

貯蓄—投資の不均衡分析と貨幣数量説の統合を めざすケインズ

松川周二

はじめに

- I 貨幣数量説にもとづく経済変動論
 - II 貯蓄—投資の不均衡分析と貨幣数量説の統合の試み
 - III 『貨幣改革論』から『貨幣論』へ
 - IV 『一般理論』
- おわりに——ケインズとハイエク

はじめに

経済学史の立場からマクロ経済学の形成を展望するならば、貨幣数量説にもとづく経済変動論と貯蓄—投資の不均衡分析が二大潮流であることがわかる。そこでIとIIでは、この二大潮流についてそれぞれの代表的な論者と著作をとりあげて簡単なサーベイ（紹介）を行ない、ついでIIIとIVでは、これらの諸理論とケインズの理論との関連が検討され、『貨幣論』や『一般理論』などのケインズ（J.M. Keynes）の革新的な著作が、これら既存の諸理論——とりわけ貨幣数量説の応用・展開であることを明らかにする。

I 貨幣数量説にもとづく経済変動論

1

経済変動の最初の経験は、16世紀のヨーロッパであり、そこでの執拗かつ前例のないインフレーションが貨幣数量説を生む背景となる。経済学史家の研究によれば、このインフレーションの原因が米大陸から貴金属の流入であることをいち早く指摘したのは、スペインの学者たちであるが¹⁾、貨幣数量説による説明を行ったのは、フランスのボーダン（J. Bodin）であるといわれている²⁾。ボーダンによれば、物価上昇の主たる要因は金銀の増加であり、それはまずスペインやイタリアの物価を騰貴させ、さらに貿易を通じてフランスに流入した。すなわちフランスは家畜・穀類、多くの種類の工業製品だけでなく労働力も供給したために、大量の金銀が流入、それが物価を押し上げたのである。

17世紀から18世紀に至り、貨幣—市場型経済が広く浸透し始めると、貨幣の利用は市場の効率性を高めて経済を活性化させ、さらに貨幣—市場型経済の拡大が貨幣需要を増加させることが明らかになり、ペティー（W. Petty）、ロック（J. Locke）、カンティロン（R. Cantillon）、さらにはアダム・スミス（Adam Smith）などが、経済活動を支えるのに必要な、過不足のない貨幣量という考え方を提示し始める³⁾。

たとえばロックは、「労働者の賃金の50分の1、地主の年々の収入の4分の1、および仲買人の年収の20分の1よりも少なくない現金で一国のすべての取引を賄うのに十分であろう。……現金がこれ以下であるならば、それだけ取引は貨幣不足のために阻害されざるをえない」と述べている。

一方、カンティロンは、ロックを「貨幣がいかなるプロセスをへて、どのような比率で物価を引き上げるのか」を説明していないと批判、貨幣数量説にとって最も重要な貨幣と物価との間の因果関係について、具体的な説明を行なう。

カンティロンによれば、貨幣が経済に導入されるのは、貴金属の鉱山開発と貿易黒字によってであり、いずれの場合も、新しく貨幣（貴金属）を手に入れた人々の所得が増加し、彼らは所得の増加に比例して支出を増加させるから、物価は所得の増加→支出の増加→所得の増加という波及プロセスを辿りながら上昇していく⁴⁾。

しかしながら古典派経済学のなかで貨幣数量説の完成者とされるのは、ヒューム（D. Hume）であり、ヒュームはまず、貨幣を二義的にみる正統派の貨幣観を明らかにする。「貨幣は正確に言えば、財貨の相互交換を容易にするために人々が承認した道具にすぎない。それは交易の車輪ではなく、車輪の動きを円滑にする油なのである」。

次いで「ある国にとって貨幣量の多寡が何らの問題でないことは明らかであるが、それは財貨の価格は常に貨幣量に比例するからである⁵⁾」と述べ、貨幣数量説の核心とともに、いわゆる「貨幣と実物経済の二分法」を示唆する。

一方ヒュームは、現実には貨幣の増加が、短期的ながら取引や生産活動を刺激する効果があることを認めている。「貨幣が以前よりも多量に流入し始めると、国中ではあらゆる物が新しい様相を呈するようになる。労働と産業活動は生気を帯び、商人はいっそう熱心になり、製造業者は勤勉と熟練を増し、農民でさえ以前よりも敏速かつ注意深く耕作するようになる。……財貨の高価格は金銀の増加の必然的結果ではあるけれども、この増加に続いて直ちに生じるものではなく、貨幣が国全体で流通し、その効果が国民のすべての階層に及ぶまでには、ある時間の経過が必要なのである。初めのうちはなんの変化も認められないが、やがて次第に一つの財貨から他の財貨へと価格が騰貴してゆき、ついにはすべての財貨の価格がこの国にある貴金属の新しい分量にちょうど比例する点にまで到達する。金銀の量の増加が産業活動にとって有利なのは、貨幣の取得と物価上昇の間の中間状態においてだけである⁶⁾」。

このようにヒュームは、後のミル（J.S. Mill）やマーシャル（A. Marshall）などの正統派の「長期と短期を区別する」立場を早くも示しており、注目に値する。

しかしながらヒュームの最大の貢献は、「国内の物価水準は貨幣量に正比例し、貿易黒字は国内物価水準に反比例する」という国際金本位制の理論的支柱となる命題——いわゆる物価変動と正貨流出入のメカニズムを提示したことであり、この面からも貨幣数量説の完成者と評されるの

である。

「もし英国の全貨幣の5分の4が一夜のうちに消滅し、正貨に関してはヘンリー諸王やエドワード諸王の時代と同じ状態に戻ったとすれば、どのような結果が生じるのだろうか。すべての財や労働の価格はこれに比例して下落し、あらゆる財はこれらの時代と同じ安さで売られるであろう。こうなれば、いったいどの国が外国市場でわれわれに対抗したり、われわれには十分な利益を与えるのと同じ価格で製品を輸出したり販売したりすることができるのだろうか。したがってごく短期間のうちに、失った貨幣は呼び戻され、わが国の財と労働の価格は近隣のすべて国の水準まで騰貴するであろう。……⁷⁾またもし全貨幣が一夜のうちに5倍に増加したとすれば、まったく反対の結果がきつと生じるであろう」。

2

周知のように、アダムス・スミスからリカード (D. Ricardo) ・セイ (J. B. Say) に到る古典派経済学の形成において、主要なテーマとなったのは、自由な市場での相対価格（交換比率）の決定理論であり、そこでは「供給は自らの需要を創出する」というセイの法則が共有され、その結果「一般的過剰生産の可能性」が否定されるとともに、いわゆる「貨幣と実物経済の二分法」が支持される。すなわち、市場で決定される諸財の相対価格は貨幣量の増減に影響されず、その絶対水準のみが変位するにすぎないということであり、ヒュームの貨幣数量説（貨幣と物価水準の比例的な関係）が古典派経済学の基本命題の一つとして位置づけられたのである。

たとえばリカードは「生産物はずねに生産物によって、あるいはサービスによって買われる。貨幣は単なる交換のために媒介物にすぎない」とみており、貨幣と利子率との関係についても、物価上昇期には何らかの影響が利子率に生じることを認めながらも、原則として両者の関係を否定する。

「金利は5%であれ、4%であれ、また3%であれ、イングランド銀行が貸し出そうとする利子率には左右されず、資本の使用によって生むことのできる、そして貨幣量や価値とは全く無関係な利潤率によって左右される。銀行がいくら金額を貸し付けたとしても、市場利子率を永続的に変えることはできず、発行された貨幣の価値を変えるにすぎないだろう⁸⁾」。

しかしながら貨幣が現実に交換手段として使用され、また、一時的でも価値貯蔵手段として利用される以上、貨幣を手に入れた売手が直ちに他の財の買手となる保証はない。すなわち貨幣の保蔵や放出（手持ち貨幣残高の増減）は、正統派からは非合理的で例外的な行為とみなされるが、人々が現実に貨幣残高を増減させているならば、マクロ経済は不均衡状態となり、少なくとも短期的にはセイの法則が成立しなくなる。

古典派経済学を集大成し最後の古典派経済学ともいわれるミルは、19世紀から始まるマクロ経済の変動（物価変動を伴う景気循環やしばしば起こる商業・信用恐慌など）ゆえに、スミスやリカード・セイの時代以上に、現実の説明を余儀なくされる。そこでミルはまず、正統派の教義であるセイの法則と貨幣数量説の堅持を表明する。

「商品に対する支払い手段を構成するものは商品にはかならない。各人が他の人々の生産物に対して支払う手段は、彼自身が所有する生産物から成り立っている。すべての売手は不可避免的に、そして言葉の意味どおりに買手である。もし一国の生産力を急に2倍にすることができるならば、

あらゆる市場において商品の供給を2倍にしなければならない⁹⁾。「物価上昇の割合は、正確に貨幣量の増加割合に等しいことに注意しなければならない。すなわち、もし貨幣の流通量が2倍になれば、物価も2倍に騰貴するだろう¹⁰⁾」。

このようにマクロ経済が均衡状態にあるならば、正統派の教義が成立しており、貨幣供給量に変化がなければ物価は安定している。しかし何らかの理由で均衡が破られると経済は、短期不均衡の状態に陥るが、ミルはこのようにして始まる信用循環のプロセスを以下のように説明する。

「たとえば新しい外国市場の開発……のような物価上昇を予想させるような事件が発生すると、いくつかの主要な分野において同時に投機的な活動が始まる。物価が上昇すると、商品をもっている人たちは大きな利益を得、あるいは大きな利益を得る力を有しているように見える。民衆の心理がこのような状況にあると、投機の成功による資産増加の実例が多くの模倣者を生み、投機は当初の予想をこえ、正当である限度をこえて前進する¹¹⁾」。

またこのような時期には、大規模な信用の拡大が生じ、投機的な利益が期待されるゆえに、企業や商人の間での信用供与や銀行の信用創造が過大となる。しかし、このような投機と信用膨張に支えられたブームも崩壊を迎えることになるがミルは反動デフレの進行もリアルに描く。

「物価騰貴に反動がやってくる。物価が下落し始めると、投機的な購入はもはや行なわれなくなる。しかしこれがすべてではなく、下落は正当な水準以下に落ち込むだろう。それは、物価下落期にはだれもが破産しつつある、あるいはそう見えるからであり、堅実な商人でさえ通常の信用を得ることが困難となる。実際、この時期には商人はだれでも返済すべき債務がある一方、現金を手放すこと、また現金を請求する権利を延期することを好まない。……かくして、一般物価は投機の時期には通例の水準以上に上昇したが、それと同様に、商業反動の時期には、この水準よりもはるかに低い水準へ下落するのである¹²⁾」。

以上のように、信用循環のプロセスは、インフレ期待の形成→投機的な取引による利益の発生→信用の膨張→投機によるインフレと信用膨張の悪循環である。そして投機ブームの崩壊後は、進行のメカニズムが逆転するだけでなく、債務負担の増加と確信の崩壊・不確実性の高まりにより貨幣保蔵の増加が生じるのである。それゆえミルは、「貨幣需要に対して商品全体の過剰が実際に生じる。換言すれば貨幣の過少供給が生じている」と述べ、少なくともここでは、一般的過剰生産の発生を認めているようにみえる。

ところがミルは他方で「シスモンディーのように商業恐慌を生産の一般的過剰の結果であると考えるのは誤りである」とし、以下のように反論する。

「それは単に投機から生じる結果にすぎない。それは緩慢で持続的な下落ではなく、異常な高水準からの急激な下落であり、直接な原因は信用の縮小である。したがってその救済策は信頼の回復である。また、この一時的な市場の混乱が弊害であるのは、まさに一時的だからである。……この現象は過剰生産の弊害を強調する著名な経済学者の主張と決して一致しない。これらの経済学者たちは、市場の欠陥によって生じる生産者の経営状態の持続的・長期的な衰退を考えているが、このような見解は、商業恐慌の現実からは何の支持も受け¹³⁾ない」。

