

研究

J. M. Keynes 『貨幣論』の銀行行動

——景気循環と銀行組織——

磯部智也

- I 課題
- II 投資と市場利子率
 - 1 Hayek
 - 2 Keynes
- III 市場利子率の決定と銀行組織
 - 1 証券市場と市場利子率
 - 2 証券市場と銀行組織
- IV 景気循環と銀行組織
- V 結びにかえて

I 課 題

J. M. Keynes は、『貨幣論』で、銀行組織の役割を重視して、景気循環論を展開しようとした。しかし、それは、Hayek に代表される強制貯蓄論のように、銀行組織の信用創造という機能を重視するものとは異なるものであることを、Keynes 自身強調している。

だが、Keynes も Hayek も、景気循環の過程を、投資の貯蓄からの、そして市場利子率の自然利子率からの乖離という同じ用語で説明し、そこでの銀行組織の行動を重視している。本稿は、Keynes 『貨幣論』における銀行組織の取扱の特徴を明らかにし、景気循環の上昇過程における銀行組織の行動を検討することを課題とする。

もちろん、『貨幣論』では、「産出量水準の変化の影響を徹底的に取り扱うことに失敗したという、……顕著な欠陥¹⁾」があるため、生産過程が完了し、投資の生産力効果が現れたときに物価の下落が発生することを反転としており、生産量そのものが累積的に増大するという本来の景気の上昇過程は十分には論じられていない。そこで、この点につ

いては、Harrod・置塩型の不均衡累積論を参考にしながら、修正しうるところは修正して検討する。

まず、最初に、Keynes と Hayek が、景気循環の原因となつた投資と市場利子率の具体的なイメージがそれぞれ何であるかを明らかにする。そこから、『貨幣論』の市場利子率決定論の特徴、またそれとの銀行組織との関わりを示す。そして最後に、景気循環における銀行組織の行動を検討する。

- 1) Keynes (9), p.xxii,

II 投資と市場利子率

1 Hayek¹⁾

Hayek は、投資が貯蓄を超過する不均衡状態は、銀行組織の追加的信用創造が、自然利子率以下の水準に市場利子率を設定するために発生するとした。つまり、Hayek は、銀行組織を市場利子率の決定主体としたのである。

Hayek の分析は、承知のとおり、C. Menger らのオーストリー学派の流れをくむ、全ての生産過程が一つの単線で最終消費財まで流れ込む単線生産構造に基づいて展開されている。ある生産過程の生産には、一段階高次の生産過程の生産物と労働（本原的生産手段）が必要であるという生産構造観である。「Hayek の三角形」と呼ばれるとおり、均衡状態では、最終消費財生産額を底辺とした直角三角形型の生産構造が形成される。そして、Hayek は最終消費財の生産過程より高次の段階にある中間生産物を投資財と呼んだ。

市場利子率が自然利子率に等しくなる均衡状態では、消費財部門を n 番目の生産過程であるとする、それと一段階高次の生産過程の生産物価額は、

$$P_n X_n = (1+i) P_{n-1} X_{n-1},$$

つまり、

$$\frac{P_n X_n}{P_{n-1} X_{n-1}} = 1+i \quad (1)$$

という関係が、全ての生産過程に渡って成立していると Hayek はした。ここで、 P は価格、 X は生産量、 i は市場利子率を表す。これは、直角三角形の斜辺の角度が市場利子率によって決定される、すなわち各部門の生産物価額体系が、市場利子率で調整されることを示している。均衡状態では、各生産部門は等しい利潤率を獲得しているのである。Hayek は、市場利子率が自然利子率に等しくなっている状態を均衡状態である

としているのだから、市場利子率を各々の生産過程の利潤率を決定するものとして取り扱っていることが理解できる。

このような生産構造観に立脚して、Hayek は、銀行組織の追加的信用創造による市場利子率の自然利子率以下の水準への設定が、(1)式から分かるように、相対価額体系を変化させることを問題とした。自然利子率の低下を伴わない市場利子率の低下は、投資財部門に有利なように相対価額体系を変化させるからである。この変化は、生産の部門間移動を誘発する要因となり、同時に、より一層高次の投資財に対する需要、すなわち貯蓄を超える投資需要を増大させる。投資需要の増大は、生産量を即座に調整できない短期においては、より高次の投資財価格のみを急速に上昇させ、そのことから一般物価水準は上昇する。

