

ケンブリッジ利子論論争・再考

池 尾 和 人

目 次

- I ケンブリッジ論争
- II 貨幣的取引の構造
 - (1) 貨幣経済モデル
 - (2) 資金調達の様式
 - (3) 資産構成の選択
- III 債券需給の構成因
 - (1) 流動性選好理論
 - (2) 貸付資金需給説
 - (3) 金融動機の導入
- IV 利子論論争の核心

I ケンブリッジ論争

モグリッジによれば、⁽¹⁾ケインズは『一般理論』出版以後 *Economic Journal* 誌上での2つの論争に少なからず巻き込まれている。ひとつは、オーリンの「貯蓄と投資のストックホルム理論についてのいくつかの覚書」と題された一連の論稿に端を発した利子率の決定理論をめぐる論争であり、他のひとつは、「失業との関連における実質賃金と貨幣賃金」というピグーの論文に關しての論争である。前者の論争はケインズとオーリン、ホートレイおよびロバートソンとの間で行なわれたが、そのうちケインズとロバートソンとの間

(1) *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 14の p. 183と p. 234 における編者評注をみよ。

のやり取りはケンブリッジ内部でのものであり、われわれは両者の間の論争を拙稿ではケンブリッジ利子論論争と呼ぶことにしたい。この論争の時期は、主として1937—1938年である。

拙稿でのわれわれの意図は、このケンブリッジ利子論論争に対して、貨幣経済における取引構造というクルードな基盤の上に立って再考察を加えること、およびそのことを通じて取引構造という概念の重要性について注意を喚起することにある。再考察の対象はケンブリッジ利子論論争に限定し、利子論をめぐるケインズとオーリン、ホートレイとのやり取りや、第2のピグー論文に関する論争については拙稿ではふれないことにする。しかし、利子論論争におけるケインズとロバートソンの対立に関して、現在の正統派理論がいかなる見解を示して来たかについては、あらためて確認しておくことが必要であろう。まずとりあげられるべきであるのは、『価値と資本』でのヒックスの見解であり、続いてクラインやパティンキンの見解があげられる。また、近年の資産市場の定式化についての議論が、ケインズとロバートソンの対立⁽²⁾に関連していることはフォーリーによって示唆された通りである。

利子率の決定理論に関するケインズの立場は、貨幣に対する需給が利子率を決定するというものであり、通常利子率に関する流動性選好理論と呼ばれている。これに対して、ロバートソンの立場は通常、貸付資金需給説と呼ばれるものであって、貸付資金に対する需給が利子率を決定するという主張である。しかし、ヒックスは、こうした立場の違いを見せかけのものであり、⁽³⁾真の対立は含まれていないと主張した。というのは、利子率の決定を孤立的に問題にすることはできないのであって、一般均衡論的な観点から問題に接近する必要がある。しかるに、一般均衡論的な形で問題を立てると、諸価格と唯一の利子率を決定するために、未知数よりも1つ多い数の需給均衡条件

(2) Foley [3], pp. 319-323.

(3) Hicks [5], 第12章.

式が得られることになる。ワルラス法則が成立するので、これらの需給均衡条件式のうちの1つは独立ではなく余分なものであるが、どの式を余分と考えるかは自由である。したがって、貸付に関する需給均衡条件式を不必要として、貨幣に関する需給均衡条件式と諸商品の需給均衡条件式から利子率と諸価格が決定され则认为、逆に貨幣に関する需給均衡条件式を不必要として、貸付に関する需給均衡条件式と諸商品の需給均衡条件式から利子率と諸価格が決定され则认为たとしても、結果に何らの相違も生じないはずだからである。

しかし、こうしたヒックスの主張は、利子率の均衡値を問題にしている限りにおいて、またその限りにおいてのみ、一定の妥当性をもつにすぎない。これに対して、パティンキンの主張は、基本的にはヒックスの主張を踏襲するものであるが、よりソフィスティケートされたものになっている。ヒックスと同様にパティンキンは、一般均衡の状態を考える限り流動性選好理論と貸付資金説の相違は問題にならないと論じるが、均衡へ至る調整過程における利子率の変動を考えた場合には流動性選好理論と貸付資金説とが区別されることを認める⁽⁴⁾。この場合、利子率の時間に関する右方微係数が貨幣の超過需要額に比例するという考え方が流動性選好説、同じ貸付係数が貸付の超過需要額に比例するという考え方が貸付資金説と定義されることになる。貨幣の超過需要と貸付の超過供給とは両立しうるから、いずれの考え方を採用するかに応じて、利子率の変動方向に関する結論が食い違う場合もありうるのである。しかし、このように調整過程に則して2つの考え方を定式化した場合、貨幣の超過需要額に応じて利子率（のみ）が変動するというケインズの考え方は支持し難いとパティンキンは主張している。

靴の価格が靴の市場に結び着けられるのと同じ意味で利子率（の逆数）は

(4) この点は、まず Klein [11] によって指摘された。

明らかに債券市場に結びつけられるべきである。⁽⁵⁾しかるに、貨幣の超過需要に依じて利子率変動するという考え方に従えば、債券市場での需給状態のいかんにかかわらず、貨幣の超過供給は利子率を低下させることになる。⁽⁶⁾これは明らかに不自然である、というのがパティンキンの主張である。そして、パティンキンの定式化したワルラス法則によれば、貸付資金に対する超過供給額は債券の超過需要額と常に一致することになるので、利子率の調整過程の定式化としては貸付資金説の考えの方が適切であるとされる。また、同じワルラス法則を根拠にして、貨幣の超過供給額が債券に対する超過需要額に一致するという想定は、論理的な不都合を生じさせることが論じられている。こうしたことから、実質的にパティンキンは流動性選好理論の考え方を否定し、貸付資金説の立場に与していると判断することができる。⁽⁷⁾

以上に要約したパティンキンの主張のうちで、利子率が債券市場と結びつけられるという点に関しては、われわれは賛意を表したい。しかし、債券の超過需要が貸付資金の超過供給と同一視できるという部分に関しては、一定条件の下でしか同意することができない。というのは、パティンキンが考えた形でのワルラス法則が成立するのは取引構造に関する特定の想定を前提にした場合に限られることが、資産市場の定式化をめぐる近年の議論を通じて明らかになっているからである。すなわち、「期末均衡」型の想定を採用した場合にはパティンキン流のワルラス法則が成立するが、「期首均衡」型の想定をとれば、貨幣残高に対する超過需要額と債券残高に対する超過需要額の和は恒等的にゼロに等しいという形のストックに関するワルラス法則が、フローの経済変量に関するワルラス法則とは別に成立することがすでに知られている。⁽⁸⁾後者の場合には、債券の超過需要を貨幣の超過供給と同一視でき

(5) Patinkin [15], p. 378.

(6) *ibid.*, p. 262.

