

このように、利子率が貨幣の需給を一致させる水準にあるとき市場は落ち着き、それ以外の水準にあるときは、人々の行動によって自動的にその水準へと押し戻されていきます。したがって、私達は**債券の利子率は貨幣の需要と供給を一致させる水準に「決まる」**とすることができます。

なお、本章では、人々は資産における流動性と収益性のバランスをとるために、貨幣と債券の割合を決定すると想定しました。最良の割合を決める鍵は債券の利子率です。そして、このような想定の下では、貨幣の需要と供給が一致するように利子率が決まることを確認しました。このように、貨幣（流動性）と債券（収益性）の間の資産選択の結果として利子率が決まるという考え方を、「流動性選好理論」といいます。

均衡および均衡利子率

一般に、需要と供給が一致していて、人々に行動を起こす誘因が存在しない状態を、経済学では「均衡 (equilibrium)」と呼びます。これは、全ての人の希望が満たされていて、(満たされていない) 希望を満たそうと行動を起こす人が存在しない状態です。また、そのような状態を実現させる利子率を、「均衡利子率」と呼びます。同様に、外国為替市場においてドルの需給を一致させるような為替レートの水準を、「均衡為替レート」と呼びます。

2.7 利子率に影響を及ぼす要因

第1章では、「円建資産（円建債券）の利子率が変化することによって為替レートが変化する」ことを見ました。では、そもそも円建債券の利子率はなぜ、どのようにして変化するのでしょうか。なお、本章でも「利子率の変化」とは「均衡利子率の変化」を指します。

最初に、均衡利子率が増える様子を図上で考えてみましょう。第1に、図 2.16 の右側のように、貨幣需要曲線が変化すると均衡利子率は変化します。第2に、図の左側のように、貨幣供給曲線の変化も均衡利子率を変化させます。したがって、均衡利子率を変化させる要因を特定するためには、**貨幣需要曲線や貨幣供給曲線を変化させる要因が何か**を考えればよいのです。

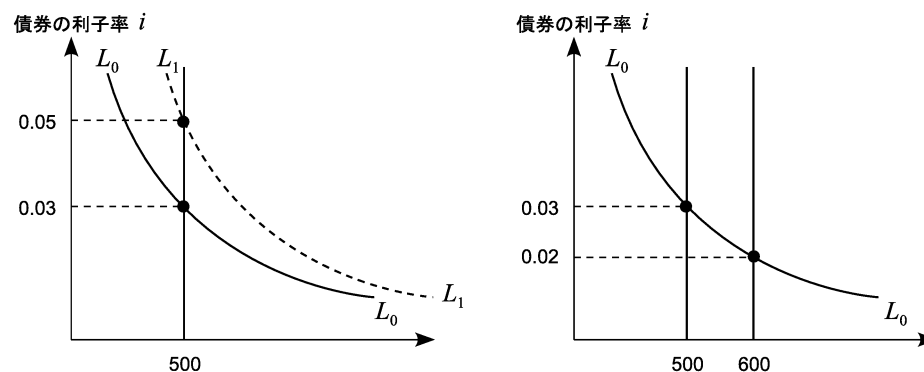


図 2.16: 均衡利子率の変化

2.7.1 貨幣需要曲線を変化させるもの—GDP

今年、昨年に比べて GDP が拡大したとしましょう。GDP が拡大したということは、昨年より多くの製品・サービスが生産され、購入されることを意味します。したがって、私達はより多くの代金決済に備えて、同じ利子率であっても昨年より多くの貨幣を持つことを望むでしょう。たとえば、昨年であれば利子率 0.03 のとき 500 の貨幣を持てば十分だったが、今年は同じ 0.03 の利子率でも取引の増加が予想されるため 600 の貨幣を持ちたいと考えるでしょう。0.03 以外の利子率についても同様に、私達は景気拡大前と比較してより多くの貨幣を持ちたいと考えるはずで

