

ケインズ『貨幣論』の構造

渡 辺 和 則

1. はじめに

伝統的解釈に従うと、『貨幣論』は超短期の問題を、そして『一般理論』は短期の問題を扱っている、ということである。それは前者が価格調整モデルであり、後者は数量調整モデルであるということを意味している。そしてそれをもっとも特徴づけているのが基本方程式であり、また乗数理論であるといわれてきたように思われる。この解釈は『貨幣論』と『一般理論』との間にケインズ自身の思想的連続性は存在しないということを含意している。

我々は本稿において『貨幣論』は数量調整モデル（以後 TM モデルとよぶ）であり、また乗数過程に関する詳細な分析を含んでいる、という解釈をとり、それを明らかにすると共に『貨幣論』の主張内容を考察しよう。

2. 基本方程式

まず最初に以下で使用される記号を次のように定めよう。

E : 社会の貨幣所得 = 生産要素の収入 = 生産費

P_1^e : 消費財需要価格⁽¹⁾

P_2^e : 投資財需要価格⁽²⁾

P^e : 産出全体の需要価格⁽³⁾

R : 消費財産出量

C : 新投資財産出量

O : 総産出量 = $R + C$

S : 貯蓄

I' : 投資財の生産費

Q_1 : 消費財部門の利潤

Q_2 : 投資財部門の利潤

Q : 総利潤 = $Q_1 + Q_2$

I : 投資価値

各財 1 単位は基準時——完全雇用状態——と同一の生産費をもつようにそれらの数量を選ぶ。ここで P_1^e , P_2^e , P^e を各財の需要価格と定義するのは、TM モデルは所得と雇用は当期における所得源泉の需要価格によって決定され、この需要価格が高いほど投資財の生産は増加し、消費財需要も高くなる、というマーシャル的な TM の特徴を明確にとらえるためである。利潤はすべて所得に含まれないとすると、貯蓄について $S = E - P_1^e R$ が成り立つ。基準時における消費財、投資財、産出高全体の価格を各々 \hat{P}_1 , \hat{P}_2 , \hat{P} とする。このとき数量単位の選択の仮定より、 $\hat{P}_1 = \hat{P}_2 = \hat{P}$ である。

$$Q_1 = (P_1^e - \hat{p})R = E - R - S - \hat{p}R = I' - S$$

$$P_1^e = \frac{E - S}{R} = \frac{\hat{p}R + \hat{p}C - S}{R} = \hat{p} + \frac{I' - S}{R} = \hat{p} + \frac{Q_1}{R}$$

(第 1 基本方程式)

また、経常産出額は $P^e O = P_1^e R + P_2^e C = E - S + I$ だから、

$$P^e = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O} = \hat{P} + \frac{I - S}{O} = \hat{P} + \frac{Q}{O}$$

(第 2 基本方程式)

基本方程式の右辺の第 1 項は供給価格（均衡価格）であり、第 2 項は平均利潤率であり、正常報酬からの実際の利潤の乖離の大きさを示す。したがってそれは有効需要の変化を示す指標である。ケインズが基本方程式において利潤を他の変数の変化の原因としたのは、現行の経済システムの推進力として利潤をとらえたからである。

したがって TM における企業はたとえ不況時においてさえも正の（超過）利潤を得るように産出雇用計画を立てて行動すると想定されている。

企業の利潤の変化——有効需要の変化——は投資と貯蓄の不調整によって生

じる。ケインズが TM において利潤極大化原理を適用して分析しなかったのは、たとえ企業が最適行動をとろうとしても投資と貯蓄の不調整により必ずそれは失望させられるという想定がなされていたからである。したがってケインズにとって重要であったのは短期供給理論ではなく、貯蓄投資の不調整メカニズムの解明、しいては貨幣理論の研究であったといえよう。

ここで公衆と企業家の貯蓄性向が変化した場合の利潤の変化を考察してみよう。⁽⁴⁾

所得と利潤からの貯蓄性向を各々 s_1 , s_2 とすると、

$$P_1^e R = (1 - s_1)E + (1 - s_2)Q$$

さらに、

$$Q = (P_1^e R + P_2^e C) - \hat{P}O = (1 - s_1)E + (1 - s_2)Q + I - E$$

より、

$$I = s_1 E + s_2 Q$$

また、

$$Q = \frac{I - s_1 E}{s_2} = \frac{I - S}{s_2}$$

これは投資が所得からの貯蓄と利潤からの蓄積 $I - S$ によってまかなわれることを意味している。またこのことから TM においてケインズは $s_2 = 1$ を仮定していたことがわかる。

