

紹介

Richard F. Kahn

『Keynes 「一般理論」 への道程』(4)

磯部智也

第5講 『雇用・利子、および貨幣の一般理論』

5. 消費性向

「消費性向」とは、基本的には単純な概念であり、私はこのことについて余り多く付け加える必要はない。もちろんこれは、概念的にも、計量経済学的にも非常に発展させられてきている。Duesenberry 教授は、1949年に次のように書いている。

「今までに、……Hicks や他の経済学者によって、Keynesian の消費関数は消費者行動の一般理論の中の特殊なケースを取り扱ったものであり、ある一定の仮定を置くことによってそこから推論することが可能であることが示されている」。

Keynes は皮相的にのみ取扱っているのではない。彼は、所得がより高い水準では貯蓄率も高い（これは所得に対する貯蓄率である必然性はない）ということ、基本的な心理法則として指摘した²⁾。別の表現でいえば、限界消費性向は1よりも小さいということになる。このことを Keynes は彼の基本章である「有効需要の原理」で、「現実の問題を扱う際に重要となる」と考えたのである。それは、消費性向が与えられれば、雇用は投資率の増加によってのみ増大するというを意味している³⁾。この取扱いは、利潤からの貯蓄と賃金からの貯蓄の区別がなされていないという欠陥を持っている。

行動の心理的「法則」ということによって、Keynes はその数量的機能は、それがくつがえらないという確信と、それが発生してから要する時間の長さにおける変化の特質に依存していると考えた。ある人が彼の所得の上昇に対応して彼の生活標準を調整するであろう程度は、彼の所得の上昇が発生してから経過した時間の長さ、そしてそれが逆転されることはないであろうと感じる確信に依存している。

Keynes は全体としての経済の動きに、主として所得がある与えられた短期的状態の変化に反応したときの所得と貯蓄の関係に関心を持っていた。しかし、結論章において

は長期的将来についての議論もいくつか論じられている。

Keynes は、消費性向に対する一人当りの富効果について、体系的には考慮していない。一つの手掛かりが、「資本価値の意外の変化」について論じられている短いそして不十分な文章の中に見いだせる。

「これは消費性向を左右する点においてはるかに大きな重要性を持っている。なぜなら、それは所得額に対して安定的または規則的關係を持たないからである」⁴⁾

Don Patinkin は、Keynes はここでは純粹に意外の利得あるいは損失の消費に対する一時的な効果について考えていたのであると指摘している。Keynes は消費の所得効果が消費の富効果の代用となるとして、十分な取扱いをしなかったのである。

Don Patinkin は、深遠な Keynes の第16章「資本の性質に関する諸考察」にある、一つの例外的な文章を取り上げている。そこでは Keynes は次のように考えている。

「将来に備えようとする公衆の欲求の全体を完全に飽和するほど大きな富の量を示しており、そこでは完全雇いさえ実現しており、利子の形での特別配当はえられない」⁶⁾

『一般理論』の後半にあり、既に私が引用した第19章「貨幣賃金の変動」の中では、Keynes は実質賃金高効果については言及していない。このことについての言及は、既に非常に激しい論争を引き起こすものとなっている。

Keynes は、貨幣賃金の引き下げがもたらす好ましい影響についていくつか言及している。しかしながら、好ましくない影響が圧倒的である。

一つの例外は、「貨幣賃金が底をついたと信じられ、したがって次の変化は上向きの変化であると期待される」場合である⁷⁾。

Keynes は、1ページ前で、国債と課税の実質的負担が上昇する場合を取り扱っている。このことは、また、企業者の負債の負担を増大させることになり、その企業者の「窮迫は、……たちまち破産の域にまで達するであろう」⁸⁾。

Keynes は次のような言葉でその文章を要約した。

「したがって、われわれは、少なくとも理論的には、賃金水準が不変の場合には貨幣量を増加させることによって利率に対して生み出すことのできる効果と正確に同じ効果を、貨幣量が不変の場合に賃金を引き下げることによって生み出すことができる」⁹⁾

- 1) James S. Duesenberry, "Income, Saving, and the Theory of Consumer Behavior", Harvard Economic Study, Number 87. として初版。Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1949, p. 1.
- 2) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, p. 96. <『Keynes 全集 7, 雇用・利子および貨幣の一般理論』, 塩野谷祐一訳, 東洋経済新報社, 1978, p. 96>.

- 3) Ibid., pp. 29-30. <上掲書, pp. 30-1>.
- 4) Ibid., p. 92. <上掲書, p. 92>.
- 5) Don Patinkin, "Keynes' Monetary Thought. A Study of its Development". Durham, North Carolina: Duke University Press, 1976, p. 111. <『ケインズ貨幣経済論—その展開過程』, 川口弘 他訳, マグロウヒル好学社, 1979, pp. 135-6>.
- 6) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, p. 218. Patinkinはこの文章を彼の著作の110ページ(日本語訳 p. 136)で論及している。<上掲書, p. 216>.
- 7) Ibid., p. 265. <上掲書, p. 263>.
- 8) Ibid., p. 264. <上掲書, p. 262>.
- 9) Ibid., p. 266. <上掲書, p. 264>.

6. 流動性選好

はじめに

最後に「投資誘因」についての統合を可能にするためには、13章「利率の一般理論¹⁾」と15章「流動性についての心理的および営業的誘因²⁾」を、(これよりも前の箇所にある)「投資誘因」についての部分について取り掛かる前にざっと目を通しておく方が論理的であろう。

利率の流動性選好理論の起源は、既に第2講第5節やそれ以前の節で述べたように、Marshall にまで遡る。

原始的ではあるが非常に関心の引く形態で、その理論は「金融的流通の量を決定する諸要因³⁾」と名付けられた『貨幣論』の一つの節の中に見受けられる。

基本的概念

基本的な概念は、単純であり、そのことについてさほど多くのスペースを空ける必要はないであろう。『一般理論』の後半部分で Keynes はこのことについて次のように論じている。

「現在利率は、すでに見たように、富を保有しようとする欲求の強さに依存するのではなく、富を流動的な形態で保有しようとする欲求と非流動的な形態で保有しようとする欲求のそれぞれの強さ、および前者の形態の富の供給と後者の富の供給との相対的な量に依存するのである⁴⁾」。

総貨幣数量のうち、受取りと支払いの間の時間的ズレを埋める取引目的のために必要とされる部分を越えて貨幣を保有させる動機は何なのか、ということが問題となる。もし、あらゆる人々が完全な確信を持って将来のリスク・フリー利率の完全な行動様式を予見したとすれば、貨幣はただ取引動機を満たすためにだけ保有されることになる

う。

Keynes は、貨幣の取扱いに際して、通常の意味には定義していない。そこには三ヶ月大蔵省証券などのような証書も含まれている。「投資誘因」を取り扱う最後のところでは、私は、例えば当座貸越の便宜や期待される企業の普通株・債券の市場性等を含めた、より広い一般化を行うつもりである。

Keynes は、取引動機のための貨幣保有とは別に、次のようなものを取り扱っている。

「予備的動機、すなわち総資産額のある割合を将来現金の形でもとんとする安全確保の欲求、および……投機的動機、すなわち将来起こることについて市場よりもよりよく知ることから利益を得ようとする目的」。

これらの二つの動機の区別はそれほど整然としたものではない。このことは、私が第11節で『一般理論』公刊直後の *Economic Journal* 誌上での論争の中で Keynes によって導入された '*finance*' の概念について取り上げる際に非常に明らかとなるであろう。企業は、少なくとも一部は現金あるいは短期証券を保有することによって期待投資計画を行おうとすることであろう。Keynes はこのことを *finance* と呼んだのである。これは「予備的」なものである。投資物件に対する償還が完了した時点で満期となり、且つ高い利率が保証されている固定利付証券に対するポートフォリオがなぜ保有されないのか、といったことが問題となる。これは「投機的」なものである。企業は利率が上昇するかもしれないという恐れが大きくなればなるほど現金を保有する。その場合には、長期証券価格は下落しているであろう。

すでに公刊された論文の中で、私は非常に曖昧な区別である、予備的動機と投機的動機を区別することの困難性について取り扱おうとした。

「原理的には、予備的動機とは何人かの人々が利率を動きそうだと考えたときに作用するものであり、投機的動機とは、何人かの人々が結局のところ利率はああではなくこう動くだろうと考えたときに作用するものである」。

予備的動機に基づいて、企業はその投資計画のための金融準備を行う。しかし、それはいわゆる投機的動機の影響が作用しない限りにおいては、現金の形態で行われなければならない。

投機的動機を論じる際、Keynes は、民間の個人々人から大規模な投資信託や保険会社にまでおよぶ金融家のポートフォリオの運用を主に考えていた、という印象を与える。しかし産業的企業もまた重要な役割を果たすのである。予備的・投機的動機を区別することができるのであれば、予備的動機によって保有される現金の数量は、「利率の変化

