

ケインズの不均衡分析

松川周二

はじめに

- 1 貨幣残高数量説のマクロ理論
- 2 IS-LM 型のマクロ理論——貨幣残高方程式の継承
- 3 貨幣残高数量説と物価変動
- 4 擬似均衡の理論と現実——1920年代後半の英国経済
- 5 『貨幣論』への道
- 6 『貨幣論』の不均衡分析
- 7 ケインズ再解釈派と『貨幣論』
- 8 不均衡分析と証券市場
- 9 大不況の不均衡分析
- 10 資本主義経済の成熟観から停滞論へ

はじめに

周知のように正統派（主流派ケインジアン）の『一般理論』解釈は、『一般理論』を数学的なマクロ経済モデル——具体的には IS-LM 分析に代表されるような連立方程式体系として構築することであり、ケインズは、セイ法則と完全雇用を前提とした古典派経済学を否定し、不完全雇用均衡をも射程に入れたより一般的なマクロ経済学を構築したとされた。したがって正統派の解釈によれば、『一般理論』と古典派との違いは、『一般理論』が「完全雇用のもとでの最大の生産量」という古典派の前提を否定し、生産の可変性（＝完全雇用以下での生産）を明示的にモデルに導入し、国民総生産（＝国民所得）の決定理論を提示したことであり、一言でいえば「不完全雇用下での均衡」を論証したことになる。すなわち『一般理論』はセイ法則の支柱である貨幣数量説を否定した革新的著作であると解されるがゆえに、正統派ケインジアンとマネタリストとの論争は、貨幣数量説の是非をめぐる争いであったといっても過言ではない。

したがって、正統派のケインズ解釈の立場に立つならば、依然として貨幣数量説の枠内に留まっている『貨幣論』はもとより、難解で理論的にも不明確な点の多い『一般理論』さえ、少数の経済学史家が研究すればよい「古典的」著作であり、一般には標準的なマクロ経済学を学ぶだけで十分なのである。もちろんわれわれは、標準モデルの有用性と簡明さを評価することにやぶさかではないが、他方でケインズの長期間にわたる貨幣経済理論研究の意義と重要性を評価するがゆえに、『一般理論』とそれ以前を峻別する二分法は支持し難く、さらにいえば正統派の均衡論

的な『一般理論』解釈にも再考の余地があると考え。

われわれは本論において、「ケインズの経済理論とは何か」という課題を、ケインズ自身の著作を貨幣数量説やケインズ再解釈派との関連もふまえて検討し、次の諸点を明らかにしたい。

(1) 貨幣残高数量説を定式化した貨幣残高方程式はマクロ経済学の一つの完成された理論モデルであり、IS-LM分析は基本的には貨幣残高方程式と同じ理論構造の複合型モデルである。それゆえ、IS-LM分析は決して革命的なものではなく、貨幣残高数量説の延長として位置づけられる。

(2) 貨幣残高方程式による物価水準の決定および変動の理論は、『貨幣改革論』では一般の財市場（インフレやデフレ）に、次の『貨幣論』では証券市場に、さらに『一般理論』では債券市場へと限定されて適用されていくという意味で、ケインズ理論は貨幣数量説からの一定の継承性がみられる。

(3) 『貨幣改革論』から『貨幣論』さらには『一般理論』への道は、ケインズの貨幣数量説や古典派とのまさに理論的苦闘のプロセスであったが、同時にそれは1920年から30年代にかけての英国や米国の経済的現実を理論的に説明しようとするものでもあった。

(4) クラーワーやレーヨンフーブッドらのケインズ再解釈派は、『一般理論』を不均衡動学として再構築するという革新的な理論を展開したが、われわれの解釈では『貨幣論』こそが「不均衡理論」の典型であり、『貨幣論』から『一般理論』への道は不均衡マクロ経済学の道であると考え。

(5) ケインズの不均衡理論は、発展し（成熟し）た資本主義経済に固有の巨大なストックの世界とフローの世界との不可分の関係——とりわけ前者が後者を規定する関係を前提としており、ストックの世界（実物資本の膨大な蓄積とそれと対をなす巨額の金融資産、それが売買される証券市場の存在）の動揺や不均衡がフローの経済的成果（生産や雇用）に重大な影響を及ぼすことを論証しようとするものである。

1 貨幣残高数量説のマクロ理論

20世紀初頭、貨幣数量説はフィシャー（I. Fisher）の定式化¹⁾（いわゆる交換方程式，1911年）により、近代理論として再興される。一方、英国の古典派経済学の伝統の上に、「口頭」で継承されてきたケンブリッジの数量説は、フィシャーの先駆的業績に触発され、ピグー（R. C. Pigou）、さらにはマーシャル（A. Marshall）、ケインズ（J. M. Keynes）、ロバートソン（D. H. Robertson）らにより、貨幣（あるいは現金）残高方程式として定式化される。

マーシャルはフィシャーの交換方程式（ $MV=PT$ ）が自明の恒等式ゆえに、 V （流通速度）を支配する要因を知ることができないという問題を指摘、「公衆が貨幣の形態で保有する購買力の総額、すなわち公衆の実質貨幣残高需要が重要である」として、貨幣残高方程式を提示したが、その場合、貨幣残高需要 M^d の大きさを何と関係づけるかが重要なポイントとなる。たとえばピグーは、それを抽象的な総資力 R （社会の全ての商品の価値額を表わすがストックかフローかは不明）としたのに対して、²⁾ マーシャルはそれを貨幣所得 Y （フロー）と資産価値額 A （ストック）とに分け、

Y の k 倍、 A の k' 倍の M^d が生じると仮定する。したがって公衆の M^d は、

$$M^d = kY + k'A$$

となり、貨幣残高の需給均衡式は、貨幣残高供給（ストックとして貨幣量）を M^s とすると、上式より、

$$M^s = kY + k'A$$

となる。しかしマーシャルは、 kY のみならず、 $k'A$ も取引的・予備的動機による M^d とみなした点で、後のケインズの『一般理論』とは異なるが、それにもかかわらずマーシャルがストックとフローを区別したこと自体は重要であり、ケインズの貨幣経済理論の発展の方向づけを与えたといえる。³⁾

貨幣残高方程式は、さらにロバートソンの『貨幣』⁴⁾（1922年）やケインズの『貨幣改革論』（1923年）によっても定式化されるが、その一つが所得（フロー）型である。それは M^d を Y のみに関係づけたシンプルなタイプであるが、にもかかわらず、マクロ経済学の一つの完結した均衡理論であるという点が重要である。

いま P を物価水準、 y を実質国民総生産、 k （マーシャルの k ）を公衆の望む貨幣残高需要 M^d の国民総生産額（＝国民所得） Py （＝ Y ）に対する比（ y を一定とすると実質貨幣残高）とすると、 $k = M^d/Py$ であり、 $M^d = kPy$ となるから、貨幣の需給均衡式は、

$$M^s = kPy$$

となる。そして k と M^s を所与、 y を完全雇用のもとで一定とすると、 $P = M^s/Py$ となり、 P が決定されるが、この理論の特徴は以下のとおりである。

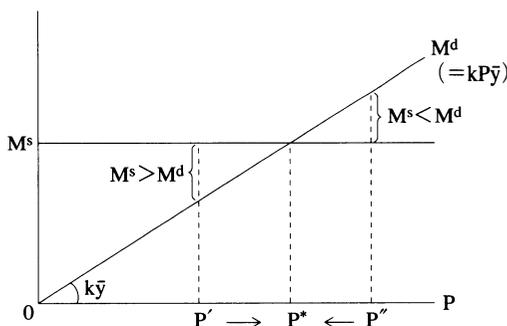
(1) 総取引額の恒等関係を示すフィシャー型の交換方程式と異なり、マクロの経済変数（集計値）である M^s 、 M^d 、 P 、 y の間の関係を示す方程式モデルである。

(2) M^s が外生（あるいは政策）変数、 P が内生（決定される）変数であり、公衆の実質残高需要に関する行動仮説にもとづく M^d と M^s の均衡（貨幣市場における需給均衡）によって物価水準 P^* が決定される（より一般的にいえば Py ）が決定されるマクロ経済学の体系である。