さらに上の式を変形すると、

$$E = \frac{1}{s_1} (I - s_2 Q)$$

これはある乗数関係式であるが『一般理論』のそれとは異なる。これは我々が後に考察する TM の増幅拡張的乗数式である。

我々はこれを第三基本方程式としてとらえることにする。というのは、TM において分析されているのは、体系がある特定のショックを受けたときに起きる投資率の変動の増幅拡張的過程であり、決して物価水準の決定の問題ではな

く、すなわち、TM モデルは価格調整モデルではなく数量調整モデルであるという見解を明確にできるからである。

ここで公衆の貯蓄性向 s_1 はゼロであるとする。これはケインズの「ダネイドの壺」の寓話に含まれている仮定である。このとき、

$$I = s_2 Q, \quad Q = \frac{1}{s_2} I, \quad Q = (1 - s_2) Q + I$$

これより $s_1 = 0$ のときには、企業家の消費増加が彼らの利潤を同じだけ高めること、また利潤は投資と企業家の消費の和であること、さらに、企業家は彼らの支出するものを稼得し、生産要素提供者は彼らの稼得するものをすべて支出することがわかる。

3. 資本資産価値と利子率

TM において投資率の変動は資本資産価値との関係で論じられている。それは現存資本の市場現在価値の変化と、利子率と自然利子率の関係による新規資本財需要価格の変化に関する分析でもある。これらは貯蓄性預金の需給関係と、市場利子率と自然利子率の一致という形で扱われている。前者の均等化は株式市場でのストック均衡条件であり、それは後にみるような保蔵性向分析によっても考察されていて、他方後者はフロー均衡条件であり貯蓄投資の調整メカニズムの問題として分析されている。

TM において自然利子率は $I = S$ が成立する場合の利子率と定義されている。『一般理論』において資本の限界効率は、資本資産から生ずると期待される年収益の系列の現在価値を、当該資産の供給価格に等しくさせる割引率と定義されている。⁽⁷⁾ TM において \hat{P}_2 は完全雇用での投資財価格であるから、 $\hat{P}_2 = P_2^e$ とならしめる割引率が資本の限界効率であり、自然利子率でもある。このように TM の自然利子率は完全雇用状態での『一般理論』の資本の限界効率に一致する。⁽⁸⁾ したがって、これと「基本方程式」に関する我々の見方を合わせて考えると、自然利子率は、もしも体系が完全雇用均衡から乖離した場合に体系をもとの最適水準へ引き戻すための政策基準としてみなされるべきで

あることがわかる。このような利子率は『一般理論』において「中立的利子率」⁹⁾、「最適利子率」¹⁰⁾とよばれた。

資本資産の価値の変動が資本の限界効率と利子率の変化に依存するという認識は、資本資産が長期のものであることを前提にしている。TMに現われる資本資産は長期資本資産である。資本財から得られる「期待収益に対する市場の見解」を所与とすると、利子率の上昇は資本財需要価格の下落をもたらす。TMにおいて現存資本ストックの市場価値は新規資本財価値と同一視されている¹¹⁾から利子率の上昇は株式証券価格の下落を、またこれは現存資本ストックの市場価値の下落を意味する。

このように TM における現存資本ストックの価値は一定ではなく、かなり変動的であり、それが投資率に与える効果は資本財需要価格の変化によるよりも大であるとみなされている。¹²⁾それはケインズの固定資本についての以下のような考え方からきているのである。

「債券市場の変化を通じて作用する低金利の、新投資量に対する直接的な効果は、たとえその変化が僅かなものであっても、恐らくもっと重要であろう。製造設備を増加あるいは減少させようとする意欲は、恐らく、証券利率の僅かな変化に対しては、あまり敏感ではないであろう。しかし産業の必要とする新しい固定資本の量は、好況時においてさえ、比較的取るに足りないのもあって、そのような状況をもたらしている大きな要因ではない。世界の固定資本のほとんど全部は、建造物、輸送機関および公益事業によって代表されているものであって、それらの活動が、長期利子率のほんの僅かな変化に対してさえ示す敏感さは、かなりの時の遅れを伴ってではあるが、疑いもなく著しいものである。」¹³⁾

4. 保蔵性向の分析

貯蓄決定は貯蓄性預金と有価証券の間の選択であるが、この問題を扱うのが保蔵性向の分析であり、これはストック均衡を扱っており貯蓄投資調整のフロー均衡を補完するものである。TMにおける証券は債券と株式証券を含んでい

