

アニマル・スピリットと貨幣錯覚

——ケインズ貨幣経済学の研究——

小畑 二郎

【要旨】

ケインズは、『一般理論』の第12章「長期期待」において、企業家が合理的な便益計算によってではなく、むしろ血気盛んな衝動に従って、革新的な投資行動を決定することについて論じていた。そしてその時の企業家の心理状況について、「アニマル・スピリット (animal spirit)」という概念を用いて説明していた¹。

このような企業家による投資決定の心理について、近年、Akerlof, Shiller (2009)²は、ケインズの animal spirit に関する論述を行動経済学の立場から解釈し直した。彼らによれば、ケインズの『一般理論』は、これまでのマクロ経済学の教科書のような企業家の合理的投資行動を理解するためではなく、21世紀の資本主義経済に即して、企業家の現実的な行動の「心理」に基づいて解釈されるべきである。そして、そのような企業家の心理の中には、「貨幣錯覚 money illusion」を引き起こす要素も含まれるとしていた。この「貨幣錯覚」というのは、そもそも Irving Fisher の利子理論を含む貨幣経済学のキーワードにされていた概念であった³。

¹ Keynes (1936) *General Theory*, pp.161-62

² Akerlof, G.A., R. J. Shiller (2009) *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters For Global Capitalism*, Princeton and Oxford: Princeton University Press.

³ Fisher (1928) *The Money Illusion*, New York: Adelphi Co.

そこで、本論文では、Akerlof, Shiller のケインズ解釈を再検討し、またケインズ (Keynes) とフィッシャー (Irving Fisher) の貨幣経済学について、「アニマル・スピリット (animal spirit)」と「貨幣錯覚 (money illusion)」という 2 つのキーワードを参考にしつつ、比較・検討することを試みる。また、そのことを通じて、ケインズの貨幣経済学の解釈と現代の金融経済の問題を再検討するための手がかりを求めていく。

【キーワード】 animal spirits, money illusion, Keynes, Irving Fisher, Akerlof-Shiller.

Animal Spirit and Money Illusion: A study of Keynes's monetary economics

By Jiro Obata, Faculty of Economics

【Abstract】

This article studies of Keynes's monetary economics inspired by Akerlof and Shiller's monograph, *Animal Spirit* (2009). Akerlof and Shiller studied on people's economic behavior based on 'animal spirit' and in 'money illusion' and they referred to Keynes's *General Theory*. They researched 'animal spirits' in five elements: people's confidence, fairness, corruption, money illusion and story, in order to answer to the eight kinds of economic questions.

I study of 'money illusion' based on 'animal spirit' owing to Irving Fisher's *Money Illusion* (1928) and Keynes's *General Theory* (1936). Fisher's 'money illusion' means that money interest rate should be amended by appreciation or depreciation since the public often fall into 'illusion', while Keynes's 'money illusion' or 'financial illusion' came from faulty estimation on the price of investment assets and on the prospective future profits influenced by any changes of the prices of financial assets including money. Keynes also investigated people's investment behavior depending on 'animal spirit'.

I found Keynes's concept, 'animal spirit' also in Thomas Hobbes *Leviathan* (1653). 'Animal spirit' is defined as vital spirit to animate someone for taking risks of innovative politico-economic actions under uncertain perspective. The challenging action of investors opens the door toward innovative enterprises although it often falls into 'financial illusion' or 'bubble burst'.

I recommend the economic policy to encourage innovative investment of

entrepreneur and deliberate control keeping from malinvestment and 'financial illusion' by means of transparent capital accounting. The economic policy should be deprived from understanding of Keynes's monetary economics as well as behavior economics of Akerlof and Shiller.

1. Akerlof, Shiller のアニマル・スピリット論

1-1. ケインズーヒックスの貨幣経済学に対する理解

Akerlof-Shiller (A-S) の共著『アニマル・スピリット』⁴ は、行動経済学の先端的な研究書であった。だが同時に、ケインズーヒックスの貨幣経済学 (monetary economics) に対する批判的論評でもあった。

まずケインズの『一般理論』に対しては、企業家の投資行動に関する合理的な計算に基づいた意思決定について明らかにするよりも、むしろ企業家によるアニマル・スピリットによる衝動的な企業家活動について明らかにしたことを、より高く評価していた。すなわち、企業家は、大規模な革新的投資を決定するにあたって、一方では、投資に関する将来の利益や投資コストを綿密に計算して、事業計画を立てているように見えるが、実際には、一か八かの賭けに出るかのようになり、動物的な衝動、つまりアニマル・スピリットに基づいて、投資を決定している。このような企業家の行動に関するケインズの洞察に対して、企業家の投資判断における実際の行動心理を彼が先駆的に明らかにしていた点を、高く評価したのである⁵。

次に、ヒックスの IS-LM 理論については、ケインズ『一般理論』の貨幣経済学的な側面を広く世界に知らしめたという理由から評価した。ただし、ヒックスによる『一般理論』の解釈は、狭く限定されすぎていて、企業家の投資決定に関する衝動的な側面を軽視していた、と批判していた⁶。

それでは、ケインズによる企業家の投資行動の評価は、どのように解釈され、その中で、アニマル・スピリットという企業家の心理は、どのように理解されたら良いのか。以下では、それらの点について、A-S の見解を簡潔に要約しておく。

⁴ Akerlof, Shiller (2009).

⁵ Ibid. pp.14-18.

⁶ Ibid. p.15.

1-2. アニマル・スピリットの5つの要素

企業家の投資行動を動機づけているアニマル・スピリットについて、Akerlof-Shiller は、以下のような5つの要素を取り上げていた⁷。

1) 確信 confidence と信用乗数 multiplier

企業家の投資行動を決定し、また公衆の消費性向と有効需要を増大させるために最も重要な要素は、企業家および公衆の「確信の状態 (a state of confidence)」である。この要素は、ケインズの『一般理論』においても、企業家の投資行動を決定し、雇用水準を増大させる「究極の要因」であるとされていた⁸。企業家や消費者による将来の経済変化に対する「確信の状態」が向上しない限り、ケインズの乗数効果は、十分には大きくなるまい。したがって、投資乗数も、そのような意味で、むしろ「信頼または安心の乗数 (a multiplier of confidence)」と言い換えたほうがよい。

2) 公平性 fairness

とくに賃金の決定に関しては、新古典派の2つの公準によるだけでなく、社会全体の公平性によっても決まるといったほうがよい。すなわち賃金は、個々の産業の労働者の生産性に依拠するだけでなく、同一労働・同一賃金といったような公平性の観点からも判断されるべきである。賃金が公平性の観点にも左右されることについては、すでにヒックスの『賃金の理論』の中でも議論されていた⁹。A-S は、改めて経済における公平性の問題を議論したのである。

3) 腐敗 Corruption と背信 Bad Faith

資本主義経済の歴史は、企業家や投機家たちによる詐欺や背信のエピソードで満たされている。たとえば、ロックフェラーの先祖は、巡回詐欺師であったこと

⁷ 以下のアニマル・スピリットの5つの要素については、Akerlof-Shiller (2008) Part One pp.11-58 を参照。

⁸ Keynes (1936) Chapter18, p.246.

⁹ Hicks (1932) p.p.73, 317.

が良く知れ渡っていた。このようなエピソードは、資本主義の恥部というよりも、むしろ市場経済の常態を示している。

4) 貨幣錯覚 Money Illusion

ここで貨幣錯覚というのは、貨幣価値もしくは金融資産の価格変動によって、実質的な資産価格や、それに基づいてなされる企業家の投資や消費者の判断が、経済合理性からかけ離れてしまうことを意味している。このような貨幣錯覚は、企業家の投資決定や労働者の賃金交渉など、広い分野で、人々の合理的な行動を混乱させてしまう。

5) 物語 Story

資本主義の歴史を振り返れば、投資家や企業家を含む人々の行動は、合理的な効率性を配慮して動機づけられてきたというよりも、むしろ、それぞれの社会に属する個々人が共有する物語によって動かされてきたとあってよい。技術革新を先導してきた事業のリーダーたちは、そのような物語の創造者であった。例えば、アメリカの電器産業における経営革新を先導してきたGE社のWelch会長や、トヨタ自動車の創始者であった豊田佐吉などは、自らの物語を作る情熱的な事業家たちの英雄であった。

1-3. 現代経済における8種類の問題

以上の5つのアニマル・スピリットの要素は、Akerlof-Shillerによって、次のような8種類の現代的な経済問題を解くための参考にされていた¹⁰。

1) なぜ経済は、大不況 Depression に陥るのか。

大不況 depression は、リセッション recession の極端な現れであるが、上に掲げた5つのアニマル・スピリットのすべての要素によって引き起こされる。アメリカの1890年代と1920年代～1930年代の2つの大不況の時期について見てみ

¹⁰ アニマル・スピリットに基づく8つの問題の解決に関しては、Akerlof-Shiller (2008) Part Two, pp.59-166 を参照。

よう。これら2つの大不況は、いずれも、1)「確信の状態」の崩壊によるものであった。また、そこでは、3) 腐敗と背信のエピソードが多く見られた。また貨幣市場や株式市場の混乱が企業の利潤を圧迫し、事業の停滞を招いていた。つまり、4) 貨幣錯覚によって、金融資産価格の下落が企業の投資活動を停滞させていた。さらに、5) 過去の経済における失敗の物語が、人々の行動に対して強い影響を与えていた。

2) なぜ中央銀行は経済に対して力をもつのか。

中央銀行の役割について、Akerlof-Shillerは、これまでの伝統的な金融政策の説明が半ば真実を語っていたことを認めていた。中央銀行による公開市場操作は、国債のオペレーションによって、準備預金の量を変化させ、市中銀行による民間企業に対する貸出を変化させることによって、民間の資産保有と経済活動に影響を与えることができる。

