

# Keynes 理論におけるクラウドイング・アウトの可能性

——‘finance’・投資・貯蓄および民間銀行組織——

磯部智也

- 1 本稿の課題
- 2 投資と銀行組織
  - 2-1 有効需要論と投資
  - 2-2 流動性選好説と銀行組織
- 3 貯蓄・投資と銀行組織
  - 3-1 投資乗数
  - 3-2 回転資金の吟味
  - 3-3 財政赤字と回転資金
- 4 残された課題

## 1 本稿の課題

現代資本主義は、長期間にわたってその潜在成長率以下の成長しか実現し得ないという意味では、確実に長期停滞状態に陥っている。そして、その状況のもとで、アメリカ国債の発行残高は累積し、クラウドイング・アウト効果発生の危惧が抱かれている。

長期停滞の理由が、投資の不足にあることは、どの立場も認めている。国債発行残高のストックとしての累積によるクラウドイング・アウト効果発生の危惧が、投資を制約している一つの原因であることは明らかである。この国債残高累積の原因は、高度経済成長を支えた「Keynes 政策」に求められている。本稿は、John Maynard Keynes 自身の『一般理論』、『貨幣論』など彼の全体系の基本骨子から、長期停滞下においてクラウドイング・アウト効果が必然的に導かれるものであるかどうかということを検討することを課題とする。

この課題を検討するに当たって重要となるのは、『一般理論』公刊以降、Keynes が、Bertil Ohlin, Dennis Robertson らと展開した、貸付資金説 vs 流動性選好説のいわゆる「利子決定論争」での、

「事後的貯蓄は自己的投資を再び行うためにちょうど十分な大きさで存在し、それは後者がそれ<sup>1)</sup>まで使用していた 'finance' を解放する」。

ために、

「'finance' は、繰り返し使用可能な回転資金 (revolving fund)<sup>2)</sup>である」。

という Keynes の 'finance'・投資および貯蓄の貨幣的側面からの取り扱いである。

この Keynes の取り扱いを巡って、現在、Keynesian の内部で論争が展開されている。この現代の論争は、A. Asimakopulos を中心に、Cambridge Journal of Economics および Journal of Post Keynesian Economics 誌上で展開されているものである<sup>3)</sup>が、Asimakopulos の議論の特徴は、Keynes のこの取り扱いを 'finance' の供給主体としての民間銀行組織の観点から検討しているところにある。たしかに、Keynes は、「利子決定論争」で、

「銀行は、低活動水準から高活動水準へ移行する際に、決定的に重要な位置をしめている」<sup>4)</sup>

としている。中央銀行引受による国債発行が制約され、民間銀行組織が大量の国債を引き受けている現代資本主義において、この観点からの検討は重要である。

最初に、資本制短期における生産決定論として有効需要論を捉え、そこにおける投資の役割を明らかにし、有効需要論と利子率の流動性選好説との関連をはっきりとさせたうえで、民間銀行組織が如何なる役割を果たすのかを整理する。次に、Asimakopulos の議論を検討し、その問題点と意義を探ることを通じて、Keynes 理論におけるクラウディング・アウト効果発生の可能性とその原因について検討する。

尚、本稿では、中央銀行は、供給制約のため貨幣を追加的に発行できないとし、単純化のために民間銀行組織を総体として捉えている。

1) J. M. Keynes (13), JMK, vol. XIV, p.222. 'finance' という用語は、「金融」あるいは「資金調達」と翻訳されている場合が多いが、Keynes 自身、この用語によって、投資支出を行うために発生する貨幣需要を示したり、その投資資金そのものを示したりしているために、金融・資金調達という用語を当てはめることはふさわしくない。そこで、本稿では、'finance' と記すことにする。

2) J. M. Keynes (11), *ibid.*, p. 209.

3) この論争には、A. Asimakopulos (1), (2), のほかに、P. Davidson (3), J. A. Kregel

- (17)(18), T. Motto (19), D. R. Richardson (20) らが参加している。  
 4) J. M. Keynes (13), JMK, vol. XIV, p. 222.

## 2 投資と銀行組織

### 2-1 有効需要論と投資

Keynes は、『一般理論』において、資本制短期における生産決定理論として有効需要論を展開した。そして、

「その理論は、全体としての産出・雇用水準は、……投資の大きさに依存しているということによって要約できる<sup>1)</sup>」

とした。ここでは、この Keynes の記述の意味を整理する。

生産決定理論としての有効需要論の意義は、Keynes が、

- 1) この有効需要とは、資本家が財市場で今期生産物の販売価額にたいして形成する期待（短期期待）である、(『一般理論』第5章)
- 2) 測定単位は、時間当りの貨幣賃金の大きさである、(同、第4章)
- 3) この短期期待は必ず実現される、(Keynes, (14))

としたところにある。

まず、この有効需要が短期期待の大きさであるということは、社会的分業が高度に進展した資本制では、生産物が貨幣と交換されない限り、所得が発生しないということでは当然のことである。つまり、資本家は、資本と労働の供給によって生産を決定するのではなく、自己の生産物の期待販売価額によって生産量を決定するのである。

次に、基礎単位として貨幣賃金、 $w$ を選定したことは、この短期期待に基づく有効需要、 $D(N)$ が、

$$D(N) = p_w y,$$

と、純生産物単位当りの貨幣賃金率で測った価格、 $p_w$ と、純生産量、 $y$ とに分けることができるため、純生産量を

$$y = f(N), \quad f' > 0,$$

と、雇用量、 $N$ の関数とすれば、この短期期待の増大は、労働分配率、 $\mu$ が、

$$\mu = \frac{N}{D(N)} = \frac{N}{p_w \cdot f(N)} = \frac{1}{p_w \cdot f},$$

と表せれることから、労働分配率の低下が伴わなければならないことを示している。つまり、Keynes は、資本制のもとで生産が拡大する場合には、それは必然的に労働分配率の低下を伴わなければならないということを明らかにしたのであった。これは、同時に、ある生産量と労働分配率(労働生産性が一定の場合には、実質賃金率)とは、負の一義的対応があるということを示すものである。生産に関する基本的な決定権が資本家階級によって私的・分散的に掌握され、且つかれらが資本家階級として生き残るためにはより多くの利潤を、量の面でも、率の面でも獲得しなければならないという本質を持つ資本制において、生産決定理論を展開する場合、これは、決定的に重要な要因である。

