

ケインズ経済学の理論的發展

——その若干の予備的考察——

松川周二

§ 1

近年、さまざまな視角からのケインズ研究が進められ、多くの研究成果が発表されていることは周知の事実であり、その直接的契機がクラーワー¹⁾ (R. Clower) やレーヨンフーフド²⁾ (A. Leijonhuvd) らによる「ケインズ再解釈」という新しい研究方向であったことは間違いない。しかしそれと同時にケインズ派経済学が理論的にも政策論的にも厳しく批判され近代経済学それ自身が「多様化」をよぎなくされている現在、我々はあらためてケインズ自身の経済学を再検討・再評価する必要に迫られていることを見逃すわけにはいかない。しかも『ケインズ全集 (The Collected Writings of John Maynard Keynes)』の刊行が完了し、ケインズ研究のための基礎資料が容易に入手するという有利な条件が整ったのである。

それゆえ今後とも、多面的な研究によってケインズ経済学の全体像を明らかにすることが重要となるが、その場合少なくとも我々は、次の2つの点に留意する必要があるように思われる。

(1) ケインズ経済学は相互に関連する3つの構成要素——「資本主義経済観と新しい資本主義経済像の追求」「具体的な政策提言と新しい政策原理の確立」「正統派経済学の批判的検討にもとづく新しい経済理論の創造」——によって形成されており、我々はそれら3つの構成要素の相互関連をふまえつつ、ケインズ経済学をそれらの総体として捉えなければならない。

(2) ケインズ経済学は、つねに現実の経済社会的状況や直面する経済問題と

密接に結びついている。したがって我々は、ケインズ経済学を第1次大戦から30年代にかけての時代状況との対応関係のもとに論じなければならない。

我々は以上のことに留意しつつ、本論においてケインズ経済学の理論的發展について若干の考察を試みたい。すなわち本論の目的は、ケインズのすぐれた一連の理論的著作の意義を正しく評価することにより、ケインズ理論がどのような発展過程をたどって展開されていったのかを検討することであり、それを通じて我々は、何がケインズ理論の核心なのかを可能な限り明らかにしたい。

* 本稿は、筆者が本誌に掲載中の『ケインズ経済学研究序説』(第I部のみ完結)の第III部「ケインズ経済理論の形成と展開」の序論的な内容をもつものであるが、ここでは独立した論文として発表させていただくことにする。

- 1) 例えば、ミロ・ケインズ編『ケインズ——人・学問・活動』(M. Keynes ed., *Essays on John Maynard Keynes*, 1975, 佐伯・早坂訳, 東洋経済新報社, 1978年), D. Moggridge ed., *Keynes: Aspects of the Man and His Work*, 1974, モグリッジ『ケインズ』(Moggridge, *John Maynard Keynes*, 1976. 塩野谷祐一訳, 東洋経済新報社, 1979年), パテンキン編『ケインズ, ケンブリッジおよび一般理論』(D. Patinkin ed., *Keynes, Cambridge and the General Theory*, 1977. 保坂・菊本訳, マグロウヒル好学社, 1979年), スキデルスキー編『ケインズ時代の終焉』(R. Skidelsky ed., *The End of the Keynesian Era*, 1977, 中村達也訳, 日本経済新聞社, 1979年), A. Thirlwall ed., *Keynes and International Monetary Relations*, 1976, *Keynes and Laissez-Faire*, 1978, また我国でも, 福岡正夫・早坂 忠・根岸隆『ケインズと現代』税務経理協会, 1983年, 伊東光晴『ケインズ』講談社, 1983年, 西部邁『ケインズ』岩波書店, 1983年, 「経済セミナー」別冊『ケインズ生誕100年』1983年4月(巻末に「ケインズ文献案内あり」, 「季刊現代経済」臨時増刊, 『ケインズ生誕100年』1983年3月, などがある。
- 2) “The Keynesian Counter-Revolution”, in F. H. Hahn & F. P. R. Brechling (ed) *The Theory of Interest*, 1965.
- 3) 『ケインジアンとケインズの経済学』(*On Keynesian Economics and the Economics of Keynes* 1968, 根岸隆監訳, 東洋経済新報社, 1978年)

§2

1909年、再提出した『確率論研究』¹⁾によってケンブリッジ・キングス・カレッジのフェロー（特別研究員）の資格を得たケインズは以後、多面的で精力的な諸活動を続けながらも、経済学講師・経済学研究者としての道を歩むことになる。²⁾

第1次大戦前のケインズは、それまでのインド省での実務的な経験を生かし、インドの通貨・金融問題を研究し、その成果を処女作『インドの通貨と金融』³⁾（1913年）として出版するとともに、ケンブリッジにあっては「経済原論」や「金融論」を講義する多忙な教師であった。この時期のケインズは疑いもなく忠実なマーシャリアンであり、マーシャルの経済学を積極的に摂取・吸収し、その継承・発展を自らの課題としていた⁴⁾のである。

周知のように限界革命以後の正統派経済学の発展は、マーシャル（A. Marshall）⁵⁾の『経済学原理』（1890年）によってその基礎理論が確立され、残された課題は、より応用的・実証的な経済学の研究であるという認識が多くの（とりわけケンブリッジ学派の）経済学者の間で広がっていた。それゆえ新しい世紀の到来とともに、経済学研究の新しい2つの潮流が急速に広がっていくことになるのである。

第1の潮流は、正統派経済学の静態的理論に対してより動態的（動学的）な経済学——とりわけ景気変動理論の研究である。

はやくも19世紀末からマルクス経済学の影響のもとにツガン・バラノフスキー（Tugan-Baranowsky）が、そしてそれを発展させたシュピートホフ（A. Spiethoff）が過剰投資説を展開し、これとほぼ時期を同じくしてフランスではアフタリオン（A. Aftalion）が加速度理論を用いて消費財需要の変動にもとづく累積的な景気変動過程を説明しており、またホブソン（J. A. Hobson）も独自の過少消費説を主張していた。一方、ケンブリッジにおいてはホートレー（R. G.

Hawtrey) が早くから純粋に貨幣的な景気変動理論を展開しており、このような状況のもとでピグー (A. C. Pigou) も、マーシャルの経済学を基礎に、より総体的な景気変動理論を追求しつつあったのである。⁶⁾

これに対して新しい経済学研究の第2の潮流は、貨幣経済理論——とりわけ貨幣数量説の発展である。

貨幣量と物価水準の比例的関係を主張する素朴な貨幣数量説は、古典派経済学以前からの古い伝統をもつが、フィッシャー (I. Fisher) は『貨幣の購買力』⁷⁾ (1911年) において、それを交換方程式として定式化し、貨幣数量説は物価水準の決定および変動の理論として再び注目を集めることになる。他方、ケンブリッジにおいてもピグーがマーシャルの伝統 (貨幣残高数量説) を、ケンブリッジ学派の貨幣残高方程式として定式化した。⁸⁾ ピグーも認めているように、それら2つのタイプの貨幣数量説は決して相対立するものではなく、その相違は両者の視点の違いであり、それらはむしろ相互補完的といえる。しかしその後の貨幣経済理論の発展からみれば、貨幣残高数量説の方がより重要であったことは否定できない。⁹⁾

このような20世紀初頭の新しい経済学研究の興隆が若きケインズにも大きな学問的刺激を与えたことは間違いない。この時期ケインズは、マーシャルの成果に依拠しつつ通貨・信用・物価などの貨幣経済理論の研究にとりこんでおり、その成果の一端は早くも1911年、前述したフィッシャーの『貨幣の購買力』に対する書評として示された。¹⁰⁾

そのなかでケインズは、「金および銀委員会」(1887年)、「インド通貨委員会」(1898年) におけるマーシャルの証言を援用しつつ、貨幣量の変化と物価変動の因果関係についてのフィッシャーの説明の不十分さを指摘する。すなわちケインズは、マーシャルの「金の流入→銀行の準備率の上昇・貸出能力の増加→商人や投機家の借入の容易さの増大」という因果関係を示し、物価水準を上げるのはこのような商人や投機家の増加した購買力 (需要) であると主張して、フィッシャーを「新しい金の流入があれば自然の魔法のようなもので、自動的に物価上昇がおこると言っている」¹¹⁾ と批判するのである。

さらにケインズは1913年、以上のようなフィッシャー理論に対する批判的検討をふまえ、その後のケインズ理論の基点ともなる試論的な景気変動理論を提示する。¹²⁾

ケインズはまず、銀行の現金準備率の変化によって景気変動を説明しようとする見解を、銀行側の不注意という非現実的な仮定に立脚しているとして批判するとともに、過剰投資説を実物的にみて投資が貯蓄を超過することは文字通り不可能であり、また好況期に非採算的な投資が過剰となるという見解も現実的でないと否定する。そしてケインズは、投資-貯蓄の不均衡と銀行の資産選択行動とを結合させることにより好況に伴う投資の増加を、銀行による流動資産の固定化（短期の貸付から固定資本投資への長期的な貸付への転換）によって、また好況の崩壊を銀行の流動資本の不足（過大な長期貸付）によって説明するのである。¹³⁾

しかしケインズは第1次大戦の勃発とともに大蔵省に入って戦時金融の処理に当り、さらに大戦後もヴェルサイユ講和会議に大蔵省の首席代表として出席するなど多忙をきわめ、経済学研究の中断をよぎなくされることになる。