そのうえで、中央銀行が貨幣数量にかかわる上のような変化とは別に、経済活動の心理的な側面に影響を与えることによって、景気循環を左右してきたことを指摘した。中央銀行の総裁の発言は、アナウンスメント効果によって、公衆の確信の度合いに対して影響を与え、投資活動や消費を左右する。公衆が銀行預金を一斉に引き上げたり、銀行に対する信頼を回復したりするのは、中央銀行の貨幣数量または利率の操作によるよりも、むしろ投資家や消費者たちの社会心理的な反応だと見たほうが良い。つまり、中央銀行の金融政策は、先に列挙したアニマル・スピリットの5つの要素と深く関係していたのである。

3) なぜ仕事を見つけれない人がいるのか。

失業が発生するのは、労働組合に加入する労働者たちが賃金の引き下げに抵抗するからである、という新古典派経済学のかつての雇用理論に対して、ケインズは、投資や金融の問題として失業の原因を明らかにしようとした。これに対して、A-Sは、労働市場に固有の原因によって失業の発生について説明した。

すなわち、彼らの効率的賃金仮説によれば、平均よりも安い賃金では、人々は仕事に就こうとしない。なぜならば、教育や訓練に時間と費用をかけて就職した

としても、そのような投資コストに見合わない安い賃金では、労働者の働く意欲は、高まることはないからである。また、社会的に見て、他の就職口との比較で、公平に扱われていないと感じるならば、労働者はあえて仕事に就こうとはしないだろう。したがって、企業家が自分たちを公平に扱うかどうかによって、雇用水準は左右されるのである。

このような理論のことは、「公平賃金仮説」とでも呼ばれたであろう。いうまでもなくこの理論は、アニマル・スピリットの2番目の要素、すなわち「公平性」の要素と深く関連していた。

4) なぜ長期的に、インフレと失業とは、トレードオフの関係にあるのか。

労働者は貨幣賃金の引き下げには、抵抗するが、物価上昇（インフレーション）に伴う実質賃金の引き下げに対しては、抵抗することはできない。確かに、労働組合は、物価が上昇するに応じて、貨幣賃金の引き上げを要求するが、そのような引き上げが認められるまでには時間がかかるし、また物価上昇のたびに賃金契約が改定されることはほとんどない。

物価上昇に対して実質賃金の引き上げが遅れるならば、企業家は、労働コストの実質的な引き下げを機会に、一般に投資活動を活発にし、雇用を増やすから、失業率は低下するだろう。したがって、長期的には、物価上昇（インフレーション）と失業率との間には、トレードオフの関係が成立する。インフレーションと失業率との間のトレードオフを否定したマネタリストたちは、インフレーションに伴うこのような「貨幣錯覚」を過小評価していたのである。

5) なぜ貯蓄の理論は、これほどいい加減なのか。

貯蓄は、現在の消費に対する将来の消費の合理的な選択であるとは、必ずしも言えない。ケインズが明らかにしたように、貯蓄は所得のうち消費されなかった部分にすぎず、またその大きさは慣習的に決められる。近年のアメリカの消費者のクレジット・ショッピングに見るように、消費者はマイナスの貯蓄に走る傾向がある。または、儉約を奨励する経済外的なプロテスタントの倫理によって、貯蓄は左右されることもあった。

6) なぜ金融価格と企業投資は、こんなにも変動が激しいのか。

過去の株式価格の統計を調べると、しばしば株式価格が急激に上昇したのちに、暴落していたことが分かる。アメリカでは、1920年代に株価が5倍近くに高騰したが、その後の大恐慌期の1929～32年の間に1/5に落ち込んだ。第2次世界大戦後、1954～73年には2倍になったが、1982年までには再び1/2になった。さらに、1982～2000年の間には、株価は8倍近くまで跳ね上がった。しかし、2008年のリーマン・ショックにおいて1/2に下落した。

このような株価の激しい変動は、設備投資に対しても影響を及ぼし、産業の栄枯盛衰を領導してきた。このような株式などの金融資産の価格が企業の投資行動に対して影響を与える仕方は、新古典派経済学という極大化行動によるよりも、企業家の心理の変化によるものであった。なおこの問題は、貨幣錯覚の最も重要な問題なので、改めて後に検討する。

7) なぜ不動産価格の変動には周期性があるのか。

不動産価格は、株式市場並みに変動が激しい。これは、繁栄する資本主義経済に共通の特徴である。1980年代末の日本の不動産バブル、1990年代末から2008年まで10年間近く続いたアメリカの住宅価格の値上がり、サブプライム・ローンの危機、そして中国の2010年からの不動産ブームとその崩壊、これらのエピソードは、不動産市場の変動性をよく物語っている。

近年の各国の不動産価格の値上がりには、金融資産価格の値上がりが強く影響していたことは確かである。それとともに、不動産価格の傾向的な値上がりに関しては、不動産価格は、つねに上昇するという「物語」が人々の間に信じられていたことも、大きく影響していた。1980年代の日本のバブル経済期までに普及していた「土地神話」も、まさにこのような金融経済のアニマル・スピリットによって動かされていたといえる。

8) なぜ黒人には特殊な貧困があるのか。

黒人差別撤廃運動が成果を上げ、1960年代にマーチン・ルーサー・キング・ジュニアたちの公民権運動によって黒人差別が撤廃の方向に向かうという希望

がかすかに出てきた。しかし、その後の半世紀を経て、問題は一向に解決の方向に進んでいない。黒人の貧困問題は依然としてアメリカ社会の未解決の重要問題として残されている。このような黒人の貧困問題について、アニマル・スピリットの2つの要素、すなわち過去の「物語」と「公平性」の要素が強く働いている。

以上のように見てくると、『アニマル・スピリット』の中で取り上げられていたのは、きわめて広範な問題に及んでいたことが分かる。A-Sは、アニマル・スピリットという概念によって、これまでの経済学が依拠してきた合理的経済人仮説に基づく経済行動についてだけでなく、政治的、社会的により広い人間の社会的活動を問題とした。このような包括的な人間の社会的活動については、ケインズによる政府、家計、法人企業、そして商業・金融部門（「市場」）へのマクロ経済の部門分割と、それぞれの部門間の相互関係を参考にして、私は、かつてヒックスの『経済史の理論』について読み解いたことがあった¹¹。しかし、ここでは、そのうちでも、とくに「貨幣錯覚」の問題に絞って検討してみたい。

1-4. 貨幣錯覚は、どのように経済に対して影響を与えるのか

Akerlof-Shillerにとって、「貨幣錯覚 (money illusion)」とは、何らかの金融資産価格の変動がマクロ経済の動向に対して影響を与えることを指していた。そして、そのような現象は、人々の合理的経済行動とは違った不合理な心理によって、動機づけられると見ていた。このような「貨幣錯覚」の概念は、後で見るように、フィッシャー (Fisher, Irving) の「貨幣錯覚」の概念を継承するものであり、またケインズの貨幣経済学の考え方に接近するものであった。

また彼らは、1920年代のアメリカの繁栄から1929～32年の大恐慌にかけての株価の大変動と、1982～2000年の株式市場の変動とについて、詳しく検討していた。そして、その中で、株式の市場価格と投資資産の価格との関連について、Tobinのq理論の主張するような相関関係は薄いことを指摘していた。革新的投資は、むしろトヨタ自動車の創業者であった豊田佐吉の例に見るように、企業家

¹¹ 小畑 (2011) pp.251-308.

の病的なまでに強い革新的衝動の心理によって説明される。このような説明は、産業革新に関するわれわれの関心に照らしても、議論の余地がある。

しかし、ここでは、産業革新の問題から離れて、アニマル・スピリットと貨幣錯覚に関する議論の学説史的な検討へと問題を絞る必要がある。この点に関しては、アニマル・スピリットという言葉を経済学に広めたケインズの貨幣経済学と、たぶん「貨幣錯覚」という概念を最初に貨幣経済学に導入したフィッシャーの議論とに焦点を当てることにしたい。

2. フィッシャーの貨幣錯覚論

2-1. 貨幣錯覚とは何か

はじめに、「貨幣錯覚」について検討しよう。フィッシャーにとって、「貨幣錯覚 (money illusion)」とは、貨幣単位の価格変動が実物財やサービスの価値に対して、影響を与え、人々の実際的な経済行動や経営判断を攪乱してしまうことを指していた。したがって、経済合理性に照らして、貨幣錯覚は、望ましくない効果を果たす。その意味で、経済の合理的運営に対して、貨幣錯覚は障害になる。だから、経済を合理的に運営していくためには、貨幣錯覚は取り除かれなければならない。

フィッシャーが貨幣錯覚について最初に問題にしたのは、おそらく1927年に発行された同じ表題の本の中であつたらう。まさに、この時期には、各国の貨幣単位が激しく変動していた。1914年から始まった第1次世界大戦によって、各国は激しいインフレーション、すなわち貨幣単位の価格下落にみまわれ、世界大戦が終わると、今度は、慢性的な不況による貨幣単位の価格上昇(デフレーション)を経験した。このような中で、それまで他国の通貨価値の変動を認めることはあつたとしても、自国の通貨価値が安定していることを信じて疑わなかつた人々でさえ、貨幣価値の変動による経済混乱を認識せざるを得なかつた。こうして、人々は、あたかも、天動説から地動説への転換に比するような、他国の通貨価値の変動から自国の通貨価値の変動への「コペルニクス的な転換」を経験することになった。

フィッシャーは、このような兩大戦間期の貨幣経済の変動の中で、貨幣価値の変動に伴う経済変動について研究した。そして、その成果の一つであった「貨幣錯覚論」もしくは「フィッシャー効果」については、やがてケインズの『一般理論』の中で、取り上げられ¹²、また近年では、ミンスキーの「金融的不安定仮説」の先駆者として、評価された¹³。しかし、ここでは、そのようなフィッシャー理論の学説史的評価について検討する前に、まずフィッシャー自身の貨幣錯覚論について検討しよう¹⁴。

2-2. 物価変動の直接的弊害

貨幣価格の変動によって引き起こされるインフレーションまたはデフレーションは、いろいろな面で、経済秩序に対して直接的な弊害をもたらす。

(1) **インフレーションの弊害**——まず、物価の高騰の原因は、財の供給不足によるもののように誤解されがちであるが、そのほとんどの原因は、インフレーション、すなわち貨幣単位の価格の下落によるものである。インフレーションは、生計費を引き上げて、人々の暮らしぶりを悪くする。

(2) **債権者と債務者の間の不公平**——貨幣単位価格の変動は、すべての人に平等に作用するならば、単なる計算上の変化にすぎず、全く問題はない。しかし、貨幣単位価格の変動は、債権者と債務者の間で、異なった影響を及ぼす。通常、インフレーションは債権者に損失を与え、デフレーションは債務者に損失を与える。そのような非対称性は、債権・債務契約が長期にわたるほど、より明確に現れる。それは、債権・債務契約が現在の貨幣と将来の貨幣との間の交換契約であるためである。その結果、特に長期債券の保有または発行に関連して、不公平な関係をもたらす。

¹² Keynes (1936) pp.140-41.