以上のように、ミルは「現実と理論の二分法」あるいは「長期均衡と短期不均衡の二分法」と呼ぶべき立場をとるのであり、以後の正統派の基本的なスタンスとなる。

3

前述した「ミルの二分法」を継承したのがケンブリッジ学派の開祖マーシャルである。

マーシャルはミルと同様に、セイの法則を当然の如く承認し、「たしかに人は通常、所得のある部分を支出し、他の部分を貯蓄するといわれる。しかし彼は支出する部分によって労働および商品を購入すると同様に、貯蓄も労働および商品を購入するのである。これは周知の経済学上の公理である¹⁴⁾」と述べ、貯蓄（資金供給）する主体と投資（資金需要）する主体との区別は明確にしているものの、利子率の変化が投資資金の需給を一致させるとみており、マクロ経済におけるセイの法則の成立を示唆している。

一方、マーシャルの貨幣数量説は、自らの貨幣・信用論の講義を通じてケンブリッジの経済学徒の間に広がったが、そのエッセンスは、いくつかの委員会での証言で示されており、たとえば『金・銀委員会（1888年）』において金の流入後の波及プロセスを証言する。

「割引率（銀行の手形割引に適用される代表的な短期金利——引用者）の低下は投機を刺激する。……投機家たちは以前の利率で借入れることができなかったが、新しい利率で借入れることができるのである。……そしてこの投機がどのような形をとるにせよ、直接または間接に物価を高めることはほとんど確実であり、これが主要な論点である。……金はその国に入ってくる際には、物価が上昇することを知っており、人々がそう期待する。そこで投機目的のために借入れをすべきか迷っている人は、物価騰貴を信じると以前よりも高い利率でも借入れようとする。そして結局、その国への金の流入は、人々に物価騰貴を信じさせることにより、資金に対する需要を増加させて、したがって私の意見では割引率を高める¹⁵⁾」。

以上のように、貨幣量の増加は、短期金利の低下→投機的な資金需要の増加→銀行の短期貸付けの増加→投機的な商品需要の増加→物価上昇となり、さらにそれが期待インフレ→実質金利の低下→銀行の貸付けの増加→銀行の現金準備の不足→短期金利の引上げとなって新しい均衡が実現するのである。

そしてマーシャルは、「社会の状態に応じて、さまざまな階級の人々が全体として通貨の形で保有しようとする資力のある量が存在する。それゆえ他のすべてのことが同一であるとすれば、通貨量と物価水準の間には、前者が10%上昇すると後者が10%上昇するという、直接的な関係が成立する」と述べているが、ここで注目されるのは、次いで「人々が通貨の形で保有しようとする資力の割合が小さくなるほど貨幣の総価値は低下するだろう。すなわち所与の貨幣の下で物価より高くなるであろう¹⁶⁾」と主張している点である。すなわちマーシャルは、人々の貨幣保有比率の引下げ→貨幣支出の増加→物価上昇→貨幣残高需要の増加という因果関係を示唆したのであり、この貨幣残高アプローチは、その後ピグー（A. C. Pigou）やケインズによって定式化される。

ではマーシャルは物価の変動（信用循環）をどのように説明したのだろうか——それはミルの説明を受け継ぎながらも、その後のホートレー（R. Hawtrey）やフィッシャー（I. Fisher）などにもつながる具体的に詳細な叙述であり、以下、その概要を紹介しよう¹⁷⁾。

信用の拡大が始まると、生産者たちは需要の増加に気づき、労働者を求めて競い合うので賃金所得が増加、労働者の消費も増加し始める。その結果物価が上昇し利潤も増大すると、その持続を予想する多くの投機業者は、投機目的により財の購入を増加させる。実際、銀行信用が拡大して借入れが容易になるために、資金の借入れによる買手も加わり、物価上昇が加速する。

このような状況が続き、従来からの事業拡張のための借入れに加え、巨額の取引が信用と借入れで行なわれるようになり、危険が高まってくる。銀行側がまず変化の兆候を読みとり、貸付けの抑制に転じると、経済活動は大きな打撃を受ける。多くの新規事業が既に着手されており、信用の縮小は投下された資金が回収できない危険が高まる一方で、多くの企業が借入れで鉄道やドッグ・鉄工所や諸工場の建設を進めているのである。それゆえ資金需要は続いているが、貸付けが減少しているため、利子率は大幅な上昇を示し、さらに不信が高まると銀行側は高利でも貸付けの更新を拒絶するようになる。

苦況の投機業者は債務の支払いに迫られ手持ちの在庫を売却し始めると物価上昇は止まり、それを見た他の投機業者たちも将来の不安から追従して売りに転じ、物価は下落し始める。そして高利で資金を借入れていた多くの投機業者は、値下がりしている在庫をかかえて倒産し、さらには彼らに資金を貸付けていた金融業者も破産する。破産は連鎖をたどる。通常は堅実な企業でも借入れによって債務超過になっており、それ自体は何の問題もないが、物価が下落し信用の不安が生じている状況では、債権者たちに疑われ、緊急な返済を求められるからである。しかしどのような企業もすぐに資金を集め借入金を返済することはできず、その結果破産に追い込まれてしまう。

このようにして将来への確信が崩壊し、逆に不信が支配すると、破産がパニックを生みパニックがさらなる破産を生みながら、商業恐慌となるのである。

以上がマーシャルの景気変動論の概要であるが、ここで注目したいのは、マーシャルは「商業恐慌の後では、倉庫にはほとんどあらゆる業種で財が滞貨しており、ほとんどの業種も、資本に良好の利潤を、労働者に過不足のない賃金を与えられるような、生産水準を維持できない」と過剰生産の発生を認めているにもかかわらず、ミルと同様に、事態を楽観視していることである。

「このような事態が一般的過剰生産の状態であると考えられているが、それは真実、商業の混乱以外の何物でもなく、その救済策は信用の復活である……悪の元凶は信頼の欠如である。信頼が回復し、その魔法の杖ですべての産業にふれ、生産と他業種に対する商品需要とを維持させるならば、ほとんどたちどころに元凶の大部分はとり除くことができる¹⁸⁾」。

このようにミルやマーシャルの二分法的アプローチは、ラカトス (I. Lakatos) のいう、科学的¹⁹⁾研究における「堅固な核 (hard core)」と「保護帯 (protective belt)」の区別を想起させる。なぜなら、セイの法則と貨幣数量説は正統派にとって、長期均衡という検証不可能な現実には起こらない状況でのみ成立する命題であるものの、堅持されるべき堅固な核の部分だからであり、現実の不均衡はまさに取り替え可能な保護帯なのである。

4

ミルとマーシャルと同様に、貨幣数量説アプローチを基調に、銀行と商人の積極的な役割を明示的に導入、マクロ経済のフロー循環のフレームワークで景気変動を説明したのがホートレーであり、以下、本論では彼の主著というべき『好況と不況 (1913年)』に沿いながら、ホートレーのモデルの特徴を明らかにしたい。

まず銀行が中立的な経済や銀行のない経済を想定すると、マクロ経済は均衡状態にあり、総需要と総供給は等しい。すなわち、家計の所得は一部が消費され残りは貯蓄されるが、貯蓄は資金

市場で利子率の調整によって投資と等しくなるから、セイの法則が成立している。

ところが外国からの金の流入などによって銀行の現金準備が増加すると、銀行の貸出し意欲が高まり、短期金利が低下する。商人にとって短期金利の低下は在庫保有コストの減少を意味するので、彼らは銀行借入れによる保有在庫の増加を企図し、生産者への発注をふやす。そのため各企業の生産や雇用は拡大、国民所得は増加し、それらはさらに総需要を増加させるから、マクロ経済は超過需要の状態が続き、生産能力の限界に近づく産業では価格が上昇し始める。

物価が上昇してインフレ期待が生じると、商人の間では値上がり差益をねらう投機的な在庫需要も増加、またインフレ期待のもとでは遊休している銀行預金からの支出も加わるため物価上昇は加速し、経済は諸価格の高騰と生産や雇用が拡大するインフレ好況局面を迎える。一般に好況も初期の段階では賃金率の上昇は小さく、所得の増加も現金需要の小さい富裕階級に片寄るために、国民の現金需要の増加は小さい。しかし好況が進行して賃金率も上昇、労働者の所得増加が顕著になると、現金需要が増大し銀行の現金準備率は急速に低下する。

銀行が現金準備の減少を抑えるために短期金利を上げると、それを契機に投機とインフレ期待によるブームは終りを迎え、経済は反動デフレの状況となる。すなわち商人たちは金利の上昇とデフレ予想ゆえに在庫保有を縮小しようと売り急ぐとともに生産者への注文も減らすから生産者の所得の減少による需要減退も加わって物価の下落が進行する。さらにデフレ予想のもとでは、銀行預金への選好が強まり、物価下落はさらに進むことになる。

不況期に、銀行貸付けは返済され、さらに生産や雇用の縮小に伴い現金需要も減少するので、銀行の現金準備も回復し、銀行の貸出し利子率も低下する。もちろん、人々の将来に対する予想が悲観的な間は、低金利だけでは銀行貸出しは増加しないが、着実に景気回復の準備が進んでいく。

以上のようにホートレーは、ミルやマーシャルの短期不均衡分析を継承しつつ、在庫の増減による貨幣所得や生産の変動によって景気変動を説明したのに対して、近代的な貨幣数量説の先駆となったのが、フィッシャーであり、彼の有名な交換方程式は『貨幣の購買力（1911年）』で示された。²¹⁾

周知のように、それは $MV=PT$ であるが、フィッシャーが現実を説明するために用いたのは、

$$MV+M'V=PT \quad (1-1)$$

である。ここで T は取引量、 M は現金で M' は預金通貨であり、 V 、 V' はそれぞれの流通速度であるが、シンプルな $MV=PT$ とは異なり、たとえ V と T が一定であったとしても、それだけでは M と P とが比例するとはいえない。すなわち (1-1) 式は、

$$M\left(V+\frac{M'}{M}V'\right)=PT \quad (1-2)$$

となるが、フィッシャーはまず、長期的には V' も V と同様に安定的であり、主に銀行行動に依存する M'/M （現金—預金比率）も安定的であるとみる。

このようにフィッシャーも、正統派の教義が長期均衡において成立することは認めるが、 M が増加して新しい均衡状態に到る間の過渡期には、経済は不均衡となり、以下のような信用循環が生じるのである。

たとえば金の流入によって M が増加すると、銀行は過剰準備 (M'/M の低下) となるので銀行

の貸出し金利が低下、貸出しの増加とともに M' も増加して物価が上昇し、生産や雇用も拡大する。物価が上昇し期待インフレの状態となると、銀行の名目金利が低下しなくても、実質金利は低下するから（いわゆるフィッシャー効果）、銀行借入れによる貨幣支出が増加する。すなわち経済は、物価上昇→実質金利の低下→銀行貸出しの増加→預金通貨 M' の増加→貨幣支出の増加→賃金や利潤の増加→貨幣支出の増加→さらなる物価の上昇、というインフレ好況局面となり、さらにインフレ期待のもとでは、人々は貨幣よりも実物財への選好を強めるから、 V や V' は上昇し、物価上昇は加速する。

しかしながら M' が膨張し M'/M が上昇し続けると、次第に銀行の現金準備率が低下するので、銀行は貸出しを抑制し金利を引上げる。その結果、金利が物価の上昇を追いつき実質金利も上昇に転じるので、多くの企業が予想外の損失をこうむり、銀行からの新規の借入れが減少、貨幣支出も減少し始め、物価は上昇から下落に転じ、景気は崩壊する。