- 1) 1921年、『確率論 (*Treatise on Probability*)』として出版される。The Collected Writings of J. M. Keynes, VIII, (以下、ケインズ全集に邦訳されていない巻についてはJMKと略記する)
- 2) ハロッド『ケインズ伝』(R. Harrod, *The Life of John Maynard Keynes*, 1951, 塩野谷九十九訳, 東洋経済新報社, 1968年)の第4章を参照。
- 3) *Indian Currency and Finance*, (『ケインズ全集』第1巻, 則武保夫・片山貞夫訳, 東洋経済新報社)
- 4) JMK XII, *Economic Articles and Correspondence: Investment and Eduorial*, Chapter 5, およびモグリッジ『ケインズ』(前掲訳書)第3章を参照。
- 5) *Principles of Economics*, (馬場啓之助訳, 東洋経済新報社, 1964年)
- 6) 以上のことについては例えば、ハーバラー『景気変動論』(G. Harberler, *Prosperity and Depression*, 1957, 松本・加藤・山本・笹原訳, 東洋経済新報社, 1966年)を参照。
- 7) *The Purchasing Power of Money*, 1911.
- 8) "The Value of Money," *Quarterly Journal of Economics*, November 1917.
- 9) 貨幣数量説の詳細については例えば、マルシャル・ルカイヨン『経済分析と貨

幣』(J. Marchal et Jacques Lecaillon, *Théorie des Flux Monétaires*, 1967, 溝川喜一訳, ミネルヴァ書房, 1978年), 高橋泰蔵・小泉明『交換方程式と現金残高方程式』勁草書房, 1958年などを参照。

- 10) *Economic Journal* September. 1911, JMK XI, *Economic Articles and Correspondence; Academic* pp.375~381.
- 11) *Ibid.*, p.377.
- 12) "How Far are Bankers Responsible for the Alternations of Crisis and Depression?", JMK XIII, *The General Theory and After: Part 1* pp.2~14.
- 13) 本論の §4 で述べるように, このようなケインズの景気変動理論は, 初期『貨幣論』の原型といえる。

§3

第1次大戦後, 資本主義諸国は程度の差こそあれ, 戦後インフレとその後の反動的なデフレを経験するが, このことからケインズは資本主義的貨幣経済に固有の貨幣価値の不安定性を強く印象づけられるとともに, その安定化政策の必要性を痛感する。¹⁾『貨幣改革論』(1923年)は, このような状況のもとで書かれたいくつかの論文(1921~1922年)に依拠しており, 必ずしも体系的な著作とはいえないが, 資本主義的貨幣経済の性格の解明および自由裁量的な経済政策(とりわけ「貨幣改革」にもとづく積極的な貨幣政策)の確立をめざす先駆的業績として高く評価されている。

しかしそれとともに我々は, ケインズが『貨幣改革論』においてケンブリッジ学派の貨幣残高数量説にもとづいて物価変動の動態理論を展開していることに注目したい。

ケインズはまず, 貨幣残高方程式についてピグーとはほぼ同じ定式化を行なうが, それをより一般的に示せば次のようになる。²⁾

$$M = k \cdot P \cdot R \quad (1)$$

ここで(1)式の左辺Mは貨幣供給量を, Pを物価水準, Rを公衆の富と所得から

なる総資力とし右辺を公衆の貨幣需要とすれば、(1)式は貨幣の需給均衡式にはかならない。また k の大きさは、公衆が総資力のうちどれだけを貨幣残高で保有するかを示しており、ケインズによれば、 k は「現金を支出ないし投資することから得られる利点と現金をより多く手中にもつことによって得られる追加的³⁾便益との評価によって決まる」のである。このように貨幣残高数量説の特徴は、機械的な恒等式であるフィッシャーの数量説と異り、明確に定式化された貨幣残高需要関数にもとづいた貨幣の需給均衡式であるといえる。

しかしここで重要なのは一般に貨幣残高数量説では k が一定と仮定されていることであり、このことは公衆の望ましい貨幣残高が物価水準に比例することと同義である。さらにこの仮定を家計の行動仮説として捉えるならば、それは家計がどのような物価水準のもとでも常に一定量の財・サービスを確実に購入しうるだけの貨幣残高を保有する（換言すれば一定の実質貨幣残高を維持する）⁴⁾ことを意味している。以下我々はこのような貨幣残高数量説の基本的前提を**実質貨幣残高一定の仮定**と呼ぶことにすれば、明らかにそれは物価変動の累積化を阻止する要因として作用することになる。

では実際ケインズは『貨幣改革論』において、どのような物価変動の動態理論を展開したのであろうか。そこで我々は『貨幣改革論』の次の2つの特徴に注目したい。

その第1の特徴は、物価変動過程における公衆の投機的動機による貨幣と実物財との代替という行動を明示的に導入した⁵⁾ことである。すなわちケインズは第1次大戦後のような激しい物価変動のもとでは人々は物価水準の安定性に対する信頼感を喪失しており、物価水準の累積的な変動を予想するだろうと指摘する。したがってもし現実の物価水準が上昇（下落）しているならば、公衆はよりいっそうの物価上昇（下落）を予想することになり、値上り差益を得るために（値下り益損を避けるために）公衆は手持ちの貨幣残高を減少（増加）させ、逆に実物財の保有を増加（減少）させることになる。そこでこのような公衆の実質貨幣残高需要（= k ）が予想される物価水準の変化に依存するという仮定を、公衆の**投機的行動の仮定**と呼ぶことにすれば、それは明らかに物価変

動の累積化要因として作用することになる。

第2の特徴は、ケインズが物価変動を通貨インフレ・デフレ、信用インフレ・デフレ、実質貨幣残高インフレ・デフレの3つのタイプに分類し、とりわけ第3のタイプを重視していることである⁶⁾。ここで第1・第2のタイプは、それぞれ中央銀行の金準備政策、市中銀行の支払準備率政策の変化という外生的な要因にもとづくものであるに対して、第3の実質貨幣残高インフレ・デフレは、公衆の望ましい実質貨幣残高の変化(前述した投機的行動の仮定)にもとづくものであり、すくなくとも景気の変動過程はこのような内生的変動要因によって説明されなければならないからである。

しかし『貨幣改革論』の主たる目的が景気変動理論の構築ではなく、むしろ景気安定化政策の確立であったことから、そこでは体系的な景気変動理論は示されていない⁷⁾。このことは我々が本論 §2 で示した1913年の先駆的論文の主たるテーマであった景気変動における貯蓄と投資の不均衡や銀行の積極的な役割がまったく論じられていないことから明らかである。さらに上述した実質貨幣残高の変化についても、投機的動機によって貨幣と直接的に代替される実物財の範囲をより具体的に示されなければならない、この方向の追求が『貨幣論』・『一般理論』への発展の一つの契機となるのである。

- 1) *A Tract on Monetary Reform*, (『ケインズ全集』第4巻, 中内恒夫訳, 東洋経済新報社)
- 2) ケインズ自身の定式化については, 上掲訳書, 61~70ページ。
- 3) 上掲訳書, 64ページ。
- 4) 『貨幣論』以前の貨幣残高数量説では, 物価水準と貨幣賃金率(あるいは生産要素の収入率)の間の比例的関係が暗黙のうちに前提とされており, したがってここでは実質所得は一定である。
- 5) 『貨幣改革論』(前掲訳書), 35および67ページ。このような見解はすでにマーシャルやホートレーが強調しており伝統的な見解といえる。例えばJ. S. ミルはいち早くこの問題の重要性を指摘している。ミル『経済学原理(≡)(Principles of Political Economy, 1848, 末永茂喜訳, 岩波文庫, 1959年)の176ページを参照。
- 6) 『貨幣改革論』(前掲訳書), 67~70ページ。
- 7) また, 資本主義的貨幣経済論としての『貨幣改革論』の意義については, 拙稿「ケインズの資本主義経済観の形成と展開(1)」, 『立命館経済学』第32巻第3号,

1983年、の第3章を参照。

§ 4

ケインズは『貨幣改革論』以後、その成果をふまえ、より体系的な景気変動理論の構築、景気安定化のための経済政策論の確立および新しい国際金融制度の提唱を中心的なテーマに『貨幣論』の執筆にとりかかる。しかし残念ながら、1926年頃までにはほぼ完成されたと思われる初期『貨幣論』¹⁾の具体的な内容がどのようなものであったのか、その詳細は明らかではない。それゆえ我々はわずかに残された草稿やロバートソン (D. H. Robertson) との間で交された書簡などを手がかりにして、初期『貨幣論』の概要を明らかにしたい。

まず3つの経済主体 (家計・企業・銀行) の行動について次のように仮定する。家計の貯蓄は、一部は資金市場を通じて直接企業の固定資本投資のための長期資金を供給し、残りは銀行預金 (家計の貨幣残高) となる。銀行の貸出し可能な資金の一部は企業の固定資本の投資資金として長期貸付され、残りは企業の運転資金への短期貸付となる。それゆえ初期『貨幣論』の家計・企業・銀行の相互関係は次のように示される。²⁾

- ① 家計の貯蓄 = 資金市場への直接的な長期資金供給 + 銀行預金
- ② 企業の固定資本投資のための資金需要 = 家計の貯蓄からの直接的な資金供給 + 銀行の長期貸付
- ③ 企業の運転資本のための短期的な資金需要 = 銀行の短期貸付
- ④ 銀行の総資金 = 長期貸付 + 短期貸付

初期『貨幣論』の景気変動モデルは、以上のようなマクロ経済の基本的なフレームワークと『貨幣改革論』で示された実質貨幣残高インフレ・デフレ分析にもとづいて展開されており、その概要は次のように要約される。³⁾

