

# 人間の経済

第2期 第 **16** 号 (通巻94号) 2005年5月9日刊

## 目次

週刊マーケットレター (05年5月9日週号)

主要マーケット指標

日米の株価ともに前年割れ

曾我 純

地域通貨から経済の貨幣的分析へ (2)

森野 榮一



# 週刊マーケットレター（05年5月9日週号）

2005年5月8日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

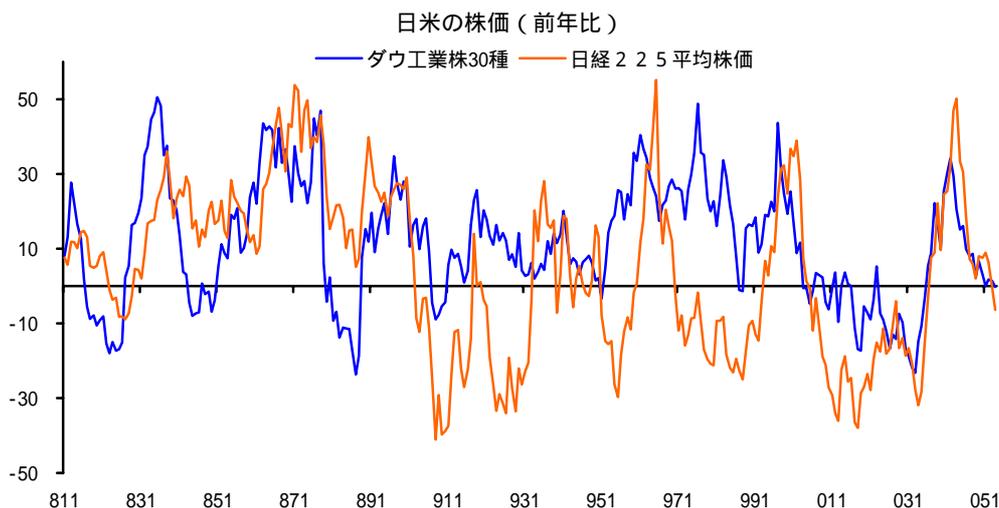
## 主要マーケット指標

為替レート	5月6日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	105.05(104.75)	108.60	104.10
ドルユーロ	1.2820(1.2870)	1.2875	1.2870
ドルポンド	1.8905(1.9075)	1.8800	1.8755
スイスフランドル	1.2065(1.1955)	1.2060	1.2105
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.05375(0.05188)	0.05375	0.05313
米国	3.23000(3.21000)	3.12313	2.77000
ユーロ	2.12463(2.12638)	2.14563	2.14025
スイス	0.76000(0.76000)	0.77667	0.75000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.220(1.240)	1.385	1.325
米国	4.26(4.20)	4.42	4.08
英国	4.59(4.51)	4.68	4.52
ドイツ	3.44(3.40)	3.59	3.49
<b>株 式</b>			
日経平均株価	11192.17(11008.90)	11827.16	11360.40
TOPIX	1150.76(1129.93)	1196.23	1145.51
NY ダウ	10345.40(10192.51)	10486.02	10716.13
S&P500	1171.35(1156.85)	1184.07	1203.03
ナスダック	1967.35(1921.65)	1999.14	2086.66
FTSE100（英）	4918.9(4801.7)	4947.4	4941.5
DAX（独）	4311.06(4184.84)	4379.18	4339.28
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	300.46(303.74)	308.07	281.26
原油（WTI、ドル/バレル）	50.96(49.72)	55.85	46.48
金（ドル/トロイオンス）	426.1(435.0)	427.1	414.0

## 日米の株価ともに前年割れ

日経平均株価は11,000円割れまで急落したが、個人の買いで落ち着きを取り戻しつつある。市場参加者は下がったところでは買い、高くなると売るといった姿勢を崩しておらず、すでに1年半以上にわたり、狭い範囲の往来相場となっている。ただ、生産や消費は冴えず、実体経済の側面から株価を支えにくくなっていることに加え、信用買い残の増加や外人の売り越し等が株価の上昇力を削いでいるように思う。

