

# 經濟論叢

第156卷 第1号

---

- アパッティの有効需要論(1)……………小島 專孝 1
- P & Gの日本市場におけるマーケティング  
活動 1972-1985(1)……………ジョン・ライアン 30
- ハイエクと貨幣……………江頭 進 47
- レイヨンフーズ再考……………廣瀬 弘毅 65
- 

平成7年7月

京都大學經濟學會

## レイヨンフーヴッド再考\*

廣 瀬 弘 毅

### はじめに

レイヨンフーヴッドが、1968年に『ケインジアンの経済学とケインズの経済学』（Leijonhufvud, A. [1968]）を出版してそれまでのケインズ解釈に衝撃を与えてから26年が経った。同書は、ケインジアンの経済学がケインズ自身が持っていた問題意識から外れてしまって両者が異なるものとなってしまっているとして批判した。しかし不幸なことに、そこで主張されたことのうち、「価格調整速度と数量調整速度の逆転」というどちらかといえば副次的な議論の方が話題を呼び、もう一つの重要な論点である長期資産の評価の問題はあまり注目を集めなかった。そのため、レイヨンフーヴッドの指摘自体はマクロ経済学が解決すべき点において的を得ていたにもかかわらず、それが十分に発展させられたとは言えない。彼自身、[1974] や [1981] の中でこのことに不満をもらしている。しかしながら、市場における資産評価の問題という論点があまり注目を集めなかったのは、彼の議論が投資の局面の一つにしかスポットを当てておらず、一面的に理解され易かったためである。そこで本稿では、Ⅰ節でレイヨンフーヴッド自身が示した論点をまとめ、Ⅱ節で「二度の資金調達モデル」を用いて投資の資金調達を二つの局面に整理する。そしてⅢ節で各々の局面において発生する調整（coordination）の問題を検討する。

これらの分析の結果、彼の主張は今なおマクロ経済学にとって重要な問題であるにもかかわらず、問題の側面を示しえたに過ぎないことが明らかになる

\* 本稿は日本学術振興会特別研究員制度による成果である。

であろう。そして、ここにマクロ経済学の一つの発展の方向が残されていることが示される。

## I レイヨンフーヴッドのケインズ解釈

レイヨンフーヴッド [1968] は、二つの重要な論点を扱った。一つは、今日では「価格調整速度と数量調整速度の逆転」として知られる「所得制約過程」の問題であり、もう一つは「資産の評価」の問題である。いずれも情報の問題として括することもできる。池尾 [1983] によればそれは「共時の問題」と「通時の問題」と呼ぶこともできよう。前者は、貨幣経済にあってはワルラス的な体系とは異なり、観念的な超過需要と（実現された所得に裏打ちされた）有効な超過需要とが一致するとは限らず、一旦外れると均衡乖離的に不均衡が累積していくというものである<sup>1)</sup>。他方、後者は完全な先物市場が存在しない現状では長期の資産に対する評価が正しく行われえないということである<sup>2)</sup>。現実の経済には、それに代わるものとして金融市場が存在するが、この市場では正しい資産の評価が行えない。いずれも現存の市場構造の下では情報の伝達がうまく行われず、各経済主体相互の調整が適切になされえないことを問題としており、それがケインズの基本的問題意識であるとしている。この後のレイヨンフーヴッドの論文集の題名 *Information and Coordination* (Leijonhufvud, A. [1981]) にも明らかなように彼自身この問題を非常に重視している。ところで、前者の問題はそもそもパティンキンの研究やクラウアーの二重決定仮説に端を発しており、その後のフレンチ・スクールなどのノン・ワルラシアン・エコノミックスとして、さらに今日ではニュー・ケインジアンと呼ばれる人々の理論<sup>3)</sup>に引き継がれ一定の発展をみているといってよい。しかし、はじめに指摘

1) 平たく言えば、人々は実現された所得によって需要するということである。なお、これについては後の論文「同僚仮説」[1981]の中でトーン・ダウンさせている。

2) 先物で将来の需要を確定するのではなく貨幣形態で貯蓄を行える場合、crucialな決定を先に延ばすという option が貯蓄者には許されるが、投資を行うものには、許されないという非対称性が生まれていることに注意しなければならない。「何もしないこと」もまた一つの決定であるという批判は、それが片方に許され他方には許されていないという点で、ここでは妥当しない。

