

ケインズの革新——

投資—貯蓄の不均衡分析と貨幣数量説の統合の試み

松川周二

はじめに

- I ケインズに先行する初期の試み
- II 『貨幣改革論』の不均衡分析
- III 『貨幣論』への道
- IV 『貨幣論』の図式化
- V DE-LE モデルと景気変動
- VI 金本位制復帰後の政策論争——正統派 vs ケインズ
- VII 『一般理論』の貯蓄—投資の不均衡分析
- VIII 『一般理論』解釈としての IS-LM モデル

はじめに

本論文の課題は、『貨幣論』を中心に、ケインズの経済学の史的展開を、「投資—貯蓄の不均衡分析と貨幣数量説の統合の試み」という視点から、論ずることである。言うまでもなく、マクロ経済学はケインズの『一般理論』を祖として発展してきたが、さらにさかのぼって、ルーツを訪ねると、それは過剰投資説に代表される景気変動論と重商主義以来の貨幣数量説であり、ケインズ自身の研究もこのルーツに立脚している。すなわちケインズは、『貨幣改革論』において、ケンブリッジ型の貨幣残高方程式を詳細に検討するなかで、物価変動の内在的要因である実質貨幣残高需要に注目し、その短期的変化によって物価の変動を、その長期的安定性によって変動の収束を説明する。次いで『貨幣論』では、マクロ経済の変動要因は、より現実的な投資と貯蓄の不均衡へと展開するが、そこで「セイ法則」という大きな壁に突き当たる。

しかしケインズは、硬直的な貨幣賃金率のもとでは、投資と貯蓄の差は企業の超過利潤（逆ならば損失）になるという革新的な命題を提示し、これを論証することによって、大きな壁を乗り越える。そして、この投資—貯蓄の不均衡分析は、さらに『一般理論』では、投資と貯蓄の均衡による国民所得の決定理論へと発展していくが、そこでは、投資が変動要因で、貯蓄が安定要因とされており、マクロの均衡理論に到達したかのようにも見える。しかしそれは、『一般理論』のケインズが、マクロ経済の自律的な安定性に期待するようになったというのではなく、むしろそれを武器に、景気変動とそれに伴う不況のメカニズムを明らかにするのである。

一方、貨幣残高方程式は、『貨幣論』においては証券価格の決定理論に用いられ、さらに『一般理論』ではより限定され、債券価格の決定理論として継承されていくが、この債券価格の決定

理論こそ、論争の多い流動性選好の利子理論なのである。

ところで、本論の中心は『貨幣論』解釈であるが、『貨幣論』は残念ながら『一般理論』に比べて、多くの経済学者やエコノミストにとってなじみが薄く、過少評価されがちである。もちろん『貨幣論』自身が未完成の書であることも原因として挙げられるが、それと同時に、『一般理論』のIS-LMモデルのように、その核心をシンプルな図によって表現する試みがなされなかったことも原因の一つではないだろうか。そこで本論では、投資と貯蓄の不均衡曲線 (DE 曲線) および長期均衡曲線 (LE 曲線) を用いて『貨幣論』を解釈し、その特徴を図を積極的に用いて説明する。

では、IS-LMモデルは「一般理論」解釈として、どのように評価すべきなのか。この論点についても、最後に私見を述べることにしたい。

I ケインズに先行する初期の試み

古典派経済学の完成者とされる J. S. ミル (J. S. Mill) は、規則的な周期を示し始めた景気変動を説明するために、素朴な貨幣数量説からの脱却を試み、物価変動による景気の波は貨幣供給の変化に単純に比例するのではなく、投機的な貨幣の退蔵とその放出による総需要の変動によって生じると主張した。またマルクス (Karl. Marx) も、ジュグラー (C. Juglar —10年前後の周期をもつジュグラーの波の発見者) に次いで、固定資本の再生産期間に注目し景気循環の存在を指摘、不況を貧困な労働者階級の過少消費と資本家の投機的な貨幣退蔵 (マルクスのいう流動性恐慌) に求めた。

しかし過剰投資によって景気変動を説明することにより、「近代恐慌論の父」と呼ばれたのは、ツガン-バラノフスキー (Tugan-Branovski) であり、その後、彼の過剰投資説は、シュピートホフ (A. Spiethoff) によって継承される。また、ホブソン (J. A. Hobson) は、好況の崩壊を分配の不平等による過剰貯蓄に求める過少消費説を主張するのである。¹⁾

一方、貨幣的要因が変動を引き起こすと見る貨幣数量説の側でも、貨幣と物価の関係を、因果関係を具体的に辿りながら解明する試みがなされるが、その先駆となったのは、マーシャル (A. Marshall) であり、彼の種々の委員会での証言は、口承ながらも次第にケンブリッジ学派の共有理論となっていく。たとえば彼は「貨幣供給の増加が物価水準を引き上げる」という命題を、次のように説明し、貨幣数量説に基づく景気変動論の展開を示唆する。

いま何らかの理由 (国際収支の黒字による金の流入など) で、貨幣供給量が増加したとすると、銀行の現金準備が増加して貸出し能力が増大し、金利も低下する。そのため、商人や投機家は、低利を生かして実物財や資産の購入を急ぎ、また企業の投資も増加するので、マクロ経済は超過需要の状態となり、物価は上昇し始める。このようなインフレの進行は、公衆の投機的な財の需要を加速させるから、期待インフレが金利の大胆な引き上げによって抑制されるまで続く。しかし物価の上昇に伴って貨幣需要も増加してくるので、貨幣供給の増加が止まると、経済は貨幣不足の状態となり、銀行の貸出能力は低下して金利も上昇、総需要は逆に減少に転じ、経済は反動デフレに陥ることになる。

また20世紀に入るとフィッシャー（I. Fisher）が、貨幣数量説をシンプルな交換方程式（周知の $MV=PT$ ）として定式化して注目を集めるなか、ピグー（A. C. Pigou）もマーシャルの理論を貨幣残高方程式としてモデル化した。さらに北欧では、ウィクセル（K. Wicksell）がケインズを始めとする多くの経済学者に影響を及ぼす独創的研究——貨幣数量説と投資—貯蓄の不均衡を銀行行動によって統合する試み——を行っていた。²⁾

このように、19世紀末から20世紀初頭にかけての時期は、いわばマクロ経済学の胎動期であり、当時すでに貨幣および金融論の専門家として注目されていたケインズも、自らの研究の第一歩となる論文を1913年に発表、「好況—不況の交替にどの程度、銀行は責任があるのか」というこの論文でケインズは、次のような、景気変動の注目すべき試論を提示する³⁾

まずケインズは、貯蓄をこえる投資が何の貨幣的要因の変化もなく生じるとする一連の過剰投資説を、非現実的であると批判する。他方、銀行が好況期に現金準備率を引き下げて貸付けを拡大、物価上昇に伴う貨幣需要の増加が銀行の現金準備の不足を招くと、今度は逆に現金準備率を引き下げ、好況は終りを迎えるというフィッシャーの立論も、「銀行が不注意を繰り返す」という非合理的な仮定に立脚しているとして（今日でいう合理的期待学派の如く）批判し、以下のような銀行行動を仮定して両者の統合を図る。

企業は固定資本投資のための資金を、証券の発行による直接金融と銀行からの長期借入れによって調達しており、公衆は貯蓄の一部で証券を購入して直接金融に応じ、残りを銀行に預金する。一方銀行は、公衆の預金にもとづく貸付け可能資金で、企業の短期資金需要と長期資金（固定資本投資向け）需要に応じている。

そこでいま、企業の固定資本への投資意欲が高まり、銀行からの短期資金を投資に向けたとしよう。銀行は貸付けた資金の実際の使われ方を正確に知るのに一定の時間を要するため、状況をつかめず、経済はこの分だけ過剰投資となる。しかし、このような過剰投資が進むと、銀行側も貸付けた資金の固定化が進み、貸付け可能な資金が不足し始めていることに気づくので、銀行は貸付けを抑制するようになり、景気は崩壊し不況に向かうというものである。

以上、初期ケインズの景気変動モデルは、いまだ素描に近く理論的にも実証的にも十分な研究とはいえないが、投資—貯蓄の不均衡分析の欠陥である貨幣理論の不十分さを克服しようとする試みであり、このような銀行行動を組み込んだ不均衡モデルは、その後ロバートソン（D. H. Robertson）との共同研究をへて、ロバートソンの研究業績として結実していく⁴⁾。

なおケインズは、その後、第一次世界大戦の勃発（1914年）とともに大蔵省に招かれ、役人として活躍することになり、学問的な研究は中断を余儀なくされる。

- 1) 景気変動の諸理論について、たとえば、G. Harberler『景気変動論（1951年）』、松本・加藤・山本・笹原訳、東洋経済社を参照。
- 2) たとえば、D. Laidler『貨幣数量説の黄金時代（1991年）』石橋他訳、同文館やE. Eshag『マーシャルからケインズへ（1963年）』宮崎犀一訳、東洋経済新報社を参照。
- 3) The Collected Writings of J. M. Keynes（以下、J. M. Kと略記）、XⅢ、pp. 2～14。
- 4) たとえば、拙著『ケインズの経済学——その形成と展開』中央経済社、1991年の第10章、明石茂生『マクロ経済学の系譜』、東洋経済新報社、1988年、などを参照。

Ⅱ 『貨幣改革論』の不均衡分析

未曾有の大戦争であった第一次大戦は、ヨーロッパ各国に大きな後遺症を残したが、その一例は各国を襲った激しいインフレーションであり、英国も1919年から20年にかけて物価が急騰、ピーク時には戦前の約8倍にも達した。ケインズは早くも『平和の経済的帰結（1919年）』において、疲弊し弱体化した資本主義経済にはインフレが致命的な打撃となるという危機感から、インフレ抑制の重要性を強調した。そして『貨幣改革論（1923年）』に到ると、より明確に、貨幣価値（＝物価水準の逆数）の安定化こそが、資本主義経済の繁栄と階級間の調和を実現するための不可欠の条件であるという認識に到り、安定した貨幣価値の重要性を以下のように説明する。¹⁾

貨幣—信用経済の進展とともに、金融資産を保有する投資家階級と事業活動を担う企業家階級との機能分離が進み、また国際的な分業体制の確立とともに、原材料の調達から生産・販売に到る過程が複雑化・長期化し、その結果、経済の効率性は高まったものの、諸価格の変動による危険は以前に比べて、著しく高まった。そこで、経済の諸活動に伴う不確実性とリスクを低下させるのが安定した貨幣価値の存在であり、さらにその信頼に依拠する貨幣契約制度の普及である。実際、そのもとで初めて、投資家は富を金融資産の形態で保有し、企業家は貨幣で受け取る収入や利潤に動機づけられ、労働者も貨幣賃金による契約を受け入れるのであり、階級間の利害の調和が可能になるのである。

ところがインフレーションが進行すると、投資家の保有する金融資産の実質価値は著しく低下して貯蓄が打撃を受け、さらには、企業が法外な利潤（インフレ利得）を得ることになるため、不当利得者として大衆の憎悪的になってしまう。またデフレーションは、投資資金の調達のために生じた企業債務の実質負担を増大させるだけでなく、デフレへの不安だけでも企業の生産活動を阻害するのであり、ケインズは、「一般物価水準の変動の期待が生産過程に影響を与えるという事実は、現存の経済機構の特性に深く根ざしている²⁾」と述べ、さらに次のように主張する。