(7) この点に関しては、根岸 [13], § 3 および Grossman [4] を参照されたい。

(8) 期末均衡および期首均衡の概念については Foley [3] を、ストックに関するワルラス法則の成立については Sargent [21], pp. 67-70 をみよ。

るのである。この場合には、流動性選好理論は必ずしも不自然な考え方ではないということになる。

したがって、次のような内容の作業仮説を立てることが可能であるように思われる。すなわち、利子率が決定される場が債券市場であるという点についてはケインズとロバートソンの間に対立はない、両者の対立は債券の需給という同一の事態に対して異なる解釈を行なうことに帰因する、という仮説である。ケインズが債券の需給は貨幣の需給を裏返しに表現していると解釈できるとしたのに対して、ロバートソンは債券の需給は貸付資金の需給そのものを表現していると解釈できるとしたと考えられる。そして、両者の解釈のそれぞれを正当化するような、取引構造に関する一定の想定が存在する。その意味で、両者の解釈は恣意的なものではなく、経済の取引構造に対する一定の見方に支えられているものだと言える。そこで拙稿では、以上の作業仮説を前提とした上で、単純化された貨幣経済のモデルを用いて流動性選好理論と貸付資金需給説のそれぞれを正当化する取引構造に関する想定がいかなる性格のものであるかを明らかにすることを試みたい。なお拙稿でも、貨幣の需給関係を通じて利子率が変動するという考え方を流動性選好理論、貸付資金の需給関係を通じて利子率が変動するという考え方を貸付資金需給説とするパティンキン流の定義を暫定的に採用することにする。

(9) この意味は、いかなる要因も債券の需給に与える影響を通じてしか利子率の動向に影響を与えることはできない、ということである。なお、根岸 [13], pp. 33-34におけるパティンキンの論点に対する論評を参照されたい。

(10) 「貨幣市場」という表現は、後生のケインジアン⁽⁹⁾の発明によるものであり、『一般理論』の中にそのような表現を見出すことはできない。逆にわれわれは、『一般理論』の利子論に関する部分から、次のような文言を引用することができる。「事実、情報の変化が各個人によって各様に解釈され、あるいは各人の利益に異った影響を与えるかぎりにおいてのみ、債券市場における取引活動の増加する余地が存在するであろう。もし情報の変化があらゆる人の判断と要求に正確に同じ仕方⁽¹⁰⁾で影響を与えるならば、利子率（債券および債権の価格によって示される）は如何なる市場取引をも必要とすることなくたちどころに新事態に適應させられるであろう。」Keynes [8] 邦訳, p. 223, ただし傍点は引用者による。

繰り返せば、われわれの基本論点は、貨幣経済の取引構造を前提とする限り債券の需給関係を通じて利子率が変動する⁽¹¹⁾と考える以外にない、それ故に先に定義した意味での流動性選好理論が妥当するのは債券の需給関係を貨幣の需給関係と置き換え可能な場合であり、貸付資金説が妥当するのは債券の需給関係を貸付資金の需給関係と置き換え可能な場合である、というものである。この基本論点を確立するために、拙稿での議論を次のような順序で進めることにする。先ず次節では、われわれが考える貨幣経済の取引構造を簡略化して表現した経済モデルを設定し、このモデルの枠内では企業の資金調達の様式と家計の資産選択の時点とに於いてそれぞれ2通りの基本的な特定化が可能であることを明らかにする。これらの特定化は、企業の資金調達と銀行組織の信用創造との関連、および家計の貯蓄決意と資産選択との関連をどのように考えるかという点についての相違を反映しており、それぞれ互いに代替的なものである。続く第Ⅲ節では、これらの特定化を組合せることによって3つのモデルを導出する。そして、ある特定化の組合せの下では債券の需給関係を貨幣ないし貸付資金の需給関係と置き換え可能であることを示し、これらのモデルとケンブリッジ利子論論争での議論との対応関係を明らかにする。最後の第Ⅳ節は、拙稿での議論の総括にあて、利子論論争にかけられたケインズとロバートソンの真の対立点は何であったのかについての私見を述べるとともに、取引構造に関する明示的な議論の必要性を指摘して、拙稿の結びとしたい。

Ⅱ 貨幣的取引の構造

論点を明確にするためには、できるだけ単純化された経済モデルを想定することが好都合である。そこで、『一般理論』でのケインズにならって、いずれも同質的と仮定される生産物、労働用役、債券および貨幣という4種類の

(11) われわれは、債券価格が競争的に形成される場合を前提にしている。

取引対象のみを含み、企業（部門）、家計（部門）および銀行組織という3者に区分される取引主体から構成される経済を考えることにする。⁽¹²⁾ここで、債券と貨幣は、それぞれ企業部門と銀行組織の債務を表す金融資産である。

（１）貨幣経済モデル

モデルを構成する取引主体のうち企業部門は、過去の生産物のストックである実物資産（資本）を保有し、それと労働用役を投入物として使用して生産物を産出・供給する主体である。これに対して家計部門は、労働用役を供給し生産物を需要する主体であるとともに、金融資産の保有者である。⁽¹³⁾銀行組織は、債券を貨幣に変換する機能を果たす。そして、次のことを仮定する。

- ① 企業部門の得た利潤は、時間的遅れなしに家計部門に全額配当される。
- ② 銀行組織の利子収入は、時間的遅れなしに家計部門に全額移転される。

したがって、すべての所得は家計部門によって処分されることになる。むしろ、こうした仮定は、議論を簡単にするためのものであって、現実的なものではない。

以下の議論にとって本質的な仮定は、次に導入する貨幣的取引の仮定である。すなわち、取引は必ず貨幣とそれ以外の財（いまの場合は、生産物、労働用役および債券）との間で行なわれ、貨幣を媒介としない所謂物々交換は存在しないという仮定である。周知のようにクラウワー〔1〕は、この貨幣的取引の仮定を“貨幣は財を買い、財は貨幣を買う、しかし、財は財を買わない（Money buys goods and goods buy money; but goods do not buy

(12) 当面の主題とは直接関連することがないので、単純化のため政府（部門）の存在については捨象する。

(13) 実物資産はすべて企業部門によって保有され、家計部門がそれを直接保有することはないと仮定する。

goods)'' という標語の形で表している。われわれは、貨幣経済モデルの定式化を規制する基本原則を表現したものとして、貨幣的取引の仮定を採用する。それゆえ、われわれの経済モデルには、生産物と貨幣が交換される生産物市場、労働用役と貨幣が交換される労働市場および債券と貨幣が交換される債券市場の3つの市場のみが含まれることになる。逆に、交換手段としての役割を果す貨幣は、それ自体の市場をもたないことになる。生産物市場と労働市場がフローの市場であるのに対して、債券市場はストックの市場であると考えられる。⁽¹⁴⁾

こうした貨幣的取引の構造を前提とすれば、家計部門の保有貨幣残高の変化は、2つのルートを通じて生じることになる。ひとつは、生産物や労働用役に関するフローの経済取引を通じてであり、そこにおける受取と支払の差が保有貨幣残高の増分になる。もうひとつは、債券市場での取引を通じるストック調整の結果としての保有貨幣残高の変化である。第一のルートにおける受取と支払の差とは、家計部門全体について集計すれば（すべての所得が⁽¹⁵⁾家計部門に分配されると仮定している）、所得と家計部門の支出との差に等しい。すなわち、所得のうちで支出されなかった部分を貯蓄と定義する限り、貨幣経済の取引構造の下では貯蓄は必ず保有貨幣残高の増加という形態をまずとることになる。家計が貨幣以外の形態での貯蓄を望むのであれば、金融市場で貨幣を他の金融資産（いまの場合は、債券に限られる）と交換しなければならないのである。これが、第2のルートによる保有貨幣残高の変化の存在する理由である。

他方、企業の利潤はすべて家計部門に移転され、それゆえ企業貯蓄は存在しないと仮定している、企業が新たに実物資産を獲得するための資金（投資資金）は、すべて債券の追加発行によって調達されなければならない。

(14) 実物資産は固定的であり、それを取引する市場は存在しないと考える。

(15) 所得の移転はすべて貨幣の形態で行なわれると仮定する。

そして、債券はまず貨幣に転化される必要がある。その際に新規債券を貨幣化するルートとしては、債券市場を通じるものと銀行組織による直接引受けという2つが原理的に考えられる。それぞれ、所謂直接金融と間接金融の場合である。

このように、家計は貯蓄形態の適正化のために、企業は投資資金の調達のために、債券市場に関与しなければならない場合がある。そして、フローの經常取引が連続的に行なわれているとするならば、債券市場への関与の必要性も連続的に生じる可能性がある。このような場合でも、債券市場が恒常的に開催されており、いつでもそれを利用しうるのであれば、基本的には何の問題も存しないように見える。しかし、フローの市場での取引とストックの市場での取引との関連については、とりわけそれらの時間的な前後関係をどのように定式化するかをめぐって、微妙かつ重大な問題が存在している。そこで、連続時間的な定式化をとった場合には見逃されがちなこの問題の所在を明らかにするために、当面の議論においては、次のような若干人為的な想定を採用することにしたい。すなわち、フローの生産物市場と労働市場では連続的に取引が行なわれているが、ストックの債券市場では一定の間隔を置いて離散的にしか取引が行なわれないものとする。そして、ストック市場での価格調整速度は大きく、債券市場では絶えず市場を清算する（需給を一致させる）水準に価格が形成されていると考える。しかし、フローの諸市場で市場清算条件が成立しているか否かは問わない。なお、債券市場で取引が行なわれる間隔を Δt とすれば、債券市場で連続して取引が行なわれている場合は $\Delta t \rightarrow 0$ の場合と解釈することができる。⁽¹⁶⁾

