

經濟論叢

第100卷 第3号

中谷實教授記念號

| | | |
|-----------------------------------|---------|-----|
| 献 辭 | 出 口 勇 蔵 | |
| 貨幣理論における投資・貯蓄接近法 | 菱 山 泉 | 1 |
| ファイフェルの信用創造の概念 | 金 森 恒 利 | 21 |
| 金融仲介機関に関連する諸問題 | 岩 根 達 雄 | 41 |
| 中国における定息について | 三 木 毅 | 56 |
| ミルトン・フリードマンの 「貨幣数量説」について | 石 川 常 雄 | 75 |
| 貨幣数量説の再検討 | 島 津 亮 二 | 99 |
| 物の流れと資金の流れ | 鎌 倉 昇 | 116 |

中谷 實 教授 略歴・著作目録

昭和42年9月

京 都 大 學 經 濟 學 會

貨幣理論における投資・貯蓄接近法

菱 山 泉

I

投資・消費・政府支出などからなる有効需要の動きは、よく知られているように、単に産出量や雇用の水準ばかりではなく、物価水準にも影響をあたえる。すなわち、有効需要増加の圧力は、通常、そのある部分は、産出量の増加に、また他の部分は、物価水準の上昇によって吸収されるわけである¹⁾。したがって、いわゆる投資・貯蓄接近法 Investment-Saving Approach は、産出量決定の理論であるばかりではなく、また同時に、物価水準決定の理論でもあることはいうまでもない。

さて、物価水準が高くなると、貨幣1単位によって購入できるバスケットのなかみは少なくなる。いわゆる貨幣の購買力すなわち貨幣価値はそれによって低くなる。だから、物価水準を左右する諸要因を明らかにするということは、つまるところ、貨幣価値を決定する諸要因を確定することにほかならない。ところで、物価水準つまりは貨幣価値を決定する理論は、伝統的な貨幣理論すなわち数量的接近法 Quantity Approach の基本問題の一つであった。

数量的接近法の要点を説明すると、おおむね次のようになると思われる。い

- 1) 労働1単位あたりの賃金 w ・産出量1単位あたりの価格 p ・有効需要 D がすべて貨幣額で表示されるものとしよう。そうすると、有効需要の変化に対する物価の弾力性 $e_p \left(= \frac{D dp}{pD} \right)$ 、有効需要の変化に対する賃金の弾力性 $e_w \left(= \frac{D dw}{wD} \right)$ となる。この場合、ケインズが明示したように、 $e_p = 1 - e_0(1 - e_w)$ という公式を得る。この式における e_0 は有効需要に対する産出量 O の弾力性、 $\frac{D dO}{O dD}$ であることはいうまでもない。いま貨幣賃金が有効需要の変化に対して硬直的であるなら、 $e_w = 0$ となり、上の公式は、 $e_p + e_0 = 1$ となる。つまり、有効需要の変化に対する、物価と産出量のそれぞれの弾力性の和が1に等しい。いいかえれば、有効需要の増加は、いくぶんかは、産出量の増加に、またいくぶんかは、物価の上昇によって悉く吸収されてしまうことになる。Cf., J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, pp. 284-85, 296.

ま、実物表示の NNP を R とし、物価水準を P とし、貨幣の存在量を M とすれば、 $V \equiv \frac{PR}{M}$ という恒等式を書くことができる。この式の左辺にある V は、貨幣1単位が1年間に、 NNP の取引のために平均して何回、回転したかということを表わすものである。すなわち V は貨幣の流通速度、正確には所得流通速度といわれるものである。例えば V が3であるとすれば、貨幣1単位は平均して年3回だけ NNP の取引に使われたのである。いいかえれば、1単位の貨幣が平均して、4カ月ごとに1回づつ、取引のために支出されたということを示している。いうまでもなく、ある貨幣の単位は誰かのポケットのなかで、1年間何もせずに眠っていたかもしれないし、ある貨幣の単位は1年のうちに何十回も、取引の手助けをしたかもしれないが、そういう個々の単位の仕事の回数を平均した貨幣1単位の平均的な仕事の回数が年3回、つまり4カ月に1回づつだということである。そうすると、 R と V とが定数ならば、 P は M の変化に比例して動くということになる。すなわち、物価水準は貨幣の存在量つまり公衆の貨幣の保有量に比例して上下するということになる。公平を期するためには、上の式は、 $M \rightarrow P$ ばかりではなく、 $P \rightarrow M$ をも示しているといわねばならない。すなわち、他の事情が不変とすれば、貨幣の存在量は物価水準の変化に比例して動かなければならない。いいかえれば、物価が上昇したようなときには、同じ NNP の取引に、より多くの貨幣量を必要とするということになる。

すでに述べたように、投資・貯蓄接近法は一面、物価水準決定の理論であるけれども、いわゆる数量的接近法も、何よりもまず物価水準を左右する諸要因を確定しようとするネライをもつ。だから、このいずれのフォーミュラも物価水準を左右する諸要因を解明しようという点で、共通性をもっている。けれども、一般に、投資・貯蓄接近法の道はケインズをその卓越した代表者として、数量的接近法の欠陥を克服するために、開拓されたものとされている。かくて、投資・貯蓄接近法は、物価水準決定の理論としても、より合理的で、しかも経験的現実により適合的な方法として、提唱されているのだ。しかし、たとえそうだとすると、こうした試みは、ケインズのみによって果たされたものでは