4月末の日経平均株価は前年比6.4%減と2ヵ月連続の前年割れとなった。経験則から推し量れば、いったん前年割れになるとこの傾向は続き、90年代では少なくとも25%減程度まで落ち込まなければ反発しない傾向が読み取れる。株価の下落率は景気の下降速度と後退期間によって決まってくる。鉱工業生産の在庫率はITバブル期のように高い水準に上昇していないことから、生産も大幅な調整にはいたらず、景気もただらとした判然としな



い状態が続くような気がする。とはいえ、日経平均株価はいつまでも今の水準を保てるわけではなく、近いうちに10,000円の大台を割ることになる。

株価が値を保っている一方、債券利回りは低下しつつあり、先週末は昨年2月以来の低い水準に低下した。鉱工業生産は2ヵ月連続の前月比減だが、在庫や在庫率の減り具合は思わしくなく、生産調整は長引きそうである。生産を牽引してきた資本財の生産が減速してきたとはいえ、依然前年水準を上回っており、資本財の本格的な生産調整はこれからだ。資本財の減産が強まることは、これまで経済を支えていた設備投資も不振におちいることであり、景気の前年水準の悪化も考えられなくもない。債券利回りは名目経済成長率がゼロ近辺を行き来することを想定しているのかもしれない。

先週、FRBは政策金利を3%に引き上げたが、4月の米雇用統計は景気の拡大を裏付ける内容となり、FRBは引き続き政策金利を引き上げるであろう。雇用統計は改善したが、米株式市場の反応は鈍く、すでに織り込み済みのような動きであった。4月の非農業部門

雇用者は前月比 27.4 万人増と 3 月を大幅に上回ったが、前年比では 217.0 万人増とやや下回り、過去半年の前年比増加数はほぼ横ばいである。このような非農業部門雇用者の推移からみれば米国経済は良くも悪くもなっていないといえる。02 年 2 月を底とした非農業部門雇用者の急回復は昨年夏で終わり、いまは方向が定まらない状態にある。雇用の方向が定まらないので、株式相場も一定の範囲から抜け出すことができないのである。

NY ダウは 10,000 ドルを超えたところに位置しているが、4 月末の水準は 03 年 6 月以来、22 ヶ月ぶりに前年を下回った（月末ベース）。3 月末に前年割れとなった日経平均株価に 1 ヶ月遅れて、NY ダウも水面下に沈んだ。80 年代のバブル相場が日経平均株価の前年割れを稀なケースにしたのと同じように、90 年代の異常な株高によって、NY ダウの前年割れは一時的な出来事であり、気にとめるような現象ではなかった。が、バブル後の日本の株価は 80 年代とは対照的に、前年水準を頻繁に行き来するとはだれが予想したであろうか。異常に上昇した米国の株高がいまだ適正な水準に是正されていないことから、以前のように前年水準を大きく割り込む可能性は高い。03 年以降の日米の株価は酷似しており、米国の株価動向が日本の株価を決める重要なポイントになることは間違いなさそうだ。

## 地域通貨から経済の貨幣的分析へ（２）

森野 榮一

### 貨幣供給

ケインズやカレッキを題材とする場合でも、貨幣の外生性と内生性に関わる議論から自由にはなれません。ケインズにとって月は生産できないものですが、カレッキにとっては、金融システムによる信用創造によって、貨幣ストックは増加するもので、追加的投資には融資が行われることで追加的購買力が生まれるとされているわけです。ケインズは貨幣供給を所与とみなしているかに見えるのに対して、カレッキは経済システムの内部で貨幣供給増が達成されるものだとの仮説に立っているともいえます。この場合、追加的投資に融資がなされるか否かは、利子率に依存しています。つまり信用需要の高騰には金融機関は貸出利率の引き上げで対応できるわけですが、カレッキは追加的投資を撤回させない水準での貸出利率で貸出がなされるはずだという前提に立っているともいえます。ここで問題はケインズが問題にした利子率や資本の限界効率、投資誘因に関連してくることになります。問題の広がりを実感させられます。