(16) 経済学的意味合いを明確にするためまず期間分析的な枠組をもちいて定式化を行ない、その後で期間の間隔が縮小されてゼロに近づいた極限を考えて、連続時間的な枠組での定式化を導出するという手続きは、Foley〔3〕や石川〔7〕で採用されている。拙稿でも、そうした手続きを踏襲した場合の結果について、簡単な吟味を行なうことにしたい。

以上の想定から、 t 時点で債券市場での取引が行なわれたとすれば、次に債券市場で取引が行なわれるのは、 $t+\Delta t$ 時点である。その間の $[t, t+\Delta t)$ の期間は、債券市場を利用することはできないが、フローの経常取引は続けられている。したがって、当然フローの経常取引を通じて各取引主体の金融資産（負債）構成にも変化が生じているはずである。こうしたことから、モデルの設定を完了させるためには、更に2つの点について特定化を行なうことが必要になる。ひとつは、企業の投資資金の調達様式に関する点であり、もうひとつの点は、家計の資産構成の選択時点にかかわるものである。

（2）資金調達の様式

まず、企業の投資資金の調達様式に関する点から、議論を進めることにする。ここで特定化を必要としているのは、企業が $[t, t+\Delta t)$ の期間に行なう投資活動をファイナンスするための資金をいかなるルートを通じてどの時点で調達するのかという点である。企業部門の投資資金の調達が新規債券の発行によるしか外ないことはすでに仮定したが、債券が貨幣化されるルートと時点についての特定化は完了していない。そこでまず考えられるのは、投資活動と並行して必要な額の債券を発行し、順次それを債券市場で貨幣化するという様式であるが、この様式は、われわれの議論の想定からとることができない。というのは、 $[t, t+\Delta t)$ の期間の間では債券市場での取引は開催されておらず、貨幣化のために利用不可能だからである。したがって、残されたもっともらしい資金の調達様式として考えられるのは、次の2つである。

第一の様式は、債券市場で取引が行なわれる t 時点において、企業は $[t, t+\Delta t)$ の期間に計画している投資活動に必要な額の債券をまとめて発行し、債券市場を通じてあらかじめ資金を調達しておくというものである。われわれは以下では、この様式を〈事前的资金調達様式〉と呼ぶことにする。これに対して第二の様式は、企業は投資活動と並行して必要な額の債券を順次発

行し、それらをすべて銀行組織が時価で引受けて資金を提供するというものである。われわれは以下では、この様式を〈事後的資金調達様式〉と呼ぶことにする。なお、明示的にこの型の資金調達様式を仮定している例として、石川〔7〕がある。これら2つの様式は、われわれが想定した枠組の下では、資金調達様式の最も基本的な2つの類型をなしていると考えられる。すなわち、直接金融方式を望むのであれば、債券をあらかじめ一括して発行しておく必要がある（事前的資金調達様式）し、債券を順次発行して行くとすれば、間接金融方式を前提としなければならない（事後的資金調達様式）。それゆえ、考える他の資金調達様式は、これら2基本類型の混合されたものとみなせるであろう。⁽¹⁷⁾

モデルを設定するにあたって、企業の投資資金の調達様式に関する特定化として〈事前的資金調達様式〉を採用した場合、企業部門について次のようなストック制約式が成立することになる。すなわち、 t 時点における企業部門の債券発行枚数残高 $B^s(t)$ は、 $t - \Delta t$ 時点での発行枚数残高 $B^s(t - \Delta t)$ に、 $[t, t + \Delta t)$ の期間の計画投資支出額 $I^p(t, t + \Delta t)$ を t 時点での債券価格で除したものを加えたものに等しい。記号で書けば、

$$B^s(t) = B^s(t - \Delta t) + r(t)I^p(t, t + \Delta t) \quad \cdots \cdots (1A)$$

である。ただし、 $r(t)$ は t 時点での債券価格の逆数であり、単位を別にすれば利子率に相当する。なお、議論を単純にするために、債券の形式はすべて確定利付無期限債券であり、債券1枚につき貨幣1単位／時間単位の利子が支払われるものと仮定しておく。

(17) 企業部門があらかじめ充分な額の自己資金を保有しているとした場合には、第3の基本類型として、一旦その自己資金で投資支出を賄った上で、その後債券市場で債券を売却して自己資金の減少分を補填するという資金調達の様式を考えることができる。しかし、成長経済では必要資金は時間の経過とともに増大して行くことになるので、こうした資金調達様式は一時的にしか実行可能ではない。それゆえ拙稿では、最初から企業部門の初期保有資金残高はゼロであると仮定して、この第3の様式を無視する。

他方、同様の特定化として〈事後的資金調達様式〉を採用した場合には、企業部門について次のようなストック制約式が得られることになる。すなわち、

$$B^s(t) = B^s(t-\Delta t) + r(t-\Delta t)I(t-\Delta t, t) \quad \dots\dots (1B)$$

である。ここで、 $1/r(t-\Delta t)$ は $t-\Delta t$ 時点での（均衡）債券価格であり、 $[t-\Delta t, t)$ の期間に企業部門が順次発行した新規債券を銀行組織が引受けの際の時価にあたる。また、 $I(t-\Delta t, t)$ は $[t-\Delta t, t)$ の期間に実行された投資支出額である。

以上の2つの特定化は、全く代替的なものであり、双方とも論理的には可能なものである。したがって、どちらの特定化を採用するかは、論ずべき問題に対してどちらがよりレバントであると判断するのかに依存していることになる。われわれは、以下の節でこうした点をめぐって若干の議論を行なう予定である。しかし、その前に、企業の投資資金の調達様式についていかなる特定化を採用するかに応じて、銀行組織のストック制約式の内容に相違が生じることになるので、その点を確認しておくことが必要である。

銀行組織の t 時点における総需要債券枚数残高 $B_b^s(t)$ は、 t 時点において銀行組織が債券市場に参加する前にすでに保有している債券枚数残高 $B_b(t)$ に、債券オペレーションの対象として新規に購入する分を加えたものである。すなわち、 t 時点での債券オペレーションによる新規貨幣創造額を $L(t)$ とすれば、

$$B_b^s(t) = B_b(t) + r(t)L(t) \quad \dots\dots (2)$$

である。この(2)式は、いわば恒等式であって、先に問題にした企業部門の資金調達様式の如何にかかわらず成立する。しかし、銀行組織がすでに保有している債券枚数残高 $B_b(t)$ については、企業部門の資金調達が直接金融方式によるものか間接金融方式によるものかによって、相違が生じることになる。

われわれが〈事前資金調達様式〉と呼ぶケースでは、銀行組織が債券市

場以外での取引に参加することはないので、 $t-\Delta t$ 時点における債券市場で需要（購入）した債券枚数残高が $B_b(t)$ になる。すなわち、

$$B_b(t) = B_b^a(t-\Delta t) \quad \cdots \cdots (3A)$$

である。（債券市場は常にバランスしていると想定されていたことを再確認されたい。）これに対して、われわれが〈事後的資金調達様式〉と呼ぶケースでは、企業部門との相対取引（貸出）を通じて $[t-\Delta t, t]$ の期間中にも銀行組織の保有する債券残高に変化が生じる。したがって、その分を考慮すれば、

$$B_b(t) = B_b^a(t-\Delta t) + \gamma(t-\Delta t)I(t-\Delta t, t) \quad \cdots \cdots (3B)$$