ない。数量的接近法の克服または拡充の道はいくとおりもある。それは決して一本道ではない。正しくは、ケインズをも含めて、ロバートソン・ピグーなどのケンブリッジの経済学者が、この始めは、物価の短期的循環変動の諸要因を明らかにしようという動機から、伝統的な数量的接近法の拡充の道程で、投資・貯蓄接近法への道がひらけてきたというべきであろう。私は、以前に書きしるした小著²⁾のなかで、いくぶんこうした論点にふれたので、いまここで、それをくりかえすつもりはない。

さて、その当時から私の胸をとらえた論点がある。それはこういうものである。ケインズを始めとしてケンブリッジの経済学者が第1次大戦以後に挑戦しようとした課題にしても、また、その課題に対する解答の仕方にしても、本質的には、彼らの先駆者、すなわち新古典派の巨匠たちが前世紀末にとり組んだものの焼きなおしであり、その再生ではないかという疑念がこれである。私は、新古典派の経済学者として、この文脈では何よりもマーシャルとウィクセルとを念頭においている。たしかに彼ら自身、伝統的な数量的接近法のすぐれた代表者でもあったことは疑問の余地がない。そういう意味では、彼らはひとしくリカード貨幣理論の継承者であったといえよう。けれども、他方において、彼らは1873年から1895年頃に至る長期的な物価低落の事実を眼前にすえて、伝統的な数量的接近法が経験的な事実とうまく適合しないこと、その当時に展開した信用経済の現実にこの方法を適用するためには、その欠陥を克服し、その限界を拡充することが必要であることを認めて、貨幣理論の向かうべきオリエンテーションとともにその基礎理論の建設をも果たしたように思われるのである。そして、その積極的な理論とは、帰するところ、現代の投資・貯蓄接近法そのものではないとしても、その方向を先取したものにほかならないのではないか。とすれば、ケインズなどの遂行したのは、つまるところ、彼らの課題を継承して、それを理論的に極点にまで煮つめることであったのではないか。いずれにしても、現代の貨幣理論の真に開拓者的な方向づけは、実のところ、今世紀の

2) 拙著、「近代経済学の歴史」昭和40年、97-129ページ、参照。

20年代以降のケンブリッジの経済学者ではなく、むしろ、前世紀の80年代の新古典派の経済学者たち、とりわけマーシャルとウィクセルとによって遂行されたものではないかという疑念がこれである。

そこで、こうした論点を、この機会をかりて私なりに整理してみようというのが本稿を草するに至った主要なモチーフである。ところで、私には、マーシャルの構想したものとほぼ同じ見解を明瞭な命題にまで煮つめたのは、ウィクセルにほかならないと思われるので、本稿においては、ケインズとの対照を忘れずに、考察をもっぱら彼にしぼることにしたい。

II

ウィクセルが当面した課題は、次のような二つの事実に関係づけてみると、明瞭になるように思われる。その一つは、貨幣理論の現状の認識であり、いま一つは、貨幣経済の現状把握である。

さて、トックのリカード批判の帰結は、何よりもまず彼の有名な命題にあらわれているから、次にこれを書きとめておきたい。「物価は、銀行券によって示される貨幣の数量に依存するものでもなく、また、流通手段の総額に依存するものでもなく、反対に、流通手段の額が物価の結果である。」³⁾ 流通手段の総額または貨幣の存在量によって物価水準が左右されるというのは、数量方程式中、 $M \rightarrow P$ の規定関係を一方的に強調した、いわゆる貨幣数量説の命題であるけれども、上記のトックの命題は、 $P \rightarrow M$ という関係を一方的に浮きあがらせた、いわば貨幣数量説の裏がえしにほかならない。しかも、トックの命題は、物価が流通手段に依存しないことを明示しているけれども、積極的に、物価が何に依存するかということ教えるものではない。かくて、物価を決定する要因は何かという、貨幣理論の基本的問題は、トックのリカード批判によっても不決定のまま残ることになる。トックの批判は、リカードの貨幣数量説が現

3) Thomas Tooke, *An Inquiry into the Currency Principles and the Connection of the Currency with Price*, 1844, pp. 123-24.

実に適合しない場合を明らかにしたとしても、つまるところ、消極的・破壊的な性格をもつものにほかならず、リカードの理論に代位しうような積極的・建設的な理論を提示するものではない。「数量説が放棄されたときに現われた空白は事実においてまだ埋められていない。」⁴⁾したがって、この空白を埋めること、すなわち、数量説よりもより合理的で、しかも経験により適合するような新しい理論を建設することが、ウィクセルのになう課題なのである。

数量説は現実からの挑戦をまぬがれなかった。その実証性が疑問とされたのである。すなわち数量説は経験的事実に適合しないという。それは具体的にはどういうことか。端的にいえば、1873年以降の長期的物価低落の事実が伝統的な数量説ではうまく説明できないということである。1887—8年に開かれた英国の『金銀委員会』における論議を通じて最も重要な論点は、まさしくこれにほかならない。少なくともウィクセルにはそう映るのである。銀行の手もとに豊かな現金残高があり、貨幣利子率は以前にくらべて一そう低い水準にあるときに現にみられるような低物価を、数量説によっていかに説明できるのか。つまり、貨幣がだぶついているときに、物価がかえって低くなっているのは何故か。

それよりももっと重要な問題がある。現在の実務取引の非常に大きな割合は信用取引である。つまり、硬貨や紙幣を使わずに行なわれている。そういうときに、銀行の金庫や公衆の手もとにある硬貨や紙幣の高の多少が、どのようにして物価水準を決定できるのだろうか。ウィクセルが『金銀委員会』における論議の底流にあるとみて、自らにも課した疑問はこれである。

