

正統派理論とセイの法則に挑むケインズ

松川周二

はじめに

- I 正統派理論とセイの法則
 - II 正統派に懐疑的なケインズ
 - III 正統派に立ち向かうケインズ
 - IV 正統派を否定するケインズ
- おわりに

はじめに

広く知られているように、ケインズは『一般理論』（1936年）において、正統派（ケインズのいう古典派）理論の核心であるセイの法則を否定し、有効需要（あるいは総需要）の理論により、マクロ経済学を完成させるが、それは長く厳しい道であった。

ケインズは「過去100年以上もの間、英国の経済学は正統派によって支配されてきた。……私はこのような雰囲気の中で成長し、私自身もこのような学説を教えてきた。私とその不完全さを意識するようになったのは、ようやく過去10年以内のことである¹⁾」と述べているが、その正統派理論を支えているのがセイの法則である。

「私の信じるところによれば、経済学は理解されている以上に、J. B. セイ (Say) の名前と結びついた学説に支配されてきた。たしかに彼の販路法則は、ずっと以前から大部分の経済学者によって否認されているが、彼らは彼の基本的想定やとりわけ需要は供給によって創造されるという彼の誤謬から抜け出すに到っていない。セイが暗黙のうちに想定していることは、経済体系はつねに完全能力の点で活動しているから、新しい活動は常に何んらかの他の活動に代わるものであり、それらに付加されるものではないということであった。その後のほとんどすべての経済理論は、この同じ想定を必要としたという意味において、これに依存したのであった。しかし、そのような基礎の上に立つ理論は、失業や景気循環の問題と取り組むのに明らかに無力である。生産の理論において、本書（『一般理論』）は J. B. セイの学説からの最終的な離脱である（傍点は引用者²⁾）。」

それゆえ本論では、ケインズが現実の経済問題と取り組むなかで、どのようにしてセイの法則から脱却していったのかを、その最初の成果である『貨幣論』の形成までを中心に論を進めていくが、本論のケインズ研究を理解するためには、「理論の実践的な役割」を指摘した、次の文章

が助けになるだろう。

「もし私の理論が正しいならば、私はまず初めに説明しなければならないのは、仲間の経済学者である。……経済学者の間の意見の大きな相違のために、現在では経済理論の実践的影響力はほとんど破壊されてしまっており、それは意見の相違が解消されるまで続くことになる（傍点は引用者³⁾。）」

- 1) J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, (塩野谷祐一訳, 東洋経済新報社, 1981年) の xxxiii および xxxv ページ。
- 2) 同上の xxxix ページ。
- 3) 同上の xxvi ページ。

I 正統派理論とセイの法則

I-1 セイの法則とは何か

市場経済の発展とともに、市場での販売を目的とした見込み生産が商品生産の中心となるが、その場合には、生産された財が本当に市場で売り切れるのかという不安が生産者に生じる。この問題が周知の「生産物の販路問題」であり、フランスのアダム・スミスといわれたセイは、「生産物への販路は生産それ自体によって拓かれる」と主張して、不安を一蹴した。セイによれば、交換経済のみならず貨幣を用いた商品生産型経済においても、交換手段である貨幣を取り除くと、結局は生産された商品と商品との交換であるから、市場一価格メカニズムが十分に機能し、かつ人々が市場価格を受け入れるならば、販売によって手に入れた貨幣はいずれ他の商品の購入に支出されることになる。すなわちそれは、総需要の不足による過剰生産は生じないことを意味しており、一般にこの命題は、セイの法則¹⁾と呼ばれる。

マクロ経済において総需要と総生産の間に不均衡が生じない（生じるとしても速やかに解消される）というセイの法則は、古典派の経済学者だけでなく、少なくとも理論的には、マーシャル (A. Marshall) やピグー (C. Pigou) などの正統派の経済学者へと受け継がれていく。

では、貯蓄と投資が行なわれているマクロ経済において、セイ法則の成立はどのようにして論証されるのだろうか——本章では、まずこの問題を整理しておこう。

投資を行なう生産者がそのための資金を自らの貯蓄から、あるいは知人などから^{あいたい}相対で調達している場合、貯蓄と投資はまさに同義であり、セイの法則の成立は自明である。

しかし、もし生産者が貯蓄をすべて投資に振り向けずに、その一部を貨幣で保蔵するならば、保蔵された分だけ投資が減少し、総需要が不足する。したがってセイの法則が成立するためには、貨幣の保蔵（退蔵ともいう）のないことが条件となるが、一般には保蔵は例外的な行動である。なぜなら、人々が消費も投資もせずに貨幣を無益に手元に保蔵するのは不合理だからである。

次に、家計が貯蓄し企業が投資を行ない、かつ消費財と投資財の2財のみが生産されている経済を想定し、所与の消費財価格、投資財価格および利子率のもとで、家計の消費需要と企業の消費財生産とが等しく、また貯蓄と投資需要そして投資財生産が等しい均衡状態にあるとしよう。

そこでもし、この均衡状態から家計が消費を減少(増加)したならば、消費財市場は超過供給(需要)となり、消費財価格は下落(上昇)する。一方、貯蓄の増加(減少)によって資金市場は超過供給(需要)となり、利率は低下(上昇)し、投資需要が喚起(抑制)される。かくして投資財価格が消費財価格に比して上昇(下落)し利率も低下(上昇)するため、消費財の生産は減少(増加)し、逆に投資財の生産は増加(減少)する。

以上のように、資金市場や労働市場も含めすべての市場が十分に競争的で、財やサービス、賃金率および利率が伸縮的ならば各市場は均衡、マクロ経済も均衡してセイの法則が成立する。なお、セイの法則が成立しているならば、総生産の増加は同額の総需要の増加を伴うから、完全雇用のもとで最大の国民総生産を実現しており、同時に投資と貯蓄も均衡している¹⁾。

- 1) 一世代前のマクロ経済学のテキストには必ずケインズ理論の批判の対象として、古典派のマクロ理論が説明されていたが、近年のテキストでは、わずかに触れられているにすぎない。その理由の一つは、正統派ケインジアンを批判し、70年代以降に正統派マクロ理論の地位についてマネタリスト派や合理的期待学派が、まさに古典派の復活だからであり、その核心は経済主体の異時点間の最適化行動によるセイの法則の動学化なのである。すなわち今日、一世代前の古典派の地位にケインズ派マクロ理論がすわることになったといえる。一世代前のテキストで古典マクロ理論が詳しく説明されているのは、G. Ackely, *Macroeconomic Theory*, 1961 (都留重人訳, 岩波書店, 1964年)であり、新世代のマクロ理論のテキストの典型は、Barro, R, *Macroeconomics*, 1984 (谷内満訳, 多賀出版, 1987年)である。

I-2 セイの法則と銀行行動

いうまでもなく、現実の経済でセイの法則が成立しているとはいい難く、物価変動や景気循環のようなマクロ経済の不均衡がしばしば起きるが、それはセイの法則とどのような関係にあるのだろうか。

正統派に広く支持された貨幣数量説によれば、貨幣供給量の増加(減少)→公衆の貨幣支出の増加(減少)→物価の上昇(下落)→インフレーション(デフレーション)となるが、貨幣供給の変化が比例的な物価の変化を伴う限り、依然としてセイの法則は成立する。しかし、もしインフレ(デフレ)下で、公衆がいつそのインフレ(デフレ)を予想し、減価(増価)が予想される貨幣の保有を減少(増加)するならば、すなわち公衆が合理的な理由によって貨幣支出(保蔵)を行なうならば、総需要の変動は増幅され、セイの法則は成立しなくなる。一般にこのケースは、貨幣の流通速度 V (あるいはマーシャルの k) の変化によって示される。

では近代的な銀行信用型経済の場合、増加した銀行信用が企業の投資需要に向けられたらどうなるのだろうか。その分だけ投資が貯蓄を(したがって総需要が総生産を)超えることになり、マクロ経済における貯蓄と投資の不均衡は、銀行の積極的な行動を媒介にして貨幣数量説と結びつく。すなわち、貨幣供給の増加は、銀行信用の拡大による投資の増加を意味し、それが総需要の増加となって物価を上昇させるという理論であり、このような貯蓄—投資の不均衡分析は、銀行の行動が中立的な場合には、セイの法則が成立することを認めながら、銀行行動の変化によって現実のマクロ経済の変動を説明できる点に特徴があり、セイの法則の「修正」版といえる。