(1) 生産や雇用の増加を伴う景気回復期には、固定資本投資の増加とともに運転資金 (たとえば賃金ファンド) の増加が必要であり、もしそれが家計の貯蓄

の増加や銀行の余剰資金によって調達される限り、景気は上昇しつづける。

(2) しかしこのような景気の上昇は、固定資本投資の増加、物価上昇に伴う公衆の投機的な行動（本論 §3）による貨幣残高の減少、運転資金の必要額の増大などにより貯蓄不足が生じ、景気の反転をよぎなくされる。

(3) 景気の反転から不況への突入は急速に進行する。なぜなら、それは景気回復期のように貯蓄の増加を伴う必要はなく、企業の悲観的な予想のみで生産や雇用は急激に縮小させることができるからである。

以上のように初期『貨幣論』においては、貯蓄の大きさが決定的に重要な意味をもっていることがわかる。なぜなら不況から景気回復期においては、固定資本投資のための資金および運転資金を最終的に供給する貯蓄の増加こそが生産や雇用の増加の不可欠な条件であり、また貯蓄の不足が好況の崩壊（景気の反転）をひきおこす原因となっているからである。実際このような初期『貨幣論』の特徴は、第1次大戦後から20年代の中期にかけての貯蓄不足というケインズの現実認識と一致している。すなわちケインズは、第1次大戦後の資本主義経済について貯蓄率の低下による資本蓄積の停滞・国民の実質生活水準の低下を憂慮しており、それゆえ貯蓄不足による国内投資の減少は、この時期とくに強調された海外投資批判の有力な論拠となっていたのである。⁴⁾

一方、僚友ロバートソンもケインズと同様に景気変動理論の研究をおしすすめ、⁵⁾『銀行政策と価格水準』（1926年）においてケインズ・モデルにきわめて近い景気変動理論を提示する。

ロバートソン・モデルの核心は、運転資本（ロバートソンのいう流動資本）の需給関係を示す銀行行動方程式——家計の銀行預金からの企業への運転資金の供給＝企業の銀行に対する運転資金の需要——である。⁶⁾そしてロバートソンは、この銀行行動方程式とケンプリッジ学派の貨幣残高数量説を用いて、物価上昇のプロセスを次のように説明する。⁷⁾

いま固定資本投資が増加したとする。その場合、必要資金を資金市場を通じて直接家計から調達するにしても、またそれを銀行の長期貸付に依存するにしても、家計の貯蓄が増加しない限り、銀行行動方程式の左辺は右辺よりも小さ

くなり、銀行による運転資金の供給が需要を下まわる。したがってもし銀行がその超過需要を信用創造によって賄うとするならば、その分だけ貨幣供給は増加し、物価水準の上昇が生じることになる。

このようにロバートソン・モデルにおいては銀行行動方程式が均衡している場合のみ物価水準の安定が実現することになり、ケインズ・モデルと同様、投資の増加が持続されるためには貯蓄の増加が不可欠の条件となるのである。それゆえ我々は、ロバートソン・モデルと初期『貨幣論』モデルは多くの共通点を持ち基本的には同じタイプの景気変動理論とみなすことができる。

そこで我々は以下、初期『貨幣論』モデルのマクロ経済理論としての性格を、**有効需要理論の発展**という視点から明らかにするために、そこではどのような要因が総需要を変動させうるのかを検討しよう。

そこでまずモデルの前提となる家計の意志決定を示せば次のようになる。いま家計の貨幣所得を Y 、消費支出を C 、貯蓄を S 、初期貨幣残高（銀行預金）を M 、望ましい貨幣残高を M^* 、証券需要（資金市場における家計の資金供給）を B^d とすれば、

$$Y = C + S \quad (2)$$

$$M + S = B^d + M^* \quad (3)$$

となり、(2)(3)式より、

$$Y = C + B^d + (M^* - M) \quad (4)$$

となる。ここで(2)式はフローの意志決定、(3)式はストックの意志決定であり、(4)式はフローとストックの意志決定が同時になされることを示している。すなわち(4)式は、所得が一定ならば貨幣支出 $(C+B^d)$ と貨幣残高保有との間に代替的な関係が成立していることを意味している。

消費支出の変化 望ましい貨幣残高が一定ならば、消費支出の増加（減少）＝貯蓄の減少（増加）は、直接的な資金供給の減少（増加）となり、それは証券利子率の上昇（下落）によって企業の投資を抑制（喚起）することになるから、消費支出の増加（減少）は投資需要の減少（増加）によって相殺され、総需要は一定である。しかしもし貯蓄の増加が既発行の証券の購入にあてられた

らどうなるであろうか。しかしこの場合でも、家計が手離した貨幣はいずれ投資のための資金需要をファイナンスすることになるから、それによって総需要が減少することにはならない。

望ましい貨幣残高の変化 (4)式より望ましい貨幣残高の増加(減少)は貨幣支出の減少(増加)となるが、同時にそれは銀行の総資金の増加(減少)を意味している。したがって銀行や公衆が合理的に行動し不活動貨幣残高をもたない限り、それは投資資金の供給の増加(減少)となり、投資需要を喚起(抑制)するから、この場合も総需要は変化しない。

以上のように、初期『貨幣論』において総需要に不足が生じるのは、貨幣供給量が減少している場合か貨幣の保蔵(不活動貨幣残高の増加)が生じている場合であり、逆に総需要が過剰となるのは、貨幣供給量が増加している場合か貨幣の負の保蔵(不活動貨幣残高の減少)が生じている場合である。それゆえ、投資と貯蓄(すなわち総需要と総供給)の関係は、

投資 = 貯蓄 + 貨幣供給量の変化 + 貨幣の保蔵の変化

となる。このように初期『貨幣論』は総需要の変動を貨幣政策の変化・銀行や公衆の非合理的な資産選択によってしか説明しえないという点で、依然として古典派的な枠組に留まっているといわざるをえない⁸⁾。

では次に以上のような貨幣的要因の変化が生じた場合、それは物価水準にどのような影響を及ぼすのであろうか。少なくともケインズは、1925年の時点でこの問題のもつ重要性を認識していたことは、ロバートソンとの間で交された書簡から明らかである⁹⁾。

いうまでもなく貨幣供給量の増加(あるいは貨幣の負の保蔵)は、財市場の超過需要によって物価水準を上昇させるが、その場合にもし公衆の望ましい貨幣残高が一定ならば現実の貨幣残高はつねに望ましい貨幣残高よりも大きくなり、いかなる物価水準においても財市場の超過需要は解消されず、物価上昇は無限大となる。したがって増加した貨幣供給のもとで新しい均衡が達成されるためには、公衆の望ましい貨幣残高が増加しなければならない(本論§3の実質貨幣残高一定の仮定)。しかしケインズは、このような物価上昇に伴う望ましい貨

幣残高需要の増加は、自動的・強制的であり自発的なそれとは区別されるべきであるとするロバートソンの見解を批判し、いづれも公衆の自発的な選択であると主張する。

そしてケインズは、貨幣供給量の増加と望ましい貨幣残高の増加との因果関係の分析こそ新しくかつ重要な課題であるという認識に立ち、この問題を次のような仮定のもとに検討する。すなわち、政府の赤字支出（貨幣供給の増加）は物価水準を上昇させるが、同時にそれは貨幣所得も比例的に増加させる（したがって実質所得は一定）と仮定し、そのもとでどのような要因が貨幣残高需要を増加させ、また逆にどのような要因がそれを抑制するかを明らかにしたのである。

貨幣残高需要を増加させる要因 (i) 公衆が貨幣支出の実質価値を維持するよりも実質貨幣残高の維持を選好する。(ii) 物価上昇に伴う実質所得の再分配がより貨幣保有性向の大きい人々の実質所得を増加させる。(iii) 銀行の預金利率の引上げによって公衆が貨幣支出よりも貨幣残高の増加を選好する。

貨幣残高需要の増加を抑制する要因 (iv) 公衆がよりいっそうの物価水準の上昇を予想し、望ましい貨幣残高を減少させる。¹⁰⁾ (v) 物価上昇に伴う実質所得の再分配によって実質所得の減少をよぎなくされた人々が貨幣支出の実質価値を維持しようとして望ましい貨幣残高を減少させる。

そしてケインズは、実際の物価上昇率がどの程度になるかは上の5つの要因に依存し、先験的には明らかでないとしながらも正常な場合には、物価上昇率は貨幣供給の増加率よりも大きくなるだろうと結論する。

しかし我々がここで注目したいのは、ケインズがはじめて実質貨幣残高一定の仮定（本論 §3）を貨幣残高需要の増加要因（上で述べた(i)の要因）として明確にしたことであり、しかもこの要因はロバートソンの『銀行政策と価格水準』¹¹⁾において誘発的ラッキングと呼ばれることになる。それと同時に我々はロバートソンとの議論のなかで示されたケインズの次の2つの見解に注目したい。

まず第1にケインズは、不況期から景気回復期のように物価上昇とともに生産や雇用の増加が生じている場合には、非生産的消費から生産的消費への代替¹²⁾

（具体的な例としては 恩給生活の未亡人から新規雇用者への購買力の移転）が生じており、その結果、実質所得および貯蓄も増加し貨幣残高需要も増加すると指摘する。この非生産的消費と生産的消費の代替というケインズ概念こそ、『一般理論』で示された乗数理論の萌芽的な概念にはかならない。

