

# 証券資金と産業資金

—いわゆる Absorption Theory について—

## 鎌倉昇

### I

資金の流れを「産業的流通」と「金融的流通」とに分けることは、*Treatise on Money* において示されたケインズのすぐれた著想の1つであった。これによって、単に資金の流れの特質が明らかにされただけでなく、経済変動の重要な1側面をとらえるための視角が提供されたわけである。*The General Theory of Employment, Interest and Money* において明確な規定をあたえられた流動性選好の概念が、この「産業的流通」と「金融的流通」の区別の発展であることはすでによく知られている。ケインズ自身も、流動性選好のうち投機的動機にもとずくものが、金融的流通のうちとくに「弱気の状態」(the state of bearishness)とよばれたものと実質上同じであると述べている。

いうまでもなく、貨幣保有の動機を、投機的動機とその他の諸動機(営業動機・所得動機・予備的動機)に分け、前者を遊休残高、後者を活動残高とよぶのは、理論構成上興味もあり、また時にきわめて便利な分類ではあるが、現実にとれが遊休残高でどれが活動残高であるかはきわめて捉えがたいことである。しばしば行われる便法の1つに、活動残高の大きさを現金および要求払預金でとらえ、遊休残高の大きさを定期性預金でとらえることがある。一見この方法にもかなりの妥当性があるように見える。現にケインズみずからも *Treatise on Money* で産業的流通と金融的流通のあいだのシフトを分析するのに要求払預金と定期性預金のあいだのシフトで捉えている。しかし果してそれでよいのだろうか。ケインズが金融的流通としてえがいた資金の流れ、あるいは流動性選好のうち投機的動機にもとずくとみたものを、定期性預金でとらえるのが妥当であろうか。ここではまずそれを問題にしたいと思う。順序として、ケインズが金融的流通、わけてもそのうち弱気の状態と呼んだものの再検討から始めるのが便利であろう。

### II

現金性資産をもつものが、それを証券に投資するか、他に貸すか、それとも現金(もしくは預金)の形でもつか

をきめるにあたって、利子率と証券価格の先行きに対する見込をまず念頭におく。これがケインズの著眼である。もちろん多くの経済主体のなかには、利子率と証券価格の先行き如何にかかわらず現金(もしくは預金)の形で資産を持とうとするものがある。このような、いわば比較的安定した部分の投機的動機にもとずく現金保有(もしくは預金保有)をケインズは“savings deposits A”とよんだ。これに対して、市場の変化を絶えず注視し、証券保有と現金(および預金)保有のあいだの選択をつねに行っている層がある。この部分の、いわば比較的浮動しやすい貨幣保有を、ケインズは“savings deposits B”と名付けた。いまここで直接に問題になるのは後者、すなわち“savings deposits B”にあたる部分の変動である。ケインズは、「通常は証券を保有するのであるが、さしあたり貯蓄性預金の形で現金性資産をもつことを選んだ」経済主体を「弱気」とよんだ。その意味では savings deposits B”は弱気によって持たれるのである。この点をさらに明らかにするために、しばらくケインズによってえがかれた市場の状況を立入って吟味し、そこで行われる証券と現金(預金を含む)の代用ないし選択を検討してみよう。

まず市場の第1局面では、強気が次第に支配的になる。“savings deposits B”をもっている人々は、証券の買いに出動する。他方、市場における売り手も弱気になったから売るのではなく、他の証券への乗換やあるいは他の方向での買付が有利に見えるから、さしあたり手持ちの証券を処分するのである。したがってこのような市場の状況では、遊休残高から活動残高へのシフトが起り、有効購買力は増加し、景気は上昇に向う。

つぎに市場は第2局面になる。これは第1局面がかなり進行してからあらわれるもので、市場の人氣が強気と弱気とに分れはじめるのが特徴である。証券価格がある程度上昇すると、すでに妥当な水準以上に価格は上りすぎたのでないかという懸念が次第に拡って来る。これらのグループが弱気の手配を形成し、一旦証券を売るとその売上げは活動残高としてでなく遊休残高として保有する。もちろん他方に強気の手配はなおも十分なスケールで存在するが、証券価格の上昇につれて弱気の手配が増

加するというのがこの局面の特徴である。

つづいて第3の局面がやって来る。そこではやはり強気と弱気の双方が対立しているが、弱気の方が強気よりも有勢になってくるのがこの局面の特徴である。いうまでもなく、弱気の手配が次第に有勢になるにつれて、活動残高から遊休残高へのシフトが活潑になり、ついに市場に下向傾向をもたらしようになる。この点が、なお強気の方が有勢な第2局面と比較して大きな相違を形作るわけである。