¹³ Minsky (1975) pp.126-28.

¹⁴ フィッシャーの「貨幣錯覚論」については、とくに断らない限り、Fisher (1927) を参照。

(3) 貨幣利子率と実質利子率との差異——同じ貨幣利子率が成立する場合にも、インフレーション（物価の全般的な上昇）とデフレーション（物価の下落）の間では、異なった実質利子率を生む。たとえば、貨幣利子率5%のときに、物価が1%上昇する場合と、物価が1%下落する場合とでは、実質利子率は、以下のように異なる。

実質利子率 4% = 貨幣利子率 5% - 物価上昇率 1%

実質利子率 6% = 貨幣利子率 5% + 物価下落率 1%

すなわち、実質利子率は、貨幣利子率から物価上昇率を差し引いたものになる。貨幣利子率が上昇して、投資家が利益を増加させたように見えるときにも、物価上昇率を考慮すれば、実質利子率は、不変のままでありうる。貨幣利子率の上昇に幻惑されて、物価の上昇率を考慮することなく、利益が増大したと判断するのは、貨幣錯覚による。

この現象をより一般的に定式化するならば、次のようになる。今、貨幣利子率を i とし、実質利子率を r 、物価の上昇率を d とするとき、これら3つの率の間には、次のような関係が成立する。

$$(1+i) = (1+r)(1+d) = 1+r+d+rd \quad (1)$$

上の(1)式において、 rd が無視できるほど小さいと仮定すれば、大まかに言って、次の関係が成立する。

$$r = i - d, \text{ または, } i = r + d \quad (2)$$

すなわち、実質利子率は貨幣利子率から物価上昇率を差し引いた率になる、あるいは、同じことになるが、貨幣利子率は、実質利子率に期待インフレ率を足した率にされる。このように物価上昇（または物価下落）が利子率に与える効果のことを、「フィッシャー効果」と呼んで、経済学は現代にまで伝承してきた。そ

して、このようなフィッシャー効果を無視して、名目的な利子率の変化に左右されて、実際の経済行動を決めてしまうことを「貨幣錯覚」と呼んできたのである。

なお、ここで物価変動率 d の代わりに、金融資産の価格の変動率や、為替レートの変動率などを当てはめて、国内外の実質利子率の変化について、検討することもできる。フィッシャー効果については、このように、あらゆるリスク要因について研究を広げることができるのである。

投機家は、しばしば貨幣利子率の上昇によって、あたかも実質的な利益を獲得したかのように錯覚するかもしれないが、物価の変動によっては、かえって損失を被っているのかもしれない。あるいは、1890年代のアメリカの農民のように、金銀複本位制の採用と銀貨の増加による物価の上昇（インフレーション）によって、利益を上げることを期待したが、そのような期待は「貨幣錯覚」に終わった。実際に、彼らは、実質利益の減少によって、損失を被ったのである。

(4) 貨幣賃金と実質賃金の乖離——フィッシャー効果は、賃金契約にも及んでいる。賃金契約は、時間を通じた債権・債務関係でもあるから、貨幣賃金が引き上げられたとしても、同時に物価が上昇すれば、実質賃金は、変わらないか、もしくは、かえって下落するかもしれない。労働者は、貨幣賃金の変化に幻惑されて、実質賃金の変化に気づかないことが多い。フィッシャーは、このような賃金の動きについても、貨幣錯覚があることを指摘していた。

2-3. 物価変動の間接的な影響

2-3-1. 先物市場の変動と企業家の期待

物価の変動は、以上のような直接的な影響の他にも、経済に対して多方面から間接的な影響を与える。そのうちでも、景気循環に対する影響と賃金水準に対する影響とが最も重要である。景気循環は、企業の利潤または利子率の動向によって変動する。また賃金水準は、有効需要の変化を通じて企業利潤の動向に影響を与える。

まず、貨幣単位の価格変動は、景気変動の主要な要因の一つになる。貨幣の単位価格の下落、すなわち物価騰貴（インフレーション）は、事業を活発にする。

反対に、貨幣の単位価格の上昇、すなわち物価下落（デフレーション）は、事業を沈滞させる。物価が騰貴すれば、生産者の製品は、いち早く値上がりするのに対して、賃金やその他の長期契約の価格の値上げは、これに比べて遅れるのが普通だからである。物価が上昇するとき、企業収益は、一般的に上昇し、企業家の将来の利益に対する期待は好転する。反対に、物価が下落するときには、企業家の期待は低迷する。

このような物価変動に伴う企業家の期待は、諸商品の先物市場の影響を受けやすい。現物価格に対する先物価格の値上がり幅（現先レート）が大きく開けば、企業家の将来への期待は高まる。反対に、先物価格が現物価格を下回るようになれば、投機家ばかりでなく企業家の期待も縮小する。

また、企業家の予測が、そのまま実現するか、もしくは、予測以上の収益が実現するならば、景気の拡大は続く。反対に、予測が外れるか、もしくは予測と大幅に異なる損失が出るならば、不況は長引くことになる。

このように、企業家の予測に左右される景気循環の過程は、先物市場と現物市場との関係の変動に影響を受ける貨幣利子率と実質利子率の関係を反映して変動する。以上のように企業の投資判断が貨幣市場の動向に支配されるならば、貨幣錯覚に陥りやすくなる。

2-3-2. 貨幣賃金の変動と雇用

他方で、不安定な貨幣は、不安定な雇用関係を導きやすい。労働者は、デフレーションによって、事業の低迷による雇用の縮小の影響を受けて、失業するかもしれない。他方でインフレーションによる生活費の上昇によっても、生活は苦しくなる。だから、労働者にとって物価の変動は、インフレーションまたはデフレーションの双方ともに、重大な弊害を及ぼす。貨幣賃金の変動は、貨幣錯覚を通じて、労働者の生活を脅かす。貨幣価値の安定と貨幣賃金の安定が経済体系を安定化させることは、後にケインズによって指摘されたとおりである。

2-4. 貨幣錯覚に対する対策

企業家が貨幣錯覚に陥らないようにするためには、どのような対策が必要にな

るのか。フィッシャーは、この問題に対して、いくつかの対策を列挙していたが、ここでは、そのうちでも重要な次のような対策について検討してみよう。

2-4-1. 通貨価値（ドル）の変化に対応する事業価値の換算

もっとも簡単な方法は、貨幣の購買力（物価指数の逆数）を標準にして事業に関連する重要な価値を換算し直すことである。資産目録、固定資本額、過去に支出した費用の金額など、事業に関連するすべての項目を貨幣の購買力の変化に応じて変更する。そうすることによって、将来の利益の予測など、事業判断の基準を貨幣錯覚に陥ることなく、実際に近い状態に保つことができる。

2-4-2. 事業計画の見直し

同じことは、事業計画の見直しについても妥当する。企業家は、将来の物価変動の予測に応じて事業計画を随時変更することによって、貨幣錯覚に陥ることなく、将来の期待利益と実現利益との誤差を一定の範囲内に保つことができる。事業家の見地からすれば、激しい物価変動の危険を避けるためには、事業計画の柔軟な見直しが必要である。

2-4-3. 物価指数本位制（indexation）の導入

経済社会全体が貨幣錯覚に陥るのを防ぐためには、物価変動に対応して主要な価格を随時変更する物価指数本位制（tabular standard）を導入する必要がある。この制度は、消費者物価の変動を考慮して生活費の指数を変更し、その指数によって、賃金や公共料金などの重要な価格を変えていく制度である。このうち賃金の生計費調整は、後に貨幣賃金の変化を生計費の変化によって調整する実質賃金の安定化のために資するようになった¹⁵。

¹⁵ 貨幣賃金の変化に対応して、弾力的に貨幣供給を変化させることによって実質賃金を不変に保つような貨幣政策は、後にヒックスによって提案された金本位制にかわる「労働本位制」に従う経済政策と共通の理念に基づいていた。ヒックスの「労働本位制」については、Hicks (1959) p.p. 88, 155. を参照。

2-5. 銀行は何をなしうるか

銀行は、弾力的に信用量を調整することによって、物価変動そのものを緩和することができる。第1次世界大戦中およびその後の大インフレーションと大デフレーションの経験は、実業家、労働者、銀行家、政治家をして、物価変動そのものを平準化する必要を感じさせた。

貨幣の発行者としての中央銀行は、弾力性のある通貨を供給することを期待されている。金本位制は、今や大規模な信用組織をもつ時代には現実性を持たない。金本位制の自動安定装置は過去のものとなっているので、金を中央銀行が対外決済のために準備し、国内では信用貨幣の数量を科学的に管理する仕組み（金為替本位制）に移行しつつある。

1920年代のアメリカの経済的繁栄は、アメリカ人の天才、発明力、労働能力などに帰する以上に、1921年以降のドルの安定的な供給に帰すべきである。こうして、フィッシャーは、金本位制を離脱して管理通貨制への移行を示唆した点で、ケインズと同じような貨幣制度を支持するようになっていたのである。