「物価変動が現実に行くと、ある階級の利益を増し、また他の階級に損害を与えるばかりでなく物価下落に対する一般的な懸念もまた、生産過程を停滞せしめる。なぜなら、物価下落が期待されると、投機的に「強気」の立場をとろうという人が十分に見つからず、したがって企業家は貨幣受け取りまでの長い生産期間にわたって貨幣を支出することを好まず、ここから失業が生じるのである。物価下落の事実は企業者に損失を与える。だから、物価が下落するという恐れがあると活動を縮小し保護しようとする。かくして、生産活動と雇用は、危険に対する個々人の推測と危険負担の意欲の総計に依存する³⁾。」

しかしながら、物価水準は、どのような水準でも安定さえすればよい、というものではない。明言はされていないが、ケインズは『貨幣改革論』において、正常物価水準と呼ぶべきものの存在を示唆している。正常物価水準とは社会的に見て望ましい物価水準であり、具体的には現行の貨幣賃金率のもとで、企業に過不足ない利潤を保証し、しかも既存の債権者と債務者のどちらにも、不利益にならない物価水準である。⁴⁾

では、現実の物価水準はどのようにして決定されるのだろうか。『貨幣改革論』のケインズは、

シンプルであるが、一つの完結したマクロ経済モデルである貨幣残高方程式（ケンブリッジ型の貨幣数量説）を用いて（本論では銀行の信用創造を無視したシンプルなタイプで）説明する。⁵⁾

公衆の貨幣残高需要を M^d 、物価水準を P 、実質国民総生産を y とし、 M^d は $P \cdot y$ に依存すると仮定するならば、

$$M^d = k \cdot P \cdot y \quad (2-1)$$

となり、ここで k は一般にマーシャルの k と呼ばれ、もし y が一定ならば、実質貨幣残高需要 $\left(\frac{M^d}{P}\right)$ を意味する。すなわち、 k は公衆がある水準の P に対してどれだけの M を需要するのを示しており、 k が正の定数であるとすれば、それは公衆が P の変動に対して M^d/P を一定に保つように M を需要するという行動が仮定されている。

そして次に、貨幣供給が政策的に決定される \bar{M}^s とすると、貨幣の需給均衡式は

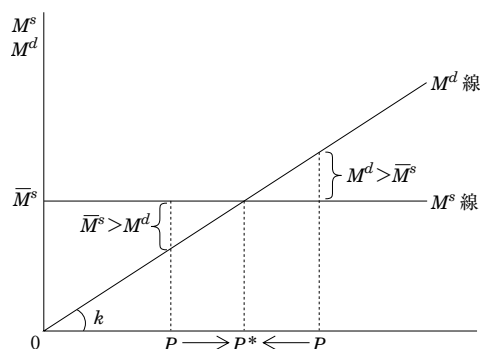
$$\bar{M}^s = M^d \quad (2-2)$$

となるから、マクロ経済モデルに不可欠な3つの式——公衆の行動仮説の(2-1)式、マクロ均衡の(2-2)式および外生変数 (M^s)、——がそろい、 P は決定されるが、以下、一定の y を省略すると、 $\bar{M}^s = k \cdot P \cdot y$ となり

$$P = \frac{\bar{M}^s}{k \cdot y} \quad (2-3)$$

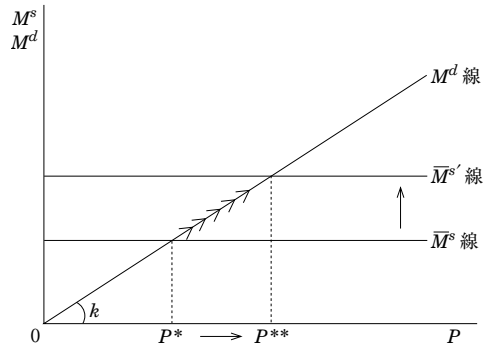
となる。さらに、横軸に P を、縦軸に M^d 、 M^s をとると、 M^d は傾きが k の直線となり、均衡物価水準 P^* は、図2-1のように \bar{M}^s 線と M^d 線との交点で示され、もし M^d が P に比例し k が一定ならば、 P^* は安定的であることがわかる。それは、 P が $P > P^*$ の時、 $M^d > \bar{M}^s$ であり、公衆は貨幣残高の不足を補うために支出を抑制し、 P は下落し始めると、 M^d も P に比例して減少、 \bar{M}^s と等しくなるまで、 P は下落していく（同様に、 $P < P^*$ の時 P は $M^d < \bar{M}^s$ であり、 M^d が \bar{M}^s と等しくなるまで上昇していく）からである。

図 2-1



では現実に k は一定の値なのだろうか。図2-2のように、ケインズも長期的には k が一定であることを認め、 \bar{M}^s の増加は P^* を比例的に上昇させるという貨幣数量説の命題を支持するもの、短期的には一定ではなく、物価変動の予想に左右され、しかも貨幣価値の安定性に対する公

図 2-2



衆の信頼に依存するとみる⁶⁾。

そこで前述した正常物価水準の存在が重要となる。もし現実の物価水準が長期に渡って正常水準の近傍にあったならば、正常水準から乖離したとしても、公衆はそれを一時的とみなし正常水準への復帰を予想するであろう。つまり、物価が正常水準以下に下落する時、公衆は物価の上昇を予想するので、安いうちに財を購入しようとして貨幣需要は減少して k は低下、正常水準への上昇を促すことになる（逆に上昇した場合には下落の期待から k は上昇し、物価の下落を促す）。それゆえケインズは次のように述べている。

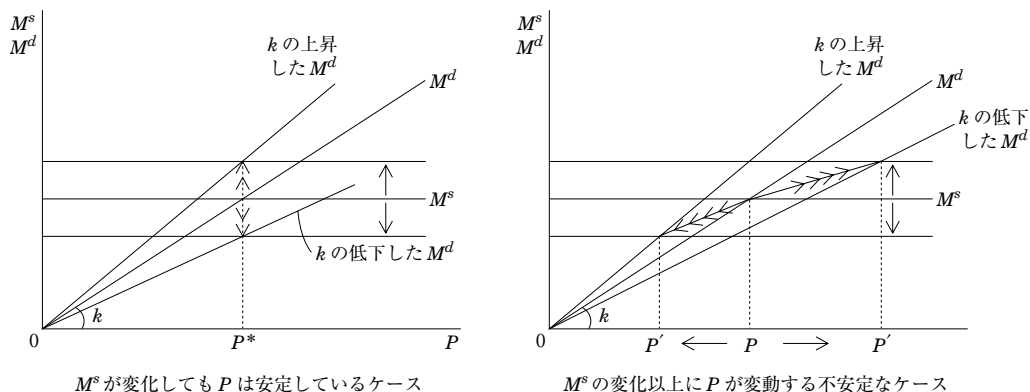
「国民は貨幣が究極的な基準であるとする考えにあまりにも慣れすぎているので、物価が騰貴し始めると、この騰貴は一時的であると信じて貨幣を保蔵し、購入を延期する結果、以前よりも多額の実質価値を貨幣の形で保有することになるのである。」⁷⁾

しかし第一次大戦後の激しい物価変動の経験から、公衆は物価水準の安定性への信頼を失ない、物価の変動を促すような、自己実現型の期待形成を行うようになる。すなわち公衆は、物価上昇（下落）から一層の物価上昇（下落）を予想するようになるため、減価が懸念される貨幣（実物財）から増価が期待できる実物財（貨幣）への投機的な代替を行い、 k は低下（上昇）するが、これは、予想通りに物価が上昇（下落）したことを意味し、さらなる物価の上昇（下落）を予想させることになる。しかも、このような物価上昇を、政策当局が金利を引き上げて阻止しようとしても、期待インフレ率が金利をこえている限り、抑制的な効果をあげることができない。しかし、物価の変動が続くと、次第に貨幣需要も比例的に変化し始めるから、 k の長期的安定性によって、物価の変動は収束を迎えることになる。それゆえケインズは、次のように述べる。

「物価の動きに関する期待は、それが広範囲に普及すると、ある点まで累積的な結果をもつために事態はさらに悪化する。もし物価が上がるという期待があり、しかも企業がそれにしたがって行動すると、そのことだけでしばらく物価を騰貴させ、そのことが期待を実証するため、さらに物価を上げる。物価下落の場合も同様である。こうして、最初は比較的弱い刺激であっても、大きな変動を生ずるに十分なのである。」⁸⁾

以上のように、物価が安定か不安定かの鍵は、 k の変化に依存しており、図 2-3 の左のケースは安定促進的で、 M^s の増加に伴う P の上昇は、 P の下落の予想 → k の上昇 → M^d の増加 → 貨幣支出の減少、となって抑制されるが、右の不安定なケースでは、 P の上昇は k の低下に伴う

図 2-3



支出の増加によって、さらに加速することになる。

ケインズは、物価変動のタイプを現金インフレ・デフレに加えて、銀行の準備率の変化によって生じる信用インフレ・デフレをあげ、さらに k の変化に基因するタイプを重視し、『信用循環』（好況と不況の交替は今日そう呼ばれている——ケインズ）の特性は、好況期には k が減少し、不況期に増大することであり、これらの動きは、それぞれ実質貨幣残高の減少および増大を示す⁹⁾とし、これを実質残高インフレ・デフレと呼ぶ。そして英国の戦後インフレ・デフレは k の変化によって激化したと指摘する。

「 k の増大傾向は現金デフレよりも大きな作用を 2 時点間の物価下落に対して持ったように思われる。 k が 1920 年の値に戻るとすると、現金量または銀行の準備政策にまったく変化がなくても、物価は 30% の上昇をみたであろう。つまり英国においてさえ k の変動は物価水準に決定的影響を与える。¹⁰⁾」

かくして、公衆の実質貨幣残高需要 (k) の変化という内在的な変動要因を考慮すると、『貨幣改革論』の物価変動のプロセスは次のようになる。まず均衡の物価水準のもとで、 M^s に変化が生じると、図 2-3 の安定的なケースのように k が変化するから、初期の段階では、「われわれの方程式では P を安定化させる傾向が生じ、 M^s の緩慢な動きが完全に比例的な変化を P に及ぼすのを妨げる若干の摩擦が生ずる」とみる。しかし M^s がさらに変化すると、「これに反して、 M^s の大きな変化が最初の摩擦をすり落してしまう」ために、今度は不安定なケースのように k が変化するから、「 M^s の変化が同一方向へのいっそうの変化が続くだろうという一般的な期待が生ずるに至ると、正比例以上の影響を P に及ぼす」のであり、これは k が安定化するまで続くことになる。¹¹⁾

以上から明らかなように、 P が安定化するためには、人々の物価安定への確信が高まり、 k が安定化することが必要であるが、 k は「国民と実業界の心理状態に依存し……中央銀行がコントロールするのは不可能なのである¹²⁾」から、 k が不安定な場合、何よりもまず P を安定させ、その上で k の安定を図ることが重要であり、それゆえケインズは、従来の保守的な金融政策を次のように批判するのである。

「健全貨幣の擁護者である旧式論者たちは、 M^s を安定させる必要を強調するあまり、この政

策だけで良い結果が得られるかのように論じた。だが事実はまったくこれと相違して、 M^s が安定していても k が安定的でなければ、物価水準は不安定とならざるをえないのである。循環の変動は主として、 M^s よりも k の変化に特徴づけられるのである。¹³⁾

したがってケインズは「 k の値に変化の兆しが現れたら、 k の動きを相殺するように」、「意図的」かつ「巧みに」金融政策を行うことを求め、具体的には、公定歩合政策を中心に、「時に応じて」マネタリーベースや銀行の準備率の変更を求める。そして、このような迅速かつ適切な金融政策とそれを可能にする「貨幣改革」の実行を迫るのである。