にあまり敏感でない⁷⁾と Keynes は主張した。

総貨幣量のうち取引動機によって吸収されるものを超える超過分に対する利子率の反応弾力性は大部分投機的動機から派生する。

この弾力性は、時点・状況によって大きく変化する。それを解明することは簡単な問題ではない。さきに挙げた論文の中で私は弾力性が大きくなればなるほど、長期債権に対する「強気」と「弱気」の臨界域の周辺にいる人々の逼迫は大きくなることを示そうとした(臨界域とは外延的なものではない。疑惑をもっている、つまり強気か弱気かを完全に確信をもって決めかねているあらゆる個人々の頭のなかにある内包的な臨界域も存在するのである)。

Keynes はそのことについて、「世論は利子率の適度な低下に対してはかなり急速に慣れることができ、将来に関する慣行的な期待もそれに⁸⁾応じて修正されるであろう」と述べている。

その1～2ページ前で、Keynes は次のように書いている。

「かくして、利子率が高度に心理的な現象であることは明らかである⁹⁾。

また、

「利子率は高度に心理的な現象であるというよりもむしろ高度に慣行的な現象であるといった方が、おそらくはるかに正確であるかもしれない。なぜなら、現実の値は、その値がどうなると期待されるについての一般的な見解によって著しく支配されるからである。どのような水準の利子率であっても、長続きしそうだ¹⁰⁾と十分な確信をもって認められるものは長続きするであろう」。

固定利付き証券以外の資産の排除

本節において引用した『一般理論』の一番最初の文章の中で、Keynes は現金と固定利付き証券以外の流動的な富の形態を考慮していないのは奇妙なことである。貨幣と普通株、貨幣と家屋、貨幣と組織化された商品市場で取り扱われる商品との間には代替の弾力性がはっきりと存在する。また、もちろんこれらの資産の間にも代替の弾力性は存在する。総貨幣量から取引動機によって吸収されたものを超える超過分と関連を持つのは固定利付き証券価格だけではない。そのような貨幣の超過分がいかなるものであったとしても、それと両立するこれらの資産の各々の価格の組合せについての無限級数が存在する。

Keynes が必要としたものがポートフォリオ分析の単純な形態であったことは事実である。『一般理論』公刊後、結果的には不満足なものとなったが、Keynes はこの分野に取り掛かった¹¹⁾。

『貨幣論』において、Keynes は流動性選好理論の原型を表している。¹²⁾ Keynes が念頭に置いていた証券は、普通株であった。だが、「投資(Investment)」という用語の曖昧さのためにそれは大きな混乱を引き起こすこととなった。普通株の価格が、基礎的資本財価格となるためである。

「全体としての投資物件の価格水準、したがって新規投資物件の価格水準は、その価格のもとで貯蓄預金を保有しようとする公衆の意欲と、銀行組織が進んで創造しようとし、また創造できる貯蓄預金との額とが等しくなるような価格水準である」。¹³⁾ (Kahn 傍点)

Keynes は、『一般理論』において、『貨幣論』の取扱いについて回想している。彼は、『貨幣論』において流動性選好と同じ意味を持つ「弱気」が『貨幣論』では次のような関係として定義されていたために、その取扱いに対して反対している。

「(弱気)は) 利子率(または債権〔すなわち固定利付き証券〕価格)と貨幣量との間の関数関係としてではなく、資産と債権とを一括したものの価格と貨幣量との間の関数関係として定義された。しかし、この取扱いは、利子率の変化による結果と資本の限界効率表〔投資誘因〕の変化による結果との混同を含んでいた。それを私はここで取り除いたつもりである」。¹⁴⁾

- 1) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, pp. 165-74. <上掲書, pp. 163-72>.
- 2) Ibid., pp. 194-209. <上掲書, pp. 192-206>.
- 3) J. M. Keynes, JMK, vol. V, pp. 222-30. <『ケインズ全集 5 貨幣論 I 貨幣の純粹理論』, 小泉明・長澤惟恭訳, 1979. 東洋経済新報社, pp. 256-65>.
- 4) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, p. 213. <上掲書, p. 211>.
- 5) Ibid., p. 170. <上掲書, p. 168>.
- 6) Richard Kahn, 'Some Notes on Liquidity Preference', Manchester School of Economic and Social Studies, September 1954, p. 239; 'Selected Essays on Employment and Growth'. Cambridge: Cambridge University Press, 1972, p. 81. に再録。<『雇用と成長』, 浅野栄一, 袴田兆彦訳, 1983, 日本経済評論社, p. 102>.
- 7) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, p. 171. <上掲書, p. 169>.
- 8) Ibid., p. 204. <上掲書, p. 202>.
- 9) Ibid., p. 202. <上掲書, p. 200>.
- 10) Ibid., p. 203. <上掲書, p. 201>.
- 11) J. M. Keynes, 'The Theory of the Rate of Interest', Arthur D. Gayer 編 "The Lessons of Monetary Experience. Essays in Honor of Irving Fisher". London: George Allen and Unwin, 1937, pp. 145-52 に所収。JMK, vol. XIV, pp. 101-8 に再録。
- 12) J. M. Keynes, JMK, vol. V, pp. 127-31. <上掲書, pp. 147-49>.
- 13) Ibid., p. 129. <上掲書, p. 146>.
- 14) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, pp. 173-4. <上掲書, pp. 171-2>.

7. 投資誘因：序説

『一般理論』の大部分が振り向けられている問題が、投資率の決定であることは明らかである。それは、基本的には常識的な問題であった消費性向と比べて、遙かに抽象的なものであり、またそれ故に解説することが難しい。『一般理論』の主たる貢献は二つある。一つ目は、一定の供給条件のもとで、産出・雇用水準を決定する有効需要の概念が存在することである。二つ目は、投資率の決定が存在することである。有効需要の構成要素のうち、投資率は消費率よりも小さいにも関わらず、これが変動の主たる原因であり、また、需要が慢性的に不当に低く、あるいは同様に高くなる主たる原因でもある。

投資決定を含んだ因果関係の中で、期待は重要な役割を演じる。現実の社会においては、期待というものはリスクや不確実性に密接に絡みついたものであるということが、Keynes によって認められていたとすれば、思考上の革命の状況というものは圧倒的なものである。

『一般理論』を論じる際、私は同書の公刊後 Keynes によってなされた二つの寄稿を考察することが有益であると思われる。一つは、1937年2月の *Quarterly Journal of Economics* 誌に掲載された Viner 教授への返答である¹⁾。もう一つは、後に検討する、1937年6月から翌38年6月にかけての *Economic Journal* 誌に掲載された一連の論文である。これらの論文は、その論争の中で、‘finance’の問題に関する彼の思考における重要な追加物をもたらすことになった。Viner への返答の中で、Keynes はリスクに関する期待の問題における彼の革新的特質を展開している。若干の文章を引用しておこう。

〔Edgeworth, Pigou 等のその当時の〕最近の著作家達は、彼らの先行者とおなじように、使用される要素の大きさは一定であり、その他の重要な要素は多かれ少なかれ確実に知らされているものとして体系を取り扱っている。このことは、彼らに変化というものが排除され、あるいは期待が裏切られないといった体系を取り扱っているということではない。だが、ある時点で、現実と期待とは一定計算可能な形態で与えられると想定している。また、リスクといったものは、認められてはいるが、それほど多くの関心をはらわれておらず、保険統計学的に正確に推計することができる²⁾とされている。確率の推計は、その背景において言及されているが、確実性の推計方法と同じ方法で不確実性を削減することが可能であるとされている。

……将来に対するわれわれの知識は、変動しやすく、曖昧で不確かであるという事実は、古典派の手法では、富というものを著しく不適當なものにしてしまう。……〔その理論が〕はるかに長い将来において、富の蓄積といったものが重要な要因を占めることになる世界に適応されれば、その理論にはかなりの修正が必要となる。富の蓄積によって示される比例的部分が大きくなれば

なるほど、修正は一層必要となる。

‘不確実’な知識というものは私に言わせれば、単に可能性のあることから確実に知っていることを区別するためのものではない。ルーレットゲームは、この意味では不確実なものではない。戦勝公憤に抱かれる期待もそうである。さらに、生活の期待もわずかに不確実なものにすぎない。天候でさえも、大げさにいえば不確実という程度のものである。私は、ヨーロッパ戦争についての期待が不確実だとか、今後20年間の銅価格や利子率の動きだとか、1970年における社会体制における民間の富の所有者の立場が不確実だ、という意味でこの用語を使用しているのである。これらの事柄について、推計可能な蓋然性を作り出すいかなる科学的な基盤も存在しない。われわれはまったく何も知らないのである。それにも関わらず、行動を起こし、決定を行わなければならないという必然性は、経験を積んだ人間ということによって、この厄介な事実から目を背けることが最善であるというふうを考えさせ、またわれわれには総計されることだけが必要な適切な蓋然性によってそれぞれ導き出せる一連の便益と不利益の期待についての素晴らしい功利主義的推計ができる能力を持っているかのように行動せざるをえないのである。