さて、ここで私は一つの註釈をつけ加えておきたい。周知のように、1920年代のケンブリッジの経済学者（ピグー、ケインズ、ロバートソンなど）にとっ

4) Knut Wicksell, *The Rate of Interest on Commodity Prices*, in Erik Lindahl (ed.), *K. Wicksell, Selected Papers on Economic Theory*, 1958, p. 69. ウィクセルの貨幣理論における金字塔は、彼の「利子と物価」*Geldzins und Güterpreise*, 1898 によってうたてられたことは、いうまでもない。けれども、私には、ウィクセルの貨幣理論のエッセンスと彼の問題意識とは、上記の論文のなかにコンパクトな形であらわされているように思われる。この論文は、もと彼の母国語（スウェーデン語）による学会報告からなっていた。本稿における引用は、ウィクセルのこの論文に拠ることとした。

て、貨幣の代表的なものとは預金通貨つまり銀行貨幣 Bank-Money であった。ところが、古典学派にとって、貨幣といえば概ね硬貨 coins と紙幣 notes とであり、硬貨といっても貴金属貨幣こそが貨幣の最も典型的なものであり、紙幣といっても金のいわば身代りである兌換銀行券が念頭におかれていた。つまり彼らが正常な貨幣流通として注目したのは、coins と notes との「混合流通」⁵⁾ mixed circulation にほかならない。これは、小切手と手形交換制度とが統一的な銀行制度とともに完備される以前の段階に生きていた彼らとしてはごく自然なことであるといわねばならない。

けれども、マーシャルやウィクセルなどの新古典派経済学者にとってはそうではない。彼らは現金経済 cash economy に対して信用経済 credit economy が代位されつつある現況をふまえている。預金通貨が現金通貨に代って実務取引の主流になろうとする現実を確認している。それにもかかわらず、彼らは貨幣または通貨といえば、やはり古典学派と同様に、なによりもまず硬貨や紙幣のような現金通貨を想定している。この点が彼らの後継者たちの貨幣観と違う所以で、注意しておく価値がある。例えば、マーシャルの貨幣理論を綿密な文献考証にもとづいて検討したエシャグ氏がマーシャルの貨幣観について、次のように要約しているので参考のために録しておきたい。「まえに注意したように、《貨幣》とか《通貨》とかいう言葉は、一般に、金銀硬貨か、それともそうした貴金属の一つに兌換できる紙幣をさしている。そうした言葉は、原則として、それ以外の他のいかなる支払手段をも含んでいない。したがって、《現金のストック》とか《通貨のストック》、また、《現金支払》の量は、通常、銀行預金や小切手の支払を含まない。」⁶⁾ ウィクセルについても、事情はほぼこれと同じものだと思ふ。そう考えないと、「信用経済」credit economy ま

5) Coins と Notes によって合成された mixed circulation が典型的な Money の流通であり、銀行預金などは「貨幣の代替物」substitutes for money もしくは「補助的手段」auxiliary media だとみる古典派経済学の通有の見解については、次の著作を参照せよ。Lionel Robbins, *Robert Torrens and the Evolution of Classical Economics*, 1958, pp. 105-16.

6) Eprime Eshag, *From Marshall to Keynes, An Essay on the Monetary Theory of the Cambridge School*, 1963, p. 8.

たは「小切手制度」cheque system のもとでの貨幣数量説の妥当性というウィクセルの問題自体にしてからが何か空虚なものとしてひびくであろう。Money という概念の容器をふくらませて預金通貨を含める、否、貨幣の最たるものとしての資格をそれに与えたのは、実は、マーシャルやウィクセルの後継者たち⁷⁾ であって、マーシャルやウィクセル自身は、伝統的な貨幣の概念を踏襲しながら、眼前に展開しつつある新しい現実、つまり信用経済のなかでの物価決定の理論に挑戦しようとしたように思われる。ここでもそうであるが、一般に、新しい観念の普及は新しい事実よりも遅れる。しかし、思想の開拓者たちは、伝統的な観念の枠組みのなかで、新しい事実挑戦し、それに道をつけるのである。

Ⅲ

ウィクセルによれば、すべての実務取引が現金 cash を仲介として行なわれるような「純粹の現金経済」pure cash economy においては数量説が完全に妥当するという。現金経済とは、硬貨と紙幣とが取引に使われるシステム、すなわち「混合流通」のことである。数量説はこうした現金経済の想定に立つ。したがって、この想定が現実的な意味を失なわないかぎり、数量説に異議をさしはさむ余地はない。けれども、現実、といってもビジネスの世界においては、あらゆる取引がむしろ一定期間の信用にもとづいて行なわれる。しかも、ビジネスマンは自分のビジネスに使うために銀行から貨幣的信用を受ける。こうした信用経済の発展は、帰するところ、一切の実務取引が一片の現金も使わずに、単に銀行の帳簿の振替え操作だけで遂行されるような経済に行きつく。理念的には、こうした「純粹の信用経済」を想像してみることは十分可能である。ウィクセルの「純粹の信用経済」とは現実の貨幣現象の本質的要素の一つを観念的に抽象して、それを極限にまで純化させた一コの理想型にほかならない。

7) 例えば、ケインズは周知のように「今日の貨幣は支配的に銀行貨幣である。」という命題について説明し、貨幣(M)を「所得預金」(M_1)、「営業預金」(M_2)、「貯蓄預金」(M_3)という銀行預金の三種のカテゴリーによって包摂されるものとみなした。Cf., J. M. Keynes, *A Treatise on Money*, Vol. I, 1930, pp. 31-49.