第2にケインズは、物価上昇のもとでの貨幣残高需要の増加による貨幣支出の実質額の減少（貨幣所得の増加よりも小さい貨幣支出の増加）が消費の実質額よりも証券投資の実質額（物価水準で測った証券需要）の減少となる可能性を指摘する。このことは家計の資産選択において重要なのは、証券と貨幣残高との選択であることを示唆しており、この証券と貨幣残高の密接な代替関係の認識こそ、『貨幣論』をへて『一般理論』で確立された流動性選好理論への第一歩となるのである。

- 1) 残された草稿の目次では、その書名は例えば、*The Standard of Value* (14 July 1924), *The Monetary Standard* (9 October 1924), *The Theory of Money with reference to the determination of principle of an ideal standard* (March 1925), *The Theory of Money and Credit* (13 June 1925) などとなっており、*A Treatise on Money* となるのは、2 June 1927 以後である。From the Tract to the Treatise, JMK XIII, op. cit., chapter 2 を参照。
- 2) A draft of Chapter I, November 1924, JMK XIII, op. cit., pp.19~20.
- 3) An early draft of Chapter 3 flowing the contents of 30, November 1924, JMK XIII, op. cit., pp.22~24.
- 4) 拙稿「ケインズの資本主義経済観の形成と展開(1)」(前掲論文)第4章を参照。
- 5) *Banking Policy and the Price Level —An Essay in the Theory of Trade Cycle* 一、(高田博訳、巖松堂書店 1955年)63, 76~79ページ。
- 6) 上掲訳書、第5章。
- 7) 上掲訳書の第6・7章およびロバートソン『貨幣』(*Money*, first edition 1922, 安井・熊谷訳、岩波書店、1956年)の第5章、付録B、*Theories of Banking policy*, *Economica* June 1928, 『経済原論講義Ⅲ』(*Lectures on Economic Principles*, Vol. III, 1959, 高木・森川訳、東洋経済新報社、1962年)の第3章なども参照。
- 8) 以上の議論は、残された資料の制約からケインズ自身の見解に即したものとはいえず、筆者の解釈であり、むしろそれはロバートソンやハイエク(F. Hayek)の見解にもとづくものである。しかしケインズは、ロバートソンやハイエクとの

『貨幣論』をめぐる論争において、以前の自分の見解が彼らのそれとほぼ同じであることを認めている。例えば、“The Pure Theory of Money. A Reply to Dr. Hayek”, *Economica* November 1931, JMK XIII, op. cit., p.247, “To D. H. Robertson”, 6 October 1931, JMK XIII op. cit, p.273 を参照。

- 9) 以下の議論は，“To D. H. Robertson”, 28 May 1925, JMK XIII, *op. cit.*, pp.34～36, “To D. H. Robertson”, 31 May 1925, JMK XIII, *op. cit.*, pp. 36～39 にもとづいている。
- 10) これは本論 §3 で述べた「投機的な行動」のことである。
- 11) ロバートソン『銀行政策と価格水準』（前掲訳書）6 および52～56ページ。
- 12) 非生産的消費・生産的消費という概念は既に J. S. ミルやマーシャルによって用いられている。ミル『経済学原理（一）』（前掲訳書）112～116 ページ、マーシャル『経済学原理 I』（前掲訳書）83～85ページを参照。

§5

ケインズは1925年から26年の初頭にかけて、ロポコヴァとの結婚、その後のソ連訪問など多忙をきわめ、一時研究活動の中断をよぎなくされるが、1926年から再び貨幣理論の研究にとりかかり、1926年8月の時点で『貨幣論』の出版は1927年中になるだろうと予告している¹⁾。しかし『貨幣論』の進行は予想外の遅れを繰り返し、実際に出版されるのは、1930年10月になるのである。

なぜ『貨幣論』の完成が3年以上も遅れることになったであろうか。現在入手しうる資料の大部分は草稿の目次であり、その間にどのような内容上の変遷があったのかを具体的に知ることは困難である。もちろん我々は、『貨幣論』の完成が遅れた理由として、ケインズの多岐にわたる活動・多忙さをあげることができるが、それとともに『貨幣論』の内容が資本主義的貨幣経済の理論的・政策的・実証的研究の体系的著作へ次第に発展していったという事実を見逃すことはできない。

しかしなによりも重要なのは、20年後半の経済状況——とりわけ金本位制復帰後の英国の経済不況・経済停滞であり、この経験からケインズは、理論的研

究のよりいっそうの発展・深化の必要性を強く認識するに到ったと思われる。すなわちケインズは、現実の経済問題に対する解決の方途を模索するなかで、次第に初期『貨幣論』から離れ、より現実的な前提に立脚した理論体系を追求していくことになる。

英国の旧平価による金本位制復帰(1925年)は、事実上の平価切上げ(約10%)であり、このことから英国の輸出産業は著しい輸出不振に陥り、その後も英国は長びく不況と国際収支の逆調に悩まされる。周知のように平価切上げは、金平価で測った国内物価水準を上昇させることにより、国内物価水準と国際物価水準の間に乖離を生じさせることになるから、このような不均衡を解消させるためには、貨幣賃金率を含むすべての財・サービスの国内価格が一様に下落しなければならない。しかし現実にはそれぞれの財・サービスの価格にはそれぞれ固有の需給ギャップに対する調整速度をもつことから、相対価格体系を攪乱させることなく、国内物価水準を下落させることはきわめて困難であり、とりわけケインズは、貨幣賃金率の下方硬直性を強調した。いずれにせよこのようなケインズの現実認識が『貨幣論』研究に大きな影響を及ぼしたことは間違いない。なぜなら金本位制復帰後の英国の不況は、それまでの景気循環的な不況・景気の行きすぎからの反動的な不況とは異り、相対価格の不均衡(とりわけ輸出産業における生産物価格と貨幣賃金率の不均衡)²⁾にもとづく不況だからである。

1926年の最悪の状態を脱した後も英国の経済状況は思わしくなく、輸出産業を中心に次第に長期的・慢性的不況の様相を呈しはじめた。すなわち金本位制を維持し貨幣賃金率・国内物価水準を引下げるために強行された高金利政策は、相対価格の不均衡を是正するよりもむしろ不況をいっそう深刻化させることになったのである。1928年に到りケインズは、生産費を引下げるための企業の合理化政策や政府・地方自治体の節約(支出抑制)政策は事態を改善させるよりもむしろ悪化させるとして批判し、好況化政策(とりわけ資本支出政策の推進)の必要性を強調した³⁾。すなわちケインズは、英国経済の全般的な不況という現実³⁾に直面してはじめて、総需要政策の重要性を強く認識し、それによって経済の累積的な繁栄と企業の操業率の上昇・生産費の低減による利潤の回復を企図した

のである。そして1929年には、パンフレット『ロイド・ジョージはそれをな⁴⁾しうるか』において、ロイド・ジョージ (L. George) の大規模な資本開発計画を支持し、それが英国の経済不況を克服するための有効かつ現実的な方策であると主張する。

以上のような現実認識に立ってケインズは20年代後半の英国の経済不況を、金本位制のもとでの高金利と不況の悪循環による「慢性的な擬似均衡の状態 (a chronic position of spurious equilibrium) として捉えるのである。⁵⁾ ここで高金利と不況の悪循環とは、「金本位制を維持するための 利子率の引上げ→国内投資の停滞・国内不況→資本逃避的な海外投資の増加→国際収支の悪化→利子率の引上げ」であり、また慢性的な擬似均衡とは、総需要（とりわけ国内投資）の不足による過剰貯蓄の状態のもとで

過剰貯蓄（総貯蓄－国内投資）＝資本逃避的な海外投資の増加＋物価下落による企業の損失を補填するための資金需要＋失業の増大による失業保険給付の増加
 という関係が成立している状態である。⁶⁾

ところで英国のような開放経済において慢性的な擬似均衡が成立するためには少なくとも次の3つの前提条件が必要となる。⁷⁾

第1の前提条件は、海外投資の増加が直接的かつ自動的に輸出の増加とはならないということである。実際、国際競争力の絶対的優位性を喪失した英国の輸出産業の現状において、海外投資＝輸出の増加となるためには、生産費（とりわけ貨幣賃金率）が競争国に較べて高すぎてはならない。⁸⁾

それゆえ第2の前提条件は、貨幣賃金率が物価水準に比して相対的に下方硬直的であり、物価水準の下落が企業の損失の発生を伴うということである。なぜなら輸出産業の場合、貨幣賃金率が十分に下方伸縮的ならば企業は正常利潤を確保しつつ輸出を増加させることが可能となり、国際収支も改善されるからである。

第3の前提条件は、金本位制のもとで国際均衡を達成するために、国内均衡を実現しうる利子率よりも高い率を維持しなければならないことである。すな

わち過剰貯蓄を背景として実際の利子率が十分に低下しうるならば、それは国内の投資を喚起し、過剰貯蓄を解消させうるからである。

以上のようにケインズは、自らの問題関心を英国経済の慢性的不況という現実に集中させ、問題の所在を総需要の不足——とりわけ国内投資の不足による過剰貯蓄に求めたのであり、このような過剰貯蓄観の確立こそケインズの経済観の最も重要な転換点を示すものである。それゆえ我々は以下、このようなケインズの見解をふまえ、国際経済の側面を捨象したより一般的なマクロの経済理論を中期『貨幣論』と呼ぶことにする。