しておいたようにレイオンフーウッドにとって重要であったのは不均衡過程の発端をなす後者の問題すなわち資産の評価を巡る問題であった。これについては、必ずしも十分に発展させられたとは言えない。もちろん、彼が指摘したような個人と永続する資産のタイム・ホライズンの差の問題などは、理論的解決に必要な仮定の分析として進み、今日では一般化している<sup>4)</sup>。しかし、言うまでもなく、レイオンフーウッドが抱いていた問題意識からずれてしまっている。そもそも彼は、市場構造がこのような「資産の評価」を解決できないようなものになっているという認識からスタートしている。したがって、どのような仮定が存在すれば理論的に解決するのではなく、現実にはなぜ解決できないかのほうが重要なのである。レイオンフーウッドはこのとき「ケインズに戻れではありえない、ハイエクに戻れ」(Leijonhufvud [1968] p. 401, 邦訳 p. 435) という言葉で、彼自身の進むべき道を端的に述べている。すなわち、情報の伝達の場として市場を見なければならぬとしているのである。

ここでレイオンフーウッドが、どのように既存の市場構造が貯蓄と投資の意志決定を調整するのに不適当としているのか具体的に見ておこう。レイオンフーウッドは、貯蓄と投資に関する情報の問題を「完全な先物市場が存在しないこと」と「金融市場がそれを解決しないこと」の二つに分けている。前者は、「貯蓄が「同時に将来消費に対する特別の発注をすること」なくして、現在消費を差し控えること」(op. cit., p. 300, 邦訳 p. 326) になっていることである。すなわち、現代の経済にあっては新たな貯蓄行為があってもそれは貨幣の形態で行われるため、(この場合投資の主体である)生産者に将来需要の形で資本の予想収益を修正させるようなシグナルを発生させない (op. cit., p. 280, 邦訳 p. 304)。一方で、金融市場は社会全体にとっては固定的な投資を「家計」に

3) もっともこのニュー・ケインジアン方向がケインズ経済学の発展であると考えられることは大きな誤りにならう。というのも、ケインズ理論が価格(とりわけ賃金)の硬直性に依存している訳ではないからである。しかしながら、この方向の発展がどのようなネーミングの下に現れようともそれは独自の発展として認められるべきであらう。

4) すなわち、「遺産 (bequest)」を考慮するなど、個人の効用関数にある種の特定の仮定を設けることで解決されるのである。

としては流動的なものすなわち証券を売ることで簡単に取り消すことができるポジションにおくことを可能にしており、そのことで投資を容易にしているという側面も持っている。しかしこのことは「家計」が長期的な視野をもって投資を評価するインセンティブを持たないというタイム・ホライズンの不一致の問題を引き起こす。それは「個々人にとっては資産を満期まで保有する必要はないという意味で、「流動的」になる」(op. cit., p. 302, 邦訳 p. 329)り、その資産の全残存期間を通じて生じる収益に対して無関心になるためである。この現代資本主義における「両義性」が後者の問題である。もっとも、ケインズはこの理由から「美人投票」のアナロジーに代表されるように、証券市場が投機の間と化していると悲観したが、レイオンフーウッドはむしろ楽観的である(ex., op. cit., p. 303, 邦訳 p. 329, Leijonhufvud, A. [1981] p. 196, 邦訳 p. 198)。しかし、彼はその根拠を示していない。その後の理論的發展を見る限り、資産の評価に関して、楽観的・悲観的どちらかを強力に支持する議論はない。

レイオンフーウッドの「資産の評価」に関する分析はケインズの『一般理論』に忠実である。しかしレイオンフーウッドは、問題の一部しか見ていない。というのも長期にわたる評価の困難さそのものだけでなく、各経済主体の間での評価の伝達の失敗という投資プロセスに固有な問題が存在するからである。これを明らかにするために、ケインズの1937年論文に示された「金融」概念を精緻化した「二度の資金調達」モデル (Davidson, P. [1982], 廣瀬 [1994]) を展開しよう。

## II 投資のプロセス

レイオンフーウッドは、1981年の論文集で「ヴィクセル・コネクション」と題する長い論文を公表している。そこで、彼自身の立場を簡潔に表明し、また彼のケインズ理解を明らかにしている。彼によれば、そもそもマクロ経済学において、投資と貯蓄を巡るプロセスを中心に据えるのは、ヴィクセルの系譜であって、ケンブリッジ派もストックホルム派もオーストリア派もこの流れを引

いており、フリードマンが貨幣数量説アプローチを復活させるまでは、これが正統派であった<sup>5)</sup>。すなわち、「貯蓄決意と投資決意との適切な協調を利率メカニズムが果たし得ないとの仮説に基づ」(Leijonhufvud, A. [1981], pp. 132, 邦訳 p. 142) いて、所得変動を説明するという共通の構造を持っている。