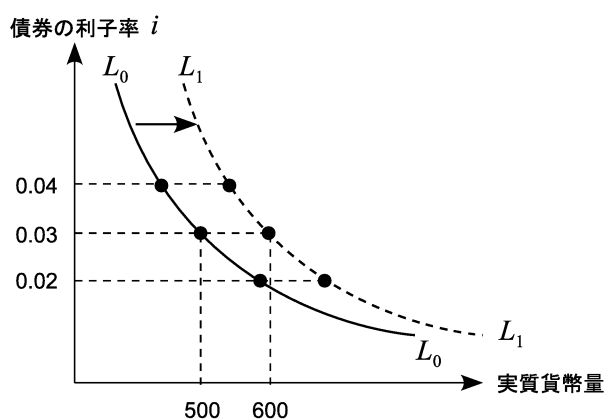


図 2.17: GDP の拡大と貨幣需要曲線

これは、図 2.17 から明らかなように、貨幣需要曲線が L_0L_0 から L_1L_1 へと右側にシフトすることを意味します。したがって、GDP が拡大すると貨幣需要曲線は右側にシフトし、均衡利子率は押し上げられることとなります（図 2.18 左側）。一方、反対に GDP が縮小すれば、ちょうど反対のことが起こります。すなわち、取引が縮小するため、GDP が大きかったときほど多くの貨幣を持つ必要はないと考えるでしょう。これは貨幣需要曲線の左側シフトを意味し、均衡利子率を押し下げることとなります（図 2.18 右側）。

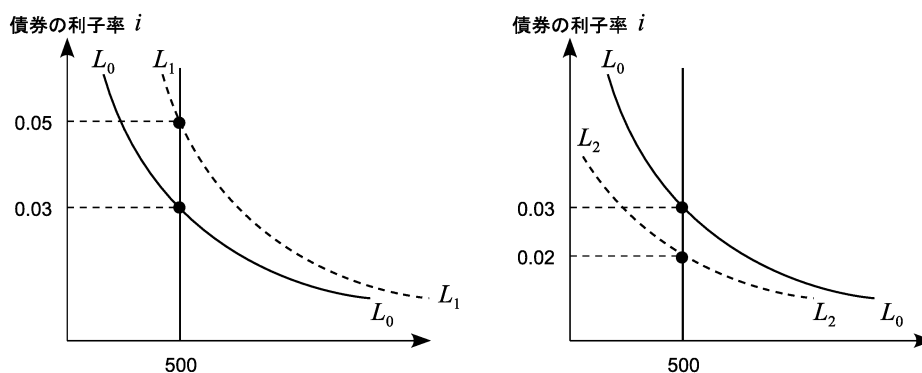


図 2.18: GDP の変化と均衡利子率

GDP の拡大 \Rightarrow 貨幣需要曲線の右側シフト \Rightarrow 均衡利率の上昇
 GDP の縮小 \Rightarrow 貨幣需要曲線の左側シフト \Rightarrow 均衡利率の低下

同様な貨幣需要曲線のシフトは、債券の魅力を相対的に高める/低めるような変化によっても生じます。たとえば、人々が何らかの理由で国債の償還に疑問を抱いた場合を考えてみましょう。国債は以前ほど魅力あるものではなくなるため、同じ利率でも私達は以前ほど多くの国債を持つことを躊躇し、代わりにより多くの貨幣を持つことを望ましいと考えるでしょう。たとえば、以前は利率 0.03 ならば貨幣は 500 程度にしてその分多くの国債を持ちたかったのが、もはや同じ 0.03 の利率でも債券を 100 減らしてその分貨幣を多く（つまり 600）持ちたいと考えるでしょう。0.03 以外の利率についても同様のことが言えますので、この国債の魅力の変化によって貨幣需要曲線は左側にシフトすることになります。結果として、均衡利率は上昇することになります。

2.7.2 貨幣供給曲線を変化させるもの—中央銀行の政策、物価水準

2.4 節で見たとおり、学部レベルのマクロ経済学では、貨幣の供給は中央銀行が政策的意図に基づいて決める（あるいは決めることが可能である）と仮定します。したがって、中央銀行がより多くの貨幣（たとえば 600）を流通させようと思えば貨幣供給量は増えます。これは、図では貨幣供給曲線が S_0 から S_1 へと右側にシフトすることを意味します（図 2.19 左側）。すぐにわかるように、貨幣供給量の増加は均衡利率を低下させます。

