲線を理解してしまうと次の LM 曲線がどうしても理解できなくなってしまうのであるが（説明自体は正

しい)、この説明は我々の実感と符合しており納得しやすいので、とりあえず理解した事にして LM 曲線の説明に移る。

2. 貨幣市場と LM 曲線



これが LM 曲線である。L は流動性 (Liquidity)、M は貨幣供給量 (Money Supply) を意味する。LM 曲線は、金利を縦軸にとり国民所得を横軸にとると、右肩上がりの曲線になる。すなわち、貨幣市場においては、より高い金利がより多い国民所得と均衡しており、金利の上昇は国民所得を押し上げる効果を持つということを意味してしまう。こんなバカな事があっていいものか。これは、我々の実感と大いに矛盾する。先ほどの IS 曲線の説明で理解をすると LM 曲線が理解できなくなると言ったのはこの事である。

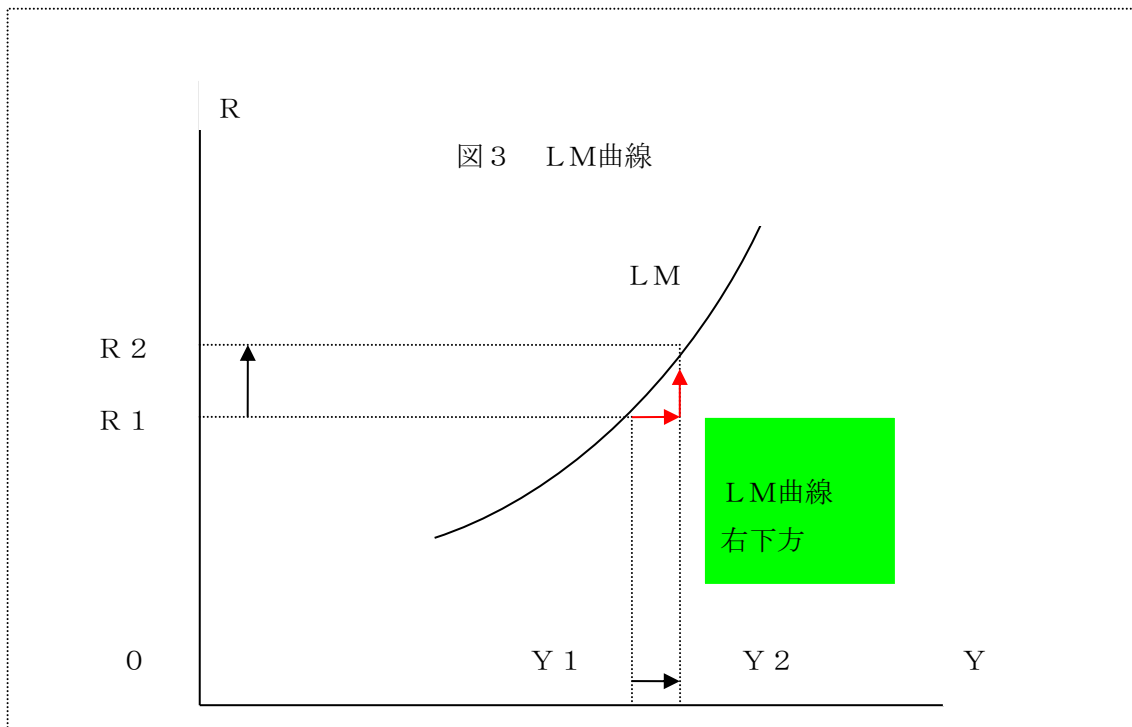
近代経済学はミクロ経済理論とマクロ経済理論より構成されているが、およそ近代経済学を志して挫折する人のほとんどはマクロ経済理論で挫折する。ミクロは古典派の理論が中心であり、生活実感に近く、わかりやすいのである。そして、マクロ経済理論の中でも挫折の多くは、この流動性選好理論にある。要するに、LM 曲線の右肩上がりが理解できないことに起因している。難解を極めるといわれるケインズの流動性選好理論を、IS-LM 曲線として図解してわかりやすく解説したのがジョン・リチャード・ヒックスということになっている。IS-LM 曲線のお陰で誰でもケインズの流動性選好理論を理解でき、これを経済