そこで、こうした「純粋の信用経済」を想定した場合、「貨幣価値と物価水準とを決定する諸要因は何か」(Wicksell, *ibid.*, p. 76) という問題が生じてくる。数量説は、こうした信用経済ではその成立根拠を全く失なう。なぜなら、そこでは数量説の想定する貨幣すなわち硬貨と紙幣とは全く取引に使われることはないからである。とにかく、国内の実務取引に関するかぎり、現金を保有する必要はないからだ。現金 cash, すなわち硬貨や紙幣こそは、すでに述べたように、マーシャルと同様彼にとっても、貨幣そのものであり、数量方程式の M の現象形態である。しかし、彼の「純粋の信用経済」においては、 M は存在する余地はない。だからこそである。あるいはまた、こういってもさし支えなからう。こうした信用経済においては、貨幣 money というのは純粋に観念的なものであり、銀行の帳簿に書きこまれる数字であり、預金口座に振りこまれたり、引去られたりする金額のことにほかならない。

かくて、「純粋の信用経済」を想定すると、貨幣価値と物価水準とは、貨幣、といってもここでは信用が取得される価格、すなわち貨幣すなわち貸付金 loans に対する利子率に依存しなければならぬ。低利子率は物価上昇をみちびき、高利子率は物価下落をまねくといったふうになる。

けれども、こういう見方はいま一度デッド・ロックに乗りあげる。なぜなら、1850—73年の物価上昇期には、低利子率ではなく高利子率が、また、1873年以降の物価下落期には、高利子率ではなく低利子が支配したことが記録されているからである。まさに、理論の説くところは、冷厳な経験の帰結と矛盾する。この矛盾をいかに解決すべきであろうか。

さて、貨幣利子率が高いとか低いとかいうのは、一体、何にくらべてそうなのか。貨幣利子率の高低をきめる判定規準は何か。

たしかに、1850—1873年の高物価時代には、高い利子率が記録されている。一方、1873—1895年頃の低物価時代には、それよりも低い利子率が支配した。それは否定することができない事実である。そして、こうした利子率の長期的な動きは、形影あいともなうかのように、それに対応する資本の利潤率の動き

を陰伏的に表わすものといってよかろう。そこで、高物価時代には比較的高い利潤率が支配し、低物価時代には比較的低い利潤率が支配したといえるかもしれない。しかし、物価変動を左右する要因として、決定的に重要なのは、貨幣利子率の絶対的水準の高低ではない。真に重要なのは、そのときどきの貨幣利子率と期待利潤率との違いである。期待利潤率にくらべて、貨幣利子率が高いか低いかということこそが本質的なことがらだ。要するに、貨幣利子率の高低を規定する判定規準は、まさに、その貨幣を資本財に投下したばかりの資本の期待利潤率なのである。

私がいま期待利潤率といったのは、ウィクセルのいわゆるその時々^の自然利子率 *current natural rate of interest* (Wicksell, *ibid.*, p. 82) のことである。自然利子率とは、生産に使用される流動的な実物資本の収益の期待値にかかわる。つまるところ、資本の期待収益率のことである。周知のように、このような資本に対する自然利子率 *natural rate of interest on capital* と貨幣に対する利子率 *rate of interest on money* との違いこそが、物価の累積的変動過程をひきおこす基本的要因となるのである。かくして「利子率が高いか低いかという表現の仕方は、つまるところ、相対的な概念にすぎない。すなわち、利子率はそれ自体としては決して低くも高くもないのであって、単に、資本を生産に使用することによって自由に利用できる貨幣で稼ぐことができる、または、できると考えるものに対比して、低いとか高いとかいうのである。」(Wicksell, *ibid.*, p. 82)

ウィクセルの有名な累積過程については、いまさら詳述する必要もあるまい。簡単にいえば、自然利子率すなわち資本の期待収益率にくらべて、貨幣利子率すなわち貸付金 *loans* の貸付条件が低ければ、賃金ならびに物価は累積的に上昇する。銀行がその利子率を自然利子率の水準以下に維持している限り、その過程は無限に進行する。銀行が利子率を自然利子率の水準にまで引き上げるときに、賃金と物価は高い水準のところ^で、落ちつく。反対に、貨幣利子率が自然利子率よりも高ければ、賃金と物価の無限の累積的下降過程が始まるという

わけである。

こうした累積的過程が完全雇用と伸縮的な価格メカニズムの想定に立つことはいうまでもない。インフレの過程で完全雇用の天井につきあたって産出量がそれ以上ふえないということはわかるけれども、問題はデフレの過程である。有効需要の縮小の効果が専ら賃金・物価の下落によって吸収されて、産出量が完全雇用水準より減少しないというのはいかにして可能であるか。例えば、家屋の建設に投資するばあい、新家屋の建設による有利性の見込み、すなわち自然利子率が4パーセントから3パーセントに下がったときに、銀行が依然としてその利子率を4パーセントのままにすえおくとしよう。こういう場合、賃金と物価は下落するけれども、建築活動の規模すなわち産出量は以前と丁度同じレベルを維持するだろうとウィクセルは考えた。「なぜなら、労働者や資材の売手たちは、失業したり、彼らの製品の販路を失なうよりはむしろ彼らの要求を切り下げようとするから。」(Wicksell, *ibid.*, p. 81) である。すなわち、家屋の販売価格も下がるけれども、賃金費用や材料費などの費用価格も下がるので、建築業者は損失におちいることなく、ただ前よりも低い収益率で、同じ事業活動の規模を維持していく。労働の売手も、資材の売手も、その価格を引き下げることによって、以前と同じ供給量を維持しようとする。かくて、産出量も雇用も、もとの完全雇用レベルのままで、以前と同一である。ただ変わっているのは、賃金と物価が下落することだけである。