以上のように、銀行信用の拡大とインフレ期待そして投機的な超過需要によって支えられた好況は、銀行金利の上昇を契機に崩壊すると、今度は逆のメカニズムが作動して不況が進行していくのである。

ところで近年、長期的なデフレに苦しんでいる日本において、フィッシャーのデッド・デフレーションの理論²²⁾ (1933年) が注目を集めているが、それは以下の如く、ブーム崩壊後の反動デフレの進行がみごとに描かれているからである。

好況インフレ期には、企業の多くは銀行からの借入によって在庫を保有し、また事業を拡張しているため、景気の崩壊とともに、それは過剰債務となって企業にふりかかる。すなわち反動デフレに見舞われると、債務者である企業も債権者である銀行もパニックに陥り、企業は債務の実質負担の増加を避けるために債務の清算に走り、債務不履行を恐れる銀行もそれを強く求める。債務の清算に迫られた企業は、損失覚悟の値下げ販売を行なって現金を回収、また銀行の貸出しも減少してデフレが進行するので、人々の貨幣需要は増大し、人々の買い控えが広まって流通速度が低下する。

物価の下落が続くと、企業の生産・販売・雇用が縮小、利潤の減少・損失の発生となるので、倒産する企業が続出し、経済は悲観論と自信喪失が支配的となる。しかもデフレ期待のもとでは、たとえ名目金利が引下げられても、実質金利は低下せず、上昇することさえあるのである。

以上のように、好況期における銀行からの借入れが巨額なほど、債務の清算とデフレの悪循環が深刻となるのであり、これがフィッシャーが強調したデッド・デフレーションである。

II 貯蓄—投資の不均衡分析と貨幣数量説の統合の試み

1

19世紀も後半に入ると景気循環が本格化し、そこでは資本財部門の不比例的な変動が顕著になる。すなわち現実には、セイの法則が成立して貯蓄と投資が均衡し、資本財部門と消費財部門が歩調を合わせて拡大・成長していくのではなく、好況期には投資が貯蓄を上回り、逆に不況期には貯蓄が投資を上回るようにみえたのである。

このような現実、とりわけ急速な工業化が進むヨーロッパ経済の現実を背景に、貯蓄と投資の不均衡分析によって景気変動を説明したのが、マルクス（Karl, Marx）の影響を受けたツガン・バラノフスキー（Tugan-Baranovsky）である。ツガンはマルクスの再生産表式に依拠しながら、たとえ資本家階級の貯蓄が増大しても投資需要が十分ならば、資本財部門が拡大し、一般的過剰生産は生じないと主張するが、そこで問題となるのは、投資が貯蓄を上回る時、資金はどのようにして調達されるのか、また逆の場合、過剰となった貯蓄はどうなるのかであり、ツガンは次のように説明する。

不況期には投資機会が不足するために、剰余は利用可能な未利用の資金として、資本家階級内に蓄積される。不況も底を脱し、新しい投資機会が生まれると、資本家は蓄積された資金を用いて投資を行ない、資本財生産が増加し始める。しかし貯蓄をこえる投資が続き、蓄積された資金が枯渇してくると、投資は資金の不足によって抑制を余儀なくされ、この結果景気は反転して不況へと進んでいく。

以上のことからツガンは経済を蒸気機関にたとえており、資金は不況期にシリンダー内部の蒸気の如く蓄積され、好況期に入ると、資金は蒸気がピストンを押し上げるように集中的に投資に向かうという比喩である。すなわち現実には不況期における貨幣の保蔵が過剰貯蓄（投資<貯蓄）となり、逆に好況期における保蔵貨幣の放出が過剰投資となる。換言すれば、貯蓄（投資）—投資（貯蓄）=貨幣の保蔵（放出）であり、ツガンのモデルは貯蓄—投資の不均衡分析と貨幣数量説の統合の最もシンプルなタイプといえる。

ツガンの過剰投資説を批判的に継承したのがシュピートホフ（A. C. Spiethof）であり、シュピートホフも資本財部門は消費財部門と相対的に独自であるとみる。すなわち、資本財部門の各産業は互いに需要—供給の相互依存関係を強めながら、以下のようにして、不比例的に拡大していくのである。

いま技術革新のような新たな投資機会が登場し投資需要が増加したとする。投資の増加は機械設備や工場建設への需要の増加であり、具体的には多くの基礎的な生産財（石炭や鉄鋼など）の需要増加を意味し、今度はそれが製鉄所の建設や鉱山開発などに波及する。そしてこのような投資の波及がさらに基礎的な生産財の需要の増加となり、経済は投資主導の好況期を迎える。

このように好況は「投資が投資を呼ぶ」形で進行し、しかも好況期には消費財生産も増加するから、この部門からも基礎的な生産財の需要が増加、これに労働力の不足も加わり、景気は供給側のボトルネックによって崩壊する。

ここで注目すべきは、「景気を崩壊に導くのは、貯蓄不足である」という点である。シュピートホフによれば、好況が進み供給能力の限界が近づくならば、貯蓄が増加して消費財需要が減少しないかぎり、資本財部門の生産拡大が不可能になるからであり、過剰投資つまり貯蓄不足による基礎的な生産財と労働力の不足が景気拡大のブレーキとなる。そして景気が反転する頃になると、今度は完成した生産設備からの供給増加が始まり、景気は供給過剰によって不況へと進んでいく。

不況の進行も好況の場合と同様に累積的で、デフレ予想や将来への不安から投資意欲は減退し、貯蓄も投資されずに貨幣として保蔵される。

以上の如く、ツガンが景気崩壊の要因として、過剰投資による投資資金の枯渇をあげているの

に対して、シュピートホフは消費と投資の競合による基礎的な生産財の不足を強調しているが、いずれもそれは、貯蓄を超える投資の両側面を表わしており、それゆえ両者は**過剰投資説**と呼ばれるのである。

しかしながら、ツガン・バラノフスキーやシュピートホフ（さらには後にとりあげるハイエク）などの過剰投資説は、消費財生産と投資財生産との関係——どのような投資財であっても最終的には消費財生産に結びつくという基本的な視点を欠いていると批判される。すなわち生産設備のような固定資本への投資は多くの場合、消費財需要（したがって消費財生産）によって誘発されるのであり、アフタリオン (A. Aftalion) は、たとえわずかな消費財生産の増加であっても、その数倍の投資を誘発するという**加速度原理**を主張、それによって資本財部門の不比例的な拡大を説明したのである。

2

前述したように、ツガンやシュピートホフが過剰投資 (=貯蓄不足) による景気の崩壊を主張したのにたいして、逆に不況の原因を消費の不足とみるのが、**過少消費** (あるいは**過剰貯蓄**) 説である。古くは、ナポレオン戦争後の反動不況期にマルサス (R. Malthus) が消費 (とりわけ奢侈的消費) の不足が不況の原因であるとして、リカードとの有名な論争を展開し、またフランスではシスモンディー (J. Sismondi) が、「消費不足の原因は労働者階級の貧困である」と主張していた。

もちろんマルクス経済学派は、過少消費にもとづいた景気変動理論を展開しており、たとえばストレイチャー (J. Strachy) はマルクス派の過少消費説を簡明に説明する。

「資本主義の発展を中断させる10年ごとの不況の原因はどこにあるのか。……ごく少数の人々の手に富を集積し、同時にその他の人々の消費を生存費水準に抑えたとすれば、それは絶えず消費財市場を破壊する傾向をもつことになる。市場に流れ込み続ける商品を富裕階級は買う必要はないし、労働者は買えないだろう。商品は売れ残り不況が起こるだろう。富裕階級は全剰余を蓄積し投資する。すなわち剰余を新しい機械設備に向けることによって、しばらくの間は不況を回避できるかもしれない。しかし機械を作るための機械をいつまでも作りつづけることはできないから、やがて消費財生産は増加し始める。かくして不況が到来する。労働者が生存費水準以下に抑えられることによって、市場が拡大する可能性が阻止されているのである」²⁴⁾。

このように19世紀以後のヨーロッパの人々が、産業革命によって各地に大規模な工場群が次々と建設され、そこから種々の商品が大量生産される一方で、多くの都市で最低限の賃金で働く労働者の大群を見るならば、直感的に消費需要の不足と大量生産システムにより「一般的過剰生産」が起こると考えるのは自然であろう。

過少消費説はホブソンによって再び注目を集める。しかし、そこには2つの矛盾する立論が混在していたために、少なくとも理論的には説得ではなく、正統派の厚い壁を破ることはできなかった。²⁵⁾ なぜなら、ホブソン (J. A. Hobson) はまず、富・所得の分配の不平等によって貯蓄が巨額となり、それが投資されるために、消費需要以上の供給能力が発生すると主張するが、この立論は既にリカードがマルサスを論破したように、貯蓄が投資と等しい限り、総需要の不足は生じない。

第2は、貯蓄の増加は消費需要の減少であり、消費の減少は投資誘因を低下させるから、投資

も減少し、総需要が不足するという立論である。しかしこの場合、投資されなかった貨幣はどのようになるのかが理論的かつ現実的に説明されなければならない。すなわち、貯蓄がすべて投資となるならば、過剰となった貨幣は貯蓄も消費されずに保蔵された貨幣を意味し、それは非合理的ゆえに例外的なケースとなるのである。

しかしながら過少消費説が社会的にみて厳しい批判をさらされたのは、それを認めるならば、儉約や貯蓄の社会的役割が、さらにいえば資産家階級の存在意義さえも否定されることになるからであり、実際ホブソンは危険思想の持ち主として学界から追放されてしまうのである。²⁶⁾

3

銀行の信用創造と貯蓄—投資の不均衡分析を結合してマクロ経済の不均衡アプローチの先駆となったのが、ウィクセル（K. Wicksell）の『利子と物価』である。²⁷⁾

ウィクセルはまず、銀行が信用創造を行わない経済においては、貨幣数量説が成立し、貯蓄と投資も等しくなることを認め、正統派の教義を支持するが一般に正統派にしたがえば、信用経済では金の流入→銀行の現金準備率の上昇→貸出し金利の低下→信用創造による貸出しの増加→総需要の増加→物価の上昇、というプロセスであり、この場合には低金利と物価の上昇、あるいは高金利と物価の下落とが共存することになる。しかしツーク（T. Tooke）は、現実には逆に高金利と物価上昇が共存すると指摘し、それを利子費用の減少による供給価格の下落によって説明する。²⁸⁾

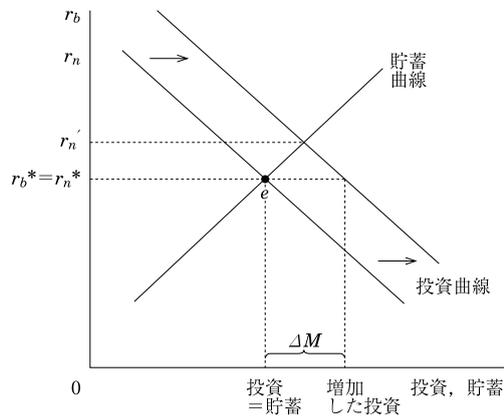
既に I-3・4 で述べたようにマーシャルやフィッシャーはこの逆説を、期待インフレの高まりによる実質金利の低下によって説明するが、ウィクセルはそれを、自然利子率と市場利子率の乖離にもとづく貯蓄と投資の不均衡に基因するととらえて、以下のような物価の変動の累積過程を提示する。

いまある銀行利子率（以下、市場あるいは貨幣利子率と同義） r_b のもとで、企業は投資資金を銀行からの借入れではなく、資金市場で直接貯蓄から、たとえば社債の発行によって調達しているとする。そこで社債の利子率を r_n （ウィクセルのいう自然利子率）とすると、このことは r_b と r_n が等しく、企業にとって銀行からの借入れも社債の発行も無差別であることを意味している。また、銀行による投資資金の貸付けがなく、かつ貯蓄＝投資であるから、マクロ経済は均衡しているので、物価水準も安定しており、経済は図 2-1 の点 e の状態にある（ $r_b^* = r_n^*$ ）。