となる。

（3）資産構成の選択

次に特定化を必要としているのは、家計部門がどの時点での資産構成の適正化を目的として行動していると考えなのかという点である。こうした点についての特定化の必要は、期間分析的な枠組の下では常に生じることであるが、いかなる特定化を選ぶべきであるかに関して明示的に議論されることは少ないように思われる。それゆえ、われわれの議論の枠組に則して問題の内容を確認することから始めよう。

家計部門の保有する金融資産の残高は、貯蓄活動を通じて絶えず増加して行く。しかし、先にも述べたように、貯蓄活動による金融資産の増加分は貨幣的取引の下では直接には貨幣残高の増加という形態をとるのであって、必ずしも家計部門の望む資産構成によるのではない。したがって、家計部門は自らのポートフォリオの構成を適正状態に回復するためには、債券市場を利用しなければならない。けれども、われわれの議論の想定では、 $[t, t+\Delta t]$ の期間において絶えず貯蓄活動の結果として家計部門の資産構成に変化が生じるのに対して、債券市場を利用するのは t 時点のみであるから、家計部門が常に適正な状態の資産構成を維持することは一般に不可能である。ではこうした場合、家計部門は $[t, t+\Delta t]$ の期間のどの時点での資産構成の適正

化を計ると考えるのが適切であろうか。これが、確認すべき問題の内容である。

この場合、どの時点でなければならないという先験的な理由は見当らないように思われるが、次の2つの時点のいずれかと考えるのが一般的であろう。すなわち、期間の期首か期末のいずれかである。債券市場が開催されるのが $[t, t+\Delta t)$ の期間の期首であるから、家計部門が期首時点での資産構成の適正化を計るというのであれば、当面の家計部門の資産選択行動には、過去（前期まで）の貯蓄活動の成果として形成された資産の残高のみが予算制約として関連することになる。これに対して、家計部門が期末時点での資産構成の適正化を目的としている場合であれば、家計部門が t 時点で債券市場に参加する際に考慮する予算制約には、 $[t, t+\Delta t)$ の期間に行なう予定をしている貯蓄分も含まれることになる。このように両者の違いは、当該期間中に予定されている貯蓄活動と無関係であるか、あるいはそれを事前に考慮に組み入むかにある。したがって、資産構成適正化の時点の選定は、どうしてもよい些細な問題として済すことのできない性格のものである。われわれは以下では、前者を〈期首資産構成適正化〉の場合、後者を〈期末資産構成適正化〉の場合と略称する。期間中の平均資産構成の適正化といった考える他の代替的想定は、これら2つの場合の混合物とみなしうる。その意味で、これら2つの場合が基本類型を構成すると言っても、大過はないと思われる。

家計部門が〈期首資産構成適正化〉を計るように行動していると特定化した場合には、家計部門は次のストック制約式の下で t 時点における総需要債券枚数残高 $B_h^d(t)$ と総需要貨幣残高 $M_h^d(t)$ を決定することになる。

$$B_h^d(t) + r(t)M_h^d(t) = B_h(t) + r(t)M_h(t) \quad \cdots \cdots (4A)$$

ここで、 $B_h(t)$ と $M_h(t)$ は、それぞれ t 時点までに家計部門がすでに保有している債券枚数残高と貨幣残高である。債券市場以外での取引を通じて家計部門の債券枚数残高が変化することはないので、

$$B_h(t) = B_h^d(t - \Delta t) \quad \cdots \cdots (5)$$

であるが、貨幣残高はフローの貯蓄活動を通じて変化するから、

$$M_h(t) = M_h^a(t - \Delta t) + S(t - \Delta t, t) \quad \dots\dots (6A)$$

という関係が成立する。ただし、 $S(t - \Delta t, t)$ は $[t - \Delta t, t)$ の期間の実際の貯蓄額である。

これに対して、家計部門が〈期末資産構成適正化〉を目的として行動していると特定化した場合には、家計部門が資産需要を形成する際に直面する予算制約式は、次の通りである。

$$B_h^p(t + \Delta t) + r(t)M_h^p(t + \Delta t) = B_h(t) + r(t)M_h(t) + r(t)S^p(t, t + \Delta t)$$

ここで、 $B_h^p(t + \Delta t)$ と $M_h^p(t + \Delta t)$ は、それぞれ $t + \Delta t$ 時点までに家計部門が保有したいと計画している債券枚数残高と貨幣残高であり、 $S^p(t, t + \Delta t)$ は $[t, t + \Delta t)$ の期間中に家計部門が計画している貯蓄額である。なお、(5) 式で示される関係は常に成立するので、 $B_h^p(t + \Delta t) = B_h^a(t)$ として先の式を書きかえれば、

$$B_h^a(t) + r(t)\{M_h^p(t + \Delta t) - S^p(t, t + \Delta t)\} = B_h(t) + r(t)M_h(t) \dots\dots (4B)$$

となる。これが、〈期末資産構成適正化〉の場合のストック制約式であり、 $M_h^a(t) = M_h^p(t + \Delta t) - S^p(t, t + \Delta t)$ と解釈すれば、(4B) 式は実は(4A) 式に帰着してしまうが、その意味するところは異なる。そして最後に、この場合、

$$M_h(t) = M_h^p(t) + S(t - \Delta t, t) - S^p(t - \Delta t, t) \quad \dots\dots (6B)$$

であることが注意されなくてはならない。

以上の2つの特定化が純粋に論理的な観点からは全く代替的なものであることは、投資資金の調達様式について論じたときと同様である。それぞれを特徴づければ、〈期首資産構成適正化〉の立場は、資産選択と貯蓄決意を独立したもののみなすものであり、〈期末資産構成適正化〉の立場は、それら

(18) 生産物・労働市場での需給一致を必ずしも前提とはしていないので、計画された貯蓄と実現された貯蓄とは一致しない可能性がある。その場合、 $S(t - \Delta t, t) - S^p(t - \Delta t, t)$ の部分は、意図せざる貯蓄ないし一種の「強制貯蓄」と考えることができる。

を連動したものとみなすものである。どちらの立場を選択するかは各論者の判断の問題であると言えるかもしれないが、それぞれの選択の論理的帰結は比較検討されてしかるべきである。そして、われわれの次節での課題は、そうした比較検討を試み、その作業の中から流動性選好理論と貸付資金需給説との相違点を抽出することにある。

Ⅲ 債券需要の構成因

企業部門の投資資金の調達様式に関する特定化と家計部門の資産構成適正化の目標時点についての特定化とは、それぞれ独立である。すなわち、必然的な対応関係が両者の間にある訳ではない（ただし、親和的な関係はあると言えるかもしれない）。したがって、モデル設定を完了させる途として、 2×2 の都合4通りの特定化の組合せが考えられることになる。しかし、〈事後的資金調達様式〉と〈期末資産構成適正化〉という組合せを採用して議論を展開した注目すべき論者はかつて存在しなかったと思えるし、そうした特定化の組合せそれ自体もさほど興味深いものではないと考えられる。そこで、その組合せを除いた、残り3つの特定化の組合せの各々について、それを採用してモデルを構成した場合に債券市場の需給関係がどのように解釈されることになるかを考察することにしたい。こうした作業を通じて、それぞれの特定化の組合せの論理的含意が多少とも明らかになると同時に、ケインズとロバートソンの各々の見解を正当化する経済の取引構造に関する想定性格が示されることになるはずである。

考察に先立って、次の点は再確認しておかなければならない。すなわち、前節で記述した貨幣的取引を前提とする（モデル）経済では、貨幣と個々の財（サービス）が交換される場として市場はあり、個別市場の形で生産物市場、労働市場と債券市場が存在する。それぞれの市場に対応する価格変数は、生産物価格、労働用役価格（賃金率）および債券価格である。利子率という変数はそこには直接見出せないが、それは、債券の価格で金利を除いた商と