しかし、この自然利子率の低下を伴わない市場利子率の低下による貯蓄と投資の不均衡は、新しい三角形、つまり新均衡を成立させることはない。消費需要が変化していないために、消費財生産から投資財生産への部門間移動は消費財の超過需要を招き、消費財価格は上昇するからである。このとき消費財価格の上昇による実質賃金率の低下という意味での強制貯蓄が発生する。消費財生産拡大のためには、より一層多くの信用創造を必要とするが、金本位制のもとでは金準備の制約があるために、銀行組織はその信用を供給しきれない。そのことによって、景気は反転する。これが Hayek の景気循環論の概略である。

この Hayek の理論の欠陥は、既に多くのところで論じられており、²⁾ 均衡状態の想定にある。均衡状態では、新投資という意味での投資は存在せず、もっぱら補填投資だけを投資として取り扱っている生産構造観に最大の欠陥があるのである。なぜこのような想定を Hayek は行ったのであろうか。これは、Hayek が、消費者主権に基づいて、技術進歩がない限り総生産量は不変であるという「Keynes 革命」以前の完全雇用想定という古典派の呪縛から逃れられなかったというところに最大の理由が求められる。しかし、それに加えてもう一つの理由があるように思われる。

既に述べたように、Hayek は、各生産過程は生産に当たって、労働と共に一段階高次の生産過程の生産物が必要であるとし、それを投資財と呼んでいる。この一段階高次の生産過程の生産物は、今期の生産ですべて消費される。Hayek のいう投資の中には、長期にわたって徐々に収益を生み出すという固定資本は、入り込んでこないのである。Hayek の投資とは、『貨幣論』の用語でいうと経営資本投資となる。確かに、経営資本投資は、投資の構成要素のひとつを形成する。経営資本投資の増大なくしては、実際に

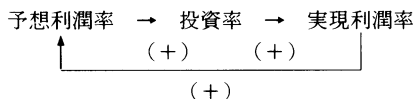
生産拡大は行われえない。この投資の取扱が単線の生産構造を生みだした理由の一つとなるであろう。

このように投資を捉えると、Hayek が念頭においていた市場利子率とは、短期利子率であることが分かる。この短期信用の最大の供給主体は、やはり銀行組織において他にない。經常取引が主として銀行預金で行われる決済機関として銀行組織が制度化されたものでは、銀行組織は、短期においての最大の貸し手であり、割引率を設定し要求に応じ手形を割引かねばならない。Hayek の論理からいくと、銀行組織は短期利子率の決定主体となる。Hayek が銀行組織の信用創造を、景気循環を論じる際に重視する根拠はここに見いだせるのである。

2 Keynes

Hayek が経営資本投資を投資の具体的イメージとして念頭においていたのに対し、Keynes は、それを固定資本（「手段財」）投資³⁾においている。もちろん、Keynes は、投資財を固定資本と経営資本の増加量との合計であるとし、経営資本投資を投資の中に含め、その増大が景気の上昇過程特有の現象だとしているが、不均衡の発生要因としては、固定資本投資需要の増大を重視している⁴⁾。

Hayek の投資が経営資本投資であるとしても、それは固定資本をまったく捨象しているとは即座にはいえない。既に十分な固定資本が存在し需要の増大に対し稼働率の引き上げで対応するならば、そのときの主たる投資とは経営資本投資となる。そして、



という景気の循環過程における累積の連鎖関係は⁵⁾、固定資本投資であっても経営資本投資の場合であっても投資の増大が利潤率の増大をもたらすという意味では、なんら変わりはないからである。固定資本と経営資本を区別し、なおかつ景気の循環過程発生の主要因として、投資の中でもとりわけ固定資本を重視することはどのような意義があるのであろうか。

これに対しての Keynes の説明は、Schumpeter の「革新」に依拠すると述べられているに過ぎず不十分なものであるが、景気の循環過程における投資需要の中でもとりわけ固定資本投資の増大を重視する理由として、次の二つのことがあげられる。まず第一は、景気上昇に先立つ下降過程では独占が成立しているとはいえ、壮絶な生き残り競

争の結果、資本廃棄の過程が進展していることである。⁶⁾ 企業は生き残りのため、技術進歩等の「革新」を引き起こすことが求められ、それも必然的に既存の固定資本の廃棄を迫られる。ここに反転に際し、固定資本投資が重視される理由が求められる。