そこでもし投資からの期待収益が高まったとすると、投資曲線は右上方へシフトし、社債利子率は r_n' へ上昇するように思えるが、現実にはそうならない。なぜなら、社債市場で r_n が上昇すると、企業は相対的に低利となった銀行借入れに資金調達をシフトさせるからである。すなわち、それは r_n の上昇ではなく、銀行貸出しの増加となるのであり、銀行が以前と同じ r_b^* で信用創造によって貸出しに応じるならば、投資は貯蓄を貸出し増加（信用創造の ΔM ）分だけ超えることになる（投資＝貯蓄＋ ΔM ）。それゆえ、マクロ経済は超過需要の状態となって物価は上昇、企業の利潤も増加し始めるから投資はさらに増加し経済は好況インフレの状態になる（図 2-1）。

しかも信用経済化が進み、現金がほとんど使用されない経済では、銀行は現金準備を必要としないので、各銀行が足並みをそろえているかぎり、貸出しを抑制する必要はなく、 r_b も引上げられない。さらには、進行するインフレゆえに企業の資金需要も旺盛であることから、投資と貯蓄の乖離は拡大し、インフレーションが累積的に進行していく。

図 2-1



しかし現実には銀行の現金準備率には下限が存在するから、次第に銀行利子率が引き上げられ、ツールが指摘したように金利と物価がともに上昇するが、ウィクセル・モデルでは、それは銀行利子率が上昇し始めても、依然として自然利子率の方が高い状況にあることを示している。

銀行利子率が急速に引き上げられて高率になると、投資は減少に転じ、銀行も貸出しを減少し始める。そのためインフレは収束、今度は逆に投資の減少によるデフレーションが進行する。

以上のようにウィクセルは、貯蓄と投資の不均衡による景気変動モデルを提示したが、不均衡を可能にしているのが銀行信用の変動であることから、たとえ投資の自生的な変化が生じたとしても、貨幣当局が銀行の信用創造をコントロールできるならば、不均衡の拡大は抑制できることになる。すなわち、貯蓄と投資の不均衡を銀行信用の増減で説明しているかぎり、自律的で内生的な景気変動理論は生まれないのである。

4

ウィーン学派のミーゼス (L. E. Mises) は、『貨幣および流通手段の理論 (1912年)』において、ウィクセルの意味での銀行利子率の自然利子率の乖離は、資本財と消費財との相対価格を変化させると指摘し、ウィクセルの理論の新たな展開の方向を示した。³⁰⁾ すなわちミーゼスは銀行利子率の低下は、消費財に比して資本財の需要を喚起することによって、資本財の相対価格を引き上げる効果をもち、それがさらなる資本財需要の増加を促すと主張したのである。

次いで、ミーゼスの相対価格アプローチを発展させたのがハイエク (F. A. Hayek) であり、ハイエクはミーゼスの問題提起をうけ、『価格と生産 (1931年)』において、貯蓄と投資の不均衡に³¹⁾ 基因する景気変動理論を提示する。

ハイエク理論の最大の特徴は、景気変動をフィッシャーの交換方程式のようなマクロ経済学的手法ではなく、諸財間の相対価格の変化を考慮したミクロ経済学的手法によって説明しようとしたことである。さらにいえば自由主義と市場経済の信奉者であるハイエクは、自らの景気変動理論の展開を通じて、社会主義国の計画経済を批判するとともに、資本主義経済においてもインフレ政策がとられるならば、社会主義の失敗が生じると警告する。そこで本論では以下、ハイエクの景気変動理論を、彼の経済観も加えながら、概説したい。

まず貨幣的攪乱がない状況を想定しよう。人々は自らの意思で消費と貯蓄を決定しているが、貯蓄は資金市場（証券市場や種々の金融仲介機関）を通じて投資をファンナンスしており、消費財市場と同様に、各資金市場も均衡している。

そこでもし、消費者の自発的な貯蓄がゆっくりと増加するならば、それは一方で消費財価格の下落となり、他方、資金市場での超過供給によって利子率は低下し投資需要が喚起される。すなわち消費財価格に対する資本財価格の相対的な上昇と利子率の下落により、投資は貯蓄と均衡しつつ増加していく。一方、利子率の低下は、長期の資金調達を有利にするから企業は完成までに長い期間を要するものの生産性の上昇が期待できる投資プロジェクト（たとえば大規模なコンビナートの建設や鉱山開発）を始める。その結果、基礎的な生産財や労働力は消費財部門から資本財部門へシフトするが、たとえばそれは、これまで消費財生産用に使われていた粗鋼が製鉄所の建設や鉱山開発のために用いられることを意味する。

このように消費者の自発的な貯蓄の増加にもとづく投資の着実な増加は、市場均衡と完全雇用を維持しつつ、経済成長を実現し、消費者は迂回生産による生産性の上昇がもたらす安価な消費財を享受できる。すなわち自由な市場経済のもとでは、消費者の主体的な意思決定によって、資源配分の動的な効率性が達成されるのであり、消費と貯蓄の選択においても、消費者主権が成立するのである。

しかし、このような最適な経済成長は、社会主義による計画経済の方がより効率的かつ迅速に実現できるのではないだろうか——ハイエクによれば現実には全く逆であり、計画経済は成功しない。たとえば旧ソ連の5ヶ年計画のように、国家プロジェクトで急激な重化学工業化を押し進めるならば、鉄鋼や石炭・電力などの供給力は飛躍的に高まるが、その一方で消費財の供給不足が顕著となる。当分の間は、国民は将来を信じて消費水準の低下に耐えたとしても、国民の不満は次第に高まり、最後は国家も経済的資源を資本財生産から消費財生産にシフトせざるをえなくなる。すなわち、次々に着手され完成に向かっていったプロジェクトの多くが基礎的な生産財や労働力の不足のために、未完成のまま放置されることになるのである。

ではこのような「社会主義的計画経済の壮大な失敗」は自由な市場経済でも起こりうるのだろうか——政策当局のインフレ政策によって起こることを論証しようというのがミーゼスやハイエクなどの新自由主義者（多くはオーストリア学派）の真の意図である。

いま政策当局のインフレ政策によって金融が緩和すると、銀行の貸付け（信用創造）によって投資は増加し、生産の迂回化は進む。しかし、この場合には貯蓄の自発的な増加を伴っていないために、経済が完全雇用の状態にあるかぎり、消費財需要は以前と同じで消費財の生産量が減少する。それゆえ、消費財価格が上昇し、消費者は実質的な消費の切下げ（いわゆる強制貯蓄）を強いられるが、初めは低金利と銀行の信用創造による投資の増加によって資本財価格は消費財価格に比して上昇する。しかし消費者が実質消費の回復をめざし消費を増加し始めると、今度は消費財価格が資本財価格に比して上昇、経済的資源は消費財生産へシフトし、インフレが進行する。そのため政策当局も金融引締政策をとらざるをえなくなり、経済的資源の不足と利子率の上昇により、迂回化による高い生産性を求めて建設された多くの投資プロジェクトが未完成の状況となる。

かくして金融引締めと相対価格の逆転によって投資の増加と生産期間の長期化は停止し、今度

は逆に投資の減少と生産期間の短期化が始まる。すなわち多くの投資プロジェクトが継続困難となるために、資本財部門で失業が生まれ、不況が進行していくのである。

ミーゼスやハイエクはインフレ政策によって景気を刺激してはならず、景気崩壊後の反動不況に対しても積極的な不況政策をとるべきでない³²⁾と主張する。なぜなら好況期になされた投資には無理な迂回化ゆえに非効率なプロジェクトも多く、「投資の失敗」が含まれているからであり、したがって反動不況は経済的資源の誤った配分が是正され、適正で効率的な配分を実現するための不可欠のプロセスということになる³²⁾。

以上のようなハイエクの理論は、有名な弧島のぐう話によって例示されている。「ある弧島の住民が、必需品のすべてを提供できる巨大な機械を一部建設した後、その新しい機械がその生産物を作り出すことができる前に、すべての貯蓄と自由資本を使い果たしてしまったことに気がつく状況に似ていよう。その場合、島民には、その新過程での作業を一時的に中止することと、資本の助けを何ら借りずに日々の食料の生産にすべての労働を捧げる³³⁾こと以外には、選択の道がないであろう」³³⁾。

5

ケンブリッジにおいても、景気変動理論の研究は進められており、ロバートソン (D. Robertson) は僚友ケインズの協力を得ながら、『銀行政策と価格水準 (1926年)』を著すが、それは貯蓄—投資の不均衡分析と銀行行動とを結合したモデルであり、その中心は以下で説明する如く、銀行の行動方程式である³⁴⁾。

いま公衆が国民総生産 (=国民所得、以下すべて実質額) Y のうち k の割合を銀行預金で保有するならば、公衆の銀行預金は kY となるが、そのうち銀行が a の割合で短期貸付けを行なうならば、それは akY となる。これに対し、経済全体で必要となる経営資本を C とし、銀行が必要額のすべてを短期貸付けによって供給すると (単純化の仮定)、短期資金の需給均衡式である銀行の行動方程式は、

$$akY = C \quad (2-1)$$

となる。また経済全体で必要となる経営資本は国民総生産 Y の一定割合 t であると仮定すると、 $C = tY$ であるから、(2-1) 式は、

$$ak = t \quad (2-2)$$

となる。そこで以下、(2-2) 式を用いて、好況の進行とその崩壊を説明しよう。

まず初め経済は (2-2) 式が成立し均衡しているものとする。すなわち、企業の経営資本のための必要額がちょうど銀行の短期貸付け akY によって賄われており、さらに固定資本投資のための資金需要も家計からの直接的な資金供給 (社債や株式の購入) および銀行の長期貸出しである $(1-a)kY$ によってファイナンスされ、銀行は金融仲介機能のみで信用創造を行っていない状態である。

そこで次に、企業の (固定資本への) 投資需要が増加すると、資金市場で利子率が上昇し公衆は銀行預金をへらし (k の低下) 直接的な資金供給を増やす。一方銀行も長期貸出しを増加する (a の低下) から、経営資本は超過需要 ($ak < t$) となる。その結果、短期資金は供給不足となり、銀行はそれを信用創造 (ΔM) によって補うならば、企業の総投資 I (=固定資本および経営資本へ

の投資）は貯蓄 S （銀行預金も含む）を信用創造分 (ΔM) だけ超過すること $(I=S+\Delta M)$ になり、マクロ経済は超過需要による好況インフレの状態となる。したがってこのインフレを収束させるためには、消費の抑制（銀行預金の増加を含む貯蓄の増加）が必要となるが、そこで注目されるのが物価上昇が公衆の行動に及ぼす影響である。物価上昇によって公衆の貨幣残高の実質価値が下落しているから、公衆がそれを回復しようとし、消費を抑え所得のうち銀行預金にふり向ける額を多くするならば、それはインフレを抑制する要因となり、ロバートソンはこの効果を誘発的ラッキング（induced lacking）と呼ぶ³⁵⁾。

以上のようにロバートソンの景気変動モデルは、銀行の信用創造による短期貸付けがインフレーションを引き起こすという点ではマーシャルとホートレーの理論の系譜に属するようにみえるが、マクロ経済の不均衡の原因を貯蓄と投資の乖離に求め、それが銀行の信用創造の増減をもたらすと主張する点では、ウィクセルやハイエクなどの過剰投資説に近い。しかしながらロバートソン・モデルは、銀行組織の2重の役割である「信用創造による短期資金の供給および貯蓄と投資の金融仲介」を考慮しているという意味で現実的であり、このタイプの理論の一つの完成モデルといえるだろう。