投資に関してケインズは、資本の限界効率の果たす役割を強調しています。この限界効率が依存しているのは、収益予測、資本価格、利子ですが、そこにカレッキ流の融資という要因は一見すると挙げられていないように見えます。もちろん『一般理論』以降の諸著作では明らかに言及されることになるのですが、『一般理論』でカバーされないわけではないようにも考えられます。まずそこでの議論を見ておきましょう。

ケインズは、

当期の事実上の投資額が現行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

られることは明白である。（ケインズ、『一般理論』）

と述べ、限界効率と合わせ、利子率にも投資が依存すると指摘しています。この限界効率と利子率のもつ性格やその決定を扱ったのが、『一般理論』の第４章、投資誘因の章です。ケインズにとって、問題は資本の限界効率と利子率を決定する諸事情をあきらかにするところにあります。

### 投資誘因

ケインズによれば、投資しようと促す誘因は、一方では利子率によって、他方では資本の限界効率によって決定されるのでした。翻って、利子率はなにによって決定されるかといえ、現存する貨幣量と流動性選好によって決定されます。つまり存在する貨幣量と、ひとが貨幣で持っていたいと思うか否かの程度の二要因によって決まるというわけです。また資本の限界効率はといえば、一方で予想収益、他方で資本設備の供給価格乃至取替コストによって決定されるのでした。

しかし、利子率は投資額になんらかの影響をもっているのでしょうか。ケインズの議論では関連があるようにみえます。

先の引用に続いて、ケインズはこう書いています。

別言するなら、投資額は投資需要スケジュール上の、資本一般の限界効率が市場利子率に等しくなる点にまで押し進められるであろう。

このことを下記のように表現することもできる。いま  $Q_r$  を  $r$  時点におけるある資産の予想収益とし、 $d_r$  を現行利子率による  $r$  年後の 1 ポンドの現在価値

とするなら、 $\sum Q_r d_r$ はその投資の需要価格である。そして $\sum Q_r d_r$ が上に定義された投資の供給価格に等しくなる点まで、投資が続けられるであろう。他方でもし、 $\sum Q_r d_r$ が供給価格を下回るならば、当の資産への当期での投資はないであろう。(上掲書)

問題を考えるために、さらに、『一般理論』の23章から、若干長めですが、引用をしておきましょう。

人類の歴史を通じて、貯蓄性向が投資誘因よりも強いという慢性的な傾向を認めることなしには、重商主義者が実際の経験から得た観念を研究することは不可能である。投資誘因が弱いということがいつの時代でも経済問題解明の鍵であった。今日、この誘因の弱さの原因は主に現存する蓄積額が大きいということに求めうるであろうが、以前は、あらゆる種類の危険や偶然が大きな役割を演じていたであろう。しかし結果は同じ事である。個々人が消費を抑制することでその個人的な富を増加させようとの欲求は、通常、企業者が耐久資産を生産するために労働を雇用することで国富を増加させようとする誘因よりも強力なものであった。(上掲、347頁)

アダム・スミスは資本は儉約によって増加し、儉約家は誰でも公共的利益をもたらすものであり、富の増加は生産物の消費を超える部分に依存すると述べた。これらの命題が大部分で真理であることはまったく疑う余地はない。…しかし、それらは無制限に真理ではなく、また貯蓄の諸原理は極端にまで押し進められると、生産の動機を破壊するであろうことは明白である。誰もが最も単純な食物やいちばん貧弱な衣服、最も粗悪な住居で満足するのならば、その他のどのような種類の食物も衣服も住宅も存在しはしないであろうことは確かなことである。…

この両極端は明白であり、その結果、政治経済学の諸手段ではそれを確かめることはできないかもしれないが、生産する力と消費する意欲との両者を考慮したうえで、富の増加に対する刺激が最大になるようなある中間点が存在しなければならないということになる。(上掲、363頁)

社会の資本の増加はその後の商品の消費における増加がなければ、有利ではありえないことは明らかである。…貯蓄及び資本のどのような増加も、効果的であるためには、近い将来の消費がそれに対応して増加することが必要である。そしてわれわれが将来の消費というとき、10年とか20年、50年後を指しているのではなく、現在からほんの少し離れた将来を指しているのである。…儉約あるいは用心が高まって人々がいま、より多く貯蓄しようとするなら、彼らは、将来いっそう多くを消費することに同意しなければならない。(ホブソン及びマムリー、『産業の生理学』序文からの引用。上掲、369頁)