第二の理由として、現代的視点からみれば、今期の投資を行うに際して必要とされる最低必要資金量が、固定資本投資の場合、経営資本投資と比べて比較にならないほど莫大であることがあげられる。このことは、今期の固定資本投資が次期以降の生産能力を拡大させる効果を持つ一方で、今期の実現利潤率の大きさに経営資本投資の大きさと比較にならないほどの効果を及ぼすということを意味する。

以上の二つの点から、反転を引き起こすものとして、念頭におかなければならない代表的投資は、経営資本投資ではなく固定資本投資であることが分かる。Keynes はこのようなことを具体的に示していないが、固定資本投資を投資の具体的イメージとして念頭においたことは、Hayek と比べて非常に現代的であるということが出来る。このことから、Keynes の市場利子率は、長期利子率となる。

- 1) ここで展開する Hayek の理論は、Hayek (6), (7)をもとにしている。
- 2) 例えば、矢尾⁽²⁾等参照。
- 3) 『貨幣論』の用語を現代的に解釈すればどのようになるかについては、瀧川⁽⁸⁾参照。
- 4) 投資需要の大きさが変動する理由を、Keynes は、「投資の増加が経営資本の増加を意味している場合には、確かに貯蓄という行為は直ちに必要とされる。しかし生産の質的内容に転換があって、それが後になって固定資本の産出の増加をもたらすという場合には、追加的貯蓄は生産過程が完了するときになってはじめて必要とされるに過ぎない」という点に求められており、ここに投資変動として固定資本投資を念頭においていたことが窺える。Keynes(8-a) 第18章 p.251 (邦訳, pp.287-8)。
- 5) 景気の上昇過程におけるこの予想利潤率以上の利潤の実現を、Keynes は、『貨幣論』では「意外の利潤」と呼び、この投資の累積的増大が利潤率の累積的上昇を招くことを「寡婦の壺」で説明した。また、「意外の利潤」の発生は、実質賃金率（労働分配率）の低下を導くことをその「基本方程式」で明らかにしている。
- 6) 置塩⁽⁹⁾ 第3章 第3節参照。

Ⅲ 市場利子率の決定と銀行組織

1 証券市場と市場利子率

Keynes と Hayek が具体的にイメージしていた投資と市場利子率が異なるとしても、投資に必要な追加的貨幣の供給が、銀行組織によって行われるならば、それは分析上そ

れほど大きな違いはもたらされない。長期信用と短期信用をそれぞれどの大きさにするかという銀行組織のポートフォリオの問題に解消され、投資需要を満たすためには結局銀行の信用創造の増大を必要とするからである。しかし Keynes は『貨幣論』「外国語版への序」で、この投資の貯蓄からの乖離は、銀行組織の信用創造の大きさによって測られるものではないという点で、Hayek らの強制貯蓄論との差異を非常に強調している。なぜ、そのように Keynes が主張するのかは、長期信用供給の場を、銀行組織ではなく、証券市場においていることが挙げられる。

だが、証券、すなわち普通株が、それにつけられる配当獲得を目的として取り引きされているならば、その供給主体が銀行組織であるか証券市場であるかという問題は、銀行組織が利子率の決定主体であるという点ではそれほど変わるものではない。Robertson が、『銀行政策と価格水準』等で強調しているように、そこに公衆の「保蔵」が加わるだけである。つまり、

追加的投資額＝銀行組織の信用創造＋負の保蔵、

∴ 追加的投資額＝固定資本投資額＋追加的経営資本投資額、

固定資本投資額＝新規証券発行額＝長期信用創造＋負の保蔵、

経営資本投資額＝短期信用創造

銀行組織の信用創造＝短期信用創造＋長期信用創造、

となるだけで、銀行組織の信用創造はいぜんとして利子率、すなわち配当率を決定するのである。¹⁾ また、配当率、すなわち市場利子率は、通常、利潤率と正の相関関係にあることから、利潤率と利子率は同方向に動く。

この長期と短期の信用を区別することの一つの意義は、景気の上昇過程の中で、固定資本投資需要の増大に伴って発生する経営資本投資需要の増大が短期信用量を増大させるということである。準備率制約により銀行の信用創造能力に限界がある以上、投資需要の増大によって直接・間接に発生する経営資本需要の増大を満たす資金を銀行組織が供給するためには、負の保蔵の増大による長期信用供給の銀行組織から公衆への肩代りが必要とされる。