このような状態のもとで、われわれは合理的経済人としての顔を保つためにはどのように行動すればいいのだろうか？ われわれはこのために様々な技術を持っている。

現在のところ、このようなもの〔技術〕に基づいた将来に対する実践的理論には、はっきりとした特徴がある。非常に貧弱な根拠から、とりわけそれは突然でしかも急激な変化を問題にしている。沈着と静止、確実性と安全の習慣は、突然崩壊する。新しい不安や希望といったものが、何の前触れもなく、人々の行動を変えてしまう。幻滅の効力が突然のうちに新しい評価基準を押し付けてくるであろう。証券取引場の立会場が現実を正確に反映し、市場が完全に統制されるような完璧に洗練された技術といったものは、すべて簡単に崩壊してしまう。あらゆる時点において、曖昧な恐慌への恐れや又なんの根拠もない曖昧な希望²⁾といったものは、実際、鎮まることはない。ごく僅かの手掛かりが地下に横たわっているだけである。

- 1) J. M. Keynes, 'The General Theory of Employment', Quarterly Journal of Economics, February 1937, pp. 209-23. Viner の論文と Keynes の返答について論じた、本講第2節（前号掲載）の注2）参照。JMK, vol. XIV, pp. 109-23, に再録。
- 2) J. M. Keynes, JMK, vol. XIV, pp. 112-5.

8. 投資誘因：Keynes の基本章

Keynes の投資決定についての基本章は、第11章「資本の限界効率」¹⁾である。この課題は、『一般理論』の中で最も重要な章の一つである。しかし、この章は、また最も混乱がみられるものの一つでもある。

その章は次のように始まる。

「人が投資物件または資本資産を購入するとき、その資産の存続期間を通じて、それから生じる産出物を販売して、その産出物を得るための投資の費用を差し引いた後に、獲得できると彼が期待する予想収益の系列に対する権利を買っているのである。……

私は、資本の限界効率とは、資本資産から存続期間を通じて獲られると期待される収益によって与えられる年金の系列の現在値を、その供給価格にちょうど等しくさせる割引率に相当するものだと定義する。これは特定の類型ごとの資本資産の限界効率を与える。そして、これらの限界効率の中で最大のものを資本一般の限界効率とみなすことができる。……

さて、投機の現実の投資額が、現行利率を超える限界効率を超える限界効率を持ついかなる種類の資本資産ももはや存在しないことは明らかである。いいかえれば、投資額は投資需要表²⁾の上で資本一般の限界効率が市場利率に等しくなる点まで押し進められるであろう。

投資率は、「現行利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であろう」、という叙述のみが明快である。

Keynes は単純な算術的手法でこのことを次のように説明している。

「いま Q_r を r 時点における一資産からの予想収益とし、 dr を現行利率による r 年後の一ボンドの現在値とすれば、 $\sum Q_r dr$ は、その投資の需要価格である。そして投資は、 $\sum Q_r dr$ が以上で定義された投資の供給価格に等しくなる点まで続けられるであろう³⁾。

Keynes が、利率という言葉によって、リスク・フリー利率を意味していることは明らかである。

Keynes は彼が資本の現行収益ではなく、予想収益について取り扱っていることを強調している。Keynes は「利潤」と「利潤率」といった用語の三つの意味の間について言及したという混乱が、今日でもなお、流布している。

(i) 予想 不確実性が存在しないという場合を除いて、これは主観的なものであり、個人によって異なる。一人の人間をとってみても、あらゆる特定のデータ、将来について、その額を明確にはし得ないし、また、不確実性のリスクとの正常な関係を用いて、確率的に区分することさえ不可能である。

(ii) 現実 これは利潤と利潤率の決定に際して用いられる用語であるという意味で用いられる。

(iii) 過去 これは客観的なものであり、歴史的的事象に関するものであるが、理論的解釈のために使用することは合理的である。

リスクと不確実性

Keynes は、「資本の限界効率」を、Irving Fisher の「費用超過収益率」と同一視している。それは彼の『利子論』で次のように定義されたものである。

「費用超過収益率とは、すべての費用の現在値とすべての収益率の現在値を計算する場合に用いられるものであって、この二つのものを均衡化させる率である⁴⁾。

今日において、これは、内部収益率の概念と類似したものである。投資を誘発させるためには、「費用超過収益率は利子率を超過していなければならない⁵⁾」と、Fisher は書いている。

「資本の限界効率」によって示される概念は、

「(1930年) Irving Fisher によって、『利子論』の中で、‘費用超過収益率’という名で、最初は経済理論に導入されたのである。この概念は、彼の近年の独創的な示唆の中で最も有益なものであると思われる」。

と、Keynes は、1937年に書いている⁶⁾。

Fisher が、同書の106ページで⁷⁾、リスク不確実性をまったく除外していることについて、Keynes が言及を行っていないという事実は重要である。

投資は、「現行利子率を超える限界効率をもつ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⁸⁾」と Keynes が書いたとき、彼はリスクや不確実性がないと仮定しているのではないことを強調している。利子率だけが、リスク・フリーなのである。

リスクや不確実性というものが広く行きわたったことによって、予想収益率が、リスク・フリーな利子率と同じようになるまで下がるということは受け入れられるものではない。また、利子率がリスクと不確実性を算定する代用物となりうると思えずことはできない。リスクや不確実性に対する収益といったものは、予想収益率が、投資を誘発させるほど十分に高く、リスク・フリー利子率を超えていることによってのみ取り入れることができるのである。Keynes の取扱いは、循環論的なものを含んでいた。

同章の後半部分で、Keynes は、リスクの算定において「投資の誘引となる最低予想収益を求める際には⁹⁾」利子率を超過することを論じているが、当然のことながら、経験的観察以上にそれがいかにして算定できるのかを示すことはできなかった。その1ページ前で、投資の大きさに影響を与えるものとして、二つのリスクが論じられている。「企業者または借手のリスク」、そして、「貸借の組織が存在するところにおける」借手の自発的・非自発的な債務不履行によって貸手が被るリスクである。「第一の型のリスクは、(第二の型と異なって)平均化によって減少する可能性があるが、ある意味において、真の社会的費用である¹⁰⁾」。

「有効利子率を低利子の時代にある水準以上に引き下げること¹¹⁾」の困難性について Keynes が論じているところにおいて、彼が抱いていた利子の大きさについての考えが

示されている。「2パーセントの長期利率は、(将来低下するという)希望よりも、(将来上昇するという)危惧をより多く抱かせる¹²⁾」と、彼は考えていたのであった。この文章は、Keynes が、リスクを非常に小さく見積っていたことを示している。特に貸手のリスクを考える場合にはそうであった。

『一般理論』は1936年の前半に公開された。第11章(「資本の限界効率」となることとなった1934年草稿の第3ページには、「リスク算定後の」、「等リスクによる」、および「リスク算定による¹³⁾」といった表現が、すべて用いられているということは興味を抱かせる。これらの表現が何故使用されなくなったのか、まったく理解できない。

Keynes は、投資率に影響を及ぼす要因として、——他の要因と比較して——リスク・フリー利率の重要性を強調しすぎている、という批判は正当であろう。他の要因の中には、リスクや不確実性、減価償却および設備廃棄といったものがある。次節で私は、他の要因と比較して、「*finance* の状態¹⁴⁾」という入り組んだ表現によって覆い隠された最も重要な要因である利子の支配に対する強力な反対者として、Keynes を論じる。

また、Keynes は、もちろん、一国の投資のかなりの部分を、住宅・公共事業・道路および鉄道といった耐久資産が占めることを十分知っていた。そのようなものは、リスクといったものは殆どなく、減価消費の年率も非常に低いために、利率が重要な影響を及ぼすこととなるのである。

これが、全体としての経済活動と、有効需要の重要な部分を占める耐久事業に、利率の水準がいくつかの関連をもつ理由となるのである。

もちろん、Viner への返答の引用からも明らかのように、Keynes の思考は、リスク(特に不確実性と混同されたリスク)といったものが広く入り込んだことによって大きな影響を受けたのであった。これは、ある特定の比率で、ある種類の資本財を生産している企業が投資をまさに引き起こそうとする限界予想収益率について言及することを難しくすることとなった。しかし、記号 Qr は、 r 期におけるある特定の投資の境界線のもとでの予想利潤として企業家が描く心の状態を示す代替物として表すように Keynes が意図していたことは明らかである。この単純な手続きの合理性は、リスクに含まれている不確実性の程度が大きくなれば減少する。

1) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, pp. 135-46. <上掲書, pp. 133-44>.

2) Ibid., pp. 135-7. <上掲書, pp. 133-4>.