第4局面においては弱気が圧倒的になり、強気が影をひそめる。市場の下向傾向はますます強められる。ただ価格が下落するにつれて、やがて価格の下りすぎをおそれる空気がおこり、これが新しい強気を呼びおこし次の局面へ推移して行くわけである。

さて問題は弱気の手配が証券を売ったとき、それによって得た資金をどういう形で保有するかにある。ケインズは、さきに見たように、これの保有される形は“savings deposits B”という形で保蔵されると考えたのである。さらにケインズは1920年代のアメリカについて統計的に彼の理論を検証しようとしている。株価の上昇にともなって、要求払預金にさしたる変動が起らず、定期性預金だけに目立った増加が起っているという数字をあげ、それをもって彼の理論を支持する材料と考えた。いささか繁雑であるが、ケインズのあげる統計表をここへ掲げておこう (*Treatise on Money*, Vol. II, p. 190)。数字はすべて1926年の年間平均を100とした指数で、1926年は1月から9月までの平均、その他は年間平均である。

	聯邦準備制度加盟銀行のうち報告したものの主要諸勘定			労働統計局の卸売物価指数	工業生産指数(スタンダード社調査)	普通株価指数(スタンダード社調査)
	貸付および有価証券投資	要求払預金	定期性預金			
1926	100	100	100	100	100	100
1927	103.5	102.5	109.5	95	97.5	118
1928	111	104.5	121	98	100.5	150
1929	114	102.5	121.5	97	110	198

この統計表の示すところによれば1927—29年という時期には、普通株の価格は顕著な上昇を示している。預金はやはり増加しているが、その増加率において要求払預金と定期性預金のあいだにはかなり大きい相違がある。定期性預金の目立った増加は弱気の増加に対応するとケインズは考えたのである。貸付および有価証券投資の増加が銀行の勘定にあらわれれば、さしあたり原則として銀行の要求払預金額が増加するはずである。ところが要求払預金の増加にほとんど見るべきものがなく、むしろ定期性預金の増加がいちじるしいのは、市場景気の上昇にともなって、要求払預金から定期性預金への切替えが

行われたからである。これがケインズの解釈の概要である。

ただケインズのあげる統計数字がどこまでたしかかについて疑問がある。ケインズの採上げた預金額の数字はアメリカの全銀行をおおうものではない。Federal Reserve Boardの発表した数字によると、全銀行の預金動向は、1927—29年の時期で、要求払預金4.78%、定期性預金14.67%の増加となっている。それでも定期性預金の伸びの方が要求払預金の伸びよりも大きい。しかしその差はケインズが考えたほど大きくない(cf. L. Currie, *The Supply and Control of Money in the United States*, p. 30, p. 70.)。

### III

ケインズの弱気の理論は大要上に要約したようなものである。きわめて興味ある著想であり、多くの点で示唆に富んでいる。しかしそれをそのまま受け入れてよいかは一概にいえない。証券価格の上昇とともにケインズの意味の弱気が増加するといえるか、またそれが定期性預金の蓄積を結果すると考えるのが妥当であろうか。つぎにこれらの点を問題にしようと思う。

まず第1に、株価の上昇が弱気を増加させると見る点に疑問がある。この点は証券市場における予想ないし人気の性質をどう見るかにかかっている。もし株価に何らかの意味で正常的な水準があり、「正常的な水準から現実の株価が離れたときには何時かもとの正常的な水準にもどる」という予想ないし確信があれば、そのときにはケインズの考えたような事態が発生する。言いかえれば、予想の弾力性がもしマイナスの値をとれば、そのときには株価上昇にともなって弱気が拡って行く。しかし現実に証券市場を支配する予想はかならずしもこういう形のものではない。その端的なあらわれとして、いわゆる「逆指し値」を考えてみよう。たとえば三菱電機株100円買いといえ、三菱電機株が100円もしくは100円以下のとき買いということであり、三菱電機100円売りといえ、100円のときもしくはそれ以上のとき売りということであるのが通常の指し値注文である。これに対して、「逆指し値」というのは「以下売り」・「以上買い」ともいわれるように、100円もしくはそれ以上ならば買い、100円もしくはそれ以下ならば売りという注文である。安ければ買い、高ければ売るという常識からみればまったく逆で、その意味で「逆指し値」といわれるのである。