Ⅲ 『貨幣改革論』から『貨幣論』へ

1

ケインズは『貨幣改革論（1923年）』において、ビグーと同様に貨幣（現金）残高方程式を用いて物価変動を説明する。

『貨幣改革論』の貨幣残高方程式は、 k を公衆の現金保有比率、 k' を銀行預金保有比率、 r を銀行の現金準備率、 P を物価水準そして実質国民所得を所与で1とすると、公衆の現金需要 M^d は

$$M^d = (k + k'r) \cdot P \quad (3-1)$$

となり、現金残高を M^s とするならば、現金の需給均衡式は、

$$M^s = (k + k'r) \cdot P \quad (3-2)$$

となる。そこでケインズは(3-2)式をもとに、 M^s の増減にもとづく場合を現金インフレ・デフレ、同様に r の変化にもとづく場合を、信用インフレ・デフレ、と呼ぶが、ここで重要なのは公衆の意思決定 (k , k') の変化によって引き起こされる実質残高インフレ・デフレである（以下簡単化のために $k'=0$ とし現金=貨幣として論を進める）。

(3-1)式より、 $k = M^d/P$ であるから k は実質貨幣残高需要を示しており、長期的にみて k が安定的ならば、 P と M^s は比例し貨幣数量説が成立するが、現実には物価は不安定である。たとえば人々が何らかの理由で物価の上昇を予想すると、人々は値上り差益を求め、実物財に対する投機的な需要を増加させるから買い急ぎの状態となり、現実に物価が上昇する。すなわちインフレ（デフレ）期待が生じると、貨幣需要が減少（増加）し、 k は低下（上昇）するのである。

では現在の物価水準と物価予想との間にはどのような関係が成立するのか——ここでは正常物価水準の有無が重要な意味をもつ。正常物価水準とは、人々がその実現を求め、かつその持続を

期待する物価水準であり、それが人々の間で共有されているか否かで2つのケースに分かれる。

(1) 長期にわたって物価が安定し人々がそれを正常物価水準とみなしているならば、人々は現在の物価の変動を一時的とみなすから、物価変動の予期は、現実の変動と逆方向になり、 k は現実の物価変動の増加関数となる。

(2) これまでの物価変動の経験から、正常物価水準が失われ、人々が物価安定への信頼を喪失している場合、物価の変動がそのまま続くと予想するので、物価変動の予想は現実の変動と同方向となり、 k は現実の物価変動の減少関数となる。

このようにケインズは k は公衆がどのような期待形成を行なうかによって短期的には変動するものの、長期的には安定的であるとして、貨幣数量説の基本命題を認めるが、直ちに次のような問題提起を行なう。

「この長期的観点は、現在の事柄については誤謬を生じやすい。長期的にみると我々は皆死んでしまう。嵐の最中に経済学者が言えることが、ただ単に嵐が過ぎれば波はまた静まるだろうと、いうことだけなら彼らの仕事は無用である³⁷⁾」。

それゆえケインズは、 k の短期的な不安定にもとづく物価変動のプロセスを説明するが、まず、「国民は貨幣が究極的な基準であるとする考えに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て購入を延期する結果、実質価値を以前よりも多く貨幣の形で保有する」と述べ、経済は(1)の状況にあるとみる。しかし物価上昇が定着し、(2)の状況に入ると人々は貨幣から実物財の代替を進め、物価上昇は加速することから、次のように結論づける。

「貨幣供給量の大きな変化が最初の摩擦をすり落としてしまい（正常物価水準＝物価安定への信頼の喪失——引用者）、さらなる変化が続くという一般的な予想が生じると、正比例以上の影響を物価に及ぼすことになる³⁹⁾」。

2

『貨幣論 (1930年)』が多くの点で革新的な著作であることは今日広く知られているがその革新的理論の多くは、貨幣数量説の応用・展開であり、『貨幣改革論』の発展的継承である。本論では以下、この分析視角から『貨幣論』にアプローチしたい。

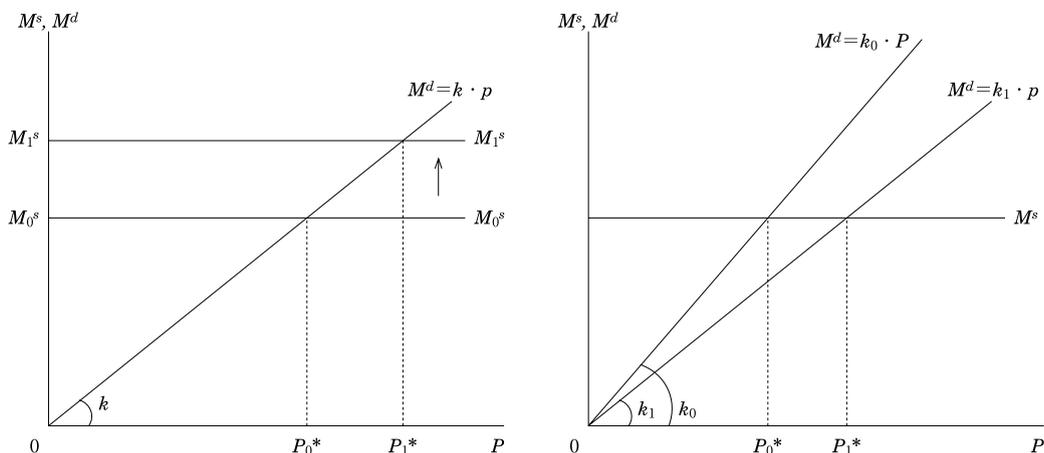
ケインズは『貨幣改革論』を出版後、直ちに『貨幣論』に執筆にとりかかり、銀行の現金準備率 r の変化にもとづく信用インフレ・デフレと実質残高 k の変化にもとづく実質残高インフレ・デフレの統合を試みる。すなわち信用経済を想定し、 M^s を銀行の信用創造（銀行信用）とするならば、 k は実質貨幣残高需要 ($k=M^d/P$) であるから、貨幣数量説の基本方程式は、

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

であり、それは銀行業者と預金者のそれぞれの意思決定が物価決定における役割を明確にしているとして、次のような貨幣数量説の基本命題を提示する⁴⁰⁾。

貨幣供給量 M^s は銀行業者の意思決定に依存し、かつ彼らによって「創造」される。一方実質貨幣残高需要 k は預金者の意思決定に依存し、かつ彼らによって「創造」される。それゆえ物価水準 P は、この2組の意思決定の合成物である。

図 3-1



そしてケインズはこの命題を次のように説明する（図3-1）。

(i) 公衆の k が低下し、ある金額の貨幣が支出されると P は上昇する。最初にその貨幣を受け取った財の売手が、それを支出の増加にふり向けるならば、 P はさらに上昇する。このように貨幣支出と物価上昇の連鎖は、だれかが受け取った貨幣を銀行に預金するまで続くことになる。

(ii) k が一定であっても、銀行が信用創造によって貸出しを増加するならば、 M^s は増加し、(i)と同様に P は上昇する。

(iii) k や M^s が変化しても、それが一時的でその後は一定ならば、 $M^d = k \cdot P$ であるから、 P の上昇とともに M^d と M^s の均衡は回復し、 P はより高い水準で安定する。

それゆえケインズは『貨幣論』において、「かつて私はこのアプローチに魅力を感じていた」と述べながらも、「利率、所得と利潤との区別および貯蓄と投資の区別を導入しないかぎり、物価形成の過程について、いかなる現実的な洞察もえられないと思われる」と主張、貨幣数量説から離脱を宣言する。

しかし『貨幣論』の主たるテーマである消費財価格（フロー）および証券価格（ストック）の決定理論は、貨幣数量説の基本命題の適用であることを以下、明らかにするが、その前に『貨幣論』では、家計のフローの意思決定（所得の消費と貯蓄への配分）とストックの意思決定（資産の貯蓄預金と証券保有への配分）が明確に区別されている点に注意する必要がある。なぜなら、このフローとストックの明確な区別こそ、『貨幣論』とそれ以前の諸理論との決定的な違いだからである。

そこでまず、消費財物価の決定理論から始めよう。最初消費財市場は均衡しているとし、均衡消費財物価を P_c^* 、消費財生産を O_c 、消費財生産の生産費（正常利潤を含む） Y_c^* とすると、売上額 $P_c^* \cdot O_c$ と生産費 Y_c^* は等しく、

$$P_c^* \cdot O_c = Y_c^* \quad (3-4)$$

となる。貨幣数量説における k の低下はここでは消費の増加（貯蓄の減少）を意味するから、消費財市場は超過需要となって P_c は上昇し、消費者の支出した貨幣は消費財産業の超過利潤 Q_c となる。すなわち、増加した（現実の）消費需要を C^D とすると、 O_c は所与であるから、(3-4)

式より

$$(P_c - P_c^*)O_c = C^D - Y_c^* = Q_c$$

となり、

$$P_c = P_c^* + \frac{C^D - Y_c^*}{O_c} = P_c^* + \frac{Q_c}{O_c} \quad (3-5)$$

となるが、(3-5)式は『貨幣論』の消費財物価に関する基本方程式にはかならない。(3-5)式は、貨幣支出の増加によって物価が上昇する ($P_c > P_c^*$) とともに、企業に超過利潤 ($C^D - Y_c^* = Q_c$) が生じている状況を表わしており、もし超過利潤 Q_c を手にした企業がそれを支出に向ければ物価上昇は、途中どこかの企業がそれを銀行に預金するまで続く。

では逆に消費支出が減少し貯蓄が増加するとどうなるか。それは消費財物価の下落により損失 ($-Q_c$) が発生すること意味し、消費財産業では損失を補填するため資金が必要となるが、この資金需要の増加は貯蓄の増加による資金供給によって相殺される。しかしもし損失を蒙った企業家がその後、消費支出を減少させるならば、物価下落と企業の損失という連鎖が始まる。それゆえケインズは次のように述べる。

「もし企業者たちが(超過)利潤の一部を消費に支出することを選ぶならば、その結果は、同額の利潤を生むことになる。したがって、利潤はどれほど多くが放恣な生活に充てられようとも空になることのない寡婦の壺である。これに対して企業者たちが損失を蒙りつつあるために、彼らとその正常な支出を切りつめることによって、この損失を取り戻そうとする場合には、この壺は決して一杯にできないダナイデスの瓶となるのである⁴¹⁾」。

なお同様に、一般物価水準 P (投資財物価も含むフローの物価水準) の決定について考えると、均衡物価水準を P^* 、総需要を D 、均衡国民所得 (= 総生産費) を Y^* 、実質国民総生産を O 、超過利潤を Q 、投資を I 、貯蓄を S 、消費を C とすると、 $P^*O = Y^*$ より、

$$(P - P^*)O = D - Y^* = Q$$

となり、 $D \equiv C + I$ 、 $Y^* \equiv C + S$ であるから、

$$P = P^* + \frac{I - S}{O} = P^* + \frac{Q}{O} \quad (3-6)$$

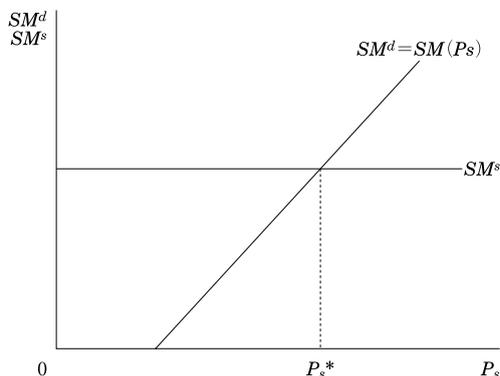
となるが、(3-6)式が『貨幣論』の一般物価に関する基本方程式である。(3-6)式から明らかのように、 P は I と S との乖離によって変動するのであり、投資 = 貯蓄 + 超過利潤 (あるいは損失) となるから、物価水準は超過利潤が支出に振り向けられるかぎり上昇し続けるのである。