ところで、長期の資産の評価の問題が経済体系に大きな影響を及ぼすのは、この投資と貯蓄の局面である。レイヨンフーヴッドは投資と貯蓄の主体が異なることが問題なのではなく、「これらの決定を調整する際に現存の市場機構がとくに不適當である」(Leijonhufvud, A. [1968], pp. 362-363, 邦訳 p. 396) ことを指摘した。先述の通り、彼は貯蓄者の資産評価と投資者の資産評価におけるタイム・ホライズンが異なることを不均衡の原因とした。さらにそれを最終的に貨幣経済の本質に帰している。しかしながら、これは現代経済における実際の投資の局面の一部しか見ていない。そのことを見るために、「二度の資金調達モデル」を用いて、投資の場面での調整の問題を整理しよう。それにより、問題を「投資の主体と貯蓄の主体が直接向かい合わないこと」あるいは「本来調節されなければならない二つの主体が別々の市場に異なるタイミングで参加していること」とさらに特定化することができる。併せて各経済主体の意志決定が伝達される「回路」<sup>6)</sup>についてもレイヨンフーヴッドとは異なったアプローチをとることができるのである。もちろん、この議論は先にレイヨンフーヴッドが示した分析を否定するものではなく、補完ないし包含するものである。なお、以下の議論では所得・(純)投資・(純)貯蓄に関してケインズの定義に従っている。

5) ところで、彼は「一般理論」の「貯蓄と投資の恒等命題」をウィクセル以来の問題意識をほかすものとして激しく非難し、それに伴って出てきた流動性選好説を棄却すべきとしている。しかしながら、必ずしもこれは正しいとは言えない。ケインズは貯蓄と投資の恒等命題を出すことで、投資と貯蓄のプロセスを軽視したのではない。また、「利率の誤調整の問題の消去」を行ったのでもない。むしろ、投資及び貯蓄の流れと資金の流れを厳密に区別することで、貨幣経済のもつ特有の構造を明らかにしたのである。その上で、完全雇用を実現するような投資量を可能にする利率がどのように実現されるのか、どのようにそれが各経済主体に認識されるのかという点で、利率が彼の理論の中で重要な位置を占めるのである。

6) これは、先に述べたとおりハイエクによれば市場の重要な機能である。

ケインズは、「一般理論」と金融的動機の分析を提出した〔1937a〕、〔1937b〕で、投資及び貯蓄と資金の流れを厳密に区別し、貯蓄を投資資金の源泉と見ることを拒否している<sup>7)</sup>。このモデルの含意は、どのような期間をとっても投資はたしかに完全に同量の貯蓄によって賄われるが、その投資のための資金は前もってファイナンスされなければならないということであった。もしもこの（実際の投資・貯蓄が生じる前という意味で）事前の資金調達が必要とされなければ、その投資は貯蓄の不足ではなく単に資金の不足によって阻害されるということである。デヴィッドソン〔1982〕は、ケインズの〔1937b〕ですでに示された「二度の資金調達」(two-fold process)を重視してさらに分析を進めている。なお、ここでいう銀行組織とは、以下の議論を通じてかなり広義で捉えられていることを予め断っておく。また、資金の流れについても特に現金通貨と預金通貨を区別していないが、銀行の準備の問題などを考慮していないので差し当たって問題はない。

まず、企業家がある収益見込みを立てて投資を決意したとしよう。企業ははじめに資本財（投資）を資本財生産者に発注する。そしてその発注を受けた企業は、その資本財の生産に取り掛かるが、この財が完成し発注者に引き渡され代金が支払われるまでは、生産のコストである賃金や原材料費などを負担しなければならない。これは、デヴィッドソンによれば、短期の経営資本貸付として銀行から貸し出される。これが資金調達の第1の局面であり、デヴィッドソンは「建設資金金融」と呼ぶ。そして、財が引き渡されると、発注者から代金が支払われ、それをもって資本財生産者は銀行に借り入れ金を返済する。一方、発注者は注文した財を使用して得られる収益を用いて究極的にはその財の代金を償う見込みを持っているだろう。しかし、いうまでもなくそれには時間を要する。したがって、発注した財から得られる収益をもってその代金を今支払うことは不可能であり、企業は長期にわたって負債を固定できるポジションをとらなければならない。これが資金調達の第2の局面であり、デヴィッドソンは