⁽¹⁹⁾として与えられる。その意味で、利子率の決定は債券価格の決定と事態としては同じことである。そして、債券価格が決定される場が債券市場であることは自明であるから、利子率が決定される場も債券市場であるということになる。この点については疑問の余地はないはずである。しかし、債券価格（したがって利子率）の動向が債券の需給関係によって支配されると述べても、それは理論的言説として無内容である。それは、あたかも靴の価格の動向は靴の需給関係によって支配されると述べるのと等しい。それゆえ、債券の需給関係がいかなる事態を表していると理解できるかが、明らかにされなければならない。利子率の決定をめぐる本当の問題はここにあるというのが、以下の考察にあたってのわれわれの前提了解である。

(1) 流動性選好理論

まず、〈事後的資金調達様式〉と〈期首資産構成適正化〉という組合せをとりあげることにする。すなわち、(1B), (2), (3B), (4A), (5) および (6A) 式から構成されるモデルを考える。このモデルは、Foley [3] での「期首均衡」型の特定化に対応している。

債券ストックに対する需要者は銀行組織と家計部門との2者であるから、 $B_b^a + B_h^a = B^a$ とおき、 B^a で総需要債券枚数残高を表すことにすれば、(2), (3B), (4A) および (5) 式から、

$$B^a(t) = B^a(t - \Delta t) + r(t - \Delta t)I(t - \Delta t, t) + r(t)\{M_h(t) + L(t) - M_h^a(t)\}$$

という関係式を導くことができる。この式から (1B) 式を辺々差し引けば、

$$B^a(t) - B^s(t) = B^a(t - \Delta t) - B^s(t - \Delta t) + r(t)\{M_h(t) + L(t) - M_h^a(t)\}$$

となるが、右辺の第一、二項は、これまで債券市場での需要は絶えずバラン

(19) 「利子率は、それ自体において、一定貨幣額と、その貨幣に対する支配力を債権 (debts) と交換に特定期間手離す対価として獲得されうる額との間の、逆比率以外の何ものでもない」ケインズ [8] 邦訳, p. 186.

スしていたと想定しているので、相殺されてしまう。したがって結局、

$$\frac{1}{r(t)}\{B^d(t) - B^s(t)\} = M_h(t) + L(t) - M_h^d(t) \quad \dots\dots (7)$$

が成立する。ここで、 $M_h(t) + L(t)$ は t 時点における貨幣供給量（マネー・サプライ）に外ならないから、この（7）式は債券に対する超過需要額が貨幣の超過供給額に等しいことを示している。すなわち、このモデルでは、債券の需給は貨幣の需給とうらはらの関係にあることになる。

以上が、〈事後的資金調達様式〉と〈期首資産構成適正化〉という組合せの論理的含意である。したがって、すでに述べた論拠から、この場合には貨幣の需給を利子率の決定因とみる「流動性選好理論」が妥当性を得ることになる。すなわち、「それ（利子率）は富を現金の形態において保有しようとする欲求を使用しうる現金量と均衡させる『価格』である⁽²⁰⁾」という解釈が可能になるのである。このように〈事後的資金調達様式〉と〈期首資産構成適正化〉という組合せは、債券需給に対するケインズの解釈（債券の需給は貨幣の需給を裏返した表現したものとみる）を正当化する十分条件と考えられるが、実際に『一般理論』におけるケインズの議論が（暗黙にであれ）これらの特定化を前提にしていたと言いうるのであろうか。この点に対するわれわれの解答は、肯定的なものである。

ケインズが貯蓄決意と資産選択とを段階的に（切り離して）考察しようという立場に立っていたことは、『一般理論』における次の一文からほぼ明らかである。「しかし、ひとたびこの〔貯蓄〕決意がなされると、彼を待ついまひとつの決意がある。彼がその経常所得からかまたは以前の貯蓄から取り置いた将来の消費に対する支配力を、い²⁰ったい如何なる形態において保持しようとするかに関する決意がそれである。」そして、この点は Sargent [21] によって、「家計の貯蓄決定とポートフォリオの決定とをはっきりと区分するこ

(20) *ibid.* 邦訳, p. 187.

(21) *ibid.* 邦訳, p. 185.

とは、ケインズ派マクロ経済学の特質 (hallmark) である」⁽²²⁾として指摘されている。このようにすでになされた貯蓄の成果に関して事後的に資産構成の選択を考えるとという立場は、〈期首資産構成適正化〉を含意するものに外ならない。また、ケインズが〈事後的資金調達様式〉を前提にしていたことは、ケンブリッジ利子論論争の進展を通じて明らかになっているが、この点については後段でふれることにしたい。

このモデルでは、債券市場で取引が行なわれる間隔 Δt が縮小してゼロに近づく極限を考えた場合でも、債券の超過需要額が貨幣の超過供給額に置き換えられることには変りがない。というのは、そもそも債券需要の構成因のうちにフローの変数を含むことがないからである。債券需給の構成因から投資や貯蓄にかかわる項目が消去されてしまう理由は、次の通りである。すなわち、投資に関しては、投資資金は直接には専ら銀行組織の信用創造によって供給され、債券市場を通じて調達されるのではないと想定した（事後的資金調達様式）ためであり、貯蓄に関しては、家計は新規に行なう貯蓄の形態に無頓着である、ないしとりあえず貨幣の形態で貯蓄を行なうことを可とすると想定した（期首資産構成適正化）ためである。われわれはここで、債券の需給関係を貨幣の需給関係と同一視するケインズの立場が正当化されるのは、このような性格の想定の下においてであることを確認した訳である。

更に、債券需給の構成因から投資と貯蓄にかかわる項目が消去されたことの論理的帰結について、もう少し追跡しておこう。このモデルにおける貨幣の流れは、次のような順路をたどることになる。まず、企業の発行する新規債券と引換えに銀行組織によって創造された貨幣は企業の手に渡り、企業の投資支出（生産物、労働用役の購入）を通じて生産物・労働市場に流れ出る。そして終局的には、その分の貨幣は、家計の手元に留保され支出されずに残ることになる。この支出されずに家計の手元に残った貨幣の量が、貯蓄額と

(22) Sargent [21], p. 16 fn.

定義されるものである。通常よく言われる投資はそれに等しい貯蓄を生むという命題は、以上のような貨幣の流れを意味するものにすぎない。注意すべき点は、これまでの貨幣の流れる回路の中に債券市場は登場しないということである。債券市場は、家計が手元に滞留した貨幣の一部を債券と交換して資産構成を調整しようとする段になって、はじめて登場することになる。このような貨幣の流れを想定する限り、債券市場の役割が資産構成の変更（ストック調整）に限定されてしまうことはむしろ当然であり、逆に言えば、資金の融通を行なう場としての債券市場の役割は完全に見失われてしまうことになる。債券需給の構成因から投資と貯蓄にかかわる項目が消去されたことの帰結としては、この債券市場に対する資金融通の場という視角の欠落があげられる。そして、この視角の欠落は、ケインズ以来広くポスト・ケインジアン全体に継承されてしまっていると思われる。

（２）貸付資金需給説

次に、先の組合せとは全く対象的な〈事前資金調達様式〉と〈期末資産構成適正化〉という組合せをとりあげる。この場合、モデルは(1A), (2), (3A), (4B), (5) および (6B) 式から構成されることになり、Foley [3] での「期末均衡」型の特定化に対応する。

まず、総需要債券枚数残高 B^d については、(2), (3A), (4B) および (5) 式から、

$$B^d(t) = B^d(t - \Delta t) + r(t)\{L(t) + S^p(t, t + \Delta t) - M_h^p(t + \Delta t) + M_h(t)\}$$
であり、この式から (1A) 式を辺々差し引けば、

$$B^d(t) - B^s(t) = B^d(t - \Delta t) - B^s(t - \Delta t) + r(t)\{L(t) + S^p(t, t + \Delta t) - M_h^p(t + \Delta t) + M_h(t) - I^p(t, t + \Delta t)\}$$