要するに、ウィクセルのモデルでは、自然利子率と貨幣利子率とが相違する場合、産出量と雇用とを完全雇用レベルに不変的に維持するために、賃金と物価とが調整要因として伸縮自在に変動するというわけである。

こうしたウィクセルのモデルで、産出量の縮小と失業を説明する唯一の途は、伸縮的な価格メカニズムの想定を放棄して、価格の硬直性を導入することによってであろう。いま賃金と物価とがいずれも硬直的であるという想定をとってみよう。すなわち、自然利子率が貨幣利子率を下まわって、デフレ過程が始まる場合に、彼が想定したのとは反対に、労働者がその賃金切り下げに甘んずる

よりはむしろ失業の方をえらび、建築資材の売手がその価格引き下げを許すよりはあえて販路の縮小をも辞さないという強い態度をとるならば、つまり、かくして経済全体に、賃金・物価の下方硬直性がいきわたるとすれば、どうなるであろうか。建築業者は、その販売価格の低下による損失の可能性を、以前のように、賃金費用と材料費用との引き下げによってカバーすることができなくなるから、もとの活動水準を維持できなくなり、その産出量と雇用とを縮小することになる。

かくして、賃金と物価の下方硬直性の想定をとると、ウィクセルのモデルは、自然利子率と貨幣利子率とが乖離した場合に、累積的過程がインフレとデフレにおいて非対称的になるようなモデルに変換できそうに思われる。インフレの場合にはウィクセルが明らかにしたように、完全雇用産出量のままで賃金と物価とが累積の上昇過程をたどる。けれども一方、デフレの場合には、賃金・物価の下方硬直性のゆえに、デフレの圧力はもっぱら産出量と雇用とにかかることになり、それらが縮小する過程をたどるのである。

さて、問題はむしろこのデフレの場合である。デフレの過程はいうまでもなく投資活動の沈滞による有効需要の減退から生ずる。投資活動の沈滞は、ウィクセルのモデルでは、賃金・物価の下落となってあらわれて、産出量と雇用の縮小をひきおこさない。しかし、この場合、賃金・物価の下方硬直性の想定をとると、投資活動の沈滞による有効需要の減退は、賃金・物価に少しもひびかず、直接に産出量と雇用の縮小をよびおこすことになる。このようにウィクセルのモデルを修正すると、この場合は、あたかもケインズの有効需要不足にもとづく過少雇用均衡の構想に外見上類似した点があるように思われるかもしれない。私には、ウィクセルとケインズとの類似性、または、そうした類似性のもとに秘められた相違点を解明することが、現代の投資・貯蓄接近法の性質を的確に把握するうえで何よりも肝要だと思われるので、以下、この論点にもっぱら取り組むことにしよう。

IV

恐慌のような異常な事態ではなく、ごく正常的な条件のもとで完全雇用以下の均衡が可能だとするヴィジョン、すなわち過少雇用均衡の可能性の着想は、いうまでもなく、ケインズに独自の構想である。ウィクセルのような新古典派経済学者にとって、こうした着想はおおむね無縁のものであるといわねばならない。こうしたウィクセルとケインズとのヴィジョンの相違はどこからくるのであろうか。かような見方の違いを規定する合理的根拠は一体いかなるものだろうか。

さて、こうした論点を次のようにいいかえることが許されるだろう。すでに述べたとおり、一般的にいえば、有効需要増加の圧力は、いくぶんかは、産出量に、またいくぶんかは、物価に作用する。そこで、デフレの場合つまり有効需要が縮小するとき、物価が硬直的であるなら、その縮小効果はすべて産出量に及ぶというべきであろう。ケインズの場合には、産出量は縮小するけれどもある水準で均衡状態になる。けれども、ウィクセルの場合には、産出量が完全雇用水準よりも低いレベルで均衡するかどうか不分明であり、一見、産出量の縮小過程は累積的で止まるところを知らないようにさえみえる。このような有効需要の縮小効果のヴィジョンの違いはどこからくるのであろうか。

こうした相違は、つまるところ、実物資本に対する期待収益率をあらゆる自然利子率と貨幣利子率との調整機構に根をおろしているように、私には思われる。

さて、ウィクセルの自然利子率は実物資本の期待収益率であるから、系譜上、ケインズの資本の限界効率の概念に至るものとみることが許されるだろう。こうした資本の自然利子率すなわち資本の期待収益率は、賃金の騰落・地代の騰落・技術変化などのように、いくぶん「人間の統御できない事情から生じる変化」(Wicksell, *ibid.*, p. 82) に従う。いってみれば、資本の自然利子率は、投資活動を誘導する最も基本的な要因であるけれども、それはこうした諸事情の変

化によって、軟体動物のようにゆれ動くものである。けれどもそれは、始原的な原動力 *primum movens* ともいうべきである。そして、貨幣利子率の変化は、結局、この自然利子率の変化によって制約され条件づけられるのである。すなわち、自然利子率の変化こそは原因であり、貨幣利子率の変化は、それにともなって誘発される結果である。そこで、貨幣利子率の水準を究極的に規定するのは、実物資本の自然利子率の水準であるといわねばならない。いわば自然利子率を中心とすれば、貨幣利子率はそこから乖離するけれども、結局は、自然利子率の水準に調整される。別のいい方をすれば、「貨幣に対する利子率の水準は、究極的には、貨幣の過不足によってではなく、実物資本の過不足によって決定される。」(Wicksell, *ibid.*, p. 83) ののである。しかし、貨幣利子率を結局において、この中心(自然利子率)に吸引する機構に働く力はいかなるものであろうか。