景気の上昇過程を固定資本投資需要が増大する時期と、それにつづく経営資本投資需要もまた増大する時期とに分けて検討することは、準備率の制約がある以上、銀行組織の資産運用のポートフォリオに制約を課すという点で、そして、長期市場利子率は証券市場で決定されるものであるとしている点で、たしかに意味があることである。Keynes も、1928年の「草稿」ではこの問題を重視している。²⁾ しかし、『貨幣論』で、

Robertson も強制貯蓄論と同じ範疇に属するものとして取り扱われている。

この28年「草稿」から『貨幣論』への突然の飛躍は、長期市場利子率は、銀行組織の信用創造の量によって直接に決定されるものではないとしたところにある。Keynes は、証券の取引が、その配当目的ではなく、近い将来、証券市場でつけられる証券価格の予想に基づいて投機的に行われるとしたのである。証券価格が投機によって日々変動するもとは、この証券価格と負の相関関係にある市場利子率もまた投機によって日々変動する。これは、産業的流通における取引量を金融的流通のそれが圧倒し、また金融的流通の取引額が非常に変動しやすいという現実を説明するためにどうしても必要であった。³⁾

投機的証券市場とは、既発行証券の市場価格が新規発行条件を決定するというように、既存発行証券総額がストックとして新規発行証券総額のフローを圧倒していること、そして公衆も証券取引に参入でき、それは非常に豊富な貯蓄預金との投機的選択に基づいて行われていることが前提とされる。この投機的証券市場の導入は、

- ① 証券取引が近い将来の証券価格についての投機的予想に基づいて行われ、
- ② 証券価格の上昇は市場利子率を低下させることから、既発行証券価格の上昇は企業の投資資金調達コストを減少させる。かつ証券価格の上昇により、証券保有者はそれを売却すればキャピタル・ゲインを獲得する。この場合、長期市場利子率は利潤率とは反対の方向に動く。すなわち、利子率＝利潤率という古典派の呪縛は突然消え去る、

という点で、つまり、長期利子率は、証券市場で投機的に決定されるという点で、非常に大きな経済学上の飛躍をもたらすものである。

この投機的証券市場の導入は、投資が貯蓄を超過するために必要とされる貨幣は、銀行組織の信用創造の増大がなくとも、証券市場で形成される証券価格の短期的予想によって供給されるということを示している。今期の利潤率を決定する投資資金は、公衆の貯蓄預金から営業預金に預金残高が移転、「金融的流通から産業的流通へ」資金が移動することによって満たされるのである。市場利子率は、証券価格に対する近い将来の予想によって証券市場で決定され、信用創造の大きさによって決定されるものではないというところに、Keynes と強制貯蓄論との決定的差異があるのである。

2 証券市場と銀行組織

強制貯蓄論との違いを強調する一方で、Keynes は銀行組織の役割を非常に重視している。⁵⁾それは、貯蓄預金残高を決定する主体としての銀行組織の役割である。

貯蓄預金は、財市場での取引決済のために保有されている所得預金とは異なり、価値保蔵手段として、証券とのポートフォリオの結果、銀行預金という形態で保有されている預金である。この証券との選択は、決して恒常的・安定的なものではない。それは貯蓄預金残高と、近い将来の証券価格についての予想の結果、一時的に保有するを選択されたものである。

しかし、この貯蓄預金残高は、銀行組織が証券取引に介入せず、企業が新規発行を行わない限り、証券価格がいかにか上昇し・下落したとしても、決して変化しない。証券取引は、貯蓄預金口座の名義を移転させるだけで、貯蓄預金総残高は一定の大きさにとどまるからである。近い将来の証券価格にたいする予想に基づいて、証券の取引回転速度が予想と同方向に変化するだけである。つまり、上向きの証券価格予想が形成され続けられれば、証券価格は貯蓄預金残高にはなんの変化をもたらすことなく、上昇しつづけることが可能となるのである。

固定資本投資を行うため証券の新規発行が行われ始めると、それまで貯蓄預金口座間の移転にとどまっていた預金は、その一部分が発行企業の営業預金口座に移転される。「金融的流通から産業的流通へ」貨幣は流れ込む。そのことによって、貯蓄預金残高は、上昇過程を通じて減少していく。