7) 河野〔1994〕に貸付資金説との兼ね合いも含めて詳しく分析している。

「投資資金金融」と呼ぶ。この資金は銀行からの（長期資金）借り入れと証券（株式・長期債券）の発行によって賄うことができる。このとき、注意しなければならないのはこの時点では資本財の生産は完了しており（マクロ的には）、投資が生じているので貯蓄はすでに存在している点である。したがって発生した貯蓄から企業の発行する証券の購入に向かう部分が存在するであろう。資金調達第1局面では、投資（貯蓄）は発生していないが、第2局面では既に生じた後であることに注意しなければならない。ということは、第1の局面では貯蓄が生じる前にだれかが経営資本貸付の形で投資の資金を負担しなければならないことになる。これは、現状よりも非流動的になることに誰かが同意することである。しかし、経済全体の流動性選好の状態を不変のままにして、このことが可能なのは信用創造ができる銀行組織<sup>8)</sup>だけである。もしも非銀行部門がこの経営資本貸付に応じる必要があるならば、証券価格が低下（利子率が上昇）し、本来実行できるはずの投資量が実現されないことを意味する。

このように貨幣を用いる経済では、投資のプロセスが二つの局面に分けられる。そして、各々の局面で資金の流れと（貨幣の形態を取っていない生産物のうち消費されない付加価値部分である）リアルな意味での貯蓄とを注意深く分離しなければならない。たとえ貯蓄と投資を賄う資金の流れとの間に関係があるにしろ、両者は全く別ものであるかぎり分けて分析しなければならないのである。これが「二度の資金調達モデル」の核心である。

### III 調整問題

ここでは投資の二つの局面それぞれで、調整されなければならない主体について検討しよう。

最初の「建設資金金融」の段階では、投資の意図を持った「投資主体」は登

8) もっとも銀行部門は非流動的なポジションをとることになる。これについては、先述の河野 [1994] を参照。ここでは、投資の資金調達にまつわる量的な分析はおいておこう。拙稿 [1994] も参照。



場するが、同じように貯蓄の意図を持った「貯蓄主体」は存在していない点が問題となる。「投資主体」は当然将来の収益に関して長期的な予想を持って投資を計画し、資本財生産者に発注する。しかしながら、ここで資金を提供する主体（主に銀行組織と考えられるが以下ではあえて「資金の貸手」とする）は、発注者が長期の資金調達に成功するかどうかにのみ判断を下せばよい。言い換えれば、彼らの貸出行動は、投資の第2の局面に関する予想にのみ依存しており、短期的な視点から行われることになる。この段階での資金の流れが、資本財生産者を媒介するためにいっそうその傾向が強まる。というのも、実際に短期の経営資本貸付を受けるのは「投資主体」ではなく資本財生産者だからである。ここでは、この判断を「貯蓄主体」が下しているのではないことに注意しなければならない。つまりこの段階での取引は、長期的な視点を持った「投資主体」と短期的な視点しか持たないあるいは持つ必要のない主体とが行っているのである。したがって、タイム・ホライズンの差はこの段階ですでに生じている。この資金調達が完了して初めて、実際の投資・貯蓄は行われる。

次に、「投資資金金融」の局面を見てみよう。この段階では投資が実行された後なので、「投資主体」も「貯蓄主体」も両方存在する。彼らはともに長期の証券市場に参加する。この市場で投資主体は、長期的な投資のプロジェクトを維持する長期にわたる負債のポジションを取らねばならない。一方、ここで長期資金を提供するのは、必ずしも「貯蓄主体」である必要はない。すなわち、(今期の所得からの非消費部分ではない)ストックとしての貨幣を持っている主体でも、新たに信用を創造することが可能である銀行組織でも構わない。もちろん「貯蓄主体」も証券の購入という形で参加が可能である。

ところで、レイオンフーズが問題とするのはこの段階である。現代の証券市場が、非常によく組織されていて長期的な証券であっても転売が容易であるために、人々が長期的な投資の裏付けである証券を短期的な視野からしか評価しない。そのために、資源の効率的な利用を可能にする投資が実行されない恐れが生じるというものである。たしかに、レイオンフーズの指摘する

「投資主体」と「貯蓄主体」の資産評価におけるタイム・ホライズンの差は重要である。しかし、問題はそれにとどまらない。投資が実際に実行されるまでは、貯蓄者はまったく市場に参加できない。言い換えれば彼らに投資の量を決定することができないということである。彼らに可能なのは、単に発生した貯蓄に見合う額の購買力をどのような形態で保有するかについて、証券市場（貨幣市場）で決定できるだけである<sup>9)</sup>。すなわち、投資・貯蓄の量を決定するのは第1の局面である「建設資金金融」の場面であって、第2の局面である「投資資金金融」の段階ではない。