では『貨幣改革論』は本論のテーマである「投資—貯蓄の不均衡分析と貨幣数量説の統合の試み」という視点からみて、どのように評価すべきなのだろうか。

これまでの議論から明らかなように、『貨幣改革論』は時論的・政策提言的な性格を強く持つこともあり、少なくとも理論的には革新的な試みを行っているとは言い難い。というのも貨幣残高方程式は、マーシャルやピグーのモデルであり、投機的動機による貨幣と実物財の代替というアイデアも、J.S. ミル以来、広く知られていたからである。しかしながらわれわれは、ケインズが景気変動の内在的要因である k の変化に注目し、期待インフレと利子率に依存する k の不安定性によって、物価の累積的変動を、その長期的安定性によって物価変動の収束を説明している点を評価したい。なぜなら、このような不均衡要因と均衡化要因の組み合わせこそ、『貨幣論』から『一般理論』の到るケインズ理論の発展の基底をなすモチーフだからである。

- 1) 『貨幣改革論』(ケインズ全集4) 中内恒訳, 東洋経済新報社, の第1章。
- 2) 同上の33ページ。
- 3) 同上の35ページ。
- 4) 前掲拙著『ケインズの経済学』の第2章の3を参照。そこで筆者は次のように要約している。急激な物価水準の変動は、現実の物価水準を正常物価水準から乖離させ、経済の不均衡化要因となるが、その場合、適切な金融政策によって、現実の物価水準を正常物価水準に一致させることが望ましい。また軽微なインフレに対してなら、正常物価水準を適合させようとすると、デフレの場合には、たとえ軽微であったとしても、正常物価水準を適合させるのは困難である。それゆえケインズは、「現代の事業メカニズムは、貨幣価値が下落するよりも、上昇する場合に適応しにくい」、「貨幣価値の下落が長く続き、それが社会に適応している場合には、デフレはインフレよりも弊害が大きいことになる」と述べている(同書の39ページ)。
- 5) 銀行の信用創造を導入し、銀行の現金準備率を r とすると、銀行の現金残高需要は、 $k \cdot r \cdot P$ となるから、本論の k は、 $k + k \cdot r$ となる。『貨幣改革論』の63ページを参照。なお、『貨幣改革論』では、消費単位を用いており、 P は消費財物価水準であるなど、本論と同じではない。
- 6) ケインズに批判的な論者が、ケインズの長期的視野の欠如を指摘する際にしばしば引用する「われわれは皆、死んでしまう」という文は、 k の長期的安定を指摘するのみで短期を無視する論者を批判した次の文章の一部である。「この長期的観点は、現在の事柄については誤りを生じやすい。長期的にみると、われわれは皆、死んでしまう。嵐の最中であって、経済学者に依ることが、ただ、嵐が遠く過ぎ去れば波はまた静まるだろう、というだけなら、彼らの仕事は他愛なく無用である。」
この文章から明らかなように、ケインズは長期均衡論の世界に安住し現実の不均衡を見ようとしないう正統派へ厳しい目を向けているのである。
- 7) 同上の41ページ。
- 8) 同上の35ページ。

- 9) 同上の67～68ページ。
- 10) 同上の69ページ。文中で k は省略してある。
- 11) 同上の67ページ。
- 12) 同上の69ページ。
- 13) 同上の70ページ。

Ⅲ 『貨幣論』への道

戦後の激しい物価変動が収束した後も、英国の景気回復は遅々として進まなかったが、その主たる原因は、輸出産業の不振と新興産業の立ち遅れであり、石炭・鉄鋼・造船・機械などの輸出産業は、戦時下の主要産業であったために、増産至上主義による強引な設備拡張が行われ、その結果、戦後は効率の悪い設備の過剰と多大な労働者を抱え、高コストと販売不振に悩まされていた。そのためケインズは、伝統ある輸出産業の再生と新興産業の成長を支援するために、低金利政策と国内投資の喚起政策というポリシーミックスを具体的に提示するが、それは1923年以後、経済問題の中心が物価の変動から投資不足と輸出不振による不況へと移ったからである。

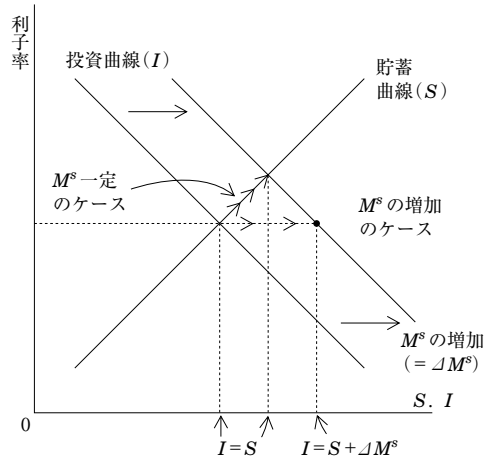
ところが政策当局（大蔵省やイングランド銀行）はデフレが収まったこの時期こそ念願の旧平価による金本位制復帰の好機であると判断、1924年には公定歩合を前年の3.5%から4%へ引き上げて金融引締政策を強化したため、旧平価による金本位制復帰への期待からポンド（対ドル為替）レートも上昇し始めた。そして1925年には公定歩合を5%に引き上げ、4月には旧平価による金本位制復帰を断行する。

ケインズは事実上のポンドの切上げ（約10%）であるこの決定は、苦境にある輸出産業に一層の負担を強いて近代化を遅らせるだけでなく、それに伴う金融引締政策が経済全体を不況に陥れるとして強く反対した。実際ケインズの不安通り、1926年には炭抗ストがゼネストへと突き進み、経済は最悪の状況となるが、その後も景気は好転せず慢性不況の様相を呈するようになる¹⁾。

このような状況のもとケインズは、『貨幣改革論』以後も、銀行組織による信用創造と公衆側の実質貨幣残高需要 (k) の関係によって物価水準が決まるという貨幣残高方程式の基本を継承しつつ、投資 (I) と貯蓄 (S) の不均衡分析との統合の試みを続ける。たとえば、ある企業が投資を増加したとする。もし他の投資の減少や消費の減少によって相殺されなければ、それは貨幣支出の純増加であり、 k の低下を意味し P は上昇するから、 k は期待インフレ率ではなく、 $(I - S)$ の減少関数とみなせるのではないか。実際ケインズは『貨幣論』において、この方向での理論化を模索していたことを認めている²⁾。

しかし、この試みは「フローの資金市場における利率の調整によって投資と貯蓄の均衡が実現する」という正統派理論を支える「セイ法則」に突き当たる。すなわち、図3-1の如く、投資の増加は資金市場での資金の超過需要を意味し、利率が上昇するので、それは直ちに他の投資を抑制するか貯蓄の増加を促すことになり、結局、この「命題」を認める限り、投資と貯蓄の乖離自体が生じえないのである。それゆえ、投資が貯蓄をこえて増加するためには、銀行の信用創造のような貨幣供給量 M^s の増加 (ΔM^s) が不可欠であるという、正統派に妥協する理論が有

図 3-1



力となる。もちろん、それらは真の不均衡理論とは言い難いが、何の貨幣的要因の変化も導入することなく、投資と貯蓄の不均衡を理論的に説明するのは、至難の技なのである。

しかしながら『貨幣論』のケインズが、投資—貯蓄の不均衡分析の革新的な理論の構築をめざしたことは、『貨幣論』の次の文章からも明らかである。

「ツガン-バラノフスキー教授は、恐慌は繁栄時の膨大な資本の必要額に対して、人々がそれに応ずるだけの十分な貯蓄をしないために生じると主張する。シュピートホフ教授は、恐慌は人々がその貯蓄をあまりに多く産業的設備に投入し、消費財に対して十分に投じないために生じると主張する。もしわれわれが、この論述の第一の部分は貯蓄が投資に不足していることを意味し、第2の方は、投資が貯蓄を超過していることを意味していると解釈するならば、この二人の権威は基本的に同じことをいっているのであり、それは私のいうことと同じである。」³⁾

そして、「私はこれらの学派の著者たちと意見がきわめて一致している」と認めるものの、「ツガン-バラノフスキーの欠点は、貯蓄が、不況期間中に、投資されない形のまま何らかの方法で蓄積された資金が次に、景気過熱の期間中に徐々に使用し尽くされると主張し、少なくともそれを当然の前提としている点である」⁴⁾と述べている。ではケインズはこの欠点をどのようにして克服したのだろうか——それは、以下のような現実認識と推論によってである。

- (1) 現実の証券市場は、利率率が今期の投資と貯蓄が等しくなるように調整する、フロー中心の資金市場ではなく、既発行の諸証券の売買が中心であり、しかも新投資のための資金需要ならば、証券市場に大きな負担をかけることなく調達できる。
- (2) 金本位制復帰後の英国の経験からも明らかのように、現実の諸価格の変動は不均等であり、一般に国内のサービス価格——とりわけ貨幣賃金は少なくとも短期的には硬直的である。⁵⁾
- (3) 企業Aが新証券の発行や銀行借入れによって調達した資金Xポンドで、投資を行うとしよう。(1)より、それが直ちに他の投資を締め出すことはないので、貨幣支出はXポンド増加する。
- (4) 貨幣支出の増加は、財市場での超過需要を通じて物価水準を引き上げるが、(2)より、貨幣賃

金が一定であるから、生産や雇用が増加しない限り、 X ボンドの超過利潤が (たとえば) 企業 B に生じる

- (5) もし、企業 B がこの X ボンドの超過利潤を貯蓄とみなして支出せず、銀行預金や証券の購入などの資金供給の増加に振り向けるならば、資金供給は増加し、企業 A の X ボンドの資金需要の増加は、この時点で相殺される。
- (6) しかし企業 B がこの X ボンドを自己の投資支出に振り向けるならば、同様のプロセスをへて企業 C の超過利潤となり、そこで企業 C がこの X ボンドで投資を行うと、さらに企業 D の超過利潤となる。実際、この波及プロセスでは、追加的な資金の必要もなく、投資は増加し物価は上昇し続けるが、ケインズは、この投資の増加による物価の累積的な上昇を「寡婦の壺 (無尽蔵の瓶)」にたとえている。
- (7) では、企業 A が投資を減少させるとどうなるのだろうか。この場合も、他の企業の投資を喚起することはなく、減少した額だけ貨幣支出は不足し、物価は下落する。それは(2)より、企業 B の損失の発生を意味するから、企業 B に損失を補填するための資金需要が生じ、これが投資の減少による資金需要の減少を相殺する。
- (8) ところが、企業 B がこの損失補填による負債増加を受けて自己の投資を減少させるならば、今度は同額の損失が企業 C に生じることになり、企業 C も投資を削減する。このような場合は逆に資金過剰が発生することなく、投資は減少し物価も下落し続けることになり、ケインズはこのデフレ・スパイラルを「ダナイデス (底のない) 瓶」にたとえている。
- (9) ではこの推論は、『貨幣改革論』の不均衡分析とどう関連するのか。『貨幣論』における投資の増加→物価の上昇→超過利潤→それを資金源とする投資の増加→…というプロセスは、期待インフレの状態→ k の低下→支出の増加→物価の上昇→期待インフレの上昇→…という実質残高インフレの因果関係分析からの発展であり、途中で企業が超過利潤を資金供給の増加に振り向ける場合は、 k の下落が止ったケースに対応する。同様に、投資の持続的な減少は、期待デフレによる k の上昇と物価下落の悪循環である実質残高デフレからの発展である。
- (10) 一方公衆は2つの意思決定にさらされており、第1は、貨幣所得のうちどれだけを消費 (逆にいえば貯蓄) するのかの決定であるが、物価の変動は、消費支出の決定にどのような影響を及ぼすのだろうか。一般的にいえば、貨幣所得が一定である限り、公衆が物価の変動に対して実質貨幣残高の一定を維持するという目的で、同じ額の貨幣所得から消費を増減させる (少なくとも物価上昇に対して貯蓄をふやす) ことはなく、貨幣所得が一定ならば、物価水準にかかわりなく、貯蓄も一定と考えるのが現実的である。すなわち、物価が変動したとしても、投資の動きを相殺するような貯蓄の変化が家計から生じることはない。
- (11) 家計の第2の意思決定は、諸証券と貯蓄預金の間の最適な配分であるが、ここで重要となるのは、一般の物価水準ではなく証券価格である。