分析に使えるようになったというのであるが、嘘であろう。わが身の恥をさらすようであるが、少なくとも私は学生時代にこの理論が理解できていなかったように思う。しかし、試験があるのでしょがないので“LM 曲線は右肩上がり”と暗記していただけたことである。この程度の事で大学は卒業できるし、公認会計士の二次試験にも合格する。しかし、従って、流動性選好理論は身につくことはなく、当然実務では使えない。流動性選好理論が理解し切れていない人は多いのではないか。

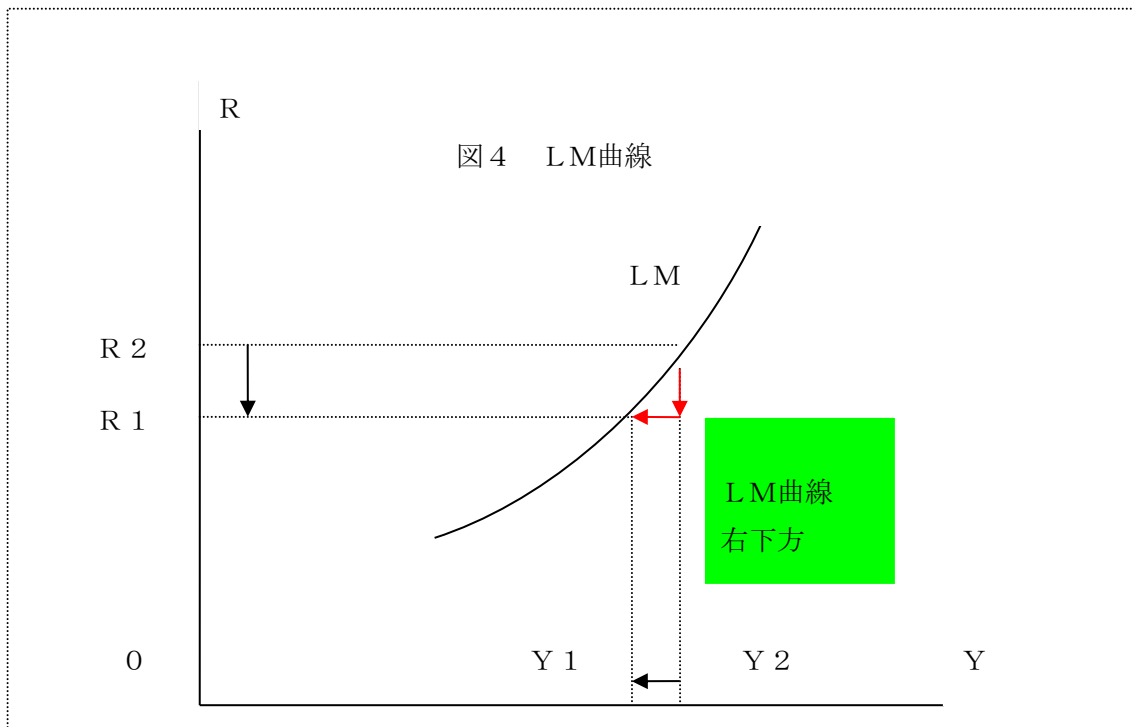
流動性選好理論がわからないと、結局金融経済はわからない。ミクロ経済理論を理解し、マクロ経済理論の有効需要理論を理解しても、実物経済のことしか解らず、それは経済の片面しか理解していない事と等しい。ケインズは、流動性選好理論を1933年から1936年の4年間にティルトンの田舎町に引きこもり完成させている。ケインズはぬけぬけとティルトンに別荘を持っていたのである。そしてこの4年間、未発表の流動性選好理論を駆使して外国為替、綿花、金属および株式の投機を大量におこない、現在の貨幣価値で2億円相当の資金を50億円相当に膨らませた事は、第5回経済レポートに書いたとおりである。かくのごとく流動性選好理論は破壊的な威力があるのである。流動性選好理論に対するモチベーションが上がったであろうか。