周知のように銀行行動を導入した貯蓄—投資の不均衡理論の先駆となったのは、ウィクセル

(K. Wicksell) であり、その累積的変動モデルの核心は以下の如くである。

いま、中立的な銀行行動のもとで、貯蓄と投資を均衡させる利率を自然利率と呼び、銀行利率と等しいものとしよう。そこでもし、投資からの予想収益が高まるならば、自然利率は上昇し、銀行利率は自然利率に比して低下するため、銀行信用が拡大し投資が増加し始める。このインフレを伴う好況期は、銀行利率が自然利率に等しくなるまで続くが、インフレが進行すると、インフレ予想によって、実質的な銀行利率は低下するので、銀行利率との乖離は容易には縮小せず、インフレは続く。

他方均衡状態の下で投資からの期待収益が落ち込むと、自然利率が低下して銀行利率以下となるため、やがて投資が貯蓄を下回る状態となり、デフレと不況が進行していく。そしてこの場合も、デフレ予想のもとで実質的な銀行利率が上昇、さらに貨幣の保蔵が生じて、自然利率は下落を続けるから、銀行利率が低下しても両者の乖離は容易に解消されず、デフレ・スパイラルへの危険が高まる。

以上のように、ウィクセルの革新は、マクロ経済の不均衡を貯蓄と投資の乖離として明確にとらえたことであり、20世紀初頭から戦間期にかけて、ハイエク (F. Hayek) やミュルダール (G. Myrdal) さらにはロバートソン (D. Robertson) を中心にケンブリッジ学派にも大きな影響を与える。

ところでウィクセル型モデルの核心は、「投資 I = 貯蓄 S + 貨幣供給の増加 ΔM 」であるが、このモデルには、次のような問題が内包されている。すなわちそれは、均衡状態からの銀行の信用創造によるインフレーション・プロセス ($I = S + \Delta M$) やインフレを抑制するためにとられた高金利・信用制限政策によって過剰投資が解消されるプロセス ($I = S + \Delta M$ のもとでの ΔM の減少) は説明可能であるが、均衡状態から投資が減少する場合、銀行の消極的な行動のみでは過剰貯蓄 ($I < S$) の状況を十分に説明できない点である。¹⁾

1) 以上については、拙著『ケインズの経済学』中央経済社、1991年の第10章を参照。

I-3 セイの法則の拡張

これまで閉鎖経済を想定してきたが、貿易や国際的な資金の貸借が行なわれる開放経済のもとでも、セイの法則は成立するのだろうか。外国との貿易のみが行なわれている場合も、周知のように輸出は総需要を、輸入は総供給を構成しており、均衡条件は輸出 = 輸入であるから、セイの法則が成立するためには、たとえば輸入の増加 (減少) は輸出の増加 (減少) を伴う必要がある。

したがってこの場合には、輸入が増加 (減少) すると、競合する国産品の需要が減少 (増加) し、国産品の価格が下落 (上昇) するため、国内向けの生産よりも輸出用の生産が相対的に有利 (不利) となり、輸出が喚起 (抑制) される。しかも変動相場制下ならば、輸入の増加 (減少) によって自国通貨安 (高) となるため、この為替レートの変動が、輸入を抑制 (喚起) し輸出を喚起 (抑制) して、均衡を実現する。

また国際間で資金が貸借される (自由な資本移動) の場合でも、資金の貸付け (借入れ) 超過は、輸入 (輸出) 超過と同様に自国通貨安 (高) となるため、同額の輸出 (輸入) 超過が生み出され、均衡は回復する。しかし一般に正統派のエコノミストは国際金本位制を擁護し、金本位制下の均

衡化メカニズムを信奉する。すなわち、輸入超過や対外貸付けの増加によって国際収支が悪化すると、金準備の減少→国内での貨幣供給の減少→物価水準や賃金率の下落→貿易収支の改善となり、均衡が回復するというものである。しかし、この均衡メカニズムが十分に機能するためには、各国が金本位制のルールにもとづいて貨幣供給量を調整し、かつ貨幣数量説が想定するように諸価格や賃金率が十分に伸縮的で、さらには貿易の価格弾力性が大きくなければならない。換言すれば、金本位制のような固定為替レートのもとでは、為替レートによる調整を欠くため、均衡化の負担がすべて価格メカニズムにかかってくるのである。

以上で述べてきたように、もし市場一価格機構が十分に機能するならば、閉鎖経済だけでなく開放経済においても、セイの法則が成立し、マクロ経済の均衡は安定的であるというのが正統派の結論である。したがって、政府の行なう財政活動も均衡への攪乱要因とならないことが求められ、以下のような健全財政主義が理想とされる。¹⁾

- ①財政支出の安易な拡大は浪費を招きやすいから、財政収支は均衡させ、かつ予算規模は最小限度に抑える。
- ②戦費調達や災害救済などのために財政支出の増加を余儀なくされる場合にも、可能な限り増税によって賄うべきであり、税も貯蓄を阻害しないように広範な国民が負担する税（たとえば消費税）が望ましい。
- ③後代にも便益が及ぶような公共支出の場合には、公債発行による資金調達も認められるが、発行される公債は、過剰投資によるインフレを招かないように、民間の長期資金需要と競合する長期債の発行によって行なうべきである。また、公債発行と同時に減債基金を設け、増税によって計画的かつ速やかに公債は償還されなければならない。

1) 以下については、たとえば石弘光『ケインズ政策の功罪』東洋経済新報社、1980年を参照。

Ⅱ 正統派に懐疑的なケインズ

Ⅱ-1 戦前のケインズ

1910年ケインズは、英国の対外貸付けの抑制を主張する「関税改革派」を批判し、対外貸付けを擁護する論文を発表する。¹⁾そこでケインズは、英国の現実の対外貸付けが非難されるように過大で、英国に不利益をもたらしているのかを具体的に検討し、次のように結論づける。

英国の対外貸付けの多くは、英連邦や植民地などに向けられており、貸付けられた資金は英国産業の輸出増加として直接還流している。すなわちそれは、英国の工業製品を輸入する債務国への資金供給であり、しかもこれらの国々は英国への原材料や食料などの供給地であることから、英国の利益に十分適うものであると評価するのである。

このようなケインズの結論は、正統派の見解を支持するものであるが、無条件にそれを受け入れているのでない。現実派のケインズが対外貸付けを評価するのは、それが輸出超過に直結しているという現実ゆえであり、第一次大戦後、現実が大きく変化したとみるや、一転して「過大な」対外貸付けに批判の目を向けるのである。

次いで1913年、ケインズはインド省勤務の経験を生かし、最初の著書である『インドの通貨と金融』²⁾を出版する。そこでケインズは、現実の国際均衡は正統派の信奉するような金本位制の自動的な調整によってではなく、圧倒的な債権国である英国が世界の貿易と金融の中心であることによって達成されていることを看破する。

ケインズによれば、英国の国際収支が悪化した場合、イングランド銀行が公定歩合を上げると、ロンドンの国際金融仲介業者が外国への短期資金の供給を抑制し、短期貸付けの回収を行なうから、英国の短期資本収支が速やかに回復する。一方、債務国の多くは、英国のように公定歩合の引上げによって短期資金の流入を促すことが困難なため、国際収支の悪化に備えて金準備が必要となるが、ケインズは、これらの国々に対して金準備を節約できる金為替本位制を推奨する。

ところでこの時期のケインズで最も注目されるのは、1913年に「政治経済のクラブ」で発表された論文であり、そこでケインズは以下のような、銀行行動を媒介とする独自の貯蓄—投資の不均衡理論³⁾を提示する。

企業は投資のための資金を、証券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の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投資のための長期資金需要に応じると仮定する。そこでいま、企業の投資意欲が高まり、そのための資金を銀行からの短期借入れの転用によって賄うと、経済はこの部分だけ過剰投資となる。銀行側も初め、貸付けられた短期資金が長期的な投資資金のために使われているとは気づかない。しかし過剰投資が続くと、やがて貸付けた資金の長期化・固定化が進み、貸付け可能な資金の不足が顕在化、銀行は貸付けを抑制するようになり、景気は崩壊して不況に向かうというものである。