ところで基本命題による(iii)は、物価の上昇に伴って貨幣需要が増加することを示しているが、『貨幣論』では賃金の変化に注目する。すなわち、物価の上昇に伴って賃金率も上昇し賃金支払額も増加し始めると産業的流通のための貨幣需要 (所得預金や営業預金の一部) が増加するので、貨幣供給の増加がないかぎり、物価上昇は抑制されていく。

3

『貨幣改革論』における物価変動の理論と2で示した貨幣数量説の基本命題は、直接的には『貨幣論』の証券市場 (一般には債券と株式を含むが、ここでは株式とみなす) に適用されており、以下で説明するように、証券価格はまさに公衆の資産選択の意思決定と銀行行動によって決定され

図 3-2



るのである。

公衆が銀行預金よりも証券保有を強く選好し k が低下するならば、証券需要が増加、売手がさらに買手になるという連鎖によって証券価格は上昇し、それはだれかが銀行に預金するまで続く。同様に、銀行が信用創造によって自ら証券を購入する、あるいは証券の購入者に資金を貸付ける場合も、証券価格は上昇する。したがって証券価格の上昇がさらなる上昇の予想させるならば、 k はさらに低下し、投機的な売買によって証券価格は上昇し続ける。しかし、これまで証券価格が安定していた場合には、逆に値下りを予想する弱気筋が支配的となり、値下り差損を避けようとする弱気筋の貨幣需要が生じ、それが公衆の貯蓄預金（証券に比べ金利が低い値下りはしない金融商品）への需要となるのである。

そこでもし、Ⅲ-1で指摘したように、公衆がそれぞれ、証券の正常価格をイメージしているならば、証券価格が高水準にあるほど、それだけ多くの人々が現実の証券価格を正常価格をこえていると判断し、値下りを予想するから、証券を売り銀行預金を保有しようとするだろう。すなわち、公衆の資産としての貨幣需要（主に貯蓄預金）は、証券価格の増加関数となるのであり、『貨幣論』では保蔵性向（あるいは弱気性向）と呼ばれる。

このようにケインズは、古典派の貨幣数量説以来、一般的過剰生産を引き起こす要因として注目されながら、その合理的な論拠を示しえなかった貨幣の保蔵を理論的に説明することに成功したといえる。すなわち一般物価が比較的安定している経済において生じる貨幣の保蔵は、一般物価の下落予想によってではなく、証券の値下り予想のもとで生じる貯蓄預金需要であり、証券価格の上昇とともに増加するが、他方、証券価格が十分に低い水準に到達し、値下り不安が解消されれば消滅するものである。

では銀行はどのような役割を果たすのだろうか。たとえば銀行組織が証券市場で買い（売り）に出れば、証券価格は上昇（下落）し、同額の貯蓄預金の増加（減少）となる。また証券市場で買（売）超過が生じ、証券価格が上昇（下落）している場合、銀行側が証券を売却（購入）して貯蓄預金を減少（増加）させるならば、証券価格の上昇（下落）は抑制される。

それゆえ証券価格を P_s 、貯蓄預金需要を SM^d 、貯蓄預金供給を SM^s とすれば、均衡証券価格 P_s^* の決定は、図 3-2 のように示される。

以上のことからケインズは次のように総論づける。

「現実の（証券の）価格水準は、公衆の意向と銀行組織の行動との合成物である。……価格水準はその価格水準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（銀行組織が直接・間接に証券を購入する額——引用者）とが等しくなるような水準である。……銀行組織によって創造されている貯蓄預金の量が所与であれば、もっぱら貨幣の保蔵性向によってのみ決定される⁴²⁾」。

4

われわれは、2・3において消費財物価および証券価格の決定理論が、貨幣残高数量説にもとづいていることを明らかにしたが、ケインズは、それを貯蓄と投資の不均衡分析と結びつけることにより、銀行の信用創造を必要としない、フローとストックの相互作用による自律的な景気変動モデルを提示する⁴³⁾。

いま不況の底にあった経済において投資からの期待収益が高まると、低迷していた証券市場も活気を取り戻す。投資も増加に転じ、たとえば投資資金は、株価上昇の期待から貯蓄預金で証券を購入する投資家によってファイナンスされる。投資の増加は、投資財産業での超過利潤となり、たとえばそれが消費支出の増加となるならば、消費財物価を押し上げるので消費財産業に超過利潤が生じ、しばらくの間はそれが次の投資や消費の増加の資金源となる。

しかし好況の進行は生産・雇用の増加そして賃金の上昇を伴うから所得預金が増加、加えて企業の運転資金のための営業預金需要も増加し、いわゆる産業的流通のための資金需要が増加し始める。一方、株価の上昇は続いているものの、一部の弱気筋は売却した資金を貯蓄預金のままで残す。この結果、預金が増加し現金準備率が低下し始めるため、銀行が金利を引上げ、証券を売却するようになり、証券価格は上昇は抑えられ、投資の増加も抑制される。

以上のようにして、銀行の金利の上昇や株価の下落が続くと、企業の投資も減少に転じて、景気は崩壊し、経済は不況局面を迎える。投資の減少は投資財産業に損失をもたらす、その損失は保有証券の売却や銀行からの借入れなどによって補填されるが、ここで同産業での貨幣所得の減少が消費需要の減少になると、今度は消費財物価の下落による損失の発生が消費需要の減少を招くという連鎖が続き、不況が深刻化していく。

不況の進行に伴って生産や雇用の縮小、賃金も下落するので産業的流通のための貨幣需要が減少し始めるが、この効果はしばらくの間、投資家の一致した証券価格の値下り予想による貯蓄預金の増加によって相殺される。しかし証券価格が十分に下落し、値上り期待も生じてくると、貯蓄預金需要も減少に転じ、景気回復への準備が徐々に整ってくるのである。

5

4で概要を示した『貨幣論』の景気変動理論は、既存の諸理論とどのように関連するのだろうか——貨幣数量説アプローチとの関係は次の如くである。

(i) ミルやマーシャルさらに『貨幣改革論』で強調された投機と物価変動の理論は、Ⅲ-3で述べたように証券市場の分析に適用されている。

(ii) 貨幣供給量の増加（たとえば中央銀行による買オペ）は証券価格の上昇を通じて投資需要を喚起するので物価の上昇要因ではあるが、その効果は直接的ではなく、あくまで間接的である。

(iii) 生産や雇用さらには賃金の上昇とともに貨幣需要が増加するという点では貨幣数量説を継承しているが、マーシャルやホートレーも示唆しているように、賃金の変化を伴わない物価上昇は、貨幣需要の増加を必要としないと仮定されている。すなわち、貯蓄と投資が乖離し物価は変動するが、賃金が一定の短期には産業的流通のための貨幣需要は一定であり、このような状況（利潤インフレ・デフレ）のもとでは貨幣数量説が否定されるのである。

(iv) 長期均衡の状態、あるいは適正な貨幣政策によって貯蓄と投資が均衡しているならば、貨幣数量説が成立し、正統派の教義は維持される。

では、本論のⅡで紹介した貯蓄と投資の不均衡分析の諸理論とはどのような関係にあるのだろうか。ケインズは、ツガン・バラノフスキーやシュピートホフの過剰投資説を評価しつつも、その一方で「ツガノの欠点は、貯蓄が不況期に、投資されない形のまま何らかの方法で蓄積されること、そして貯蓄された資金が、次の景気過熱期に徐々に使い尽くされると主張している点である」と批判する。実際『貨幣論』の革新は、貯蓄をこえる投資資金や好況に伴う貨幣需要の増加がどのように調達されるのか（あるいは逆に場合には過剰貯蓄はどこへ行くのか）を明らかにしたことであり、それは次のように要約できる。

① 企業が証券市場で新証券の発行によって投資資金を調達する場合、証券価格はある程度下落するために公衆の間で値上り期待が生じ、このような強気となった投資家の証券購入（貯蓄預金の減少）によって最初の投資資金は賄われる。

② 投資の増加は、物価の上昇を通じて企業の超過利潤となり、そしてこの超過利潤が次の投資の資金源泉となる。

③ 好況初期の段階では、インフレーションは賃金の上昇を伴わない利潤インフレが中心であるから、産業的流通のための貨幣需要の増加は大きくない。

④ 好況の進行とともに証券市場にブームが到来、投資家の間で値上り予想が支配的となるために貯蓄預金需要が減少するので、銀行組織は産業的流通のための資金需要に応じることができ

る。

⑤ 不況期の過剰貯蓄は、物価下落によって生じる企業の損失を補填するための資金需要によって相殺される。

さらにケインズは、ホブソンに代表される過剰消費（あるいは過剰貯蓄）説に対して、「これらの理論は、根本的にはある親近感をもっているように思われる。しかしそれらは、一見そう思われるほどには近接なものではない」と述べた上で、「これらの理論は現状での富の分配は大量の貯蓄をもたらす傾向をもち、それらが次に過剰投資に導き、また消費財の過大な生産へと導くと主張するかぎりにおいて、私の理論とはまったく異なる基盤に立っており、その理由は、私の理論では、困難の根源は対応する大量の投資を導かない大量の貯蓄にあるからである⁴⁵⁾」と指摘して、自らの理論との違いを明確にする。

このようにケインズが『貨幣論』で強調し続けたのは、投資の主導的役割であり、「資本の増減は投資に依存するのであって貯蓄に依存するのではない」ということであり、投資を伴わない貯蓄は「集計的な富の増加をもたらすのではなく、……不妊 (abortive) となるのであり、消費財を生産する企業の損失によって相殺される⁴⁶⁾」ということである。それゆえ投資と貯蓄の違いが強

調される。

「貯蓄は個々の消費者の行動であって、その経常所得の全部を消費に支出することを差し控えるという消極的な行為からなる。他方投資は、消費できない産出物の総額を定める意思決定の役割を担う企業者の行為であり、……投資は富に対する正味の追加額によって測られるのであって、その形態がいずれであるかは関わりない⁴⁷⁾」。

ところで『貨幣論』を論じる場合には、ウィクセルとの関連を検討しなければならないが、それはケインズ自身も認めているように、多くの共通点を有するからである。すなわち、物価変動を伴うマクロ経済の不均衡が投資（投機ではなく固定資本への投資を含む投資）と貯蓄の乖離によって生じるという点だけでなく、もしウィクセルの自然利子率を、投資と貯蓄を一致させる均衡利子率とみなせば、ウィクセル・モデルは、『貨幣論』の基本方程式によって説明できる。

しかしながら、両者の違いも明確である。ウィクセル・モデルでは貯蓄をこえる投資は、銀行の信用創造によってファイナンスされており、『貨幣論』の最大の特徴である証券市場の分析と結びついた公衆の資産選択や銀行行動が考慮されていないため、フロー市場とストック市場の相互作用を欠いている。

IV 『一般理論』

1

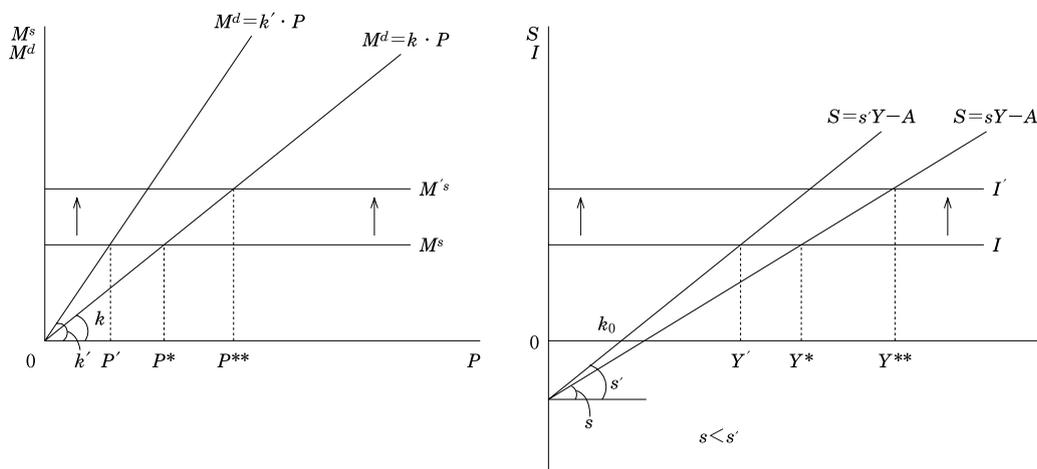
これまで『一般理論 (1936年)』は、貨幣数量説とセイ法則に立脚する正統派を否定した革命的な著作と理解されてきた。たしかに『一般理論』⁴⁸⁾はマクロ経済学を確立するとともに、その後の不均衡動学の先駆的業績としても高い評価を受けているが、それにかかわらず『一般理論』は、貯蓄—投資の不均衡分析と貨幣数量説の統合という『貨幣論』の延長上に位置する著作である点も見逃せられない。以下、この分析視角から『一般理論』にアプローチしよう。