LM 曲線の右肩上がりが解らないのは、半分は学生の責任であり、もう半分は教える教授の責任である。貨幣市場に無縁の学生に望むほうに無理があるのであるが、学生は貨幣市場に対する深い思索が欠けている。また、教える側も、LM 曲線の右肩上がりの説明が適切ではない。そこでは、貨幣の保有動機より貨幣の需要関数を導入し、貨幣の利子率に対する需要関数から数理的に LM 曲線を説明している。これも今回いくつかの教科書をあたってみたが、ことごとくこの説明である。これで解るわけではないであろう。わかったとすれば、解ったような気がしているだけであり、無理に自分を納得させているだけの事であろう。

LM 曲線は、貨幣市場において、貨幣を媒介として金利と国民所得がどのように均衡しているかを表している。ここでは、金利と国民所得の関係を示すので、貨幣は独立変数として扱われている事に注意しなければならない。貨幣供給量は、政策当局により別途決められていると考えるのである。すなわち、ここでは貨幣の供給量は金利や国民所得に対して所与の状態均衡していると考え、次にその均衡点からの乖離の力学を考えていくことになる。そこでまず、右下方にカラーの入った次の LM 曲線 (図3) を見てみる。



既に均衡している国民所得 Y_1 から国民所得が増大し Y_2 の点に移動したとしよう。この国民所得の増大に対して貨幣市場はどのような影響を受けるか（生産物市場ではなく）を考えるのである。国民所得が増大すると、取引量が増えるのであるから、当然貨幣量は増大しなければならない。しかし今述べたように貨幣の供給量は政策当局により独立して別途定められており、すなわち一定であるから、通貨の需要は増えているにもかかわらず通貨の供給が変わらない事になり、従って、通貨の価格である金利が上がる事で貨幣市場は均衡しようとするのである。通貨市場では、国民所得が増大すると金利を押し上げることで均衡を保とうとするのである。すでに国民所得 Y_1 に対応していた金利 R_1 が新たな均衡点の金利 R_2 まで移動することになる。理解の要点は、国民所得が増大して貨幣需要がふえたにもかかわらず、“通貨供給が一定なので”、金利を押し上げることで貨幣市場は均衡するという点にある。すなわち、ここで示した LM 曲線の均衡点がこのカラーの入った LM 曲線右下方部分にバランスを崩すと、LM 曲線右下方部分には国民所得の増大に対して常に金利の上昇圧力がかかっており、金利を上昇させて新たな均衡点に導こうとする。LM 曲線は不安定な貨幣市場の動体を、瞬間映像で見せているのである。



LM 曲線右下方斜線の世界は、金利に基づいて考える事ももちろん出来る。図3の矢印だけを正反対にした図4を示す。この図4において、既に均衡している金利R2から金利が下降しR1の点に移動したとしよう。この金利の低下に対して貨幣市場がどのように反応するかを考える。金利が低下すると債券価格は上がるので貨幣の量は少なくていい。貨幣需要が減少したにもかかわらず、貨幣供給は一定なのであるから、貨幣市場では少ない貨幣需要にあわせるべく少ない国民所得で均衡を保とうとするのである。

3. 流動性選好関数

ここで、金利が低下すると債券価格が上がるということが理解しにくい読者がいるかもしれない。今、新発の10年国債の表面金利は1.5%程度であるが、このことは百万円でこの国債を購入すると年間1万5千円の金利が入ってくることを意味する。仮に金利が下がり1%になれば、市場では年間1%の金利運用しか出来ないのであるから、この1.5%の表面金利を持つ国債は大変価値が出てくることになる。なぜなら、市場では100万円に対して1%すなわち1万円の金利運用しか出来ないにもかかわらず、この国債は年間1万5千円の金利収入をもたらすからである。そこで債券市場はこの1.5%国債の価格を上昇させ、額面100万円の債券を150万円で取引することにより実質金利を1%に調節するのである。この国債の場合1万5千円の金利が既に確定しているため、1万5千円が市場金利1%になるような元本計算をすることにより求められる。つまり、 $1万5千円 \div 1\% =$