いうまでもなく、資金市場で貸借されるのは、資金であって、財貨形態の実物資本ではない。実物資本は貨幣を仲介として売買されるけれども、貸借されるものではない。貸付資金に対する利子率は、資金の所有者と資金の借手との間の取引によって決まるのであって、実物資本の所有者とその買手の取引によって決まるのではない。このように、資金市場の取引によって決まる貨幣利子率と、実物資本の取引によって決まる資本の自然利子率とは、一応、別個の成立根拠をもち、両者の間には、何らの通路もないようにみえる。しかし、ビジネスの世界における資金の貸付は多くは、投資のための資金の調達にかかわるから、資金を借り入れる企業者の観点からすると、一方、その資金を実物資本に投下することより得られる期待収益率(自然利子率)と、他方、資金の貸付条件(貨幣利子率)とは、彼の投資決意において緊密な関連をもつといわねばならない。そこで、資本の自然利子率が貨幣利子率を上まわるときには、投資活動が刺激されて、すでに述べたように、賃金・物価の上昇過程が始まる。ある一国の立場からすると、このプロセスは自国の物価を国際的に割高にするので、輸出にとって不利に働き、国際的流動資金の流出をひきおこすから、銀行

は、その貸付の条件をひきしめざるをえない。反対に、資本の自然利子率が貨幣利子率を下まわるときには、賃金・物価の下降過程が動き出し、これは国際収支を好転させ、国際的流動資金の流入をまねき、結局、銀行は、その貸付の条件をゆるめる。要するに、資本の自然利子率と貨幣の利子率とのギャップは、その国の国際的流動資金のボトル・ネックまたはクッションによって、うずめられるように調整されるというわけである⁸⁾。

しかし、とくにウィクセルのデフレ過程において、賃金・物価の下方硬直性を想定すればどうなるであろうか。この場合、有効需要の縮小の影響は、すでにみたように、もっぱら産出量と雇用とに及び、これらを減少させるように働くであろう。この場合には、賃金・物価は仮定によって一定の水準に維持されるから、この国の物価水準が他国のそれにくらべて割安になるとはいえない。だから、ウィクセルが考えたような国際収支の変化を介する調整機構ははたらく余地はない。けれども、こういう場合が考えられるかもしれない。産出量と雇用が減少すると、営業資金や賃金支払高、つまりは運転資金が以前より少なくてすむから、銀行に対する産業界からの資金要求の圧力が緩和される。そこで、銀行は利子率を引き下げることになるかもしれない。そうすると、自然利子率の低下から生まれたギャップがうずめられ、産出量と雇用の減少過程に終止符が打たれることになるかもしれない。しかし、こうした調整の可能性がいつでも実現されるほど、強い根拠があるようには思われない。こういう調整機

8) しかし、同時にすべての国で、自然利子率と貨幣利子率との同方向へのギャップが生じる場合には、国際的流動資金の移動はおこらないから、こうしたギャップはすぐには埋められないだろう。その間、かなりの期間にわたって、すべての国で物価上昇または物価下落がおこる可能性が考えられる。Cf., Wickseil, *ibid.*, pp. 83-84.

9) マーシャルは、貨幣利子率と実物利子率との乖離の始発の原因を、金の流入による貨幣供給量の増加に求めている。バンク・レートを通ずる貨幣利子率の実物利子率に対する相対的下落によって、ひきおこされる物価の累積的上昇過程のヴィジョンはウィクセルとほぼ同じである。この場合、よく知られているように、投機的な投資 *speculative investment* の役割に特別の重要性が置かれる。さて、マーシャルは、貨幣利子率と実物利子率との調整過程について、ウィクセルのように国際的流動資金の移動といった国際的要因をもち出すことなく、銀行に対する借手の借入要求が銀行の資金供給にくらべて過大になるという要因に訴えているように思われる。そして債務者が利子率の引き上げにたえる根拠を、物価上昇による債務の実質的な価値の低落に求めている。Cf., *Official Papers by Alfred Marshall*, ed. by J. M. Keynes, pp. 51-52.

構が働くかもしれないし、また、働かないかもしれない。いずれにせよ、賃金・物価の硬直性を仮定すると、低く下がった自然利子率の方に貨幣利子率が調整される根拠が、前述の価格の伸縮性の仮定をとる場合に比べて薄弱になるように思われる。しかし、ウィクセルのモデルで失業を含む過少雇用均衡を考えるには、このように余り強力な根拠をもつとは思われなくても、やはり、賃金・物価の硬直性を想定することが一つの有力な道であるように思われる。

V

さて、本来のウィクセルのモデル、すなわち、完全雇用と賃金・物価の伸縮性を仮定したモデルにおいて、完全雇用均衡と両立する正常利子率（その水準で資本の自然利子率と貨幣の利子率とは均等する）はただ一つしかないという主張は正しくないように思われる¹⁰⁾。Primum movens としての、そのときの自然利子率の水準に規定された正常利子率はいくつも考えられ、それぞれがいずれも完全雇用均衡と両立し、ただそれらにともなわれる賃金・物価の水準を異にしているにすぎない。これを別の視角からいうとこうなるであろう。 r_1 、 r_2 はそれぞれ、システムの巨視的均衡を保証する正常利子率であるとする。つまり、そのいずれにおいても、資本の自然利子率と貨幣の利子率とは均等している。ケインズの『貨幣論』の用語でいえば、その水準で投資と貯蓄とが均等していることになろう。いま、 $r_1 > r_2$ とする。 r_1 を例えば 4 パーセント、 r_2 を 3 パーセントと考えてよい。さて、 r_1 と r_2 とは、それぞれ一定の同じ大きさの完全雇用産出量 Y をともなう。ただ相互の間で違っているのは、