そして、Keynes は、この短期期待は常に満たされるとした<sup>3)</sup>。つまり、一定量の生産を行うに当たって、資本家が要求する労働分配率、すなわち利潤のおおきさこそが、生産決定理論としてもっとも重要なことであることを明らかにしたのである。

しかし、現実には買い手が現れなければこの短期期待は満たされない。有効需要論が成立するためには一つの制約が存在する。それは、この買い手が事前に貨幣をもっていなければならないという自明の制約である。短期期待が増大する場合、この問題は、一層重要となる。なぜならば、生産物が期待どおりの価額で販売されるためには、財市場での貨幣の流通速度、 $V_1$  が一定であると仮定される短期においては、そこに投下されなければならない(貨幣賃金単位で測った)貨幣数量  $M_{w1}$  は、補填需要を捨象すれば、

$$M_{w1} = \frac{D(N)}{V_1} = \frac{p_w y}{V_1},$$

より、増大するからである。この貨幣は、当然、現在財市場で流通している貨幣によってすべて賄うことはできない<sup>4)</sup>。つまり、短期期待が実現するためには、誰かが、追加的に貨幣を事前に調達し、それを生産物の購入のために財市場に投下しなければならないのである。有効需要論が成立するためには、貨幣的制約が存在する。

この貨幣の供給がいかになされるのかは次に検討することにして、この追加的貨幣を事前に調達し、買い手として財市場に現れることのできる優位性をもった主体は、政府・海外部門を捨象した『一般理論』のフレーム・ワークでは、資本家階級しかない。それが内部調達による場合はもちろんのこと、外部調達による場合でも、資本家階級が労働者階級と比較して圧倒的に優位な立場にあることは明らかである。また、先の資本家の供給態度を前提とする限り、労働者階級が、その賃金所得をすべて支出したとしても、労働分配率が低下していることから、その支出が有効需要総額にしめる比率は

低下しているために、生産が増大する場合には、資本家階級は、買い手として一層財市場に現れてこなければならない必要がある。そして、貨幣を事前に調達した資本家は、この貨幣を、自己消費に向けるのではなく、自己が資本家階級として生き残るために、利潤獲得のための投資に向けることを迫られている。Keynes が、投資が生産水準を決定するとした理由はここに求められる。このことは、逆にいえば、資本家が投資を行えばおこなうほど、資本家階級が全体として獲得する今期の利潤率は増大するということを示している。<sup>5)</sup>

しかし、投資を行う個別の資本家にとっては、その投資がその生産力効果を次期以降発生させるために、投資決定に当たっては、その償却期間を考慮にいたより長期の利潤率に関する期待(長期期待)が重要な要因となる。この長期期待が悪化している状況のもとでは、一定の生産を当たって要求する利潤率が変わらない限り、今期の生産量は当然減少する。Keynes が、投資決定に当たって、非常に曖昧な「血気」というものを重視した理由はここにある。

以上のことから、資本制において、生産量が拡大するために投資が重視されるのは、第一にその需要効果としての役割であり、その生産力効果は二次的な役割を果すものであることは明らかである。そして何よりも、その生産力効果が発揮されるかどうかということは、次期以降の需要状況に依存しているのである。

- 1) J. M. Keynes (12), JMK, vol. XIV, p. 121. 尚、本稿では、『一般理論』の *general* という副詞は、その「フランス語版への序」に基づき、「全体としての」という意味で解釈する。*general* という副詞は、「特殊」に対する「一般」という意味で理解するのではなく、「全体としての」という意味で理解しなければならないということについては、Richard F. Kahn も主張している。R. F. Kahn (6) 参照。
- 2) Keynes の資本家の生産決定態度についての検討・定式化は、次の文献で本格的に行われている。置塩信雄(23)。
- 3) Keynes は、次のように述べている。;(期待と現実の)「乖離は、もしあるとすれば、短期期待における誤りであり、この乖離の重要性は、それが次期の有効需要を決定する関係要因の一つにあるという点にある。私は既に述べたように、この乖離をはじめ重要と考えた。しかし、結局、私はそれが二次的な重要性をもつものであり、それへの強調は真の論点を曖昧にすると考えるようになった。なぜならば、有効需要の理論は、たとえ短期期待が常に満たされると仮定しても、実質的には同じだからである」。J. M. Keynes (14), JMK, vol. XIV, p. 181. このことは、この期待と現実の乖離を非常に重視する岩井氏(5)らを検討する場合、重要である。
- 4) ここに Keynes が、貯蓄が投資を決定するという「古典派経済学」の因果関係の連鎖の方向性を逆転させた理由がある。なぜならば、総生産量を増大させる有効需要を構成する投資

に必要なのは貨幣であり、その貨幣は、前期の所得の一部である前期の貯蓄からも、まだ発生していない今期の所得の一部である今期の貯蓄からも供給されることはないからである。

そして、貨幣貸金率が上昇したとしても、より多くの貨幣を調達することによって、資本家の要求利潤は、実現することができるということを、このことは示している。

- 5) 投資が増大すればするほど、利潤が増大するという点について、Keynes は、総生産量が一定であるという欠陥は持つものの、すでに『貨幣論』で *Widow's Cruise* として論じている。J.M. Keynes (8), p. 125 (邦訳, p. 142) 参照。

## 2-2 流動性選好説と銀行組織

Keynes は、生産量が増大するためには、資本家階級が、前期以上に買い手として財市場に現れなければならないことを明らかにした。しかし、そこには、先にみたように、貨幣的制約が存在する。この追加的貨幣を資本家があらゆる局面において保有していると考えることは合理的ではない。それでは、その貨幣がどのようにして資本家に供給されるのか、ということを示したのが、利子の流動性選好説である。