3) Ibid., pp. 137. <上掲書, pp. 135>.

- 4) Irving Fisher, "The Theory of Interest", New York: Macmillan, 1930 (初版). p. 168; 引用は JMK, vol. VII, p. 140 <上掲書, p. 135>より。
- 5) Ibid., p. 159; 引用は JMK, vol. VII, pp. 140-1 <上掲書, pp. 135>より。
- 6) J. M. Keynes, 'The Theory of the Rate of Interest', Arthur D. Gayer 編 "The Lessons of Monetary Experience. Essays in Honor of Irving Fisher"; JMK, vol. XIV, p. 101, 注 2 に再録。
- 7) Irving Fisher, "The Theory of Interest", pp. 99-205.
- 8) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, p. 136. <上掲書, p. 134>.
- 9) Ibid., p. 145. <上掲書, p. 143>.
- 10) Ibid., p. 145. <上掲書, p. 142>.
- 11) Ibid., p. 208. <上掲書, p. 205>.
- 12) Ibid., p. 202. <上掲書, p. 200>.
- 13) J. M. Keynes, JMK, vol. XIII, p. 452.
- 14) 産業資本家を問題にするこの分野において行われている多くの研究の中で, 'Oxford Studies in the Price Mechanism' (Tom Wilson, P. W. S. Andrew 編, Oxford: Clarendon Press, 1951, pp. 1-74) は, 関連した部分が言及されている。Hubert Henderson (pp. 16-27) は, 私の著作の序文で述べた見解を支持している。(私は, その書物について1952年3月号の Economic Journal 誌に書評を加えておいた。pp. 119-30)。

9. Keynes の実物投資に関する章

はじめに

第11章「資本の限界効率」には非常に大きな制約があったために, Keynes は閉口し, おそらく満足できなかったと思われる。しかし, 第12章「長期期待の状態」の記述は非常に痛快であったことを彼自身認めている。この対称性は非常に大きなものである。第11章の学術的論及との類似性は殆どみられない。

普通株価格の役割

『貨幣論』と『一般理論』の双方において, 固定利付証券の対極にあるものとしての普通株は, その範囲を制限され, また実物投資に影響を及ぼすものとしての普通株の動向は前面に押し出されていない。Keynes は, 消費に対する影響により多くの重要性を認めていた。しかし, このことについて, 彼が専門外であったということではない。大学の会計係であり, 二つの巨大な投資信託会社の理事でもあった彼は, 普通株市場において大きな現実的利害を, 個人的にも持っていたからである。もちろん, 彼は, 普通株市場の動向が, 経済に実物的な影響を与えると信じてはいなかった。私が以下で引用す

る第12章からの文章は、彼がそう考えていたことを示すものである。しかし、曖昧な点はかなり存在している。

この点に関する曖昧さは、現在までも多くの経済学者の中でみられるところである。次節で、私は自説を展開するつもりである。

Keynes が取り除くことのできなかつたこの大きな混乱の大きな原因は、「投資 (Investment)」という用語の曖昧さにある。その用語は、実物投資と証券市場での株式購入の二つを意味するものとして使用されている。

この点については、フランス語の方が英語よりも語彙が多いということが一つの根拠となるであろう。Joan Robinson は、Hicks からヒントをえて、20年以上に渡って証券の購入を示す場合にはフランス語の 'placement' という用語を用いて混乱を避けている¹⁾。『貨幣論』において、普通株は、ポートフォリオの構成要素として重要な役割を演じ、また、そのことは同書で数多くの議論がなされている。しかし、普通株の価格水準が、投資率に影響を持つものとしてはほとんど論じられていない。ある一つの文章において、Keynes は合衆国の1928年から29年にかけてのブームにおいて、連邦準備銀行によって意識的に高く設定された短期貨幣利子率は、「投資を阻止し、取引の繁栄を終らせる」という好ましい効果を達成し得なかつたという事実について言及している。Keynes の説明は、次のようなものである。

「普通株の価格がその配当率に比べて非常に高かつたことが、株式会社組織の企業に対して、極端に低廉な資金調達の方法を提供したという事実に戻せられるであろう。したがって短期の貨幣市場利子率は非常に高く、そして債券利率はやや高かつたのに、普通株の発行によって新投資をファイナンスすることは、これまでのいかなる時期よりも低廉であった。1929年の春までには、これが資金調達 (ファイナンス) の最も有力な方法になりつつあつた。このようにして、非常に高い短期の貨幣市場利率の出現にもかかわらず、ある型の投資については、緩和された条件が維持されていたのである」。

『一般理論』に到達するまで、このような説明の形態を彼は認めなかつた。これは非常に奇妙である。脚注において、彼はこの一文に立ち戻って、彼の説明は、「現存株式に対する高い相場は、それと対応する種類の資本の限界効率の上昇を意味する³⁾」と述べている。

この脚注は、私がいままさに論じている章においてみられるものである。そこでは、他の箇所では見られない、普通株価格の動向が実物投資に重要な影響を持っていることがいくつかの文章において見受けられる。それは、脱線と見なさなければならぬ。

第12章からの抜粋；実物投資への影響を示さないもの

まず最初に、その章から、普通株市場の動向が経済の活動水準に影響を及ぼさないことを示すいくつかの抜粋を引用することにしよう。

「予想収益に対して実際には大きな相違をもたらさない要因であっても、これらの要因についての突然の意見の動揺が起こると、多数の無知な個人の群衆心理の産物としてつくり上げられた慣行的な評価は、激しい変動にさらされがちである。それは慣行的評価を固執する強い確信の根拠がないからである。

……普通の素人投資家よりもすぐれた判断と知識を持つ専門的な玄人筋の間の競争は、孤立した無知な個人の気まぐれを修正すると考えられてきたかも知れない。しかし、実は、玄人筋の投資家や投機家の勢力と熟練は主として、それとは別のことに向けられているのである。なぜなら、実際には、これらの多くの人々の大多数の主たる関心は、投資物件からその全存続期間にわたって得られる蓋然的な収益に関して優れた長期予測をすることではなく、一般大衆よりもわずか先んじて評価の慣行的な基礎の変化を予測することにあるからである。彼らの関心は、投資物件を‘いつまでも’保有するために買う人にとってそれが本当にどれだけの価値をもつかということではなく、三ヶ月後とか一年後とかに、市場が群衆心理の影響のもとで、それをどれだけに評価するかということである。そればかりでなく、この行動はひねくれた性向の所産ではなく、上述のような線に沿って組織された投資市場の不可避的な結果である。なぜなら、われわれが予想収益から考えれば30の価値があると信ずる投資物件に対しても、もし同時に三ヶ月後に市場でそれが20に評価されると信ずるなら、いま25を払うことは賢明ではないからである。

このようにして、玄人筋の投資家は、経験上市場の群衆心理に最も多く影響するような種類の、情報や雰囲気の違いを先んじて予想することに関心を持たざるを得ないのである。これはいわゆる‘流動性’に主眼をおいて組織化された投資市場の不可避的な結果である。……熟練した投資の社会的目的は、われわれの将来を覆い隠している時間と無知のくらいの圧力を打ち破るものでなければならない。今日の最も熟練した投資の現実的な、個人的目的は、アメリカ人がうまく表現したように‘仲間を出し抜き’、群衆の裏をかき、質の悪い、価値の下がった半クラウン銀貨を他人につかませることである。

長期間にわたる投資の予想収益を予想するよりもむしろ、2、3ヶ月先の慣行的評価の基礎を予測しようとする虚々実々の戦いは、玄人筋の胃袋を満たすために大衆の中にあひひることすら必要としない。……その戦いは玄人筋同士で演ずることができるからである。また、評価の慣行的な基礎は真の長期的妥当性をもつというような単純な信念を抱いていることも必要ではない。なぜなら、そう言ってみれば、スナッフとか、オールド・メイド（ばばぬき）とか、ミュージカル・チェアに似た遊戯だからである……これらの遊戯では、遅くもなく早くもなくちょうどよい時に‘スナッフ’と叫んだものであるとか、遊戯の終らない前にばばを隣の人に手渡したものとかが、音楽の止まったときに自分の椅子を確保したものが勝ちとなる。……また、比喩を少し変えていえば、玄人筋が行う投資は、投票者が100枚の写真の中から最も容貌の美しい6人を選び、その選択が投票者全体の平均的な好みに最も近かった者に賞品が与えられると言う新聞投票に見立てることができよう。この場合、各投票者は彼自身が最も美しいと思う容貌を選ぶのではなく、他の投票者の好みに最も良く合うと思う容貌を選択しなければならず、しかも投票者のす

べてが同じ観点から眺めているのである。……われわれが、平均的な意見はなにが平均的な意見になると期待しているのかを予測することに知恵をしぼる場合、われわれは三次元の領域に到達している。さらに四次元、五次元、それ以上の高次元を実戦する人もあると私は信じている⁴⁾。

