

# 資産の利子率と限界効率をめぐる一考察

藤原 新

## 目次

- 1 はじめに一問題の所在一
- 2 『一般理論』17章における資産の利子率
  - 2.1 『一般理論』第4編における17章の位置づけ
  - 2.2 資産の自己利子率と標準商品で測られた資産の利子率
- 3 資産の利子率と限界効率
  - 3.1 資産の価格
  - 3.2 標準商品で測られた資産の利子率
  - 3.3 資産の限界効率
  - 3.4 資産の利子率と限界効率
- 4 貨幣の独自性
  - 4.1 貨幣利子率の特殊性
  - 4.2 貨幣の自己利子率と貨幣の限界効率
- 5 おわりに

## 1. はじめに一問題の所在一

この論文では、『一般理論』<sup>1)</sup>17章における資産の自己利子率および資産の利子率<sup>2)</sup>と限界効率とにかんする議論をおこなう。1950年代にハンセンは、『一般理論』17章に対して消極的な評価を下した<sup>3)</sup>が、この章についての議論も、『一般理論』の他の章と比べて活発とはいえない

1) Keynes J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (1936), as *Collected Writings of J.M.Keynes* (以下 JMK と略記) vol.7, 1973 (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) 以下 GT と略記。訳語は必ずしも邦訳書にしたがってはいない。

2) 本稿では、『一般理論』における 'own rate of interest' (GT, p.223) あるいは 'X rate of interest' (GT, p.225) を「Xの自己利子率」, 'X-rate of money-interest' を「貨幣で測られたXの利子率」と訳し, 一般に X rate of Y-interest を「Yで測られたXの利子率」とする。「貨幣で測られたXの利子率」については邦訳書では「貨幣利子のX率」と訳されている。'own rate of interest', 'X rate of interest'の意味内容は, 「X自身で測られたXの利子率」であるが, ここでは通常用語法にしたがって, 「Xの自己利子率」と呼ぶことにする。

3) 『一般理論』の刊行直後には第十七章にはある魅力があったが, それは一部は疑いもなくその曖昧

いまでもその後も継続して行われてきた。そこでの論点の一つに資産の自己利子率あるいは貨幣で測った資産の利子率と、その資産の限界効率という両概念の関係を問うものがある。これらの中には、この両概念を同一視する議論<sup>4)</sup>が数多くみられる一方で、この両者の違いを主張し、そのそれぞれに別個の役割を与える見解も少なからず存在する<sup>5)</sup>。しかし、後者の論者の中でも、この違いを具体的にどこに求めるのかという点については、未だ共通の認識がなされていないように思われる。本稿は、『一般理論』17章における議論を整理することによってこの両者の相違を析出し、『一般理論』におけるそれぞれの役割を明らかにすることを目的とする。

## 2. 『一般理論』17章における資産の利子率

ここでは、まず『一般理論』第4編投資決定論の中で17章が果たす役割を明らかにし、次にその17章における資産の自己利子率、標準商品で測られた資産の利子率の定式を確認する。

### 2.1 『一般理論』第4編における17章の位置づけ

『一般理論』第4編における投資決定理論は次の通りである。まず、11章で資本の限界効率が定式化され、「資本資産の存続期間を通じて得られると期待される収益系列の現在値をその資本資産の供給価格にちょうど等しくさせる割引率<sup>6)</sup>であると定義される。ここでケインズは「当期の現実の投資額が、現在の利子率を超える限界効率をもついかなる種類の資本資産ももはや存在しない点まで押し進められることは明らかである。いいかえれば、投資額は投資需要

---

さにもとづいていたのである。然し、此の章が何等金鉱を含んでいないことが判ってからは此の地域を掘り返すことはじきにやまった。……仮にこの章が書かれなかったとしても、さして多くが失われることにはならなかったであろう。」Hansen A. H., *A guide to Keynes*, New York, 1953 (大石泰彦, 『ケインズ経済学入門』, 東京創元社, 1956年, 邦訳199ページ)

4) Hansen, *op. cit.*, 邦訳200ページ, 塩野谷九十九, 『原点解説ケインズ『一般理論』』, 春秋社, 1963年, 187ページ, 川口弘, 『ケインズ一般理論の基礎』, 有斐閣, 1977年, 169ページ, 小寺武四郎, 『ケインズと賃金, 雇用, 利子』, 有斐閣, 1980年, 117~118ページ, Nell E. J., “Keyens after Sraffa: the Essential Properties of Keynes’s Theory of Interest and Money: Comment on Kregel,” in Kregel (ed.) *Distribution, Effective Demmand and International Economic Relations*, Macmillan, London, 1980 (緒方俊雄, 渡辺良夫訳『ポスト・ケインズ派経済学の新展開』, 日本経済評論社, 1991年所収), 久保田哲夫「自己利子率について」, 『経済学論究』(関西学院大学), 第35巻第2号, 1981年, 100ページ, 千種義人, 『ケインズ「一般理論」とその理念』, 慶應義塾大学出版会, 1998年, 204ページ等を参照。

5) Lerner, A. P., “The Essential Properties of Interest and Money”, *Quarterly Journal of Economics*, 1952, pp.172-193, 宮崎義一, 伊東光晴『コンメンタール ケインズ『一般理論』』東洋経済新報社, 浅野栄一「自己利子率論考」, 中央大学経済研究所編『ケインズ経済学の再検討』, 中央大学出版部, 1990年所収, 河野良太『ケインズ経済学研究』, ミネルヴァ書房, 1944年等を参照。

6) *GT*, p.135.