(3) 総需要と総供給（＝総生産）の間の不均衡に対しては、次のような均衡化メカニズムが想定されている。すなわち、公衆の望ましい貨幣残高需要 $M^d < 現実の貨幣残高 M^s \rightarrow$ 公衆の貨幣支出の増加 $\rightarrow P$ の上昇 $\cdot Py$ の増加 $\rightarrow M^d$ の増加 \rightarrow 均衡（ $M^d = M^s$ ）の回復、というマクロの価格調整メカニズムである。

(4) 公衆の行動仮説は、実質貨幣残高需要を示す k に関してであり、 k の変化によって内生的

図 1



な物価変動を、 k の安定は（実質貨幣残高需要一定）によって物価水準の均衡と安定を説明する（図1を参照）。

(5) 貨幣残高方程式においても、『一般理論』の特徴とされる合成の誤謬（マクロとミクロの不整合）が生じることは注目し得る。いま何らかの理由である個人 i が自らの k_i を高め、 M_i^d の増加を企図したとしよう。この個人 i の行動は全体の $M^d = M^s$ に影響を及ぼさずに実現できるが、大多数の人々の貨幣残高需要の増加である k の引上げは、マクロ的な貨幣支出の減少 $\rightarrow P$ の下落 $\rightarrow Py$ の減少 $\rightarrow M^d$ の減少という相殺効果を伴い、現実の貨幣残高の増加とならない。すなわち、マクロ経済では k の上昇は P の下落を招くために M^d の増加とはならず、上昇した P の水準で均衡（ $\bar{M}^s = M^d$ ）が回復するのである。

- 1) The Purchasing Power of Money, 1911.
- 2) Pigou, R. C., "The Value of Money", Quarterly Journal of Economics, 1917.
- 3) Marshall, A., Money, Credit and Commerce, 1922. [永沢越郎訳『貨幣・信用・貿易』の第4章]
- 4) Robertson, D. H., Money 1922. [安井・熊谷訳『貨幣』岩波書店]

2 IS-LM型のマクロ理論——貨幣残高方程式の継承

最も標準的なマクロ経済学の均衡理論であるIS-LMモデルが、理論構造において貨幣残高方程式と同型であることは、前述した貨幣残高方程式の特徴と以下の説明を対照することから明らかである。

国民所得の決定理論

(1) 投資の大きさを所与 \bar{I} とすると、国民所得 Y は、国民の消費行動仮説が消費関数 $C(Y)$ あるいは貯蓄関数 $S(Y)$ によって示されることから、総需要 $(C+I)$ と総供給 $(C+S)$ の均衡

$$\bar{I} = Y - C(Y) = S(Y)$$

によって決定される。

(2) 財市場での不均衡の調整は、貨幣数量説の価格調整に対して数量調整であり、 $I > S$ の場合には、 Y の増加 $\rightarrow S(Y)$ の増加という調整プロセス（周知の乗数理論）によって $I = S$ の均衡が回復する。

(3) 消費関数の最もシンプルなタイプは $C = cY + C_0$ 、貯蓄関数で示すと $S = sY - C_0$ であるが、貯蓄性向 $s (= 1 - c)$ の変化に対して合成の誤謬が生じる。すなわち、ある家計 i の s_i の引上げは Y に影響を及ぼさず、 S_i の増加が実現するが、大多数の家計の s の引上げは、 C の減少 $\rightarrow Y$ の減少となり、 s の引上げ効果は Y の減少によって相殺され、 $S (= sY - C_0)$ の増加とはならず、減少した Y の水準で、所与の \bar{I} と $S(Y)$ の均衡が回復する。

投資の決定理論

(1) Y の決定で所与とされた I は、外生変数を利子率 \bar{r} 、資本の限界効率 m を I の減少関数とし、 m と \bar{r} とが一致するように決定される。

$$\bar{r} = m(I) \quad m' < 0$$

(2) より厳密に言えば、 m は投資からの期待収益の流れの現在価値をえるための割引率と定義されるから、投資財（機械や設備）の需要価格 P_d と同義であり、投資財（設備）の供給価格 P_s と P_d との関係は r と m の関係と同じで、

$$P_s \cong P_d \iff r \cong m$$

である。それゆえ、所与の P_s のもとで P_d は I の減少関数であり、 $P_s = P_d$ となる点で I が決定されるともいえる。

流動性選好による利子率の決定

(1) \bar{Y} は外生変数、総貨幣量 M も所与であるから、 M から取引的・予備的動機による貨幣残高需要分 ($k\bar{Y}$ で所与) を引いた $M^s (= \bar{M} - k\bar{Y})$ も一定となり、公衆の投機的動機による貨幣残高需要 $M^d (=$ 流動性選好) は利子率 r (r は債券価格 P_b と反比例の関係) の減少関数 (P_b の増加関数) $L(r)$ であるから、 r は貨幣の需給均衡式

$$\bar{M}^s = L(r) \quad L' < 0$$

によって決定される。

(2) 債券市場は、まさに貨幣残高方程式の世界である。すなわち貨幣市場での超過供給（望ましい $M^d <$ 現実の M^d ）→債券の超過需要→ P_b の上昇（= r の下落）→投機的動機による M^d の増加となり、より高い債券価格（=低い利子率）のもとで均衡（ $\bar{M}^s = M^d$ ）が回復する。

(3) ここでも合成の誤謬が生じる。ある個人 i の M_i^d の増加は実現できるが、大多数の人々の M^d の増加は、債券の超過供給→ P_b の下落（= r の上昇）→債券需要の増加（= M^d の減少）となっ

図 2

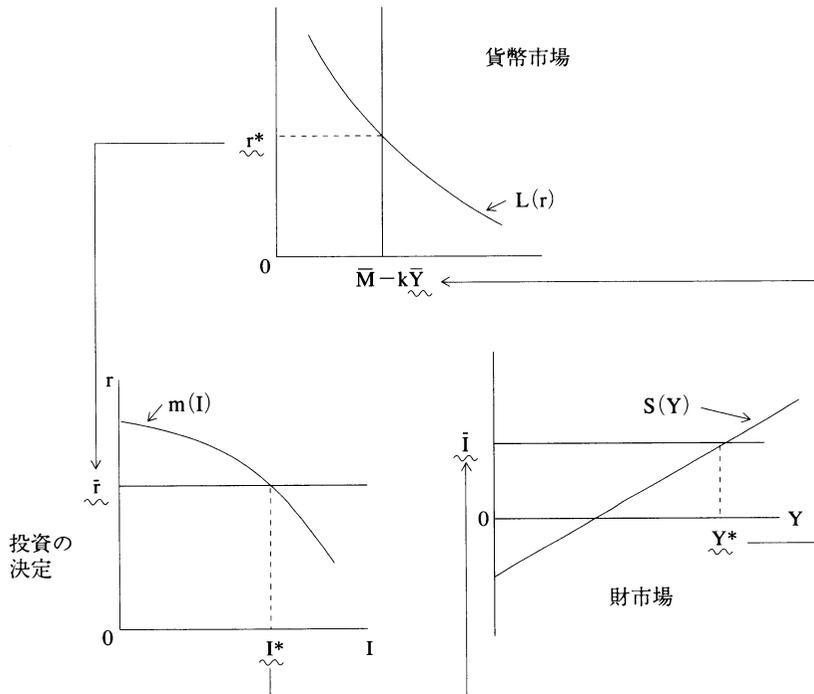


表 1

	貨幣残高方程式	IS-LM 型モデル			
		財市場	貨幣(債券)市場	投資の決定	
外生変数	貨幣残高 M^s	投資の大きさ I	貨幣供給量 M^s $M^s = \bar{M} - k\bar{Y}$	利率 r	投資財の供給価格 P_i^s
内生変数	物価水準 P	国民総生産 Y (国民所得)	利率(債券価格) r (P_b)	投資の大きさ I	投資の大きさ I
行動仮説	実質貨幣残高 (M^d/P) 一定の仮定	消費関数 (あるいは貯蓄関数) $C(Y), S(Y)$	流動性選好 投機的動機による貨幣需要 $L(r)$	資本の限界効率 $m(I)$ の通減	投資財需要価格 $P_f^d(I)$ の通減
需給調整メカニズム	マクロ的な価格(物価)調整 P の変動による M^d の調整	マクロ的な数量調整 Y の変動による S の調整	ワルラス的な価格調整メカニズム $r(P_b)$ の変動による L の調整	m と r とが一致するように I を調整	P^s と P^d とが一致する点での I の決定
均衡式	$\bar{M}^s = kP^* \bar{y}$	$\bar{I} = S(Y^*)$	$\bar{M} - k\bar{Y} = L(r^*)$	$\bar{r} = m(I^*)$	$P_i^s = P_f^d(I^*)$