となる。しかし、右辺の第一、二項は、先に述べたのと同じ理由から相殺されてしまうので、結局、

$$\frac{1}{r(t)} \{B^a(t) - B^s(t)\} = L(t) + S^p(t, t + \Delta t) - M_h^p(t + \Delta t) + M_h(t) - I^p(t, t + \Delta t) \quad \dots\dots (8)$$

である。ここで、 $M_h^p(t + \Delta t) - M_h(t)$ の部分は、貨幣の純保蔵（保蔵－放出）にあたると考えられるから、(8)式の右辺は全体として（新貨幣創造＋貯蓄）－（純保蔵＋投資）という貸付資金の超過供給額の定義に一致していると解釈できる。したがって、(8)式からこのモデルでは、債券に対する超過需要額は貸付資金の超過供給額に等しいことになる。すなわち、債券の需要は貸付資金の需要を表しているに外ならないとみなせるのである。

これが、〈事前的資金調達様式〉と〈期末資産構成適正化〉という組合せの論理的含意である。それゆえ、まさにこのモデルの自然な帰結として、「貸付資金需給説」が導かれるのである。言い換えると、「利子率は貸付資金の使用の価格である」⁽²³⁾とし、債券の需給関係を貸付資金のそれと同一視するロバートソンの立場がここでは妥当することになる。このように「貸付資金説」は、「流動性選好理論」と同様に、ある特定化の組合せの下では正当化されることが判明した。したがって、拙稿の冒頭で示唆したように、2つの説の対立は、同一の前提の上でのものではなく、経済の取引構造に関する異なった見方（想定）に帰因するものであると言える。そのため、いずれの説を支持するかは、どのような特定化の組合せを適切なものとするかに依存することになる。

しかし、この点を更に論じる前に、次のことを確認しておかなければならない。すなわち、貸付資金の需給の定式化に登場する投資と貯蓄は、ともに計画されたものであって、すでに実行されたものではない。計画分が資金の需要を構成したり、資金の供給源となったりすることが、いかにして可能であるのか。投資計画が資金需要を構成するのは、投資支出を実際に行なう前に資金的裏づけを確保しておく必要があるという単純な理由による。〈事前

(23) Robertson [17], p. 428 および Robertson [19], p. 2.

的資金調達様式」という想定は、この点を明確にするのに役に立つ。これに対して、貯蓄計画が資金供給源となるのは、家計がその分の貯蓄額を見込んであらかじめ債券を追加的に購入するという形で、すでに保有している貨幣残高の一部を手離すと考えられているからである。これが、〈期末資産構成適正化〉という特定化の意味するところである。事前的資金調達という想定は、後でみるようにケインズにとっても受け入れる余地のあるものであったが、貯蓄計画が資金供給源となるという考え方は、全く受け入れ難いものであったと思われる。

なお、このモデルで $\Delta t \rightarrow +0$ として債券市場での取引が連続して行なわれている場合を考えると、(8)式の右辺は、 $L(t) - M_h^p(t) + M_h(t)$ に収束するので、債券需給の構成因は、前項でみた流動性選好のモデルの場合と差異のないものになってしまう。というのは、期間の長さが無限小の場合、フローの経済量はその期間におけるストックの経済量に影響を与えることができなくなるからである。すなわち、

$$\lim_{\Delta t \rightarrow +0} S^p(t, t + \Delta t) = \lim_{\Delta t \rightarrow +0} I^p(t, t + \Delta t) = 0$$

である。このように連続時間的な定式化においては、「貸付資金需給説」と「流動性選好理論」の差異は見失われてしまう。しかし、差異が存在しないのではない。両者は、債券市場の役割の見方において大きく対立しているのである。貸付資金説においては、資産構成の変更よりも資金の融通が債券市場の主たる役割と考えられている。これに対して流動性選好理論の場合には、すでに確認したように、後者の役割は事実上完全に無視されている。

こうした相異を反映して、貸付資金のモデルの場合の貨幣の流れは、次のようなものであると考えられる。すなわち、銀行組織によって新規創造された貨幣と家計部門の貯蓄と純保蔵の差額分の貨幣は、まず債券市場に流入し、その場を通じて債券の供給者である企業の手に渡ることになる。そして、企業の投資支出を通じて生産物・労働市場に流出し、終局的には家計の手元に貯蓄として環流するのである。この場合、貨幣の流れる回路のはじめに債

券市場が登場する。この点は、流動性選好のモデルの場合ときわめて対照的である。すなわち、流動性選好のモデルでは、生産物・労働市場での取引が債券市場での取引に論理上先行する構造になっていたのに対して、貸付資金のモデルの場合には、逆に債券市場での取引が生産物・労働市場での取引に論理上先行する構造になっていると言える。こうした差異は、たとえ連続時間的な定式化をとったとしても残存しているはずであるが、ただそうした定式化においては気付かれることがないのである。

(3) 金融動機の導入

ケインズは、ケンブリッジ利子論論争の過程で、投資計画が資金需要の一部を構成すること、およびその点が『一般理論』における議論では見逃されていたことを積極的に認め、補正のために貨幣保有に対する第四の動機としての所謂「金融動機」の考え方を導入した。⁽²⁴⁾たとえば、次のようにケインズは述べている。「計画された投資——即ち事前的投資——は、その投資が行なわれる前に、すなわち、それに対応する貯蓄が行なわれる前に、『金融的準備』を確保しなければならないであろう。」「しかし企業家が前もって現金残高を蓄積するのであれば（こうしたことは、企業家が銀行に依存している場合よりも〔債券の〕新規市場発行によって自ら金融している場合に、より起こりがちである）、その場合未実施ないし不完全にしか実施されていない投資決定の蓄積は、さしあたり現金に対するきわめて特殊な需要を引起こすであろう。」「この現金の前もっての準備を、経常投資決定によって要請される⁽²⁵⁾『金融』と呼ぶことにしよう。」

改めてこうした金融動機の導入が行なわれたということはをわれわれの用

(24) Keynes [9], [10] 参照。ただし、金融動機という呼称は、Davidson [2] によるものである。

(25) Keynes [9], pp. 207-208.

語に翻訳すれば、従来ケインズは〈事後的資金調達様式〉を想定していたが、いまやそれに替えて〈事前的資金調達様式〉を採用したことを意味している。しかし、ケインズは、〈期末資産構成適正化〉は最後まで認めず、〈期首資産構成適正化〉の想定を維持した。「疑いなく、事前の投資によって要請される信用ないし『金融』が事前の貯蓄によって主に供給されることはない、ということ以外に確かなことは存在しない⁽²⁶⁾」という記述から、そのことは明らかである。したがって、「金融動機」導入以後のケインズの議論は、〈事前的資金調達様式〉と〈期首資産構成適正化〉という組合せを前提にしていたことになる。この特定化の組合せが、最後にわれわれが検討すべきものである。なお、マクロ経済モデルの整合性や資産市場の定式化をめぐる従来までの議論では、こうした組合せが可能なことは全く考慮されてこなかったように思われる。

この場合、モデルは、(1A)、(2)、(3A)、(4A)、(5) および (6A) 式から構成されることになる。それゆえ、総需要債券枚数残高 B^d については、(2)、(3A)、(4A) および (5) 式から、

$$B^d(t) = B^d(t - \Delta t) + r(t)\{M_h(t) + L(t) - M_h^d(t)\}$$

である。更に、この式から (1A) 式を辺々差し引けば、

$$B^d(t) - B^s(t) = B^d(t - \Delta t) - B^s(t - \Delta t) \\ + r(t)\{M_h(t) + L(t) - M_h^d(t) - I^p(t, t + \Delta t)\}$$

となるが、右辺の第一、二項が相殺されることは先の場合と同様であるので、結局、

$$\frac{1}{r(t)}\{B^d(t) - B^s(t)\} = M_h(t) + L(t) - M_h^d(t) - I^p(t, t + \Delta t) \quad \dots\dots (9)$$

という関係が成立する。すなわち、このモデルでも、流動性選好のモデルの場合と同様、債券に対する超過需要額は貨幣の超過需要額に等しいことになるが、この場合の貨幣に対する需要には、投資計画の金融動機による部分

(26) Keynes [10], p. 217.