第12章からの抜粋；実物投資への影響を及ぼす場合

「顕著な事実は、われわれが予想収益を推定するさいに依拠しなければならない知識の基礎が極端に当てにならないということである。投資物件の数年後における収益を規定する要因について、われわれの知識は通常極めて乏しく、しばしば無視しうるほどである⁵⁾。

「……実業家たちは技能と偶然とが混じったゲームを演ずるのであって、競技者たちにとってのゲームの平均的な成果は参加者にはわからない。もし人間本性が一か八かやってみることになんの誘惑も感ぜず、工場や鉄道や鉱山や農場を建設することに（利潤を獲得すること以外に）なんの満足も覚えなかつたら、単に冷静な計算の結果としての投資はあまり行われなかつたに違いない。

しかし、旧式の個人企業に投資しようとする決意は、社会全体にとってばかりでなく、個人にとっても大部分取り消すことのできない決意であった。今日広く行きわたっている所有と経営の分離をともしない、また組織化された投資市場の発達につれて、時には投資を促進し、時には経済体系の不安定性を著しく高める、きわめて重要な新しい要因が導入された。証券市場がない場合には、われわれがすでに契約してしまった投資物件の再評価を頻繁に試みてもなんの役にも立たない。

……株式取引所の日々の再評価は、主として旧投資物件を一個人から他の個人への転移することを容易にするために行われるものであるが、不可避的に今期の投資額に決定的な影響を及ぼす。なぜなら、現存の同種企業を買い取ることができるのに、それよりも多額の費用を払って新企業を起こすことは無意味であるし、他方、もし株式取引所において新計画の株式を売却し、即時的利益を得ることができるなら、その計画に莫大と思われるような金額を支出する誘因も存在するからである。このようにして、ある種の投資物件は、専門的企業者の真正の期待によるよりもむしろ、株式取引所で取引する人たちの、株式価格に現れる平均的な期待によって支配されるのである⁶⁾。それでは、現存投資物件のこのようなきわめて重要な毎日あるいは毎時の再評価は、実際にどのようにして行われるのであろうか⁷⁾。

「……もし組織化された投資市場が存在し、われわれの慣行の維持を頼りにすることができるならば、投資家は、自分の冒す唯一の危険は近い将来における情報の真正の変化の危険だけであって、その変化の可能性については自分で判断を下すこともできるし、しかもその変化はあまり大きなものではなさそうだという考えによって、正当に自分を元気づけることができるからである。なぜなら、慣行が妥当すると仮定すれば、彼の投資の価値に影響を及ぼしうるものはこれらの変化だけであって、10年後に彼の投資の価値がどうなるかについてなんの考えを持たないからといって不安に明け暮れる必要はないからである。このようにして、もし個々の投資家が慣行に破綻のないことを信頼し、また多くのことが起こる以前に判断を改訂し投資を変更する機会があることを信頼してさしつかえないとすれば、投資は短期間したがって短期間の連続——どんなに長いものであろうと——を通じて、個々の投資家にとってかなり‘安全’なものとなる。社会全

体としては‘固定している’投資も、このように個人にとっては‘流動的’なものとなる。

われわれの主要な投資市場は、およそそのような手続きに基づいて発達してきたものであると私は信じている。しかし、慣行というものは、絶対的な観点からみればきわめて恣意的なものであるから、弱点をもっているとしても驚くにはあたらない。十分な投資を確保するというわれわれの現在の難問のかんりの部分をつくり出しているものは、慣行の頼りなさである⁸⁾。

「……真の長期期待を基礎とする投資は今日ではきわめて困難であって、ほとんど実行不可能となっている。それを企てる人はたしかに、群衆がいかに行動するかを群衆よりもよりよく推測しようと試みる人に比べて、はるかに骨の折れる日々を送り、はるかに大きな危険を冒さねばならず、同等の知力をもってするなら、彼は一層悲惨な間違いを犯すこととなろう。社会的に有益な投資政策が最も大きな利潤を生む投資政策と一致する明白な証拠は、経験からは得られない。仲間を出し抜くよりも、時間の圧力と将来についてのわれわれの無知の圧力を打破する方がいっそう多くの知力を必要とする。

……実際に最も多く批判の対象とされているのは、公共の利益を最も増進させるはずの長期投資家であって、投資資金が委員会や評議員会や銀行によって管理される場合はつねにそうである。なぜなら、普通の意見をもつ人々の眼に、彼が常軌を逸し、型破りで、無謀に映るのは、彼の本質からみて当然だからである。彼が成功した場合には、それが彼の無謀さについての一般の信念が正しいことを証明するにすぎないし、他方、きわめてありがちなことだが、彼が短期的に不成功な場合には、彼は容赦なく批判されるであろう。世俗的知恵が教えるところによれば、世間の評判を得るためには、慣行に従わないで成功するよりも慣行に従って失敗した方がよいのである。

……資本の限界効率に悲惨な影響を及ぼした株式価格の暴落は、投機的な確信あるいは信用の状態のいずれかが弱まったことによるものといえよう。しかし、暴落を引き起こすにはそのいずれかが弱まることで十分であるのに、回復するためには両者が共に復活することが必要である。なぜなら、信用の弱まることは暴落をもたらすのに十分であるけれども、それが強まることは、回復にとっての必要条件ではあるが、十分条件ではないからである。

これらの問題は、経済学者の視野の外におかれるべきではない。それらは正しい視野のもとにおかれなければならない。もし投機 (speculation) という言葉を市場の心理を予測する活動に当て、企業 (enterprise) という言葉を資産の全存続期間にわたる収益を予測する活動に当てることが許されるなら、投機が企業以上に優位を占めるということは必ずしも事実ではない。しかし、投資市場の組織が改善されるにつれて、投機が優位を占める危険性は事実増大する。世界における最大の投資市場の一つであるニューヨークにおいては、投機 (上述の意味における) の支配力は巨大なものである。……投機家は、企業の着実な流れに浮かぶ泡沫としてならば、なんの害も与えないであろう。しかし、企業が投機の渦巻の中の泡沫となると、事態は重大である。一國の資本発展が賭博場の活動の副産物となった場合には、仕事はうまくいきそうにない。新投資を将来収益から見て最も利潤を生む方向に向けることを本来の社会的目的とする機関として眺めた場合、ウォール街の達成した成功の度合は、自由放任の資本主義の顕著な勝利の一つであると主張することはできない——もし私のように、ウォール街の最もすぐれた頭脳は実際にはそれとは異なった目的に向けられてきたと考えることが正しいならば、このことは驚くべきことではな

い……」⁹⁾。

「投機に基づく不安定性がない場合にも、われわれの積極的な活動の大部分は、数学的期待値——道徳的、快楽的、経済的を問わず——に依存するよりもむしろ、自生的な楽観に依存しているという人間本性の特徴に基づく不安定性が存在する。十分な結果を引き出すためには将来の長期間を要するような、なにか積極的なことをしようとするわれわれの決意のおそらく大部分は、血気——不活動よりもむしろ活動を欲する自生的衝動——の結果としてのみ行われるものであって、数量的確率を乗じた数量的利益の加重平均の結果として行われるものではない。企業はそれ自身の趣意書の叙述がいかに率直で誠実なものだとしても、主としてそれによって動機づけられているかのように装っているにすぎない。企業が将来の利益の正確な計算を基礎とするものでないことは、南極探検の場合とほとんど変わりがない。したがって、もし血気が鈍り、自生的な楽観が挫け、数学的期待値以外にわれわれの頼るべきものがなくなれば、企業は衰え、死滅するであろう。ただし、その場合、損失への恐怖は、さきに利潤への期待がもっていた以上に合理的な基礎をもっているわけではない¹⁰⁾。

「……車輪を回転させるものはわれわれの生まれながらの活動への衝動であってわれわれの合理的な自己は、可能な場合には計算をしながらも、しばしばわれわれの動機として気まぐれや感情や偶然に頼りながら、できるかぎり最善の選択を行っているのである¹¹⁾。

「私自身としては、現在、利子率に影響を及ぼそうとする単なる貨幣政策が成功するかどうかについていささか疑いをもっている。私は、資本の限界効率を長期的な観点から、一般的、社会的利益を基礎にして計算することのできる国家が、投資を直接に組織するために今後ますます大きな責任を負うようになることを期待している。なぜなら、上述の原理に基づいて計算される各種資本の限界効率にかんする市場評価の変動があまりにも大きくなるので、利子率の実現可能な変化によってもはや相殺できないようになるかもしれないからである¹²⁾。

- 1) Joan Robinson, "The Accumulation of Capital", London: Macmillan, 1956, p. 8.
- 2) J. M. Keynes, JMK, vol. VI, pp. 174-5. <『ケインズ全集 6 貨幣論Ⅱ 貨幣の応用理論』, 長澤惟恭訳, 東洋経済新報社, 1980, p. 205>.
- 3) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, p. 151, 注1. <上掲書, p. 149>.
- 4) Ibid., pp. 154-6. <上掲書, p. 152-4>.
- 5) Ibid., pp. 149. <上掲書, pp. 147-8>.
- 6) もちろん、これは株式非公開及びそれに相当する譲渡可能な証書がない企業には適応されない。この例外の中に含まれるカテゴリーは、形式上は広きにわたるものである。しかし、新投資の総価値における比率をとってみれば、それらの重要性は急速に減少している。
- 7) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, pp. 150-1. <上掲書, pp. 148-9>.
- 8) Ibid., pp. 152-3. <上掲書, p. 151>.
- 9) Ibid., pp. 157-9. <上掲書, pp. 155-7>.
- 10) Ibid., pp. 161-2. <上掲書, pp. 159-60>.
- 11) Ibid., p. 163. <上掲書, p. 161>.
- 12) Ibid., p. 164. <上掲書, p. 162>.