貯蓄預金残高の減少は、証券価格の上向きの予想を反転させる要因を形成すると Keynes はしている⁶⁾。貯蓄預金の減少は、その取引回転速度を上昇させることによって相殺することは可能であり、実際に、上昇過程ではこれが発生している。しかし、この近い将来の証券価格についての予想が、投機に基づくものであり、変動しやすいものである限り、貯蓄預金残高の減少は予想反転の要因となりうる。

貯蓄預金残高の減少を防ぐためにはどのような方法があるか。Keynes が重視したのは、銀行組織の証券購入である。一個の利潤追求主体として銀行組織の証券購入は、それが貯蓄預金を直接的に増大させるという点で、それ以外の主体と決定的に異なる。これは準備率を引き下げなくとも、その資産運用のポートフォリオを変化させることによって合法的に行うことができる。ここに、Keynes が銀行組織を重視した理由が求められる。銀行組織のこの証券購入が、貯蓄預金残高を増大させることを通じて上向きの証券価格予想を持続させるならば、それは証券価格をより一層上昇させることから、銀行の保有資産総額を増大させる。これは銀行組織にとって非常に都合がよいことである。景気の上昇過程において、銀行組織は低い市場利子率のもとでも高利潤を獲得するのである。

そして、ある銀行の証券購入の増大による貯蓄預金残高の増大は、上向きの証券価格予想を持続させる効果をもつと同時に、銀行組織全体としては強制貯蓄論と同じように、信用創造と同じ効果を引き起こす。ただ、Keynes と強制貯蓄論との差は、それが準備率の引き下げを伴わず、「受動的に」貯蓄預金の創造を引き起こすというところにある。証券市場がこのように発達しているもとは、貸付と比較しても非常に流動性が高く、預金の引出しというリスクを所得預金の創造の場合にくらべて考慮しなくてよいという利点もある。この「受動的」な貯蓄預金の創造は、Hayek の「積極的」な所得預金の創造とはまったく性格を異にするものである。⁷⁾

以上のことから、銀行組織の資産のポートフォリオは、証券市場の予想の形成に重要な影響を持つことが分かる。Keynes は、銀行組織の財市場ではなくこの証券市場での行動を重視したのである。

- 1) この銀行組織の定式化は、Robertson (13)、菱山(19)を参照した。
- 2) Keynes (10) pp.83-113. この「草稿」によっても、Keynes と Robertson のその当時の密接な関係が伺える。この銀行組織の短期と長期の信用供給を重視して、現在議論を展開しているのが、Dymski (4)である。しかし、それは、銀行の利潤追求方程式において、証券投資からえられる利潤を、配当と設定しているところに、「Keynesian の銀行行動」として取り扱えない最大の欠陥がある。以下にみるように、Keynes 理論では、証券取引は、配当目的ではなく、保有証券の価格上昇によるキャピタル・ゲイン獲得を目的としておこなわれるというところに最大の長所があるからである。
- 3) その当時のイギリスの証券市場の投機的成熟を示すものとして、Thomas W. A "The finance of British industry 1918-1976", Willam Clowes and Sons, 1978 がある。また「投機的な証券市場の成熟」という表現は、松川(20)による。
- 4) 貯蓄預金から営業預金に預金残高が移転するとき、その預金準備率に差がある場合には、銀行組織の必要準備額は増大する。しかし、Keynes が対象としたその当時のイギリスの銀行制度は、法定準備率が定まっていなかったため、この問題は『貨幣論』では捨象されている。
- 5) 「私の第一の目的は、どれが正しくどれが間違っているかを論ずることではなく、私の説が以上に概説したものとは異なっているという事実、読者の注意を求めることにある。なぜならば私は、一方では銀行組織の行動が貯蓄と投資の価値額との差に影響を及ぼすことを主張するのであるが、この差と信用の量とのあいだになんらかの直接的、必然的或は不変的な関係が存在すると主張するのではないのであって、その特殊な相殺を考慮するにせよしないにせよ、銀行及び通貨の統計に関するどれほど完全な知識をもってしてもそれから推定できるようなこの種の関係は、存在しないとするのだからである」。Keynes(8-a)、「外国語版への序」。p.xxiv (邦訳、pp.xxxiv-v)。また、Keynes は、「一般理論」で Hayek の「強制貯蓄」論が、完全雇用状態においてのみ発生するものとして区別しているが、この経済現象を貨幣の追加的発行による実質賃金率の低下と捉るなら、それは、不完全雇用下でも発生す