10) ケインズが『一般理論』の立場から、『貨幣論』における分析を自己批判して、「そこでは、一定の条件において、体系が完全雇用以下の水準で均衡状態にありうる可能性を理解していなかった。」(Keynes, *General Theory*, pp. 242-43) と述べたのは正当である。しかし、ここでの文脈全体において、ケインズは、完全雇用と両立しうる均衡利子率、すなわち自然利子率がユニークであると想定しているようにみえるけれども、この主張は正しくないように思われる。以下に説明されるように、巨視的均衡を可能ならしめる多数の均衡利子率の存在は、完全雇用の想定の下でも可能であり、ケインズが考えているように、過少雇用均衡の想定を採用することによってのみ可能となるのではない。いいかえると、均衡利子率の多数性は、完全雇用の想定をとるかたらないかということから独立しているように思われる。

投資財産出量 I と消費財産出量 C との比率についてである。いいかえれば、それらは投資比率 I/Y を異にするといってもよい。一般に、 r_1 のシステムの方が r_2 のシステムにくらべて投資比率が小さくなるであろう。いうまでもなく、これらのシステムでは、一定の完全雇用産出量 Y のうち、投資財産出量 I と消費財産出量 C との構成比率が自由に伸縮的に変化することが可能でなければならない。また、それを許すように産業構造が伸縮自在に変化しなければならない。さて、こうした構成比率 C/I または投資比率 I/Y はいく通りも、原理上は、無数に、考えることができ、その一つ一つに対応する無数の正常利子率の存在を仮定することができよう。賃金・物価の変動は、こうした比率すなわち産業構造がある均衡から他の均衡へと変化する適応過程において発生する磨擦現象である。いま、正常利子率 r_1 において均衡している完全雇用産出量 Y について、その投資比率が I_1/Y であるとする。さて、資本の自然利子率が r_2 の水準に低下したとする。ところが、貨幣の利子率が依然として r_1 の水準にあるかぎり、賃金・物価の累積的下降運動が始まる。しかし、究極的にはすでに述べた調整機構が働いて、貨幣の利子率は新しい自然利子率の水準 r_2 に調整され、この点で累積過程が止み、新しい完全雇用均衡 Y が成立する。新しい均衡における産出量 Y は以前と全く同じ規模であるけれども、投資比率は、 r_2 に対応して新しい I_2/Y になっている。つまり、出発点の r_1 のシステムと新しく成立した r_2 のシステムとをくらべてみると、その間に、産業構造が変化していることがわかる。そして、 $I_2/Y < I_1/Y$ となり、 r_1 のシステムにくらべて、 r_2 のシステムにおける方がより低い賃金・物価水準をもつということになる。いずれにせよ、本来のウィクセルのモデルにおいて、巨視的完全雇用均衡と両立しうる正常利子率すなわち均衡利子率は唯一ではなく無数にあるというべきであろう¹¹⁾。

さて、賃金・物価の下方硬直性を想定するとどうなるであろうか。そこでは、

11) 完全雇用と両立しうる均衡利子率が唯一であるという命題を主張するためには、本文より明らかのように、投資・産出量比率または投資・消費比率が固定しているという想定をとる必要がある。新古典派経済学者はこうした想定をとっていないことは、いうまでもない。

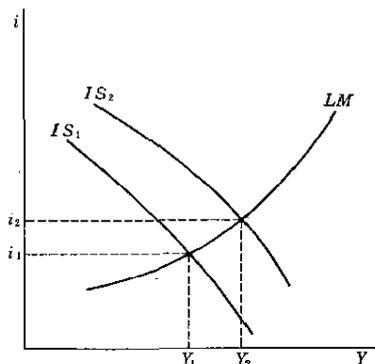
有効需要が縮小する場合、すなわち、自然利子率が r_1 の水準から r_2 の水準に下落しているのに、貨幣の利子率はまだもとの r_1 の水準に維持されている場合、仮定によって、賃金・物価の下落はおこらないで、産出量と雇用だけが縮小するであろう。もし貨幣の利子率が低い r_2 の水準に調整される機構が働くとするれば、 r_2 において均衡が成立するであろう。しかし、本来のウィクセルのモデルと違って、この場合には、 r_2 のシステムの産出量 Y_2 は、 r_1 のシステムの産出量 Y_1 よりも小さく、出発点の Y_1 が完全雇用水準にあったとすれば、 Y_2 はまさに過少雇用の水準にあるというべきである。この場合には、投資の減少をそれと同額の消費の増加でカバーするということがおこりえない。投資が減少する場合、消費もまた減少するか、もしくは、たとえ消費が増加したとしても、その増加分は投資の減少分をうめ合わせることができない。要するに、産出量が全体として減少するのである。そこでは、ケーキの分割が問題ではなく、ケーキそのものの大きさが減るわけである。