2-6. 政府は何をなしうるか。

政府の役割については、(1) 均衡予算への復帰と、(2) 金為替本位制下の通貨管理の2点に要約される。

(1) まず、均衡予算について、フィッシャーは、最もひどいインフレーションの原因は、大戦中の戦争費用の調達に見られるような政府の膨張した予算と財政支出の増大にある、と指摘した。大戦中に各国の政府が、通常予算の数倍の予算を使い果たしたことが、また、その財政支出の一部を紙幣の増発によって賄ったことが、インフレーションの最大の原因であった。したがって、大戦後のヨーロッパにおいては、予算の均衡によって、金本位制を再建することが急務になっている。この点では、ケインズの積極的な財政支出への政策転換を、フィッシャーは果たしていなかった。

(2) しかし、大戦前の旧平価で金本位制に戻ることは、今やほとんどの国で困難になっているので、旧体制に戻ることは無理がある。各国の中央銀行は、金を対外貿易の決済のための準備金として確保し、国内の通貨については、紙幣の発

行を管理するような「金為替本位制」を再建することが望ましい。旧来の金本位制は、大規模な信用組織の発展した同時代の金融システムを支えるためには、もはや十分な信用機能を果たせなくなっていたのである。

以上のように、フィッシャーは、政府の役割について要約した。

3. ケインズによる「貨幣錯覚」の解釈とフィッシャー利子論批判

3-1. 貨幣錯覚の承認

ケインズは、以上のようなフィッシャーの「貨幣錯覚」に関する叙述に対して、そのほとんどを肯定的に承認したのであろう。また、物価変動を安定化させることの必要性についても認めたにちがいない。しかし、フィッシャーのように貨幣錯覚を取り除くことに政策目標を置くのではなく、むしろ貨幣錯覚があることを認めて、雇用を拡大するための貨幣政策と財政政策を提案したのではないか。

フィッシャーの物価調整 (indexation) を目指した経済政策については、否定しなかったものの、それほど的重要性を認めなかった。かえって、労働者が貨幣賃金の安定を望み、生計費が確保される限り、実質賃金の多少の下落を容認するような「貨幣錯覚」は、市場経済の安定性を確保する緩衝器になることに期待していた。

ケインズは、労働市場に関連する古典派の第1公準、すなわち労働の需要価格が労働の限界生産力に等しくなるという公準を認めたものの、第2公準、すなわち労働の供給価格が労働の限界不効用に等しくなるという公準を否定した。なぜならば、労働者は貨幣賃金の安定を望み、物価上昇に伴う実質賃金の多少の値下がりについては、我慢するからである。つまり労働者は、「貨幣錯覚」に陥っていたのだが、「錯覚」には気づかなかったことになる。ケインズの雇用政策の要点は、このような労働者たちの「貨幣錯覚」を利用して、利子率の引き下げと、弾力的な貨幣供給によるマイルドなインフレーションによって、現行の貨幣賃金の下で労働供給と投資と雇用量を拡大することにあった。

貨幣賃金が安定してさえいれば、生計費の値上がりによって、実質賃金が多少値下がりしたとしても、労働者は就労し続けるであろう。また、失業中の労働者

は、物価の上昇によって実質賃金が値下がりしたとしても、それまで通りの貨幣賃金によって、雇用されることを望むであろう。しかし、それにもかかわらず就職口が見つからないのは、企業家の労働需要が増えないからである。このように、ケインズの完全雇用政策は、物価上昇と失業とのトレードオフ、すなわち「貨幣錯覚」を容認したうえで、提案されたのである。

3-2. フィッシャー利子論と資本の限界効率

他方で、ケインズは、フィッシャーの「貨幣錯覚」に関する議論の中で、その中心部分を占めていた利子理論に対して、『一般理論』の第11章「資本の限界効率」の中で、彼自身の資本の限界効率の先駆的な理論として高く評価していた。「貨幣利子率」と「実質利子率」とを区別したうえで、両者の関係について明らかにしたフィッシャーの研究は、ケインズの「資本の限界効率」に関する研究のために、大変参考になったというのである。

単にそればかりでなく、ケインズは、『一般理論』の第11章において提出した「資本の限界効率」と同じ利子概念をフィッシャーがすでに事実上明らかにしていたことを評価した。しかし、この点に関しては、より詳細な検討が必要である。『一般理論』の第11章の該当する部分を読み直してみると、ケインズが資本の限界効率と同じ意味だとしたフィッシャーの「コストを上回る収益率 (the rate of return over cost)」と、「資本の限界効率」との間には、やや複雑な関係があることが分かってくる。ケインズは、フィッシャーの利子論に対して、同時に批判の論点をも提示していたのである。

そこで、以下では、ケインズの「資本の限界効率」とフィッシャーの「利子率」との間の共通点と相違点について検討してみよう。

3-2-1. ケインズの「資本の限界効率」とフィッシャーの「利子率」

いま、ケインズの「資本の限界効率」を ρ で表すと、先に定義されたフィッシャーの実質利子率 r と貨幣利子率 i との間には、次のような関係があることが分かる。

$$(1 + \rho) = (1 + r)(1 + d) = (1 + i) \quad (3)$$

または

$$1 + \rho = 1 + r + d + rd = 1 + i$$

ここで、 d は、物価の上昇率を表す。そして、もし rd が無視できるほど小さいと仮定すれば、投資市場と金融市場の均衡においては、おおよそ次のような関係が成立する。

$$\rho = r + d = i \tag{4}$$

すなわち、資本の限界効率は、フィッシャーの実質利子率 r に物価変動などのリスク d を加えた率になり、フィッシャーの貨幣利子率に等しくなる。したがって、もしフィッシャーの「コストを上回る収益率」を貨幣利子率であるとするならば、資本の限界効率和フィッシャーの貨幣利子率とは、事実上、全く同じ概念であると理解することができる。

また、物価の変動がなければ、 d はゼロになり、資本の限界効率は、フィッシャーの貨幣利子率だけでなく実質利子率にも等しくなる。

しかし、物価が変動する限り、実質利子率と貨幣利子率の大きさは異なる。物価が上昇するときには、貨幣利子率は、物価が上昇する分だけ実質利子率を上回り、反対に物価の下落するときには、貨幣利子率は、その分だけ実質利子率を下回る。

3-2-2. ケインズの「資本の限界効率」とフィッシャー「利子率」の共通点と相違点

しかし、『一般理論』第11章の中のケインズの叙述に従えば、資本の限界効率 ρ は、フィッシャーの実質利子率 r と異なるだけでなく、貨幣利子率 i とも異なってくる。なぜならば、資本の限界効率に含まれるリスクの中には、後に見るように、物価変動に伴うリスクだけでなく、企業リスクなども含まれるからである。

ただし投資が増加するにつれて、「資本の限界効率」は逡減し、やがて投資の増加が止まるとき、リスク・プレミアムはゼロに近づき、資本の限界効率 ρ と実質利子率 r と貨幣利子率 i とが等しくなり、静学的な均衡が成立する。そして、

そのような静学的均衡において、ケインズの資本の限界効率は、フィッシャーの貨幣利子率、すなわち「コストを上回る収益率」と等しくなる。

つぎに、ケインズの資本の限界効率とフィッシャーの利子率と間にある共通点と相違点について、『一般理論』第11章のケインズの叙述に即して、明らかにしていこう。ケインズの叙述は、次のように展開されている。

- (1) 資本の限界効率とは、資本（投資）の供給価格と需要価格とを等しくするような利子率 ρ のことである。
- (2) 資本の供給価格 I は、当該資産の取替原価（replacement cost）のことである。それは、それと同種の資産が市場で売買されている市場価格ではなく、資本財の生産者が同種の資本財の追加的1単位を進んで生産するように誘導される価格のことである。それは、資本財の追加的1単位を供給するために必要なコスト、すなわち資本財の使用者が負担すべき費用（使用者費用）と均衡では等しくなる。
- (3) これに対して、資本の需要価格は、その資本資産の追加的1単位から将来の一定期間に期待される収益の流列（ q_1, q_2, \dots, q_n ）を資本の限界効率 ρ で割り引いて合計した総額になる（将来の予想収益の割引現在価値）。
- (4) つまり、資本財の需要価格は、次のような数式によって計算され、それは均衡では、資本の供給価格 I と等しくなる。

$$I = \sum_{t=1}^n q_t / (1 + \rho)^t \quad (5)$$

すなわち、資本の限界効率は、均衡においては、当該資本の取替費用（replacement cost）で表される資本財の供給価格と、将来の予測収益の割引現在価値によって計算される資本財の需要価格とを等しくするような水準に決まる。

- (5) 与えられたタイプの資本財に対する投資が増加すれば、資本の限界効率は、投資の増加につれて逡減していく。そうなる理由は、一つには、所与の資本から期待される予想収益（prospective yield）が投資の増加につれて逡減す

るからであり、また他方では、同種のタイプの資本財の供給に圧力がかかり、資本財の生産コストが上昇するからである。

ここまでは、ケインズによって明らかにされた資本の限界効率に関する説明であった。以下では、ケインズによるフィッシャーの利子論に対する評価と批判が述べられる。

- (6) フィッシャー教授は、資本の限界効率という用語こそ使わなかったが、彼の利子論において、「コストを上回るリターン率 (the rate of return over cost)」という概念を使って、ケインズの資本の限界効率と同種の利子率について述べている¹⁶。この利子率は、資本財の生産コストと、その資本財から期待される収益の合計の現在価値とをちょうど等しくさせるような利子率(割引率)のことである。したがって、フィッシャーのこの利子率は、ケインズの資本の限界効率と同じことを意味していたことになる。

しかし、ケインズのこのような評価にもかかわらず、ケインズの限界効率とフィッシャーの実質利子率とは、次のような場合に異なってくる。すなわち、両者は、リスクのない均衡においては等しくなるが、リスクを考慮しなければならぬ動態 (dynamics) においては、異なってくる。先に見たように、フィッシャーの「コストを上回る収益率」には、後に見る企業家のリスク・プレミアム d_1 が明確には含まれていなかったのである¹⁷。

- (7) 資本の限界効率にたいする誤解は、それが将来に期待される資本の予想収益 (a prospective yield) に依存するのであって、現行の収益に依存するのではないことを理解しないことから発生する。まして、それは、資本資産の役割が終了したときに集計される過去の収益の合計には依存しない。

¹⁶ Fisher (1907/1982) pp.31-35.