150万円と計算される。すなわち、金利が低下すると債券価格は上昇し、金利が上昇すると債券価格は下落するのである。

第4回経済レポートで、日本国民が日本の国債を買っていないことを指摘したが、このことは現在の金利水準と将来の予想金利水準の関係に大いに影響される。現在の長期の10年国債の金利水準1.5%は、予想される今後10年間に上昇していくのであろうか、それとも下降していくのであろうか。圧倒的多数の国民は、現在の金利水準が日銀の歴史的なゼロ金利政策によるものであり、いずれ遠からず政策金利が引き上げられると考えている。また、バブル経済崩壊以来15年の不況を経て、やっと金融機関の不良債権と事業会社の加重債務問題を解消した日本経済は、少なくとも今以上にはよくなるはずとも考えているはずである。この二点の予測を所与とすると、向こう10年間には金利は上昇すると考えることに論理的合理性があるのであるから、従って圧倒的多数の国民はそのように考えているはずである。つまり、金利は今後上昇するのであるから、現在発行されている1.5%国債は値下がりすると考えているのである。たとえば10年後の長期金利が3%にまで上がると考えるのであれば、金利が倍になるのであるから、今の1.5%国債の価格は半値に値下がりする。4.5%にまで上がるとすると、三分の一にまで暴落することになる。

債券については、値下がりしても良いという考えも成り立つ。売らずに償還を待てば、損をすることはないではないか。10年間転売せず、償還まで待てば金利が予定通り入った上に元本が償還されるからである。しかし、10年後に日本政府が本当に国債の償還が出来るかどうか、国民はずっしりと不安感を持っているのである。このことの理論的背景は第4回レポートで記載したとおりである。従って、国債は売れない。

話がそれだが、要するに金利が上がると債券価格は下落し、金利が下がると債券価格は上昇する。このことを貨幣市場にとって考えてみると、債券価格が下落するという事は、債券を売却して現金化する人が多いということであるから、貨幣需要は増大することを意味する。金利が上がると債券価格が下落し、貨幣需要は増大する。金利が下がると債券価格が上昇し、貨幣需要は減少する。これがケインズの言う貨幣の需要関数すなわち流動性選好関数 (Liquidity Preference Function) である。つまりケインズは、金利は貨幣の価格であることを人類史上初めて理論化することに成功したのである。今にしてみれば金利と通貨の相関関係は、当然すぎるくらい当たり前のことであるが、このことを世界が認識するのは1936年のケインズの“雇用、利子および貨幣の一般理論”を待たなければならなかったのである。ちなみに貨幣とはもっとも流動性の高い財貨・用役の請求権を意味する。そこで流動性選好理論とは貨幣が金利と国民所得に対してどのように選好されるかの理論ということになる。

先ほどは、LM 曲線の右下方領域を使って LM 曲線が右肩上がりである理由を説明したのであるが、今度は左上方を使って同じことを説明してみる。先ほどと同じく、国民所得を軸とした説明と金利を軸とした説明の両方を行うため、それぞれ図 5 と図 6 を以下に示す。

図 5 LM 曲線

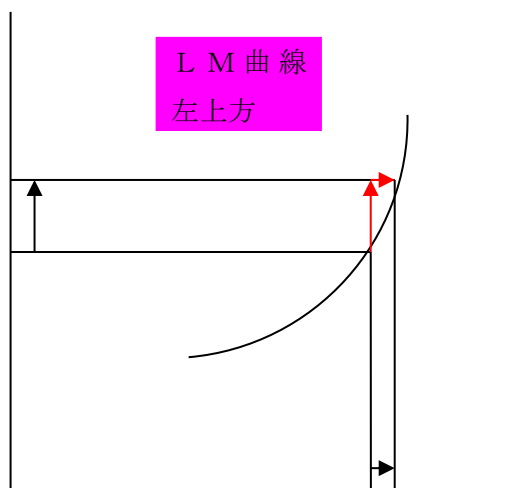
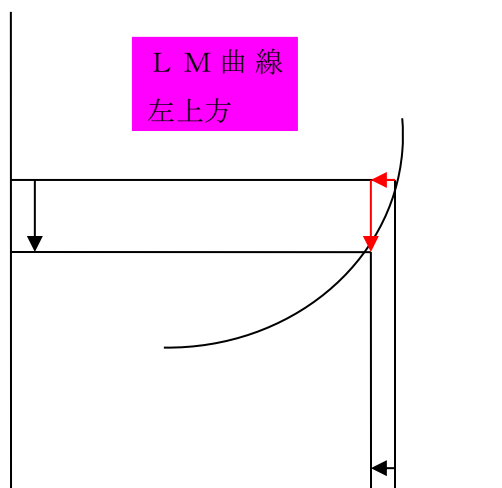