さて、賃金・物価の硬直性を仮定した場合にも、貨幣の利子率が資本の自然利子率の変化に条件づけられて、後者の水準に調整されるメカニズムが働くものとするれば、この場合にも、巨視的均衡は無数の正常利子率の水準と両立するであろう。ただし、こうした諸均衡は、ウィクセルの本来のモデルと異なって、完全雇用均衡であるとは限らない。それは過少雇用均衡の場合を包含しうるのである。いずれにせよ、それらの均衡は完全雇用以下においては、正常利子率の水準が異なるにつれて、その雇用と産出量の水準を、つまりケーキそのものの大きさを異にするといわなければならない。

われわれはウィクセルのモデルに賃金・物価の硬直性の仮定を導入することによって、同時に、実質的には完全雇用の想定を放棄することになった。すなわち、修正されたウィクセルのモデルは、巨視的均衡が完全雇用と必ずしも両立しない可能性を包含するという意味でケインズの『一般理論』における分析に著しく接近することになった。けれども、この類似性の外観の背後に相違性がかくされているように思われる。では、その相違性とは一体いかなるもので

あろうか。

よく知られている IS 曲線と LM 曲線による分析が示しているように、ケインズのモデルにおいて、例えば資本の期待収益率すなわちケインズの資本の限界効率の一般的な上昇は、投資需要曲線（資本の限界効率表）を上方にシフトさせ、それによって、 IS_1 曲線を第1図にみられるように、 IS_2 曲線へと上方にふきあげることになる。



第1図

かくして、出発点の (i_1, Y_1) の均衡点は、新たに (i_2, Y_2) の均衡点へと移行する。一般的にいうならば、他の事情を不変とすれば、投資需要曲線を異にするにつれて、したがってまた、 IS 曲線の相違するにつれて、無数の均衡利子率とそれに対応する無数の均衡産出量の組み合わせが存在するであろう。これはあたかも、賃金・物価の硬直性を導入したばあいの修正されたウィクセル・モデルにおいて、資本の自然利子率の相違するにつれて、すなわち投資需要表の異なるにつれて、無数の正常(すなわち均衡)利子率とそれに対応する無数の均衡産出量の組み合わせが存在することと類比さるべきである。

しからば、修正されたウィクセルのモデルとケインズのモデルとの根本的な相違点はどこにあるのか。それは二つの論点にかかわるように思われる。その一つは賃金・物価の硬直性の仮定であり、いま一つは、資本の自然利子率（ウィクセル）すなわち資本の限界効率（ケインズ）と貨幣利子率との調整機構である。私は、賃金とりわけ物価の硬直性の仮定をそれほど決定的だとはみさない。なぜなら、ウィクセルのモデルにおいても、賃金の下方硬直性を仮定するだけで、そのデフレ・ギャップの分析において、有効需要の減退の効果を、物価の下降にのみ吸収させずに、一部分、産出量の減少に吸収させることが理論的に可能なばかりでなく、その方がより現実的な手続きでもあるからである。

そして、賃金と物価との硬直性の仮定は、有効需要の減少効果をただ産出量に対する効果のみに限定することによって、上のより一般的な場合の一面を純粹にうきばりにする手法と解しうるからである¹²⁾。問題はむしろ、物価の伸縮性が存在するか否かということではなく、いずれの場合にも、完全雇用の想定を固持せずに過少雇用均衡の可能性を認めるかどうかということにある。

かくて、ウィクセルとケインズとの本質的な相違点の一つは、資本の限界効率率（資本の自然利子率）と貨幣利子率との調整機構のなかにあるといえよう。周知のように、ケインズの分析においては、伝統的観念とは反対に、貨幣利子率こそが資本の限界効率率の水準の規制者であり、後者が却って前者によって制約され条件づけられることになる。したがって、ケインズの分析においては、貨幣利子率の水準が究極的には貨幣量の過不足によってではなく、実物資本の過不足によって決定されるという、伝統的観念とは全く反対に、貨幣利子率は、いわゆる流動性選好の状態が与えられると、まさに貨幣の過不足によって決定されるのであって、実物資本の過不足によって決定されるのではない。この実物資本の過不足の状態を規定するものは、逆に、貨幣利子率の水準だということになろう。すなわち、惰性的で、しかも高度に心理的な貨幣利子率の水準が相対的に高いことが実物資本の蓄積を阻害する要因となるわけである。こうした見解の理論的なインプリケーションは重要である。ケインズはかくして、リカードに代表される古典学派に胚胎し、マーシャルやウィクセルなどの新古典派経済学者によって継承展開された伝統的観念——実物資本 real capital の期待利潤率すなわち自然利子率こそが貨幣利子率の究極の規制者だという観念——を放棄したのである。かくて、われわれが分析したように、ウィクセルの

12) 江1) の公式 $e_p = 1 - e_0(1 - e_w)$ において、有効需要の減退に対する賃金の下方硬直性を仮定すると、 e_w は有効需要 D の減少の場合にゼロになるだろう。かくて、有効需要の減少の場合の公式は $e_p + e_0 = 1$ となる。すなわち、有効需要の減少の効果は、一部分、物価の下落によって、また一部分、産出量の減少によって吸収される。けれども、賃金と物価との下方硬直性の想定をとると、 $e_0 = 1$ となり、有効需要の減少はことごとく産出量の縮小となって現われることになる。 $e_p + e_0 = 1$ と $e_0 = 1$ とをくらべてみると、前者の方が後者よりもより一般的なケースをあらわしていることは、いうまでもない。

モデルが一コの投資・貯蓄接近法であるとみなされるならば、それとケインズの接近法との本質的な相違点の一つは、実物資本の期待収益率と貨幣の利子率との調整機構のなかに、あるいはまた、貨幣利子率の実物的な決定根拠を認めるか否かということのなかにあるといわなければならない。