¹⁷ フィッシャーがリスクの問題を全く考慮しなかったわけではない。Fisher (1907) においては、貸付期間の延長に伴うリスクと利子率の関係について検討されていた (pp.211-20)。ただし、フィッシャーは、後に見るように、ケインズのようにリスクの種類を明確に区分しなかった。

- (8) 当初, 'Appreciation and Interest' (物価上昇と利子) について検討していたフィッシャーの利子理論は, 貨幣利子率と実質利子率との違いを明らかにしていた. それは, 物価上昇によって, 貨幣利子率が実質利子率から乖離することについて検討していた¹⁸.
- (9) しかし, フィッシャーの誤りは, ケインズによれば, 貨幣価格の予想される上昇が, 資本の限界効率に対してではなく, 貨幣利子率に対して直接に影響を与えると, 彼が想定していたことによる. 将来の物価上昇に対する期待が利子率を引き上げるとするならば, それは, 資本の限界効率を通じて作用し, 貨幣利子率や実質利子率に比べて資本の限界効率が高くなるからであった.
- (10) 以上のことを先に検討した(3)式を応用して説明すれば, 物価上昇の期待は, 物価上昇率 d だけでなく, 後に検討する企業家のリスク・プレミアム d_1 をプラスの方向に大きくし, その結果, 資本の限界効率 ρ を実質利子率 r 以上の率に高めることになる. ところで, ケインズによれば, 物価の上昇は, 将来の予想収益の変動を引き起こすリスク要因の一つにすぎなかった.

3-3. ケインズの3種類のリスク要因とフィッシャーの「貨幣錯覚」

以上の『一般理論』第11章におけるケインズの叙述の検討を通じて, 物価の上昇が利子率を引き上げるのは, 資本の限界効率に対して影響を与える結果であることが分かった. そして, その点がケインズとフィッシャーの利子論の違いを理解するための要点であった. それは, 物価変動のリスク d が貨幣利子率 i を直接に引き上げるからではなく, 資本の限界効率 ρ を実質利子率 r 以上に引き上げることから生じる.

ところで, ケインズにとって, 投資活動に関連するリスク要因は, 物価変動によるものではなかった. ケインズは, 同じ第11章の中で, 引き続き, 投資活動に関連するリスクについて, 次の3種類の要因をあげていた. この点を踏まえて, フィッシャーとケインズの利子論の違いについて, 改めて検討してみよう.

¹⁸ Fisher, *ibid.* pp.77-86.

- (1) ケインズの指摘する第1のリスクは、企業家のリスク、または、借り手のリスクである。企業家は投資から期待される将来の収益を計算するが、その期待は実際には裏切られることがある。そして、期待値と実現値との差は、純粋に社会的なコストになる。なぜならば、このリスクは企業家の予測の精度を高めれば軽減することができるからである。このリスク要因を d_1 によって表現しよう。いうまでもなく、このリスク要因は、企業計画を実現するときのリスクが高まるにつれて、プラスの方向に大きくなる。
- (2) 第2のリスクは、貸し手のリスクである。貸し手は、借り手が自発的な債務不履行、または合法的に返済義務を怠ることによって損失を被るリスクに直面する。また、貸し付け担保の価値の低落によっても、このリスクは高まる。このような貸し手のリスクを d_2 としよう。
- (3) そして、ケインズは、さらに第3のリスクとして貨幣標準 (monetary standard) に対する期待の変化について指摘していた。将来に、貨幣の単位価格の低下 (物価の上昇、インフレーション) が企業家によって期待されると、予想収益は上昇し、貸付利率を一定として資本の限界効率 ρ は上昇する。反対に貨幣の単位価格の上昇 (物価の下落、デフレーション) は、企業家の期待収益を減少させ、資本の限界効率を低下させる。物価に対する期待の変化は、このようにまず資本の限界効率を変える。

3-4. ケインズとフィッシャーの利子論に関する再論

このようなケインズによる投資活動に関連するリスク要因の分析に従うならば、ケインズの資本の限界効率とフィッシャーの利子率との間の差異について、次のように表現することができる。まずケインズの限界効率は、次のようになる。

$$\rho = r + d_1 + d_2 + d_3 \quad (5)$$

すなわち、資本の限界効率 ρ は、実質利子率 r に企業家のリスク d_1 と貨幣価格の変動リスク d_3 を加えた率になる。また、貸し手のリスク d_2 は、もしその企業家が同時に資本家となり、自らの資金をその事業に投資していたとするなら

ば、企業家が負わなくともよいリスクになる。貨幣価格の変動は、貨幣に対する人々の一般的信頼のバロメーターであり、また市場の機能に対する信頼度に依存するから、企業家の市場に対する信頼度が低下すれば、大きくなる。そのようなシステミック・リスクは、市場に対する人々の信頼度とは反対の方向に変動する。つまり貨幣と市場に対する人々の信頼度が低下すれば、システミック・リスクは高まるが、貨幣と市場に対する一般的な信頼度が高まれば、市場リスクは低下する。さらに不確実性の下では、資本の限界効率に加算される企業家が負わなければならないリスクは、これら以上のものになるかもしれない。

他方で、フィッシャーの貨幣利率と実質利率との関係については、次のように書き直すことができる。

$$i = r + d_2 + d_3 \quad (6)$$

すなわち、貨幣利率（貸し付け利率）は、資本の限界効率の変化に遅れて貸し手のリスクと貨幣価格の変動リスクとを加味した大きさに調整される。貸し手のリスク d_2 が高まれば、貨幣利率（貸付利率） i は、実質利率 r よりも大きくされなければならない。また物価の上昇が予想されるならば、貨幣利率を実質利率よりも高くしなければならない。また、貸し手の損失の危険が増大すれば、貸付（貨幣）利率 i は、プラスの方向に変更されなければならない。物価の下落は貸し手を有利にするので、リスクはマイナスの方向に変化するであろう。

以上のように、ケインズのリスクに関する考察を踏まえるならば、ケインズの資本の限界効率とフィッシャーの利率との間の異同について明らかにすることができる。フィッシャーによる「貨幣錯覚」の概念は、貨幣の単位価格の変動（つまり物価の変動）による貨幣利率の調整を主として問題としていたのに対して、ケインズの「資本の限界効率」に関する研究は、それよりもはるかに迅速かつ広い範囲でおこるリスクの変化を検討していた。ケインズは、単に貨幣利率についてだけでなく、企業家による投資資産の運用と貸付資本の運動に関して、包括的に検討していたのである。

このことから、系論として、次のような推論が出てくる。すなわち、ケインズは、フィッシャーが「貨幣錯覚」の問題を検討した範囲を超えて、時間の中で (in time) 同種の問題を検討していたのではなかったか、という推論である。さらに、ケインズは、フィッシャーの「貨幣錯覚」において考慮されていたリスクの問題をはるかに超えて、「真の不確実性」の問題を検討していたのではなかったのか、という推論がこれに加えられる。

4. ケインズの「貨幣錯覚」と「カジノ資本主義」

4-1. ケインズの「貨幣錯覚」

ケインズは、『一般理論』第12章「長期期待の状態」において、フィッシャーの「貨幣錯覚」の問題領域をはるかに超えて、金融市場の価格変動が企業家の投資行動に対して与える錯誤について考察していた。貨幣・金融市場の実体経済に対する影響は、単なる物価の変動によるものだけでなく、信用組織や株式市場などを通じて、もっと広い範囲で、実体経済の運行にたいして、様々な影響を与えていた。

金融市場の一般的な価格変動が企業家の一般的な投資行動に対して与える影響について、ここで私は、「金融錯覚 (financial illusion)」と呼びたいところであるが、それは、「貨幣錯覚」の貨幣経済学における拡張解釈であるところから、「貨幣経済的な錯覚 (monetary illusion)」、もしくは、単に拡張された「貨幣錯覚 (Money Illusion)」と、ここでは呼ぶことにする。貨幣的な現象が実体経済に対して影響を与えることを検討することが、貨幣経済学の大きな課題であるとするならば、ケインズは、『一般理論』において、そのような貨幣経済学の課題を第1次世界大戦後の経済に即して、あらゆる角度から検討していたことになる。

『貨幣論 I』において、ケインズは、銀行制度における預金利率率などの諸価格の変動が資本資産への投資価格の決定に対して与える影響について、すでに検討していた¹⁹。この点に関しては、早くも1935年にヒックスが、ケインズの貨幣

¹⁹ Keynes (1930) pp.138-39.