「〔銀行組織の存在のために〕ポートフォリオ決意は、利子率あるいは企業家が金融機関をつうじて資金を獲得する能力のいずれかに影響を与える範囲を除けば、資本財需要〔投資〕になんら影響をもたささない。」(Davidson, P. [1978] p. 260, 邦訳 p. 289) これは一見奇異に感じられるが、貨幣経済における「貯蓄」が貨幣形態で行われることの必然的な結果である。「貯蓄主体」は、発生した所得という付加価値のうち消費しなかった部分としてのリアルな意味での（ここでは資本財の形態をとっている）貯蓄を手元に保有していない。それは「貯蓄主体」の手を経ることなしに、資本財生産者から企業に引き渡されている。「貯蓄主体」には単に投資が実行されたから事後的に貯蓄に見合う金額の貨幣が手渡されているに過ぎない。つまり、リアルな意味での貯蓄と投資の取引が行われる市場に、（物々交換経済でもない限り）「貯蓄主体」は参加できないのである。言い換えれば、肝心の「貯蓄主体」が投資・貯蓄プロセス（特に投資・貯蓄の量の決定）から排除されてしまっている<sup>10)</sup>。これこそが現

9) これはトービンのポートフォリオ理論における二段階アプローチ（貯蓄額が先に決定されたうえでその保有形態を配分する）を正当化するものである。もっともトービン自身がこのような投資のメカニズムを想定した上でこのアプローチを採ったとは考えられない。

10) ところで、貯蓄者が投資のプロセスに直接参加できないということは功罪両面をもっている。すなわち、貯蓄主体の決意に必ずしも合わない投資であっても、社会的には有用である場合に可能になるという点では良いと評価できる。結局、これはケインズの描いたヴィジョンによく沿っているモデルであると言えよう。「一般理論」の議論では、金利生活者（ここで議論に従えば彼らは資産評価の担い手であり貯蓄の大部分の担い手でもある）の「貨幣愛」のために、経済が不振に陥る可能性がある。ここでは、経済のキャスティング・ボートを握るのは金利生活者でア

代貨幣経済の抱える本質的な問題なのである。この一連のプロセスで重要なのは、「建設資金金融」段階で投資の実行に先立ってそれを可能にするように資金を貸し出す主体の存在である。この主体は「貯蓄」が発生していない以上、「貯蓄主体」と同一ではありえない。彼らは、一時的にはあれ現状よりも非流動的なポジションに身を置かねばならなかった。そして彼らはそのことで投資の量の決定に大きな影響を及ぼすのである。彼らと「投資主体」は（経営資本貸付）市場で対面し双方の調整の結果、実際の投資の量したがって貯蓄の量を決定することになる。もちろん、そのような行動は「投資主体」による「投資資金金融」での長期資金調達の見込みに依存するから、この二つの局面が全く分離し無関係にある訳ではない。しかし、兩者をつなぐのは資金の貸手による（貯蓄主体の行動に対する）一方向的な予想であり、その予想が正しいのかどうかは、実際に第2局面が訪れるまで分からない。事前に予想を修正させるようなメカニズム（ここでは市場と言い換えてもよい）はここには存在していない。

ところで、このような「貯蓄主体」と区別される資金の貸手（先のモデルでは特に銀行組織と仮定されている）が投資の量の決定するということと「貯蓄主体」がそれを決定できないという事実が、パラレルであることに注意しなければならない。したがって、「貯蓄主体」が貯蓄の量の決定に関して全く影響を及ぼすことができないのかどうか問うことは、事前の「資金の貸手」が究極的に「貯蓄主体」からの貯蓄に関する意志決定を代弁することが可能であるかどうかを問うことになる。しかし、すでに見て来たように投資・貯蓄プロセスから「貯蓄主体」が排除されているため、このプロセスの中に彼らの意志を

ゝある。しかし、仮に金融機関（特に銀行組織）が企業家の投資案件に対して適切に評価し、金利生活者の「貨幣愛」を相殺するように行動すれば、経済は安定化する。この場合、経済のキャッシング・ポートを握るのは銀行ということになる。ただし、ここまでの議論では銀行組織の行動については全く定式化しておらず、銀行がここで望むような行動をすると期待はできない。そのため、金融政策が重要となるのである。もちろん金融政策によって経済を安定化させることは、上で述べたすべてのプロセスで正しい情報を得て適切に行動しなければならないので、結局のところ簡単ではないだろう。