る。したがって、Keynesと強制貯蓄論との差異は、銀行の機能の取扱いに求めなければならない。酒井16)17)参照。

- 6) 「第三の概念は、私が『弱気』の変化と呼んできたもの、すなわち保蔵性向の変化、あるいは流動資産に対する需要を非流動資産の価格に関連づける需要曲線の形の変化である。

さて(-), すなわち現実に保有される不活動預金或は保蔵の総額は銀行組織によって決定されるのであって、その理由は、それが創造される銀行貨幣総額の活動預金として必要とされるものを超過する額に等しいからである」。Keynes(8-a) p.xxvii (邦訳, p.xxxvii)。

- 7) 「銀行は、銀行自身に対する貨幣引渡し請求権、すなわちわれわれが以下預金と呼ぶものを二つの方法で創造する。まず第一に、銀行は現金、あるいは銀行（他行もしくは自行）にある預金の譲渡を委任する指図証明（すなわち、小切手）の形で受け取った金額に対して、ここの預金者の名義で預金を創造する。……

しかし銀行が銀行自身に対する請求権を創造しうるには、第二の方法がある。銀行は自ら資産を購入、すなわちその投資を追加し、少なくとも当初は、自己に対する請求権を設定することによってその支払をすることができる」。Keynes(8-a) 第2章 pp.20-1 (邦訳, p.24)。Keynesは、第一の預金創造を「能動的に創造しうる」預金、第二を「受動的に創造しうる」預金と呼んでいる。

IV 景気循環と銀行組織

銀行組織の行動の重要性は、その財市場での行動よりも証券市場での行動に求めなければならない、というのが Keynes の主張であった。これは、非常に現代的で、投機的証券市場をその分析のフレーム・ワークに取り込んでいる。それでは、証券市場を取り込んだフレーム・ワークで、上昇過程における銀行行動を Keynes はどのように取り扱っているか。

景気の下降が反転するためには、実物面でなんらかの理由で固定資本投資需要が増大しなければならない。そして、その資金需要を満たすためには、低廉な利子コストで資金が提供できるように、証券価格が上昇するというのが反転の金融的条件をつくりだす。この証券価格の上昇、すなわち近い将来の証券価格上昇の予想をもたらずにあたっては、先にみたように(必要・十分条件ではないが)銀行組織のポートフォリオは重要な役割を果たす。つまり、銀行組織は、全体として、その資産運用のポートフォリオを証券購入により多く振り向けなければならない。それが証券価格を上昇させ、市場利子率を低下させれば、固定資本投資需要の資金調達面での問題は解消され、景気は反転する。

銀行組織の証券購入による固定資本投資の実現は、財市場で景気の上昇過程を開始さ

せ、利潤率を上昇させる。その一方で、銀行組織の貯蓄預金の創造と財市場での利潤率の上昇という二つの理由から、証券市場での予想が上向きになれば、証券の需要超過状態は加速化し、その価格も急上昇する。その上昇した証券の売却によって、銀行組織はキャピタル・ゲインを獲得し、その資産総額、利潤率を増大させる。その資金は再び証券購入に振り向けることができる。この時期が Keynes の「利潤インフレーション」期である。この時期には、財市場でも、証券市場でも高い利潤率が獲得されるのである。

しかし、固定資本投資需要の増大は、必然的に生産に当たって直接・間接必要な経営資本需要の増大をもたらす。それは銀行の短期信用を増大させる。Keynes は、この経営資本需要の増大を景気の上昇過程特有の現象として重視した¹⁾。

経営資本投資とは、中間生産物の購入であるから、上昇過程ではこれらの生産物に対する需要は増大し、生産量も価格も増大する。よって、銀行組織が供給しなければならない短期信用の量は増大する。だが、Keynes は、経営資本の大きさは、貸金支払総額、すなわち貨幣貸金の大きさと雇用量によって決定されるとした。経営資本投資を、上のように中間生産物の購入というふうに捉えるならば、Keynes のこの定義は正確ではない。景気の上昇過程では、実質貸金率（すなわち労働分配率）が低下しており、経営資本投資の大きさは貸金総額によってはかることは正確ではないはずである。