経済学の出発点として高く評価していたところであった²⁰。だが『貨幣論Ⅱ』においては、金融市場の実体経済への影響に関する検討は、主として銀行の資産運用を通じて現れる実体経済への影響に限られていた。

これに対して、『一般理論』では、貨幣経済の検討が、さらに株式市場を中心とした研究へと広げられていた。株式市場における株価の変動が企業家の長期期待に対して影響を与え、企業家の投資行動や有効需要に対しても影響を与えることが詳しく検討されていたのである。

4-2. 『一般理論』12章「長期期待」の検討

そのような貨幣経済的な研究は、『一般理論』の第12章「長期期待の状態」において詳細に行われている。そこで、この章のケインズの叙述に即して、拡張された「貨幣錯覚」が、どのようにして起こるかについて検討してみよう。

ところで、『一般理論』第12章に関しては、投資理論や、蓋然性に関する哲学的研究など、ケインズの思想に関連する様々な研究が集中してきた。そして、さらに、近年では、先に見たように、Akerlof-Shillerの『アニマル・スピリット』の中で、行動経済学の立場から、この章は参照されていた。

ケインズは、雇用を決定する究極要因として、人々の「長期期待の状態」を研究していた。そこで、この章の叙述の解釈を通じて、フィッシャーの「貨幣錯覚」が如何にしてケインズの「貨幣錯覚」へと拡張されていったかについて、以下で順を追って検討してみよう。

「長期期待」に関するケインズの叙述の概要

(1) 第11章「資本の限界効率」においては、投資の大きさが、資本の限界効率と利率との関係に依存することが検討されていた。この第12章「長期期待の状態」では、資本の限界効率を決定するときの「将来の予想収益 (prospective yield)」を推測するときに、投資家が、どのような心理によって、そのような推測に導かれるかについて研究する。

²⁰ Hicks (1967) CEMT, p.64.

- (2) 将来の収益を予想するときに、われわれは、一方では、多かれ少なかれ「確からしい (certain)」既存の事実に基づいて推測する。しかし、他方では、多かれ少なかれ「不確かな (uncertain)」将来の出来事についても推測する。現在の事実の確定に関しては、様々なタイプの資本資産の既存のストックと、消費者需要の強さが参考にされる。これに対して、将来の出来事に関しては、資本資産のタイプと、消費者の嗜好と、賃金単位で測られる貨幣量とが、その資本資産の活動の期間中に、どのように変化するかについて推量される。
- (3) 将来の収益を予想するときに、きわめて不確かなことに頼るのは、愚かなことであり、いく分でも信頼のおける事実頼ることが、道理にかなったこと (reasonable) である。その結果、現在の既成事実が長期期待の中に不釣り合いに多く入り込んでくる。われわれの普通の慣習 (practice) は、既存の状況を受け入れ、将来にそれを投影することであり、多かれ少なかれ納得できる変化によって、それは修正されるに過ぎない。
- (4) われわれの決定が依拠する長期期待の状態は、最も確からしい (蓋然的な) 予想によってのみ構成されるわけではない。それは、また予想を立てるときの「確信の状態 (confidence)」によっても左右される。
- (5) この「確信の状態 (a state of confidence)」は、実際的な人々の間では、つねに配慮されるところの状態であるが、経済学者たちは、それについて注意深い議論をしてこなかった。しかし、この「確信の状態」が資本の限界効率に対していかに強く関連するかについては、とくに注意が必要である。
- (6) ただし、この「確信の状態」について先験的に言えることは、そう多くはない。我々の議論は、この点に関しては、実際の市場の観察と事業心理 (business psychology) に関する推量とに依拠している。
- (7) たとえば、鉄道、銅山、織物工場、薬品のパテントに関する「のれん (goodwill)」、大陸間定期船、ロンドン市の建築物などの10年後の利益などに関する知識は、ほとんどないに等しかった。
- (8) かつて、ほとんどの企業が主として個人もしくは個人の友人や仲間たちによって所有し経営されていた時代には、投資は血気盛んで建設的な衝動

(impulse)によって突き動かされていた。彼らは、その事業を生涯の仕事として考えており、利益の正確な計算には、実際にはそれほど依存してこなかった。だから、事業は、ある程度富くじ (lottery) に似ており、成功するか失敗するかは、その事業家の技量または運にかかっていた。

- (9) もし、人間本性が一か八かやってみることに何の誘惑も感じることなく、工場や鉱山、農場を建設するときに、企業家が利益を度外視して取り組むことに何の興味も感じなかったとしたならば、単に冷静な計算の結果としての投資は、あまり多く行われなかったに違いない。

ここからの叙述は、所有と経営とが分離してきた近代の資本主義的企業をとくに想定してなされている。

- (10) 株式会社における所有と経営の分離が進むとき、時には投資を促進し、時には投資の不安定性を助長する極めて重要な要因が導入された。それは、株式取引所 (Stock Exchange) の発展による要因であった。
- (11) 株式取引所では、多くの投資物件が日々再評価されている。個々の投資家は、株式取引所を通じて、投資物件に関する契約を更新したり、投資対象を変更したりすることができる。株式取引所の株式を買うことによって同種の投資物件を手に入れることができるのに、新しい企業を建設することは、ばかげている。また反対に、株式を発行することによって、新しいプロジェクトを起こして利益を上げることも可能である。
- (12) それでは、株式取引所において、投資物件は、どのように再評価されるのであろうか。その一つは、株式市場の「慣行 (convention)」を頼りにすることである。単純に既存の状態が無限に続くものと想定することもまた、慣行に頼るやり方の一つである。ただし、このやり方は、長期にわたる投資には向かない。なぜならば、長期にわたる投資の成果が初めに期待されたとおりを実現することは、めったにないからである。
- (13) 株式会社における所有と経営が分離することによって、経営に参加することもなく、またその事業に特別の関心もないような大衆投資家が、その会社の株式の大部分を所有するようになってきた。これらの大衆投資家は、その

時々の有力な情報によって、その投資を左右するようになる。その結果、大衆投資家は、群集心理によって、動かされる（「バンドワゴン現象」）。

- (14) 他方で、株式市場の専門的な投資家が、しっかりした基礎に基づいて、長期期待を形成しているかということ、必ずしもそうではない。彼らは、ケインズの有名な「美人投票のゲーム」や、椅子取りゲーム、トランプのババ抜きに近いゲームに興じている。その意味で、株式市場は、まるで「カジノ」のような賭博場になっているかのようである²¹。

以上のように、ケインズの「貨幣錯覚」は、フィッシャーの「貨幣錯覚」よりも広い範囲にわたって、貨幣・資本市場の価格変動が企業家の投資に対して与える影響について、議論していた。また、フィッシャーが物価変動による市場経済の攪乱について議論していたのに対して、ケインズは、『貨幣論Ⅰ』では、銀行の保有する資産価格の変動による投資資産の運用に対する影響について、また『一般理論』では、主として株式市場に関連する価格変動が企業家の投資行動に与える影響について議論していた。

4-3. ケインズによる「貨幣錯覚」に対する批判

以上のような企業家の「長期期待の状態」の分析を踏まえて、ケインズは、「貨幣錯覚」について、次のように批判する。

今、一方に企業家の投資行動を A とし、株式市場における（金融）投機家の行動もしくは市場心理を B とすると、A と B とが相対的に独立の運動をしたり、または、B が A とは独立に泡沫のように膨らんだりすることからは、何の被害も生まれまいであろう。しかし、A の企業家の投資行動が B の泡沫的な投機家の行動によって支配され、A が独立の判断を失って、B の判断に一方向的に従属するようになると、被害は甚大になる。それは、まさに企業家が拡張された「貨幣錯覚」に陥ったという表現がぴったりする経済現象になり、そこから深刻な長期の不況や大量の失業者の群れがのちに排出され、経済は回復困難な慢性的な不況

²¹ 株式市場の「カジノ化」については、小林襄治訳（1988）第1章「カジノ資本主義」pp.1-34を参照。

に陥ることになる（バブル経済とその崩壊）。

ケインズは、このような「貨幣錯覚」の状態について、次のような有名な文章によって批判していた。

「投機家は、企業の着実な流れに浮かぶ泡沫としてならば、なんの害も与えないであろう。しかし、企業が投機の渦巻きの中の泡沫となると、事態は重大である。一国の資本発展が賭博場（casino）の活動の副産物となった場合には、仕事は、うまくいきそうにない。新投資を将来収益から見て最も利潤を生む方向に向けることを本来の社会的目的とする機関として眺めた場合、ウォール街の達成した成功の場合は、自由放任の資本主義の顕著な勝利の一つであると主張することはできない。」（Keynes (1936) p.159 塩野谷訳 p.157）

このように、ケインズは、フィッシャーの「貨幣錯覚」とどまらず、貨幣や株式を含む金融資産一般の価格変動が企業家の行動を支配してしまうことについて、発展した金融市場を持つ資本主義経済を前提にして、その攪乱的な要素である「貨幣錯覚」について批判したのであった。われわれは、このような現象を拡張された「貨幣錯覚」として、フィッシャーの「貨幣錯覚」に対峙させることにしよう。このようなケインズの「貨幣錯覚」は、彼自身の「アニマル・スピリット」に関する解釈と密接に関係していた。

5. ケインズの「貨幣錯覚」とアニマル・スピリット

ケインズは、「流動性のわな」や「貯蓄のパラドックス」など、貨幣経済に特有な様々な攪乱要素について指摘していた。これらの攪乱要素は、貨幣を含む金融資産の価格変動が資本資産に影響を与える多様な変動要因の一部として理解されるであろう。その中でも、とりわけ、株式市場の価格変動が実体経済に与える影響は重要であった。

ケインズは、『一般理論』の第 12 章「長期期待」の最後に、投資家の行動の基礎になっている「確信の状態」が厳密な数学的な基礎によってではなく、能動的

な投資家の「アニマル・スピリット」によって、動機づけられてきたことについて指摘していた。ケインズの「貨幣錯覚」も、また「確信の状態」を支配する「アニマル・スピリット」によって誘導されてきた、と理解することができる。