『貨幣論』では、消費関数を欠いていたために、投資や消費の増加に伴う波及プロセスか恣意的で必ずしも説得的ではなかったが、解決の鍵は貨幣残高方程式の k 一定の仮定にある。なぜなら、『一般理論』における投資 I は、貨幣残高方程式の貨幣量 M^s に、貯蓄 S は貨幣残高需要 M^d に、国民所得 Y は物価水準 P に、そして貯蓄性向 s は、実質貨幣残高需要 k に対応しているからであり、両者の類似性は図 4-1 から明らかである。すなわち $I (M^s)$ の増加は Y の増加 (P の上昇) による $S (M^d)$ の増加となり、それは $I (M^s)$ と $S (M^d)$ が均衡するまで続く。また $s (k)$ の上昇は、 Y の減少 (P の下落) となり、それは減少した Y (低下した P) のもとで $S (M^d)$ が所与の $I (M^s)$ が均衡するまで続く (カッコ内は貨幣数量説のケース)。

一方、貨幣数量説の「物価や賃金の上昇を伴う経済活動・取引の増大は比例的な貨幣需要を生む」という基本命題は、そのまま継承される。すなわち取引的・予備的動機による (『貨幣論』における産業的流通のための) 貨幣需要 M_1 は国民所得 Y の増加関数であり、短期的には Y に比例すると仮定され、 $M_1 = L_1(Y) = kY$ なのである。

『貨幣論』の最大の特徴は、証券市場にストック分析を導入したことであるが、いまだ未完成であった。発展した資本主義経済の証券市場は、既発行の諸証券が売買の中心であるという意味

図 4-1



でストック型の市場であることは間違いないが、『貨幣論』ではどのような証券かがはっきりしていなかった。しかし、『一般理論』では、それを株式と債券に区別するとともに、『貨幣改革論』で示した2つのケースが適用される（Ⅲ-1）。

(1) 株式市場では株価の予想が片寄るために、安定的な株価が形成されず株価が期待と投機の悪循環によって累積的に変動することがある。それは本来、客観的な要因にもとづく株価形成を行なうべき専門的投資家集団（玄人筋）が、一般大衆の群集心理にもとづく株価変動の一步先を読むことによって投機的利益をえようとしているからである（有名な「美人投票」の例）。このようにミルやマーシャル以来の投機的分析や『貨幣改革論』の物価変動理論が『一般理論』では株価の形成理論として継承されているのであり、しかも株価は投資からの期待収益への影響を通じて投資決定の重要な要因となる。

(2) 貨幣残高（銀行預金）と直接代替関係にあるのは、株式ではなく社債や公債などの債券であり、人々は、債券価格に値下り不安がある場合に、貨幣残高を需要する。一般に人々はそれぞれ、正常な債券価格を想定しており、現実の債券価格が正常水準をこえた判断すると、弱気となって債券を売却し、現金残高を保有する。それゆえ、債券価格が高水準にあるほど、それだけ多くの人々の想定する正常水準をこえ、貨幣需要は大きくなるから、投機的動機による貨幣需要である流動性選好は債券価格の増加関数となるが、債券価格は債券利率に反比例するので債券利率の減少関数となる。しかも一般的には現在の債券価格を正常とみなす人々が多いため、債券価格（したがって利率）は現行水準で粘着的になりやすい。このように債券市場は株式市場と異なり、『貨幣改革論』における正常物価水準が存在するケース（変動が自律的に抑制されるケース）が適用されているのである。

(3) 貨幣の保蔵は、『貨幣論』で初めて合理的な説明がなされたが、(2)で述べたように『一般理論』では流動性選好と呼ばれ、より明確に現在の債券価格のもとでの、債券価格の値下り不安による貨幣需要であると定義される。そしてそれは、現在の債券価格の水準で示され、債券価格が低く、債券利率が高いほど、公衆の流動性選好が強いことを示している。

2

ケインズが『一般理論』で取り組んだのは、長期にわたる過少雇用の問題——景気変動理論からみれば、なぜ短い好況と長い不況がくりかえされるのか、という問題であり、ケインズは、その原因が①短期的には不安定で長期的には低下傾向を示す資本の限界効率、②粘着的な利子率、そして③高い貯蓄性向による総需要の不足であることを論証した。

しかしながら『一般理論』には、以下で述べるようにそれまでの景気変動の諸理論が巧みに組み入れられていることを見逃してはならない。

資本の限界効率は、投資からの期待収益と投資財の供給価格に依存する。期待収益はまさに企業の将来に対する予想であり、景気理論のなかで楽観や悲観、あるいは将来への確信や不安を重視する心理説が反映されている（ミルやマーシャルもこのような心理的な要因を重視している）。すなわち『一般理論』では、株価を始め種々の不確実な要因が期待収益を通じて投資に影響を及ぼすのである。資本の限界効率を決定するもう一方の要因である投資財の供給価格は、シュピートホフやハイエクが好況の抑制する要因とみなした基礎的な生産財の不足に対応している⁴⁹⁾。なぜなら生産財が不足し始めると、投資財の供給価格も上昇し資本の限界効率を低下させるからである（しかしケインズはこの効果を重視していない）。

それゆえケインズは、資本の限界効率の変動に主導される景気変動を次のように説明する。

「好況の後半は将来収益に関する楽観的な期待によって特徴づけられており、その期待は資本の過剰傾向も、生産費の高騰も、おそらく利子率の上昇も相殺するほど強力なものである。過度に楽観的な期待が進んだ市場において幻滅が起こる場合、それは急激かつ破局的な勢いで起こることは、組織化された証券市場の特質である。……資本の限界効率の崩壊に伴う狼狽と将来についての不確実性は、当然に流動性選好の急激な増大を促す——そのため利子率の上昇が起こる。このように、資本の限界効率の崩壊が利子率の上昇と結びつく傾向があるという事実は、投資の減少を著しく深刻にすることである⁵⁰⁾」。

しかし『一般理論』の基調はいうまでもなく、過少消費（過剰貯蓄）説であり、マルサス・シスモンディーからホブソンに到る過少消費説とマクロ経済学の統合なのである。

(i) 過少消費説の過少消費（過剰貯蓄）は『一般理論』では低い消費性向（高い貯蓄性向）と解されており、それは所与の投資のもとで完全雇用以下の国民所得を意味する。すなわち、貯蓄性向を高めて貯蓄を増加しようとする試みは、国民所得の減少によって実現しないという意味で、貯蓄は不脂化されるのである。

(ii) 貯蓄性向の上昇は、所得や富の分配の不平等に基因するだけでなく、資本主義経済が発展・成熟して国民所得が増加し、国民の生活水準が上昇することによっても生じる。

(iii) 過去の投資による過大な資本蓄積が消費財の過剰供給を生むという過少消費説の主張は、『一般理論』では、資本ストック（既存の生産設備）の蓄積が、投資からの期待収益を低下させて投資を抑制するという理論になる。すなわち、実際に消費財が過剰に供給されるからではなく、既存の資本ストックとの競合の不安が資本の限界効率の長期的な低下傾向の主たる要因となるからであり、それゆえ、将来の予想される生産費の低下（将来の技術進歩）や利子率の予想される下落も、資本の期待収益を低下させ、現在の投資を抑制することになる⁵¹⁾。

さらにケインズは、過剰貯蓄の要因として**金融的準備**（企業や地方政府が行なう償却基金への積立

て控除）を強調している点とは注目に値する。ケインズは、「金融的準備金が大きければ大きいほど、一定の投資水準が消費を、したがって雇用を生み出す程度をますます小さくする⁵²⁾」と述べ、また「保健省は地方政府に対して厳格な償却基金を設けることを強要しているが、それがどれほど失業問題を悪化させているのかを、果して彼らは知っているだろうか」と述べて政府を批判し、次のように結論づける。

「すでに大きな資本ストックをもっている社会においては、その所得から差し引かなければならない控除がどんなに大きいものであるかを強調することは重要である。なぜなら、もしわれわれがこの点を見落すならば、公衆が純所得のきわめて大きな割合を消費する用意のある状態においてさえ、消費性向への障害が存在することを、過少評価することになるからである⁵³⁾」。

おわりに——ケインズとハイエク

『貨幣論』の出版後、ハイエクは「銀行の信用創造の増減を伴わずに貯蓄と投資が乖離しうるといふ『貨幣論』の主張は誤りである⁵⁴⁾」としてケインズを批判、両者の間で論争が展開されるが、その背景には、自由な市場経済を高く評価するとともに過剰貯蓄説を否定して過剰投資説の立場に立つハイエク（ヤオーストリア学派の論者）と自由市場経済の欠陥を指摘するとともに過少消費説の理論的な完成をめざすケインズという、より根源的な対立があったことは間違いない⁵⁵⁾。

それゆえケインズは『一般理論』において、資本の価値をその生産性に求めるオーストリア学派の資本理論を批判し、資本の価値をその希少性に求める。なぜならば、資本の価値は、供給される財やサービスがどれだけの収益を生むのかに依存し、その資本が相対的に希少で競合が少ないほど高い収益をあげるからであり、したがって投資の増加は過剰資本への不安から自律的に抑制されていく⁵⁶⁾。

このようにケインズは過剰な供給能力への不安が企業の投資を抑制し、経済が投資不足に陥いることを危惧しているが、その一方で、好況末期には投資が過大なることを認めている。「好況に幻惑され特定の種類の資本資産が過剰に生産され、そのためその生産の一部が、いかなる基準から見ても資源の浪費となることは、もちろんあるかもしれないし、また実際ありがちである。——このことは時には好況でない時にさえ起こることを付言してもよいだろう。言い換えれば、好況は見当違いの投資を生み出すのである⁵⁷⁾」。

一方、ハイエクは既にⅡ-4で述べたように、低金利政策による投資の増加は、生産の迂回化・長期化をめざすとしても、完成前に、金利の引き上げによって中断されると主張したが、本当に投資が適切ならば低金利を続け、投資を完成させた方が社会的利益となるという反論も成立するだろう。それゆえかハイエクは、インフレのもとでは非効率で誤った資源配分（したがって投資）がなされると繰り返し主張しており、もしそうならば反動デフレの状況で清算されるのは非効率で非採算の投資プロジェクトであるから、それらを温存させるような不況対策が望ましくないというハイエクの主張は支持されるだろう。実際ハイエクは次のように述べている。

「景気回復の前提として、まず投資の復活がなければならないことは確かです。だが、この投資はあくまでも経済の正常な安定と高水準の雇用が達成された新状況のもとでも、収益性のある

持続的な投資でなければなりません。補助金や不自然な低金利で誘発される投資ではだめなのです。また消費需要を刺激することで、望ましい投資がもたらされる可能性もきわめて小さい。⁵⁸⁾」