- 1) The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume XV, pp. 44~49. “The Britain’s Foreign Investment”, 1910. (以後、ケインズ全集の場合は、巻数のみを記す)。
- 2) Indian Currency and Finance, 1913, (則武・片山訳, 1977年)
- 3) XIII, pp. 2 ~ 14, “How far are Bankers Responsible for the Alternations of Crisis and Depression?”. この論文で示された基本的フレームワークは、初期『貨幣論』まで維持される。前出拙著『ケインズの経済学』の第10章を参照。

Ⅱ—2 ドイツ賠償問題

第一次大戦後、ケインズが精力的に取り組んだ課題の一つが、ドイツ賠償問題である。ケインズはベルサイユ講和会議への告発の書ともいべき『平和の経済的帰結』¹⁾(1919年)において、連合国側の要求している賠償額が法外で、支払い不可能であることを論証した。すなわちケインズは、大戦によって弱体化したドイツ経済の現状と戦後の世界経済とを展望して、実際にどれだけの賠償額をドイツが支払えるのかを具体的に試算したのであり、それは国際マクロ経済学におけるトランスファー理論の先駆的業績と評価できる。

いうまでもなく、毎年の賠償支払いはドイツ国民の所得から租税によって調達しなければならないが、少額ならば富裕者層への課税によって可能である。しかし、支払い額が巨額になるほど、調達は急速に困難になっていくが、それは、租税負担の重圧が国民の生活水準を低下させ、国民

総生産自体が減少していくからであり、とりわけ敗戦国のドイツが賠償に移転できる余剰はわずかである。

しかし困難はこれだけに留まらない。ドイツ政府が苦勞のすえに、何とか今年度の支払額を財政余剰として捻出したとしても、次にそれを国際通貨に換えるという新たな課題に直面する。すなわちドイツ政府は、財政余剰で得たマルクを国際通貨に換えなければならない、それはマルク安を意味するから、マルク安によって速やかに貿易収支を黒字化することが求められる。しかしケインズによればこの場合も、必要とされる貿易黒字額が大きくなる程、その実現は以下の理由によって、急速に困難となっていく。

①輸出の増加には原材料や食料などの輸入の増加を伴う。②輸出の大幅な増加を実現するには、経済構造を輸出産業型へ転換させるとともに資源を国内産業から輸出産業へシフトさせなければならず、そのためには相当な時間と膨大な調整コストが必要となり、加えて調整に伴う摩擦やロスが生じる。③輸出超過が拡大するほど、それだけドイツ国民の生活水準は低下し、間もなく生存限界に到達する。④ドイツの輸出が増加するということは、ライバル国との国際市場での競争の激化を意味するから、過酷なコスト切り下げを強いられる。

以上のようにケインズは、ドイツの賠償支払いによってマクロ経済が不均衡に陥った場合、それがいかに困難な負担をドイツ国民に課すことになるのかを、具体的に明らかにした。すなわち変動相場制でマルク安が進行する場合でも、賠償額が巨額になると、同額の輸出超過を生み出すことは不可能になるのであり（現実にはマルク紙幣の増発であった）、たとえばドイツの戦前の貯蓄額が直ちに毎年の賠償支払額になるというようなセイの法則にもとづく素朴な楽観論を否定したのである。²⁾

1) The Economic Consequences of the Peace, 1919. (早坂忠訳, 1977年)。

2) A Revision of the Treaty, 1922, (千田純一訳『条約の改正』1977年)も参照。オリーントとの有名な論争は、XIのchapter 6を参照。なお、トランスファーの理論自体は現在、多くの国際経済学のテキストで紹介されている。

Ⅱ-3 英国の対外貸付け批判

第一次大戦後、英国は激しい戦後インフレとその後の反動デフレを経験するが、1923年ケインズは、『貨幣改革論』を著わし、ケンブリッジ型の貨幣残高方程式 ($M=kP \cdot y$) を用いて物価変動を説明した。

ケインズは、物価変動におけるマーシャルの k の役割に重視し、 k の変動に伴う物価変動を実質残高インフレ・デフレと呼び、人々の間でデフレ予想が生じると、貨幣の保蔵によって貨幣支出が抑えられ (k の上昇)、生産や雇用が縮小し、デフレが進行することを、次のように説明する。

「物価変動が現実にと起こると、……物価下落に対する一般の懸念もまた、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」の立場をとろうとする人が十分に見つからず、したがって、企業者は貨幣の受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。物価下落の現実に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、活動を縮小して保護しようとする。¹⁾」

以上のようにケインズは正統派と同様に、デフレ予想のもとではセイの法則が成立しないことを明らかにしたが、この時期で注目されるのは、ケインズが一転して、英国の対外貸付けを過大であると批判し始めたことである。

ケインズはまず、大戦後、英国の貯蓄は減少傾向を示すと予想するとともに、対外貸付けの性格が変化し始めたことに注目する。すなわち、現実派のケインズは、英国産業の輸出増加に直結するような対外貸付けが少ないと判断、現状では過大であり、抑制すべきであると主張するが、それは対外貸付けの増加がドイツの賠償支払いと同様に、同額の輸出超過が生じるまでポンド安が進まなければならないからである。

ケインズは、まず「一部の対外貸付けは、それがなかったならば我国に対して発注されることを直接もたらす。これらの対外貸付けは一般的に望ましいかどうかはともかくとして、このような投資が雇用を損うことはない。しかし通常はこういうことは生じない。賠償要求と同様に、自動的にそれに見合う輸出の流れを作り出すものではない」と述べたうえで、ロンドンで起債されたオーストラリアの公共事業の例をあげ、次のように主張する。

「(オーストラリアへの貸付けは) 遅かれ早かれ、英国の輸出増加または輸入減少で調整されなければならない。しかしこれが生じうるのは、ポンド為替の低下を通じてのみである。ポンドの為替相場が下落し、我国の国内型産業を犠牲にして輸出型産業を刺激し、これによって、この2つの産業間のバランスを回復させなければならない。現在の物価水準のもとで、我国の輸出に対する需要が非弾力的ならば、この調整のためには相当のポンド下落が必要となるかもしれない。さらにその上に、調整過程に対する激しい抵抗が生じるかもしれない。その間は資源は遊休し労働は雇用を失ったままになるだろう。」²⁾

このようにケインズの立論は、セイの法則自体を否定するものではないが、対外貸付けと輸出超過との均衡を保証する調整プロセスは苦痛と困難を伴うことを強調しており、セイの法則の現実性を否定したといえるだろう。

では対外貸付けが抑制されれば、その分だけ「自動的」に国内投資が増加して、セイの法則が復活するのだろうか。ケインズは現行の制度や慣行が対外貸付けを過大にしていると批判するとともに、国内での公共的・公益的事業が種々の規制によって利益が制限され、投資が抑制されていると指摘、国内投資の喚起政策を求めるが、それは対外貸付けが減少しただけでは国内投資が増加しないという現状認識があるからである。

それゆえケインズは「大蔵省は国内での大規模な建設的事業に、例えば1億ポンドまでの支出を促進し、種々の方法で民間の助力を求めることをためらってはならない」と述べ、さらには正統派の健全財政主義にもとづく国債償還政策を、次のように批判する。

「大蔵大臣は減債基金と剰余金を旧債の償還にあてるべきではない。その結果は国民の貯蓄が外国で運用先を求めて流出するからであり、非生産的国債を生産的国債に切り替えるべきである。……私の見解では、国が資金を必要とする他の重要な目標をもっているものでなければ、国債を緊急に償還する必要はない。……国が資金需要をもち、国が生産的目的のために直接・間接に資金市場で借手であるならば、その時には生産的な借入れを容易にするために、国債を償還すべき十分な理由がある。しかし国債償還によって放出された資金にとって自然のはけ口がないならば、それは誤りとなる。」³⁾

さらにケインズは、「国債が償還されるなら、放出された資金は産業に向かうのではないか」という疑問に対して、「それは19世紀中期の健全財政原則の遺物であり、そういう原則は今日ではまったく通用しない⁴⁾」と答えている。また、「政府はいろいろなタイプの債券を投資市場と貨幣市場における各々の需要に応じた割合で発行すべきである⁵⁾」と述べるが、ここで注目すべきはケインズが早くも、財政収支や国債問題をマクロ経済のバランスからとらえている点であり、好況期には短期債をへらし、不況期に逆にふやすことを提案し、加えて正統派の国債観（本論のⅠ-3）を否定する。

「私は国債を消滅させる議論は、クリーンなバランス・シートが美しくみえるという、美学的なものであり、それは部分的に個人からの誤った類推だと思う。個人は債務がない方を好むが、全体として国民にとっては、それは単なる簿記にすぎない⁶⁾。」

1) A Tract on Monetary Reform, 1923, (中内恒夫訳, 1978年)の35ページ。

2) XIX, pp. 227~8.