10. 『一般理論』の限界

『一般理論』についての誤った概念

Keynes は、その序文において、同書の「主要な目的は難解な理論上の問題を取り扱うことであって、この理論の実践への適応は副次的に取り扱われているに過ぎない」¹⁾ことを明らかにしている。このことは、しばしば見逃されている。例えば、

1) その書物には、国際取引や、許容可能な国際収支と高水準の活動を一致させるという問題についてはほとんど言及されていない。しかしながら、Keynes のより現実に関する著作においては、この問題は彼の思考の中では一番重要なものであった。ほとんどそれは海外貸付の超過が、諸国間の問題の原因の一部を占めるという形態をとっている。なぜならば、そのことは、国際収支における経常勘定上の赤字が発生している場合には、それは貨幣準備の損失を引き起こすことになり、それを避けるために必要とされる利子率の上昇は国内投資に対して負の効果を持つこととなり、したがって失業の原因となるからである。

Keynes はこのテーマを、いくつかの歴史的出来事について同書の正に最後から二番目の章である「重商主義に関する覚書」²⁾において展開している。著作の最後に、彼は「もし諸国民が国内政策によって完全雇用を実現できるようになるならば、……一国の利益が隣国の不利益になると考えられるような重要な経済諸力は必ずしも存在しない」³⁾、つまり諸国の輸出は他の諸国の高い活動水準によって利益を受けるものであると述べている。

Keynes によって導かれたこの簡単な教訓を、世界は今もなお受け入れなければならない。

2) Keynes が、今もなお（ほとんどは「ロイド・ジョージはそれをなしうるのか？」に帰するものであるが）彼の名前と結び付いている、他の諸手段が失敗した場合には雇用を支える手段として国家当局による「公債支出」政策を提唱したのは、僅か一文だけである。

「……‘浪費的な’公債支出でも結局社会を豊かにすることができることを明らかにしている。ピラミッドの建築や地震や戦争ですらも、もしも古典派経済学の原理を基礎とするわが政治家の教養がもっともよいことの実現を妨げているとすれば、富の増進に役立ちうるのである」⁴⁾。

3) 同書の多くの部分は簡単に理解することはできない。またいくつかの章は、非常に深い意味がある。例えば、第16章「資本の性質に関する諸考察」、第17章「利子と貨幣の基本的性格」および第24章「社会哲学に関する結論的覚書」など。しかしながら、

それは、Keynes が、彼の基本的な主張を示す際に、包括的な取扱いに必要とされる限定や複雑化を避けようとしたためである。納得させようというすさまじい彼の苦悩が、彼に極端な単純化をなさしめたのであった。

このように書けば、その著作に問題を見だし、またその本質は簡単な幾何学や代数学で表すことができないと信じている人々に誤解を招くことになるかもしれない。

そのようなことは非常に悲しいことである。経済の動向は途方もなく複雑な事象である。今日までの教科書における図表や幾らかの代数式といったものは、隠されていた問題や、また Keynes の評判を落とすようなことをしばしば導くこととなっている。

例えば、利子率の流動性選好理論と投資誘因の説明の両方において、Keynes は、 $y=f(x)$ といった類型の一曲線あるいは一つの代数式によって表されることのできる計画表を使用している。二つのパラメーター間の単純な関係を示すものであり、両者とも一つのパラメーターは利子率である。にも関わらず、Keynes がリスクと不確実性に密接に関連した期待の圧倒的な重要性を強調したことは、彼のもっとも大きな貢献のうちの一つである。このことは、そのような——単純化のために Keynes が作成した——計画表を天から授けられた安定的な関係であるとみなす一般的な考え方を完全に打ち崩すこととなった。

Keynes が John R. Hicks にあてた1937年3月31日付の Hicks の論文 ‘Mr. Keynes and the Classics’⁵⁾ についての手紙は、好意的な口調で書かれているが、一つの批判を含んでいる。

「一時、私は、いま貴方がなさっているように、すべての方程式のなかに I (所得) と関連づけた方程式を作成しようとした。このことに対する批判は、それは現在の所得を過剰に評価するというものでした。投資誘因の場合、投資の存続機関における予想所得というものは重要な変数となります。このことによって私は資本の限界効率の定義を考慮しようとしたのでした。…しかしそのようなことは企業家を現在の所得は過剰反応させてしまうことになるかもしれません。もし現在の所得がその様な明確さによって生じるのであるならば、この心理的影響は本当に強調されなければなりません」⁶⁾

Keynes の批判は、非常におだやかすぎた。Hicks はそれによって省みることはなかった。4月9日付の返答の中で、彼は次のように書いている。

「もちろん、私も論理的に重要なのは予想所得であるということに賛成しています。しかし、期待に対する現在の出来事の影響は(一般に認めるところによれば、曖昧で当てにはならない関係ではあるが)、私には非常に重要であると思われます。もしこれが導入され、当てにならないことがはっきりすれば、私にとっては非常によいことでしょう」⁷⁾

この結果、Keynesian の経済学の基本的な教えは、IS-LM 及びそれに関連する図表や代数式の被害者となることとなった。それらが公表されたとき、Keynes が公的に異議を表明しなかったことは残念なことである。

Joan Robinson は、近年、次のように述べている。

「現代の経済学教育は、『一般理論』を IS-LM 公式によって静学的均衡の領域に押し込めようという J. R. Hicks の試みによって混乱させられてしまった。Hicks は、今ではそれを後悔し、名前を J. R. から John に変えている。だが、彼の教えの影響が消え去るには長い時間を要するであろう」。

1977年になっても、Hicks はまだ彼の IS-LM 表を主張している。

「Keynes の『一般理論』には、もちろんこの形式的なモデル以上のものが多く含まれている。……しかし私は、IS-LM 表からその Keynes 解釈を受け取ったあとの世代の人々（なんと多くの人々）が Keynes が主張した要素の一つを受け継いだものと確信している」⁹⁾。

同書に所収されているが4年前に公刊された一つの論文を読むことがよいであろう。

「『一般理論』は、……専門的な経済学者が快適に手慣れた芸当で利用しうるモデルを提供した。この芸当は正しかったであろうか。IS-LM 表で私自身も罠に落ちた」¹⁰⁾。

Keynes の挑発的な口調

Keynes は、古典派経済学者、特に彼の友人であり同僚でもある Pigou に対して論評する際に、挑発的であったという点で誤っている、という見解が広く受け入れられている。

第14章「利子率の古典派理論」の草稿について、Harrod は Keynes にあまりにも挑発的であると進言している¹¹⁾。Keynes の返答からの短い抜粋を載せておくだけで十分であろう。

「私が書いた多くのことが更なる反響を呼ぶことを期待しています。私が古典派に返答せざるを得ないような十分に激しい批判をしない限り、事態は進展しないことを確信しています。つまり、私はほこりが舞い上がることを望んでいるのです。なぜならば、私が理解したいと思っていることは、そこから生じるであろう論争からしか得られないからであります」¹²⁾。

Keynes は序文で次のように書いている。

「私が『古典派理論』と呼ぶものに強い執着心をもっている人々は、おそらく、私がまったく間違っていると信ずるか、あるいは私がなんら新しいことを言っていないと信ずるかのどちらかであろう。……私の論争的な文章はその解答にいくらかの材料を提供することを意図したものである」¹³⁾。

Austin Robinson 卿は、この点について、『伝記 (Biography)』で触れている。

「Keynes は落胆を味わったのであった。取り扱いやすいという理由を必要とする通常の書物は、彼の目的を満たすものとはなり得なかったであろう。偶然にも適応したいくつかの思考は受け入れられたかもしれないが、他のものは好みによって捨て去られたのである¹⁴⁾」。