中期『貨幣論』モデルでは、「真の均衡」と「擬似均衡」が明確に区別される。真の均衡とは、現行の利子率・物価水準・貨幣貸金率のもとで資金市場が均衡し、かつ企業の正常利潤が実現している状態であり、擬似均衡の状態とは貯蓄と投資の不均衡が、それに伴って生じる物価変動により、物価水準と貨幣貸金率の不均衡（企業の超過利潤や損失の発生）によって相殺される状態である。しかもここで重要なのは、真の均衡からの乖離が貨幣的要因の変化を伴うことなく生じうるということである。なぜなら、投資や消費の増加に伴う資金需要の増加は、物価上昇による企業の超過利潤によって供給され、逆に投資や消費の減少に伴う資金の供給増加は、物価下落による企業の損失（それを補填するための資金需要）をファイナンスするからである。したがって貨幣貸金率が物価水準に比して相対的に硬直的である限り、擬似均衡の状態が利子率の変化を促し、自律的な調整力によって真の均衡に向う保証はないといえる。それゆえ不況期における公共支出政策の意義はその需要創出効果であり、しかもそれは赤字支出（貨幣供給の増加）を必要としないのである。⁹⁾

以上のように中期『貨幣論』の特徴は、総需要の変動を貨幣的要因から切り離し、物価水準と貨幣貸金率の乖離＝企業の超過利潤・損失の発生によって説明したことであり、これこそ貯蓄と投資の不均衡を貨幣的要因によって説明する初期『貨幣論』との決定的な違いなのである。しかし中期『貨幣論』は、このような有効需要理論の基本的なフレームワークを提示しているにもかかわらず、完成された理論体系とはいいがたく、その不十分さは次の3点に要約する

ことができる。

利子理論の欠如 前述したように中期『貨幣論』では、企業の超過利潤による資金供給の増加・企業の損失を補填するための資金需要の増加が決定的に重要な意味をもっている。しかし、このような資金の需給を含めると、いかなる利子率の水準のもとでも常に資金市場は均衡していることになり、それだけでは利子率の決定を説明したことにはならない。¹⁰⁾たとえばもし貯蓄の増加がいち早く投資のための資金需要を直接ファイナンスするならば、総需要は変化せず企業の損失も生じえないことになるからである。それゆえ真の有効需要理論を確立するためには、そのような可能性を否定する新しい利子理論が必要とされる。

家計の意志決定理論の欠如 有効需要理論の発展にとって最も重要なのは、消費需要および投資需要がどのような要因によって決定されるかを明らかにすることである。[そのためには、企業の投資決定理論とともに家計の意志決定（消費支出と貯蓄、証券保有と貨幣残高保有の決定）が明確にされ、貯蓄と投資の不均衡の内在的要因が示されなければならない。

貨幣賃金率の相対的硬直性の前提 前述したように貨幣賃金率の物価水準に対する相対的硬直性が擬似均衡を成立させるための不可欠な条件である。もちろん短期にはそれは現実的な前提といえるが、より長期的には（あるいは理論的な可能性として）物価水準の変動・企業の超過利潤・損失の発生により、貨幣賃金率の伸縮性が回復すると考えられる。それゆえ真の有効需要理論を確立するためには、伸縮的な貨幣賃金率という前提のもとでも有効需要理論が成立するかの否かが明らかにされなければならない。

以上のような3つの問題の検討こそ、『貨幣論』そして『一般理論』に課せられたケインズの課題となるのである。

1) JMK XIII, op. cit., p. 43.

2) 拙稿「ケインズの資本主義経済観の形成と展開(2)」、『立命館経済学』第32巻第4号、1983年10月、の第5章を参照。

3) “How to Organise a Wave of Prosperity” The Evening Standard, 31 July

- 1928, JMK XIX, *Activities* 1922-29, pp. 761~766,
- 4) Can Lloyd George Do it? in *Essays in Persuasion*, (宮崎義一訳『説得論集』ケインズ全集第9巻, 東洋経済新報社, 所収) および “Mr. Lloyd George's Pledge” *The Evening Standard*, 19 March 1929, JMK XIX op. cit., pp. 804~808, “A Cure for Unemployment”, *The Evening Standard*, 19 April 1929, JMK XIX, op. cit., pp. 808~812 を参照。これらの論文においてケインズは初めて、公共支出政策が二次的(間接的)波及効果をもつことも示した。
- 5) 高金利と不況の悪循環については, *Minutes of Evidence, Committee on Finance and Industry (Macmillan Committee)* 1930, JMK XX, *Activities* 1929-31, p. 63, p. 95, “Unemployment” *The Listener*, 26 February 1930, JMK XX, op. cit., p. 323 を参照。また擬似均衡については, *Minutes of Evidence, JMK XX, op. cit.*, p. 58, p. 71 を参照。
- 6) 「ロイド・ジョージはそれをなしうるか」, 『説得論集』(前掲訳書) 137~144ページ, *Minutes of Evidence, JMK XX op. cit.*, pp. 73~75, pp. 130~132 を参照。そしてケインズは, このような不況によって実際に損失を蒙るのは弱い立場にある企業・産業であると指摘している (*Minutes of Evidence, JMK XX, op. cit.*, p. 79)。
- 7) 以下の3つの前提条件については, *Minutes of Evidence, JMK XX, op. cit.*, pp. 79~80, pp. 84~86 を参照。そこでケインズは困難の源泉を英国経済が① closed system ではないこと ② fluid economy でないことに求めている。また②については, 拙稿「ケインズの資本主義経済観の形成と展開(2)」(前掲論文) 第5章 §3, §4 を参照。
- 8) ケインズはこの問題の重要性を金本位制復帰以前から認識しており, しかもそれは有効需要理論の発展とも深く関連する。なぜなら海外投資の増加は, 自動的にそれと同じだけの輸出を保証するものでなく, まさにそれは貯蓄の増加と投資の増加の関係と同じことを意味しているからである。
- 9) ケインズは「ロイド・ジョージはそれをなしうるか」以後も, マクミラン委員会での証言, マクミラン委員会報告の附録, *Economic Advisory Council, Committee of Economists, Nation and Athenaeum 誌, New Statesman and Nation 誌*などで一貫して公共投資支出政策の必要を強調しつつける。そしてケインズは“A Rejoinder” *Economic Journal* September 1931, JMK XIII, op. cit., p. 232 において, 公共支出政策の効果がそれに伴う貨幣供給量の変化を必要としないことを明確に述べている。
- 10) 利子理論の不十分さは, たとえば「ロイド・ジョージはそれをなしうるか」, 『説得論集』(前掲訳書) 145~146ページ, をみれば明らかである。

§ 6

ケインズは、1929年8月の時点でそれまでに書かれた草稿の不十分さを認識し、徹底的な書きなおしに着手するが、これは中期『貨幣論』のもつ不十分さの克服を企図したものである¹⁾。そして1930年10月ケインズは、ついに『貨幣論』を完成させ出版するのである。『貨幣論』は資本主義的貨幣経済の理論的・政策的・実証的分析を試みた野心的な著作であり、しかも全Ⅱ巻——第Ⅰ巻「貨幣の純粋理論」、第Ⅱ巻「貨幣の応用理論」からなる全7編38章に及ぶ大著である。もちろん本稿において『貨幣論』の全容を示すことは不可能であり、また本論の目的でもない。それゆえ我々は本論§5で指摘した中期『貨幣論』の不十分さをケインズがどのようにして克服し、有効需要理論を発展させていったのかという視点から『貨幣論』を捉えることにより、何が『貨幣論』の真の核心なのかを明らかにしたい。

ケインズはまず、家計が貨幣所得のうちどれだけを消費し、どれだけを貯蓄するかというフローの意志決定と、自ら金融資産のうちどれだけを証券で保有し、どれだけを貨幣残高（銀行預金）で保有するかというストックの意志決定を明確に区別するとともに貨幣残高需要を貨幣所得（フロー）に依存する所得預金と証券（ストック）との代替関係で保有される貯蓄預金に区別した³⁾。すなわちケインズは、初期『貨幣論』のフローとストックの同時的な意志決定（本論§4の(4)式）ではなく、「フローとストックの二段階」の意志決定を仮定するのである。そして所得預金については貨幣残高数量説の基本的な前提を踏襲するが、貨幣所得と実質所得の乖離（たとえば物価水準と貨幣賃金率の不均衡）を考慮し、所得預金は物価水準ではなく貨幣所得に比例的であるとみなすとともに、貨幣所得に比例的な企業の営業預金をあわせて産業的流通のための預金残高と呼ぶ⁴⁾。他方、貯蓄預金については、なぜそれが証券よりも低い利子率であるにもかかわらず保有されるかが問題であり、その合理的な論拠の解明こそ、

『貨幣論』の最も評価すべき理論的成果なのである。

ケインズはこのような貯蓄預金の保有が家計の合理的な資産選択であることを示すために、証券市場の現実⁵⁾に注目する。すなわちケインズは、1920年後半からの米国の証券ブーム（ウォール街の株式取引の活況）に強い関心を示し、投機的な株式取引の増加（そのための貨幣需要の増加）はインフレの直接的な原因とはならないと主張し、また利子率の決定を証券市場のもつ国際的な性格によって説明しようとしていた。⁶⁾そしてケインズはこのような状況のなかで、「成熟した資本主義経済に固有の証券市場の性格」を明らかにするのである。

一般に成熟した資本主義経済の証券市場では、主として既発行の諸証券が売買されており、証券利子率もそれらの需給関係によって決定され、貯蓄からの新規の証券需要や企業が投資資金を調達するための新規証券供給の比重はきわめて小さい。しかも家計（投資家）にとっては新規発行の証券も既発行の証券も同じ資産選択の対象にすぎず、家計は諸証券の市場利子率を考慮しつつ自らの金融資産の構成を日々再評価し再調整を行っているのである。そこでケインズは、このような証券の売買に伴って生じるキャピタル・ロスの危険性に注目し、もしも証券価格の下落が家計によって予想されるならば、家計が証券よりも貯蓄預金を選好することは明らかに家計の合理的な資産選択であるとみるのであり、このような家計の貯蓄預金の選好を「弱気」⁷⁾（また逆に、証券保有の選好を「強気」）と呼ぶのである。したがってケインズによれば、家計の貯蓄預金に対する需要の増加は絶対的なものではなく、証券価格が下落し、さらにいっそうの下落が予想されないならば、消滅しうる性格のものである。