だが、Keynes は、『一般理論』では、この追加的貨幣は、短期期待に常に満たされているということと同じことだとして取り扱い、投資を行うために事前に貨幣を資本家は調達しなければ支出できないという因果関係の連鎖の方向性を見落としていたため、「利子決定論争」で、改めてこの問題について取り組んだのであった。そこで、Keynes は、この事前の投資資金調達から発生する貨幣需要を、'finance' と名付けた。しかし、この「利子決定論争」での議論は、流動性選好説に決定的な修正をもたらすものではなかった。なぜならば、流動性選好説には、既に、この追加的貨幣の調達メカニズムが備わっているからである。修正が必要とされたのは、投資支出を行うためにこの貨幣が事前に調達されなければならないという時間的な問題だけであった。

財市場で必要とされる 'finance' は、価値保蔵手段として貨幣を保有している主体が、新規発行証券を購入し貨幣を手放すことによって、金融の流通から供給されるというのがそのメカニズムである。そして、その貨幣を手放すかどうかということは、利子率によって決定される。これが Keynes の流動性選好説である。

しかし、ここにひとつの矛盾が発生する。Keynes は、貨幣を手放す主体の流動性選好は、利子率の減少関数であるとしたため、資本の限界効率表が上方にシフトせず、そして中央銀行の発行する貨幣供給量が一定である限り、'finance' の増大は利子率を上昇させ、利子率の減少関数である投資を抑制するのである。ここに中央銀行の貨幣供給が制約された状況のもとでは、クラウディング・アウト効果が発生する必然性が存在す

るように見える。

だが、Keynes 理論には、この矛盾は存在しない。Keynes 理論では、投資資金調達  
の場として、金融資産総額が財市場での取引額を圧倒しているという意味でのストック  
として成熟した証券市場が成立し、そこでの取引が貸付利率を獲得するためではな  
く、既発行証券の市場価格上昇によるキャピタル・ゲイン獲得を目指して行われている  
という意味での投機 (speculation) が存在していることが前提とされているからである。  
このような証券市場が成立している場合には、証券の新規発行条件は、既発行証券の市  
場価格によって決定され、証券取引に影響を及ぼす利率とは、現行の貸付利率では  
なく、将来の証券価格に対して形成する期待によって決定されることになる。つまり、  
その資金調達がなされる時点で、証券市場に需要超過状態が発生し、証券価格が上昇し  
ていれば、資本家にとってはコストとなる貸付利率は低下するのである。<sup>1)</sup>

この証券市場の期待の導入は、財市場への貨幣供給を、外生的なものではなく、内生  
的なものにした。Keynes は、利率は、貨幣数量と流動性選好の状態によって決定さ  
れるとしたが、証券市場がストックとして成熟し、投機的に取引が行われている状況の  
もとでは、流動性選好の状態が圧倒的に利率の決定に対して重要な役割を果たしてい  
ることは明らかである。利率は、証券市場の需給関係によって決定されるのである。<sup>2)</sup>  
このことは、Keynes 理論における貨幣的制約、すなわちクラウディング・アウト効果  
発生の可能性は、この流動性選好の状態に見いだせることを示している。

ところで「利率決定論争」におけるひとつの特徴は、全体としての流動性選好の状態  
を左右するものとして、民間銀行組織の役割が非常に強調されていることである。その  
場合、『貨幣論』で既に明快に示されているように、Keynes は、民間銀行組織を、単  
なる貸付機関としてだけでなく、ほとんどの経常取引の預金口座間決済を行う決済機関  
としても取り扱っていることに注意しなければならない。<sup>3)</sup> Keynes 理論においては、民  
間銀行組織は、すべての貨幣を、負債という形態で保有・管理し、それを資産として運  
用している主体となるのである。<sup>4)</sup> 投機的な証券市場が資産運用の場として存在している  
状況のもとでは、この莫大な貨幣を保有している銀行組織の資産運用態度、すなわち流  
動性選好の状態が、全体としての流動性選好の状態に大きな影響を及ぼすことは明らか  
である。つまり、民間銀行組織は、準備金を取り崩さなくとも、資産構成を変化させる  
ことによって資本家に 'finance' を供給することができるのである。<sup>5)</sup>