5-1. アニマル・スピリットに関するケインズの説明

アニマル・スピリットに関するケインズの説明は、次のような順序で進められていた。

- (1) 株式市場の投機の不安定性がない場合にも、われわれの活動の大部分は、数学的期待値に依拠するよりも、自生的な楽観 (spontaneous optimism) に依存する。
- (2) われわれの決意の大部分は、血気 (animal spirit)、すなわち活動しないよりも、理由は何であれ、活動することのほうを欲する自生的衝動 (spontaneous urge) に従っている。
- (3) 企業は、将来の利益の正確な計算を基礎として、すべての事業計画を作成するわけではない。
- (4) もし**血気 (animal spirit)** が鈍り、自生的楽観が挫け、数学的期待値以外に頼るべきものがなくなれば、企業は衰え、死滅するだろう。
- (5) 将来の希望に依存する企業は、たぶん社会全体の利益に資するに違いない。しかし、個々人の創意は、合理的な計算が血気によって補足され支持される場合にのみ適切なものとなる。
- (6) 損失への恐怖は、利潤への希望が持っている以上に合理的な基礎を持っているわけではない。しばしば先駆者を襲う損失への不安は、あたかも健康な人が死の恐怖を念頭におかないのと同様に念頭から離れる。
- (7) このことは、沈滞 (slump) や不況 (depression) の程度を大きくするだけでなく、経済的繁栄が過度に政治的・社会的な雰囲気依存することを意味する。
- (8) われわれは、このことからすべてが不合理な心理の波に依存すると結論づけてはならない。反対に、長期期待の状態は、しばしば着実であって、そうでない場合でさえ、他の要因が、それを埋め合わせるような効果を及ぼしている。

- (9) 将来を左右する人間の決意は、それが個人的なものにせよ、政治的なものにせよ、経済的なものにせよ、厳密な数学的な期待値に依存することはできず、——なぜなら、そのような計算の基礎は存在しないから、——車輪を回転させるものは、われわれの生まれながらの活動への衝動であって、われわれの合理的な自己は、可能な場合には、計算をしながらも、しばしばわれわれの動機として気まぐれや偶然に頼りながら、できるかぎり最善の選択を行っているにすぎない。

以上が、いわゆる「**アニマル・スピリット**」に関するケインズの説明の概略である。見られるように、ケインズは、投資行動を律する究極の要因である「長期期待の状態」が人々の「確信の状態」に基づいており、それらが、しばしば「**アニマル・スピリット**」、すなわち活動しないよりも、理由は何であれ、活動することを欲する人間の衝動に依存することについて指摘していたのである。

ところで、**アニマル・スピリット**とは何か。どうして、われわれが**アニマル・スピリット**に依存して行動することによって、経済や社会の変動は激しくなるのか。次にそのような問いに対して答えられるように努力してみよう。

5-2. **アニマル・スピリットに関する古典的な系譜**

人間本性を支配する**アニマル・スピリット**に関する洞察は、ケインズによって始めて、導入されたわけではなかった。ホブズに始まるイギリスの政治哲学、および、ヨーロッパの伝統的なキリスト教神学の中にも、すでにその典拠が示されていた。

イングランドにおいて歴史上はじめて哲学書を英文で著したトーマス・ホブズ(Thomas Hobbes)は、彼の主著『リヴァイアサン』において、人間の獣的な本性に関する洞察に基づいて、市民社会の統治の理論を打ち立てた。人間には、狼と同じように、自分たち自身の生存を他の何よりも大切にする自己保存本能、すなわち動物的本性がある。しかも人間は、動物のうちで最も賢く、虚栄心に富む貪欲な生き物であり、自分たちの欲望を満たすためには、他の生命を害することもいとわない。こうした人間同士の欲望が対立する社会の自然状態は、つ

ねに「万民の万民に対する戦い」に陥る危険に曝されている。このような戦争状態から脱するために、人々は、自己保存のために戦う自然権を主権者に譲渡して、互いに社会契約を結び、主権者の統治に服従する。そのうえで、主権者によって合法的に付与される生存権を含む基本的な権利を確保し、契約に基づいて市民社会を構成する。

ホッブズは、おおよそ以上のような基本的な考え方から出発して、独自の政治哲学を樹立した。そして、このようなホッブズの政治哲学は、ジョン・ロック、デイヴィッド・ヒューム、そしてアダム・スミスによって、批判的に継承され、イギリスの伝統的な政治哲学を構成してきたのである²²。

とりわけ、ホッブズは、『レヴァイアサン』の第6章の中で「情感 (Passion)」について言及し、アニマル・スピリット (動物的霊気) という聖書から得た概念について詳述していた。アニマル・スピリットは、生命的 (Vital) で動物的 (animal) な精神であり、すべての生理的かつ意志的運動を呼び起こす源泉であった²³。また、同書の第34章においては、聖書からの引用によって、アニマル・スピリットの霊的起源について言及していた²⁴。

要するに、イギリスの伝統的な政治哲学においては、人間が理性的存在である以前に、衝動によって運動することを欲する動物的存在であることが重視されていた。したがって、人間の社会的行動は、合理的に計算された予測に基づくのではなく、行動すること自体を欲する衝動に従うことが洞察されていたのである。

このような古典的な典拠を確認することが重要なのは、このようなイギリスの伝統的な政治哲学に基づいて、ケインズの政治哲学や貨幣経済学も構成されていたと考えられるからである²⁵。第1に、企業家の投資行動は、合理的な数学的予

²² イギリスの伝統的な倫理学もしくは政治哲学においては、人間の社会的行動を基礎づける倫理的な基礎が理性よりも感情または衝動によって支配されてきたことが強調されていた。この点に関しては、ケインズと同時代に彼の同僚でもあった Bertrand Russell (1916) によって引き継がれていた。

²³ Hobbes, pp.37-46.

²⁴ Ibid. 170-76.

²⁵ ケインズがホッブズの『レヴァイアサン』に対して少なからず敬意を払っていたことについては、Hobbes, Leviathan の 1991 年の復刻版の Acknowledgments において示

測によって動機づけられるというよりも、蓋然的な判断によって支配されている。このことは、人間の社会的行動一般に当てはまることである²⁶。

第2に、それだからこそ、企業家の投資行動だけでなく、消費者の有効需要も「貨幣錯覚」に陥りやすい。言い換えれば、人々の投資行動や消費行動などが厳密な数学的予測に基づいてではなく、不確かな蓋然的判断に従っているからこそ、貨幣や金融資産の価格変動によって、人間の行動は容易に左右されてしまうのである。

さらに第3に、グロチウス以来の国際法学の基礎には、アニマル・スピリットに関する洞察があるように考えられる。すなわち、すべての国民の行動が自己保存本能に基づいており、すべての国民は、戦争という暴力によって自分たちの生命を奪われることを拒否するという共通の基盤があるからこそ、同意に基づいて、すべての国民の独立を平和的に保証する国際的な取り決めが可能になる。

『平和の経済的帰結』以来のケインズの一貫した「ヨーロッパ世界の平和」という理念の基礎にあったのは、まさにアニマル・スピリットに基づく「ホップズ・ジャングル」からの万民の解放という問題意識であった。ケインズは、全体主義者のように、アニマル・スピリットを不合理な人間行動の動機だとして、その自由な発現を無理やり抑圧するのではなく、その発現を国際紛争や世界戦争を導く危険な方向にではなく、金銭的な利益をあくまでも追及する経済競争という比較的有害の少ない方向に誘導するような賢明な政策を支持した。また同様に「貨幣錯覚」を排除するのではなく、例えば貨幣賃金の安定性が経済体系の安定性を保証するというように、人々の「貨幣錯覚」を利用して、経済変動を安定させるような方向にそれを導くような政策を探し求めたのである。

されているように、ケインズがホップズの著作集をケンブリッジの図書館に遺贈していた(vii)ことから推測することができる。

²⁶ 人々の Animal spirit に基づく蓋然的な行動に関するケインズの洞察が、彼の確率論の研究と密接な関連があることについては、伊藤邦武『ケインズの哲学』第2章「ケインズの認識論の発展」とくに「4『一般理論』の哲学」pp.97-110.を参照。

5-3. アニマル・スピリットに関するケインズと行動経済学

このように見てくると、Akerlof-Shiller の『アニマル・スピリット』におけるケインズ解釈は、ケインズの不確実性の貨幣経済学と共通の問題を議論できる可能性を持ち、不確実性の経済学の参考文献の1つになるように思われる。というのも、ケインズの『一般理論』の中心的な思想は、人々の経済行動を動機づける心理的要素を明らかにすることにあったからである。消費性向、資本の限界効率、および利子率という3大心理要因は、投資と雇用の大きさを決める独立変数であった。また、そのような心理要因の根拠には、「確信の状態」がつねに存在し、現代経済を構成する人々の投資行動は、まさに不確実性下の蓋然的な衝動を支える「アニマル・スピリット」によって動機づけられてきたのである。

このような「アニマル・スピリット」を支える「確信の状態」からアニマル・スピリットの他の構成要素が連想されてくる。「公正」の観念は、「確信」を支える十分な根拠がなければ、腐敗と背信に逸脱するし、また、先に見たように、「確信」の根拠が薄弱なために、市場経済は、しばしば「貨幣錯覚」に陥ってしまうのである。最後の「物語」との関連性については、『一般理論』の最後の次のような有名な文章から連想される。

「経済学者や政治家の思想は、それが正しい場合にも、間違っている場合にも、一般に考えられているよりもはるかに強力である。事実、世界を支配するものはそれ以外にはないのである。どのような知的影響とも無縁であるとみずから信じている実際家たちも、過去のある経済学者の奴隷であるのが普通である。権力の座にあって天声を聞くと称する狂人たちも、数年前のある三文学者から彼らの気違いじみた考えを引き出しているのである。私は、既得権益の力は思想の漸次的な浸透に比べて著しく誇張されていると思う。」(GT, Chapter24 p.383 (386))

ここで述べられている「思想」を「物語」という言葉に置き換えれば、革新的な行動が、よきにつけ、悪しきにつけ、企業家や政治家たちの「思想」または「物語」によって動機づけられている、と解釈することができる。「思想」は、往々

にして、歴史を含む「物語」によって表現されてきたからである。

われわれにとっては、「アニマル・スピリット」にしろ、または「貨幣錯覚」にしろ、それらは両刃の剣である。それらは、場合によっては、経済を成長に導く革新的投資を動機づける心理的要因になるが、また反対に、しばしば誤った投資をも導き、経済を不況に追い込み、失業を増大させ、各階層に損害をもたらす源泉にもなる。