以上から明らかのように、ケインズは、投資が貯蓄をこえる好況期には、投資資金は増加する利潤によってファイナンスされ、逆に貯蓄が投資をこえる不況期には、余剰資金が企業の損失を補填することを論証し、投資—貯蓄の不均衡理論の最大の難問を解決したのであり、この推論が次のIVで説明する基本方程式の理論的・現実的支柱なのである。すなわちケインズは、『貨幣論』において初めて明確に、投資—貯蓄の不均衡分析を、貨幣残高方程式の発展的継承として展開し

たのである。具体的にいえば、それは投資の増加→利潤の増加→それを資金源とする投資の増加→…という連鎖的な波及でインフレの累積的変動を説明する一方、増加した利潤が銀行預金や証券需要の増加（あるいは債務の返済）などによる企業の「貯蓄」増加がインフレの進行を抑制し、均衡化要因となるというモデルであり、明らかにこれは、『貨幣改革論』における k の役割が企業の投資と貯蓄の関係に引き継がれたといえるだろう。

- 1) 前掲拙著『ケインズの経済学』の第4章から第6章を参照。
- 2) 『貨幣論Ⅱ』（ケインズ全集6）、長沢惟恭訳、東洋経済新報社、5ページ。実際には、 MV 型で V を $(I-S)$ の関数とみなすという方法である。
- 3) 同上の100ページ。
- 4) 同上の101ページ。
- 5) ケインズは、この諸価格間の不均衡を、次のように述べている。「貨幣的变化は、すべての価格に対して同じように同じ程度に、あるいは同じ時点で影響するものではないという事実が、それを重要な意義のあるものにしてしているのである。種々の価格水準の動きの不一致こそ、現に起りつつある社会攪乱の証拠であり、また同時にその尺度でもある。」、『貨幣論Ⅰ』（ケインズ全集6）、小泉・長沢訳の95ページ。また、拙稿「不況・失業問題とケインズ」、『立命館経済学』1998年10月、のⅢも参照。

IV 『貨幣論』の図式化

1930年10月、ついに『貨幣論』が完成する。いうまでもなく、大著『貨幣論』の理論的革新は、集計された諸概念の相互関係をモデル化したマクロ理論を提示したことであり、その中心は、貨幣価値に関する基本方程式（総需要アプローチによる物価水準の決定理論）である。そこで本論では、最もシンプルな基本方程式に基づき、その特徴を明らかにしたい（理解しやすくするために導出の方法や用いる記号は原著と同じではない）。

まずマクロ経済の循環と各経済主体の行動を次のように仮定する。

- ① 公衆（=家計）は、自らの生産要素を企業に供給して貨幣所得 Y を受け取り、その多くを消費支出（ C ）し、残りを貯蓄（ S ）する（ $Y=C+S$ ）。
- ② 生産—販売活動を行なう代表的企業の利潤は、販売収入と生産費との差であるが、ここで定義される生産費には、貨幣賃金のような生産要素の報酬だけでなく、正常利潤も含み、そのために生産費は企業の企図した生産額であり、貨幣所得に等しい。
- ③ 企業の企図した総生産額（=総生産費 $Y=C+S$ ）と現実の総需要（ $C+I$ ）が一致するならば、それは企業にとって、期待が実現している状態であり、物価は均衡水準 P^* である。
- ④ 財市場で超過需要（ $C+I > C+S$ ）が生じ、物価水準 P が均衡水準をこえて上昇すると、企業の販売収入は生産費（ Y ）をこえ、超過利潤が生じる。これは企業の投資を促すとともに、生産増加の誘因ともなる。しかし、これとは逆に、財市場で超過供給が生じると、 P の下落によって企業に損失が発生し、企業にこの損失を補填するための資金需要が生じる。これは、企業の投資を抑制するとともに、生産縮小の誘因ともなる。
- ⑤ しかし超過利潤や損失が発生する状態が長く続くなれば、貨幣賃金率（厳密には生産要素の報

酬率)も次第に変化し始めるので、企業の総生産費 Y も変化してくる。

以上の仮定に基づき、一般物価水準 P が、どのようにして決定されるかを示そう。

総需要を D 、総生産量 y とすると、 $D=P \cdot y$ であるから、 D を $Y+(D-Y)$ と変形すると、 $Y+(D-Y)=P \cdot y$ となり、 P は、

$$P = \frac{Y}{y} + \frac{D-Y}{y} \tag{4-1}$$

となる。次に、 $D=C+I$ 、 $Y=C+S$ を代入すると、(4-1)式は、

$$P = \frac{Y}{y} + \frac{I-S}{y} \tag{4-2}$$

となり、(4-1)(4-2)式が物価決定の基本方程式である。そして、その右辺第2項の分子は超過需要による利潤(あるいは超過供給による損失)を示している。

一方、その第1項(Y/y)は平均費用であり、主として貨幣賃金率 w (正しくは生産1単位当たりの収入率)に依存するが、同時にそれは、企業が望む需要が実現している需給均衡($D=Y$ 、 $I=S$)の物価水準 P^* でもある。そのゆえ

$$P = P^*(w) + \frac{I-S}{y} \tag{4-3}$$

であり、基本的方程式は、均衡水準 P^* から乖離した不均衡状態にある P の決定理論であることがわかる¹⁾。そして、貯蓄をこえる投資($I-S$)は、企業の超過利潤($P-P^*$) $\cdot y$ に等しくなる。そこで次に、物価水準 P の決定を図で示そう。

y と P^* を一定と仮定し、縦軸に P 、横軸に $P \cdot y$ をとると、 $D=Y$ の均衡状態における P^* 線

図 4-1

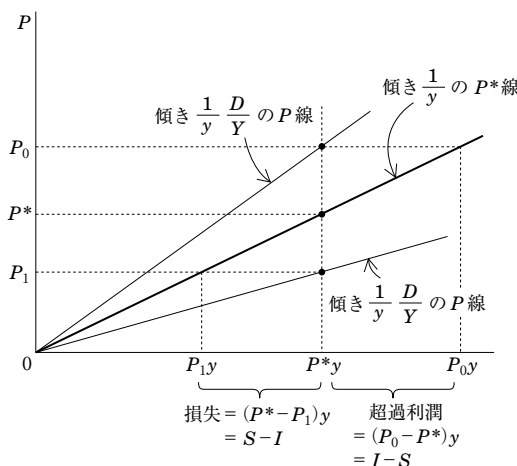
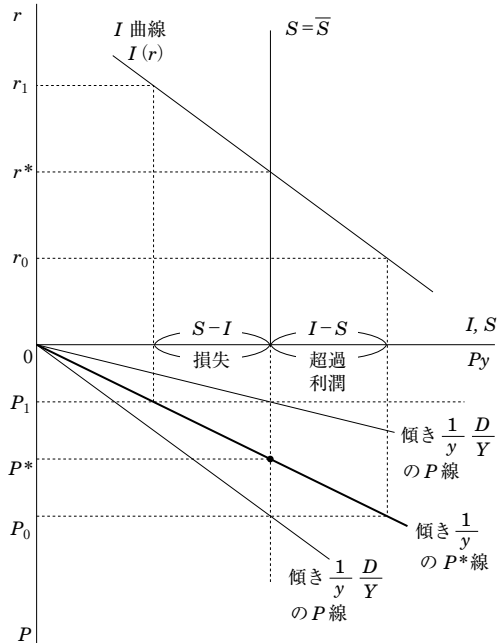


図4-2



は傾き $\frac{1}{y}$ の直線となるが、 $D \neq Y (I \neq S)$ のもとでは、 $\frac{P}{Y} = \frac{1}{y} \cdot \frac{D}{Y}$ であるから P 線の傾きは $\frac{1}{y} \cdot \frac{D}{Y}$ となる。それゆえ、もし $D > Y$ で $I > S$ ならば P 線は傾きは急になり、図4-1のようになる。すなわち、 P^* は P_0 に上昇、 $I - S = (P_0 - P^*)y$ だけの超過利潤が生じ、また逆に $D < Y$ ($I < S$) ならば、 P^* は P_1 に下落、 $S - I = (P^* - P_1)y$ だけの損失が生じることになる。

既にⅢで指摘したように、もし企業が超過利潤を投資の増加にふり向けるならば、 D は増加し続けて P 線の傾きは一層急になり、 P は累積的に上昇する。すなわち、図4-1は図2-3に対応しているが、『貨幣論』は『貨幣改革論』と違い、貨幣の需給関係ではなく、財市場の需給関係に基づいて、 P の決定と変動を示しており、大きな理論の進歩がみられる。

ではどのような場合に、マクロ経済は不均衡の状態になるのだろうか。一般的に、投資 I は利子率 r の減少関数であり、貯蓄 S は r の増加関数であるから、 r が低いほど、 I は S を上廻り、 P も上昇する。そこで、 I と S とが等しくなる利子率を r^* とし、現在の r が r^* であるならば、マクロ経済は均衡しており、 P は P^* であるから、次に、 r の変化の効果を調べよう。当然ながら、 r の下落 (上昇) は、 $I > S$ ($I < S$) となるので、 P は上昇 (下落) し、 $I - S$ ($S - I$) の超過利潤 (損失) が生じ、図4-2のようになる (図では便宜上、 S は一定²⁾) が、ここで重要なのは、 I と S が乖離しても、 r は両者を均衡化するようには変化しないということであり、これが『貨幣論』の核心である。

以上のことから、 P と r との関係とを求めると、 P は r の減少関数となり、横軸に P 、縦軸に r をとれば、図4-3のようになるが、この曲線はまさに投資—貯蓄の不均衡曲線である。そこで、

図 4-3

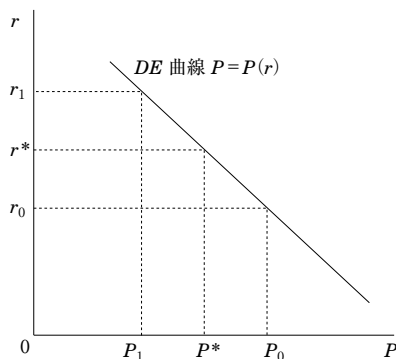
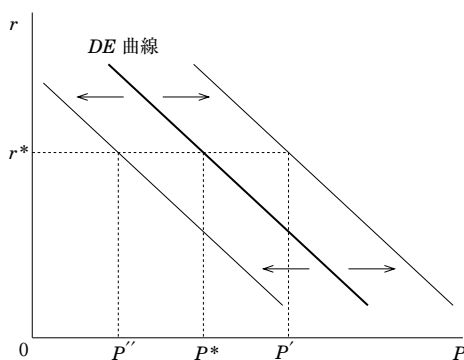


図 4-4



この曲線を **DE** (Dis-Equilibrium) 曲線と呼ぶことにすると、DE 線は、投資誘因の変化や S の変化によって左右にシフトする。たとえば、投資からの期待収益が高まり、図 4-2 の I 曲線が右上方へシフトすると、図 4-4 のように DE 線も右上方へシフトし、 P は P' まで上昇するが、 S の増加は逆に左下方へシフトさせ、 P^* は P'' に下落する。