て相殺され、より低い債券価格 (= 高い利率) のもとで、所与の M^s と M^d の均衡が回復する (以上については図 2 および表 1 を参照)。

『一般理論』以後、多くの新進の経済学者により相次いで『一般理論』の均衡論モデルが提示され、IS-LM 分析のような標準タイプが普及していくにつれ、『一般理論』批判や解釈をめぐる論争が急速に終末し、標準的な均衡モデルが正統派マクロ経済学の地位をえることになる。この結果、『一般理論』の論争的な部分や不均衡論的な部分は完全に取り除かれ、均衡論モデルは古い経済学者にとっても、また新しく経済学を学ぶ学生にとっても、論理明解で理解しやすいマクロ経済学として定着していくが、それは『一般理論』が経済学のパラダイムの変革を求めるような「革命的な著作」ではなく、貨幣残高方程式の如き均衡理論の複合型モデルにすぎないという暗黙の理解が広がったからである。極論すれば、『一般理論』は、数量方程式の P を Y にかえた方程式と P を r (あるいは P_b) にかえた方程式の連立モデルということになる。

3 貨幣残高数量説と物価変動

本論の 1 で述べたように、貨幣残高数量説は実質残高需要 (k) 一定の仮定により、物価水準の均衡と安定を説明する。しかし貨幣供給の増加によって物価水準が上昇し、それが加速してくると、人々の間で「より一層の物価上昇」というインフレ期待が生じ、そうなれば人々は、減価が予想される貨幣から増価が期待できる実物財や資産への投機的な代替を行なうようになる。すなわちマーシャルの k ($= \frac{M^d}{Py}$) が期待インフレ率の減少関数となるから、現実のインフレ率 ($\frac{P}{P}$) を期待インフレ率の代理変数とすれば、貨幣残高方程式は、

$$\bar{M}_s = k \left(\frac{\dot{P}}{P} \right) \cdot P \cdot \bar{y} \quad k < 0$$

となり、微分方程式の物価水準の変動モデルとなる。

このような物価変動の累積過程は、ケインズが『貨幣改革論』で k の変化による実質残高 I

ンフレ（デフレ）と呼んだものであるが、投機的動機による実物財への超過需要がインフレを加速させることは、以前から知られていた¹⁾。しかしケインズは、物価水準 P の上昇 $\rightarrow k$ の低下 $\rightarrow P$ の上昇という悪循環（インフレ）やその逆の P の下落 $\rightarrow k$ の上昇 $\rightarrow P$ の下落という悪循環（デフレ）の現実妥当性について、次第に懐疑的になっていく。というのは貨幣と実物財との代替による物価の累積的な変動は、戦中から戦後の一時期にみられる、やや例外的なケースであり、一般的現象ではないからである。そこでケインズは、「貨幣と直接、代替関係にあるのは何か」という現実的視点から、日々膨大な諸証券が売買されている証券市場に注目する。実際、物価水準を証券価格に、実物財を既発行の諸証券に置き代えると、そこはまさに貨幣残高数量説の変動理論の世界である。たとえば、株式価格が上昇し、投資家の間でいっそうの株価上昇の期待が生じると、値上り差益を求める投機的な株式需要が増加、このような「強気筋」が支配的となると、証券市場では「投資ブーム」に沸き返る。だが一転、株価が崩壊すると今度は投資家の間に値下り期待が生じ、そうなると値下り差損を回避するための投機的な株式の売り（貨幣残高需要）が増加、「弱気筋」が支配的となって株価は下落し、ブームはパニックへと一変する。

【貨幣論】においてケインズは、貨幣残高数量説の変動理論をフローの実物財市場ではなく、既発行の諸証券（とりわけ株式）市場に限定して適用したが²⁾、『一般理論』では株価の変動は、投資の期待収益を通じて資本の限界効率 m に影響を及ぼすゆえに、投資の決定要因として位置づけられる。すなわち、貨幣残高数量説のデフレーションプロセスは、『一般理論』では不況の進行に適用され、株価の下落 \rightarrow 投資の期待収益の低下（資本の限界効率の低下） \rightarrow 投資の減少 \rightarrow （乗数理論による国民総生産の減少） \rightarrow 不況の進行 \rightarrow いっそうの株価の下落、という下方累積過程を説明する³⁾。

一方、貨幣残高数量説の物価水準の決定理論は、本論の2で述べたように、さらに限定して債券市場に適用され、債券価格（したがって利子率）の決定理論となる⁴⁾。しかし『一般理論』には債券価格の累積的変動理論はない。それは貨幣と最も代替的な資産である債券の価格は投資家が正常とみなす水準で粘着的となる——具体的にいえば、正常水準以上に債券価上昇すれば下落の、逆にそれ以下に下落すれば上昇の期待（安定的あるいは均衡的期待）が生じるからである。

- 1) Keynes, J. M., A Tract on Monetary Reform, 1923. [中内恒夫『貨幣改革論』東洋経済新報社, 1978年] Mill, J. S., Principles of Political Economy, 1848. [末永茂喜訳『経済学原理(3)』の176ページ。] マーシャル, 前掲訳書の26~28ページを参照。
- 2) Keynes, J. M., A Treatise on Money 1, 1930. [小泉・長沢訳『貨幣論1』東洋経済新報社, 1979年] の第15章。
- 3) Keynes, J. M., The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936. [塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣に関する一般理論』] の第11・12章。
- 4) 拙著『ケインズの経済学』中央経済社, 1991年, の第8章第5節を参照。

4 擬似均衡の理論と現実——20年代後半の英国経済

英国経済は第一次大戦後、インフレーションとその後の反動不況を経験するが、景気回復の足どりは遅く、しかも1925年の旧平価による金本位制復帰以後は、慢性不況の様相を呈していた。すなわち英国経済の現実、物価水準の持続的な下落を特徴とする激しいインフレではなく、経済停滞と高い失業率、企業利潤の減少を特徴とする慢性不況の状態に陥っていたのである。

実際、20年代後半には国際均衡（金平価による固定為替レート）を維持するために高金利（および信用制限）政策を余儀なくされており、そのために国内投資が抑えられ、投資不足による不況という国内不均衡が生じていたが、この「国際均衡と国内均衡のジレンマ」は次の如くである。

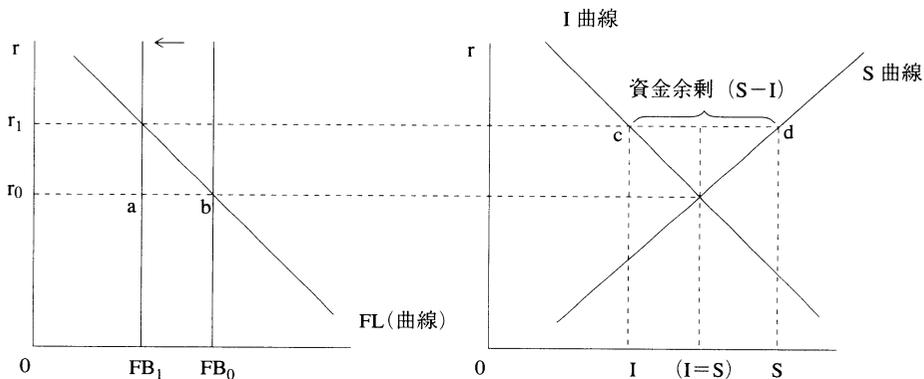
いま縦軸に政策的に決定される利子率 r を、横軸に對外貸付（資本収支の赤字分） FL をとると、 FL は r の減少関数である（ r の引上げで相対的に高金利となり對外貸付が減少する）から、 FL 曲線は右下りとなるが、對外経常余剰（経常収支の黒字分） FB は一定であり、縦軸に平行な直線となる（図3の左のグラフ）。