以上のことから、Keynes 理論における貨幣的制約、すなわちクラウディング・アウ

ト効果発生の可能性は、貨幣供給量ではなく、流動性選好の状態、とりわけ民間銀行組織のそれに依存していることが理解できる。

- 1) このことは、投機的動機に基づく流動性選好表が、その縦軸に示されている利子率が市場で決定される貸付利子率である場合には、証券の需給関係によってシフトするというを示している。このシフトこそが、流動性選好説の核心があり、それがシフトしないとして取り扱う従来の IS-LM 分析では、この意義は理解できない。
- 2) 利子率が、貨幣需給ではなく、証券需給によって決定されるとした理由は、この資本家の貨幣の調達、その調達場所が、銀行組織であっても、証券市場であっても、結局は証券を売る、すなわち発行することによってなされるということにある。つまり、証券が売れない限り、資本家は貨幣を調達できないのである。そして、既存証券の売買が、新規証券の発行による供給を遙かに圧倒しているような、投機的な証券市場が成立している状況のもとでは、証券市場の需給関係に、その売りが及ぼす影響は非常に小さなものである。この意味では、利子率は、貸付資金に対する需給によって決定され、貨幣の需給によって決定されるのではない。但し、Keynes は、『一般理論』では、財市場の需給均衡成立を説明してから、利子決定論を展開したため、財・証券・貨幣市場に Walras' Law を適用すれば、それは、証券の需要超過＝貨幣の供給超過、となり、それらは同じことを示すものとなる。ここが、「利子決定論争」が不毛であるとされる根拠となっている。置塩信雄 (24) 参照。
- 3) 『貨幣論』第 2 章「銀行貨幣」で、Keynes は、「流通貨幣は主として銀行貨幣である」とし、第 3 章「貨幣の性質」で、次のように述べている。：「実際、過去 100 年間にわたって、銀行券の使用から小切手の使用への間断ない発展が続けられてきたのであって、どこの国の場合にも、銀行預金の中でわれわれが貯蓄預金、営業預金および所得預金のそれぞれを表していると考えてよいものの割合は、その国がこの発展の過程で到達している段階のいかに依存するのである。第一の段階では、銀行預金は主として投資の性質を持ち、たいていの支払は銀行券によってなされる。第二の段階では、銀行預金は一部分は現金保有の手段として用いられるが、しかし支払をするときがくれば、一般には銀行券に換えられる。第三の段階では、銀行券の使用は貨金の支払および小口の現金払いに限られ、営業的取引は主として小切手で行われる。第四の段階では、貨金支払もまた小切手によって行われ、銀行券は小口の現金払いや小遣金を除いてはほとんど使われない。……イギリスは第三の段階にあるが、しかしおそらくは第四の段階の直前にあるであろう。……貨幣制度における銀行券の意義と、その量を調整する適切な方法とは、明らかに（このことはまだ一般には認識されていないけれども）到達している発展の段階に依存せざるを得ない」。J. M. Keynes, (8), pp. 35-6. (邦訳, p. 40)。
- 4) 「利子決定論争」では、次のように述べられている。：「投資決意とその実行のあいだの空白期間をつなぐために必要とされる 'finance' は、主として、流動的資金の回転資金を統制し、管理している専門家、とりわけ銀行によって供給される」。J. M. Keynes (13), JMK, vol. XIV, p. 219.
- 5) 民間銀行組織の資産運用が、貨幣の供給に当たって、重要な役割を果しているということ

は、Harrod も強調している。R. F. Harrod (4), 参照。

### 3 貯蓄・投資と銀行組織

#### 3-1 投資乗数

Keynes 理論におけるクラウディング・アウト効果発生の可能性は、民間銀行組織の資産運用態度にある。この資産運用を、制約する条件はなにかということが明らかにされなければならない。これは、明らかに、その資産総額に占める現金の大きさである。つまり、民間銀行組織が、'finance' を供給できるためには、流動性ポジションが一定高くなければならない。そこで、現在、問題となっているのは、Keynes の次の記述である。

「事後的貯蓄は事後的投資を行うために十分な大きさで常に存在し、それは、後者がそれまで使用していた 'finance' を解放する<sup>1)</sup>」

「投資のフローがある一定の率であるならば、すなわち事前的投資のフローが事後的投資フロー<sup>2)</sup>に等しければ、そのすべては流動性ポジションのいかなる変化なしに準備されることができる」。

つまり Keynes は、投資の大きさが一定であれば、流動性ポジションはそれ以上悪化しない、すなわち 'finance' はストックとして累積しないとしたのである。しかしながら、この Keynes の取り扱いでは、長期停滞状態がつづくもとの、アメリカ国債という 'finance' がストックとして累積している現代資本主義の現状を説明できない。そこで、この Keynes の 'finance'・投資及び貯蓄の取り扱いに対して、Asimakopulos は批判を展開した。

Asimakopulos が、まず問題としたのは、Keynes の、

「'finance' は基本的には回転資金である。……それが支出されるという意味で『使用』されれば、即座に流動性の不足は自動的に解消し、一時的に非流動的になる準備は再び繰り返し使用することが可能となる<sup>3)</sup>」

という記述である。このことは、単に D. R. Richardson が論じているように、預金口座間で取引が行われている場合には、民間銀行組織の資産構成の変化による 'finance' の供給は、それが支出されれば、同時にその負債である預金残高を増大させ、それが資産総額を増大させることによって、この 'finance' が現金として銀行組織に還流して行くことを示している。

しかし、この還流してきた貨幣は、それだけでは流動性ポジションを悪化させずに再び繰り返し使用可能な、回転資金とはならない。なぜならば、この還流貨幣を‘finance’供給のために民間銀行組織が繰り返し使用すれば、そのことがまた資産・負債総額を増大させ、銀行の流動性ポジションを悪化させるからである。この民間銀行組織が与えた‘finance’を、再びその流動性ポジションを悪化させずに使用できるのは、返済が完了してからのことである。Asimakopulos は、この点を問題とした。

Asimakopulos の議論は次のように要約できる。今期の投資が支出された時点では、その所得がまだ消費に支出されていないために、国民所得計算上は、貯蓄と投資の一致は成立する。しかし、その貯蓄の一部は、次期には限界消費性向にしたがって、消費に支出されるため、今期銀行組織が供給した‘finance’は期末にすべて返済されない。このことから、次期の投資の大きさが今期と同じ大きさであったとしても、民間銀行組織がそれを供給しようとするれば、その流動性ポジションは悪化する。この民間銀行組織の流動性ポジションの悪化を防ぐ手段として、民間銀行組織以外の主体の新規証券購入による負債の借り換え (funding) がある。だが、乗数過程が完了するまでに必要とされる‘finance’の総額、 $F$ は、限界消費性向を、 $c$ とすれば、

$$F = I + cI + c^2 + \dots = I / (1 - c),$$

によって与えられるように、ストックとしては累積するため、証券需要が減少し、結局は民間銀行組織がそれを供給しつづけていこうとするれば、その流動性ポジションはより一層悪化しなければならない。すなわち、‘finance’が回転資金となるためには、乗数過程の完了を待たなければならず、その期間の流動性ポジションは、たとえ投資水準が同じであっても悪化するというのが Asimakopulos の批判の骨子である。この批判の根拠が、乗数過程の完了期間は長期に及ぶということにあることは明らかである。

この Asimakopulos の批判は、乗数を経過分析として理解することに基づくものである。この乗数の取り扱い、正しいであろうか？ 結論からいえば、それは間違っている。乗数効果の創設者とされ、それを経過分析として使用した Kahn 自身が、近著で認めているように、乗数とは、