「資金の貸手」ひいては「投資主体」に伝えるメカニズムは存在しない。したがって、「貯蓄主体」と「投資主体」の二つの意志を調整するメカニズムは、投資・貯蓄プロセスの外に求めなければならない。実際、「貯蓄主体」がすでに決定された投資の量に異議がある場合、「投資資金金融」の場面で証券の購入を変化させて証券価格（利子率）を変更することが可能だが、すでに行われてしまった投資の量を変更させることはできない。次の期の投資に影響を与えることができるだけである。しかも、これすら不十分かもしれない。というのもこのような「貯蓄主体」の不同意、はその他の主体によってキャンセルされ得るからである。したがって、「貯蓄主体」の意志を伝達するもっともありうべき「回路」は、総需要の変化を通じるものである。すなわち、彼らは受け取った所得のうちの消費の割合（消費性向）を変化させようとすることで、総需要を変化させ得る<sup>11)</sup>。これは明らかに次の期の投資需要に影響を与えるであろう。ここではそのメカニズムの詳細な説明は行うことはできないが、「貯蓄主体」の意志を「投資主体」に伝える「回路」が投資・貯蓄プロセスには内在せず、仮にあるとしてもそれは次期以降の投資に影響を与えることができるだけだということを指摘するのにとどめたい。

まとめておこう。資金調達第1の局面「建設資金金融」では、短期貸付市場を通じて資本財生産者と銀行（あるいは短期資金の貸手）とが取引する。そして、資金調達第2の局面「投資資金金融」では長期証券市場（長期貸出市場）を通じて、「投資主体」と「貯蓄主体」（その他長期資金の貸手）が取引する。一方、リアルな意味での投資は資本財市場を通じて、「投資主体」と「資本財生産者」との間で取引される。これらの市場の関係においては、投資が実行されて初めて生じる「貯蓄主体」が時間を溯って「投資主体」に意志を

11) 投資主体が予期していた消費性向と異なるために予期せぬ在庫変動が生じるなどして次期の所得に影響を与えるのである。なお、レイオンフーズは [1981] でこの所得変動による各経済主体の行動のフィード・バックを扱っている。したがって、彼が投資プロセスの外に「貯蓄主体」から「投資主体」への「回路」を見ているのは事実である。しかしそれは調整の失敗の結果そして描かれているのであって、そもそも投資プロセスの中に、「貯蓄主体」から「投資主体」への「回路」が存在しないことを指摘したのではない。

伝える「回路」が存在していない。これがマクロ経済における大きな困難を生み出す原因の一つである。

ところで以上の結果は、ここで考慮されたモデルの設定（資金調達が二度の局面に分かれていることおよびその順序）に依存しているという反論も可能である。例えば長期の資金調達が行われて初めて投資のプロセスが開始される、すなわち「投資主体」が長期証券市場で調達した資金で資本財生産者に代金を前払いするようなケースを考えよう。ところが、この場合でも長期資金の調達時には「貯蓄主体」が存在していないことになり、だれか別の主体が一時的に非流動的なポジションを取るとともに投資・貯蓄の量に影響を与えることには変わりがない。したがって、上述の議論と順序は異なるにしろ、「貯蓄主体」の意志を「投資主体」にまで伝えるメカニズムが投資・貯蓄プロセスに内在していないという結論は不変なのである。換言すれば、この伝達メカニズムの議論は、投資及び貯蓄の取引と資金調達が分離しているという貨幣経済の特徴にのみ依存しているのである。

#### IV 貸付資金説の視点

ところで、レイオンフーヴッドはケインズの誤りの原因はすべて流動性選好説にあり、投資と貯蓄が恒等的に等しいとし、利子率からその二つの調整の役割を奪ったことにあるとしている。その上で彼は貸付資金説 (loanable fund theory) の復活を主張する (Leijonhufvud, A. [1981])。すなわち、貯蓄もまた投資の資金の供給をなしていると考えべきだと主張するのである。しかし、ケインズの定義体系に従う限りこれは誤りである。というのも、すでに見たように貯蓄からの資金はその貯蓄を生み出した投資を決してファイナンスできない。せいぜい次の期の投資の資金を供給できるだけであって、これは次の期の貯蓄ではない。投資を可能にするためには、実行される前に資金調達されていなければならないというのが、ケインズの「金融的動機」の議論の本質である<sup>12)</sup>。したがって、少なくともケインズの定義に従った経済体系を考える限り