ケインズによれば、1924年の初めには英国経済は戦後の反動不況を脱し、ほぼ均衡を回復していたものの、旧平価による金本位制復帰に向けての高金利政策と事実上の為替レート10%切上げである旧平価の採用により、25年には輸出産業を中心に再び不況に転じていた。すなわちポンド高によって FB が FB_0 から FB_1 へ減少し、 r_0 のもとで FL が FB をこえ、国際収支は赤字 (ab) となることから、イングランド銀行は国際均衡を維持するために、金利を引上げて ($r_0 \rightarrow r_1$) 短期資金の流入を図り、 FB の減少分を短期の資本収支の黒字化 (= 資本収支の赤字分の減少) によって相殺しようとした。

しかしながら、国際収支の均衡化を不安定で攪乱的な短期の流入に依存するのは、望ましい政策とはいえない。それは、高金利が国内投資の減少を通じて不況をもたらし、さらにそれが「資本逃避的」な對外貸付の増加 (FL 曲線の右へのシフト) \rightarrow いっそうの高金利政策、という悪循環も招くからである。

ケインズは以上のような20年代後半の英国経済の状況——国際均衡（金本位制）を無理して維

図3



持していくために国内の不均衡が進んでいる現実——を擬似均衡（spurious equilibrium）と呼んだが、この擬似均衡の理論的・現実的分析こそ、『貨幣論』への導き糸となった、というのがわれわれの見解である。¹⁾

ところで、通説のように投資 I が r の減少関数、貯蓄 S が r の増加関数とすると、図3（右）のようになり、 S 曲線と I 曲線との交点で均衡 r が決定されると考えられる。したがって、もし高金利政策によって国内の実効金利が上昇し、投資が減少して貯蓄が増加したとすると、貸付資金市場で cd だけの資金余剰（貯蓄超過）が生じており、その一部が対外貸付として流出したとしても、この資金余剰の圧力はやがて国内の貸付け利率を低下させ、投資の回復を促すのではないだろうか。もしそうならば、擬似均衡は一時的であり、経済は自律的な調整力によって真の均衡に向くと期待できるが、ケインズはこのような楽観的な見方を非現実的であるとして否定する。それは、不況下にある産業の多くは、下方硬直的な生産費（とりわけ賃金費用）のもとで生産物価格が下落して、損失が発生しており、資金余剰は企業のこの損失を補填するために用いられるからである。²⁾

以上のようなケインズの現実認識は、『ロイド・ジョージはそれをなしうるか』（1929年5月）において示唆される。³⁾ ケインズはまず、不況克服策として政府による積極的な公共支出政策の必要性を強調したうえで、「現実の経済においては貯蓄と投資とが一致し常に均衡が実現しているという保証はない」と指摘し、「投資が貯蓄を下回ると、当面しているような沈滞と異常な失業が生じる」と言い切り、さらに公共支出の資金源泉について次のように述べている。

「ロイド・ジョージ氏の計画（政府の公共支出政策——引用者）において使用されることになる貯蓄は、他の資本施設に対する資金供給から転用されるのではない。その一部は、失業向けの資金供給から転用される。それより多くの部分は、現在適切な信用が欠如しているために、いたずらに無為のまま放置されている貯蓄から捻出されることになる。若干は、この新しい政策によって促進される繁栄そのものによって賄われるだろう（乗数理論の胞芽を示している——引用者）。そして残りの部分は、対外貸付の減少によって調達されることになる。」（傍点は引用者）

このように、1929年の段階では「無為のまま放置されている貯蓄」というあいまいな表現であったのが、1930年2・3月の『マクミラン委員会』での証言では、貯蓄と投資の差が企業の損失（逆ならば超過利潤）であることを明確に述べている。

「投資が貯蓄をこえるとき、その差は意外な利潤（abnormal windfall profit）になり、そしてその利潤が超過投資をファイナンスする。⁴⁾」投資は貯蓄マイナス企業損失であるから、企業損失を減少させるならば、より多くの投資が可能となる。すなわち、企業の意外な利潤は必ず貯蓄をこえる投資額に、企業の損失は必ず投資をこえる貯蓄に等しくなる。⁵⁾

また、1930年12月20日の論文では、投資の減少にもかかわらず利率が低下しない理由の一つとして、「物価の下落によって蒙った損失を埋め合せようとする困窮した借手の存在」をあげ、「このような借手はその誰れもが、必要とあらば、およそどのような支払い条件でも支払う覚悟しているのであるが、そのような借手が存在するため、貸手はこれまで純粋な新事業（new enterprise）にとっては、とうてい耐えられないような高利率を以上のさまざまな部門の借手から獲得することができた⁶⁾」と述べ、利率による資金の需給調整機能を否定している。

ところでケインズは、なぜ不況期の物価水準の下落によって損失を蒙っている企業が現行の生

産水準を維持し、損失を甘受するとみたのだろうか——これは非常に重要な点であり、本論の7で検討したい。

- 1) 以上については、拙著（前掲書）の第6章の第1節および拙稿「ケインズ経済学における理論と政策」、『立命館経済学』、1986年12月を参照。
- 2) 拙著（前掲書）の第4章第2節を参照。
- 3) Keynes, J. M., *Essays in Persuasion* 1931. [宮崎義一訳『説得論集』東洋経済新報社]の第二編の4。
- 4) *The Collecting Writings of JMK*, Vol. XX, p. 73. (以下ではケインズ全集をJMKと略記する)
- 5) JMK XX, p. 129.
- 6) 『説得論集』（前掲訳書）の157ページ。

5 『貨幣論』への道

ケインズは、『貨幣改革論』以後、銀行の積極的行動をもとに、貨幣（信用）供給 M_s と公衆の実質貨幣残高需要 (k) との相互作用 ($P = \frac{M_s}{ky}$) による数量説的な物価理論を精緻化し、それを投資 I と貯蓄 S の不均衡による景気理論と統合することにより、新しい景気変動理論の完成をめざすが、そこで彼は大きな理論上のジレンマに直面する¹⁾。

まず第1は、数量説とI-S不均衡分析とを単純に結合し、たとえばいま銀行の信用創造 (ΔM) によって企業への貸付けが増加し、その分だけ投資が貯蓄をこえた ($I-S = \Delta M$) とするならば、銀行側の主体的な貸付けによる信用創造が好況・不況という景気変動をひきおこすことになり、一つの景気変動モデルとなる。だがそれは内生的な理論ではなく、景気変動の原因をもつばら銀行組織の企業への「貸付けの過不足」に求めることになり、しかもこの理論 ($I-S = \Delta M$) に立脚する限り、物価上昇や好況局面には必ず銀行組織による信用創造の拡大 (ΔM) を必要とし、増加した ΔM は何らかの形で公衆の貨幣残高需要の増加となって吸収されなければならない、という問題がつきまとう。実際、公衆が物価上昇にもかかわらず貨幣残高需要を増加しなければ、物価はいつまでも上昇しつづけることになるから、いずれ実質貨幣残高 (k) 一定の仮定が必要とならざるをえない。しかしケインズは、この k が一定という仮定の現実性に否定的となっていく。たとえば賃金収入が一定で物価水準が上昇しているインフレ初期、はたして家計は実質貨幣残高 ($\frac{M}{P}$) を維持するために、現行の消費支出額を減少させ貨幣残高をふやすだろうか。むしろ家計は預貯金を取り崩してでも、実質消費を維持するために消費支出額を増加するのではないだろうか。やがて賃金収入が増加し始めたとしても、賃金上昇が物価上昇に遅れる限り、実質貨幣残高を維持するという行動仮説は非現実的である。さらにいえば、物価水準が下落している不況期に、 k を一定に保つために貨幣支出を増加させる（後にいうピグー効果）というのもきわめて疑しい仮定である。

それゆえケインズは、景気回復期にみられる物価水準の上昇と正常水準をこえる景気過熱期の物価上昇を区別、前者の場合には生産や雇用の増加→実質所得の増加→貯蓄の増加（＝実質貨幣残高の回復）という可能性（消費関数と乗数理論の方向）を示唆している。

いずれにせよ、重要なのは、生産費（主として貨幣賃金）や生産・雇用の変化を伴わない短期と、

それらが変化する中期（あるいは景気回復期）との区別であり、少なくとも短期においては実質貨幣残高一定の仮定は成立しないというのがケインズの結論である。では中期的にはその仮定は成立するのだろうか——依然として問題は残される。