図 6 LM 曲線



もう既にここまでの説明で、我々は十分な貨幣市場の理解を得たので、解説はもはや容易である。図 5 においては、金利が上昇するので、債券価格は下落し、貨幣需要が増え、それにあわせるべく貨幣市場は国民所得を増大させようとする。図 6 においては、国民所得が減少するので、貨幣需要は減少し、少ない貨幣需要にあわせるべく金利が下落する。どうであろう。LM 曲線が理解できたであろうか。貨幣市場では、国民所得の増減はすなわち貨幣需要の増減であり、貨幣需要の増減は貨幣の価格である金利で調節されるのである。すなわち、貨幣市場では国民所得の増減は貨幣需要の増減に置き換えられるので、LM 曲線を考えていく時は、国民所得＝貨幣需要の関数と考えると、たちどころに LM 曲線が理解できるのである。このことが理解できれば、流動性選好理論は半ば征服できたのに等しい。

4. 流動性選好理論

LM 曲線の理解を得た。LM 曲線の理解を得た上で、再度 IS 曲線の意味を検討してみよう。以下に、LM 曲線で検討した 4 つの分析に対応すべく、4 つの IS 曲線を示す。

図7 I S 曲線

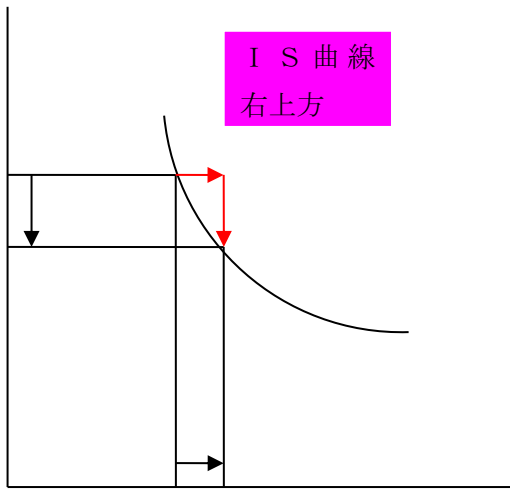


図8 I S 曲線

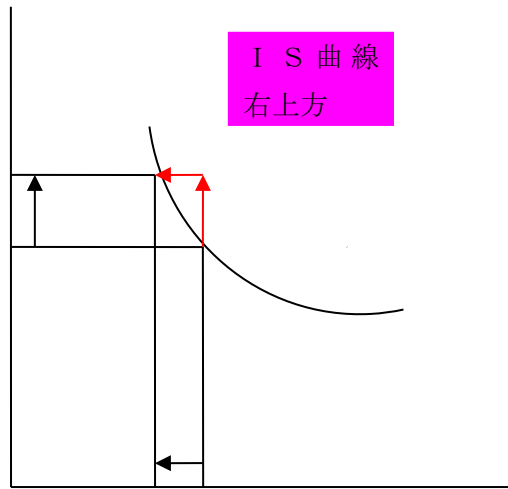


図9 I S 曲線

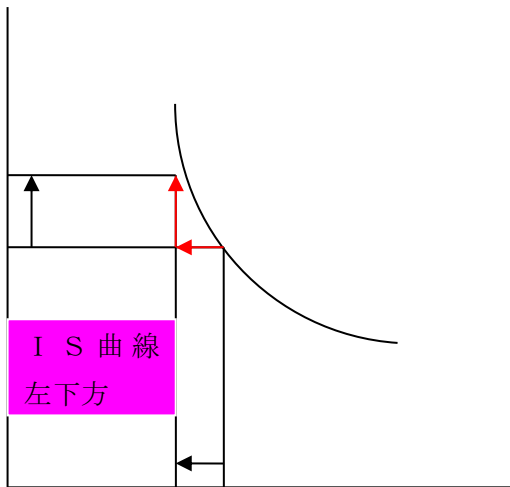


図10 I S 曲線

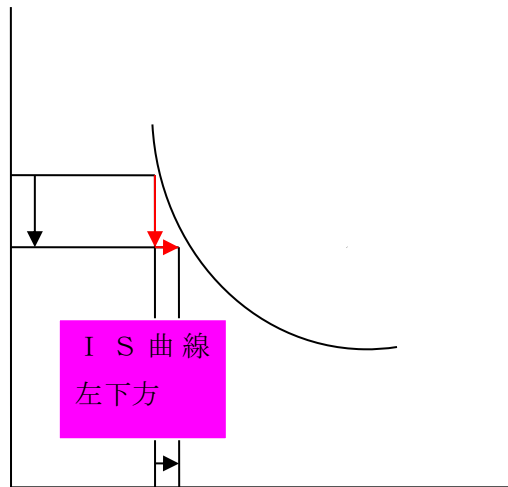


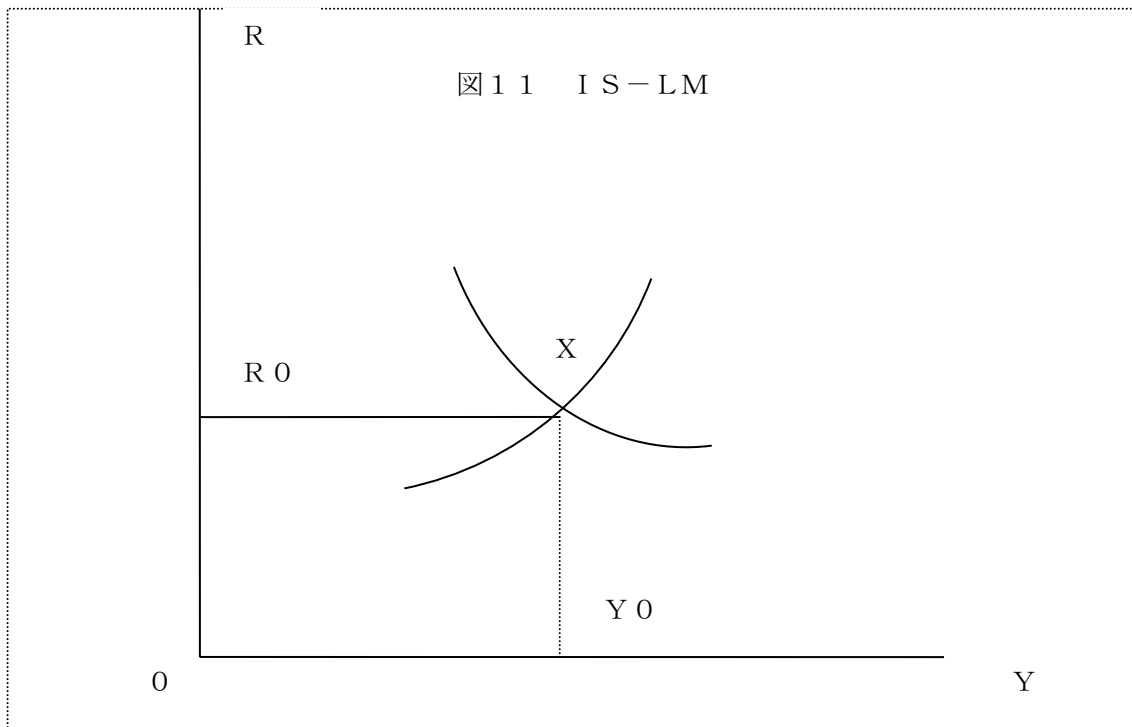
図7および図8は、I S 曲線の右上方における力学分析である。図7においては国民所得が増大し、その生産物市場（貨幣市場ではなく）における影響を考えればよいのであるから、国民所得が増大するためには投資がどうなるかを考えればよい。国民所得が増大するためには、当然投資は増大しなければならず、投資が増大するためには金利は下がらなければならない。図8では、まず金利が上昇している。その生産物市場に対する影響は、投資の減少として現れるのであるから、国民所得は減少するのである。