「逆指し値」の行われる理由はこうである。いまかりに三菱電機の株価が100円以下であるとする。もしこの株の価格が上昇して100円をこしたとする。このとき株



価がさらに上るといふ見込があるからこそ100円以上買  
いという逆指し値の買い注文を出すのである。またかり  
に三菱電機株の価格が100円以上であるとしよう。もし  
この株の価格が下落して100円以下になったとする。こ  
の株価がさらに下落するといふ見込みがあるからこそ、  
100円以下売りという逆指し値の売注文を出すのである。  
要するに、「逆指し値」の背後には、株価上昇の傾向も株  
価下落の傾向もさらに続きそうだといふ予想がある。言  
いかえれば、予想の弾力性を1より大きいとみるのが  
「逆指し値」の考え方である。株価の変動が小さきみな  
浮動にすぎないうちは、「もどり売り」「押目買い」の人  
気も強いが、株価の変動が本格的になると、むしろ楽観  
は楽観を、悲観は悲観を生むという傾向が強くなる。こ  
ういふ状況は現実の証券市場において決して例外的なこ  
とではない。証券市場の好況がつづく、次第に大衆の  
投資家を誘引し、好況がいよいよ大規模になることはよ  
く知られている。ケインズは株価上昇が弱気を次第に増  
加させるといったが、はたしてそのとおりかは疑わしい  
と思う。

ケインズによれば株価の上昇とともに弱気は次第に増  
加し、弱気がついに強気を圧倒するぐらいになれば、そ  
のとき株価は下落に転ずる、というのであった。しかし  
実際に証券市場がそういうように動き、弱気の増加とと  
もに徐々にブームの死滅にいたると見るのは正しくない。  
ほとんど常に証券市場の大暴落のまえには熱狂的な相場  
が出現し、いわば青天の霹靂のように恐慌的な一瞬がお  
とずれるのである。証券市場のブームの末期に熱狂的な  
相場があらわれるといふ事実こそが、もっとも雄弁に、  
「価格上昇とともに次第に弱気が拡がる」といふケイン  
ズの理論の受入れがたいことを示している。

#### IV

それにしても株価の上昇とともに、時には多くの、ま  
た時には比較的少くの、弱気を生み出すことまでは否定  
出来ない。ただ問題は、そういう弱気が株を売って得た  
資金を定期性預金として積立てるかという点にある。

弱気の手配が手許にもつ預金ないし現金は、さきに述  
べたように、のちにケインズ自身が投機的動機にもとず  
く流動性選好とよんだものである。投機というものは市場  
の先行きを他人に先んじて見通し、それによって利益を  
得ようとする行為である。利益獲得の可能性を見つけた  
ときに、ただちに即応し得るためには手許に流動性を保  
持しておかねばならない。それが投機的動機にもとずく  
流動性選好にほかならない。さて証券市場で株式を売  
たものが、それによって得た資金を手許におく場合、そ

れを比較的流動性の低い定期性預金の形で保有する理由  
は必ずしも明らかでない。定期性預金で利息を得る方が  
要求払預金の無利息よりよいなどといふのはいまの場合  
の理由としては不十分である。いまさしあたり良い投資  
対象がほかにないからこそ現金もしくは預金の形で保有  
するのであるが、しかしその保有の動機は利殖の手段と  
してではない。将来起り得べき市場の好機を人よりも早  
くつかみたいからである。もしそうであるとすれば、定  
期性預金の形で資金を保有するのが妥当でないことは強  
調する必要がないと思う。(アメリカで定期性預金とい  
われるもののなかには saving account といわれるも  
のがあり、その実際的な取扱いはわが国の普通預金に  
似た点がある。この種類の預金はわが国の定期預金など  
よりははるかに流動性が高い。この点、以上の私の論の  
進め方には若干の留保を必要とするが、しかしそれは全  
体の考え方を交えるほど重要な留保ではない。)

実際にいわゆる弱気がどういふ形で手許資金を保有す  
るかについては種々の場合があり、一概に論ずることは  
出来ない。あるものは現金もしくは要求払預金の形で保  
有するであろうし、またなかには定期性預金の形を採用  
するものもあることも否定出来ない。しかしさらに重要  
なのはコール資金として短資市場に放出するという形態  
である。いまさら言うまでもないがコール資金というの  
は、短資ともいわれるように回収期間がきわめて短い。  
翌日ものは貸した日の翌日返済され、無条件ものは貸し  
た日の翌日はすえおき、それ以後は通告を出した翌日返  
済するということになっている。その意味ではコール資  
金は現金にほぼ準ずるほどに流動性が高いわけである。