では現実問題として、銀行の信用創造の変化 ($\Delta M=0$) を伴うことなく、投資を貯蓄を上回ったり、逆に下回ったりするのは不可能なのだろうか。もし可能ならば、「貨幣量の変化→貨幣残高需要の調整」という第1の問題を回避できるが、この場合には貯蓄を上回る投資の資金をどう調達するのか、逆に投資を下回るときの資金余剰はどこへ行くのか、という第2の問題が生じる。

既に本論の4で述べたように、ケインズは20年代後半の英国経済の現実から、以下のような「解決のための理論的な枠組」を見出していた。

(1) 投資と貯蓄は、貨幣的要因の変化を伴うことなく乖離し、両者の間の不均衡が好況や不況の主たる要因となる。

(2) 賃金や生産が一定の短期においては、投資>貯蓄→総需要超過による物価水準の上昇→販売額>生産費→企業の超過利潤が投資資金のファイナンス、あるいは、投資<貯蓄→総需要不足による物価水準の下落→販売額<生産費→企業の損失→過剰貯蓄が企業の損失補填をファイナンス、となり、銀行の信用創造の変化を必要としない。

(3) 賃金（したがって貨幣所得）の変化を伴う中期においては、貨幣数量説が主張するように取引的・予備的動機による貨幣残高需要の変化を必要とするが、因果関係の方向が数量説と逆になる。すなわち貨幣残高需要は、物価水準とはなく貨幣所得と関係づけられるだけでなく、貨幣所得の増加（減少）→取引的・予備的動機（=産業的流通のための）による貨幣需要の増加（減少）→貨幣不足（過剰）→貨幣残高と証券（=産業的流通と金融的流通）との間の代替、という逆方向の調整過程を伴う。

1) 以下については、拙著〔前掲書〕の第10章第4節を参照。

6 『貨幣論』の不均衡分析

周知のように『貨幣論』はマクロ経済の二部門分析であるが、本論では簡単化のために、一部門モデルとして説明しよう。ケインズは、家計と企業という2つの経済主体間の生産→分配→消費というマクロ的な経済循環の構造をおさえたうえで、経済の短期均衡の状態を次のように定義する。

マクロ経済において、総需要 ($C+D$) と総供給 (=国民総生産= $Py=C+S$) とが一致 ($I=S$) し、現行の物価水準 P が均衡水準 P^* であり、企業も P^* のもとで正常利潤を実現しており、現在の生産量 (y) の変更を企図していない。そこで企業が投資を増加した ($I>S$) とすると、財市場における超過需要→ P の上昇→企業の超過利潤 $(P-P^*)y$ の発生 (Q) となり、逆に投資が減少した ($I<S$) とすると、 P の下落→企業の損失 $(P^*-P)y$ の発生 ($-Q$) となる。すなわち、 $I-S=(P-P^*)y=Q$ であるから、『貨幣論』の核心となる基本方程式は、

$$P = P^* + \frac{I - S}{y} = P^* + \frac{Q}{y}$$

となり、物価水準の上昇は、実質的な債務負担の減少という「債権者から債務者への富の移転」を招くだけでなく、 $I - S = (P - P^*)y$ だけの「家計から企業へのフローの富の移転」ももたらす(物価下落は逆の移転)。

図 4

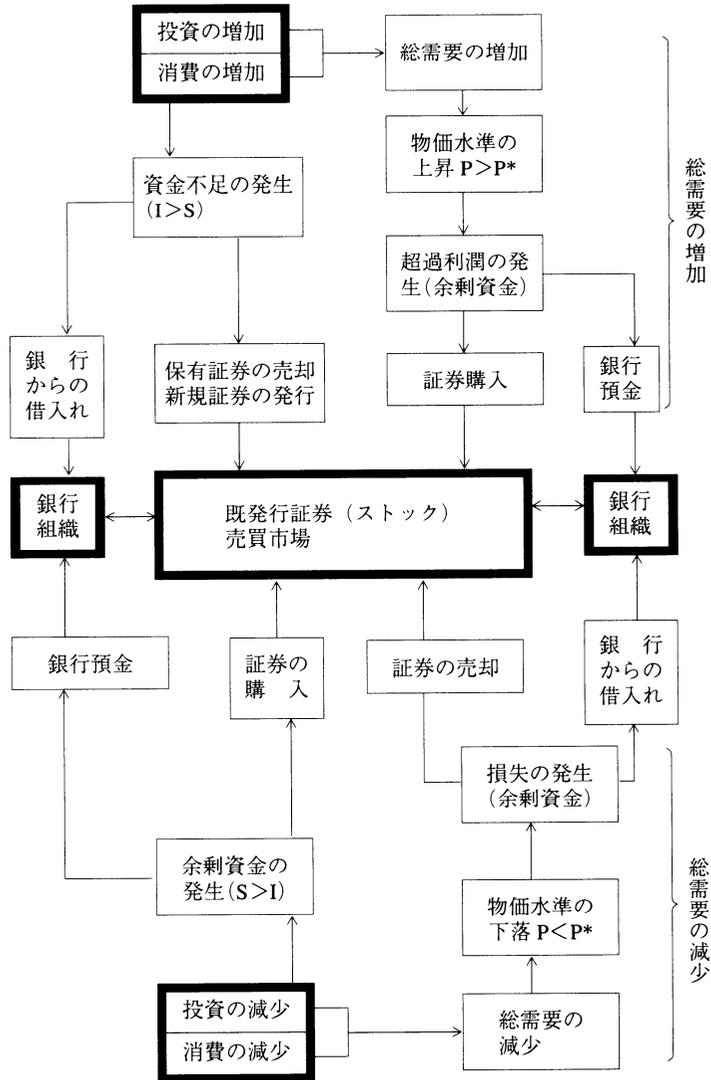
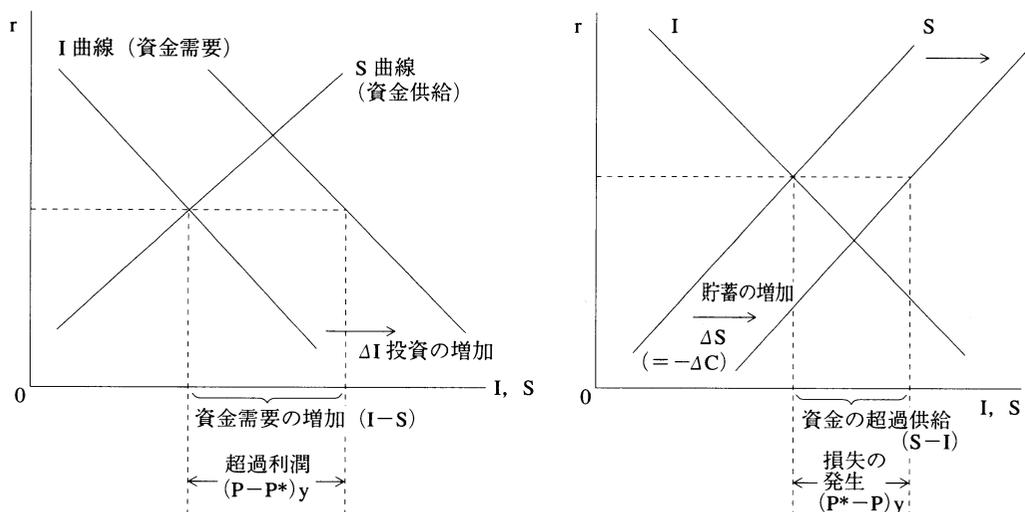


図5



以上のような投資と貯蓄との乖離は財市場における不均衡だけでなく、これまでも述べたように、資金市場での不均衡を伴うが、『貨幣論』の特徴は、投資増加に必要な資金需要がちょうど企業の超過利潤によってファイナンスされ、逆に投資減少による資金余剰は企業の損失の補填にあてられると主張する点である。換言すれば、貨幣所得が一定の短期においては、財市場と資金市場の不均衡が「企業の超過利潤や損失」という媒介項によって相殺され、あたかも均衡の如き状態になっているのである（以上については図4を参照）。そしてこの状況は、図5より、資金市場では事実上、利子率が資金の需給調整力を失っており、企業の超過利潤による資金供給（逆に損失の場合の資金需要）を含めると、どのような利子率の水準でも資金の需給が等しくなる。