一方、中央銀行が貨幣供給量を縮小させる（流通している貨幣を吸収する）と、貨幣供給曲線は左側にシフトし、均衡利率は上昇します（図 2.19 右側）。

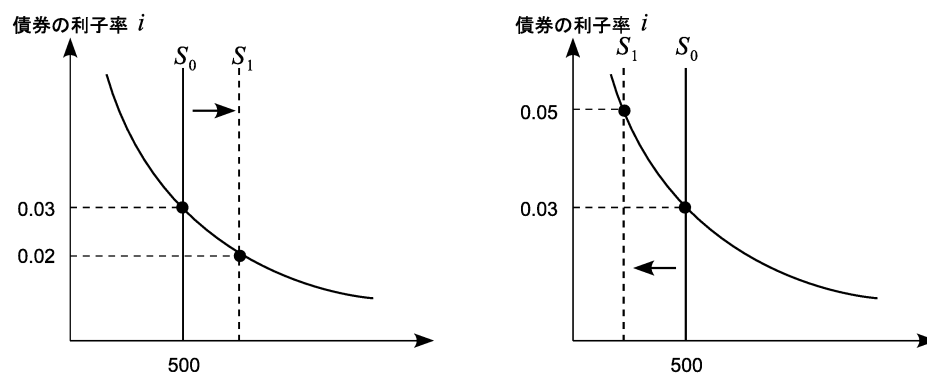


図 2.19: 貨幣供給量の変化と均衡利率

貨幣供給量の拡大 \Rightarrow 貨幣供給曲線の右側シフト \Rightarrow 均衡利率の低下
 貨幣供給量の縮小 \Rightarrow 貨幣供給曲線の左側シフト \Rightarrow 均衡利率の上昇

貨幣供給曲線は、物価水準が変化した場合にも変化します。なぜなら、物価水準が変化することによって、流通している貨幣の**実質的な量**（モノで測った貨幣供給量、**実質貨幣供給量**）が変化するからです。すなわち、物価水準が上昇すれば、流通している（すなわち私達が保有している）貨幣で購入できるモノの量は減ってしまい、実質的には前より少ない貨幣しか持たないのと同じになります。反対に、物価が下落すれば、現行の貨幣量で以前より多くのモノが購入可能となり、実質的にはより多くの貨幣を持つことと同値になります。

以上の説明からわかるように、物価水準の上昇は実質貨幣供給量を縮小させ、貨幣供給曲線を左側にシフトさせます。したがって、均衡利率を上昇させます。一方、物価水準の下落は実質貨幣供給量を拡大し、貨幣供給曲線を右側にシフトさせ、均衡利率を低下させます。図は練習問題として自分で描いてみてください。

物価水準の上昇	⇒	貨幣供給曲線の左側シフト	⇒	均衡利率の上昇
物価水準の低下	⇒	貨幣供給曲線の右側シフト	⇒	均衡利率の低下

2.7.3 背後で何が起こっているのか

以上で、GDP・(名目)貨幣供給量・物価水準の変化が貨幣需要曲線・貨幣供給曲線をどう変化させ、均衡利率をどう変化させるかを見ました。しかし、これでは「視覚的に理解した」という域を出ず、GDPの拡大が利率を上昇させる「メカニズム」を理解したとは言えません。そこで、ここでは図の背後で何が起こっているのかを、少し細かくフォローしておきましょう。

GDPの拡大

昨年、GDPが500兆円、利率0.03で貨幣の需給が一致していたとしましょう。今年、GDPが550兆円に拡大すると、取引量が増加するため私達は昨年と同じ貨幣保有では足りないことに気がきます。そこで、手持ちの債券を売って代金として貨幣を受け取り、資産における貨幣の比率を上昇させようとしています。これは、債券市場における債券供給の急増を意味するため、債券の価格が低下し、その利率が上昇しはじめます。利率の上昇は貨幣保有コストの上昇を意味するので、やがて貨幣需要は減少していきます。貨幣需要がもとの貨幣供給量に等しくなるまで減少したとき、私達の債券供給がストップし、債券価格の下落・利率の上昇もストップします。こうして、GDPの拡大の結果債券価格は低下し、利率は上昇するのです。