「結局は比較静学であり、経過分析ではない」<sup>6)</sup>

からである。

Asimakopulos が乗数は一期間内で完了しないとしたこと根拠は、波及効果による

消費需要の増大が次期においてしか発生しない、つまり、今期の所得は投資支出の大きさだけしか増大しないというところにある。しかし、短期期待に基づいて、生産を拡大することを決定した資本家は、追加的に労働者を雇用し、賃金を支払わなければならないため、そこから労働者階級の消費需要の増大という有効需要への波及効果が、財市場に今期のあいだに現れてくるはずである<sup>7)</sup>。Asimakopulos の想定では、この今期の波及効果はまったく考慮に入れられていない。この波及効果が存在せず、投資支出だけが所得となるということは、この投資需要は、生産の増大ではなく、在庫の減少によって満たされていることを意味している。この在庫の減少はその資本家にとっては、今期生産が増大していないため、「意図せざる」ものである。この取り扱いは、今期の短期期待に基づいて、今期の生産・雇用量が決定され、それは必ず実現されるとして議論を展開している Keynes の想定とはまったく反するものである。Keynes 理論で、経過分析として乗数を使用することの誤りはここにある。今期の投資需要の増大が、今期の生産増によって満たされるかぎり、投資の波及効果は今期の有効需要にあらわれ、それに見合っただけで全体としての生産量を投資財生産以上に増大させ、そして、賃金を受け取った労働者が消費支出を行うことによって、投資の乗数倍の所得が発生し、この時点で、短期期待は実現し、乗数過程は完了するのである。Keynes の、

「支出するという意味で『使用』されれば、即座に、流動性の不足は自動的に解消する」という記述の「支出」とは、このように理解しなければならない。

以上のことから、乗数によって長期停滞下の 'finance' のストックとしての累積を説明することはできない。しかし、乗数過程が一期間で完了し、均衡貯蓄が成立するからといって、それがそのまま民間銀行組織にとって、繰り返し使用可能な回転資金となるという保証はない。この点についての検討が必要である。

1) J. M. Keynes (13), JMK, vol. XIV, p. 220.

2) *ibid.*, p. 219.

3) *ibid.*

4) D. R. Richardson (22).

5) 乗数過程が完了するまでに必要とされる 'finance' がストックとして累積することは、すでに N. Kaldor (7) が論じており、Asimakopulos の議論はこれに則ったものである。

6) R. F. Kahn (6), p. 102.

7) この投資需要の波及効果は、消費需要の増大に限定されることはない。この投資需要に基づいて生産を行うには、稼働率を非常に高めなければならない場合、この需要が存続すると期待すれば、資本家は、新規投資を行おうと決意し、それがより一層有効需要を増大させる

ことはありうる。しかし、本稿では、この投資支出は毎期一定の大ききで与えられていると想定しているため、この問題は捨象している。また、今期のうちに波及効果が現れてこないという批判は、P. Davidson (3), J.R. Kregel (18), D.R. Richardson (22) によってもなされている。

### 3-2 回転資金の吟味

Keynes は、短期期待が実現すれば、民間銀行組織が供給した 'finance' は、流動性ポジションを悪化させずに繰り返し使用できる回転資金となるとした。これは、Asimakopulos がいうように、今期の 'finance' が返済されるということである。その返済主体は、当然、資本家階級である。また、資本家階級は、投資支出のためだけではなく、労働者に支払う貨幣賃金をも、事前に調達しておかなければならない。この投資及び貨幣賃金支払いのために必要な 'finance' をいかにして資本家階級は返済するのかということが検討されなければならない。

資本家が乗数過程が完了するまでに事前に調達しなければならない貨幣数量、 $F$  は、先にもみたように、一定の生産を行うに当たって資本家が要求する販売価額、 $\phi(WN)$  によって決定される。この要求販売価額が実現するために投資需要のおおきさ、 $I^e$  は、Keynes に従って乗数が、限界消費性向、 $c$  によって測られるとするならば、

$$I^e = (1-c)\phi(WN),$$

より、導かれる。産業的流通における貨幣の流通速度、 $V_1$  が与えられれば、事前に調達しなければならない貨幣数量は、

$$F = \frac{\phi(WN)}{V_1} = \frac{I^e}{(1-c) \cdot V_1},$$

より、決定される。そして、この貨幣は、

$$F = (WN + I^e)/V_1,$$

より、今期の生産に当たって投下しなければならない貨幣総額、すなわち賃金総額、 $WN$  と、投資資金とに分けられる。

ところで、乗数過程が完了した時点では、短期期待が実現していなければならない。つまり、資本家の要求する販売価額、 $\phi(WN)$  と有効需要、 $D(WN)$  が一致する条件は、今期の消費需要、投資需要をそれぞれ、 $C$ 、 $I$  とすれば、

$$\phi(WN) = D(WN),$$

より、

$$WN + I^e = C + I,$$

となり、資本家が生産のために投下した貨幣額と同じだけの消費需要が存在しなければならぬことを示している。もし、労働者階級の貯蓄が存在すれば、それは、

$$\phi(WN) > C + I,$$

より、供給超過が発生することになり、短期期待は実現せず、資本家は、‘finance’を返済できなくなるのである。つまり、短期期待が実現するためには資本家階級が、全体として手放した貨幣は、期末には、すべて資本家階級の手元に還流していなければならない<sup>1)</sup>のである。

これを民間銀行組織の観点からみていこう。限界消費性向、流通速度、投資の大きさを、それぞれ、0.8、1、10(億円)とすれば、必要とされる貨幣量は、50(億円)となり、その内、40(億円)は、生産を行うために、労働者階級の預金口座に貸金として支払われるとする。前期均衡状態にあった民間銀行組織が、このすべてを(たとえば)保有現金を減少させて供給するとすれば、民間銀行組織の貸借対照表のフロー表は、表-1のようになる(但し、預金準備率は、10%とする)。この時点では、民間銀行組織の保有する現金は、前期と較べて悪化している。

表1 期首の民間銀行組織の貸借対照フロー表

資 産				負 債	
準 備	金	5	当座預金 (資)	10	
現	金	-5	当座預金 (労)	40	
貸 付	金	50	定期性預金	0	
証	券	0			
合 計		50			50