『一般理論』の議論を知悉している方であれば、16章の議論もまた重要であることにお気づきでしょう。

所得分配を所与とすると、個人の消費性向や利子率、資本設備の供給価格、投資誘因は完全雇用をもたらす程度へと投資を押し進めるには不十分であるからです。

#### 投資誘因増加の三径路

投資誘因が増加するには三つの径路が考えられます。

1. 資本設備の供給価格低下
2.  $d_r$ の増加、別言すれば、利子率の低下
3. 期待収益、 $Q_r$ の増加

最初の径路に注目するがぎり、なんらの重要な結論が得られることはないでしょう。なぜなら、資本設備の価格が低下しただけでは投資増を導きだせないだろうからです。二番目の径路に沿っていくとすると、投資誘因になんらかの重要な効果をもつためには、どれだけの利子率の低下が必要であるのか自問しなければなりません。事実上の利子率の低下だけでは、恐らく、投資に大きな効果をもたないようにみえます。

つまり、1と2の方法で投資誘因を増大させ、そのことで現行の投資額が増大することが可能であると仮定してみればよいわけです。1と2が採られた場合、期待収益にはどのような効果がありうるでしょうか。これらの方法が採られた結果として、期待収益が低下する可能性、あるいは蓋然性がないのでしょうか。もしあるとするなら、投資の水準を維持するために、私たちは同じ問題に再度直面してしまいます。私たちはもう一度、資本設備の価格や利子率を低下させなければならなくなるのです。そうして幸いにして事が成功したとすれば、そのことはまた新たな期待収益の低下に導きます。事は繰り返されるだけで、解決に至りません。

このような仮定をしてわかることは、もし私たちが、

(1) 期待収益が当期利潤によって決定され、当期利潤が当期の消費関数や生産関数、生産能力によって決定され、そこから時間に対する顧慮が派生し、

(2) 当期投資が期待収益と資本設備の供給価格、及び利子率によって決定され、

(3) この当期投資が明日の生産能力を決め、合わせていまの消費性向と当期の生産と消費を決める、

と仮定するなら、ここで私たちは原因と結果の閉じた円環のなかにいることとなります。

ここで、強制的な投資の増加が生産能力や当期の消費、当期の生産に対して影響力をもち、その結果、投資誘因が低減すると仮定することはできるでしょう。しかし、もしこれが実際に試みられるなら、こうした方向でのどのような試みもあら

かじめ失敗を運命づけられていることでしょう。一種の循環論に嵌っているからです。

### 第三の径路、消費の増加

期待収益の増大を図る第三の径路は、消費の増加に向かうものです。この問題は同時に二つの側面から取り組まれます。一面では、より少ない投資額で潜在的生産に対して当期の生産を引き上げることで足りる場合です。なぜならこれでも消費は顕著に増加する事実が見られるからです。もう一面は、期待収益、従って投資誘因を高めることです。もちろん、事後に投資誘因を低下させるような反応を呼び起こさないような健全な仕方、そうする必要があります。

私たちが消費の増加を考える場合、消費額が何に依存しているかを検討する必要があります。それには三つあるでしょう。それらは相まって当期消費を決めているものです。

1. 総所得
2. 社会成員の間での総所得の分配
3. 社会成員各自の消費性向

したがって、消費を増加させるためには、三つの道筋が開かれているわけです。

1. 総所得を潜在的生産の水準まで増加させる
2. 所得の再分配
3. 個人の消費性向を高める

これらの三項目のうち、1と2については、それぞれ典型的な勧告者がいました。1は消費者に直接購買力を給付することで総所得を引き上げる手法で、ダグラス少佐が主張しました。2はあれこれの社会主義者が主張してきました。