なぜ、Keynes が経営資本の大きさをこのような基準で測ったのか。その理由として、経営資本投資に必要な短期信用は、企業間信用、すなわち手形で行われ、それは銀行組織を媒介しないと Keynes は想定していたのではないかと考える²⁾。このように考えると、経営資本の財そのものの取引に関しては、それがいくら増大したとしても、銀行組織にとってはそれほどの影響を与えない。しかし、その生産拡大のため、追加的に、労働者を雇用し、貸金を支払わなければならない。この貸金支払は手形では行われない。通常は所得預金の創造によって行われる。所得預金の大きさは、最初は雇用量によって、そして労働市場が逼迫するにつれて貨幣貸金の大きさによって決定される。

これは銀行組織の資産運用に影響を及ぼす。銀行組織は、証券市場に振り向けていた資金を財市場で運用しなければならない。これは、証券市場の予想が上向きの場合、利潤追求主体としての銀行組織にとってはそれほど有益ではない。景気の上昇過程では、インフレーションが発生していることから、短期貸付利子率（手形割引率）は実質的に目減りするからである。しかし、手形割引を要求されると決済機関として銀行組織はそれに応じなければならない。そこで、短期利子率が上昇する。この時期が Keynes の、「所得インフレーション」期である。

この銀行組織の証券市場から財市場への資産運用の変化は、当然のことながら、保有証券の売却によって行われるため、貯蓄預金残高を減少させる。また、この過程においても固定資本投資は増大している。この局面における貯蓄預金残高の減少は、証券市場の予想に対してすくなくならぬ影響を及ぼす。それまでの急速なスピードでの証券価格の上昇により、証券市場の予想は、それまでのように「買い超過」のみで一致していないからであろうからである。³⁾つまり、証券価格は、「強気筋」の買いで上昇しているが、取引総額は徐々に減少している。そのとき、銀行組織の資産運用の変化は、その取引総額の減少に拍車をかけることになる。この状態において、固定資本投資のための新規発行が増大すると、それは証券の「売り超過」を引き起こす可能性は高まる。

そして、証券価格が上昇から下落へひとたび反転すると、それは今までの累積的な上昇と同様、下方に向かって証券価格は加速的に下落していく。この証券価格の下落は、銀行組織の保有証券の価値も低めることから、その資産総額を減少させる。銀行組織にとって、これは資産に比べて過大の負債（所得預金、貯蓄預金）を抱えていることになり、資金逼迫が発生する。⁴⁾これにより景気は金融面から反転する可能性をもつのである。

- 1) 「経営資本の総量は、賃金率に雇用率を掛けた額を、まだ完了していないすべての過程についてその出発点にまで遡って、積分することによってえられる」 Keynes(8-b) pp.104-5 (邦訳, p.119)。
- 2) これは、Keynes が営業預金を企業は常に0に保とうとしていると取り扱っていることを根拠とする。 *ibid.*, (8-a) pp.255, 参照。
- 3) 証券市場の予想について、Keynes は、四つの場合をあげているが、この状況は、第二の「強気」の市況で、一般の思惑が分裂している場合。すなわち証券価格が過度に騰貴しているために、M3（貯蓄預金需要……引用者）は上昇しつつあり、そして「弱気筋」は上向き相場での証券の売り超過を増大しつつある」。 *ibid.*, (8-a) pp.226 (邦訳, pp.260-1)
- 4) 【貨幣論】で Keynes は管理通貨制度の導入を主張しているが、それは以上のことから証券市場への中央銀行の介入を強調するものである。

V 結びにかえて

本稿の作成は、Cambridge Journal および Journal of Post Keynesian Economics で、Asimakopulos が提起した Keynes 理論における銀行組織の取扱い、銀行崩壊の問題、そしてそれを巡る論争¹⁾に影響を受けたものである。Asimakopulos の主張に対する批判は拙稿(14)で展開しているが、本稿は、Asimakopulos が提起したこの問題についての私見を展開することを意図した。