そこで我々は、家計の証券保有に対する貯蓄預金需要の比を保蔵性向と呼び、銀行が何ら積極的な行動をとらないという前提のもとで保蔵性向、貯蓄預金および証券価格の間にとどのような関係があるかを検討しよう。いま現行の証券価格のもとで家計が弱気の状態となり保蔵性向が上昇したとする。このことは証券の超過供給・証券価格の下落となるから、他の家計では同じ保蔵性向のもとでも強気の状態となって証券需要を増加させる。その結果、保蔵性向を上昇させた家計の貯蓄預金の増加はそれ以外の家計の貯蓄預金の減少によって相殺さ

れ、証券市場は以前よりも低い証券価格のもとで均衡を実現することになる。このように家計の保蔵性向の変化は、家計間での貯蓄預金の移転を伴うことはあっても貯蓄預金の総額の変化を生じさせるものではなく、それは証券価格の変化によって調整される。したがって保蔵性向の上昇（下落）は貯蓄預金の増加（減少）ではなく、証券価格の下落（上昇）を意味している。⁸⁾

ところでこの命題が成立するためには、貯蓄預金と消費支出との間に直接的な代替関係は存在しないということが暗黙の前提となっている。しかしこの前提は、少なくとも貨幣所得が一定であるかぎり整合的である。なぜならケインズは前述したように、フローの意志決定とストックの意志決定を明確に区別し、所得預金を貨幣所得に依存させており、証券の売却（購入）による貯蓄預金の増加（減少）が所得預金を増加（減少）させそれが消費支出を増加（減少）させるという因果的關係は生じえないからである。すなわちケインズは『貨幣論』において、貯蓄預金を証券との代替的な金融資産としてのみ捉え、消費財との直接的な代替関係を明確に否定したのであり、それゆえ投資財価格と消費財価格の決定メカニズムの独立性を次のように要約しているのである。

「このように新投資の率と生産費とが所与であれば、消費財物価水準は、もっぱら公衆の「貯蓄」に対する性向（すなわちフローの意志決定——筆者注）によってのみ決定される。そして銀行組織によって創造されている貯蓄預金量が所与であれば、投資財物価水準は（新旧いずれの場合にも）、もっぱら公衆の「貨幣」保蔵に対する性向（すなわちストックの意志決定——筆者注）によってのみ決定されるのである。」⁹⁾

したがって『貨幣論』においては、貯蓄率の上昇（下落）と保蔵性向の上昇（下落）により、消費と投資が同時に減少（増加）しうるのであり、しかもそれらは貨幣的要因の変化を伴う必要がない。なぜなら既に本論 §5 で述べたように、総需要の増加（減少）に伴う資金需要（供給）は物価上昇（下落）による企業の超過利潤（損失）によって相殺され、しかもケインズによれば、貨幣所得（＝生産要素の収入・生産費）の変動を伴わない物価変動は、産業的流通に必要な預金残高を変化させないからである。

次に我々は、保蔵性向・貯蓄率および投資性向の変化が総需要にどのような影響を及ぼすかを検討しよう。

保蔵性向の変化 保蔵性向の上昇（下落）は証券価格の下落（上昇）を意味する。一般に証券価格は資金調達コストを考慮した投資の予想収益を反映しているから、証券価格の下落（上昇）は、投資需要を抑制（喚起）する効果をもつ。しかしそれは、あくまで証券価格の変化による間接的な効果であり、保蔵性向の変化が直接的に投資需要（および消費需要）を変化させることはない。

貯蓄率の変化 家計のフローの意志決定における貯蓄率の下落（上昇）は、消費財物価水準の上昇（下落）により消費財産業に超過利潤（損失）を生じさせる。他方、証券価格は家計の資産選択というストックの意志決定に依存し、証券市場全体の調整のなかで決定されるから、たとえ貯蓄率の変化が証券需要を変化させるとしても、その効果はわずかであり、しかもそれは消費財産業の損失（超過利潤）¹⁰⁾によって相殺される。

投資性向の変化 企業の投資性向の上昇（下落）は新規証券供給の増加（減少）となる。しかしこのような投資のための資金需要の増加（減少）は、なんら家計の貯蓄率の変化を伴うことなく、証券価格のわずかな変化による貯蓄預金の減少（増加）によって調達され、しかもそのような資金需要の増加（減少）は投資財産業における超過利潤（損失）によって相殺される。

以上のことから明らかのようにケインズは、家計のフローの意志決定とストックの意志決定を明確に区別し、しかも成熟した資本主義経済に固有の証券市場の役割を明示的に導入することにより、**有効需要理論の核心的な命題**に到達する。すなわち総需要（したがって物価水準）を直接的に変化させるのは、貯蓄率や企業の投資性向の独立的な変化であり、保蔵性向の変化は証券価格の変化を通じて間接的に投資に影響を及ぼすにすぎないという命題である。

次に我々は、これまで無視してきた貨幣賃金率の伸縮性および企業の超過利潤・損失に伴う生産量の変動を考慮し、『貨幣論』のより動態的・長期的な側面を明らかにしたい。

ケインズは『貨幣論』において、封鎖経済を想定する限り貨幣賃金率が伸縮

的で生産量が可变的であっても、それだけでは不均衡は解消しないと主張し、とりわけバナナ園の寓話（貯蓄の増加（節約運動）が発生した、バナナが唯一の生産物である架空の社会）でそのことを巧みに論じている¹¹⁾。すなわちケインズは「節約運動→消費支出の減少→物価水準の下落→貨幣賃金率の切下げおよび生産・雇用の縮小→貨幣所得の減少→消費支出の減少」という下方累積的なデフレ・プロセスを示し、しかもそこでは貨幣賃金率の切下げ・生産・雇用の縮小が生じているにかかわらず、企業の損失は依然として解消しえないのである。

それゆえケインズは、収入率（貨幣賃金率を含む生産要素の収入率）の比例的な変化を伴う物価水準の変動を、所得インフレ・所得デフレ、収入率の変化を伴わない物価変動を利潤インフレ・利潤デフレ¹²⁾（これは本論 §5 で述べた擬似均衡の状態に対応する）と呼び、利潤インフレ（デフレ）から所得インフレ（デフレ）への移行が不均衡の解消を意味しないと主張する。しかし同時にケインズは、所得インフレ・デフレの進行によって生じる次のような均衡化要因の存在を指摘する¹³⁾。

貨幣所得に比例的な所得預金は、所得インフレ（デフレ）によって増加（減少）することから、所得インフレ（デフレ）の進行は貨幣残高需要を増加させることになる。そしてこのような資金の超過需要（供給）・証券の超過供給（需要）は、証券価格を下落（上昇）させることにより、投資を抑制（喚起）する効果をもつ。このように貨幣賃金率の伸縮性および生産量の変動は一方で物価変動の累積性を説明し、同時にそれは累積過程の内生的な阻止要因を提供するのである。

しかし我々がここで注目したいのは、ケインズが前述した貯蓄預金と証券との代替関係に加え貯蓄預金と所得預金との代替関係を重視しながら、所得インフレ・デフレ過程においても依然として所得預金と消費支出との直接的な代替関係を無視している点である。すなわちそこでは、所得インフレ（デフレ）に伴う所得預金の増加（減少）は消費支出の減少（増加）ではなく、貯蓄預金の減少（増加）を意味している¹⁴⁾のである。したがって所得インフレ（デフレ）を阻止するのは所得預金の増加（減少）に伴う消費支出の減少（増加）＝貯蓄率の

下落（上昇）ではなく、貯蓄預金の減少（増加）・証券価格の下落（上昇）による投資の抑制（喚起）効果のみである。このようにケインズが徹底してフローとストックとの直接的な代替関係を否定し、フローの世界とストックの世界との接点から消費を排除し、それを証券市場を通じての投資のみに限定したことは、その後『一般理論』でのピグー効果をめぐる論争をひきおこすのであり、いずれにせよそれがケインズ理論の核心であることは間違いない。

しかし同時に我々は、インフレが生産や雇用の増加を伴う場合（不況からの景気回復期）には、非生産的消費からの生産的消費への代替（新しく雇用された人々に対する社会の残りの人々からの消費の再分配）により、貯蓄が増加しようというケインズの指摘を見逃すことはできない。¹⁵⁾なぜならそれは、生産や雇用の変動を伴うインフレ（デフレ）は、実質所得の増加（減少）という新たな均衡化要因（『一般理論』における乗数理論）の存在を示唆しているからである。

最後に我々はこれまでの議論を総括する意味で、『貨幣論』がケンブリッジ学派の貨幣残高数量説および『貨幣改革論』からの発展という視点からみて、どのように評価されるべきなのかを明らかにしておきたい。