ここでは1については触れません。2についても、購買力総量の不足の対策にはなりそうになかったことだけを指摘しておきましょう。

ここでは第三の径路について考えましょう。

消費性向を増加させることは当然にも、貯蓄性向を減少させることを意味します。ケインズは『一般理論』の第8章第三編の消費性向の部分で、消費が純所得の関数であることに注意を喚起しています。純所得の縮減は当然、それがやってくる総所得にも適用されるでしょう。そうして過剰な貯蓄に貢献するでしょう。貯蓄性向が高くなる諸原因の一つは、疑いもなく、莫大な債務に係る料金、とりわけ銀行や債券保有者、抵当証券保有者に対する投資に係る債務です。なぜなら、借金を返さなければならぬ人は誰であれ、所与の所得の中から、彼がもし債務がなかったならばたてあろう以上の貯蓄をするであろうからです。この事例を『一般理論』の上記の編で見つけることができますが、この事実を認めるならば、私たちは、社会にのしかかる債務の重荷が大きくなればなるほど、他の事情にして等しければ、貯蓄性向は大きくなり、それゆえに、投資誘因が完全雇用をもたらす、維持するのに十分であるという可能性は小さくなることでしょう。

このことはなにが債務の重荷を増加させるのか、という問いに導くことでしょう。それは、消費者の掌中における購買力の不足を引き起こすのが、債務の、とりわけ銀行に対する返済であることに気づかせるでしょう。企業家が銀行やその他金融機関に対する債務の返済をすればするほど、つまりこれはいわば、彼ら自身の貯蓄の中から彼らの事業に融資することになります。貨幣は消費のために使われなくなります。それで債務返済額が大きくなればなるほど、貯蓄額も大きくなり、投資の機会もいっそう多くなる必要がでてきます。そうしてそれはまた債務の増加を生み、人は悪循環のなかに入り込んでいくことになります。

ここで明らかなことは、もし私たちが貯蓄性向を低くしたいと望むのなら、債務の重荷を低減するような諸手法を実行し、最終的には、貨幣保蔵の必要性を減ずるような社会を創り出さねばならないということでしょう。

#### 自明な事項の確認

ここで議論を進めるために、自明な事柄を確認

しておきましょう。長い引用になりますが、再読しておく価値があるように思えます。

当たり前のことを繰り返していうのなら、消費はあらゆる経済活動のただ一つの終点であり目的である。雇用の機会は必然的に総需要の大きさによって制約されている。総需要は現在の消費からか、または将来の消費のための現在における準備 [投資] から生ずるにすぎない。われわれがあらかじめ有利に準備することができる消費は、無限の将来にまで延期することはできない。われわれは、社会全体としては、将来の消費のために金融的手段によっては準備することはできず、今期の物理的産出物によって準備できるにすぎない。われわれの社会組織及び企業組織は、将来に対する金融的準備と将来に対する物理的準備を分離しており、したがって前者を確保しようとする努力は、必ずしも後者を伴うものではない。その限りにおいて、堅実な金融主義は、多くの事例が証明しているように、総需要を減少させ、したがって福祉を損なう可能性がある。さらに、あらかじめ準備した消費 [資本] が大きくなればなるほど、いっそうあらかじめ準備すべきもの [投資] を発見することはますます困難になり、われわれが需要の源泉として現在の消費に依存する程度はますます大きくなる。しかも所得が大きくなるほどに、不幸なことに、所得と消費の間の開きはますます拡大するのである。かくして、なんらかの新たな手段がないかぎり、後に見るように、この難問への解答は失業以外にはない。すなわち、将来の消費のために今日生産して引き合う物理的準備にちょうど等しい額だけ、消費が所得を下回る貧しい状態にわれわれは置かれるのである。

さもなければ事態を次のように見てみよう。消費の一部分は今期に生産され

るものによって満たされ、一部分は以前に生産されたものによって、つまり負の投資によって満たされる。消費が後者によって満たされるならば、その程度だけ、今期の需要が減少する。なぜなら、その程度だけ今期の支出の一部分は純所得の一部分として戻ることができないからである。これに反して、物が将来の消費を満たすことを目的として当該期間内に生産されるときには、常に今期の需要の拡大が生ずる。ところであらゆる資本投資は、遅かれ早かれ、負の資本投資に終わる運命にある。かくして、新たな資本投資が常に純所得と消費との間の差を埋めるに十分なだけ負の資本投資を上回るようにするという問題は、資本が増加するにつれてますます困難となる問題を提起する。新資本投資は、将来の消費支出が増加すると期待される場合にのみ、今期の負の資本投資を上回ることができる。われわれが今日の均衡を投資の増加によって確保するたびごとに、われわれは明日の均衡を確保することの困難を大きくしているのである。今日の消費性向の減退は、いつの日か消費性向の増加が起こると期待される場合にのみ、公共の利益と調和させることができる。われわれはここで『蜂の寓話』を思い起こす - - 明日の陽気さは今日の沈痛に存在理由を与えるために必要不可欠である。