3) XIX, p. 222および p. 313.

4) XIX, p. 315.

5) XIX, p. 296.

6) XIX, p. 847.

ケインズは対外貸付けを国内投資に向けることによって、英国の経済構造を国内産業型に転換することをめざしていた。この点については、拙稿「構造改革を目指すケインズ」、『別冊：立命館経済学』、第52巻特別号、2003年後期を参照。

Ⅲ 正統派に立ち向かうケインズ

Ⅲ-1 金本位制復帰後の英国の不況

ケインズの批判にもかかわらず、英国は1925年、旧平価によって金本位制に復帰するが、旧平価が事実上のポンド切上げ（約10%）だったことから、貿易収支の赤字が拡大、そのため対外経常余剰（＝経常収支黒字）が対外貸付けを下回り、国際収支が悪化する。国際金本位制のもとでは、この不均衡はポンド・レート以外の方法によって解消されなければならないが、正統派のエコノミストが期待したのは高金利・信用制限政策であり、たしかに高金利は短期資金の流入を促して資本収支を改善する。しかし問題はそれによって国内の生産費が低下し、貿易収支が改善するかであり、正統派はセイの法則と貨幣数量説を信じ、速やかに国内物価や賃金率が下落して、貿易収支が改善するものと楽観的にみていたのである。

一方、現実派のケインズは、ポンド高の輸出不況のもとで、高金利・信用制限政策がどのような経済的帰結をもたらすのかを検討し、それは経済活動を抑制することによって意図的に不況を作り出し、計画的に失業を増加させることになることを主張するが、問題はその後である。ケインズによれば、たとえ不況が国内産業にまで広がり、失業者が増加し、諸価格が下落したとしても、賃金率が下方硬直的ならば企業の利潤回復による輸出の増加とはならず、そのため賃金の引下げをめぐって労使の対立が激化、混乱と不況が長期化していくことになる¹⁾。

以上のように、国際金本位制のもとで、対外貸付けが対外経常余剰を上回ることによって生じるマクロ経済の不均衡は、賃金率が十分に下方伸縮的であるか、あるいは輸出競争力が卓越しているのではない限り、高金利・信用制限政策によっても解消しない。『貨幣改革論』で強調されているように、むしろそれは、デフレ予想による事業の延期や貨幣の保蔵を促して不況を深刻化させ、マクロ経済の不均衡は逆に拡大するのであり、それゆえケインズは次のように述べて、正統派（その象徴である大蔵省）の政策を批判する。

「彼らは高い公定歩合が賃金を引下げる自動的な、あるいは魔法的な作用をもつと信じていた。そして彼らは、それがそのように作用しうる唯一の方法は失業を激化させることであるという事実から目をそらしている。私見では、彼らは事実を現状に照らして分析し直すということをやらなかったのである。彼らは経済学の教科書の正統派理論に依拠しており、それは労働の移動性と競争的賃金を前提としているのである。²⁾」

「19世紀からわれわれが受けついできた正統派経済学は、経済組織の弾力性が高いことを前提としている。それは、私が**拡散の原理**と名づけたいと考えるものに依存している——すなわち、何らかの攪乱が経済組織のある一点に生じた時、それが比較的迅速に全組織に拡散し、新しい均衡状態に到達するという原理である。……相当程度の拡散が今でも生じていることは否定しないが、拡散の容易さと迅速さは、少なくとも英国においては昔よりもはるかに小さくなっているのである。³⁾」

1) The Economic Consequences of Mr. Churchill, 1925. (宮崎義一訳)『説得論集』1981年、所収)

2) XIX, p. 395.

3) XIX, p. 440.

Ⅲ—2 『ロイド・ジョージはそれをなしうるか』における挑戦

ケインズは金本位制復帰の直後から、国内経済の繁栄化のための資本支出政策を求めており、1925年7月の「バルフォア委員会」証言でも、「国内ブームのようなものを作り出すのに全力をつくし、資本支出などの計画によって健全財政を放棄し、動きの鈍い産業はその労働の一部をブームに乗った国内産業に移動させることができる¹⁾」と証言している。

さらに1928年の自由党黄書『英国産業の将来²⁾』の完成に主導的な役割を果たし、1928年7月には、イングランド銀行に対して民間銀行への信用ベースの拡大を求めるとともに、大蔵省に対して次のように訴える。

「大蔵大臣は、資本勘定での公共支出に対する引締め圧力を解除し、それを逆転させなければならぬ。すべての政府省庁、すべての地方自治体は、彼らが着手しうる、または準備しうるすぐれた資本拡張計画を推進するように奨励し助成しなければならぬ。³⁾」

そして1929年5月、ロイド・ジョージ (L. George) の「われわれは失業を克服する」という公約を受け、ヘンダーソン (H. Henderson) と共著で、小冊子『ロイド・ジョージはそれをなしうるか——公約を検討する⁴⁾』を出版するが、この小冊子は、政府による資本支出計画をめぐる論争のなかで、ケインズが正統派のマクロ理論——とりわけセイの法則への批判に本格的に取り組んだ最初の著作といえる。これまでもケインズは、正統派の主張する均衡化プロセスが非現実的で

あることを繰り返し指摘してきたが、理論それ自体を否定しようとするまでには到らず、真の意味での正統派経済学への挑戦は、ここから始まるのである。

以下説明するように、ここでのケインズの正統派批判は理論的にみる限り十分ではないが、少なくともセイの法則を乗り越えるためのアイデアや方向性を見出したことは間違いない。

ケインズはまず、英国が戦後一貫して高失業率を続けている現実に注目し、「無駄（失業保険金からの支出や貧困者救済基金——引用者）はこれらですべてではない。失業者自身にとっては、失業手当と完全就業賃金との差額、および体力と士気の損失など、大きな損失がある。雇用主にとっては利潤の損失があり、大蔵大臣にとっては税収の損失がある。加えて英国の経済進歩が10年間も遅れたという計りしれない損失もある。……失業者の利用されない労働が積み積もって銀行預金のように後日、いつでも即座に利用できるように蓄積されているわけではない。それは無駄に流れ去り、取り返すことはできない、元に戻らない損失なのである⁵⁾」と失業問題の重要性を強調する。

その上でケインズは、国家の資本支出計画の具体的な内容——国家的な輸送システム（鉄道の近代化、道路網・港湾の整備など）や住宅供給など——提示して実行を迫るが、そこでポイントとなるのは、計画の意義と有効性を説得力を持って訴えられるかである。

ケインズはまず、この計画案がどの程度の雇用を提供するのかを検討し、雇用が直接雇用だけでなく、中間財や原材料などの生産増加による間接雇用の存在を指摘するが、ここで注目されるのは後にカーンの雇用乗数として定式化される雇用の広範な創出が、プリミティブな表現ながら明確に述べられている点である。

「計画は、もう一つ別の仕方でも雇用を促進するだろう。現在失業している多数の労働者が失業手当の代わりに賃金を受け取るようになる事実は、経済活動に対しても全般的な刺激を与えるような有効購買力の増加を意味するであろう⁶⁾」

さらにケインズは、好況化自体が生み出す雇用創出効果にも言及する。

「その上、より大きな経済活動はさらに大きな経済活動を生み出すだろう。というのは繁栄の影響は、景気後退と同じように累積効果を及ぼすからである。……事業や資本拡張に有利な雰囲気財界に広がり、その結果、経済の拡大は弾みを増すことになる。どの程度の正確さにせよ、この種の効果を測ることは不可能である。……しかしわれわれの考えでは、その効果は計り知れない重要性をもっている⁷⁾」