- 1) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, p. xxi. <上掲書, p. xxv>.
- 2) Ibid., 第12章「重商主義, 高利禁止法, スタンプ付き貨幣および過小消費説に関する覚書」, pp. 337-71. <上掲書, pp. 333-74>.
- 3) Ibid., p. 382. <上掲書, p. 385>.
- 4) Ibid., pp. 128-9. <上掲書, p. 127>.
- 5) John R. Hicks, 'Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation', *Econometrica*, April 1937, pp. 147-59. John Hicks, "Critical Essays in Monetary Theory". Oxford: Clarendon Press, 1967, pp. 126-41, に再録。
- 6) J. M. Keynes, 'Letter to John R. Hicks, 31, March, 1937', JMK, vol. XIV, pp. 79-81, に公刊。
- 7) John R. Hicks, 'Letter from John R. Hicks, 9, April, 1937', *ibid.*, pp. 81-3 に公刊。
- 8) Joan Robinson, "Contributions to Modern Economics", Oxford: Basil Blackwell, 1978, p. xiv.
- 9) John R. Hicks, "Economic Perspectives", Oxford: Clarendon Press, 1977, p. viii. <『経済学の思考法』, 貝塚啓明訳, 岩波書店, 1985, p. ix>.
- 10) Ibid., pp. 147-8. <上掲書, p. 182> に再録。原出典 'Recollections and Documents' (「回想と記録」), *Economica*, February 1973, p. 11.
- 11) Ralph F. Harrod, 'Letter from Ralph F. Harrod 21 August 1935', JMK, vol. XIII, pp. 554-6, に公刊。
- 12) Ibid., p. 548.
- 13) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, p. xxi. <上掲書, p. xxv>.
- 14) Austin Robinson, 'John Maynard Keynes, 1887-1946', *Economic Journal*, March, 1947, p. 40.

11. 『一般理論』後の Keynes の「finance」論

Keynes と finance

Keynes の思考は、『一般理論』公刊後も発展した。1937年3月から1938年6月にかけての *Economic Journal* 誌においては、毎号、Bertil Ohlin 教授、スウェーデン学派の経済学者、Dennis Robertson および Ralph Hawtrey との議論、論争に関する論文、覚書が少なくとも一つは掲載された。これらの事柄は、本書の範囲を超えるものである。しかし、Keynes の 'finance' の概念についての説明は、『一般理論』における投資

率決定の説明に対する重要な制約となる。それは、1937年6月号、同年12月号および1938年6月号の *Economic Journal* 誌の論文で論じられている。

それは将来の利潤期待、当該資本財生産産業の設備能力及び「アニマル・スピリット」に加えて投資率決定の一要因となる。それは、リスクや不確実性に対する関心が利潤期待を相殺するほど高まったときに、リスク・フリー利率の耐久性について疑問を抱くすべての人々に解答を与えるものである。

Keynes は、今や、利率とは関係なく、より重要な制約として資金の供給可能性を論じたのであった。

Keynes の取扱いが完全に満足のいくものであるとか、その概念の大きな重要性について高く評価する必要はない。

Keynes のもとの記述は、次のようになっている。

「私が以前に与えたよりも強調する価値があるかもしれないものであるが、投資決定には、時として、……それが実行される以前に一時的な貨幣需要を含むこともありうるという要因は、投資活動が進展した結果として生じるであろう活動的貨幣需要残高とはまったく異なるものである。

……それ故に、このギャップを埋めるための技術が存在しなければならない。……これは、新規発行市場か、銀行によって提供される。その両者のどちらでも差異はない¹⁾。

(新規発行市場または銀行といった) 市場に資金を提供するあらゆる限られた機関に圧力が増大するか、または企業家が臨時的現金残高を蓄積することとなるであろう。Keynes は、'finance' を、「つまり、活動残高と不活動残高の間にあるもの」と見なしていた。

「もし投資が恒常的な比率で進展すれば、必要とされる 'finance' (または 'finance' 契約) は、おおよそ一定額の回転資金 (revolving fund) から供給されることが可能となろう。'finance' を保有しているある企業家は、……他の企業家の 'finance' が枯渇しているときにはそれを提供する。……しかし、投資決意が (例えば) 増加した場合、そこに必要とされる臨時的 'finance' は追加的貨幣需要を構成することとなるであろう²⁾。

(Keynes は、それに「または当座貸越制度あるいは新規発行市場機関」といったものを付け加えなければならなかった)。

「……'finance' の不足といったものは、同時に審議中のある一定の投資決意の額以上に重要な制約条件となるに違いない³⁾。

私がかつて取り扱う、1937年12月号の *Economic Journal* 誌上における Keynes の次の論文の一ページ目の脚注には次のことが認められている。

「以下では、私は 'finance' という用語を計画と実行の間が必要とされる信用という意味で使用⁴⁾する」。

しかしながら、私は、「いわば、それはあたかも貯蓄のある一定部分が投資の一定部分に向かうことをそのどちらも発生していないうちから、指定されているように見える⁵⁾」という Keynes の論点を取り除くということが、紛らわしいことであるとは思っていない(だが、1937年12月号の *Economic Journal* 誌において Keynes はこれら二つのものが等しくなる必然性はないことを認めている⁶⁾)。基本的な概念は次のようなものである。

「すさまじい投資需要が市場を逼迫させ、そして正当な理由から金融的便宜の不足によってそれが延期させられることはありうる⁷⁾」。

問題となる部分は、投資ファイナンスのために必要とされる資金の特質と投資へ流れ込む貯蓄の特質とは一致しないところに求められる。経済は、もし投資というものが建築会社によってファイナンスされる住宅建築のみであったなら、そして貯蓄が建築会社によってのみ預金されているのであるならば、遙かに旨くいっているであろう。

1937年12月号の *Economic Journal* 誌の同論文の後半部分では、次のようなことが述べられている。

「銀行は、活動水準が低水準から高水準へ移行する際に重要な立場にある。それらが信用の緩和を拒んだならば、短期貸付市場あるいは新規発行市場の資金逼迫度の増大は、そのような場合には改善されないであろう。……他方で、事後的投資と全く同じだけの事後的貯蓄はいつも存在している⁸⁾」。

今日のいくつかの局面におけるクラウディング・アウト効果

いくつかの局面において、この「資金逼迫度の増大」は、Keynes が、晩年においては、現代の経済学者や金融家によって信じられている「クラウディング・アウト」効果を結局は受け入れていたことを示す証拠であるとされている。それは程度の問題である。「クラウディング・アウト」効果は絶対的なものである、つまり、ある部門における投資率の増大は、それが銀行組織によって資金供給された公共投資であったとしても、他の部門における等しいだけの投資削減を含んでいるとされるのである。それは、われわれの時代の「大蔵省見解」と同じものである。Keynes の「資金逼迫度の増大」というものは、総投資率は将来の期待の改善によって上昇するであろうが、しかしそれは 'finance' 準備が改善されない限り、その範囲は制限されるということだけを意味しているのである。'finance' という言葉は、混成語であり、単一の定義が不可能なものであり、またそれが発生したとき投資支払を可能にする資金の緩和についての、利払いと入手可能性を考慮にいたした上での企業家の確信の程度を示すものである。

そしてまた、Keynes は制約的特徴をもつファイナンス不足の影響を資本財生産に限

定する必要はないというを指摘している。それは消費財生産の場合にも同じ意味でより狭く適用される。それは先だって計画されなければならないものである。⁹⁾

実物投資誘因

Keynes のファイナンスの概念は、彼の投資誘因理論を現代の実践面、特に大規模生産を行う大企業の経営に非常に近付けるものである。

経営が対象とする将来の期間というものは、生産物の性質とそれらが販売される市場の性質に依存している。彼らは、通常、移動期間に基づいて行動する。

彼らは、期間を通じて調達可能となるであろう資金を、企業の自己保有流動資産、未配当利潤および銀行、新規発行市場からできうる範囲で推測する。

経営は、彼らが目をつけた様々なプロジェクトから発生する投資資本に対する予想内部収益率の推計を獲得しようとする。そのような推計は、あるところは不確実性のために、またあるところはある特定部門における専門家としてのナポレオンの才覚と言ったもののために、当てにならないものであることは周知の通りである。推計のある部分は除外されているのが普通である。

それ故に、調達可能なファイナンスを様々なプロジェクトに配分することは非常に厄介で難しい問題となる。評価は、推計内部収益率、その信用度、各々の生産ラインの余剰設備の大きさ、この設備が拡張されるのに要する速度、現実および予想される競争者が採用しそうな政策的な技術革新、そして労働の、特に必要とされる特定の熟練をもった労働の調達可能性をもとに算定される。

予測可能な資金の推計は伸縮的なものである。対象となる将来の利潤可能性が特に有望であるように見えるときには、様々な資源は拡大するであろう。逆に前途が陰鬱であるときには、現実のそして借入れに向かうことができる資金は、より良き将来のために保存されることとなるであろう。

通常は、内部収益率引き下げを制限する下限が存在する。ここでもまた、将来に対する確信の状態への依存が存在するのである。

普通株によって演じられる部分といったものは、諸国間によって大きく変わるものである。私はイギリスについてのみ論じている。しかしそれでさえも議論の対象となるのである。