では利子率はどのようにして決定されるのだろうか。『貨幣論』の利子理論は、未完成ながらも『一般理論』の流動性選好の理論の先駆をなすものであり、証券(ストック)の市場価格と投資資金の調達コストとが不可分の関係にあることに依拠している。

ケインズは戦後の激しい物価変動が沈静したことから、『貨幣改革論』で展開した「期待と投機の理論」を、一般的な財の物価ではなく証券価格の変動理論に適用する。

一般に発展した証券市場では、既発行の諸証券(株式や社債・公債・外国債など)が売買されており、公衆(一般投資家)は各種証券の利廻りやリスクを比較・検討し、自らの資産構成を調整している。これは公衆のストックに関する意思決定であり、「貯蓄預金と証券」との選択である。そして証券一般と貯蓄預金との代替に限定するならば、証券の値下りが予想される場合、公衆は値下り差損を避けるために、証券よりも貯蓄預金を選好することは合理的であることから、この貨幣保有の選好を弱気、その程度を弱気性向という。

それゆえ証券価格を P_a 、証券のストックを A 、公衆の貯蓄預金需要を MB^d 、銀行による貯蓄

図 4-5

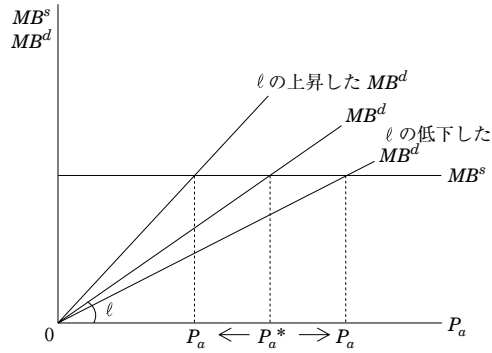
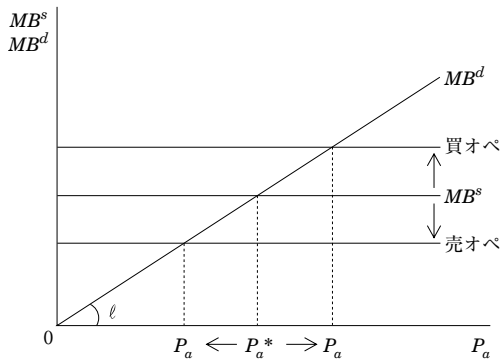


図 4-6



預金の供給を MB^s と記すと、 MB^d は公衆の保有する証券価値総額 $P_a \cdot A$ の関数となり、 ℓ を弱気性向とすると、

$$M^d = \ell \cdot P_a A \tag{4-4}$$

となるが、銀行の創造する MB^s が一定ならば、 MB の需給均衡式は、 A を所与とすると、

$$\overline{MB^d} = \ell \cdot P_a \cdot A \tag{4-5}$$

となる。そこで、もし公衆が実質貨幣残高を一定に維持しようとするならば、つまり P_a の下落による損失を最小限に食い止めるために、 $P_a \cdot A$ の一定割合をリスクのない貯蓄預金で保有しようとするならば、 ℓ は正の定数となる。したがって、 P_a の決定は、『貨幣改革論』の物価水準 P と同様に、図 4-5 のように示される。

いま、ある証券価格のもとで、公衆の弱気性向が高まると、 ℓ は上昇して証券市場は超過供給（貯蓄預金は超過需要）となり、 P_a は下落する。低下した P_a のもと、公衆の値下り不安による弱気は解消され、新しい均衡が実現することから、公衆の弱気性向 ℓ が上昇（低下）すると、 P_a は低く（高く）なる。

では銀行行動は P_a にどのような影響を及ぼすのか。いま、中央銀行が金融緩和政策をとって証券の買オペを実施したとすると、図4-6から明らかなように、証券市場は超過需要となって P_a は上昇、高くなった P_a のもとで公衆の MB^d も高まり、 MB 残高は増加する。つまり、銀行組織による証券購入の増加と貯蓄預金の創造は同義であり、 P_a を上昇させる。したがって P_a は、公衆の弱気の程度 (ℓ) と銀行の貯蓄預金 (MB^s) の創出との関係によって決まることがわかり、これは明らかに、貨幣残高方程式が成立している世界である。³⁾

しかも証券価格の安定性に対する信頼が失われている場合には、一般物価と同様に P_a は不安定になる。すなわち公衆の弱気性向が高まり、 P_a が下落すると、公衆はさらなる下落を予想するために、 P_a は累積的に下落していくケースであり、これは証券ブームの崩壊後によく起こる現象である（逆に公衆の強気が P_a を押し上げていくケースは証券ブームの末期にみられる）。

このように、証券価格が重要なのは、単なる金融資産（ストック）の市場価格ということではなく、それが投資の決定要因であるという点である。たとえば、 P_a が社債のような確定利子付き債券ならば、利子率 r は P_a の逆数 ($r = \text{確定利子額} / P_a$) であり、また P_a を株価とみるならば、その上昇（下落）は投資の喚起（抑制）要因となるので、中央銀行による買オペ（売オペ）は、有効な景気刺激（抑制）策なのである。

- 1) 消費財の物価水準も同様に導くことができる。消費財の物価水準を P_c 、消費財生産量を y_c 、貨幣所得 Y のうち消費財生産で生じる分を Y_c 、とすると、 $P_c \cdot y_c = C$ 、であるから、 $C = Y_c + (C - Y_c)$ と変形して代入すると

$$P_c = \frac{Y_c}{y_c} + \frac{C - Y_c}{y_c}$$

となる。ここで、 $C - Y_c$ は消費財市場での超過需要、 Y_c / y_c は消費財の平均生産費を示しており、 Y_c / y_c は P_c の均衡水準である。『貨幣論Ⅰ』の第10章を参照。

- 2) 貯蓄の利子弾力性が小さいというのは、ケンブリッジ学派の伝統的な仮定である。
- 3) ケインズは、「証券価格（＝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の額とが等しくなるような価格水準である」と要約している。同上の166ページ。

V DE-LE モデルと景気変動

われわれはⅣにおいて、基本方程式に基づき、投資と貯蓄の不均衡を示す DE 曲線を導出したが、そこでは総生産 y と貨幣賃金率 w を一定と仮定した。¹⁾しかし物価が上昇すれば、次第に w を上昇し、 Y も増加し始めるが、それは経済にどのような影響を及ぼすのだろうか。経済活動が高まり、貨幣所得 Y が増加してくると、一般に、産業的流通のための貨幣需要が増加するので、貨幣の需給関係は逼迫し、利子率は上昇し始めるだろう。すなわち、貨幣供給量 M^s が一定（少なくとも十分に弾力的でない）ならば、 w の上昇は r の上昇を伴うのである。また、Ⅳで述べた

図 5-1

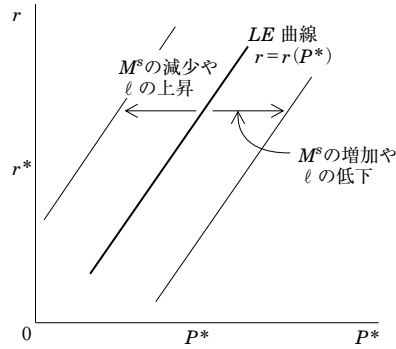
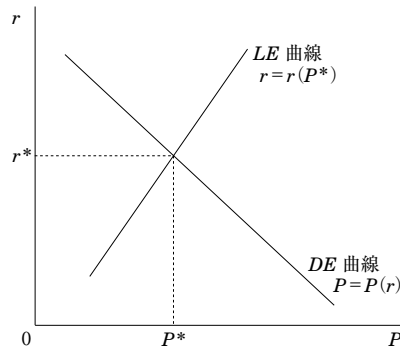


図 5-2



ように、 w と均衡物価水準 P^* は一義的な関係にあるから、 r は P^* の増加関数となり、横軸に P^* 、縦軸に r をとると、貨幣の需給均衡、あるいは長期均衡を示す **LE** (Long-term Equilibrium) 曲線は、図 5-1 のように右上りとなる。またこの **LE** 曲線は、 M^s の増加によって右下方へシフトし、IV で示した弱気性向 (ℓ) が高まると左上方へシフトするから、

$$r=r(P^*, M^s, \ell) \quad \frac{\partial r}{\partial M^s} < 0 \quad \frac{\partial r}{\partial \ell} > 0 \quad (5-1)$$

であり、銀行信用の供給が需要に対して弾力的であるほど、**LE** 曲線の傾きは緩やかになる。

かくして、**LE** 曲線と IV で導出した **DE** 曲線を同じ P - r 平面で描くと、図 5-2 のようになる。そこで本章では、この **DE-LE** モデルを用いて、『貨幣論』の景気変動の概要を説明しよう。

いま、図 5-3 の e 点 (r^* , P^*) のような均衡状態の経済において、ある産業で投資が増加したとしよう。**DE** 線は右上方へシフトし、 P は P^* から P_0 へ上昇、企業に $I-S=(P_0-P^*)y$ だけの超過利潤が発生するが、それが資金源となって新たな投資を招き、**DE** 曲線を右上方へシフトさせていく。ケインズはこのような投資の持続的な増加による P の上昇を、利潤インフレと呼ぶが、これはさらなる投資の増加を誘発し、経済は a 点に向う。しかもこのような好況の

図 5-3

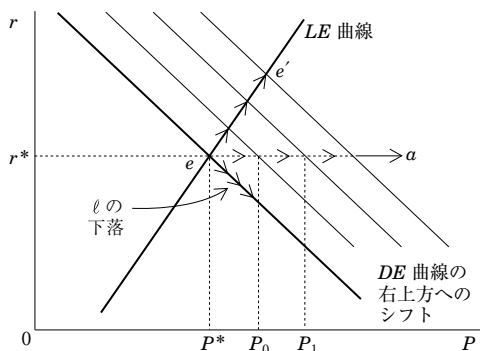
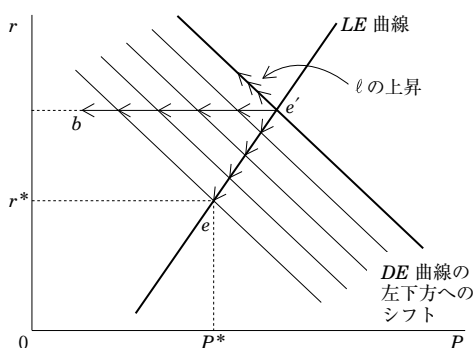


図 5-4



進行のもと、証券市場では、強気が支配的となって l は下落、証券価格は上昇し、この面からも投資を刺激する。

しかし P の上昇が次第に w の騰貴を招くようになり、ケインズのいう所得インフレに入ると、 P^* が上昇、貨幣の需給関係も逼迫して r が上昇し始め、投資は抑制されてくる。すなわち、経済に LE 曲線に沿った効果が生じ始めると、好況も末期を迎え、投資が減少に転じ、景気は崩壊するから、今度は図 5-4 のように DE 曲線が左下方へシフトし、利潤デフレの状態となる。

利潤デフレは、企業に損失をもたらし、一方、過剰貯蓄によって生じた資金供給はこの損失を補うための資金需要をファイナンスするもの、投資の落込みが続いて不況は進行、経済は b 点に向い、さらに証券市場では弱気の高まりから証券価格が下落し、この面からも投資を抑制する。しかし不況の進行で w が下落し始め、利潤デフレが所得デフレに移行すると Y が減少して M^d も減少、 r も低下してくるので、投資の落込みが歯止めがかかり、不況期も終りを迎え、次の好況を準備する。