このように資本支出計画の雇用創出効果をアピールしたケインズは、次に、計画に伴う財政負担の問題を取り上げる。まず道路開発や住宅建設などは、それ自体である程度の収入をもたらすとし、加えて『一般理論』の乗数理論を示唆するように、「(費用の) 8分の1は、おそらくその年か次の年の内に、国民所得の増加に対応した歳入増によって回収されるだろう⁸⁾」と述べ、さらに間接的には、失業の減少による失業基金の利益も予算への負担を軽減すると指摘する。

しかし、公共支出計画に対する最も厳しい理論上の批判は、「政府による資金調達で、通常産業に振り向けられる資本供給がその分だけ減少するのではないか」——すなわち、セイの法則が成立し、貯蓄が投資が等しいならば、政府による投資は民間の投資をその分だけ押し出す(crowding out) のではないか、という問題である。実際、大蔵大臣は予算演説で、「事実上また一般原則として、国家の借入と歳出によって創出できる雇用の増加分はごくわずかであり、永続

的な雇用の増加の創出などは不可能である——これが大蔵省の堅持している正統派の教義なのである⁹⁾」と発言している。

これに対してケインズはまず、ある民間企業が巨額の資本を新工場の建設に投下すると公表するならば、われわれは皆、大幅な雇用改善を期待するが、大蔵省の見解が正しいならば、それは他の企業の雇用の減少となるから、期待は間違いになってしまうと反論し、計画に向けて準備できる資金の供給源として次の3つをあげる。

第1は、対外貸付けの減少である。これは大戦後ケインズが一貫して主張し続けた対外貸付け批判にもとづくものであり、「余剰貯蓄のために、毎年きまって1億ポンド以上の規模の対外貸付けを行なっている英国においてなお資本が不足であるというのは、まったくあきれた話である¹⁰⁾」と悲観論を一蹴する。また正統派の教義にしたがえば、対外貸付けの減少は輸出の減少を招くことになるが、ケインズは既にこの因果関係を否定しており、逆にそれが資本収支を改善し、イングランド銀行の負担を軽減するメリットを強調する。

第2の資金源泉は、失業者への給付金として支出されている貯蓄である。いうまでもなく、この資金源泉は失業給付を受け取っている相当数の失業者が存在することが前提であり、雇用されている国民の貯蓄が政府の失業基金を通じて、失業者の消費に費やされていることを意味する。すなわち、「貯蓄が資本設備の増加のために利用されずに、他の個人（＝失業者）が生産以上に消費することに利用されているのである¹¹⁾」。

『ロイド・ジョージはそれをなしうるか』で初めて示されたこの指摘は注目に値する。なぜなら、資本支出の増加とともに失業が減少し国民総生産（＝国民所得）が増加していくならば、失業者の非生産的消費が雇用されることによる生産的消費へと転換し、貯蓄が増加することになるからである。このような貯蓄増加の可能性は既に、初期の『貨幣論』の草稿で指摘されており、少なくともその方向は『一般理論』の乗数理論であるといえる。

問題は第3の資金源泉であり、それは「現在適切な信用を欠いているために、いたずらに無為のまま放置されている貯蓄」であるが、抽象的な表現に留まり、具体性を欠いている。たとえばケインズは、「投資が必ず貯蓄に等しくなるどころか、この両者の不均衡が多くの困難の原因となっている。投資が貯蓄を超えれば、好況と雇用増加そしてインフレへの傾向が生じ、逆ならば現在のような沈滞と異常な失業が生じる¹²⁾」と明言しているにもかかわらず、不況期に過剰となった貯蓄がどこに「無為のまま放置されている」のかは不明のままなのである。

おそらくケインズは、高金利政策のもとで、民間投資だけでなく相対的に大きな比重を占める公共的な投資も抑制され、金融機関に貸付け可能な資金の余剰が生じているとみていたと思われるが、それはケインズが次のように述べているからである。

「イングランド銀行の信用緩和政策を妨げている従来からの真の困難は、信用拡大によって許容できないほどの金の流出が生じるのではないかという危惧であった。……信用を拡大してもそれを現行の利子率のもとで吸収する用意のある国内の借手の存在が予め確実でない限り、イングランド銀行にとって信用の拡大は安全ではない。……われわれは次のように結論する——銀行の信用量の増加がおそらく雇用増加の必要条件であるのに対して、同時のこの増加を吸収する国内投資計画こそが、安全な信用拡大のための必要条件である¹³⁾」。

ではケインズはここで、貯蓄と投資の均衡によって利子率が決定されるというセイの法則を否

定したのだろうか——明らかにこの時期のケインズは混乱している。たとえば、「利子率は正反対の2つの理由のいずれかから下落する可能性がある。利子率は貯蓄が過大であるために、すなわち投資への支出に利用可能な資金供給が過大であるために、下がる場合もある。あるいは投資が過少であるために、すなわち貯蓄を支出すべき望ましい目的が不足しているために下がる場合もある¹⁴⁾」と述べ、少なくともここでは、右下りの投資（＝資金需要）曲線と右上りの貯蓄（＝資金供給）曲線によって、利子率が決定されるという正統派の見解を認めている。そしてさらに、「投資に対するはけ口が故意に制限されている結果、利子率が低下しているのであれば、われわれ自身を窮乏化させる有害な方法にすぎない¹⁵⁾」政府を批判しているが、もし利子率が本当に低下するならば、制限されている分野以外での投資が喚起されるはずである。

それゆえかケインズは、現実問題として、「資本市場は（本来）国際的な市場である。われわれが制御できないあらゆる種類の影響が、優良証券の利子率を決定する。したがって英国政府が資本計画を縮小・拡大したりしても、利子率に与える影響は限られる¹⁶⁾」とも述べている。この主張は当時の世界的な高金利のもとで、金利を引下げられない英国の立場を反映しているが、この資本市場観は以後のケインズ理論の発展にとって重要な意味をもつ。それは『貨幣論』や『一般理論』の主たるテーマが、貯蓄と投資の均衡によって利子率が決定されるという命題（すなわちセイの法則）を否定することにあつたからであり、その意味でケインズが既に、「資金市場とは、今期の貯蓄と投資による資金の需給を調整する国内の貸付け資金市場（銀行も貸出しも含む）である」という正統派の呪縛から脱しようとしていることは注目に値する。

以上のように、現実に大量の失業が存在することを前提とするならば、正統派の教義とは異って、国家による資本支出計画は他の投資を抑制されることなく実行でき、広範でかつ十分な雇用を創出するのであり、ケインズの次のような正統派批判はまさに正鵠を射たものである。

「正統派理論は、すべての人が雇用されていることを仮定している。もしそうならば、一つの方向で刺激を与えれば、他の方向での生産が犠牲となるだろう。しかし現在のように、遊休している生産資源の大きな余剰があるときにはまったく異なる。……この理論が前提することによれば、生産資源——貯蓄・労働および天然資源——が失業しているときには、それらはより低い報酬率を喜んで受け入れ、十分に低い賃金率のもとで雇用はつねに与えられるのである。すなわちこの理論は、研究対象である現象そのものが存在しないと仮定することから出発しているのである¹⁷⁾。」

- 1) XIX, p. 398.
- 2) Britain's Industrial Future —— The Report of the Liberal Industrial Inquiry, 1928 の要約については、前掲拙著『ケインズの経済学』の第5章、および前掲拙稿「構造改革をめざすケインズ」を参照。
- 3) XIX, p. 765.
- 4) Can Llyod George Do it? —— The Pledge Examined, 1929. (前出『説得論集』所収)
- 5) 同上訳書の111ページ。
- 6) 同上, 126～7ページ。
- 7) 同上, 126ページ。
- 8) 同上, 133ページ。
- 9) 同上, 137ページ。

- 10) 同上, 138ページ。
- 11) 同上, 139ページ。
- 12) 同上, 139～140ページ。
- 13) 同上, 140～141ページ。
- 14) 同上, 146ページ。
- 15) 同上, 147ページ。
- 16) 同上, 145ページ。
- 17) XIX, p. 807および811。