以上のことから、「好況末期には誤った投資が増加する」という命題は、ケインズもハイエクも支持することは間違いない。したがって両者の違いは、ケインズはこのようなケースは希れであるとみるのに対して、ハイエクは政策当局が低金利政策を好む現実では、しばしば起こるとみたとある点にある。

では1980年代後半の日本の好況末期のバブルはどのように理解すべきなのだろうか——それは以下の如くである。

① 1989・90年のバブル期、ケインズ的にみてもハイエク的にみても、投資の失敗（誤った投資）が生じていたことは間違いなく、それが平成不況を長期化させたことは間違いない。

② したがって、マクロ的な総需要政策や不況業種・地域の救済策（たとえば公共事業）が適切な経済政策ではないという点でもハイエク的な見解は説得的である。

③ しかし、90年代も後半に入ると、超低金政策のもとでも投資が回復せず、逆にデフレ傾向を示したために、90年代後半以降、総需要政策の是非ではなく、どのような総需要政策が有効かという点に、経済政策の論争点が移ってくるのである。

いずれにせよ80年以降の日本経済を回顧するとき、われわれはケインズ的なアプローチだけでなく、ハイエク的なアプローチが有効であると考えており、稿を改めて論じることにしたい。⁵⁹⁾

注

- 1) たとえば、小林昇編『講座経済学史Ⅰ』、同文館、1977年、飯塚一郎『貨幣学説前史の研究』、未来社、1969年などを参照。
- 2) J. Marchal et J. Lecaillon, *Théorie des Flux Monétaires*（溝川喜一訳『経済分析と貨幣』、ミネルヴァ書房、1978年）の第1章および、堀家文吉郎『貨幣数量説の研究』、東洋経済、1988年）の第1章による。
- 3) A. Marshall, *Money, Credit and Commerce*, 1923（永沢越郎訳『貨幣・信用・貿易』岩波ブックサービスセンター、1988年）の第1編・第4章の3。
- 4) R. Cantillon, *Essai sur la nature du commerce en general*,（津田内匠訳『商業試論』、名古屋大学出版会、1992年）の第Ⅱ部。
- 5) D. Hume, *Political Discourses*, 1752,（田中敏行訳『経済論集』東京大学出版会、1967年）の48ページ。
- 6) 同上訳書の54ページ。
- 7) 同上訳書の90ページ。
- 8) D. Ricardo, *The Principles of Political Economy and Taxation*, 1817,（小泉信三訳『経済学及び課税の原理』岩波文庫、1957年）の32ページ。
- 9) J. S. Mill, *Principles of Political Economy*, 1848,（末永茂喜訳『経済学原理3』岩波文庫、1960年）の234ページ。
- 10) 同上訳書の120～121ページ。
- 11) 同上訳書の178～179ページ。
- 12) 同上訳書の179～180ページ。
- 13) 同上訳書の240ページ。
- 14) A. Marshall, *The Pure Theory of Domestic Values*, 1879,（杉本栄一編『マーシャル経済学選集』、

- 日本評論社，1940年，所収）の124～125ページ。
- 15) Official Papers by A. Marshall, Gold & Silver Committee, p. 130.
 - 16) マーシャル『貨幣・信用・貿易』（前出訳書）の61～62ページ。
 - 17) A. Marshall and M. P. Marshall, The Economics of Industry, 1881, (橋本昭一訳『産業経済学』関西大学出版部，1985年）の185～187ページ。
 - 18) 同上訳書の188～189ページ。
 - 19) Imre Lakatos, The Methodology of Scientific Research Programmes, Vol. (村上陽一郎訳『方法の擁護——科学的研究プログラムの方法論』1978年)。
 - 20) R. Hawtrey, Good and Bad Trade, 1913.
 - 21) I. Fisher, The Purchasing Power of Money, 1911.
 - 22) I. Fisher, “The Debt Deflation of Great Depressions,” *Econometrica*, 1933.
 - 23) 本節は，G. Haberler, Prosperity and Depression, 1958, (松本・加藤・山本・笹原訳『景気変動論』，東洋経済，1966年）の第3章，および早川泰正『戦後日本経済と景気理論』新評論，1972年の第1編，大谷竜造『景気変動の理論』，東洋経済，1969年の第1章によっている。
 - 24) J. Strachey, Contemporary Capitalism, 1956, (関・三宅訳『現代の資本主義』東洋経済，1958年）の106ページ。
 - 25) J. A. Hobson, The Industrial System: An Inquiry into Earned and Unearned Income, 1910, The Economics of Unemployment, 1922.
 - 26) ケインズ『一般理論』（後出訳書）の368ページ。Hobson, Confession of an Economic Heretic, 1938 (高橋哲雄訳『異端の経済学者の告白』新評論，1983年)も参照。
 - 27) K. Wicksell, Geldzin und Güterpreise, 1989, (北野態喜男訳『利子と物価』日本経済評論社，1984年)。
 - 28) T. Tooke, An Inquiry in to the Currency Principle, 1844, (渡部善彦訳『通貨主義の研究』勁草書房，1978年）の第13章。
 - 29) 周知のようにウィクセルの理論は，Lectures on Political Economy, 1934年へと発展していく。またウィクセルの論の欠陥はミュダール (G. Myrdal) によって指摘されている。
 - 30) L. Mises, Theorie des Geldes und der Umlaufmittel, 1912, (東米雄訳『貨幣及び流通手段の理論』日本経済評論社，1980年）の第5章。
 - 31) F. A. Hayek, Prices and Production, 1931, (谷口・佐野・他訳『価格と生産』春秋社，1988年)。
 - 32) 同じオーストリア学派に属するシュムペーターも，不況の効用を強調する。なお，革新の遂行を伴う投資の増加が好況を主導するとみたシュムペーターの循環的成長の理論は，今日からみても最も成功したモデルであるといえる。J. Schumpeter, Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 1912 (中山・東畑・塩野谷訳『経済発展の理論』岩波文庫)。
 - 33) ハイエク『価格と生産』（前掲訳書）の199ページ。
 - 34) D. H. Robertson, Banking Policy and Prices Level, 1926 (高田博訳『銀行政策と物価水準』巖松堂，1955年)。なお，ロバートソンのモデルは，ケインズの初期論文と同じフレームワークである。The Collected Writings of J. M. Keynes, Vo. XIII, pp. 2～14。
 - 35) この誘発的ラッキングは，ケインズがロバートソンに教示した概念であるにもかかわらず，ケインズ自身は次第に懐疑的となっていく。なぜなら，そこでは家計のフローの意思決定とストックの意思決定が区別されていないからであり，本論Ⅲ-2で指摘するように，物価上昇（下落）しているときに，家計は場所からの銀行預金残高の増加（減少）させるという仮定は現実的ではない。
 - 36) J. M. Keynes, A Tract on Monetary Reform, 1923, (中内恒夫訳『貨幣改革論』東洋経済，1978年)。
 - 37) 同上訳書の64ページ。
 - 38) 同上訳書の41ページ。
 - 39) 同上訳書の67ページ。

- 40) J. M. Keynes, A Treatise on Money I, 1930, (小泉・長沢訳『貨幣論Ⅰ』東洋経済, 1979年)の第14章の1。
- 41) 同上訳書の142ページ。
- 42) 『貨幣論Ⅰ』(前掲訳書)の146~147ページ。
- 43) ケインズ『貨幣論Ⅰ』(前掲訳書)の第4編。
- 44) 『貨幣論Ⅱ』(前掲訳書)の101ページ。
- 45) 『貨幣論Ⅰ』(前掲訳書)の184ページ。
- 46) 同上訳書の178~179ページ。
- 47) 同上訳書の179ページ。
- 48) J. M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936 (塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済, 1983年)。
- 49) 『一般理論』(前掲訳書)の134ページ。
- 50) 同上訳書の316ページ。
- 51) 同上訳書の139および141ページ。
- 52) 同上訳書の100~101ページ。
- 53) 同上訳書の103ページ。
- 54) The Collected Writings of J. M. Keynes, XIII, Part1-3.
- 55) N. P. Barry, Hayek's Social and Economic Philosophy, 1979, (矢島釣次訳『ハイエクの社会・経済哲学』春秋社, 1984年), 古賀勝次郎『ハイエクの政治経済学』新評論, などを参照。
- 56) ケインズ『一般理論』(前掲訳書)の第16章。
- 57) 上掲訳書の321ページ。
- 58) F. A. ハイエク, 『新自由主義とは何か』(西山千明編)東京新聞出版局1977年, 215~216ページ。
- 59) 筆者の見解の概要は, 拙著『マクロ経済学と日本経済』中央経済社, 2001年の第Ⅲ部で示されている。

参考文献

- R. Backhouse, *Economist and the Economy*, 1988 (八木甫訳『経済の歴史と論理の発展』HBJ 出版, 1992年)。
- M. Blaug, *Economic Theory in Retrospect*, 1962, (杉原・宮崎訳『経済理論の歴史』東洋経済, 1968年)。
- D. Dillard, *The Economics of J. M. Keynes*, 1948 (岡本好弘訳『ケインズの経済学』東洋経済, 1957年)。
- E. Eshag, *From Marshall to Keynes*, 1963, (宮崎厚一訳『マーシャルからケインズまで』東洋経済, 1967年)。
- J. R. Hicks, *A Market Theory of Money*, 1989 (花輪・小川訳『貨幣と市場』東洋経済, 1993年)。
- T. Hutchins, *A Review of Economic Doctrines 1870-1929*, 1953 (山田・武藤・長沢訳『近代経済学説史』東洋経済, 1957年)。
- D. Laidler, *The Golden Age of the Quantity Theory*, 1991 (石橋・嶋村外訳『貨幣数量説の黄金時代』同文館, 2000年)。
- D. O'Brien and J. Presley eds, *Pioneers of Modern Economics in Britain*, 1981 (井上・上宮・八木訳『近代経済学の開拓者』昭和田, 1986年)。
- D. Patinkin, *Money, Interest and Prices*, 1965 (貞木展生訳『貨幣・利子および価格』勁草書房, 1971年)。
- J. Schumpeter, *History of Economic Analysis* 1954, (東畑精一訳『経済分析の歴史』岩波書店, 1962年)。
- 明石茂生『マクロ経済学の系譜』東洋経済, 1988年。
- 有井治『貨幣経済学の展開』千倉書房, 1970年。
- 岡田元治『巨視的経済理論の軌跡』名古屋大学出版会, 1997年。

加藤寛孝『幻想のケインズ主義』日本経済新聞社，1986年。
小島専孝『ケインズ理論の源泉』有斐閣，1997年。
柴田義人『現代資本主義の経済変動論』新評論，1970年。
末永隆甫『現代経済変動論』青木全書，1955年。
杉本栄一『近代経済学の解明』岩波文庫，1949年。
竹森俊平『経済論戦は甦る』東洋経済，2002年。
馬場啓之助『近代経済学史』東洋経済，1970年。
早坂忠編著『経済学史』ミネルヴァ書房，1989年。
菱山泉『近代経済学の歴史』有信堂，1965年。
松嶋敦茂『現代経済学史』名古屋大学出版会，1996年。
松原隆一郎『経済思想』新世社，2001年。
若田部昌澄『経済学者たちの闘い』東洋経済，2003年。

以上、本文の注で示されなかったⅠ，Ⅱの主要参考文献であるが、欧文文献は邦訳があるもののみ、邦文文献も著書のみであり、いずれも概説的な内容である。なお、ⅢとⅣについては、拙著および拙稿（そこでの参考文献も含め）を参照してほしい。

松川周二『ケインズの経済学』中央経済社，1991年。
——『ケインズの不均衡分析』、『立命館経済学』1997年。
——『ケインズの革新』、『立命館経済学』2002年。
——『正統派理論とセイの法則に挑むケインズ』、『立命館経済学』2004年。
なお、ケインズに関する文献については、平井氏の原著を参照してほしい。
平井俊顕『ケインズの理論』東大出版会，2003年。