一般の人々がこの根本的な困難に気づくように見えるのが、道路建設、住宅建設、その他の場合のように、公共投資が問題となる場合に限られているのは奇妙なことであって、指摘するに値する。公共当局主導の投資によって雇用増加を図る計画への反対論として、通常、それが将来に面倒な問題を残すということが主張されている。次のような質問がなされる。「将来の静止的人口のもとで必要とされる住宅、道路、市庁舎、発電

所、水道などをすべて作ってしまったら、いったい将来はなにをするのか」と。しかし、同じ困難が民間投資にも産業の拡張にも当てはまるということは、それほど簡単には理解されていない。その困難は特に後者に当てはまるのである。なぜなら、住宅に対する需要が早く飽和状態に達するよりも、個別的にわずかの金を吸収するにすぎない新しい工場や設備に対する需要が早く飽和状態に達するほうが、はるかにありうると考えられるからである。

これらの例において、明確な理解の障害になっているのは、資本に関する多くの学問的議論におけるものとまったく同じく、資本が消費から離れて存在する自己充足的なものではないという事実が十分に評価されていないことである。資本は自己充足的であるどころか、恒久的な習慣とみなされる消費性向が弱まるたびに、消費に対する需要ばかりか、資本に対する需要も弱まらざるをえないのである。(『一般理論』、第8章)

ここでいくつかの点に注目して見る必要があります。総需要が生産をその能力いっぱいまで引き上げるのに不十分な場合、当期の消費か、あるいは将来の消費のための当期の準備、あるいはその両者が増大させられるべきであるということ。そうして将来の消費のための当期の準備のみが、借り入れた資金によって、つまり銀行信用によってファイナンスされるという点です。厳密な意味での当期の消費にとって、借入は考慮されません。なぜなら、この場合、債務の返済は問題外であろうからです。最終消費向けの融資は住宅を含めた耐久消費財の購入にとってのみ、適していることでしょう。そこでは債務の返済は恐らく当期の所得の中から資産の寿命の範囲内で考慮されるでしょう。将来の消費のための当期の準備の場合は、つまり資本財への投資ですが、この当期の準備が将来の消費を超過しないかぎり、利息を得る可能性と融資の返済が存在します。

こう考えますと、いままでのところ、一般的に言って、投資の側面から需要不足の問題に取り組むのは誤っていると考えるべきかもしれないということになりましょう。なぜなら、ケインズが注意を喚起しているように、投資はそれ自身によって立ってはおらず、将来の消費に対する期待に縛られていますし、依存しているからです。したがって、需要が増加しなければならぬとすれば、私たちは当期の消費向けの財やサービスへの需要を増加させねばなりません。資本財への需要はそれ自体として考慮されるでしょう。

当期の消費を増加させるということは満たされざる欲求が存在することを前提にしています。もしそれが存在しないのであれば、消費の増加は無意味です。しかし欲求が存在し、それらを満足させることが物理的に可能であるとして、それが満足されない、つまり消費が我慢されるのは購買力の不足すなわち所得の不足が消費者の一部にあるからでしょう。したがって、追加的な購買力すなわち所得の補充がなされるべきだということになります。そうしてこれは、借入資金によってファイナンスされえないのです。これは貨幣の外生性への関心と結びついていくでしょう。ここでもう一度、投資誘因の問題に立ち戻ることになります。

( 続く )

編集・発行 **ゲゼル研究会**

221-0021 横浜市神奈川区子安通3-321森野榮一気付

Gesell Research Society Japan <http://grsj.org/> [info@grsj.org](mailto:info@grsj.org)

Gesell Research Society Japan all rights reserved 許可無く複製・再配布を禁ず