表の上で資本一般の限界効率が市場利子率に等しくなる点まで押し進められるであろう。』<sup>7)</sup>として、投資が資本の限界効率と貨幣利子率とによって決定されることを明らかにしている。続く12章では、その収益系列を期待する際の長期期待の問題が扱われる。

次に13章において投資を決定するもう一方の要因である貨幣利子率の決定メカニズムが流動性選好理論として明らかにされ、「〔貨幣〕利子率は特定期間流動性を手離すことに対する報酬である」<sup>8)</sup>ことが主張される。さらに14章で伝統的利子理論の批判的検討がなされた後、15章で経済主体が流動性を求める誘因が提示される。

したがって、ここまでの投資決定理論では、投資は資本の限界効率と貨幣利子率との関係で決まるとされ、この資本の限界効率および貨幣利子率がどのように決定されるかが説明されたと考えることができる。いいかえれば、ここでは投資は投資対象となる実物資産と貨幣の二者にかかわる問題であると考えられたのである。

さて、投資を決定するにあたって、資本の限界効率と比較考量の対象となりうるのは貨幣利子率だけであろうか。この問題に対するケインズの解答が17章の主要なテーマである。ケインズは17章の最初の節において、貨幣だけでなく「あらゆる耐久財について、それ自身によって測られた利子率……が存在するのである」<sup>9)</sup>と述べて、貨幣以外でもあらゆる資産に独自の利子率が存在することを主張した後、「それでは、これまでの章において貨幣利子率に帰せられたような支配的な実質的重要性を貨幣利子率に与えるその特質は、どこに存在するのであろうか。なぜ産出量や雇用量は小麦利子率や住宅利子率よりも貨幣利子率にいつそう密接に結びつけられねばならないのだろうか。』<sup>10)</sup>と問題を提起し、ここでの彼の課題が、投資に限界を画す役割を果たす利子率が多く、利子率のうちでただ貨幣利子率のみであることを論証することであると明言しているのである。

したがって、『一般理論』17章でのケインズの課題は、①貨幣を含むさまざまな資産の利子率を共通に定式化すること、②現実の経済においては、それらの利子率のうち特に貨幣利子率が支配的な役割をもつことを論証することの二点であるということになる。

## 2.2 資産の自己利子率と標準商品で測られた資産の利子率

### 2.2.1 自己利子率

『一般理論』17章ではまず、あらゆる資産について、現在の資産と将来の資産との交換比率として、その資産自身で測った利子率が存在することが主張される<sup>11)</sup>。これがさまざまな資産

7) *GT*, pp.136-137

8) *GT*, p.167. なお、〔 〕内は筆者の加筆である。以下も同じ。

9) *GT*, pp.222-223

10) *GT*, p.225

11) 「あらゆる耐久財について、それ自身によって測られた利子率…小麦利子率、銅利子率、住宅利子率あるいは鉄鋼工場利子率のようなものでさえ一が存在するのである。」(*GT*, p.223)

の自己利子率である。

まず、自己利子率は資産の先物取引と現物取引の関係から定義される。すなわち、ある資産について現物渡しの  $K_1$  単位が1年後渡しの  $K_2$  単位と交換されるとすれば、この資産の自己利子率は

$$\text{自己利子率} = \frac{K_2 - K_1}{K_1} \quad (1)$$

となる<sup>12)</sup>。

次に、(1)式で表された自己利子率が先物価格・現物価格にかかわらない形で次のように定義し直される<sup>13)</sup>。

$$\text{自己利子率} = q - c + l \quad (2)$$

ここで、 $q$  は資産が何らかの生産過程に投入されたり消費者に用役を提供することによって生み出す収益であり、 $c$  は単なる時間の経過によって被る損耗や費用からなる特越費用であり、 $l$  はある期間に資産を自由に処分する力から生じる便益、あるいは安全性を表す流動性打歩である。このとき、次の2つの点に留意しなければならない。それは、

1. 自己利子率は耐久性を持つ資産にかかわるものであるから、ここでの収益、費用、流動性打歩は現在のものではなく、その耐用年数全体にかかわるものである。したがって、 $q - c + l$  は期待値でなければならない。
2.  $q - c + l$  は自己利子「率」であるから、(2)式の  $q, c, l$  はいずれも比率である。(1)式において、自己利子率は資産の数量を用いて定義されているから、 $q, c, l$  はそれぞれ資産1単位にたいする資産それ自身で測られた収益、費用、流動性打歩の比率となる。