ところで、このような両市場での不均衡の共存は経済の自律的な調整力によって速やかに解消されるのだろうか。答は否である。たとえば不況期の投資不足の状況下では利潤の回復が必要であるが、そのためには投資の回復が前提となるというように、両市場は相互前提のジレンマに陥っているからである。

しかしながらこの論拠には、貯蓄の増加が直接に投資の増加と結びつくか、あるいは資金市場における利子率の調整が迅速であり、たとえば C の減少 (= S の増加) $\rightarrow P$ の下落 \rightarrow 企業の損失の発生となる前に、 S の増加 $\rightarrow r$ の低下 $\rightarrow I$ の増加となるならば、 C の減少が I の増加と相殺されて総需要 ($C+D$) は変化なく、不均衡も生じないという反論もありうる。

実際、このような立場からの『貨幣論』批判こそが、ケインズとピグー・ロバートソン・ハイエク (F. Hayek) らとの論争の中心となった問題であり、彼らは $I-S=\Delta M$ のドグマに陥っているために、貨幣的变化を伴うことなしに総需要が変動し、投資と貯蓄が乖離するという見解を理解できず、家計の自発的な貯蓄は必らず企業の投資と等しいと確信していたのである。

しかしながら、『貨幣論』の理論的革新は、「新しい市場観」の提示である。その第1の特徴を、現代の経済理論に即していえば、両市場での不均衡の共存は、価格調整のスピードの差——財市場での価格調整のスピードが資金市場での利子率の調整スピードよりも速いことに起因するという理論であり、ケインズによれば、貯蓄主体と投資主体が同一でない限り、批判者たちが主張す

る調整メカニズムは生じえない。たとえば貯蓄の増加（＝消費の減少）によって生じた消費財産業の損失は、同時に生じた投資の増加による投資財産業の利潤増加によって相殺されるというロバートソンの批判に対してケインズは、ロバートソンに従えば、新投資を企図している企業が先に貯蓄者に電話すると投資の増加となるが、逆に損失を蒙っている消費財生産企業が先に貯蓄者に電話すると、投資の増加とならないことになる」と指摘、「両者のうちのどちらが先に（貯蓄者へ）電話するか（という偶然に結果が）依存するというのは非常に奇妙である。そしてこのことからだけでも、このような主張に何らかの誤りがあることがわかる¹⁾」と述べている。しかし、ケインズと批判者たちとの間の真の溝は、両市場の間での価格調整スピードの差についての見解の相違ではなく、それは、本論の8で述べるように「証券市場」というストックの世界をケインズが経済学に引き入れたことにある。

ところで、『貨幣論』の不均衡分析の意義と革新性を高く評価したのはハロッド（R. Harrod）であった。彼は『貨幣論』をめぐるケインズとロバートソンらの批判者たちとの論争をふまえ、『貨幣論』で「ケインズが新しいものであると主張した教義の中心点」を次のように説明する²⁾。
（訳文通りではないが、彼の言葉のみによる。本論の図4も参照）

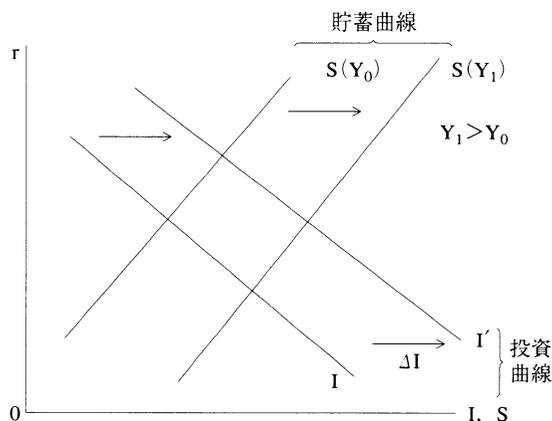
(1) 投資と貯蓄が等しい必要はなく、投資が先行するとブーム（またはインフレ）が逆に貯蓄が先行すると不況と失業があらわれる。

(2) 貯蓄が投資をこえる傾向にあることは、人々が貨幣を退蔵すること、あるいは彼がそれを銀行勘定に遊ばせておくこととも、なんの関係もない。貯蓄は人々がそれを投資する代りに退蔵したり、銀行に遊ばせておいたりすることによって無駄になると主張する人々がいるが、正誤はともかく『貨幣論』の教義とはなんの関係もない。

(3) 貯蓄者たちが証券を購入したとしても、それが実質的な資本支出（実物資本への投資）を保証するものではない。なぜなら彼らの行動は、損失を蒙りつつある諸企業による同額の証券の売却によって相殺されるだろうからである。

ハロッドはさらに、『一般理論』の形成過程でケインズとこの問題を議論し、古典派との異同を明確にするために、本論の図5に対応する図6（『一般理論』中唯一の図）を提案したとされて

図6



3) ハロッドによれば、批判者たちの主張する貸付資金説 (I と S の均衡による r の決定) をたとえ形式的に認めたとしても、国民所得 Y が変化するならば、 S 曲線は Y の変化によってシフトするから、『貨幣論』と同様で資金市場は機能不全となる。極論すれば、『貨幣論』の利潤の変動が『一般理論』で国民所得の変化に置き代ったことになるのである。

1) JMK XIII の p. 227.

2) Harrod, R., The Life of John Maynard Keynes, 1951. [塩野谷九十九訳『ケインズ伝』東洋経済新報社, 1967年] の451~5ページ。

3) 『一般理論』(前掲訳書) の178ページ。

7 ケインズ再解釈派と『貨幣論』

いわゆるケインズ再解釈派といわれるクラワー (Clower, R.) やレーヨンフーフッド (A. Lajonhufvud) らの『一般理論』¹⁾ 解釈によれば、「不完全雇用均衡」とは、財市場や労働市場では数量調整のスピードが価格調整のスピードを上回るために、労働者が期待値以下の現実の雇用量 (したがって所与の賃金率のもとでの減少した賃金所得) での消費支出の「再決定」を余儀なくされ、労働市場も財市場もともに超過供給という不均衡状態に陥り、それが自律的な市場の調整力では解消できない状態とされる。そして各市場で数量調整が支配となり事実上の固定価格経済となる要因は、現実の市場ではワルラス流の模索過程による価格の需給調整が行われていないという現実であり、そのために均衡価格のもとで需給が一致し取引がなされるのではなく、均衡価格成立前の不均衡状態で需給の小さい方 (ショートサイド) が供給ならば供給、需要ならば需要で現実の取引 (数量調整) が済むと主張される。すなわち、現実の市場では需給に関する情報伝達と需給調整を行なう競売人 (オークショナー) が存在しないために、教科書的な価格の需給調整機能が十分に働かず固定価格のもとでの数量調整——具体的にいえば在庫や生産・雇用の調整——が中心となるという立場であり、再解釈派は『一般理論』の核心を次のように説明する。

不況期における総需要不足は、労働需要の不足→雇用の減少→賃金所得の減少→消費支出の減少となると同時に、この消費支出の減少が総需要の不足を招くため、現行の賃金率と物価水準のもとで労働市場と財市場の超過供給という不均衡が共存することになり、クラワー流に言えば、総需要不足の不況期には、「人々の労働の超過供給をもって直接に消費財の超過供給を購入できないために、不均衡の共存が解消できない」ということである。

そこでわれわれは、以上のようなクラワーの『一般理論』再解釈が、その理論構造において『貨幣論』の不均衡分析と驚くほどの類似性を有していることに注目したい。単純に考えれば、「数量調整のスピードが価格調整のスピードを上回る」という再解釈派の命題は、『貨幣論』の「財市場での価格調整のスピードが資金市場における利子率調整のスピードを上回る」ことに対応し、クラワー流の約言は、「資金市場での資金の超過供給 ($S > I$ による余剰資金) をもって直接、財市場で投資財を購入できない」に置き代えることができる。しかし、『貨幣論』の命題は、労働市場における賃金率の調整スピードが遅いために、企業が物価水準の下落によって損失が生じるというもう一つの調整スピードの差の前提に立脚しており、そうであれば『一般理論』との