それをもう一度まとめると、

- Keynes 理論では、投機的な証券市場が成熟し、そこでの金融的取引額が、財市場における産業的取引額を圧倒していることが前提とされ、かつ、銀行組織は、証券投資を行うことによって金融的取引に必要な貯蓄預金の量を決定するという独自の役割をもっている。つまり、Keynes 理論を論じるときには、必ずこれをフレーム・ワークにいれなければならない。
- そこでの景気循環は、当然証券市場の動向が重視されなければならない。この過程は『貨幣論』で詳細に論じられている。しかし、最初にも述べたように『貨幣論』は生産量決定理論が欠落しているため、そこでの景気循環論は、貨幣的景気循環論とならざるを得ないという限界を持つ、

ということになる。Keynes 理論は、世界の取引における金融的取引が圧倒的に優位を占めている現代資本主義を検討する際、非常に有益な視角を与えてくれる。

だが、この金融的取引は、現代資本主義では世界的規模で相互に関連しながら行われ、かつ各国には強力な中央銀行が存在している。これらは、現代資本主義分析に不可欠の構成要素である。これらの問題を Keynes がどこまで考えていたのかを検討することが、残された課題となる。

- 1) Asimakopulos (1), (2), Davidson (3), Dymski (4), Mott (11), Richardson (12) らのあいだで論争は展開されている。

[附記] 本稿作成に当たり、甲賀光秀先生の御教示を得ました。また共同研究会での報告に当たり、松川周二先生から有益なアドバイス、コメントを頂きました。記して感謝申し上げます。ありうべく、また残っている誤りは勿論私のものである。

参考・引用文献リスト

欧 文

- 1) Asimakopulos. A 'Kalecki and Keynes on finance, investment and saving', Cambridge Journal of Economics, 1983.7
- 2) _____, '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) Dymski G A, 'A Keynesian theory of bank behavior'. Journal of Post Keynesian Eco-

- nomics SUMMER 1988/VOL. X.
- 5) 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.)
 - 6) Hayek, F. A. "Monetary theory and the trade cycle", London: Jonathan Cape, 1933 (邦訳, 『貨幣理論と景気循環』 古賀勝次郎, 嶋中雄二他訳 春秋社 1988.9 『ハイエク全集 1』 に所収.)
 - 7) _____, "Price and Production" Routledge & Kegan Paul (London) 2nd 1935. (邦訳, 『価格と生産』 古賀勝次郎・嶋中雄二他訳 春秋社 1988.9 『ハイエク全集 1』 に所収.)
 - 8-a) 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 貨幣の純粹理論』 小泉明・長澤惟恭訳, 東洋経済新報社 1979.)
 - 8-b) _____, "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.)
 - 9) _____, "The Collected Writings of John Maynard Keynes vol. VII, The General Theory of Employment・Interest and Money", Macmillan: Cambridge Up, 1971. (邦訳, 『ケインズ全新 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.)
 - 10) _____, "The Collected Writings of John Maynard Keynes vol. XIII: The General Theory and After: Part I・Preparation", Macmillan: Cambridge Up, 1973.
 - 11) Mott. T. 'Toward a post Keynesian formulation of liquidity preference', Journal of Post Keynesian Economics, Fall 1986.
 - 12) Richardson. D. R. 'Asimakopulos on Kalecki and Keynes on finance, investment and saving', Cambridge Journal of Economics, 1986 10.
 - 13) Robertson D H, "Banking policy and price level —An essay in the theory of trade cycle", 2nd NewYork Augustus M Kelly 1949. (邦訳, 『銀行政策と価格水準』 高田博訳 敝松堂 1955)

和文

- 14) 磯部智也 「Keynes 理論におけるクラウディング・アウトの可能性」, 『立命館経済学』 第36巻第6号 1988. 2。
- 15) 置塩信雄, 『現代経済学』 筑摩書房, 1977。
- 16) 酒井凌三 「『強制貯蓄』と完全雇用における不安定性」 名古屋学院大学; 社会科学篇 第22巻 第1・2号合併号 1985。
- 17) _____, 「強制貯蓄について」 名古屋学院大学; 社会科学篇 第22巻第3号 1985。
- 18) 瀧川好夫 「ケインズ『基本方程式』について」 『経済学研究』 (神戸大学) 第30号。
- 19) 菱山 泉 『近代経済学の歴史』 有信堂 1965。

- 20) 松川周二, 「ケインズの資本主義経済観の形成と展開(3)——ケインズ経済学研究序説 I ——」, 1983, 『立命館経済学』 第32巻 第5・6号。
- 21) 矢尾次郎 『貨幣的経済理論の基本問題』 千草書房 1962。