こうして得られた自己利子率は各資産ごとに異なっており、それぞれを均衡させるメカニズムは存在しない<sup>14)</sup>。

### 2.2.2 標準商品で測られた資産の利子率

さて、こうした資産が何らかの標準商品を用いて取り引きされる場合、その資産の自己利子率のかわりに、標準商品で測られた資産の利子率を考えることができるようになる。その資産1単位と交換される標準商品の量をその資産1単位あたりの価格と呼べば、標準商品で測られたその資産の利子率の定義は

$$\text{標準商品で測られた資産の利子率} = \frac{\frac{1+r^*}{p_2} - \frac{1}{p_1}}{\frac{1}{p_1}} = \frac{p_1(1+r^*) - p_2}{p_2} \quad (3)$$

となる<sup>15)</sup>。ただし、 $p_1$  は現物価格、 $p_2$  は先物価格、 $r^*$  は標準商品の自己利子率である。これ

12) *GT*, p.222

13) *GT*, pp.225-226

14) 「……異なった商品の〔自己〕利子率が等しくなければならない理由はない。」(*GT*, p.223)

15) *GT*, p.223

は、標準商品で測られた資産の利子率とは、その資産の現物価格の将来値が先物価格を超過する額と、その資産の先物価格との比率であることを示している。

標準商品を用いて測定する場合、現在の資産と将来の資産との交換比率を求めるときには標準商品と当該資産の相対価値の変動(すなわち当該資産の価格の変動)を考慮しなければならないから、資産の標準商品利子率は次のようになる。ここで、 $a$ は資産の期待価格上昇率である。

$$\text{標準商品で測られた資産の利子率} = a + q - c + l \quad (4)$$

この場合に考慮されるべき事項は、上記の1.に加えて、2.のかわりに

2'  $q, c, l$ はいずれも「比率」である。(2)式において、貨幣で測られた資産の利子率は価格を用いて定義されているから、 $q, c, l$ はそれぞれ資産価格1単位に対する収益、費用、流動性打歩の比率となる。

となる。

各資産ごとに自己利子率  $q - c + l$  に違いがあっても、この標準商品で測られた各資産の利子率はすべて均衡する<sup>16)</sup>。資産保有者はそれぞれの資産の利子率の差異に応じてそれぞれの資産にたいする保有需要をシフトさせるからである。もし、ある資産について  $p_1$  に比べて  $p_2$  が低く、利子率が高ければ、その資産に対する先物需要が増加することによって  $p_1(1+r^*)$  に比べて  $p_2$  が上昇し、その資産の利子率は他の利子率と均衡するまで上昇する。このことは、(4)式において、 $a$ の変動を通じて各資産の利子率が均衡すると言い換えることもできる。自己利子率の大きさは各資産ごとに異なるが、その差は各資産ごとの  $a$  の違いによって埋められるのである。

### 3. 資産の利子率と限界効率

前章では『一般理論』における資産の自己利子率および標準商品で測られた利子率を確認したが、ここでは、こうした資産の利子率と資産の限界効率の意味内容を検討し、その違いを明らかにする。

#### 3.1 資産の価格

ケインズによれば、利子率は資産の需要価格と、限界効率は供給価格と結びついている。さらに、ケインズは資産の供給価格について論じる際、その資産の市場価格との違いを強調している<sup>17)</sup>。そこで、まずここでは、ケインズによる資産の需要価格、供給価格、市場価格の定義

16) 「 $a_1 + q_1, a_2 - c_2, l_3$  をそれぞれ貨幣で測られた住宅の利子率、貨幣で測られた小麦の利子率、貨幣で測られた貨幣の利子率と呼ぶ……。…… $a_1 + q_1, a_2 - c_2, l_3$  はいずれも等しくなる。価値の標準として何を選んでも、この結果は変わらない。」(GT, pp.227-228)

17) GT, p.135

について整理する。

資産の市場価格とは、ケインズによれば「その類型の資産を市場において現実に購入する際の」<sup>18)</sup>価格である。一方、供給価格は「製造業者にその資産の付加的一単位を新しく生産させるのにちょうど十分な価格、すなわち取替原価と呼ばれることもあるもの」<sup>19)</sup>すなわち、その資産の生産者による限界費用である。不良在庫のない均衡状態においてはこの両者は一致するが、不良在庫が存在するときには、一般に市場で決定される市場価格は生産者の限界費用である供給価格を下回る。