差異は、競売人が存在しない現実の市場で、需給不均衡に対して価格の変動が先行するのか、それとも（在庫調整を伴いつつ）生産量の変動が先行するのか、の違いに帰着することになる。

ではケインズは『貨幣論』において、不況下の企業がなぜ利潤の減少や損失の発生を甘受してでも現行の生産水準を維持しつづけること、換言すればなぜ生産（雇用）調整を否定し、価格調整に固執したのだろうか。この問題は、ケインズ解釈にとって最重要のポイントであるにもかかわらず、これまで等閑視されてきたが、それは「数量調整」派への改宗ともいえるべき、『一般理論』の次の文があるからである。

「私のいわゆる基本方程式は産出量を一定と仮定した上での瞬間描写であった。……（略）……それに対して本書は、全体としての産出量および雇用の規模の変化を決定する諸力の研究を主とするものにまで発展してきている。³⁾」

しかし、ケインズは少なくとも1930年頃までは、平時の状況では生産量が一定であるという仮定が現実であるという確信をもっていただと思われる。すなわちケインズは、売上げ額が減少して利潤が以前（正常）の水準を下回ったというだけで、企業がすぐに生産量を変更するとみるのは早計であり、たとえ利潤が減少したとしても売上げ額が主要コストをカバーし、しかも不況が短い限り、企業は現行の生産量を維持するだろうと考えていたが、おそらくそれは、産業の中心は固定費用の比重の高い製造業であるとみていたからである。それゆえケインズは『マクミラン委員会証言（1930年2月）』で、「いったん固定資本（設備）が設置されると、企業は生産を停止するよりも、正常価格以下の販売価格でも生産を続けるだろう⁴⁾」と述べている。

しかし以上のような1920年代後半の英国の輸出産業（石炭・鉄鋼・造船・綿業など）を中心とした慢性不況にもとづく現実認識——「小さな範囲内での利潤の減少はそれが短期的である限りは生産調整を招かない」という前提は、30年代の世界的大不況によって「大転換」を余儀なくされる⁵⁾。周知のように、この未曾有の大不況はすべての産業を巻き込み、しかも諸価格や賃金だけでなく生産や雇用をも大きく下落させたが、この厳しい現実が『一般理論』のパラダイムに決定的な影響を及ぼしたことは間違いない。したがって逆にいえば、われわれは生産や雇用の数量調整を重視する『一般理論』を『貨幣論』からの理論的發展としてのみとらえるべきではなく、その「時代の子」としての面も見逃してはならないことになる。もしそうならば、数量調整（ Y の可変性）のみを「ケインズの的」ととらえるのではなく、ケインズの経済学を、『貨幣論』や『一般理論』を含む「マクロ経済の不均衡理論」と解すべきではないだろうか。⁶⁾（表2を参照）

- 1) たとえば、花輪俊哉監修『ケインズ経済学の再評価』東洋経済新報社、1980年、所収の論文、および中山靖夫『貨幣経済の分析』東洋経済新報社、1992年、などを参照。
- 2) 花輪（上掲書）所収の第3論文「ケインジアン⁵⁾の反革命：理論的評価」。
- 3) 『一般理論』（前掲書）の序。
- 4) JMX XX, op. cit., p. 44.
- 5) JMX XIII, pp. 382-383.
- 6) ヒックスから近年メニューコストを強調するニューケインズ派に到るまで、ケインズ理論を「固定価格＝数量調整」とするドグマにとらわれているのは、残念である。

8 不均衡分析と証券市場

ここで再び『貨幣論』不均衡分析の世界に立ち戻ろう。問題はなぜケインズが通説を否定して、資金市場での利率調整の遅さ——極論すれば投資-貯蓄の均衡化メカニズムの喪失という現実認識に到ったか、という点である。

ケインズは、それまでの正統派経済学が財・サービスの生産・分配・支出（消費や投資）というフローの世界に理論的・現実的関心を限定し、その結果として無視ないし軽視されてきた世界——資本主義経済の発展と歴史の非可逆性を示す膨大なストックの存在、とりわけそれを背景とする証券市場に注目する。いうまでもなく発展した資本主義経済には、企業や公的機関の固定資本ストックだけでなく、金融システムの高度化を背景に巨額の金融資産も蓄積され、それに伴って既発行の諸証券（株式や公社債さらには外国債など）の売買（流通）市場が活況を呈する。そしてこのストック市場は書画・骨董品市場のようなフローの経済から切り離された故物品市場ではなく、証券市場で決定される株価や各種の債券の利回りや値動き、さらには証券市場の状況自体が直接・間接に企業の投資マインドや資金の貸借関係に大きな影響を及ぼす巨大市場である。とりわけ既発行証券の利回りは、貸付資金市場での新規の貸付け利率を規定し、その程度は既発行の売買市場が巨大であるほど大きく、そのため貸付資金市場は、まさに既発行証券の売買の大海に漂う存在なのである。たとえばそれは、ストック市場というプールのなかに、新投資のための企業の資金調達という水をバケツで何杯かくみ上げたとしても、あるいは新貯蓄による資金供給という水をバケツで何杯かプールに入れたとしても、プールの水量自体に大きな影響を及ぼさないということにたとえられる（表2を参照）。

ケインズは『貨幣論』において、「株式取引所の設備をもつ近代社会では、経常的に生産される固定資本の取引高は、証券の総取引高のうちのきわめて僅かな割合にすぎない¹⁾」と述べ、その後も、新投資を区別する必要のないことを強調している。またハロッドも、この点を次のように述べている。

「個々の超過貯蓄者たちが彼らの貯蓄を銀行残高と証券の購入とに分ける割合が、損失を蒙りつつある諸企業がその損失を現金残高の減少と証券売却とに分ける割合と同じであるかどうかという、こまかい吟味に立ち入る必要はない。……新しい貯蓄の大きさに比べて全資本市場がはるかに大きいということから見れば、新しい貯蓄者が彼らの貨幣をもってしようとしていることは比較的重要性の低い問題であって、全体の結果に対しては無視してさしつかえないほどの寄与に

表 2

	不均衡の市場	不均衡の共存		原因
ケインズ再解釈派の『一般理論』	労働市場と財市場	遅い価格調整と速い数量調整 家計の「再決定」	競売人のいない現実の市場 不均衡下での取引	情報の不十分さ=不完全情報の現実
『貨幣論』の不均衡分析	財市場と資金市場	財市場での速い価格調整のスピード 企業の超過利潤(損失)	遅い利率の調整と速い価格調整 資金市場の機能不全	成熟した資本主義経済と巨大なストックの存在

すぎない。これはケインズ理論における鍵となるべきものである（添点は引用者²⁾。）」

もし以上のようなケインズの見方が正しいならば、フローとしての投資や貯蓄は、証券市場というストックの大海に完全に分断されてしまい、投資と貯蓄は相互に関係を失った別個の存在となる。とりわけ民間設備投資が、期待収益や確信の状態、産業をとりまく経済状況に左右され不安定であるがゆえに、ケインズは公共的・準公共的な投資の役割を重視し、次のように述べるのである。

「確信の状態が低位にあるならば、利率の役割は相対的に小さいかもしれず、実際、製造業の設備投資に関する限り、それは決して支配的要因ではない。しかし結局、投資の主たる部分（main volume）は常に住宅・公共的施設や輸送部門においてであり、この分野においては利率が支配的であると確信している。³⁾」

「産業の必要とする新しい固定資本の量は、好況期においてさえ、比較的にとるに足りないものである。……世界の固定資本のほとんど全部は、建造物、輸送機関および公益事業によって代表されるものであって、それらの活動が、長期利率のほんの僅かな変化に対してさえ示す敏感さは、かなりの時の遅れを伴ってではあるが、疑いもなく著しいものである。⁴⁾」

以上の如くケインズは、本論の10で述べるように、成熟した資本主義経済が好況の状態を維持しつづけるには、民間企業の設備投資のみでは不十分であり、財政・金融政策による公共的投資のコントロールが必要であるという現実認識に到るのである。

- 1) 『貨幣論 I』（前掲訳書）の256ページ。
- 2) Harrod（前掲訳書）の455ページ。
- 3) JMK XIII の p. 364.
- 4) 『貨幣論 I』（前掲訳書）381ページ。
- 5) ここで注意すべき点は、ケインズは過度の公共支出とは逆に、公共的投資の分野・対象の不足を心配している点である。ケインズは不況に際して素早く公共支出ができるように、公共投資局の設立を提案しているのである。JMK XXI, pp. 394-395.