Ⅲ-3 「マクミラン委員会」での証言

英国の公定歩合は、1929年2月に4.5%から5.5%へ、さらに10月には6.5%へと引上げられて高金利が本格化する。ケインズは、29年後半から30年初めにかけて、貯蓄が投資を上回ると、国内経済はどのようになるのかを、より詳細かつ理論的に検討するが、そこで主要な論点となるのが、過剰となった貯蓄のゆえである。もしそれが明らかになれば、『ロイド・ジョージはそれをなしうるか』で示された「いたずらに無為のまま放置された貯蓄」は何か明らかになるだけでなく、資本支出計画の第3の資金源が確固たるものとなり、説得力を増すことになる。

ところで1929年11月に、「マクミラン委員会——正式名、金融および産業に関する委員会」が設置され、ケインズも14人の委員の1人として参加することになり、30年2月から3月にかけて3回、30年11月末から12月にかけて3回、英国経済の現状を理論的かつ具体的に分析し、問題解決のためのさまざまなタイプの救済策を提示、個々の救済策の長所・欠点や実現可能性などを、わかりやすくかつ詳細に証言する。そして30年2月21日の証言において、投資を国内投資と海外投資（対外経常余剰と同義で、対外貸付けのうち国内産業の需要となる部分）の和と定義し、国内貯蓄と定義された投資との関係について、「国内投資に使われなかった貯蓄が海外投資になるというのは真実ではないが、そうならば投資（＝国内＋海外投資）を超える貯蓄はどうなるのかという問題に突き当たる。同様にもし投資が貯蓄を上回るとしたならば、その資金はどこから供給されるのか」と懸案の問題を自問したうえで、投資が貯蓄を上回るならば、総需要の増加を意味し、物価が上昇する（逆ならば物価が下落する）ことから、「投資が貯蓄を超える時、その差は利潤であり、それがこの投資の超過をファイナンスする。……同様に、貯蓄が投資を超えると意外な損失が生じ、貯蓄の超過分は企業の損失をファイナンスするのに使われる¹⁾」と答える。

それゆえケインズは資本支出計画の資金源泉として「企業の損失を補填していた貯蓄」をあげ、「国内の投資が増加すると、貯蓄と投資の間のギャップは縮小するので、それに伴って企業の損失も減少する。その結果、企業の損失の補填に費やされていた貯蓄や銀行貸付けそしてあらゆる利潤の増加が新投資のために利用可能になる²⁾」と説明する。

そして、不況の克服にとって利潤の回復が不可欠であるという認識から「失業の救済のためには、利潤の減少を逆転させることが必要であるが、それは企業の利潤を正常水準にまで回復させないかぎり、救済策とはなりえないからである」と結論づける。

では、「マクミラン委員会」で示されたケインズの命題——投資（貯蓄）が貯蓄（投資）を超えると、物価が上昇（下落）して企業に超過利潤（意外な損失）が生じ、それが貯蓄不足（過剰）を相殺する——は、正統派経済学を論破することになっただろうか。少なくともこの命題は、本論

のⅠ—2で説明した銀行行動を媒介とする貯蓄—投資の不均衡分析から完全に脱却しており、セイの法則を否定した内生的な不均衡理論であることは間違いない。

さらにケインズは、失業の増加による賃金の下落が均衡化要因になるのではないかと、という正統派の見解も否定する。

「状況は恐しいことになる。たとえどれだけ失業が増加し、あるいは賃金が低下しても、それらはまったく状況の改善にはならない。なぜなら、失業が増加し賃金が低下すると、ちょうど同じ額だけ購買力が減少するからである。過剰貯蓄が続くかぎり、企業の販売高は常に生産力を下回り、たとえどれだけ多くの労働者を解雇しても、損失が続くのである。」³⁾

このようにケインズは、閉鎖経済の場合、賃金が十分に弾力的であることは、むしろ逆に均衡化要因になるとみたが、その代りに閉鎖経済であるために政策変数である金利（中央銀行が制御できる利子率）を均衡化の手段として利用できるとみる。たとえば貯蓄と投資との間で不均衡が生じた場合、自律的には均衡化しないものの、投資は利子率に対して弾力的であるから中央銀行は均衡するまで（政策）金利を制限なく変更できるのである。

では国際金本位制のもとではどうなるのだろうか。ケインズによれば、まず賃金が十分に弾力的でかつ輸出の価格弾力性も十分に大きいならば、対外貸付けが増加しても速やかに輸出超過の増加となり、国際収支上の問題は生じないので、中央銀行は金利を国内均衡のために十分に引下げることができ、その意味で閉鎖経済とは変わらない。しかし、そうでなければ、対外貸付けの増加によって国際収支が悪化するので、金利を引下げることができず、その結果、過剰貯蓄となり、それが企業の損失によって相殺される。したがってこのような場合に、国内投資を喚起するための代替的な諸政策が求められるのである。⁴⁾

1) XX, p. 73.

2) XX, p. 131.

3) XX, p. 77.

4) ケインズは、国内および国際収支の真の均衡の条件が

$$\text{国内貯蓄} = \text{国内投資} + \text{対外経常余剰} (= \text{海外投資})$$

$$\text{対外貸付け} = \text{対外経常余剰}$$

$$\text{生産物価格} = \text{正常利潤を含む生産費}$$

であるのに対して、1920年代後半の英国の経済は、疑似均衡という不均衡状態であり

$$\text{国内貯蓄} > \text{国内投資} + \text{対外経常余剰}$$

$$\text{対外貸付け} > \text{対外経常余剰}$$

$$\text{生産物価格} < \text{正常利潤を含む生産費}$$

であるとみる。この状況の詳細については、拙稿「ケインズの国際マクロ経済学」、『立命館経済学』、第51巻第4号、2002年、を参照。

Ⅳ 正統派を否定するケインズ

Ⅳ—1 『貨幣論』への道

ケインズは、本論のⅡ—1を紹介した初期のモデルをベースに、『貨幣改革論』の実質残高数

量説を結合する貨幣経済論の研究を進めており、とりわけロバートソンとの共同研究により、1929年の初頭には『貨幣論』は、ほぼ完成していたと推測できる。

しかし『貨幣論』の残された最後の草稿目次（1929年8月2日）を見る限り、第9章のタイトルが基本方程式であるものの、その内容を示して第12章以降のタイトルは銀行貨幣の量（12章）、貯蓄預金の割合（13章）、流通速度（14章）そして経済活動（15章）などであり、明らかにここでの基本方程式は、フィッシャー流の交換方程式の発展タイプと考えられる。また第10章のタイトルは、貯蓄と投資に関する余談であり、少なくともこの段階の『貨幣論』は、30年9月出版の『貨幣論』とは、理論構造で大きく異っていることがわかる。¹⁾

したがってケインズは29年8月以降、30年にかけて急速な理論上の進歩を遂げたとみられ、8月28日には早くも何かをつかみ、出版社への手紙で、「大胆な改訂作業が必要で30年1月には刊行できないが、書き直しは価値があり、大きな改善になる」と伝えている。²⁾

いうまでもなくこの改訂は、それまでの銀行行動を媒介とする貯蓄—投資不均衡モデルからの脱却を試みるものであることは、後のロバートソンの次の手紙（31年末投函）から明らかである。

「あなたが常に抱いていた、そして私が最近まで抱いていた見解とあなたの見解とは一致しています。あなたが『銀行行動と価格水準（1926年）』を執筆し、私がそれについて議論している時、われわれは2人とも、貯蓄と投資の間の不均等が、いわゆる銀行組織の側でのインフレもしくはデフレ行動と呼んでよいような行動の結果としてのみ起こりうると信じていました。私はかなりの期間、この基礎の上に立って研究を進めてきましたが、ついに、それではだめだろうという結論に達したのです。³⁾

ではなぜケインズは、それまでの理論ではだめだと考えるようになったのだろうか——われわれは1929年にケインズが共著で『ロイド・ジョージはそれをなしうるか』を出版し、政府に資本支出計画の実施を求めたものの、Ⅲ—2で指摘したようにその理論的基礎は不十分であり、あいまいさを残していたことを想起する必要がある。そこでケインズは、自らのマクロ理論の不十分さを痛感したのではないだろうか。たとえば最後の草稿（29年8月2日）の第23章（この内容は出版された『貨幣論』にはない）では、失業の原因として、①対外貸付けを抑制するためにとられた高金利による過少投資（＝過剰貯蓄）、②固定資本投資と経営資本投資との間の誤った配分、③相対的な高賃金による高コスト、をあげているが、投資と貯蓄の差が企業の利潤（や損失）になるという指摘を見出すことはできない。⁴⁾ 実際、1929年12月から30年3月にかけての時期のカーン（R. Kahn）との手紙のやりとりをみると、『貨幣論』の完成に向けて2人が共同研究を進めており、そのなかでは、貯蓄と投資の不均衡をめぐる議論が主たるテーマであることがうかがえる。⁵⁾

1) XIII, pp. 113~117.