市場価格と供給価格はそうした資産の個々の需要主体にとっては所与である。これにたいして需要価格はそれぞれの需要主体の期待に基づくものである。ケインズは需要価格について、「……いま  $Q_r$  を  $r$  時点における一資産からの予想収益とし、 $d_r$  を現行利子率による  $r$  年後の1ポンドの現在値とすれば  $\sum Q_r d_r$  はその投資の需要価格である」<sup>20)</sup>としているが、これは、何らかの利子率が与えられたとき、その利子率を用いて、その主体が将来の一定期間に当該資産から得られると期待する収益系列を割り引いた現在値である。したがって、需要価格は、その需要主体の期待からは独立に与えられる市場価格、供給価格とは違って、その主体の期待に依存し、したがって主体が違えばその値も異なるという性質をもつ。

### 3.2 標準商品で測られた資産の利子率

2.2の(3), (4)式で表される、標準商品を用いて測定された資産の利子率はどのような意味をもつのだろうか。

現場市場、先物市場ともに存在する資産については、その資産の現物価格  $p_1$  や標準商品の自己利子率だけでなく先物価格  $p_2$  も観察できるから、この標準商品で測られた資産の利子率の大きさも直接の観察に基づいて客観的に算定することができる。

しかし、先物市場が存在しない資産については、先物価格を観察することはできないから、この大きさについて何らかの期待をしなければならない。標準商品で測られた資産の利子率はその資産の先物価格  $p_2$  と現物価格の将来値  $p_1(1+r^*)$  を用いて算定される<sup>21)</sup>から、先物市場が存在しない場合には、標準商品で測られた資産の利子率の推定という問題は、すなわち先物価格の期待という問題に帰着する。先物市場があれば、資産の先物価格はその資産の将来価格およびその資産からその期間に得られる収穫の両者によって左右される。その資産の将来価格が上昇すると期待されたりその資産の収益性が高まると期待される場合には、その資産の先物

18) *GT*, p.135

19) *GT*, p.135

20) *GT*, p.137

21) (3)式における当該資産の現物価格は言うまでもなくその資産の市場価格であって、供給価格ではない。

価格は上昇する。とすれば、先物市場がない場合であっても、先物価格の将来値の期待値は、その資産の将来価格およびその資産からその期間に得られる収穫の両者から期待されると考えなければならない。先物市場が存在するか否かにかかわらず、その資産の将来価格と期待収穫の内容が  $q$  で表される期待収益、 $-c$  で表される持越費用、 $l$  で表される流動性打歩、 $a$  で表される期待価格上昇率なのであり、(4)式で示される  $a+q-c+l$  という標準商品で測られた資産の利率の定義は、そうした内容面から異時点間の資産プレミアムを表現したものであるといえる。ただ、先物市場の存在する資産についてはこの利率が市場価格を用いて客観的に確認でき、先物市場の存在しない資産については、この利率は期待値であって、その限りでは主観的なものとどまるのである<sup>22)</sup>。

各資産ごとに期待される標準商品で測られた利率は、こうした資産保有者の資産選択を通じて均衡する。仮に資産保有者の期待する各資産ごとの利率が異なった場合には、資産に対する資産保有者の保有需要がシフトすることを通じてその差異は現物市場価格および期待先物価格の変化、すなわちそれぞれの資産の期待価格上昇率  $a$  が変動するからである。<sup>23)</sup>

### 3.3 資産の限界効率

ケインズは11章における資本の限界効率の議論に続いて17章においても資産の限界効率について言及している。11章における資本の限界効率の議論は、企業者が生産のために用いる資本設備にどれほどの投資を行うかということにかかわるものであったのに対し、17章での資産の限界効率の議論は資本設備に限らず、資産一般にかかわるものであり、算定の主体も企業ものに限らず資産保有者一般である。すなわち、11章にあつては、企業者が生産のために行う投資のみを扱ったのに対し、17章では、企業者が生産のために求める資本設備であっても資産保有者が富を保有・運用するために欲する実物資産であっても、それが実物資産であり、しかも既存設備の売買ではなく新規に供給されるものであるかぎりいずれの場合にも社会全体としての資本ストックの増加すなわち新投資を生むことに注目し、さまざまな資産について新投資が行われる条件を検討している。

22) 久保田は『一般理論』17章における自己利率の定義に二種類の異なった考え方が混在していると考えている。一つは、「その財を一時的に手離す代償として得られるものとしての自己利率であり、これは市場において確認しうる値である」という考え方であり、もう一つは「その財を持っていることによって得られる便益、すなわち広い意味での収益として、あるいは逆から見ればその財を手離すことによってその人の被る機会費用としての自己利率」であり、「市場で確認しうるのではなく、その財の用益に対する需要関数に影響する個々人の選好をあらわすもの」（久保田、前掲論文95～96ページ）という考え方である。久保田によれば、後者は「財の主観的収益率」（同上、99ページ）とも呼べるものである。そして「その財を一時的に手放す代償」と「その財を持っていることによって得られる便益」の両者は資産保有者の主体的均衡を通じて一致するとされる。