は、貸付資金説が想定するような投資と貯蓄の調整メカニズムはありえないことになる。

ここで貸付資金説との異同に少し触れておこう。Tsiang, S. C. [1956] [1980] がまとまっているので、これをもとに論じる。基本的に貸付資金説では、前期の所得のうち消費されなかった部分を貯蓄とし、今期はそれをもとに投資するというメカニズムとなっている。したがって、発生する貯蓄と投資がタイム・ラグをもって突き合わされている。このように貯蓄を前期の非消費とすれば、たしかにその所有者である「貯蓄主体」とそれを需要する「投資主体」との間で取引され、両者の意志を調整することができる。これが可能であるなら、レイオンフーヴッドの指摘した二つの主体の将来の見込みに関するタイム・ホライズンの差だけが問題となる。しかし、この議論を展開するには前期に生じた貯蓄が前期中には使われないことを前提としなければならない。また、今期に可能な投資量が前期に決定されてしまうことになり、丁度本稿で採り上げた逆のロジックが成立する。先に投資の主体が意志表示する前に、貯蓄を決定しなければならないのである。ただし、チャンはここで前期の所得は消費も含めて前期中には使えず、次期になって初めて使えるとしている。こうすれば、今期の投資が前期の貯蓄に縛られることはなくなる。しかしながら、この議論が決定的に前期の所得が前期中には使えないという特殊な仮定に基づいているのは疑いない。あるいは逆に、発生した所得を使えないような時間の長さを1期間とすることによってのみ正当化される。

ケインズの定義を正確に理解するならばこのような貸付資金説の定義体系にケインズの議論を載せるのは難しい。もちろん、この両者はどちらかを排除す

12) ケインズ的に見るか貸付資金説的に見るかで経済の動学的なリンケージに対する見方が異なる。すなわち、ケインズの定義に従えば期と期を結び付けるものは、状態変数としての資産ストックを除けば期待変数が大きな役割を果たす。したがって、投資の資金調達第2の局面がその期の投資の量に影響を及ぼし得ないからと言って、軽視されるわけではない。むしろ次期の投資を決定する際に期待を通じて多大な影響を及ぼすために、特に動態的な分析では重要である。一方、貸付資金説の考え方としておそらくほとんどの現在の主流派の経済学の考え方に従えば、前期の貯蓄変数と今期の投資変数が結び付けられることで、直接的に期と期が結び付けられる。

るというものではないが、全く異なる定義体系をもとに組み立てられているのである。本稿ではケインズの定義体系を採用したが、それは貸付資金説のそれがかかなりアド・ホックな仮定に頼らなければならないということ、貨幣経済での資金メカニズムを解明するには、こちらの方が優れていると考えるからである。ケインズの定義体系は、貯蓄と投資と資金の流れを厳密に区別することができる点でメリットがあるのである。もちろん、「区別する」ということは「無関係である」ことを意味しない。

しかしながら、この問題はミクロ的な視点とマクロ的な視点とで異なった見方ができる。ミクロ的な黒字主体（＝貯蓄主体）から見れば、彼らの発生した「貯蓄」を次期にどのように運用するかが問題なのであり、ここでは通常の金融論の議論が成立する。すなわち、情報の生産に関して有利な生産関数をもっている金融機関に、黒字主体は資金の運用を委ねるのであり、ここで問題とされるのは、金融機関と借り手、金融機関と貸手との間の情報の非対称性の問題である。これをマクロ的にそのまま敷衍すれば、貸付資金説的な見方が可能でありレイオンフーウッドの指摘がそのまま当てはまるのである。しかしながらここまでの議論によれば、単に市場における情報の非対称性が問題となるというよりも、そもそも情報を伝達する機構が存在していないことが問題となる。したがって、経営資本貸付において重要な役割を果たすと考えられる銀行組織は、マクロ的にはさらに異なった行動が要請されることになる。すなわち、伝える回路がないにもかかわらず、まだ発生していない「貯蓄主体」の意志を正しく代弁することが社会的に要請される。銀行組織がこのことに成功するかどうかにかかわりなく、重要な位置を占めることになる。

## V ま と め

レイオンフーウッドは、マクロ経済学における投資のプロセスにおいて、貯蓄と投資の主体が異なるのが問題なのではなく、「これらの決定を調整する際に現存の市場構造がとくに不適當である」 ([1968], pp. 362-363, 邦訳 p. 396)