るが、後者は、実物資本を代表するものとみなされている。保蔵性向の分析はその株式証券の価格決定を扱っている。ケインズは有価証券価格の決定を貯蓄性預金の需給関係でとらえている。これは『一般理論』における投機的貨幣需要関数に対する正確な理解のために銘記しておかなければならない点である。ケインズによれば、

「弱気の状態を所与とすれば、そのとき非流動資産の価格水準は、公衆がその価格水準で保有したいと望む保蔵〔貨幣〕の量を銀行組織が創造している保蔵〔貨幣〕の量に等しくさせるのに必要な高さに定まるのであって、その値がどれほどであろうとも、それらはそうならざるをえないのである。」⁴⁴

ケインズによる保蔵性向曲線の説明は次のようになされている。

「縦軸に流動資産（または保蔵貨幣）で測った非流動資産の〔相対〕価格をとり、横軸〔の値〕で〔それに対応する〕保蔵貨幣の保有量を示す曲線。この曲線が私の『弱気の状態もしくはその程度』——恐らくあまり適切ではなかったであろうが——として述べてきたものである。それは『保蔵性向』と呼んだ方がもっとも適切であろう。」⁴⁵

ケインズは保蔵性向曲線の形状については説明を与えていないが次の理由から凹曲線と考えられている。弱気筋の投機家は有価証券価格が低下しているときに将来の値上りを見込んで現在貯蓄性預金の需要から証券保有へ移行する。

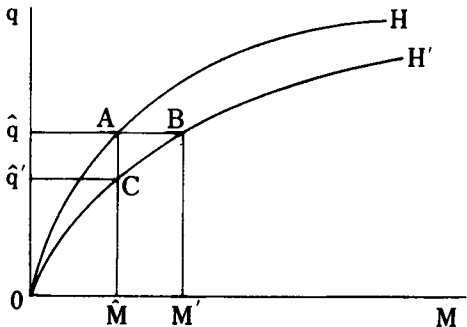


Fig. 1

彼らのこの性向は価格が低いほど強化されるであろう。

いま横軸に貯蓄性預金の量を測り、縦軸に有価証券の価格を測ると、保蔵性向曲線は Fig. 1 の H 曲線として描くことができる。

弱気筋の投機家は現行の市場価格のもとで将来の値上りを予測して証券保有から貯蓄性預金へ移行する行動をとるのが特徴である。だから弱気の状態——保蔵性向の低下——は H 曲線の H' 曲線への下方シフトとして表わされる。このとき銀行組織による貯蓄性預金の供給が一定ならば、証券価格は q' まで下落するが、しかし銀行組織がかかる弱気筋の投機家の行動を補整するような行動—— M' まで貯蓄性預金の供給を増す——をとるならば証券価格は q にとどまるであろう。

前者の場合には貯蓄性預金の超過需要が生じる。これは後の貯蓄投資調整を考察するとき重要な事項となる。

4. 貯蓄投資調整, TM における乗数過程およびストックフロー均衡

TM のもっとも注目すべき特徴は貯蓄投資調整問題がストックフロー均衡によって論じられていることと増幅拡張的乗数過程の分析がなされていることである。前に考察した保蔵性向の分析はストック均衡を説明し、市場利子率と自然利子率の一致はフロー均衡を示す。ケインズはストック均衡がフロー均衡を限定するという仕方です貯蓄投資調整の問題を扱っている。

貸付資金市場の均衡——フロー均衡——は市場利子率と自然利子率の一致によって達成されるが、いまこの均衡を攪乱するような仕方です銀行利子率が引上げられたとしよう。またこれに連動して債券利子率——市場利子率——が上昇したとする。

資本財需要価格の変化はそれから得られる期待収益に関する市場の見解を所与とすると、割引率としての債券利子率に依存する。ここでは利子率の上昇によりその需要価格は下落させられる。これは投資の減退を導く。すなわち

「われわれは銀行利率の上昇の直接的かつ第一・次・的・な効果は、固定資本の価格したがって P' 、すなわち投資財物価水準の下落であり、そして貯蓄

の増加——そのうち前者はおそらく量的に後者よりも重要であろう——であると予期してよいであろう。」¹⁰⁵

投資財価格の下落により投資の価値は投資費用を下回る。貯蓄の利子弾力性を考慮すると、 $I < S$ となる。このとき第2基本方程式の右辺第2項は負になり投資財部門の生産者は損失をこうむることになる。