23) 当然のことながら、このように標準商品で測られた各資産の利率が均衡した場合でも各資産の自己利率は必ずしも一致しない。

しかし、それにもかかわらず、17章での資産の限界効率の定式は11章における資本の限界効率の定式と同じである<sup>24)</sup>。資産の需要主体にかかわらず、いずれの場合でも各需要主体が関心をもつのは、資本ストックの増加分というフローがどれだけの収穫フローを生むかということである。『一般理論』17章では、ある資産について「正常供給価格が需要価格よりも低い資産は新しく生産されることになる。すなわち、それらは（その正常供給価格にもとづいて）限界効率が利子率よりも大きい資産である（両者は、任意の同一の価値標準によって測られる）。」<sup>25)</sup>と述べられる。したがって、ここでも資産の限界効率はその資産の供給価格を基礎として算定される。そして資産の限界効率と利子率との比較考量によってその資産の新たな生産すなわち新投資の如何が決定されるのである。

24) Nellは、『一般理論』17章の自己利子率概念について、次のように述べる。「資本資産は、もしその自己利子率が少なくとも貨幣の自己利子率よりも高くないならば、新たに生産されることはないであろう。」(Nell, *op.cit.*, 邦訳105ページ) ついで、彼は、「これが、第17章のケインズの議論の概要である。それをもっと詳細に検討してみよう」として、『一般理論』17章における限界効率の検討に移る。ここで明らかなことは、Nellが『一般理論』17章における自己利子率と資本の限界効率を同一視していることである。そうでなければ、資本の限界効率と貨幣利子率との比較で決まるべき資本資産の新たな生産が、資本資産の自己利子率と貨幣利子率との比較で決まると言うことはできないからである。

さらに、Nellはこの17章での資本の限界効率（すなわち自己利子率）と11章での資本の限界効率との違いについて、次のように述べる。「しかし、第17章のケインズ概念は、たとえ資本の限界効率の定式は同じであっても全く異なっている。そこでは企業は何ら関係していない。ケインズは、一商品についての資本の限界効率を考察し、その商品の生産者、使用者あるいは保有者についての身元あるいは数を考慮することなく集計している。投資を合理的に決定するのが現実には不可能であることを説明するために、初期には企業の限界効率を使用しながら、ケインズは、いまや投資、産出高そして雇用を（利子率と関連させて）決定するために、抽象的な計算—実際に誰にも帰属することのできない計算—を使用しているように思われる。」(*ibid.*, 邦訳106ページ)

Nellは、『一般理論』17章での資本資産の自己利子率と資本の限界効率とを同一視する一方で、この資本の限界効率（すなわち自己利子率）と11章での資本の限界効率概念とがまったく異なるというのである。浅野はNellのこうした見解について、「しかし、第17章におけるケインズの〔自己利子率の〕概念は、……〔第11章の資本の限界効率概念とは〕まったく別のものである。……ここ〔第17章〕では投資と産出量と雇用とを……決定するための抽象的な計算—現実に誰のという限定をしない計算—を行っているように思われる」（浅野、前掲論文、14ページ）とNellのこの部分を引用したあと、「しかし、この説明はケインズ理論への完全な無理解を表している」と批判している。その根拠は「第一に、第17章の主題は、決して活動主体抜ききの資産の抽象的利益計算ではなく、まさに資産所有者という活動主体の資産選択活動の分析そのものだ」ということと、「第二に、自己利子率と限界効率の両概念が本質的に同じものである」ということの二点である（浅野、前掲論文、15ページ）。

Nellのこの部分を読むかぎり、Nellが主張するのは第17章の資本の限界効率概念と第11章の資本の限界効率とが「全く異なる」ということであって、17章の自己利子率概念と17章の資本の限界効率概念とを「全く異なる」と言っているわけではない。Nellが批判されるべき点は自己利子率概念と資本の限界効率概念との違いの強調ではなく、17章においての自己利子率概念と資本の限界効率概念とがまったく同一であるかのような議論を行っている点である。

25) *GT*, p.228



### 3.4 資産の利率と限界効率

以上、標準商品で測られた資産の利率と資産の限界効率について検討してきた。次の課題はこの両者の異同を確認することである<sup>26)</sup>。

『一般理論』17章における資産選択理論において現れる変数は、資産の現物市場価格、資産の先物価格の将来値、資産の供給価格、標準商品で測られた資産の利率、資産の需要価格、資産の限界効率である。このうち前三者は外部から与えられる。一方、後三者すなわち標準商品で測られた資産の利率、資産の需要価格、資産の限界効率はそれぞれ次のように算定される。

この資産の現物市場価格である  $p_1$  は市場で決定されるものだから、この資産保有者にとっては所与である。一方、資産保有者はその資産の先物価格である  $p_2$  の大きさを期待する。こうして得られた所与の  $p_1$ 、期待値である  $p_2$  の両者から、(3)式に基づいて、標準商品で測られた資産の利率が算出される<sup>27)</sup>。