GDPの縮小が利率の低下を引き起こすメカニズムについては、練習問題として考えてみてください。

GDP の拡大

- ⇒ 取引の増大, 貨幣の不足
- ⇒ 貨幣を増やそうと債券を売却
- ⇒ 債券価格低下, 債券利子上昇
- ⇒ 貨幣保有コストの上昇, 貨幣需要の減少
- ⇒ 再び貨幣の需給が一致

(名目) 貨幣供給量の拡大

利子率 0.03 で貨幣の需給が一致していたとしましょう。今、中央銀行が突如貨幣供給量を増加させると、もともとちょうど欲しいだけ貨幣を保有していたのですから、私達は余分な貨幣を持たされることになります。当然、この余分な貨幣を収益を生む債券に換えるべく、債券市場で債券を購入しようとしています。これは債券需要の急増を意味し、したがって債券価格が上昇、その利子率は低下しはじめます。しかし、債券の利子率の低下は貨幣保有コストの低下を意味しますので、同時に貨幣需要が増加していきます。やがて、貨幣需要が政府が増やした分に等しいところまで増加すると、私達は債券購入を止め、債券価格の上昇は止まり、利子率の低下も止まります。こうして、中央銀行による(名目)貨幣供給量拡大の結果、債券価格が上昇し利子率は低下するのです。

貨幣供給量の縮小が利子率の上昇を引き起こすメカニズムについては、練習問題として自分で考えてみてください。

物価水準の上昇

利子率 0.03 で貨幣の需給が一致していたとしましょう。今、物価が上昇すると、保有している貨幣の**実質的な量**が減少することになります。もともとちょうど欲しいだけ貨幣を保有していたのですから、私達は貨幣不足に直面します。当然、この足りない分の貨幣を入手すべく、債券市場で債券を売却して貨幣を入手しようとしています。これは債券供給の急増を意味し、したがって債券価格が低下、その利子率は上昇しはじめます。しかし、債券の利子率の上昇は貨幣保有コストの上昇を意味しますので、同時に貨幣需要が減少していきます。やがて、物価上昇によって実質的に減少してしまった貨幣保有量に等しいところまで貨幣需要が減少すると、私達は債券の売却を止め、債券価格の下落も止まり、利子率の上昇も止まります。こうして、物価水準の上昇の結果、債券価格が低下し利子率は上昇するのです。

物価水準の下落が利子率の低下を引き起こすメカニズムについては、練習問題として自分で考えてみてください。

2.8 GDP, 貨幣供給量, 物価水準の変化と為替レート

図 2.1 で見たように、第 2 章では為替レートが円建債券の利子率の変化にどう影響されるかを見ました。一方、本章では、その円建債券の利子率が、GDP, 貨幣供給量および物価水準の変化にどう影響されるかを見ました。したがって、図 2.20 のようにこれら

2つの分析を結合すれば、**GDP**、**貨幣供給量**および**物価水準**の変化が**利子率**を通じて**為替レート**にどう影響するかを知ることができます。