「その第二次効果は何か。現行の価格での固定資本に対する誘引性の低下は、資本財の生産者がその産出物を生産費との関係で従来と同じ程度の満足のできる条件で走り出すことを不可能にし、したがって、それに続いてこのような財貨の産出の減少が生ずるのである。同時に貯蓄のいかなる増加も、流動的消費財の購買に向けられる所得の流れの減少をもたらさざるをえないのであり、したがって、それは P の下落を伴うであろう。」¹⁰⁶

すなわち、資本デフレーション¹⁰⁷ ($I < I'$) は資本財生産者を生産縮小へ導く。したがって投資費用は減少する。この結果第一基本方程式の右辺第2項は負になり、消費財部門の生産者は損失をこうむる。こうして投資財部門での資本デフレーションは消費財部門における商品デフレーション¹⁰⁸ を誘引する。

「しかし市場利率の変化が自然利率の変化と正確に一致していない場合には、われわれの考察してきた銀行利率の上昇の第三次の効果は何であろうか。投資率の低下は、貯蓄の増加によって生ずる P のあらゆる下落に加えて、さらにその下落を引き起こすであろうが、それは基本方程式から必然的に帰結するように、投資財の生産者のもとで流動的消費財の購買のために使用できる所得の減少が生ずるからである。

したがってわれわれは、この段階において P と P' の双方の下落、その必然的な帰結としてのすべての部門の企業者の損失、そしてその結果として彼らが現行の収入率で生産要素に提供する雇用量の減少を経験することになる。したがって銀行利率の上昇が逆転するか、あるいはたまたま何ごとかが起きて自然利率を変化させ、それをこの新しい市場利率との均等に引き戻すようなことがないかぎりには、失業の状態がこれに続いて発生し、そしてそれが持続すると予期してよいであろう。」¹⁰⁹

このように TM において投資財部門における有効需要の減退による乗数過程が分析されている。しかしこの乗数過程は『一般理論』の乗数とは異なる。

『一般理論』において貯蓄と投資は所得の変動を通じて調整されていく収縮的波及過程である。これに対して TM の乗数過程は $I < S$ の状態が続く限り持続する増幅的拡張過程である。²⁴⁾ そして I と S すなわち市場利率と自然利率は弱気筋の投機家の介入により決してうまく調整されえないのである。資本デフレーションと商品デフレーションは増幅的拡張へ向って相互に影響するのである。

以上の考察を図を使って分析してみよう。いま $I(r) - S(r) = \Delta M$ とおく。 $\Delta M, r$ は各々貨幣の超過需要、利率を表わす。

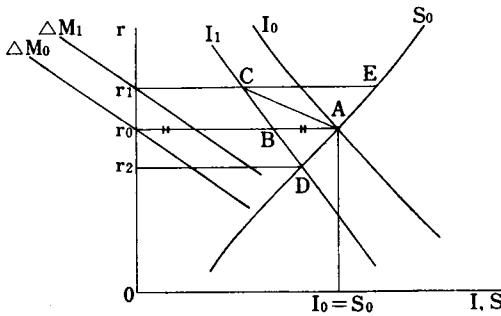


Fig. 2

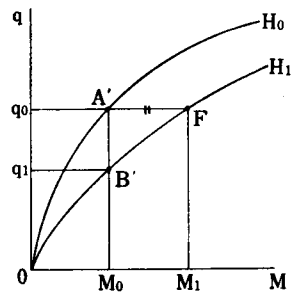


Fig. 3

I_0, S_0, H_0 は各々投資需要曲線、貯蓄供給曲線、保蔵性向曲線を表わす。Fig. 3 は前述の図表と全く同じである。

A は貸付資金市場での均衡——フロー均衡——を表わしており、A' は証券市場の均衡——ストック均衡を表わしている。銀行利率引上げによって生じる資本デフレーションは曲線 I_0 の I_1 へのシフトを意味する。それに対応して、弱気の状態の変化——保蔵性向——の低下は H_0 から H_1 へのシフトを意味する。これよりストック—フロー均衡は崩壊する。全体としての企業者は AB だけの損失をこうむり、これに対応して投資財と消費財の市場において超過供給 AB が生ずる。もし投資家が恒常所得を指標にして行動するならば、ストック均衡は A' において成立し、貸付資金市場は市場利率の下落によって