次に、 $Q_h$  を、資産を1単位追加したときに得られると期待される収益系列だとすれば、この追加的一単位の資産の需要価格は

$$p_d = \sum \frac{Q_h}{(1+r)^h} \quad (5)$$

26) 久保田は前述(註22参照)の「財の主観的収益率」としての資産の利率と11章における資本の限界効率とを同一視し、ただ後者が生産のための資本財のみを対象としているのに対し、前者は資産一般が対象となっているとしているため、17章の議論は11章の議論を包摂するより一般的なものであると考えている(久保田、前掲論文、100ページ)。

また、浅野は、『一般理論』17章を「ケインズはこの第17章において、彼の新しい理論が真の意味において貨幣経済にかんする理論となるために不可欠な理論、すなわち財と貨幣あるいは財の世界と貨幣の世界を統一的に把握するための理論を提供しようとした」(浅野、前掲論文、5ページ)と位置づけ、さらに、「第17章は資産所有者の資産選択活動を対象としている」と述べている。こうした観点にてって、浅野は、資産の利率と限界効率の異同を「両者はともに貨幣を含めて資産の所有から得られる限界効率を表している。違いは、利率が資産の現在価格(取得価格)に対する純利益の割合を表しているのに対して、限界効率は資産の供給価格に対する純利益の割合を表している、という点にある」と整理している。そして、この部分に対する註の中で、「資産の現在価格は資産保有者の利益計算に重要な意味をもつものに対して、資産の供給価格は企業家の投資利益の計算に重要な意味をもつ」(同上、15ページ)と指摘し、資産の利率が資産保有者の資産選択にかかわり、限界効率が企業家の投資決定にかかわることを示している。その上で、過剰な資産が存在しない「正常な」状況では、その資産の現在価格と供給価格が等しいから、「資産の自己利率と資産の限界効率は同じ意味内容をもっている」とし、過剰な資産が存在する「異常な」状況では現在価格の方が供給価格よりも低いと考えられるから、「資産の自己利率はその限界効率よりも大きい」(同上、13ページ)と述べている。すなわち浅野は、資産の利率は資産所有者の資産選択活動を規定し、資産の限界効率は企業家の投資活動を規定するとしながら、「正常な」状況にあつては、この両者は同じ意味内容をもつと述べるのである。

27) ここで、 $p_2$  はあくまでも、その資産1単位の将来価格の期待値であるから、限界値ではあり得ない。

で表される。ここで  $r$  はすべての資産について均衡した利子率である。 $Q_k$  は資産の需要者によって期待された期待値である。 $p_d$  はこの両者から算出されるのである。

さて、この資産の限界効率  $m$  は、

$$p_s = \sum \frac{Q_k}{(1+m)^k} \quad (6)$$

を  $m$  について解くことで求められる。ここで  $p_s$  はこの資産の追加的 1 単位あたりの供給価格であるから、この資産の需要者にとっては外から与えられる値である。資産の需要者はこの  $p_s$  と前述の  $Q_k$  を用いて  $m$  を期待することになる。

さて、 $p_d > p_s$  ( $r < m$ ) ならば新投資が行われる。いまもし、生産の拡大に伴って  $Q_k$  が低下したときそれにつれて  $r$  も低下すれば、 $p_d$  は不変にとどまり、新投資は継続されるであろう。しかし、前述のように各資産の利子率が均衡するとしたとき、もしこの資産の中に生産の拡大に伴って低下しない自己利子率をもつものが一つでもあれば、ある資産の  $Q_k$  が低下しても  $r$  は不変にとどまるため  $p_d$  は低下せざるを得ない。そして  $p_d = p_s$  となったところでその新投資は停止するのである。

ある資産について、その資産が新たに生産されるに十分な価格である資産の供給価格と、その新たに生産された資産の追加的な 1 単位からある期間内に得られると期待される収益系列との関係から得られる収益率がその資産の限界効率であり、既存資産の現在評価額の基準となる市場価格とその既存資産がある期間内に生むと期待される収益系列との関係から得られる収益率が利子率である<sup>28)</sup>。すなわち、限界効率は新投資の如何を規定し、資産の利子率は既存の資産の保有・運用の如何を規定するのである。

『一般理論』17章における自己利子率を用いた資産選択の議論は、既存の資産ストックを前提として、どのような種類の資産で保有するかという、いわば静態的な議論である。これにたいして限界効率を用いた投資決定の議論は、どのような資産についてどれだけの新投資が行われるかを規定する、経済の拡大・成長の契機を扱う議論である<sup>29)</sup>。

#### 4. 貨幣の独自性

2.1では『一般理論』17章における第二の課題が、多くの資産の利子率のうち、特に貨幣利子率が支配的な役割をもつことを論証することであると述べた。ここでは、この貨幣利子率に支配的な役割を与える貨幣の独自な性格についてケインズの議論に即して見ていくことにする。