本論 §3 で述べたように、ケンブリッジ学派の貨幣残高数量説では、貨幣残高需要は公衆の所得および富に依存すると主張されていたにもかかわらず、富と貨幣残高需要との関係は『貨幣改革論』においても明示的に示されていない。¹⁶⁾これに対して『貨幣論』では、実質貨幣残高一定の仮定を所得預金と貨幣所得との関係に限定し、富を証券を中心とする金融資産とみなすことにより、貨幣残高（貯蓄預金）の保有動機を明確にしたのであり、このことは貨幣残高数量説の継承・発展として評価することができる。またケインズは、『貨幣改革論』において投機的動機による実物財と貨幣との代替関係を重視しており、もし物価水準の上昇（下落）が予想されるならば、公衆は貨幣残高保有を減少（増加）させ実物財の購入を増加（減少）させるという投機的行動の仮定を提示していた。しかしこのような仮定は、第1次大戦後の激しい物価変動の時期を除くと必ずしも現実的な仮定とはいえない。それゆえケインズは、このような投機的な取引が中心となっている証券市場に注目したのであり、『貨幣論』の証券市場

分析は、『貨幣改革論』の投機的動機による実物財と貨幣との代替関係の分析を、証券と貯蓄預金との代替関係というストックの世界に限定し適用したという意味で、『貨幣改革論』からの理論的發展として位置づけられるのである。¹⁷⁾

では次に貨幣数量説の基本である貨幣的要因と物価水準の一義的な関係についてはどうであろうか。

まず第1に、貨幣所得が一定である利潤インフレ・デフレ過程においては、物価水準の変動は貨幣的要因からまったく独立的に生じるのであり、少なくともここでは貨幣数量説は否定されている。

第2に、「貨幣供給の増加→物価上昇→望ましい貨幣残高の増加」という貨幣数量説的な因果関係のプロセスは、ロバートソンの誘発的ラッキング（本論§4）のように物価水準と貨幣残高の間に成立するのではなく、証券市場という限定されたストックの世界において成立する。なぜなら総貯蓄預金の増加は証券に対する超過需要となり証券価格の上昇となるが、それは家計の弱気を促し、望ましい貯蓄預金を増加させるからである。これに対してフローの世界では過剰投資（＝過少貯蓄）に伴う物価上昇は企業に超過利潤を生じさせるが、このような企業の超過利潤は、それまでの多くの論者によって指摘され、ケインズが批判した「強制貯蓄」（およびロバートソンのいう自動的ラッキング）に対応するものであることは明らかである。¹⁸⁾

第3に、貨幣所得の変動を伴う所得インフレ・デフレ過程においても、貨幣を所得預金（厳密には産業的流通のための預金残高）に限定するならば、貨幣と物価水準との比例的な関係が成立し、貨幣数量説が妥当しているように見える。しかしここで注意しなければならないのは、『貨幣論』の貨幣と物価水準の因果関係の方向が貨幣数量説のそれとは逆方向になっている点である。すなわち、『貨幣論』においては「貨幣的变化→物価水準・貨幣所得の変化」という因果関係の方向ではなく、「物価水準・貨幣所得の変化→所得預金の変化」という因果関係の方向であり、さらにそれは「貯蓄預金・証券価格の変化→投資の変化」によって調整されるのである。

以上のことから貨幣数量説的見解（初期『貨幣論』を含む）と『貨幣論』との

違いをより明確にするために、貨幣供給量の増加に伴う因果関係のプロセスを図示すれば、それぞれ図-1、図-2のようになる。

図-1 貨幣数量説的見解

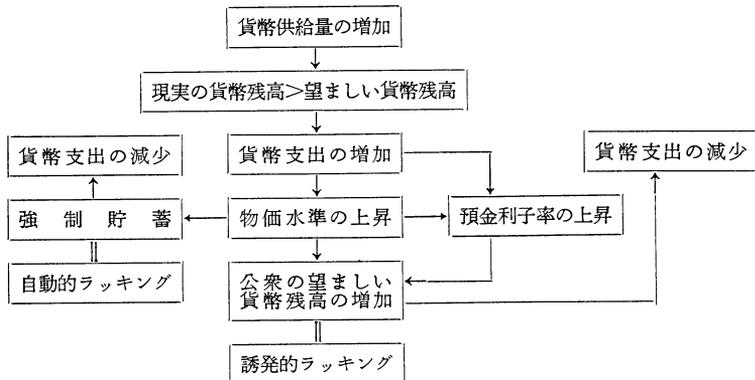
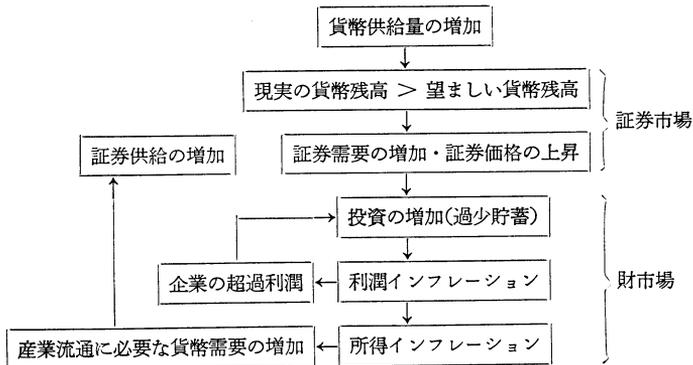


図-2 『貨幣論』



- 1) JMK XIII op. cit., p. 117. 実際ケインズは、1929年の草稿では投資と貯蓄の乖離は貨幣・銀行政策のみによって生じると述べておりいまだ中期『貨幣論』的である (A variorium of drafts of chapter 23, The Part played by the Banking System, JMK XIII op. cit., p. 93, p.108)。
- 2) *A Treatise on Money*, 小泉・長沢訳, ケインズ全集第5・6巻, 東洋経済新報社

- 3) 『貨幣論 I』(前掲訳書) 144ページ。
- 4) 上掲訳書, 251~252ページ。
- 5) “Is there Inflation in the United States?”, 1 September 1928, JMK XIII, op. cit., pp.52~59, “To C. Snyder”, 2 October 1928, JMK XIII, op. cit., pp.62~65, “To C. J. Bullock”, 4 October 1928, JMK XIII, op. cit., pp.70~72を参照。
- 6) 「ロイド・ジョージはそれをなしうるか」, 『説得論集』(前掲訳書) 145~146ページ。
- 7) 『貨幣論 I』(前掲訳書) 145~146, 256~258ページ。
- 8) このことは, “A Rejoinder”, JMK XIII op. cit., pp.219~224, においてより明確に述べられている。
- 9) 『貨幣論 I』(前掲訳書) 147ページ。
- 10) “A Rejoinder”, JMK XIII op. cit., pp.227~230; においてより詳細に説明されている。またハロッド『ケインズ伝』(前掲訳書) 455~456ページも参照。
- 11) 『貨幣論 I』(前掲訳書) 181~183ページ。
- 12) 上掲訳書, 159~160ページ。
- 13) 上掲訳書, 213~214, 298, 312ページ。
- 14) すなわち『貨幣論』においては, 所得預金は消費支出よりも貯蓄預金と代替的である。
- 15) 『貨幣論 II』(前掲訳書) 126~129ページ, および本論 §4 の注12)も参照。
- 16) マーシャル自身の見解については, A Marshall, Money, Credit and Commerce, 1922, pp.45~47, を参照。
- 17) 『貨幣改革論』(前掲訳書) 35ページ。
- 18) 『貨幣論 I』(前掲訳書) 176~177ページ。

§7

ケインズは『貨幣論』の完成以後, その理論的成果をふまえ, 大不況を克服するための有効需要政策の重要性を強調する。しかし同時にケインズは, 『貨幣論』をめぐるロバートソン, ハイエク (F. A. Hayek), ピグー, ホートレーらとの論争をくりかえし, またケンブリッジのインナーサークル「サーカス」¹⁾では, カーン (R. Kahn) を中心に『貨幣論』の徹底的な検討が行なわれ,

その成果はカーンを通じてケインズに知らされていた。

このような状況のなかでケインズは、次第に『貨幣論』——とりわけその理論的核心である第3編「基本方程式」の不十分さ・あいまいさを認識するに到り、このことがより理論的著作である『一般理論』²⁾への契機となるのである。『貨幣論』から『一般理論』への理論的な発展過程については、多くの資料(草稿・書簡)が残されており、また近年パテンキン(D. Patinkin)の労作をはじめ多くの研究発表がなされている。³⁾したがって『一般理論』の成立過程についてはひとまずそれらの研究成果に譲ることとし、ここではこれまでの議論をふまえ『一般理論』を『貨幣論』の発展として捉えることにより、若干の論点を指摘するにとどめたい。

『一般理論』の最も顕著な特徴は、『貨幣論』のもつ景気変動理論的側面を可能な限りとり除き、その純理論的側面をマクロの経済理論体系の下で展開したことである。すなわち『一般理論』においてはじめて、『貨幣論』の有効需要理論は精緻化され、よりいっそうの理論的発展をとげたのである。それゆえ我々は、『一般理論』の核心ともいえる流動性選好理論、乗数理論および貨幣賃金率切下げの総需要効果について、『貨幣論』との関連を検討することにし
たい。

流動性選好理論 本論 §6 で述べたように『貨幣論』の最も重要な貢献のひとつは、家計のフローとストックの意志決定を明確に区別したことであり、流動性選好理論にもとづく利子理論はその方向でのよりいっそうの発展として位置づけられる。⁴⁾

ケインズはまず、貨幣需要を総体として捉え、それを予備的・取引的動機による貨幣需要(所得預金に対応)と投機的動機による貨幣需要(貯蓄預金に対応)によって説明するのであり、このことは『貨幣論』における所得預金と貯蓄預金⁵⁾が完全に代替的であることを示している。またケインズは証券を株式と債券(確定利子付き債券)とに区別し、貨幣と直接的な代替関係にある証券を債券のみに限定するのであり、このことは家計において二段階のストックの意志決定(貨幣と債券、債券と株式)を行なうことを意味している。そしてこのような『一