D で均衡する。しかし実際には投資家の行動は市場価格の変化によって左右される。貸付資金市場での超過供給 AB により市場利子率は下落する傾向がある。このとき弱気筋の投機家は証券価格の上昇に直面して手持ちの既発行証券を貯蓄者に供給し始める。もしもこのとき銀行組織が弱気筋の投機家が供給する既発行証券を買い上げる形で貯蓄性預金を M_1 まで増加させるならば証券価格は q_0 のままにとどまる。このとき貸付資金市場においては市場利子率が r_2 まで下落しその結果、 F と D においてストックフロー均衡が成立する。

しかしもしも貯蓄性預金の供給が M_0 のままであるならば、弱気筋の投機家によって貯蓄者の資金供給 AB はすべて吸収されてしまう。こうして得た資金を弱気筋の投機家は貯蓄性預金へ退蔵する。このとき証券価格は q_0 から q_1 へ下落する。かくて貯蓄性預金に対する正の超過需要の発生により貨幣の超過需要曲線は ΔM_0 から ΔM_1 へシフトする。その結果市場利子率は r_1 まで引き上げられ、 CE の潜在的超過供給が発生する。このフロー不均衡は増幅拡張的乗数過程を生み出す。

「さらにこの状態が長く続くならば、おそらく失業の量はそれにつれて次第に大きくなっていきそうである。なぜならば企業者たちは、最初のうちは損失を蒙るにもかかわらずこれまでの条件で雇用を続けるかもしれないが、それは一部は彼らが生産要素との間で速やかには免れることのできないような長期の契約に縛られていることにより、また一部は彼らが損失の期間をかなり短いであろうと予想しかつそう信じているかぎり、生産の閉鎖と再開とに要する費用を避けることはそれだけの価値があるという理由によるものだからである。しかし時が進むにつれて、これらの動機は次第にその効力を失い、やがて作用しなくなるであろう。」⁹⁰

このような増幅拡張乗数過程を停止させる手段としてケインズは2つ提唱している。

その一つは彼が「過程の終局」⁹¹ とよぶ能率収入率（貨幣貸金率）の引下げである。これは貯蓄供給曲線を右方シフトさせる効果をもつと考えられているからである。つまり TM において貯蓄は利子率と所得に依存すると考えら

れていた。もう一つの手段としてケインズは長期低金利政策を主張した。

「したがって私は、ある場合には比較的大胆な方策の方が当をえており、そしてそれは、資本家大衆の側に、証券に対する根強い『強気』あるいは『弱気』が広がっているような場合にはいつでも、重大な危険をもたらすことは全くないと考えている。そのような場合には、中央銀行は貯蓄預金を保有したいとする公衆の欲求を、飽和状態に達するように満足させる点まで、あるいは反対の場合には、そのような預金の供給を出尽くさせてしまふまで、その公開市場操作を遂行すべきである。」²⁴

すなわち、沈滞が根強く持続する場合には長期市場利子率が限界点に押し下げられるまで中央銀行が長期証券を買い上げるべきであり、投資家の弱気は取り除くことが全く困難なほど頑強ではなく、貯蓄性預金に対する利子率がほとんどゼロに近いときには飽和点はかなり早く到達されうる、というのがケインズの主張であった。²⁵ TM におけるケインズのこのような長期金融政策に対する信頼は『一般理論』を解釈する上で考慮しなければならない重大な点であるように思われる。

5. 結びにかえて

『貨幣論』は数量調整モデルであって、価格調整モデルではない。実際それは我々が考察したように増幅拡張的乗数分析を含んでいる。その分析は、弱気筋の投機家の介入により常に負の利潤が存在しそれが増幅的に各部門へ波及していき持続的失業を生むという内容である。これは『一般理論』における資本財産業における予期せざる変化による乗数効果と同じである。『貨幣論』は乗数過程における価格変化も扱っている点でむしろ『一般理論』よりもすぐれている。

さらに『貨幣論』はストックフロー分析を扱っている。ストック均衡が資産価格の決定として論じられており、市場利子率と自然利子率の調整は貯蓄投資の調整として、またフロー均衡の問題として扱われている。これに対して『一般理論』においては資本の限界効率の議論によってストックの問題が論じられ

ている。この両者の分析は補完的であり、『貨幣論』を通じて『一般理論』をみると、とくにその第11章の「資本の限界効率」と第12章の「長期期待の状態」の議論がいかにも『貨幣論』でのそれと類似しているかということがわかる。また何故にケインズが現代の証券市場の話をも『一般理論』の中でしているか、ということも理解できる。それは保蔵性向の分析の延長線上にある議論であり、『一般理論』におけるストック均衡に関する分析である。