しかし、労働者がその貸金をすべて消費支出し、投資支出が行われることによって、乗数過程が完了すれば、期末の貸借対照表は、表-2のように、資本家が事前に調達した貨幣はすべて資本家階級の預金口座に還流する。この過程において、(40億円)の貨幣を投下して生産を行った資本家は、その生産物が販売されることによって、より多くの(50億円)貨幣を獲得し、そして、生産のために借り入れた貨幣(40億円)を返済することができ、民間銀行組織の貸借対照表は、表-3のようになる。このときこの資本家が獲得する利潤は、投資(10億円)と等しい大きさであり、それは、均衡貯蓄を形成する。すな

表2 期末の民間銀行組織の貸借対照フロー表

資 産		負 債	
準 備 金	5	当座預金（資）	50
現 金	-5	当座預金（労）	0
貸 付 金	50	定 期 性 預 金	0
証 券			
合 計	50		50

表3 期末の民間銀行組織の貸借対照フロー表

資 産		負 債	
準 備 金	1	当座預金（資）	10
現 金	-1	当座預金（労）	0
貸 付 金	10	定 期 性 預 金	0
証 券			
合 計	10		10

わち、投資は、利潤であり、貯蓄となる。

だが、均衡貯蓄が成立したとしても、投資支出を行った資本家は、直接、この借入金を返済できない。つまり、乗数過程が完了し、均衡貯蓄が成立したとしても、民間銀行組織の流動性ポジションは、自動的に回復していないのである。そこで、民間銀行組織が供給した‘finance’が、繰り返して使用可能な回転資金となる一つ的手段として、今期の均衡貯蓄、すなわち利潤からの、民間銀行組織の貸付の転換、つまり証券の購入がある。利潤を獲得した資本家が、証券を購入する、または、その利潤の大きさだけの証券が、銀行預金口座に貨幣を保有している主体によって民間銀行組織から購入されることによって、民間銀行組織の流動性ポジションは元に戻るのである。

これは、民間銀行組織が次期においても、今期と同じ額の‘finance’を供給できる条件を示すものであるが、しかし、一方では、民間銀行組織の‘finance’が回転資金となるためには、毎期同じだけの新規発行証券が購入されなければならないということから民間銀行組織以外の主体が、証券を購入しなければならない総額は、たとえ生産量が一定であったとしても、ストックとして累積していくことを示している。この点では、確かに、Keynes は、この証券が、貯蓄に等しい大きさで、購入されるという暗黙の前提を行っているといえる。Asimakopulos の主張を合理的に考えれば、このことが導かれ

る。

だが、これは、次期以降も続くことではない。なぜならば、生産水準が変化しない限り、資本家が事前に調達しなければならない‘finance’は一定であり、資本家以外の主体が証券を購入していれば、資本家階級全体としてみれば、そのうちの一部を既に資本家は保有しているからである。つまり、利潤を獲得した資本家が、その利潤を投資に支出すれば、次期において民間銀行組織が貸し付けなければならない‘finance’は減少し、民間銀行組織の流動性ポジションは、最終的には今期と変わらないからである。表-4のように、民間銀行組織が、その貸付を証券に転換させて保有したとすれば、民間銀行組織の流動性ポジションは、今期と比較して悪化していない。重要なことは、この資産構成は一定の生産水準が維持される限り、変化しないということである。<sup>2)</sup>

表4 次期期首の民間銀行組織の貸借対照フロー表

資 産			負 債	
準 備 金	5		当座預金（資）	10
現 金	-5		当座預金（労）	40
貸 付 金	40		定期性預金	0
証 券	10			
合 計	50			50

しかし、そこには一つの条件が必要となる。それは、利潤を獲得した資本家が、この利潤を次期においても、投資に支出しなければならないという条件である。なぜならば、この利潤を資本家が、資産として、（たとえば）定期性預金で保有すれば、期末においては、民間銀行組織の流動性ポジションは、定期性預金の準備率が低いため（ここでは5%として取り扱った）、それが存在しない場合と較べて、表-5のように好転するが、次

表5 資本家が利潤を貯蓄した場合の期末の民間銀行組織の貸借対照フロー表(1)

資 産			負 債	
準 備 金	0.5		当座預金（資）	0
現 金	-0.5		当座預金（労）	0
貸 付 金	0		定期性預金	10
証 券	10			
合 計	10			10

表6 資本家が利潤を貯蓄した場合の次期期首の民間銀行組織の貸借対照フロー表(2)

資 産		負 債	
準 備 金	5.5	当座預金（資）	10
現 金	-5.5	当座預金（労）	40
貸 付 金	50	定 期 性 預 金	10
証 券	10		
合 計	60		60

期においても、同じだけの生産水準が維持されるとすれば、それは新たに民間銀行組織が‘finance’を供給しなければならず、次期における民間銀行組織の流動性ポジションは、表-6のように悪化するからである。民間銀行組織の流動性ポジションが悪化せず、‘finance’が繰り返し使用できるためには、利潤を獲得した資本家が、それを、繰り返し投資支出を行わなければならないのである。

- 1) 労働者階級の貯蓄が存在する場合には、生産物の売れ残りが発生し、資本家の期待は実現しないということになる。この場合、資本家は、この貨幣を返済するためには、追加的に‘finance’を受けなければならなくなり、生産は次期以降低下することになる。このことから、労働者階級の貯蓄の存在は資本家にとっては有効なものではない。労働者階級が貯蓄を行う階級的力量を備えた状況のもとでは、新たな買い手の出現（政府・海外）が求められる。
- 2) 但し、ここに一つのクラウディング・アウト効果発生の可能性が存在する。つまり、民間銀行組織は、毎年同じだけの貸付を行わなければならないという資産運用上の問題である。この貸付は、短期資金需要に基づくものであり、短期の貸付であることから、ここで民間銀行組織が獲得する利子率は、資本家の調達コストとしての利子率と一致する。長期証券市場において、需要超過状態が発生している場合、当然、経営主体としては、民間銀行組織は、この貨幣を短期貸付に使用することは、合理的ではない。したがって、ここに短期利子率が上昇し、そのことによるクラウディング・アウト効果が発生する可能性が存在する。Keynesが、利子率を単一のものとして取り扱ったことから生まれてくるこの欠陥は、Joan Robinson (23) および鬼頭氏 (27) によって、既に指摘されている。