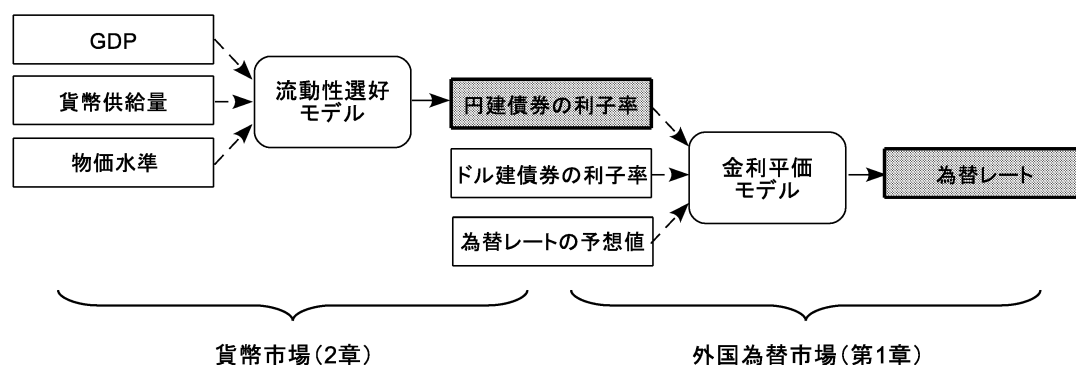


図 2.20: 利子率，為替レート

前節で見たように、GDP の拡大，貨幣供給量の縮小，物価水準の上昇は円建債券の利子率を上昇させます。一方，前章で見たように，円建債券の利子率の上昇は為替レートを低下（円を増価）させます。したがって，

日本の GDP の拡大，貨幣供給量の縮小，物価水準の上昇は為替レートを低下させる（円を増価させる）

ということが分かります。同様に，GDP の縮小，貨幣供給量の拡大，物価水準の低下は円建債券の利子率を低下させますが，円建債券の利子率の低下は為替レートを上昇（円を減価）させます。したがって，

日本の GDP の縮小，貨幣供給量の拡大，物価水準の低下は為替レートを上昇させる（円を減価させる）

ということがわかります。

GDP，貨幣供給量，物価水準の為替レートに対する影響を図で確認するには，第1章と第2章の図を合わせた図 2.21 を用いると簡単です。左側で貨幣の需給が一致するよう円建債券の利子率が決定され，右側で，その利子率がドル建債券の期待収益率に一致するように為替レートが決定されています。

この図を用いれば，GDP・貨幣供給量・物価水準の変化が為替レートに及ぼす影響を簡単に知ることができます。図 2.22 では，GDP の拡大（貨幣需要曲線の左側シフト）によって円建債券の利子率が 0.03 から 0.05 へと上昇し（図左側），結果として為替レートが 100 円から 98 円へと低下する（円が増価する）様子が描かれています（図右側）。貨幣供給量および物価水準の変化がどのように図示されるかは，練習問題としておきましょう。

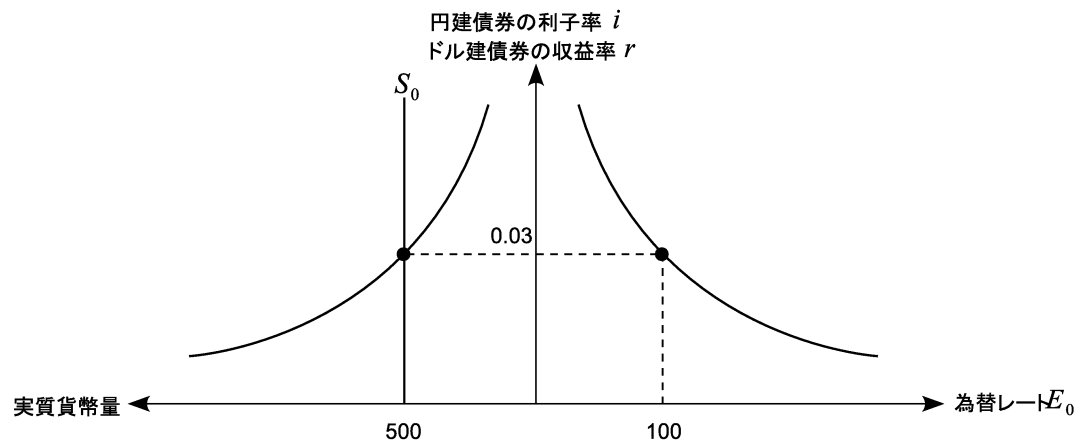


図 2.21: 利率と為替レート (1)