さらに注目すべきことは、『貨幣論』には産出量決定メカニズムが欠けているということである。それは、前期の雇用量と産出量を一定とするとき、貯蓄の投資を超過する額が増加するという企業家の期待が、彼をして雇用量と産出量を増加させるよう導き、その結果増幅拡張的乗数過程が進行する、という体系の変化過程を扱っていることを合意している。したがって、『貨幣論』以後のケインズにとっての研究課題は、『貨幣論』に産出量決定メカニズムを組込むことであつたと解釈できよう。この解釈によれば、『一般理論』の貢献はまさに『有効需要の原理』であり、流動性選好理論や期待の強調ではないといえよう。

注(1)(2)(3) 『貨幣論』の本文においては、 P_1^e , P_2^e , P^e はそれぞれ P , P' , π の記号が用いられている。Keynes, [1971]. (邦訳, p. 138.)

(4) ここでの分析は Hicks, [1967] (邦訳, pp. 260-280.) に依っている。

(5) Keynes, [1971] 邦訳, pp. 142-143.

(6) Kaldor, [1955]

(7) Keynes, [1936] 邦訳, pp. 151-153.

(8) Keynes, [1936] 邦訳, pp. 272-274.

(9)(10) Keynes, [1936] 邦訳, p. 273.

(11) Leijonhufvud, [1966] 邦訳, p. 179.

(12) Leijonhufvud, [1966] レイヨンフーフヴッドは、利子率変化にもとづく実質純資産価値の変化を「意外な効果」(windfall effect) とよんだ。邦訳, pp. 201-305.

(13) Keynes, [1971] 邦訳, pp. 381-382.

(14) Keynes, [1971] 邦訳, p. xxxvii. () は原書注, [] は訳者注。

(15) Keynes, [1971] 邦訳, p. 211.

(16) Keynes, [1971] 邦訳, p. 211.

(17) Keynes, [1971] 邦訳, pp. 159-160.

(18) Keynes, [1971] 邦訳, p. 213.

(19) Keynes, [1971] 邦訳, pp. 212-213.

- (20) Leijonhufvud, [1966] レイヨンフーヴッドのいうケインズの乗数過程はこれに近い概念である。
- (21) Keynes, [1971] 邦訳, p. 214.
- (22) Keynes, [1971] 邦訳, p. 388.
- (23) Keynes, [1971] 邦訳, p. 389.

参考文献

- [1] Biswas, T. (1977). "The Marshallian Consumer." *Economica*, 44, 47-56.
- [2] Casarosa, C. (1981). "The Microfoundations of Keynes's Aggregate Supply and Expected Demand Analysis."
- [3] Hicks, J. (1974). *The Crisis in Keynesian Economics*. Basil Blackwell, (早坂忠訳, 『ケインズ経済学の危機』ダイヤモンド社, 1977年。
- [4] —, (1967). *Critical Essays in Monetary Theory*. Oxford Univ. Press.
- [5] Leijonhufvud, A. (1966). *On Keynesian Economics and The Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*. Oxford Univ. Press. Inc. (根岸隆監訳『ケインジアンとケインズの経済学』東洋経済新報社, 1978)
- [6] —, (1981). *Information and Coordination*. Oxford Univ. Press.
- [7] —, (1974). "Keynes' Employment Function: Comment." *History of Political Economy*.
- [8] Keynes, J. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan. (塩野谷九十九訳『雇用, 利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社)
- [9] —, (1971). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. vol. v, vi, Macmillan. (小泉明, 長澤惟泰訳, 『貨幣論』I, II. 東洋経済新報社, 1979)
- [10] Mehta, G. (1977). *The Structure of the Keynesian Revolution*. Martin Robertson.
- [11] Patinkin, D. (1976). *Keynes' Monetary Thought: A Study of its Development*. Duke Univ. Press.
- [12] Kaldor, N. (1955). "Alternative theories of Distribution," *Review of Economic Studies*, 23. 83-100.
- [13] Klein, L. R. (1947). *The Keynesian Revolution*, Macmillan Company, New York.
- [14] Marshall, A. (1961). *Principles of Economics*, Ninth (variorum) Edition, edited by C. W. Guilleband, Macmillan for the Royal Economics Society.

1981.10.3 脱稿

(後期課程第4年度生・理論経済学伊達邦春教授研究指導)