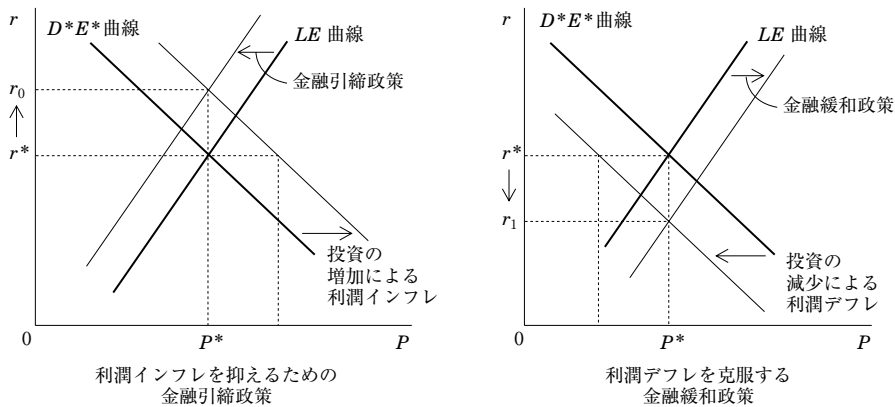
以上が、貨幣供給の積極的な変化を伴わない場合の標準的な景気変動の概要であるが、そのプロセスを正しく図によって説明するのは容易ではない。たとえば図 5-3 の好況期において、 e 点から a 点に向う利潤インフレのみならばシンプルであるが、 e' 点に向う所得インフレが加わると、時間の遅れを伴う r の上昇が利潤インフレにブレーキをかけるので、現実の P の動きは、

これら方故と時間の違う複雑なベクトルに左右され、しかも好況期には、証券市場で強気が支配的となるから、 ℓ は低下して LE 曲線は右へシフトするので、 r は上昇するよりも低下することもある。

また図5-4のような不況期には、投資の減少によって、経済は e' から b 点に向うものの、 w が下方硬直的である程、 LE 曲線に沿った e への力が十分に働かず、しかも、証券市場では弱気が支配的となるので、 ℓ は上昇し、 LE 曲線は左上方へシフトし、 r の低下をさらに遅らせ、不況をいっそう深刻化することも考えられる。一般的に w は下方硬直的であるから、所得デフレに移行するのは容易ではなく、所得デフレのみでによって、景気の回復を期待するのは難しい。

これまでの議論から明らかなように、ケインズによれば、現実の資本主義経済の最大の特徴は投資の不安定性であり、しかも投資と貯蓄の乖離は、利子率の変化によっては調整されず、投資によって主導された物価の変動は累積化しやすいということであり、そのため旧来型の金融政策を維持し続けるだけでは、経済は安定しないというのがケインズの主張である。すなわち彼は、 k の変化を相殺する迅速かつ適切な金融政策を、『貨幣改革論』で求めたように、『貨幣論』でも、同様な裁量的で強力な金融政策が不可欠であるとみる。すなわち、過剰な投資によって DE 曲線が右上方へシフトしたならば、 LE 曲線を左上方をシフトさせて利潤インフレを抑えること、逆に投資の減少によって DE 曲線が左下方へシフトしたならば、 LE 曲線を右下方へシフトさせて利潤デフレを素早く解消させることを求めるのである (図5-5)。

図5-5



もちろん、 DE 曲線が均衡的な D^*E^* 曲線まで戻れば、金融政策も以前の状態に戻ることができるが、金融当局は少なくとも、制約なく自由に金融政策を施行できることが経済の安定化の不可欠の条件である。

しかし、所得インフレによって正常物価水準 P^* が高い水準に既に移行している場合、それを金融引締めによるデフレ政策で、以前の水準へ引き戻そうとする試みは、利潤デフレを長びかせるだけであるとケインズは批判する²⁾。また、大不況期のように、将来への確信が全く失われ、いくら利子率が低下しても投資が喚起されないような場合、金融緩和政策のみでは有効ではなく、直接的に DE 曲線を右上方へシフトさせる公共投資政策が必要となるとも主張する³⁾。

- 1) ケインズは生産量が一定であると仮定する理由を次のように述べている。「企業は一般に生産要素と長期契約を結んでおり、とくに固定資本についてそうであるという事実は、実際、非常に重要なことである。なぜなら、それは——生産の休止と再開始の費用をも考慮し、したがって事業の成績はしばしば期間を通じての平均として考えられなければならないが——そもそも損失というものがかんがえて存在しうるのである、すなわち企業が、損失を蒙りながらなおかつ生産を継続するのはなぜかを説明するからである。」『貨幣論Ⅰ』（前掲訳書）の128ページ。
- 2) ケインズは、今日でいう「インフレ・ターゲティング論」を提示し、次のようにデフレ政策を批判している。
「信用循環の主要な弊害は、そのデフレーションの局面によるものであって、そのインフレーションの局面によるものではないということである。したがって商品インフレ（消費財の利潤インフレ引用者）が所得インフレに移行してしまっている場合にも、もし事態を旧に復させるような試みは何もされず、安定が新しい水準において維持されるならば、それは真の社会的利益をもたらすであろう。それゆえ、貨幣供給が長期にわたって物価水準を名目収入（主として貨幣賃金率—引用者）よりもわずかに早く上昇させるように行われ、したがって商品インフレへの漸進的な適度の片寄りが存在するような事態は、物価水準が収入に比べて徐々に下落していく場合よりも、はるかに望ましい。」、同上の306ページ。また『貨幣改革論』においても、同旨の文章がある。前掲訳書の37、122、126ページなども参照。
- 3) ケインズは、1890年代の大不況について、「政府およびその他の公共団体が、公益事業に関する大規模な公共事業計画の金融のために行う借入れと、政府保証とは、おそらく経常貯蓄を吸収し、したがって、1892-95年の激しい失業を防ぐ唯一の方法であったであろう。しかし、このような政策はどれもみな、この時代の考え方や正統派的慣行とは、まったくあい容れないものであった」と述べている。『貨幣論Ⅱ』（前掲訳書）の178～9ページ。

VI 金本位制復帰後の政策論争——正統派 vs ケインズ

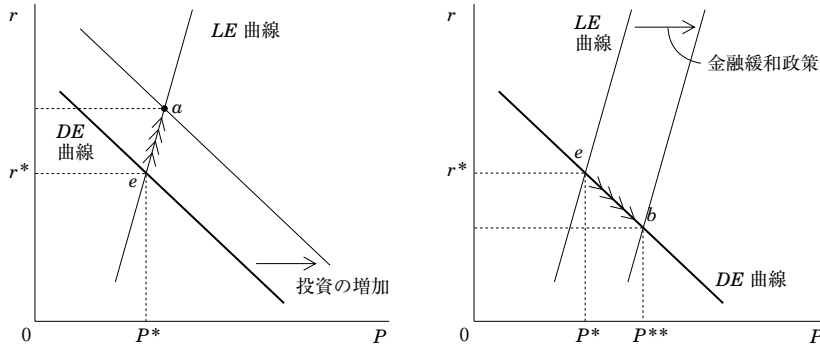
ケインズは『貨幣改革論』以後、依然として均衡論アプローチに固執する正統派の理論と政策に批判の目を向けるが、ここではまず、『貨幣論』と正統派理論との違いを、われわれの *DE-LE* モデルを用いて説明しよう。

正統派理論では、貨幣供給量 M^s は非弾力力的であると仮定されるため、図6-1のように *LE* 曲線はほぼ垂直となる。そこで、投資が増加し、*DE* 線が右上方へシフトすると、正統派の場合（図3-1も参照）、それは、 r の上昇によって他の投資の減少や貯蓄の増加となるので、経済は e 点から a 点へシフトするが総需要は変わらず ($I=S$)、 P も P^* のままである。しかし、 M^s が増加するならば、 r は低下し、投資は *DE* 曲線に沿って増加、 P^* も上昇するが、『貨幣論』と異なり、正統派は w の十分な伸縮性を想定しているので、 P^* から P^{**} への上昇には w の上昇を伴うため M^d は増加し、新たな均衡点 $b(M^s=M^d)$ が実現する。

したがって、正統派の理論によると、貨幣供給の安定性が維持される限り、物価は安定的であり、しかも金融政策のスタンスを変えることによって、物価水準（貨幣賃金を含む）を任意の水準に容易に変更できる。

いうまでもなく『貨幣論』の政策原理は、正統派と大きく異なるものであり、それは金本位制復帰後の不況をめぐるケインズと大蔵省見解（暗黙のうちに正統派に立脚した理論と政策）との論争

図 6-1



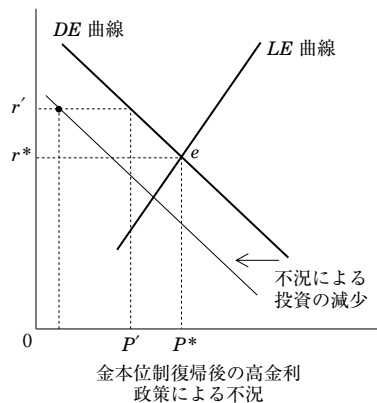
としてられる。

既にⅢで述べたように、20年代前半の英国経済は、主要な輸出産業の不振という構造不況にデフレの影響も加わって、企業の投資意欲は落ち込んでおり、低い利率が望まれる状況にあった。しかし1925年、旧平価（ポンド高）により金本位制復帰を強行したため、輸出産業は深刻な打撃を受けた。加えて、貿易収支の悪化を短期資金の流入（＝資本収支の改善）でカバーするために、金融引締政策がとられ、引き下げるべき利率が、逆に引き上げられたのである。

『貨幣論』の最大の貢献の一つは、国内均衡と国際均衡をいかにして達成するかというマクロ経済学の困難な課題にチャレンジしたことであり、今日的に言えばオープン・マクロ経済学の最初の業績をみることができる。

そこで本論では、DE-LEモデルを用い（それで説明できる範囲内で）、ケインズがどのようにして大蔵省見解を批判し、国内—国際均衡のための政策提言を行ったのかを説明しよう。

図 6-2



ケインズは1924年当時の国内経済を、図6-2のe点のように、ほぼ均衡状態にある（少なくとも向いつつある）とみていたが、政策当局の金融引締政策によって金利は r^* から r' に引き上げられたために国内投資は減少し、 P^* は P' に向かって下落、経済は、 $(P^*-P')y$ だけの損失が生じ、利潤デフレとなる。この状況は明らかに、国際均衡（ポイントの金平価）を維持するためにと

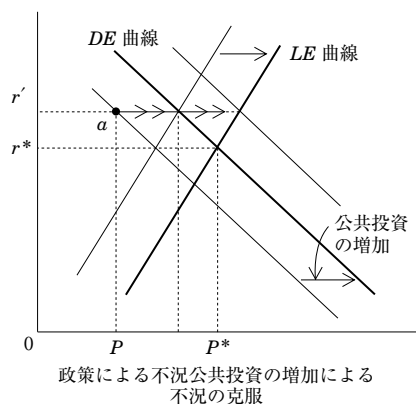
られた金融政策による国内経済の不均衡（国内投資不足）であり、しかも不況の進行はいつその投資の減少を招くだけでなく、資本逃避的な対外貸付けの増加によって国際収支は悪化、さらなる金利の引き上げを余儀なくされるというのがケインズの見解である。