### 3-3 財政赤字と回転資金

しかし、資本家が投資支出を行い続けるということは、長期的にみれば、その生産力効果を高める。そして、投資が行われるためには、長期的にみて、労働分配率が低下しなければならない。過剰設備が存在し、労働者階級が賃金交渉に当たって実質賃金率の上昇、労働生産性の上昇分の賃金への組入れを要求できる階級的力量をもった現代資本主義において、資本家階級が将来労働分配率が低下しなければ投資を行わないという生

産決定態度を持つ限り投資意欲は低下している。この投資の減少は、先にもみたように、当然、その波及効果もなくなることを示しているために、本来ならば、生産量は急激に低下していなければならぬはずである。しかし、これまでのところ現代資本主義は、この急激な生産の減少を経験していない。この理由のひとつとして、資本家に代わる買い手としての財政赤字が累積していることがあげられる。需要効果という点では、財政赤字は、投資と同じ効果を持つからである。

中央銀行引受による国債発行が制約されているもとでは、これは民間銀行組織の引受によって行われる。これが、民間銀行組織にとって回転資金となるかどうかということが問題である。

資本家が今期獲得した利潤を、次期において投資に回さない場合、その部分(10億円)を財政赤字によって賄い、それが同様の波及効果を持つとすれば、次期の期首の民間銀行組織の貸借対照表は、表-7のようになる。この時点で、民間銀行組織の流動性ポジションは悪化している。

表7 国債発行による期首の民間銀行組織の貸借対照フロー表

資 産			負 債	
準 備 金	5	当座預金 (資)	0	
現 金	-15	当座預金 (労)	40	
貸 付 金	40	定 期 性 預 金	10	
証 券	10			
国 債	10			
合 計	50		50	

しかし、この財政赤字が、資本家の要求利潤率を規制することなく、一定の生産量を維持するために行われているものである以上、乗数過程が完了した時点では、表-8のように、貨幣はすべて、資本家の預金口座へ流入する。つまり、財政赤字と同じ大きさだけの利潤を資本家は獲得している。

そこで、資本家がこの獲得した利潤をどのように次期において使用するかということが、次期以降の国債発行残高と民間銀行組織の流動性ポジションにとって問題となる。先にもみたように、資本家がこの利潤を次期において投資に向けるならば、生産水準が一定であるとする本稿の場合には、民間銀行組織の流動性ポジションは今期と同じ水準にとどまり、且つ国債発行残高はストックとしては累積しない。だが、利潤が次期にお

表8 国債発行による期末の民間銀行組織の貸借対照フロー表

資 産			負 債	
準 備 金		6	当座預金 (資)	50
現 金		-6	当座預金 (労)	0
貸 付 金		40	定期性預金	10
証 券		10		
国 債		10		
合 計		60		60

いて投資に向かわない場合には、財政赤字はストックとして累積する。

この国債発行残高がストックとして累積する状況のもとで、民間銀行組織が次期にその流動性ポジションを悪化させずに繰り返し‘finance’を供給するためには、(資本家も含めた)民間銀行組織以外の主体が、今期の利潤と同じ大きさだけの証券を民間銀行組織から購入しなければならない。しかも、証券を売却する側の民間銀行組織にとっては、できる限り国債を売却することが望ましい。国債の市場価格が将来上昇するという期待が存在しない限り、資産選択のポートフォリオを国債に向けることは、一個の経営主体としての民間銀行組織にとって望ましくないからである。

しかし、これらのことは証券取引が投機的に行われている状況では必ずしも保証されない。もしこれらが満たされない場合には、民間銀行組織の供給した‘finance’は繰り返し使用可能な回転資金とはならず、それを供給しようとするれば、流動性ポジションは悪化する。このような状況のもとで、民間銀行組織が流動性ポジションをより悪化させることを拒めば、国債の利子率が上昇するという意味でのクラウディング・アウト効果が発生する可能性は現実的に高まる。それ故、民間銀行組織以外の主体が国債を買いつづけることが、民間銀行組織が流動性ポジションを悪化させずに‘finance’を供給するために重要となってくるのである。

だが、そのことが直接的に貨幣的制約から投資を制約するという本来の意味でのクラウディング・アウト効果発生に連動するとは限らない。なぜならば、資本家階級は、全体として、財政赤字の累積額に等しい大きさの利潤を既に保有しており、貨幣的制約は現実的には資本家階級には存在しないからである。クラウディング・アウト効果の可能性は、国債価格の下落が証券市場に供給超過を導き、証券で保有されていた利潤がキャピタル・ロスを蒙った場合にものみ発生するのである。つまり、利潤を繰り返し投資に向

けず、証券投資に振り向けている限りにおいて、実物投資を抑制するという意味でのクラウディング・アウト効果が発生する可能性が存在するわけである。

#### 4 残された課題

以上、長期停滞下におけるアメリカ国債発行残高のストックとしての累積という現実から、Keynes 理論におけるクラウディング・アウト効果発生の可能性を検討してきた。そこで、この現代資本主義において発生しているクラウディング・アウト効果発生の危惧の原因は、資本家階級が獲得した利潤を繰返し実物投資に振り向けないところにあるということが明らかとなった。つまり、財政赤字の存在が投資をクラウド・アウトしてしまうのではなく、投資の不足が財政赤字の累積というクラウディング・アウト効果発生の要因をもたらしているのである。

そして、この投資不足の原因は長期的労働分配率が低下しないことにある。Keynes 理論にしたがえば、この長期停滞下からの脱却は、労働分配率の低下が必要となるのである。しかし、それは労働分配率が低下しない限り生産を増大させないという資本家の生産決定態度には手をつけられないという暗黙の前提に基づくものである。ここに、Keynes 理論は資本制短期分析としては論理として整合性を持つものの、現代資本主義における長期停滞下からの脱却理論としては限界をもっているといえる。