図9および図10は、IS曲線の左下方における力学分析である。図9においては国民所得が減少し、その生産物市場（貨幣市場ではなく）における影響を考えればいいのであるから、国民所得が減少するためには投資がどうなるかを考えればよい。国民所得が減少するためには、当然投資は減少しなければならず、投資が減少するためには金利は上がらなければならない。図10では、まず金利が下降している。その生産物市場に対する影響は、投資の増大として現れるのであるから、国民所得は増大するのである。

このように理論を整理してみると、要するに IS曲線は生産物市場における金利と国民所得の関係を表しているのであるから、国民所得＝投資の関数として考えれば理解は優しい。一方、LM曲線は貨幣市場における金利と国民所得の関係を表しているのであるから、国民所得＝貨幣需要の関数と置き換えて考えないと理解する事ができない。なぜLM曲線が理解できないかがわかった。それは、IS曲線を理解するための”国民所得＝投資の関数”という思考経路のままLM曲線を解釈しようとするからである。両市場は国民所得の捉え方が違うのである。

5. 金利と国民所得の同時決定

IS曲線とLM曲線を理解した。そこで、理解したIS曲線とLM曲線を同時に表示してみると金利と国民所得が、生産物市場と貨幣市場でそれぞれどのように均衡しているかがわかる。両者の相互作用による国民経済全体における金利と国民所得の決定メカニズムが、もの見事に理解される。これがケインズの流動性選好理論の骨子である。



国民経済は、生産物市場の I S 曲線と貨幣市場の L M 曲線の相互作用により、金利が R 0 そして国民所得が Y 0 の交わる一点、すなわち X で均衡している。実際の経済は、生産物市場も貨幣市場も金利と国民所得が日々変動し、様々な力学で常時変動している。この I S - L M の均衡点 X の周りを高速で動き回っているのである。しかしその日々高速で活動する実務の不均衡点は限りなく均衡点の X を目指して活動が続けていることになる。一方、これから論証していくことであるが、I S 曲線も L M 曲線も変動とは無縁ではない。政府の財政政策や金融政策によって、I S 曲線と L M 曲線は左右上下にこれまた変動していくことになる。そして、かつての均衡点 X は、新たな I S と L M の均衡点を目指してさらに変動していくのである。

この総変動の動態均衡の美しさはどうであろう。この世に全能の神がいれば、神は生産物市場と貨幣市場の均衡と変動を、ちょうどこの I S と L M の均衡図のように明瞭に把握しているはずである。オカマのケインズは神の目をもった。(第 5 回経済レポート参照) そして我々もまた、I S - L M を見るとき神の目で生産物市場と貨幣市場の均衡を見ているのである。ケインズの性的嗜好の偏向は、ケインズの天才性と学問的業績の偉大さに何等影響しない。

ケインズの流動性選好理論は、単に生産物市場と貨幣市場の動態均衡を論理的に解明しているだけでなく、そのことによって、財政政策と金融政策が国民所得の決定に有効であ

る事もまた証明している。

せっかく IS-LM が理解できたこの段階で、論証を中断するのは少し残念であるが、既に紙面が尽きており、IS-LM を駆使した経済分析は次回第 7 回経済レポートにまわさざるを得ない。読者の方から、もう少し一回あたりのレポートの量を減らしてもらいたいとの希望があるようである。確かにいつも A4 で 10 ページくらいと考えてレポートを作成しているのであるが、過去 10 ページで収まったことなど一度もないのではないか。国際レベルで最高水準の経済分析を、日本レベルで最低水準の難易度で行いたいと考えており、これをしかも少ない量で解説するのは至難の技であるが、それもまた神の試練であり、今回はこれで筆をおくことにする。

2005年3月13日 細野祐二