では正統派はこの状況をどう見ていたのだろうか。正統派も一時的な投資の減少は認めるが、物価水準の下落が貨幣賃金の下落を伴う（はずである）から、輸出産業の生産費も低下し、輸出が回復すると期待する。すなわち、輸出の回復により総需要が増加するとともに、貿易収支が改善、金利の引き下げが可能となるので投資も回復し始め、不況は短期間で克服できるという推論である。この正統派の見解は、「セイ法則」がオープンマクロ経済でも成立すると主張するものであり、たとえば、国内投資の減少によって生じた貯蓄余剰が外国に貸付けられると、その分は英国の輸出産業への超過需要になるとみており、総貯蓄＝国内投資＋輸出超過（＝対外貸付）が想定されているのである。

したがって正統派の政策提言は、「金融引締政策を強化し、貨幣賃金を含む国内の諸価格が下落するのを見守るべし」ということであるが、ケインズはこのような正統派の政策を「国内経済の不均衡を拡大させるだけである」として批判し続けた。すなわち、現代の資本主義経済のもとでは、不況化政策によって貨幣賃金を引き下げることで、困難でかつ苦痛の多いものではなく、結局は目的を達成できずに、無益に不均衡を長びかせる¹⁾と見る。しかも悪いことに、ある程度、貨幣賃金を含む国内の諸価格が下落したとしても、英国の輸出産業の低下した国際競争力のもとでは、十分な輸出の増加を期待するのは無理であり、その意味でも正統派の見方は非現実で、政策提言も誤り²⁾なのである。

それゆえケインズは、金本位制下で大胆な金融緩和政策がとれない現状こそ、望まれる公共投資（ケインズのいう資本開発計画）を積極的に行なうべきであると主張する。いうまでもなく公共投資は図6-3のようにDE曲線を直接、右上方へシフトさせ、さらにそれを「呼び水」に国内の投資を喚起しようとするものであり、そうなれば対外貸付けの多くも国内投資へ向い、資本収支も改善し、低金利政策への転換（LE曲線の右へのシフト）も期待できるようになる。

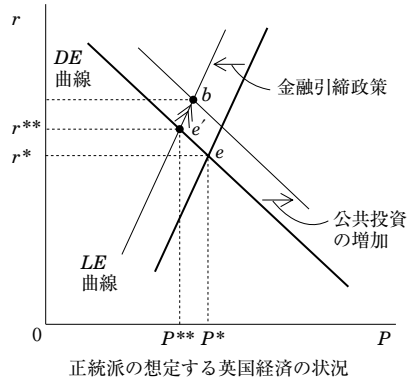
図6-3



しかしながら、大蔵省はケインズの政策提言を受け入れない。大蔵省のケインズへの反論は多岐にわたるものの、理論的にみて最も重要なのは、公共投資の増加は、その分だけ民間投資を

「締め出す」から、政策効果は小さいという批判である³⁾。実際、正統派に依拠する大蔵省は、 LE 曲線の左上方へのシフトにより、新しい均衡点 Cr^{**} 、 P^{**} が実現しているとみており、現状を図 6-4 の均衡状態 e' (P^{**} 、 r^{**}) にあるとみており、もしそうであれば、公共投資の増加は、 DE 曲線の右上方へのシフトによる LE 曲線上の b 点への移動であるから、 LE 曲線が垂直に近いほど、公供投資の効果は利子率を引き上げ、民間投資を締め出すことになる。

図 6-4



ケインズは、パンフレット『ロイド・ジョージはそれをなしうるか』(1929年5月)において、資本開発計画の具体的な内容を提示するとともに、公共投資をめぐる種々の論点を詳細に検討したうえで、大蔵省見解を厳しく批判したが、少なくともこの段階では、理論的に見る限り十分とはいえなかった。それはケインズが、公共投資の増加は企業の利潤を回復させ、それが次の投資の資金源になりうるという『貨幣論』の革新的な命題に到達していなかった(それを示唆する箇所はあるが)からであり、Ⅲで検討したように、いまだ、正統派理論を支える「利子率の調整による投資と貯蓄の均衡」というドグマを十分に打破できていなかったことになる。それゆえ、この後のケインズの『貨幣論』完成へのつめ(約1年半)は、「ある産業で投資(公共投資も含む)が増加したとしても、それが直接、利子率を引き上げ、他の投資を締め出すことはない」という命題の論証に費やされたと考えられる⁴⁾。すなわち、図 6-3 の a 点のような状況では、公共投資の増加は利子率の上昇を伴うことなく景気を回復させ、しかも、物価の上昇は生産や雇用の増加を促すと期待できるというのがケインズの見解である。

しかし以上のような『貨幣論』の論証は、いまだ利子率がどこで決定されるのかが示されておらず、それがなければ、体系は完結しない。したがって新しい利子理論の構築が不可欠となるのであり、それは『貨幣論』の証券価格の決定理論から発展した『一般理論』の流動性選好の利子論である。

大蔵省のケインズ批判の第2の論点は、たとえ公共投資が民間投資を締め出さないとしても、その雇用創出効果は特定分野に限られ、大きくはないというものであり、周知のように、この問題の真の解答は、カーンの雇用乗数の理論(1931年6月)をへて『一般理論』の「限界消費性向と乗数の理論」で示される。

- 1) この調整過程が失業と不況を伴い多大な負担を強いることになるという指摘は、『チャーチル氏の経済的帰結（1926年）』以来、一貫している。『説得論集』（ケインズ全集9）宮崎義一訳、第3編の5、および前掲拙著『ケインズの経済学』の第4章を参照。
- 2) さらにいえば、ケインズと正統派の論者と対立の根底にあるのは、両派の英国産業の将来のヴィジョンの相違であり、ケインズは明らかに、海外投資—輸出産業型からの脱却と国内投資—国内産業型の実現を目指していたのである。上掲拙著の第5・6章を参照。
- 3) 大蔵省を含む正統派とケインズの公共投資の是非をめぐる論争について、Peter Clarke, *The Keynesian Revolution in the Making 1924-36*, Oxford, 1987年. が最も詳しい専門書である。上掲拙著の第6章の4も参照。また、この論争は、マクミラン委員会を舞台に行われており、記録はJMK・XXに収められている。
- 4) 『貨幣論』の完成に向けてのプロセスについて、上掲拙著の第10章の4を参照。

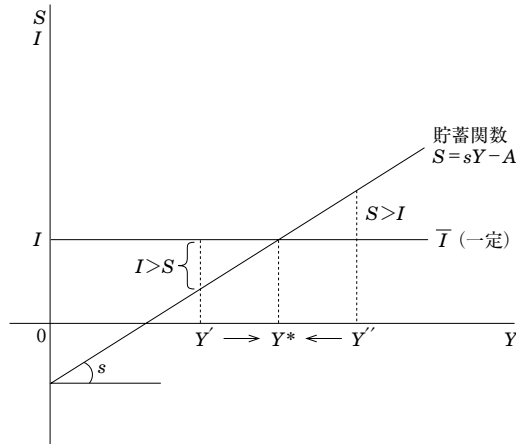
Ⅶ 『一般理論』の貯蓄—投資の不均衡分析

『一般理論（1936年）』は、「投資—貯蓄の不均衡理論と貨幣数量説の統合のケインズの試み」という本論のテーマからみて、どのように評価すべきなのだろうか。ケインズは、『貨幣論』において、投資と貯蓄の差が超過利潤（または損失）であることを論証することにより、初めて、投資—貯蓄の不均衡分析の理論化に成功したものの、十分とはいえなかった。それは、投資の増加によって企業に超過利潤が生じたとして、その後、この不均衡が持続するのか、それとも解消されるのかは、企業の判断に委ねられているからである。たとえば、超過利潤を資金源に投資が増加し続けられれば、不均衡は拡大し物価は上昇し続けるが、もし途中である企業がそれを銀行預金や証券の購入に振り向け、「貯蓄」の増加となるならば、不均衡はそこで解消するというように、やや恣意的で問題の残るモデルなのである。

周知のように、この『貨幣論』の不完全さは、生産や雇用の変化が経済に及ぼす効果がモデルに十分反映されていないからであり、そのため貨幣所得 Y と貯蓄 S との関係も明示されずに残されたのである。そこで¹⁾ 『一般理論』では、 Y の変動を考慮し、貨幣数量説の貨幣需要関数 ($M^d = k \cdot p \cdot Y$) と同型の貯蓄関数 ($S = sY - A$) を導入したために、 Y の変化に伴うこの S の変化がモデルの均衡化要因として機能することになる。すなわち「乗数の理論」が教えるように、投資の増加は所得の増加を通じて消費を増加させるという拡大効果を生むものの、同時に貯蓄も増加するので、投資と貯蓄の不均衡は縮小していくのである（図7-1と図2-1を対比せよ）。

では投資の大きさはどのようにして決定されるのか——それは資本の限界効率と利子率に依存するが、ここで重要なのは、事実上、投資の大きさを左右する資本の限界効率が不確実な投資からの期待収益に依存するために、投資が安定性を欠くということである。すなわち、将来の経済見通しが楽観的になれば、多くの企業で投資からの期待収益が高まるが、逆に悲観的な見通しが広まると、期待収益も急速に低下するため、投資は不安定になってしまうのである。一方、発展した資本主義国では専門的な投資家集団によって評価される株価に、同類の投資の期待収益が反映されるという見方もあるが、ケインズは、彼らはこのような長期にわたる蓋然的な収益を予想することはなく、ただ、一般大衆の群集心理によって動く株価を、一歩先んじて予想し、そこか

図7-1



ら利益を得ること（いわゆる投機的行動）に最大の関心をおいているだけであるとみる。²⁾

したがってケインズは、安定した消費関数（正であるが大きすぎない限界消費性向）のもとに、経済システムに内在する安定化要因の存在も指摘するが³⁾、それ以上に景気変動、とりわけ投資の減少による不況の進行を強調しており、『一般理論』は以下の如く、投資—貯蓄の不均衡分析のいっそうの展開の書でもある。

ケインズはまず、資本の限界効率の急激な崩壊が不況の主たる原因であるとしたうえで、次のように述べる。

「好況が続いている間は、新投資の多くは一応満足すべき現行収益を示していた。幻滅が生ずるのは予想収益の信頼性が急に疑わしくなったからであって、それはおそらく新らしく生産された耐久財のストックがたえず増加するにつれて、現行収益が低下の徴候を示すからである。もし現行の生産費が後におけるよりも高い（たとえば技術進歩によって——引用者）と考えられるならば、それは資本の限界効率を低下させるもう一つの理由となるであろう。ひとたび疑いが始まると、それは急速に広がるものである。⁴⁾」

さらに続けて、「資本の限界効率の崩壊にともなう^{ろうばい}狼狽と将来の不確実性は、当然に流動性選好の急激な増大を促す——そのために利子率の上昇が起こり」、それが「投資の減少を著しく深刻なものにすることがある」と警告し、不況の進行をくい止めることの難しさを、次のように指摘する。

「不況がまったく手に負えないものになるのは、実はこのためである。後になれば、利子率の低下が回復にとって大きな助けになるであろうし、おそらくそのための必要条件であろう。しかし、しばらくの間は、資本の限界効率の崩壊が致命的であって、利子率をできるかぎりどんなに引き下げてみても、十分ではないであろう。もし利子率の引き下げがそれだけで有効な救済策となりうるとすれば、回復の達成は、あまり長い時がたたないうちに、多かれ少なかれ貨幣当局が直接に用いることのできる手段によって可能になるだろう。しかし実際のところ、普通はそうはいかず、資本の限界効率が産業界における制御できない強情な心理によって決定されている以上、それを回復させることはけっして容易ではない。個人主義的資本主義経済にお

いてきわめて制御しにくいものは、不況のもつこのような側面は、銀行家や実業家によって正しく強調されているが、「純貨幣的」救済策に信頼をおく経済学者に過少評価⁵⁾されている。」