28) 前述のように市場価格と供給価格の違いという点に資産の利子率と限界効率の唯一の違いを見出すのが浅野、前掲論文(13ページ)である。

29) この点を強調するものに河野、前掲書、401ページがある。

#### 4.1 貨幣利率の特殊性

ここまで17章における資産の利率と限界効率について見てきた。『一般理論』17章におけるもう一つの課題は、利率にかんして、さまざまな資産のうちで貨幣のみが支配的な役割を与えられる理由の検討である。ところで、ここでの「支配的な役割」とは、資本の限界効率とともに投資を決定する利率が貨幣の利率であるという意味であり、貨幣が標準商品としての役割を果たすという意味ではない。ケインズは後者の役割からの前者の役割が敷衍されるわけではないことを明言している<sup>30)</sup>。

それでは、貨幣のもつ「支配的な役割」の源泉は何なのであろうか。前節でも見たように、無限の新投資を妨げる原因は、資本の限界効率の低下に伴って利率が低下しないことであり、利率が低下しないのはすべての資産の利率のうちで少なくとも一つの自己利率が投資の増大による生産規模の拡大にもかかわらず低下しにくいためであった。ケインズによれば、この「少なくとも一つの自己利率」こそ貨幣の自己利率である。

ケインズにおいて、生産規模が拡大するにつれて多くの資産の自己利率が低下する原因は、生産規模の拡大とともに資産のストックが増大し、その収益性が低下するためであった。したがって、生産規模が拡大しても貨幣の自己利率（貨幣利率）が低下しないことを言うためには、生産規模拡大→ストック増加→収益性低下→自己利率低下→投資増加という過程が貨幣には存在しないということを述べればよいことになる。

ケインズはまず第一に、生産規模の拡大が貨幣ストックの増大を招くことはないと主張する。ケインズによれば、私企業の活動を問題にする限り、貨幣については供給弾力性がゼロあるいはきわめて小さい。供給が弾力的な資産の場合は、生産の拡大に伴って当該資産ストックが増加するため、収穫逦減を通じて期待収益部分（ $q$ ）が低下するために自己利率は低下するが、供給の弾力性がきわめて小さくストックが不変にとどまる貨幣にはそのような力が働かないため、貨幣の自己利率は生産規模の拡大にもかかわらず不変にとどまるのである<sup>31)</sup>。

ところが、貨幣の供給の非弾力性については、いくつかの留保条件が必要である。第一に検討しなければならないのは、各目的な貨幣供給が非弾力的であったとしても、貨幣賃金率が低下したときには労働単位表示の貨幣量は増加するという点である。

ケインズはこの場合にも、次の点を論拠に、貨幣の自己利率投資の制約要因であり続けることを主張する。

1. 賃金単位が低下し労働単位表示の貨幣ストックが増加した場合でも、その低下が将来さらに進むという期待が生まれるとすれば、そのことで資本の限界効率が低下するために、

30) 「われわれはすでに、ある商品が価値標準であることは、その商品の利率が重要な利率となるために十分条件ではないということを示した。」(GT, p.236)

31) GT, pp.230-231

やはり投資は増加しない<sup>32)</sup>。

2. 経験上、貨幣賃金率は粘着的である。しかし、たとえ貨幣賃金が容易に切り下げられるものだとしても、そのことは将来の賃金の一層の切り下げを期待させる要因となるので、やはり資本の限界効率の低下を通じて投資を阻害する<sup>33)</sup>。
3. たとえ賃金単位の低下によって労働単位の貨幣ストックが増加したとしても、流動性トラップに陥るために貨幣の自己利子率はある水準以下には低下しない<sup>34)</sup>。
4. 貨幣の持越費用が小さい。したがって、労働単位表示の貨幣の保有量が増加したとしても、持越費用の増加によって自己利子率が低められるということがない<sup>35)</sup>。

第二に検討しなければならないのは、貨幣の生産が非弾力的で貨幣利子率が下方に粘着的だった場合でも、貨幣に対する需要が増加した場合に生産が弾力的な資産に代替が起こった場合には、他の代替的資産が生産されることで、社会全体としては貨幣の自己利子率の下す粘着性が投資に対する阻害要因にならないという点である。

この点にかんしてはケインズは「貨幣の第二の相違点は、代替の弾力性がゼロであるが、あるいはほぼゼロに等しいということである。」<sup>36)</sup>と述べて、貨幣の他の資産で代替することはできないから貨幣に対する需要が増加した場合にも他の資産へと需要が転換することはあり得ず、したがって貨幣利子率が下がらなければそれが投資に対しての阻害要因となることを主張する。

以上二つの留保条件を検討した場合にも、生産の規模が拡大した場合に、あらゆる資産の自己利子率のうちで貨幣の自己利子率をもっとも低下しにくく、また、低下した場合でも資本の限界効率を同時に低下させがちであるといえるとケインズは考えた。したがって、他の資産の自己利子率ではなく貨幣の自己利子率が投資の大きさを制限する足かせとして支配的な役割をもつとしたのである。