2) XIII, p. 117.

3) XIII, p. 273.

4) XIII, p. 83~113.

5) XIII, pp. 118~126.

Ⅳ-2 ケインズの『貨幣論』

ケインズは金本位制復帰後、多くの企業が、ポンド高と高金利政策のもとで利潤の減少や損失の発生に苦しんでいることを指摘してきたが、少なくとも、前述した「マクミラン委員会」での証言までは、この認識が自らのマクロ理論に反映されることはなかった。しかし、マクロ経済の代表的企業を想定し、総需要を D 、総生産費 (= 国民所得) を Y 、総生産量を O 、企業の超過利潤を π 、物価水準を P とするならば、

$$D - Y = P \cdot O - Y = \pi \quad \dots\dots ①$$

であるから、 $D = C + I$ 、 $Y = C + S$ を代入すると、 $I - S = \pi$ 、となり、これはまさにケインズの「マクミラン委員会」証言である。また、①式より P を求めると、

$$P = \frac{Y}{O} + \frac{I - S}{O} = \frac{Y}{O} + \frac{\pi}{O} \quad \dots\dots ②$$

となり、これは『貨幣論』の基本方程式である。

このようにケインズは、1930年2月頃までには、『貨幣論』の骨格をほぼ完成させていたと考えられる。そこで以下、セイの法則を否定した『貨幣論』のマクロ理論の特徴を、簡潔に要約することにしたい。¹⁾

(1) いま企業に正常利潤を保証する消費財価格水準のもとで消費財需要と消費財生産が均衡しているとする。そこでもし家計の貯蓄が減少(増加)し、消費需要が増加(減少)すると、どうなるのか——消費財価格は上昇(下落)し、消費財産業に超過利潤(損失)が生じる。一方、貯蓄の減少(増加)は資金供給の減少(増加)を意味するから、それは消費財産業の超過利潤による資金供給(損失を補填するための資金需要)によって相殺される。同様に、投資財需要が増加(減少)すれば、投資財価格は上昇(下落)し、同産業に超過利潤(損失)が発生する。すなわち、中立的な銀行行動(つまり銀行信用が不変)であっても、貯蓄と投資との間で不均衡が生じ、しかも自律的な均衡化メカニズムは働かないのである。

(2) 発展した資本主義経済では、膨大な量の既発行の諸証券(株式や公社債・外債など)が日々売買され、それぞれの市場価格が決定されており、公衆は諸証券の利回りを比較考慮しつつ、自己の資産構成を調整している。したがってもし、企業の業績見通しが好転して投資からの期待収益も高まり、株価が上昇するならば、投資需要が喚起される。また、公衆の公債や社債に対する選好が強まると、債券価格が上昇し債券利率は低下するから、投資需要は促される。

(3) 一般に公衆は貨幣(代表例が貯蓄性預金)を、収益性を欠くにもかかわらず保有しているが、それは貨幣が唯一の安全な資産だからであり、たとえば保有している証券の市場価格が値下がりしてキャピタル・ロスが生じると予想される場合には、証券を売却して貨幣を保有しようとする。すなわち、公衆の保蔵は、証券との間の資産選択において、証券価格が高すぎるとみた弱気筋の貨幣需要であり、明らかにそれは、証券価格の減少関数である。

(4) 何らかの理由で投資需要が減少、あるいは貯蓄が増加して経済が不況に陥る場合、企業が労働者の解雇や賃金の切下げによって利潤を回復しようとしても、それは労働者の賃金所得と消費の減少となるため、均衡は回復せず、むしろ不均衡が拡大する危険が生じる。しかし、デフレが進行して国民総生産 (= 国民所得) が減少すると、産業的流通のための貨幣需要が減少して、

貨幣の余剰が生じるので、それが証券の需要に向かって、株価や債券価格が上昇、中期的にはこの効果により投資が増加し、不況の進行が抑制される。

(5) 『貨幣論』では、(1)のように貨幣所得が一定のもとの物価変動を利潤が増減するゆえに、利潤インフレ・デフレと呼ぶ。一方、(4)のように貨幣所得（主として賃金所得）の変動を伴う物価変動を所得インフレ・デフレと呼んで区別する（ウイクセル・モデルはこの区別があいまいである）。

ところで、正統派のマクロ理論では、既にⅠで述べたように、①公衆が貨幣を保蔵すると、同額の総需要の不足となる、②銀行の信用創造による企業への貸付けは同額の投資（したがって総需要）の増加となる。③公債発行による公共投資は、債券市場で利子率が上昇して同額の民間投資の減少となり、総需要は変わらない。

しかし『貨幣論』では、①②③の命題は成立せず、以下のように修正される。

(6) 現行の証券価格のもとで、公衆弱気となり証券の値下り不安が高まったとしよう（正統派のいう保蔵の増加に対応）。公衆はキャピタル・ロスを避けるために証券を売却するが、その結果、証券価格は公衆の値下り不安が解消される水準まで低下し、それによって投資を抑制される。しかし、ここで銀行組織が証券の購入によって貯蓄預金を供給するならば、証券価格の下落は抑えられる。つまり証券価格は公衆の弱気の程度と銀行行動に依存するのである。

(7) 銀行組織の証券購入によって貨幣供給が増加すると、証券価格が上昇して投資を喚起するが、銀行が直接企業の投資をファイナンスするのではないかぎり、貨幣供給の増加額だけ総需要が増加するとはいえない。

(8) 公債発行による公共投資の増加は、(1)で述べたように利潤の増加による資金供給が生じるから、民間投資を抑制することはない。

以上のように、貨幣供給や保蔵性向の変化の効果は、証券価格の変化を媒介とする間接的なものであるのに対して、政府の公共投資は直接的な総需要効果を示すのである。

- 1) A Treatise on Money I: The Pure Theory of Money, 1930, (小泉・長沢訳, 1979年), とりわけ第3編による。なお本論にかかわる点については、同書の外国語への序文 (xxxix ~ xxxviii ページ) が参考になる。『貨幣論』をめぐる論争については、XIII の chapter 4 を参照。『貨幣論』のより詳しい説明は、前提拙著『ケインズの経済学』の第11・第12章および拙稿「ケインズの革新」, 『立命館経済学』, 第51巻第2号, 2002年を参照。

Ⅳ—3 『貨幣論』による大不況の解明

『貨幣論』が完成した1930年9月は、まさに世界的大不況が本格化し始めた時期であり、ケインズは『貨幣論』を武器に大不況の原因と解決策を、多くの論文やメモ・スピーチなどで明らかにしている。そこで本論では、その代表例として以下、1931年2月の論文「経済不況のメカニクス」を全訳によって紹介しよう。¹⁾

1

不況は物価の下落と失業の発生を特徴とするが、当然ながらこの2つの現象は結びついている。

物価の下落は全般的な企業利潤の減少を意味し、その結果、労働者を雇用しようとする意欲と能力は減退する（逆に好況期には企業は超過利潤を得る）。換言すればそれは、生産者の総収入が総支出を下回っているのである。そしてこれは、所得の一部が消費にも投資（投資財への支出）にも向けられない場合にのみ起こるのである。

私はこのことを投資に対する貯蓄超過と表現する。これまで、両者は常に正確に等しいと想定をされてきたが、それは次のような混乱にもとづいている。最初の混乱は、意外な損失を負った貯蓄、意外な利潤を正の貯蓄とみなすことから生じたものであり、それは言葉上の使用では許されるとしても、起っている事実をあいまいにし、しかも貯蓄の減少を伴わないで消費が増加するという奇妙な結論になってしまう。

第2には、均衡においてのみ貯蓄と投資が等しいという事実を考慮しないことから生じる。なぜなら、貯蓄は労働者を解雇させる効果をもつが、貯蓄と投資が常に等しいとみるのは、新投資による雇用の増加が解雇された労働者を吸収するまで、賃金が下落すると想定されているからである。しかし、不均衡下においては、このような調整は起こらず、解雇された労働者は新投資財の生産には吸収されず、失業のままである。