容易に考え得るプロセスはこうである。証券市場のブ  
ームが続くにしがって、一方では弱気も発生するが、  
また他方では強気もまた増加する。弱気の発生するのは  
株価が上りすぎたといふ不安によってである。強気が増  
加するのは、先に説明したように、楽観はいよいよ楽観  
を生む事情があるからである。弱気も強気もともに増加  
するといふのは一見奇妙なようであるが、決して矛盾で  
はない。証券市場のブームが進行するにつれて、市場の  
出来高がいちじるしく増加するといふ事実がこれを裏書  
きしている。さて強気の増加は証券資金に対する需要を  
増加させる。自己資金が使いつくされ、証券業者の得意  
先に与える信用の限度も使いはたされると、コール資金  
に依存するようになる。ブームがいよいよ進行するにつ  
れてコール資金に対する需要はますますはげしくなり、  
コール金利に上昇の傾向があらわれてくる。他方、証券  
を売って手許に余裕資金の出来た弱気筋にとっては、コ  
ール資金に出すのは絶好の流動性保持の方法であろう。

ましてコール金利に上昇のきざしがあれば、この傾向はますますあきらかになる。したがって株価の上昇がつづけば、市場における出来高が増加し、コール市場を流れる資金量が増加する、というのが通常の筋道である。

もちろんケインズといえども、弱気によって保蔵された資金が強気による資金需要をまかなうために使われることを否定しているのではない。ただケインズはこれが銀行を通じて行われるような場合を決定的に重視したのである。すなわち、弱気の手配が定期性預金として預入れたものを見返りにして、銀行が信用を供与するという面が、ケインズによって重視されたのである。だがケインズもまたコール市場も通して直接に弱気から強気が資金を借りる可能性を認めなかったわけでない。*Treatise on Money* のある箇所に、「ニューヨーク市場において銀行の仲介なしに弱気のかなりな部分が強気に貸し得るといふ事は、連邦準備制度加盟銀行のもつ定期性預金に課せられる低い準備率の要求と相合して……」云々という1節がある(Vol. II, p. 196.)。この部分の叙述は、私が本稿で述べようとして来た点をケインズ自身も決して見落していなかったことを示している。ただ何回もくりかえしたように、少なくともケインズの強調した点はここになかったようである。

誤解をさけるためにここでひと言ことわっておきたいことがある。それは、手許の余裕資金をコール資金として放出し得るのは大口の投資家にして始めてなし得るといふ点である。小口の投資家が弱気に転じ、それによって余裕資金を得たとしても、コール資金に放出することはほとんど出来ない。彼等はそれを通常の場合に要求払預金として保有し、極めてまれには定期性預金の形にしておくこともないとはいえない。

## V

証券市場の経済的機能については数多くの議論がすで

に展開されている。そのうちの1つとして、いわゆる Absorption Theory といわれるものがある。きわめて簡単にいえば、証券市場における株式売買は、一般経済界から購買力を吸収する傾向にあり、証券市場の活況はやがて一般経済界における景気を停滞せしめる。というのがその基本的な考え方である。ただ細かくみれば、Absorption Theory といわれるもののなかにも2つの異なる流れがある。その1つは比較的古くから存在する常識的な見解で、株式売買に要する営業資金の量は証券市場の活況とともに増加し、それだけ産業的流通から金融的流通へ資金が釘付けされる、というのである。ここで株式売買に要する資金というのは、ケインズ用語法でいえば、“business-deposit B”である。これはケインズによれば、全体としての貨幣のなかできわめて小さい割合しかしめておらず、たとい証券市場の活況によってその量がいささか増加したとしても、産業的流通に大きい影響をあたえ、一般経済界の景気を左右し得るほどのものとは考えられない。このような批判は単にケインズだけではなく、ほかにも多くの経済学者によって支持されており、素朴な Absorption theory は現在ではほとんど支持されていないようである。

もう1つのタイプの Absorption theory は本稿で採上げたケインズのような見解で、弱気による保蔵が一般経済の景気を停滞せしめる要因になるというのである。すでに本稿において強調してきたように、弱気がつねに必ずしも定期性預金の形で余裕資金を保有するとはかぎらないし、その意味でそれが absorption になるかどうかは疑わしい。いうまでもなく、産業的流通と金融的流通の区別を明らかにし、また流動性選好の考えを精密化したのはケインズのすぐれた業績である。しかしまたケインズのこのすぐれた著想にも多くの欠点のふくまれていることを私は指摘したいと思うのである。