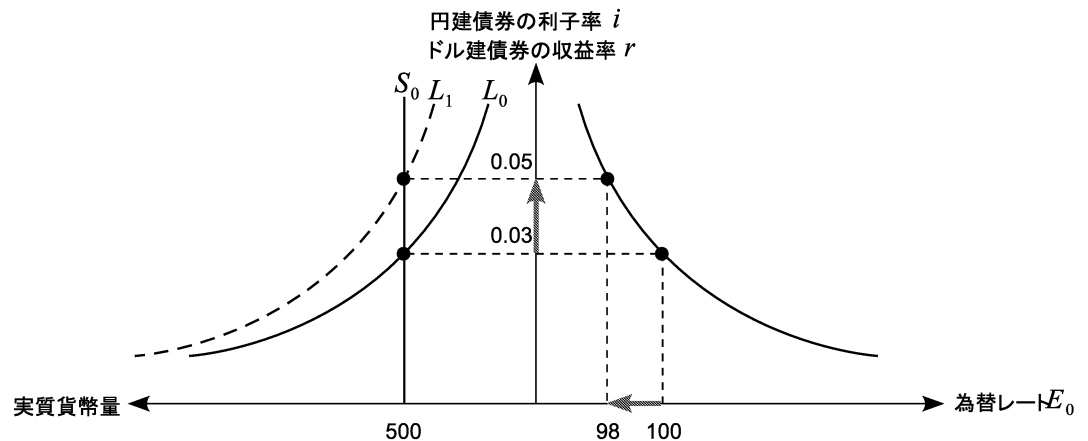


図 2.22: 利率と為替レート (2)

アメリカの GDP, 貨幣供給量, 物価水準の変化

本章では円建債券の利率の決定について見てきましたが, ドル建債券の利率も同様に考えることができます. すなわち, ドル建債券の利率は, アメリカにおける貨幣の需給が一致するよう決定されます. そして, アメリカにおける貨幣の需給は, **アメリカの GDP, 貨幣供給量, 物価水準**に影響されます.

ところで, すでに見たとおり, ドル建債券の利率の変化は為替レートに影響を与えます (p.15, 1.2.5 節). したがって, 本章の分析枠組を用いれば, アメリカの **GDP, 貨幣供給量, 物価水準**の変化が為替レートに与える影響を知ることができます. すなわち, 米国の **GDP** の拡大, 貨幣供給量の縮小, 物価水準の上昇はドル建債券の利率を上昇させます. したがって, 為替レートを上昇させる (=円を減価させる) こととなります. 同様に, 米国の **GDP** の縮小, 貨幣供給量の拡大, 物価水準の低下はドル建債券の利率を低下させます. したがって, 為替レートを低下させる (=円を増価させる) こととなります. これら米国の変数の変化が為替レートに与える影響が図 2.22 上でどのように表わされるか考えてみるとよいでしょう.

付録：機会費用

貨幣の保有量を増やすことは債券の保有量を減らすことであり、その分の利子収入を諦めることだと言いました。この利子収入を、貨幣保有のために犠牲にされるという意味で、経済学では貨幣保有の費用と考えます。貨幣保有の費用と言うと、多くの人は現金を安全に保管しておくために必要なサービス（たとえば貸し金庫など）の利用料を思い浮かべるかもしれませんが、しかし、経済学でいう費用、より厳密には**機会費用（opportunity cost）**は日常の意味での「会計的な費用」とはかなり異なります。すなわち、ある選択の機会費用とは、選ばれることのなかった他の選択肢から得られたであろう収入や満足の意味します。たとえば、数年前、18歳のあなたは大学へ入学するを選択しました。しかし、あの時大学に入学せずに就職していたら、相応の収入を得られたでしょう。したがって、大学へ行くことを選んだあなたは、就職して稼ぐことを諦めたわけです。いわば就職という選択から得られる収入を犠牲にして、あなたは大学に通っているのです。したがって、そうした収入が大学進学**の機会費用**ということになります。