この場合、貯蓄に何が起きたのだろうか。貯蓄は企業の売れ残った在庫（ストック）や値下げ販売したために生じた損失をファイナンスするために使われてしまったのである。

2

貯蓄と投資との間に不均衡が生じること、貯蓄が投資を超えると企業に損失が生じること——これが私が明らかにしようとした第1の論点である。そこで以下、「どのようにして不況が悪循環に陥るのか」を考察しよう。

まず均衡の状態から始め、何らかの理由で新投資が減少したとしよう。たとえば1928年をピークとする米国の膨大な建設・建築支出は、1929年央にはさまざまな原因で終りを迎えた。この投資の減少の結果は、物価の下落と利潤の落ち込みであり、この利潤の減少はさらなる投資の減少を招き、その結果、物価はいっそう下落する。それに続き、新しい事業への意欲が極端なほど衰退し、多くの企業で信用失墜や支払不能が生じる。そしておそらく最終的には、資金面で苦境にある個人の場合の適切な行動との誤った類推から、（政府の）節約キャンペーンが始まり、これが破滅への道となる。なぜなら節約によって貯蓄を増加させようとするキャンペーンは、貯蓄と投資の間のギャップをさらに大きくし、いっそうの物価の下落、企業の損失そして失業の増加を招くからである。

その間に失業は増加し続け、最悪の状態に到るが、それは生産者の収入額が主要コストを上回わり、かつそれが一時的ではないという確信が回復してくるまでは、生産の抑制が続くからである。

かくして「不況の悪循環とは何か」が明らかになった。すなわち、利潤が得られるのでない限り、資金を借りる意欲も貸付ける動機も生まれませんが、逆に新投資のために資金が貸付けられるようになるまで、利潤は回復しないのである。

では、何が不況を終らせるのだろうか。貯蓄の減少を別にすれば、投資の増加以外にはない。時間の経過とともに、次の5つの刺激から投資の増加が起こりうる、(a)革新と進歩の正常な進行、

(b)既存資本の減耗, (c)利子率の低下, (d)政府による投資計画の適切な実行, (e)戦争などである。

しかし、世界経済体制の一員である国が、不況を終らせるための積極的な行動を単独で実行する場合、厳しい制限に直面するが、それは、支出の一部が外国に漏れてしまうからであり、他の国々と共同歩調をとらずに行動をおこす場合の限界である。しかし一旦流れが変わり、物価が上昇に転じ、景気が底を打ったとみなされると、投機的な要因も加わって、急速に回復の動きが生じる。

3

我々は現在、未曾有の激しい不況の只中にいる。今回に最も近いケースは、鉄道大拡張の時代がピークを過ぎた後の1890年代であり、その時は今日の米国やフランスがそうであるように、大英帝国が種々の理由で対外貸付けを縮小していた。実際この時には、回復に6年間を要したのである。

1930年の投資の崩壊は、前例のない程の規模であり、当然ながら多くの理由があるが、ただ一ついえることは、これが大不況の主たる原因だということである。とりわけ米国では、1930年の投資額は29年の半分ほどであり、約10億ポンドの減少である。

企業の側でのこの支出の減少は、消費支出の増加によってバランスされることはない。残念ながら、各個人は、帳面上の損失や利益（paper loss or profit）を見て、社会的にみて望ましいものとは逆の行動をとるからである。つまり彼らは、好況期に貯蓄を抑え、不況期に消費を抑えるのである。

同時に、債務国での投資に対する債権国の貸付けは、おそらく3億ポンドほど減少したとみられる——この数字は推測であるが多分大きな誤りはないだろう。

景気回復の問題は主として、投資を増加させる問題であるが、現在はまさにこれが困難な状況なのである。債務国の信用崩壊は自らの借入れを難しくし、米国では、1929年に終わった一大建設ブームは当分の間、復活することはないだろう。近年までに、自動車とそれに必要な道路、映画の発展や無線機器などの新しいイノベーションが繁栄の維持に大きな役割を果たしたが、現在それは小休止の状態にある。しかも金利は戦前の水準に比べて高く、投資家も神経過敏になって、この高水準を維持しようとしている。

長期的にみるならば、私は他の諸要因よりも長期金利の低下に期待しているが、当分の間、長期にわたって十分に金利が低水準にあることは期待できない。したがってその間、資本主義社会の基盤はゆさぶられるであろう。というのは、資本主義社会を支えているのは正常利潤を期待できることであり、それが事業活動を動機づけるとともに契約の順守を可能にするからである。いま世界は、債権国と債務国という2つのグループにわかれている。また国内でも、所得が契約によって守られているグループとそうではないグループがある。

問題の本質について全く誤解している人が多く、解決は容易ではない。

- 1) “The Internal Mechanics of the Trade Slump”, 1931. Feb. 6, XX, pp. 477~481. 同様な内容としては、「1930年の大不況」1930年12月20日、(前出『説得論集』所収)があるが、30年代大不況の説明に限れば、ケインズのベストの論文は、「貨幣価値の崩壊が銀行に及ぼした帰結」、1931年8月、(『説得論集』所収)であろう。

おわりに——『貨幣論』以降の展開

『貨幣論』で未完成のまま残された課題の一つが利率の決定理論であり、『貨幣論』における証券価格の決定における弱気の理論が『一般理論』の流動性選好の利子論へと発展したことは広く知られている。

しかしケインズは1930年9月、早くも『貨幣論』にもとづいて、世界的大不況下でなぜ高金利が続くのかを検討し、損失を補填するために「困窮した借手」が金利の低下を阻げていると主張し、それとともに、長期債券価格の上昇による長期利率の下落が、低水準の短期金利にもかかわらず生じていないことに注目している。その理由としてケインズは、公衆が第一次大戦後の世界的に高金利に慣れてしまい、その低下を予想できないことをあげているが、換言すればそれは、購入した長期債券の値下りによるキャピタル・ロスを恐れていることを意味する。その結果、公衆の資金は長期債に向わずに、短期資産で運用しているとケインズは指摘するが、明らかにこれは『一般理論』の流動性選好の利子論を示唆するものである。

『貨幣論』で残された第2の課題は、貯蓄と投資の不均衡のもとで、国民総生産が変動するとどうなるか、についての具体的かつ詳細な検討である。周知のようにこの問題は、『一般理論』の乗数理論によって解決されるが、早くもケインズは1933年の『繁栄への道』において、『ロイド・ジョージはそれをなしうるか』と同じ問題を論じ、各国共同での公債発行による公共支出政策を提唱している。

当然ながら『繁栄への道』は前著と異なり、『貨幣論』以後の理論的發展をふまえ、明快かつ理論的な説明を行なう。すなわちケインズは、雇用の増加→所得の増加→消費の増加→新たな雇用の増加という雇用乗数（英国での乗数値を1.5とみる）を提示するとともに、国民所得の増加が財政負担の問題を解決するとして、次のように述べる。

「今日、責任のある一部の人々から支持を受けている公債支出計画にこの理論を適用するならば、予算均衡計画に抵触しないように、徐々にそして注意深くなければならぬと考えることは完全な誤りであることがわかる。全く逆である。国民所得を増加させ、雇を増大させることによってしか予算を均衡化させることはできない。」

最後にわれわれは、本論のⅣ—2で示した問題が『一般理論』ではどう展開されたのかをまとめておくことにしたい。

- (1) 公債発行による公共支出は同額の貯蓄とその乗数倍の国民総生産（＝国民所得）の増加（それに伴う雇用増加）をもたらす。
- (2) 貨幣供給量の増加は、債券価格の上昇（＝債券利率の低下）を通じて、投資需要の増加を促す。また、株価の上昇は投資からの期待収益の増加に反映されて、投資需要を喚起する。
- (3) 貯蓄性向の上昇は、消費需要の減少を通じて国民所得の減少となるので、財蓄額の増加とはならない。
- (4) 公衆の保蔵性向の上昇は、流動性選好の高まり（＝投機的動機による貨幣需要の増加）と同義であるから、債券需要の減少を通じて債券利率の上昇となり、投資需要を抑制する。