9 大不況の不均衡分析

『貨幣論』は、慢性的不況下の20年代後半の英国経済と証券ブーム下の好景気に沸いた米国経済の現実を、直接・間接に反映したものであった。実際ケインズは、米国の証券ブームに強い関心を示し、ブームが証券市場のみの現象で、財市場での景気過熱や物価上昇を伴っていないことに安堵するが、異常な証券ブームの悪しき影響がフローの経済に入り込まないようにすること、具体的には証券ブームによって金融的流通に貨幣が流入し、産業的流通（フローの取引）で貨幣不足が生じ、フローの経済成果（生産や雇用）を阻害しないように、産業的流通に必要な貨幣を銀行信用として供給することを求める。すなわちケインズは、ブームが楽観主義による非効率な投資の行き過ぎを招く危険性を心配しながらも、株価高騰を抑制するための高金利・信用制限政策が投資を阻害し、不況を招くことを心配していたのである。

ところが1929年末のウォール街の株価の大暴落に端を発した世界的大不況は、今日の平成不況

と同様に複合不況であった。それは、農産物などの国際的な一次産品価格の急落だけでなく、地価や株価などの資産価格の崩壊も伴い、金融-信用システムの危機をも招いたのである。すなわち、地価や株価の暴落は、土地や株などを担保とする「銀行媒介の貸付け」にも大打撃を与え、事実上、銀行による貸付けが停止状態となり、銀行組織による民間企業への融資機能が麻痺するに到る。

ケインズは、いち早く（1931年8月）この問題の深刻さを指摘し、危機の状況を次のように述べている。¹⁾（以下、彼自身のことばによる）

「今日、われわれのきわめて重大な心配の種は、世界の多くの地域において、銀行が深刻な苦境に陥っていることである。1931年7月の破滅的なドイツの恐慌は銀行恐慌であった。」

「その原因は、最近2年にわたる貨幣価値の累積的な崩壊の結果生じた、銀行の実物財源の緩慢であるが着実な弱体化に根ざしている。」「貨幣価値の変化が非常に大きくなると——その変化が多かれ少なかれ一定限度の大きさを越えると——一挙に事が重大化するのである。」

「私たちがこの2年間に経験してきたような、実物資産の貨幣価値のほとんどすべての領域にわたる世界的規模での暴落は、いまだかつてみられなかったことである。」「それ（実物資産の貨幣価値の下落）がきわめて多くの場合において、慣習的な「マージン」額（貸付けの担保資産に対するマージン）を上回るに到っている。市場用語でいうと、「マージン」は流れてしまったのである。」

「根底に横たわっている情勢は新しい企業活動に大きな影響を与えがちである。なぜなら、銀行は貸出金の多くが事実上「凍結」されており、自らが自発的に引受けてよいと考える以上の大きい潜在的危険のあることを知っているので、残余の資産を可能な限り流動性があり、かつ危険の少ないものにするのを、特に望むようになるからである。……そのことは銀行が通常の場合より、その資金の固定化をもたらすような計画への融資に、慎重になることを意味しているからである。」

「最後に重要なのは、銀行がその顧客の事業目的のために用立てている貸付金や貸出金である。これらは多くの場合、とりわけ最悪の状況にある。このような場合の保証は、主として、現に融資を受けている企業の実際および予想利潤である。しかるに現在の状況下では、原材料生産者や農業者や製造業者の多くの部類には利潤は成立せず、すぐにも事態が好転しない限り、支払不能も十分に予想される。」

「われわれが現在経験しているような激烈な貨幣価値の下落が金融構造全体の統一性を脅かしているのは、まさにこのような理由からである。」

「現代の資本主義は、貨幣価値を以前の値まで上昇させる何らかの方法を案出するか、それとも広範囲にわたる支払不能、債務不履行、金融構造の大部分の崩壊に遭遇するかの選択に、直面していると私は信じている。」

以上のように、土地や証券などのストックの世界の「不均衡の拡大とパニック」が、経済体制の根幹をなす金融システムの機能を停止させ、不況を大恐慌へと追い込んだのであり、程度の差こそあれ、今日の日本経済の抱えている問題と根本において同じである。²⁾

1) 以下は、『説得論集』（前掲訳書）の第2編の7による。

2) 現在の日本経済に読み代ると、30年代の大不況と平成不況を対比する理由が理解できる。

10 資本主義経済の成熟観から停滞論へ

『貨幣論』から『一般理論』への時期は、まさに世界的大不況の時期であり、ケインズは深刻の度を深め慢性化・長期化していく大不況を、「不均衡の下方拡大過程と不況の悪循環」としてとらえ、次のように述べている。

「(いったん不況に陥ってしまうと——引用者)最初に企業利潤の回復がなければ、いかなる雇用の回復もありえない。そして投資(=新投資財への注文)の回復なしには企業利潤の回復もありえない。」「事業への確信は、利潤の改善なしには復活しない。そして私が正しければ、それは投資が増加しない限り生じないだろう。¹⁾」

さらにケインズは利潤や投資・生産の持続的な下落の可能性を指摘するとともに、景気の底の存在も示唆する。

「投資の不足は利潤の減少をもたらす、利潤の減少は生産の低下を招く。しかし投資の減少率が拡大しつづけない限り、最終的には一種の「均衡的」な状態ともいえる生産の十分に低い水準に到達する。²⁾」

また不況期の利子率の問題については、貸手の要求する利子率が借手が受容できる利子をこえ、不況がこの格差を広げるといふ悪循環を指摘する。

「貸手には借手の信用や支払い能力に関して、危険をカバーするための利子率への特別付加をしなくてよいほど十分な確信がなければならない。一方、借方には、借入れ利子率をこえるだけの収益があるという合理的な見込みについて確信がなければならない。このような確信の回復が遅れるならば、貸手が要求する利子率の方が借手の支払い可能な利子率をこえるといふ悪循環が生じることになる。³⁾」

以上のようにケインズは、投資の減少→不況の進行(利潤や生産・雇用の減少)→確信の低下や貸出し利子率の上昇→投資の一層の減少、という下方への累積過程を強調するが、その一方で「この改善策が確信に及ぼす効果は累積的である。そしてこのことは、緊急で一時的な救済策が正当化される理由である⁴⁾」と述べ、「呼び水」的な公共支出政策の有効性も指摘している。

しかしケインズは、世界的大不況が米国を中心に長期化の様相を呈するようになると、発展した資本主義経済のジレンマ——蓄積された経済成果(ストック)が現在の経済成果(フロー)である生産や雇用に対して、次第に抑制的に作用するようになり、その結果経済停滞(好況は短かく不況は長びく状態)を余儀なくされるという資本主義論を提示するが、その理由は次の如くである。

(1) 投資からの期待収益を示す資本の限界効率は、他の条件が一定ならば、資本蓄積が進み生産能力が高まるほど低下する傾向がある。それは投資により追加される生産能力が、既存の十分な生産能力との厳しい競争を強いられ、投資からの期待収益が低下するからである。

(2) 国民の消費の大きさを規定する消費性向は、経済が成長し十分に高い国民所得の水準を実現するにつれ、低下傾向を示し、貯蓄は所得の伸びをこえて増加する。それは一般に、高い国民所得水準のもと、既に豊かな消費生活を享受しているがゆえに、国民の新らたな消費需要は、現在の高水準の消費と競争することになるからである。

このように、資本主義経済は成長とともに資本の限界効率が低下傾向を示すのに対して、利率はそれに比して低下せず（下方硬直性・下限の存在）、しかも消費性向も低下傾向を示すことから、恒常的な投資-貯蓄ギャップが生じ、不況が長期化し好況が例外的となるというのが『一般理論』のヴィジョンであり、換言すればケインズは、成熟した資本主義経済においては、過大な生産能力と不足しがちな総需要（消費+投資）という長期的で非可逆的な不均衡が生じると主張したのである。⁵⁾

- 1) JMK XIII, p. 355, p. 359.
- 2) op. cit., p. 356.
- 3) op. cit., p. 363.
- 4) op. cit., p. 444.
- 5) 拙著（前掲書）の第8章第4節を参照。