#### 4.2 貨幣の自己利子率と貨幣の限界効率

以上、資産の利子率と限界効率の違いについて論じてきた。ところで、ケインズは1937年の「利子率の理論」<sup>37)</sup>において、「われわれは貨幣に対する利子率は、単位として貨幣自身で測られた貨幣の限界効率を測定するものだといえは好都合である。」<sup>38)</sup>と、貨幣という資産について

32) *GT*, p.232

33) *GT*, pp.232-233

34) *GT*, p.233

35) *GT*, p.233

36) *GT*, p.231

37) "The Theory of the Rate of Interest", in *The Lessons of Monetary Experience: Essays in Honour of Inving Fisher*, 1937 : rep. in *JMK* vol.14, pp.101-108

38) *ibid.* p.101また、この部分につけられた註においてケインズは「これ〔この限界効率の説明〕は、『置換費用』の代わりに『市場価値』を使っているという点で、私が『一般理論』(p.135)〔11章〕で

はその自己利子率（すなわち貨幣利子率）と貨幣の限界効率とが同一であると述べている。貨幣の自己利子率と貨幣の限界効率の同一性について、これまでの議論をもとにどのような評価ができるだろうか。

まず、これまでの議論において、資産の貨幣利子率と限界効率の違いは次の点であった。

1. 資産の貨幣利子率がストックにかんするものであって資産の市場価格に基づいて算定されるのに対し、限界効率は投資というフローにかんするものであってその供給価格に基づいて算定される。
2. 資産の貨幣利子率が既存の資産ストックのタイプを変更するという意味での資産選択を導くのに対し、限界効率は新しい資産の生産・供給による新投資を左右する。

この二点にかんして、貨幣という資産は特別な性格をもっている。第一に、貨幣当局によって新規に投入される貨幣も市場ですでに流通している貨幣も価値標準として同一である。したがって、1.の相違点は貨幣の場合には意味をもたない。

第二に、先に述べたように、民間分野を考えるかぎり、貨幣の生産の弾力性、代替の弾力性はともにきわめて小さく、通常はゼロと考えて良い。したがって、2.の相違点も貨幣については無意味である。

このように、他の資産の場合とは異なって、貨幣については自己利子率と限界効率の違いをもたらす要因はどれも妥当しない。貨幣はこの意味でも特別な資産であるということが出来る。したがって、貨幣の利子率と限界効率とはこの意味でまったく同じであると言ってよい。

## 5. おわりに

以上において、資産の自己利子率、標準商品で測った資産の利子率、および資産の限界効率について検討してきた。そこから、資産の利子率はストックの問題であること、したがって資産保有者によるストックとしての自らの資産の保有・運用の如何を決定するものであり、したがってそれはその資産の評価にかかわる市場価格とその資産1単位からある期間内に得られる全収穫の期待値との比率であること、一方、限界効率は新たな資産ストックの増加である新投資というフローの如何を決定するものであり、したがってその資産が新たに供給される条件にかかわる供給価格とその資産の追加的な1単位から得られる全収穫の期待値との比率であることが明らかになった。したがって、11章だけでなく17章においても限界効率という概念は、ある資産についてどれだけの新投資が行われるかを規定するものであって、ここから生じるのが経済の拡大・成長の契機を扱う議論であるのに対し、利子率という概念は資産選択にかかわるものであって、ここから生じるのは、既存の資産ストックを前提として、どのようなタイプの資

---

与えた限界効率の定義とわずかに異なっている」と述べている。

産で保有するかという、いわば静態的な議論であるといえる。

ケインズは『一般理論』17章において資産一般を対象にした資産選択の議論を行ったが、そこで彼が意図したのは、彼の投資決定理論をその資産選択理論の一部として位置付けることではない。ケインズが17章で展開したのは、貨幣以外の多くの資産形態を考慮したとしても、15章までの投資決定理論、すなわち資産保有者の債券—貨幣の選択によって決定される貨幣利子率と資本の限界効率とによって投資が決定されるという考え方が正当であることを示す議論である。したがって、17章の議論の後の18章において、投資が資本の限界効率と貨幣利子率によって決まるという11章以来の説明に戻っているのは当然である。既存資産を対象にした資産選択を扱う利子率、自己利子率と資産の新規の生産・投資を扱う限界効率はその形式がいかに類似していようとも、明確に区別して考えなければならない。<sup>39)</sup>

---

39) 久保田はこの理由を「前者の二段階方式（部分均衡）の方が一段階方式（一般均衡分析）よりわかりやすいことは否定できない」（久保田，前掲論文，100ページ）ことに求めている。しかし本稿での議論からすれば、その理由は、さまざまな資産にそれぞれ利子率が存在するけれども、そうした諸利子率を規定するのが貨幣利子率であるという17章における彼の分析の当然の帰結である。