- 1) 『貨幣論』においても、超過利潤 (損失) の発生は、生産の拡大 (縮小) を促すと仮定されているが、ケインズ自身も認めるように、「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」ことは間違いない。すなわち、『貨幣論』の基本方程式は、「産出量を一定と仮定した上で、利潤の不均衡を引き起こし、したがって産出量の変化を要求する諸力がどのように発展するかを示そうという試みであった。』、『雇用・利子および貨幣の一般理論』(ケインズ全集7)、塩野谷祐一訳、のxxviページ。また本論のVの注1)も参照。
- 2) 同上の152~3ページ。
- 3) ケインズが指摘する安定の条件については、同上の248~9ページを参照。実際、『一般理論』では、安定化要因と不安定要因とが巧みに組み合わせられて、理論が展開されており、たとえば、安定要因である労働供給、総供給曲線、消費関数、利子率、貨幣貸金率に対して、それぞれ、不安定な労働需要曲線、総需要曲線、投資関数、資本の限界効率、物価水準が対応している。
- 4) 同上の317ページ。
- 5) 同上316~7ページ。

VIII 『一般理論』解釈としての IS-LM モデル

『一般理論』がマクロ経済学の分野で「独占的地位」を得たのは、45°線分析やいわゆるヒックス-ハンセン流の IS-LM モデルが標準理論として定着したからであり、とりわけモデルが図で表現されたことが決定的であった。

しかも IS-LM モデルは、基本的には貨幣残高方程式と同じ均衡理論の複合モデルであるという理解が広まったために (筆者は以前の論文で、表8-1のように、まとめた)、解釈をめぐる論争はやみ、正統派の経済学者の、共有理論になったのである。

表 8-1

	貨幣残高方程式	IS-LM 型モデル			
		45°線分析		貨幣(債券)市場	投資の決定
		財市場			
外生変数	貨幣残高 M^s	投資の大きさ I	貨幣供給量 M^s $M^s = M - k\bar{Y}$	利子率 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)	利子率(債券価格) $r(Pa)$	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 $m(I)$ の逓減	投資財需要価格 $P_I^d(I)$ の逓減
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	フルラス的な価格調整メカニズム $r(Pa)$ 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 が一致する点での I の決定
均衡式	$\bar{M}^s = kP^* \bar{y}$	$\bar{I} = S(Y^*)$	$\bar{M} - k\bar{Y} = L(r^*)$	$\bar{r} = m(I^*)$	$P_I^s = P_I^d(I^*)$

しかし、*IS-LM* モデルが均衡論アプローチであるがゆえに、真の『一般理論』解釈ではないという声も高まり、それを契機にケインズ『再解釈』派やポストケインジアン¹⁾の経済学が登場してくる。

では、われわれは *IS-LM* モデルの『一般理論』解釈を、どう評価すればよいのだろうか。素直に『一般理論』を読む限り、投資—貯蓄の(不)均衡分析が *IS* 曲線に集約され、貨幣の需給関係が *LM* 曲線に集約されていることは明らかであり、適切で巧みなモデル化のように思える。実際ケインズは、ヒックス (J. R. Hicks) への手紙 (31/3/1937年) のなかで、「貴方の論文は興味深く、まったく批判らしいことを言うべきものは何もないと思います²⁾」と評価しているが、それにもかかわらず、パティンキン (D. Patinkin) は、「ケインズ自身が自分の労作を、この同時方程式的な仕方で見ていることはまずありえない」と指摘し、さらに、「自分の理論の基本的な教義は、貯蓄と投資が利子率ではなく所得水準を決定し、他方、利子率はこれに代って流動性選好によって決定されると彼(ケインズ)は主張し続けた³⁾」と述べるが、もしこれが本当ならば、*IS-LM* モデルを否定していたことになる。しかし『一般理論』には *IS-LM* モデルを示唆するような叙述もあり、少なくとも *LM* 曲線である $M=L_1(Y)+L_2(r)$ は、ケインズ自身のものである⁴⁾。

では、この矛盾をどう整合的に説明すればよいのだろうか。われわれは *IS* 曲線と *LM* 曲線の世界が、同時決定的ではなく、弱く細い因果関係で結ばれているにすぎないと理解すべきであると答える。すなわち、*IS* 曲線で生じた Y の変化が、*LM* 曲線の r を変化させ、さらにそれが *IS* 曲線の I を変化させて Y を動かすという因果関係は、他の状況が一定という仮定をおき、しかも時間を無視して初めて、确实となる帰結であり、現実にはその可能性を示唆するにすぎない。換言すれば、*IS* 曲線と *LM* 曲線との関係は、理論的には Y と r とを媒介につながってはいるものの、相互に因果関係が作用しあう程には密接で強いものではなく、長期的には、そのような力が働くとしても、現実の時間の中ではその他の諸力や政策の変化によって影響されてしまうのである。

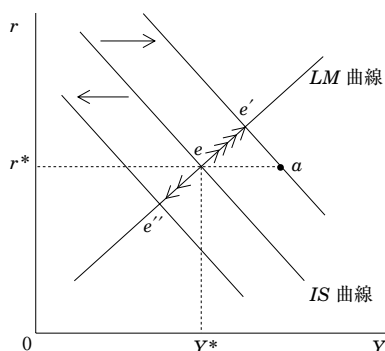
一方、*IS-LM* モデルに批判的な論者のモグリッジ (D. E. Moggridge) も、ケインズが前述のヒックスへの返事⁵⁾のなかで指摘した次の2つの問題点——① *IS* 曲線の右へのシフトが利子率を上昇させるということは、必ずしも真実ではない、②投資誘因に所得を導入する場合には、それは、投資期間に対応する期待所得が適切であり、現在所得を用いるのは不適當である——に注目する。そしてモグリッジは、②で指摘された「期待」を重視し、次のように述べる。

「②は、おそらくわれわれを問題の核心に導くであろう。実際に、各 *IS-LM* 曲線はある与えられた期待の状態のもとで描かれている。もし期待の変化(たとえば、投資誘因の上昇をもたらすような)が一つの曲線の移動をひき起こすならば、もう一つの曲線の移動(たとえば流動性選好を変化させることによって)もひき起こされるであろう。もし双方の曲線が移動するならば、最終的帰結がどうなるかについて、グラフのみから明確な予想をすることはできないのである。運の悪いことに、多くの政策変更は双方の曲線に同時に影響を及ぼし、したがってグラフの使用を困難にしてしまうのである⁵⁾。」

もちろん、以上のようなモグリッジの解釈を否定するつもりはないが、われわれが①②から読み取るべきことは、ケインズがこの種のモデルを現実経済の分析に有効であるとみていたのかど

うか、という点であり、問われているのは、たとえば、図8-1において、*IS* 曲線がシフトした時に、経済はスムーズに均衡点上を (*e* から *e'* や *e''* へ) 移動できずに、*a* 点や *b* 点のように *LM* 曲線から離れた不均衡状態が続くのではないか、ということである。

図8-1



われわれは既に、V、VIにおいて、*DE* 曲線と *LE* 曲線を用いて、『貨幣論』の特徴を説明しようとしたが、そこで明らかになったのは、*DE* 曲線のシフトによって生じた不均衡は容易に解消しないということであり、均衡から均衡へのスムーズな移動を暗黙のうちに想定していたのは、ケインズが批判した正統派であったということである。つまり、*IS-LM* モデルの場合であっても、それによって現実経済を説明するのは容易なことではなく、たとえば投資の増加によって *IS* 曲線が右へシフトした時に、国民所得が増加することは確実であるとしても、本当に利子率は上昇するのだろうか——この状況が好況期であるならば、種々の要因が利子率の上昇を抑えるように働くだろう。また逆に、*IS* 曲線が左へシフトするような不況期の場合には、利子率はむしろ上昇する傾向さえ示すのであり、いずれも *IS-LM* モデルでは十分に説明できないことは明白である。

同じことは *LM* 曲線のシフトの場合についてもいえる。一般には、ケインズ理論が金融政策に懐疑的なのは、経済が、「流動性のワナ (水平の *LM* 曲線)」の状態にあるからだとして理解されているが、それは *IS-LM* モデルの解釈に立つかぎり、通常の *LM* 曲線の形状では、その有効性を否定できないからである。しかし、ケインズが強調したかったのは、金融政策の景気回復効果が不確実で、かつ小さいということであり、それは波及プロセスが財政政策に比べて迂回的で時間を要し、その間に多くの不利な反作用が生じてくるからであり、ケインズは次のように述べる。

「貨幣量の増加は、他の事情が変化しないかぎり、利子率を低下させると期待してよいけれども、もし公衆の流動性選好が貨幣量よりもより多く増加するならば、そういうことにはならないし、また利子率の低下は、他の事情が変化しないかぎり、投資量を増加させると期待してよいけれども、資本の限界効率率が利子率よりも急速に低下するならば、そういうことにはならないし、さらに投資量の増加は、他の事情が変化しないかぎり、雇用を増加させると期待してよいけれども、消費性向が低下するならば、そういうことにはならないのである。」⁶⁾

そして、ようやく生産や雇用が増加した後の *LM* 曲線上での利子率の上昇の可能性が生じるのであるが、以下の如く、明言を避けている。

「最後に、もし雇用が増加するならば、物価はある程度上昇するであろう。その程度は、一部分は物的供給関数の形状によって支配され、一部分は貨幣表示の賃金単位が上昇する傾向によって支配される。そして産出量が増加し、物価が上昇した場合には、それが流動性選好に及ぼす効果として、一定の利子率を維持するのに必要な貨幣量は増加する（ので利子率は上昇する一引用者⁷⁾。）」

以上の検討から、なぜケインズは、一部の草稿でその方向を試みながら、自らの理論を連立方程式の同時決定モデルとして提示しなかったのかが見えてくる。おそらく彼は、その種のモデルは机上の演習では有用であっても、現実の経済を分析するには不十分であり、それに頼りすぎることへの不安を抱いていたのではないのだろうか。実際、ケインズがヒックスへの返事で指摘した①の問題点である「投資の増加が利子率の上昇を伴うという」推論は、まさにケインズが否定した「大蔵省見解」であり、ケインズの主張は、 r の上昇を伴わない図8-1における a 点への移行だったと考えられる。

しかしながら、*IS-LM* モデルが一般化するにつれて、均衡マクロ経済学への過信が進み、たとえば『一般理論』の過少雇用均衡の命題が成立するためには、物価や賃金が硬直的でなければならぬ。なぜなら、それらが下方伸縮的ならば、物価の下落による実質貨幣残高効果により、利子率が上昇、投資が増加するからである」という現実の経済を無視した練習問題の模範答案の如き理論が、広く認められたからである。

実際、ケインズは『一般理論』において、貨幣賃金の全面的切下げの雇用に及ぼす効果の、現実的・理論的検討に、一章をあてており、そのことから、彼が現実の経済問題を分析し政策提言できる理論的基礎の構築をめざしていたことがわかるのである。

- 1) 拙稿「ケインズの不均衡分析」、『立命館経済学』1997年12月を参照。
- 2) JMK の XIV, pp. 76~81。
- 3) D. Patinkin『ケインズ貨幣経済論 (1976年)』川口・吉川・福田川訳、アグロウヒル好學社、の123~4ページ。
- 4) 『一般理論』(前掲訳書)の197ページ。
- 5) D. E. Moggridge『ケインズ』塩野谷祐一訳、東洋経済新報社、の210ページ。
- 6) 『一般理論』(前掲訳書)の171ページ。
- 7) 同上の171ページ。