証券取引所における将来についての確信の状態と、産業家によって抱かれる将来の利

潤率に対する確信の状態との間には、曖昧ではあるがいくつかの関係が存在する。それは相互的な関係であって、馬の方が荷馬車の前にあるといったような一方的な関係にある心の状態ではない。本講の第9節で示されたような Keynes の第12章からの冷笑的ないくつかの引用は、この点に関連するのである。

この点の曖昧さをなくすことに取り掛かりよう。私の経済学者の同僚の多くは、われわれの国においては、総留保利潤が高く、そして様々な政府利権があるために法人税も低いために、産業、商業部門は、全体をとってみれば自己ファイナンスを行っていると言っている。

しかし、このように論じている人々は、極端に新規発行に依存しているようなある企業と、金融資産を蓄積し他の企業を乗っ取りようとしているような企業の間の大きな違いを見逃している。金融的ポジションは、後者の企業が前者の企業の株式を購入するならば、非常に緩和されるであろう。しかし、乗っ取りを別とすれば、彼らはそうしないのである。しかしながら、私の主張は主に普通株の新規発行の量的な重要性に基づいているものではない。企業の経営がその株式所有者に対するロイヤリティーというものによってどの程度影響されるのか、またどのようにそれが現れるのか、ということ論じる際に多くの問題が生じてくるのである。

いくにかの管理者が個人的に、またその構成員の代表として彼らの株式の大部分を所有している場合を除けば、Keynes の「アニマル・スピリット」という影響のもとで、企業は成長しようという動機と、できうる限り内部留保から成長のためのファイナンスを行おうという動機を強くもっている、という一般的見解に私は賛成する。

不労所得に対する限界税率が高いということを考えれば(特にイギリスではそうである)、富裕な株式所有者が彼らの収益を配当という形態よりも株式価格の上昇によって獲得しようとする考えることは妥当である。

しかしいては大規模株式所有者というものは、年金基金、保険会社および投資信託といった組織であり、その顧客は富裕ではなく、所得を欲している。企業の経営によって、互いに対立する意見を異にする組織グループへの恐れと、利潤の高い比率が分配されない場合には重役の構成員が徐々に変化するという恐れは、いつ如何なる時でも存在する。

株式価格が実物的基礎資産の株式単位当り価値以下に大きく落ち込んだ場合には、経営にとって、まさにもう一つの真正の危険が発生する。乗っ取りが成功する危険であ

る。その結果、重役が解雇されることになるかもしれない。

もう一つの要因は、よく知られているように、年次報告する際における経営のプライドである。

最後に、証券取引所で株式につけられる価値は、部分的には（配当収益というよりはむしろ）収益高によって決められる。資本の騰貴率は株式単位当りの収益率に依存している。

結局、株式所有者の利害を考慮するという、直接的でないならば間接的な、圧力が経営にかかってくるのである。企業の実物資産（内部収益率）とその株式の双方に対する株式単位当りの予想収益高は、その国において支配的な比率以下に下げることができない。この要因は、Keynes の利子率というよりむしろ企業の成長率に対する制約条件となる。これが、企業の株式価格がたとえ株式を新規発行しない場合にも経営にとって問題とならざるを得ない理由である。

本講の第7節（投資誘因を取り扱った最初の節）から現実を取り扱ったこの補節まで非常に長い道のりを歩んできた。長い時間を要したこの議論は、Keynes 理論の評価を落しめはしない。もちろん、経済を管理しようとするあらゆる人々の行動とは異なるものとしての、企業家の行動は、Keynes の教えによって影響を受けているということを示しているのではない。私が言おうとすることは、Keynes は、彼以前の経済学者が発展させることのできなかつた、現実にとどのようなことが生じるのかという理論を発展させたという意味で、偉大な先駆者であったということである。

- 1) J. M. Keynes, 'Alternative Theories of the Rate of Interest', *Economic Journal*, June 1937, p. 246. JMK, vol. XIV, pp. 207-8 に再録。
- 2) *Ibid.*, p. 247. JMK, vol. XIV, p. 209 に再録。
- 3) *Ibid.*
- 4) J. M. Keynes, 'The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest', *Economic Journal*, December 1937, p. 663, 脚注 2. JMK, vol. XIV, vol. XIV, p. 216, 脚注 1. に再録。
- 5) J. M. Keynes, 'Alternative Theories of the Rate of Interest', p. 246. JMK, vol. XIV, pp. 207-8 に再録。
- 6) J. M. Keynes, 'The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest', pp. 663-4. JMK, vol. XIV, p. 216 に再録。
- 7) J. M. Keynes, 'Alternative Theories of the Rate of Interest', p. 248. JMK, vol. XIV, pp. 210 に再録。
- 8) J. M. Keynes, 'The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest', pp. 668-9. JMK, vol. XIV, p. 222 に再録。

9) Ibid., p. 667. JMK, vol. XIV, pp. 220-1 に再録。

第6講 Keynes の人間関係

5. 一般理論における私の貢献

第4講の最後の部分は、『一般理論』執筆になぜ4年間も要したのかという原因の解明に当てられた。『貨幣論』から『一般理論』へと要した全過程は、『改革論』から『貨幣論』へと要した時間よりもはるかに少ない。『貨幣論』執筆に、Keynesは6年を要した。しかし、この最終段階では、Keynesは「ロイド・ジョージはそれをなしうるか?」、Macmillan 委員会、経済諮問委員会およびその経済学者委員会の為にかかなり多くの時間を振り向けなければならなかった。

私としては、かなりの大きさにのぼる Dennis Robertson との往復書簡に注目している。しかしそれは不可避的なものであったと考えている。その理由は、なによりも、感傷というものであった。

私がこの4年間に関与し始めたのは、僅か数年前のことである。私が Keynes に与えることのできた援助の特質とはなんであったのか? その期間、私が Tilton で過ごした数多くの午前中、われわれは何を話していたのであろうか?

『Keynes 全集第 XIII, XIV 巻』の公刊は、新しい謎をつけくわえることとなった。Keynes へ宛てた私自身の手紙を読んだとき、それらのかかなりの部分が、建設的な意味においては全く有益なものでなかったことが分かり、めんくらってしまった。また草稿や覚書には私のサインはなされていない。

口頭ではない書面における私の貢献は、今や残っていない校正刷りの余白になされている、というのが伝統的な説明であり、私はそれが正しいと思っている。そのようなノートは、些細な校正であるとか、または Keynes と私が表された文章について議論しなければならなかったことについての指摘、そして誤植の修正といったものであった。

校正刷りの余白におけるその様なノートの大きさは限られたものである。

そのことの説明は、『一般理論』の Keynes の序文の最後でなされている、と思われる。

「未知の行路を踏みわけていく本書のような書物の著者は、もし過度の誤りを避けようとするなら、批判と話し合いをとくに頼りにするものである。驚くべきことに、人間はあまりに長くひと

りでものを考えていると、一時的にはどんなにばかげたことでも信じてしまうものである。人間の考えを形式的または実験的にはっきりと検証することが不可能である経済学（他の道徳学と並んで）においては、とくにそうである³⁾。

話し合い、そして、ひとりで、という単語を私はイタリックにした。私は孤独を和らげ、ポストによる往復書簡よりも迅速な議論の方法を、その場にいることによって提供したのである。そしてまた私は間違いを捜したのであった。

私の「歴史的な業績における役割は、共同執筆者といったものとされなければならない⁴⁾」、という Schumpeter の指摘は、全く誤ったものである。おそらくこのような記述は、Keynes に対する無意識のうちの敵意によるものであろう。

この引用を行った著作は、Schumpeter が亡くなる9年前に書かれたものであるということはお憶えておかなければならない。彼は、私と会ったときに、私にはとても友好的であった。彼の Keynes との交際は、彼自身のすさまじい書物の発行にも関わらず、嫉妬の痕跡によって汚された晩年まで続けられた。Keynes は、Schumpeter が、彼の生涯の多くの期間に渡って、やみくもに探求していた根本的な問題についての一つの解答を見いだしたのであった。Schumpeter は、しばしば次のように彼の友人に話していた。

「私が若かった頃、私には偉大なる恋人、偉大な芸術家、そして偉大な経済学者になるという三つの野望があった。私はそのうち二つだけ実現した」。

- 1) 第3講第2節参照。〈立命館経済学第35巻第2号掲載〉。
- 2) 第4講第1節参照。〈立命館経済学第35巻第6号掲載〉。
- 3) J. M. Keynes, JMK, vol. VII, p. xxiii. 〈上掲書, p. xxvii〉。
- 4) Joseph A. Schumpeter, "History of Economic Analysis", New York: Oxford University Press; London: George Allen and Unwin, 1954, p. 1172.

以上をもって、ひとまず紹介を終わらせて頂く。

〈完〉