だが、現代資本主義は、20年近くに及ぶ長期停滞下のもとで、現実にクラウディング・アウト効果は発生していない。それは、先にみたような国債の民間銀行組織以外の購入という抑制力が働いているからである。そして、そこには中央銀行が大きな役割を果たし、またそれは国際的な広がりの中で展開されている。本稿では、それらについての分析が捨象されている。これらのことを視野に入れることが、残された課題である。

〔付記〕 本稿作成に当たり、甲賀光秀先生の御教示をえました。記して感謝申し上げます。ありうべく誤りは当然私のものである。

#### 参考文献リスト

- 1) Asimakopulos, A., 'Kalecki and Keynes on finance, investment and saving', Cambridge Journal of Economics, 1983. 7.
- 2) Asimakopulos, A., 'Finance, liquidity, saving and investment', Journal of Post Keynesian Economics, 1986, Fall vol. IX, No. 1.
- 3) Davidson, P., 'Finance, funding and investment', Journal of Post Keynesian Economics,

- 1986, Fall vol. IX, No. 1.
- 4) Harrod, R. F., "Money", London, Macmillan, 1969. (邦訳、『貨幣』塩野谷九十九訳, 東洋経済新報社, 1974).
  - 5) Iwai, Katsuhito, "Disequilibrium Dynamics—A Theoretical Analysis of Inflation and Unemployment", New Haven and London, Yale University Press, 1981.
  - 6) Kahn, R., "The Making of Keynes' 'General Theory'", Cambridge Up, 1984.
  - 7) Kaldor, N., 'Speculation and economic stability', The Review of Economic Studies, vol. 6, October 1939, "Essays in Economic Stability and Growth", London, Duckworth, 1960. に再録.
  - 8) Keynes, J. M., "The Collected Writings of John Maynard Keynes vol. V, Treatise on Money; 1 The Pure Theory of Money", Macmillan: Cambridge Up, 1971. (邦訳、『ケインズ全集 5 貨幣論 1 貨幣の純粋理論』小泉明・長澤惟恭訳, 東洋経済新報社, 1979).
  - 9) Keynes, J. M., "The Collected Writings of John Maynard Keynes vol. VI, Treatise on Money; 2 The Applied Theory of Money", Macmillan: Cambridge Up, 1971. (邦訳、『ケインズ全集 6 貨幣論 2 貨幣の応用理論』小泉明・長澤惟恭訳, 東洋経済新報社, 1980).
  - 10) Keynes, J. M., "The Collected Writings of John Maynard Keynes vol. VII, The General Theory of Employment・Interest and Money", Macmillan: Cambridge Up, 1971. (邦訳、『ケインズ全集 7 雇用・利子及び貨幣の一般理論』塩野谷祐一訳, 東洋経済新報社, 1983).
  - 11) Keynes, J. M., 'Alternative Theories of the Rate of Interest', The Economic Journal, June 1937. "The Collected Writings of John Maynard Keynes vol. XIV, The General Theory and After: Part II・Deffence and Development", Macmillan: Cambridge Up, 1973, pp. 201-14 に再録.
  - 12) Keynes, J. M., 'General Theory of Unemployment', The Quarterly Journal of Economics, February 1937. "The Collected Writings of John Maynard Keynes vol. XIV, The General Theory and After: Part II・Deffence and Development", Macmillan: Cambridge Up, 1973, pp. 109-23 に再録.
  - 13) Keynes, J. M., 'The "Ex ante" Theory of Rate of Interest', The Economic Journal, December 1937. "The Collected Writings of John Maynard Keynes vol. XIV, The General Theory and After: Part II・Deffence and Development", Macmillan: Cambridge Up, 1973, pp. 215-23 に再録.
  - 14) Keynes, J. M., 'Ex post and Ex ante', Keynes の講義ノート, 1937. "The Collected Writings of John Maynard Keynes vol. XIV, The General Theory and After: Part II・Deffence and Development", Macmillan: Cambridge Up, 1973, pp. 179-83 に再録.
  - 15) Keynes, J. M., 'Mr. Keynes "finance"', The Economic Journal, December 1937. "The Collected Writings of John Maynard Keynes vol. XIV, The General Theory and After: Part II・Deffence and Development", Macmillan: Cambridge Up, 1973, pp. 229-34 に再録.
  - 16) Keynes, J. M., 'Process of Capital Formation', The Economic Journal, September 1939. "The Collected Writings of John Maynard Keynes vol. XIV, The General Theory and After: Part II・Deffence and Development", Macmillan: Cambridge Up, 1973, pp. 278-85

に再録。

- 17) Kregel, J. A., 'Constraints on the expansion of output and employment', *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 1984-85.
- 18) Kregel, J. A., 'A note on finance, liquidity, saving and investment', *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1986.
- 19) Motto, T., 'Toward a post Keynesian formulation of liquidity preference', *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1986.
- 20) Richardson, D. R., 'Asimakopulos on Kalecki and Keynes on finance, investment and saving', *Cambridge Journal of Economics*, 1986. 10.
- 21) Robinson, J., "The Rate of Interest and Other Essays", Macmillan, 1952. (邦訳、『利子率その他諸研究』大川一司・梅原又次訳, 東洋経済新報社, 1955).
- 22) Robinson, J., "Essays in the Theory of Economic Growth", Macmillan, 1962. (邦訳、『経済成長論』山田克巳訳, 東洋経済新報社, 1963).
- 23) 置塩信雄, 「総供給関数について」, 『神戸大学経済学研究』1957, 『現代経済学』筑摩書房, 1977, に再録。
- 24) 置塩信雄, 「利子率・外国為替率の運動」, 『国民経済雑誌』, 1986, 第154巻第6号。
- 25) 鬼頭仁三郎, 『貨幣と利子の動態』, 岩波書店, 1942.