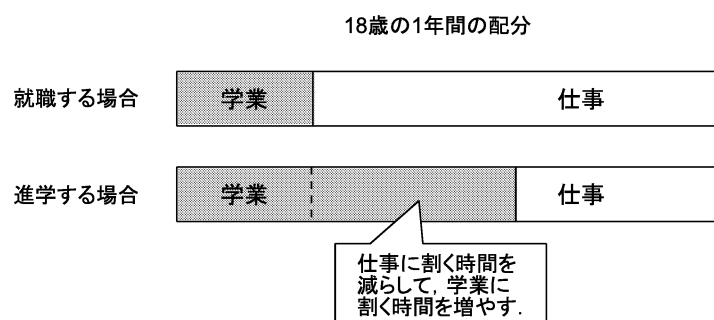


図 2.23: 進学の機会費用

なぜ、このような日常とは異なる費用概念を用いるのでしょうか。それは、私達の日々の意思決定が、基本的に「**限られたものの複数用途への配分**」の決定だからです。たとえば、朝起きて今日の国際金融論の講義に出席するかどうかあなたは考えます。あなたの1日は有限（24時間）です。したがって、国際金融論の講義（90分）に出席することは、自動的に他のこと（たとえばアルバイト）に割り当てる時間を90分減らすことを意味します。このとき、あなたは当然講義出席によって失われるアルバイトの給与の大きさを考えるはずで、「自分はバイトをしていないので、そんなこと考えずに講義に出席しますよ」という人もいるでしょう。しかし、その人は睡眠時間や読書の時間（から得られる休息や知的興奮）を犠牲にしているわけで、結局のところ同じ問題に直面しています。

また、あなたは今コンビニの棚の前に立って、何を購入するか考えているとします。あなたの財布の中には1000円札が1枚だけ入っています。ここで400円の弁当を購入することは、他のもの（たとえば雑誌）を諦めることを意味します。したがって、弁当を買うという選択は、たとえば雑誌を買っていたら得られるであろう満足・楽しみを放棄することなのです。このとき、あなたは当然、弁当購入によって買えなくなる雑誌の中身がどのような内容なのか考え、それ以上の満足が弁当から得られると判断するならば、弁当を選ぶでしょう。

これらは、私達の時間や財布の中身が**無限**であれば考察する必要のない問題です。しか

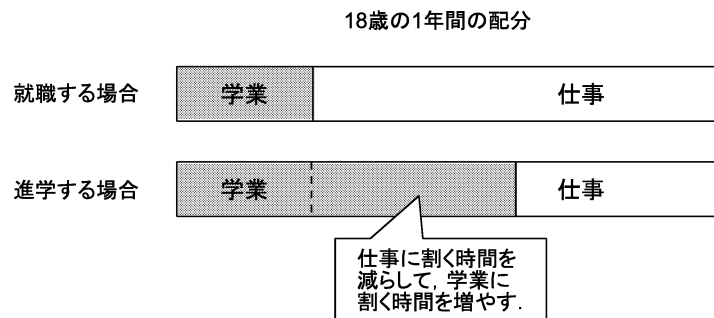


図 2.24: 講義出席の機会費用

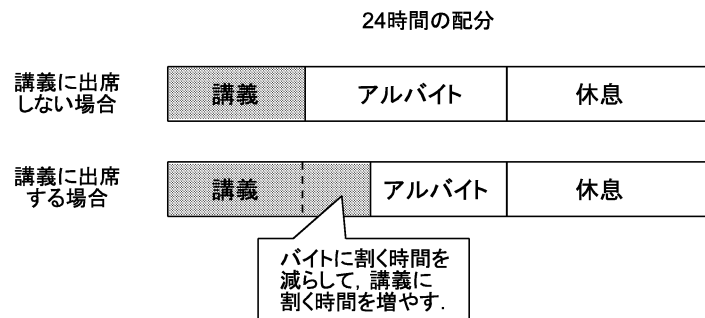


図 2.25: 弁当購入の機会費用

し、現実には私達が何かを得るために使おうとするもの（経済学では「資源 (resource)」と呼びます) は有限です。したがって、私達の日々の意思決定は、基本的には有限のものをどの用途へ割り振るかという**資源配分の問題**となるのです。そして、そのような意思決定問題においては、ある選択の裏で失われる機会は何れくらい大きいのか、すなわち機会費用の大きさが重要となってくるのです。