『一般理論』の前提は、『貨幣論』のもつ不十分さを克服し、流動性選好理論にもとづく貨幣利子論および資本の限界効率に依拠した投資決定理論の確立を示すものである。⁶⁾なぜなら債券価格＝確定利子額／利子率より、債券価格の上昇（下落）は利子率の下落（上昇）であるから、投機的動機による貨幣需要は利子率の減少関数（流動性選好にもとづく利子理論）となり、しかも債券市場で決定される利子率は、投資の資金調達コストを示しているからである。また、このような貨幣と債券の代替関係によって決定される利子率は、株式を含むすべての実物財の価格から独立に決定されるという意味で、真の「貨幣利子率」ということができる。

しかし我々が注意しなければならないのは、流動性選好にもとづく利子論をたんに「貨幣需要は利子率の減少関数である」と解釈するならば、それは貸付資金説（フロー）の利子論にも妥当することになり、ケインズの意図に反する点である。なぜなら、その関係を貸付資金説と結合するならば、「利子率の上昇（下落）→家計の貨幣保有コストの上昇（下落）・貨幣残高の減少（増加）→総需要の増加（減少）」となり、利子率の上昇（下落）が総需要の増加（減少）と結びつけられ、『一般理論』とはまったく逆の結論になってしまうからである。⁷⁾したがって我々は、利子率が既発行の債券の売買が中心となる債券市場で決定されるということの重要性を再確認しておく必要があるといえる。

乗数理論 『一般理論』の最も重要な貢献は、国民所得の変動を明示的に導入し、かつ消費関数（あるいは貯蓄関数）の定式化にもとづいて乗数理論⁸⁾（貯蓄と投資の均衡化による国民所得の決定理論）を確立したことにあるというのが、少なくともこれまでの主流派の見解であった。⁹⁾

確かに『貨幣論』においては、総需要関数は明確に定式化されておらず、それゆえ所得インフレ・デフレ過程において支出性向があたかも1であるかのように論じられており、¹⁰⁾『一般理論』において消費関数および投資関数の定式化が何よりも重要な意味をもったことは間違いない。また『貨幣論』において総需要の変動は、物価変動に伴う企業の超過利潤・損失による調整が重視され、企業の生産・雇用による調整は十分に検討されてはいない。¹¹⁾

したがってケインズの『一般理論』の形成過程が主として、総生産量・総雇用
 用量（あるいは国民所得）の変動を前提とする総需要関数の確立であったことは
 残された『一般理論』の草稿からも明らかである。¹²⁾しかし同時に乗数理論は、
 必ずしも『一般理論』に固有の独創的な理論ではなく、それまでのケインズの
 理論的発展の延長線上に位置づけられることは次の3つの点から明らかである。¹³⁾

まず第1にケインズは、既に本論で指摘したように、1925年のロバートソン
 への書簡（本論§4）¹²⁾および『貨幣論』（本論§6）において、生産や雇用の伴う
 景気回復期には非生産的消費の生産的消費への代替（実質所得の再分配）によっ
 て貯蓄は増加しようと指摘しており、乗数理論は明らかにその理論的発展とみ
 なすことができる。なぜなら総需要の増加による乗数過程では実質賃金率の下落
 が生じており、新規雇用者の実質所得は増加するが既に雇用されている労働
 者（および固定収入の人々）の実質所得は減少しているからである。¹⁴⁾

第2に乗数理論は、所得と消費支出の一義的な関係（フローとフローの関係）
 の厳密な定式化であり、それは『貨幣論』で初めて示されたフローとストック
 の意志決定の明確な区別に依存することは明らかである。

第3にケインズ自身が指摘しているように、乗数理論¹⁵⁾は流動性選好理論（さ
 らには『貨幣論』の証券市場分析）と同じ理論構造である。すなわち、①貯蓄性向
 の上昇（下落）は国民所得の減少（増加）によって調整され貯蓄額の増加（減
 少）や投資の増加（減少）をひきおこすことはなく、また②投資の増加（減少）
 は国民所得の増加（減少）による貯蓄額の増加（減少）によって調整され、貯
 蓄性向の上昇（下落）を伴わないというのが乗数理論の核心的な命題である。
 これと同様に流動性選好理論においては、①流動性選好の上昇（下落）は債券
 価格の下落（上昇）によって調整され投機的動機による貨幣需要の増加（減少）
 をひきおこすことはなく、また②貨幣供給量の増加（減少）は債券価格の上昇
 （下落）によって調整され流動性選好の程度には影響を及ぼさないのである。

このように乗数理論における貯蓄性向、貯蓄額、国民所得および投資の相互
 関係は、それぞれ流動性選好理論における流動性選好の程度、投機的動機によ
 る貨幣需要、債券価格および貨幣供給量に対応している（『貨幣論』においてはそ

れぞれ、保蔵性向、貯蓄預金、証券価格および銀行組織によって創出される貯蓄預金額に対応している) のであり、このことは『貨幣論』の革新的な証券市場分析が『一般理論』においては、フローの市場においても発展的に適用されていることを意味している。しかし少なくとも『貨幣論』においては貯蓄率の変化と貯蓄額の変化が同義に扱われており、その意味で乗数理論が『貨幣論』の欠陥を克服したといえるであろう。

貨幣賃金率切下げの総需要効果 『一般理論』において最も論争的なのはケインズが、不完全雇用状態の下での貨幣賃金率の切下げについて、いわゆるケインズ・ルート（貨幣賃金率の全面的切下げ→貨幣所得の減少→消費需要の減少→総需要の減少→取引的動機による貨幣需要の減少→債券価格の上昇・利子率の下落→投資の増加）を提示し、これが有効需要を増加させる唯一の内生的なメカニズムであると主張した¹⁶⁾ことである。これに対してピグーは、ピグー効果（消費財物価水準の下落→家計の実質貨幣残高の増加→消費需要の増加）を示してケインズを批判¹⁷⁾したのであり、これこそ今日のケインズ再解釈を生む遠因となるのである。

しかしピグー効果とは実質貨幣残高一定の仮定（本論§3）のことであり、ケインズがロバートソンに示唆した負の誘発的ラッキングと同義である（本論§4）。しかもそれは『貨幣論』において既に否定された物価変動による「所得預金と消費支出の直接的な代替関係」にほかならない（本論§6）。すなわちケインズはケンブリッジ学派の基本的前提である実質貨幣残高一定の仮定のもつ意味を現実の経済との照応のなかで徹底的に検討し、それを消費財物価水準とではなく証券価格（あるいは債券価格）との関係によって説明したのである。その意味ではケインズ理論は、ピグー効果の否定の上に構築された理論体系といえることができるであろう。

- 1) Arguing out the Treatise, JMK XIII, op. cit., Chapter 5.
- 2) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, ケインズ全集第7巻, 塩野谷祐一訳, 東洋経済新報社
- 3) パテンキン『ケインズ貨幣経済論』(*Keynes' Monetary Thought*, 1976, 川口・吉田・福田川訳, マグロウヒル好学社1979年), 浅野栄一「『一般理論』成立史論(1)~(4)」(中央大学『商学論纂』1979年5月, 1981年3月, 1982年3月, 1984年

- 3月) などがある。
- 4) 『一般理論』(前掲訳書) 164~165ページ。
 - 5) 上掲訳書, 第15章。
 - 6) 上掲訳書, 第11~17章。
 - 7) 例えば, Pigou, *Keynes' General Theory, Retrospective View*, 1950, 『雇用と均衡』(*Employment and Equilibrium*, 1941, 鈴木諒一訳, 有斐閣, 1951年) などによつてこのような見解がみられる。
 - 8) 『一般理論』(前掲訳書) 第8~10章。
 - 9) クライン『ケインズ革命』(L. R. Klein, *The Keynesian Revolution*, 1947, 篠原・宮沢訳, 有斐閣, 1965年)は, その代表的例である。
 - 10) 『貨幣論 I』(前掲訳書) 183ページ。ケインズは『一般理論』の初期の草稿においても損失を続けながら生産を継続する企業をむしろ想定している。Draft of chapter 8, 1932, JMK XIII, op. cit., pp.382~389.
 - 11) ケインズは『貨幣論』の景気変動モデルにおいて, 不況からの景気回復過程を必ずしも十分に検討していない。『貨幣論 I』(前掲訳書)第15~20章を参照。
 - 12) *Toward the General Theory*, JMK XIII, op. cit., Chapter 5. およびパレンキン『ケインズ貨幣経済論』(前掲訳書) 第7~8章, 浅野栄一『『一般理論』成立史論(1)~(4)』(前掲論文)を参照。
 - 13) 乗数理論が初めて具体的に展開されたのは, 「繁栄への道」1933年, である。『説得論集』(前掲訳書) 408~422ページ。
 - 14) 『一般理論』においては, 雇用と実質賃金率の逆行関係が想定されている。『一般理論』(前掲訳書) 17~18, 289, 295~297ページ。
 - 15) ケインズは『一般理論』の初期の草稿において既にこのことに気づいていた。Draft of Chapter 5, 1932, JMK XIII, op. cit., pp.400~401. 『一般理論』(前掲訳書) 85~86ページ。
 - 16) 『一般理論』(前掲訳書) 第19章。
 - 17) A. C. Pigou "Mr. Keynes" *General Theory of Employment, Interest and Money*, "Economica", 1936.