$I^p(t, t+\Delta t)$ が含まれる。

債券の需給関係について上記のような書き換えが可能であるということから、直ちに次のような重要な結論が導かれることになる。すなわち、「銀行か公衆のその他の部分かのいずれかがよりすすんで現金を放出しようとするようになるのであれば、現実の経済活動の増大が（私がすでに説明したように）利子率の上昇を引き起こすのと全く同様に、計画された経済活動の増大も（私がいま言い添えたように）類似の付加的な影響をもたらすに違いない。」⁽²⁷⁾ こうした結論は、債券市場が資本市場としての性格（資金の融通が行なわれる場であるということ）をもつことを前提とすれば、しごく当然である。しかし、『一般理論』でのケインズの議論では、こうした結論は全く見失われてしまっていた。このことは、先に述べた債券市場に対する資金融通の場という視角の欠落という事実を裏付けていると言える。そして、金融動機の導入は、この資金融通の場という視角が復活させられたことを意味している。だが、それは同時に、貸付資金説の想定する貨幣の流れる順路を受け入れることをも意味している。すなわち、債券市場での取引が生産物・労働市場での取引に論理上先行する構造が認められたことになる。したがって、その限りではツィアン〔22〕の言うように、⁽²⁸⁾ 金融動機の導入によってケインズは伝統的な金融理論に対する重要な譲歩を行なったと評価できる。

なお、このモデルの場合でも、 $\Delta t \rightarrow +0$ として考えると、 $I^p(t, t+\Delta t) \rightarrow +0$ となるので、債券の需給関係の解釈は流動性選好のモデルの場合と表面上全く同じになってしまう。それゆえ、連続時間的な定式化は、数学的取り扱いが容易であるとしても、経済学的な意味合いを見失わせてしまう危険があることが注意されなければならない。

(27) *ibid.*, pp. 220-221.

(28) ただし、Tsing〔22〕の積極的な主張自体は、われわれにとってそれほど納得的なものではない。

IV 利子論論争の核心

拙稿のこれまでの部分でわれわれは、企業部門の資金調達の様式と家計部門の資産選択の時点とに関する特定化をそれぞれ適宜組合せることによって、ケンブリッジ利子論論争における各論者の主張を正当化するモデルが構成しうることを示すことを通じて、各論者の主張の背後にひそむ経済の取引構造に関する想定性格を明らかにすることを試みてきた。この試みの結果を再確認すれば、流動性選好理論の場合は、銀行組織による債券の時価引受けという形で投資資金が供給され、債券市場での取引は、資産構成を調整するためのものだけに限定されるような取引構造が想定されていると言える。これに対して、貸付資金需給説の場合には、債券市場での取引を通じて資金の融通が行なわれ、貯蓄計画が資金供給源の一部を構成しうるような取引構造が想定されていると考えられる。ただし、ケインズによる金融動機の導入は、債券市場での取引を通じて資金の融通が行なわれる構造を認めたものであり、両者の対立はこの点ではかなり縮小したと言える。けれども、貯蓄計画が資金供給源のひとつになりうるという考え方は、ケインズの同意するところではなかった。

ケインズの見解は、未実施の投資計画に対する資金の供給者はすでに貯蓄を行なった者か銀行組織かのいずれかであり、これから貯蓄をしようとする者 (*ex ante savers*) ではありえない、というものである。そして、銀行組織の政策いかんによって、たとえばそれが企業に対して当座貸越しを無条件に認めるものであれば、本来の流動性選好理論の定式化で十分であり（事後的資金調達様式の場合）、銀行組織が債券市場での貸手の一人としてしか登場しないようであれば、金融動機が重要になる（事前的資金調達様式の場合）、と考えていたと思われる。しかし、これから貯蓄をしようとする者は同時に既存の貨幣残高の保有者でもありうるから、その者が自己の保有貨幣残高から貯蓄予定額相当分の貨幣を前もって供給することも論理的には可能な

はずである。この可能性についてはケインズ自身も気付いていたようであるが、実際には全く重要性をもたないものとして無視している。⁽²⁹⁾これに対して、ロバートソンが、資金供給源のひとつとして貯蓄計画に大きな比重を与えていることは、いまさら繰り返すまでもない。⁽³⁰⁾

こうしたケインズとロバートソンの立場の相違は、ケンブリッジ利子論論争における中心的争点である「節約 (thrift) の増大が利子率におよぼす効果」という問題に対する見解の差として表れている。ケインズの見解によれば、節約の増大は次のような経路を通じてはじめて利子率の下落につながることになる。すなわち、節約の増大は一定の投資率の下では総所得の減少をもたらす。そして、総所得の減少は活動貨幣に対する需要を減少させることになり、その分債券に対する需要を増大させるから、債券価格の上昇＝利子率の下落につながることになる。一言で言えば、節約の増大は総所得の減少を通じて利子率の下落に結果するというのが、ケインズの見解である。ところが、ロバートソンの見解によれば、節約の増大は貸付資金の供給＝債券に対する需要スケジュールのシフトを意味するから、他の事情に変化がなければ債券市場の取引を通じて直接に利子率の下落につながるはずのものである。そして、私見によれば、この見解の差こそが、ケンブリッジ利子論論争におけるケインズとロバートソンの間の真の対立点を示唆していると思われる。われわれが考えるその真の対立点とは、利子率⁽³¹⁾は貯蓄と投資の調達者 (regulator) たりうるか否かというものである。

(29) 「いまや、私は、貯蓄するという意図が差し当たっては非流動的になるという自発的意志 (willingness) にしばしば影響を与える、ということを認めるのに吝かではない。この要因は、流動性選好の状態に影響を与える諸動機の一覧表の中に確かに含まれるべきであろう (予想将来所得の大きさに単に言及することだけでは、それは十分に強調されたことにはならない)。しかし、それは、多くの中の一つ〔の要因〕に過ぎず、そして実際には (そう考えるべきであったのだが)、最も重要でないものの一つである。」ケインズ [10], p. 218.

(30) Robertson [19], pp. 2-7 参照。

(31) こうした理解に達するにあたっては、Leijonhufvud [12] から強い示唆を得た。

ロバートソンの次のような文言は、論争の当事者として問題の所在にかなり自覚的であったことを示していると思われる。すなわち、「実に、そこ〔一般理論〕におけるある核心的な数節から私は、ケインズの命題は次のようなものであるという強い印象を得た。即ち、完全雇用の諸条件下を除いて、貯蓄意欲の増大がそれを通じて利子率を低下させ、したがって投資を奨励できるような回路は全く存在しない、⁽³²⁾というものである。」この印象は正当であり、ケインズにとって利子率は貯蓄と投資の調整者たりうるものではなかった。利子率の動向を決める債券需給の構成因の中に貯蓄計画が含まれることはないのであるから、そのことは当然であると言える。「利子率の機能は、他の資本資産を保有することの魅力と現金を保有することの魅力とを等しくするような形で、他の資本資産の貨幣価格を修正することである。このことは、⁽³³⁾経常貯蓄や新投資とは何ら関係するところがない。」しかし、逆にロバートソンにとっては、貯蓄計画は債券に対する需要スケジュールを決定する一要因であり、投資計画は債券の供給スケジュールを決定する一要因であるから、当然債券市場を回路として利子率は貯蓄と投資の調整者としての役割を演じうるはずであった。たとえ、貨幣保蔵の存在や銀行組織の活動によって、その回路がしばしば攪乱されることがあるとしてもである。

このようにケインズとロバートソンの対立は、形式的には債券需要の構成因に貯蓄計画を含めないか含めるかにあると言えるが、その含意は、〈貯蓄と投資の調整者としての利子率〉という観念の原則的否定か肯定かにあると理解できる。換言すれば、ケンブリッジ利子論論争とは、〈通時的経済活動（端的には貯蓄と投資）の調整者としての利子率〉という古典派的観念の妥当性をめぐる攻防であったと言える。もちろん、ケインズはこの古典派的観念に対する攻撃者であり、ロバートソンはその防御者であった。そして、この古

(32) Robertson [18], p. 556.