と指摘した。その上で、現実に存在する金融市場がその調整の役割をうまく果たさないとした。しかし彼は、投資の資金調達において「建設資金金融」と「投資資金金融」という二つの局面があることに注意を払わなかったために、大きな見落としをした。その上で後者の局面にのみスポットを当てたために、「貯蓄主体」と「投資主体」の意志決定を擦り合わせる「伝達回路」そのものを欠いていることを指摘できなかったのである。もちろん、彼の指摘した金融市場における資産の評価におけるタイム・ホライズンの差の問題は重要である。特に、彼は [1981] chap. 7 で金融市場において資産評価を誤った場合に、それを訂正するようなフィード・バックが必ずしも存在しないため、資産の評価を巡る市場そのものがある種の機能不全に陥る可能性が存在していることを論じた。しかし、投資のプロセスにおける「二度の資金調達」を考慮した場合、第2の局面はポートフォリオに影響を及ぼすだけで、投資の量には影響を与えない。第1の局面をも併せて考えなければ投資の決定を分析できないのである。

レイオンフーヴッドは、「経済不均衡の根源は将来についての確信の対立」(Leijonhufvud, A. [1981], p. 183, 邦訳 p. 186) であるとした。「投資主体」と「貯蓄主体」の確信の対立は、投資のプロセスの中だけでは解消できない。マクロ経済学の今後の発展の一つは、この「貯蓄主体」から「投資主体」への伝達回路の分析でなければならないだろう。

## 参考文献

- Davidson, P., *Money & Employment, The Collected Writings of Paul Davidson*, Vol. 1, Macmillan, 1990.
- Davidson, P., *International Money and the Real World*, Macmillan Press Ltd., 1982, 渡辺良夫・秋葉弘哉訳 [国際貨幣経済理論], 日本経済評論社, 1986年
- Davidson, P., *Money and the Real World*, Macmillan Press Ltd., 1978, 原正彦監訳 [貨幣的経済理論] 日本経済評論社, 1980年
- Davidson, P., *Post Keynesian Macroeconomic Theory*, Edward Elgar, 1994.
- Davidson, P., "Rational Expectations: a Fallacious Foundation for Studying Crucial Decision-making Processes," *Journal of Post Keynesian Economics*, 1982-1983,



## Vol. V, No. 2

- 廣瀬弘毅「二度の資金調達モデル」, 『経済論叢』, 第155巻第3号1994年
- 池尾愛子「レイヨンフーウッドとケインズ解釈」, 『一橋論叢』, 第90巻第2号1983年
- 河野良太『ケインズ経済学研究』, ミネルヴァ書房, 1994年
- Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan Press Ltd., 1936, 塩野谷裕一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』, 東洋経済新報社, 1983年
- Keynes, J. M., *A Treatise on Money 1 The Pure Theory of Money*, Macmillan Press Ltd., 1930, 小泉明/長澤惟恭訳『貨幣論Ⅰ』, 東洋経済新報社, 1979年
- Keynes, J. M., *A Treatise on Money 2 The Applied Theory of Money*, Macmillan Press Ltd., 1930, 長澤惟恭訳『貨幣論Ⅱ』, 東洋経済新報社, 1980年
- Keynes, J. M., *The General Theory and After Part Defence and Development* (The Collected Writings of John Maynard Keynes), Macmillan/Cambridge University Press, 1973, [1937a] [1937b] を所収
- Leijonhufvud, A., *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, Oxford University Press, 1968, 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年
- Leijonhufvud, A., "Effective Demand Failures", *Swedish Journal of Economics*, March, 1973.
- Leijonhufvud, A., "Keynes' Employment Function: Comment", *History of Political Economy*, Summer, 1974.
- Leijonhufvud, A., *Information and Coordination*, Oxford University Press, 1981, 中山靖夫監訳『ケインズ経済学を超えて』, 東洋経済新報社, 1984年
- Leijonhufvud, A., "Ideology and Analysis in Macroeconomics", in *Economics and Philosophy*, Koslowski, P. ed. 1985.
- Tobin, J., "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, February, 1969.
- Tsiang, S. C., "Liquidity Preference and Loanable Funds Theories, Multiplier and Velocity Analyses: A Synthesis", *American Economic Review*, September, 1956.
- Tsiang, S. C., "Keynes's "Finance" Demand for Liquidity, Robertson's Loanable Funds Theory, and Friedman's Monetarism", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 94, May, 1980.