(33) Keynes [9], p. 213.

典派的観念を否定することは、ケインズの理論的立場を確立する上で決定的に不可欠のことであつた。それゆゑ、ケインズはロバートソンとの論争において一貫して非妥協的な姿勢をとり続けたのであると思われる。⁽³⁴⁾

前拙稿〔6〕で述べたように、利子率が総供給と総需要（即ち、貯蓄と投資）を均衡化させることに失敗すること（maladjustment of the interest rate）が、産出高（雇用量）を総供給と総需要を均衡化させる力と考える理論としての有効需要原理が妥当する理論的前提となっている。したがって、ケインズにとって自らの理論的革新（有効需要原理の導入）を正当化するためには、〈貯蓄と投資の調整者としての利子率〉という観念を否定することが必要であつたと言ふことができる。そして、債券市場の役割が資産選択に限定され、貯蓄や投資という要因が利子率の決定に何らの直接的影響をもおよぼしえないような取引構造を前提として議論を進めることによって、ケインズはこの古典派的観念の否定を実行したのである。このようなケインズの企てが理論的にみて正当なものであるかどうかは、しかしながら、改めて再検討を要する問題であるとわれわれは考える。そして、拙稿での作業は、まさにそうした再検討のための作業の一環として位置付けることができる。

ただし、以後の学問動向に与えた実効的な効果という観点からすれば、流動性選好理論の考案による〈貯蓄と投資の調整者としての利子率〉という観念の否定というケインズの試みが、成功したことは疑いがない。実は、成功し過ぎたとさえ言えるかも知れない。というのは、その成功の結果として、ロバートソンが提起していたような論点の多くが、ケインズ以後のマクロ経済学の流れの中では見失われることになったからである。そして、そのことがマクロ経済学の現状にある種の歪みを与えているように、われわれには思

(34) また、初期のケインジアンが〈調整者としての利子率〉という観念の否定にどれほど熱心であつたかについては、Robinson [20] をみよ。

(35) こうした形での有効需要原理の理解については、Patinkin [16] 邦訳, pp. 12-13による。

われる。端的に言えば、その歪みとは、金融市場の役割を軽視し生産物市場の需給バランスにのみ注意を向ける実物主義的傾向の定着である。⁽³⁶⁾このこと自体はケインズ本来の意図に反することであるかも知れないが、ケインズによる〈貯蓄と投資の調整者としての利子率〉という観念に替えての〈貯蓄と投資の均衡化力 (equilibrating force) としての産出高〉という観念の導入が、こうした傾向を生み出す契機となったことは否定できないように思われる。その意味で、ケインズの試みの理論的正当性を改めて問うということは、マクロ経済学の現状に対しても一定の意義を有することであると言いうるであろう。

しかしながら、もちろん、拙稿での作業はより限定された課題のみを達成したにすぎない。すなわち、拙稿での作業はケインズとロバートソンの利子論に関する立場の対比ということに限られており、両者の立場のいずれがより理論的正当性を主張できるかについての最終的判断は留保されたままである。けれども、この対比という作業だけからでも、流動性選好理論、対、貸付資金需給説という対立はいかなる性格の取引構造を前提にするかということに深くかかわっており、それゆえいずれの主張がより正当かという判断はどのような取引構造を妥当と考えるかに依存しているという点は明らかになったと思われる。言いかえれば、経済の取引構造に関する明示的な議論を回避したままでは、われわれはケンブリッジ利子論論争での対立の水準を越えて前進することはできないはずなのである。しかるに、近年のマクロ経済学においては、取引の時間的前後関係など一切問題にならない無時間的（静学的）な均衡モデルが思考の枠組として定着するにつれて、取引構造といった概念は全くかえりみられなくなってしまっている。したがって、拙稿での議論にもし何らかの意義が認められるとすれば、それは、取引構造に関する議論の必要性を改めて指摘したところにあると言えるかもしれない。

(36) いわゆるマネタリズムが、こうした実物主義的傾向に対する本質的な対立物であるかどうかについては、大いに疑問である。

参 考 文 献

- [1] Clower, R. W., A reconsideration of the microfoundations of monetary theory, *Western Economic Journal* 6, 1967, 1-9, also in: R. W. Clower ed., *Monetary Theory*, Penguin Education, 1969.
- [2] Davidson P., Keynes' finance motive, *Oxford Economic Papers* 17, 1965, 46-65. [邦訳は、花輪俊哉(監修)『ケインズ経済学の再評価』東洋経済新報社, 1980年, に所収。]
- [3] Foley, D. K., On two specifications of asset equilibrium in macroeconomic models, *Journal of Political Economy* 83, 1975, 303-324.
- [4] Grossman, H. I., Money, interest, and prices in market disequilibrium, *Journal of Political Economy* 79, 1971, 943-961. [邦訳は、花輪(監修)前掲書に所収。]
- [5] Hicks J. R., *Value and Capital* (Second edition), Oxford Univ. Press, 1946. [安井琢磨・熊谷尚夫(訳)『価値と資本』岩波書店, 1965年。]
- [6] 池尾和人「ケインズの失業の理論について」『岡山大学経済学会雑誌』12, 1980年, 537-570。
- [7] 石川経夫「企業貯蓄・金融市場と巨視的分配」『東京大学経済学論集』46, 1980年, 20-48。
- [8] Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, *The Collected Writings of J. M. Keynes*, Vol. 7, 1973 (1936). [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, 1941年。]
- [9] Keynes, J. M., Alternative theory of the rate of interest (1937), in: *The Collected Writings of J. M. Keynes*, Vol. 14, 1973, 201-215.
- [10] Keynes, J. M., The 'ex ante' theory of the rate of interest (1937), in: *The Collected Writings of J. M. Keynes*, Vol. 14, 1973, 215-223.
- [11] Klein, L. R., Stock and flow analysis in economics, *Econometrica* 18, 1950, 236-241.
- [12] Leijonhufvud, A., The Wicksell connection; variations on a theme, *UCLA Working Paper* 165, 1979.
- [13] 根岸隆「ケインズ経済学と均衡理論」, 館龍一郎(編)『ケインズと現代経済学』東京大学出版会, 1968年, 19-39, に所収。
- [14] 小谷清「資産市場の定式化」『経済セミナー』1979年12月号, 80-85。
- [15] Patinkin, D., *Money, Interest and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory* (Second edition), Harper and Row, 1965.
- [16] Patinkin, D., *Keynes' Monetary Thought: A Study of Its Development*, Duke Univ. Press, 1976. [川口弘・吉川俊雄・福田川洋二(訳)『ケインズ貨幣経済論——その展開過程』マグローヒル好学社, 1979年。]
- [17] Robertson, D. H., II of three rejoinders to J. M. Keynes [9], *Economic Journal* 47, 1937, 428-436.

- [18] Robertson, D. H., Keynes and “finance”, *Economic Journal* 48, 1938, 314-318 and 555-556.
- [19] Robertson, D. H., Mr. Keynes and the rate of interest, in: D. H. Robertson, *Essays in Monetary Theory*, Staples Press, 1940.
- [20] Robinson, J. V., *The Rate of Interest and other Essays*, Macmillan, 1952.
[大川一司・梅村又次（訳）『利子率その他諸研究——ケインズ理論の一般化——』東洋経済新報社，1955年。]
- [21] Sargent, T. J., *Macroeconomic Theory*, Academic Press, 1979.
- [22] Tsiang, S. C., Keynes's “finance” demand for liquidity, Robertson's loanable funds theory, and Friedman's monetarism, *Quarterly Journal of Economics* 94, 1980, 467-491.

備考, Robinson [20] は, *The Generalization of the General Theory and other Essays* とタイトルが変更された上で新たな序文を付して, 1979年に Macmillan Press から再版されている。