5-4. ケインズの資本理論と貨幣錯覚

ケインズは、『一般理論』の第16章「資本の性質に関する考察」において、彼自身の資本理論を展開していた。この章は、ケインズが古典的な労働価値説に共鳴していたことを示唆する章として、かつて紹介されたこともあったが、この見方は少し的を外していると、私は考えている。この章の叙述は、むしろ資本に関連する多様な学説の歴史を踏まえて、ケインズが資本概念に対するに独自の見解を示した章として重要である。

そこで、この章のいくつかの命題をケインズの文脈に沿って追跡してみよう。

- (1) 富の所有者は、資本資産そのものを欲求していると信ずるところから誤った考え方（「貨幣または資本錯覚」－筆者による解釈）が生まれる。富の所有者が実際に欲求するものは、その予想収益である。
- (2) 予想収益は、将来の供給状態との関連における将来の有効需要への期待に依存する。したがって、もし貯蓄行為が予想収益を改善しないならば、投資は全く刺激されない。（貯蓄それ自体によっては、投資や富（資本）は増えない。）
- (3) 現行利子率は、富を増やそうとする欲求の強さに依存するのではなく、富を流動的な形態で保有しようとする欲求と非流動的な形態で保有しようとする欲求のそれぞれの強さと、それらの供給との相対的な量に依存する。
- (4) 資本は、それ自体で生産的なものとしてよりも、その存続期間を通じて原価を超える収益をもたらすものとして考えるほうがはるかに望ましい。
- (5) 「したがって、私（ケインズ—著者による書きこみ）は次のような古典派以前の学説に同感である。すなわち、すべての物は労働によって生産され、そ

のさい労働は、かつて熟練 (art) と呼ばれ、現在、技術 (technique) と呼ばれていることによって、また稀少であるか豊富であるかに応じて地代を要したり要しなかったりする自然資源によって……助けられているとみる学説がそれである。労働—もちろん、それは企業者およびその助力者の個人的用役を含む—は、与えられた技術、自然資源、資本設備および有効需要の環境のもとで作用する唯一の生産要素とみるのが望ましい。」(Keynes, GT, pp.383-83 (邦訳 386))

上のケインズの叙述は、個々の商品の交換比率を定義する古典的な労働価値説とは明らかに異なっていた。そうではなく、資本が広い意味での労働もしくは技術者を含むあらゆる生産的かつ活動的な人々の経済行為によって創られるとする古典的な資本概念に対するケインズの同感を表していた。すなわち、労働価値説への共鳴というよりも、「人間資本 (Human Capital)」もしくは人間労働と「自然資源」に関するスミス以来の資本化概念に近い考え方にケインズも同感していたと考えるほうが的を射ている。これは、また、いわゆる「基本的な (fundamental)」資本化価値の評価の原理に関するケインズの見解であると解釈することができる²⁷。

- (6) このことは、なぜわれわれが、貨幣単位および時間単位以外に、労働単位を経済体系において必要とされる唯一の物的単位として採用することができたかを説明する理由の一つである。(このような労働単位に基づく価値評価システムは、後年ヒックスが提起した金本位制に代わる労働本位制 (Labor Standard)、もしくは、生計費による価格調整機構を備えた貨幣制度と親和的であった。)

以上は、資本の発展に関するケインズの「確信」の基礎であった。このような「確信」によって支えられる場合には、企業家や投資家が貨幣や金融資産の一時

²⁷ 基本的 (fundamental) な資本評価は、広義の「貨幣錯覚」に陥る資本評価のバブル経済現象を判断する基準にもなる。

的・名目的な価格変動によって幻惑されることもなく、またすべての物を金（貨幣）に換えてしまうようなギリシャ神話の「ミダス王」のような愚行に走ることもない。

資本は、他の企業に比べて、あるいは過去の同種の事業に比べて、すぐれた熟練や技術による革新の成果が市場で評価され、有効需要が大きくなることによって経過的に発生する企業家の利潤（準地代）の蓄積もしくは再投資によってのみ実質的に増大する。そして資本の限界効率は、将来の革新の利益に対する期待を割引する総合的リスク要因につれて変動する。

これに対して、金融資産の単なるバブル的な膨張だけによっては、産出量も雇用量も有効需要も決して大きくならない。だから、資本と所得の実質的な増加を伴わない金融資産の単なる名目的な膨張は、「金融錯覚（バブル）」を引き起こすのである。

したがって、金融資産の利率を資本の限界効率に比べて引き下げることによって、資本が稀少でなくなるまで豊富に供給できるようにするならば、雇用も利潤も増え、経済全体を繁栄に導くことができる。これによって、利子生活者という資本主義経済の「伝統的な」担い手の「安楽死」を招くかもしれない。しかし、そのような利率政策は、資本主義的市場経済の発展のために、ぜひとも必要な政策なのであった。

このような政策は、貨幣経済に特有な「貨幣錯覚」をまったく除外することによって、実現できると考えるのは、現実的ではない。バブル経済に伴う誤投資が発生する危険を冒すことをいとわずに、「貨幣錯覚」の投資刺激的な効果を利用して、経済を発展の方向に導くことが現実的な政策である。また貨幣賃金の引き上げによって失業を少なくすることができるならば、「貨幣錯覚」には利用価値がある。要するに、企業家と労働者の両方の「貨幣錯覚」を利用することによって、経済の発展を促進する賢明な方策をケインズは指示したのである。

このように考えてみると、Akerlof-shillerのケインズ解釈やアニマル・スピリットに関する行動経済学的な解釈と、われわれのケインズ解釈との間には親和性が出てくる。彼らの指摘した「貨幣錯覚」は、アニマル・スピリットの中心的な構成要素であった。これらの研究は、ともに資本主義経済の不確実性の下での人々

の将来に対する予測行動について研究するときの参考になる。

6. 結論にかえて：ケインズ貨幣経済学の政策的含意と改革

以上のように、貨幣経済における貨幣錯覚のもつ両刃の剣（二面性）を操作するところに、ケインズの貨幣経済学の特徴と政策的な含意があった。ケインズは、行動経済学の立場とは違って、アニマル・スピリットについても、また「貨幣錯覚」についても、これらに従って行動することに対して、必ずしもそれを不合理な経済行動だとは認識していなかった。発達した金融組織と株式会社制度を備えた資本主義経済においては、経営者が必ずしも、つねに厳密な経済計算に従って投資行動を律するのではなく、蓋然的な衝動に従って革新的な投資に挑戦することは、むしろ道理にかなった（reasonable）ことであった。また、そのような企業家の行動は、しばしば「貨幣錯覚」に陥ることになったとしても不思議ではない。そのような企業家の行動は、一面では、経済発展の原動力でもあった。歴史上の主要な経済発展と革新のほとんどは、企業家や投資家の「アニマル・スピリット」と「貨幣錯覚」によって引き起こされてきたといっても過言ではなかった。

また労働者が貨幣賃金の安定性を望むために貨幣錯覚に陥ることを認めて、政府の担当者は、物価上昇と引き換えに雇用の安定を図る経済政策を実施してきた。これに対して、物価上昇期の貨幣賃金の上昇と大量失業とが共存するスタグフレーションは、第2次世界大戦後の経済成長の末期的な経済現象の一つであった。

このような経済政策を支えたケインズの貨幣経済学は、とくに新古典派の経済学者たちにとって、正統な経済理論として受け入れがたいものであったかもしれない。とくに、静学的な均衡を仮定した実物的なマクロ経済学にとっては、アニマル・スピリットと貨幣錯覚に力点を置く貨幣経済学は、正統な研究分野とはいえないかった。

しかし他方で、第2次大戦後の高度成長期の日本経済の発展を支えた企業家の実際の行動原理は、むしろケインズの貨幣経済学と親和的であった。とくにこの

時期の日本経済においては、経済行動が厳密な合理的計算に従うよりも、楽天的（forward-looking）な将来期待の衝動に従ってきたと見てよい。たとえば大規模な製鉄工場団地を戦後いち早く建設した某製鉄会社の事業計画は、当初、日本銀行総裁の猛烈な反対に会ったにもかかわらず、実行されてきたのであった。このような企業家の楽天的な経済行動は、他方で、財務担当者の会計処理の透明性によって、合理的な便益計算から大きく逸脱することのないように制御されてきた。

このように、アニマル・スピリットや貨幣錯覚に従う経済行動は、われわれにとっては、十分に理解可能な行動であった。しかし、高度成長の終焉とともに、そのような経済行動に対しては、修正すべき点が多々生じてきている。そして、ケインズの貨幣経済学や金融政策もまた、その部分的な誤りを修正せざるを得なくなってきた。アニマル・スピリットと貨幣錯覚に基づく貨幣経済学や経済政策も、再考されるべき点の一つであろう。しかし、そのような再検討も、そもそもケインズの貨幣経済学が何を目的とし、また何をその手段または犠牲にしてきたのか、ということの研究することを、再出発のための必要条件としている。

ケインズは、フィッシャーのように、「貨幣錯覚」を攪乱的な要素として、物価調整機構によって修正するような政策に対して、それほど積極的な意義を見出さなかった。また政府の健全財政と予算均衡によって、インフレーションを収めることに、とくに利点を覚えなかった。むしろ第1次世界大戦後の赤字財政を容認し、国債発行によって、積極的な財政支出を奨励することのほうに利点を見出したのである。このようなケインズ政策のインフレーションや貨幣錯覚に対する楽観的な見方が再検討されるべき問題になってきているのではなからうか。コルナイ（Kornai）の「ソフトな予算制約」に基づく社会主義批判は、ケインズの貨幣政策に対しても、同時に浴びせられたかもしれない²⁸。

ケインズは、また企業家たちの「アニマル・スピリット」や「貨幣錯覚」を認めて、それらの積極的側面を認めようとした。非効率な公共投資ですら、それが何がしかの有効需要の拡大と産出量と所得の増加を伴うならば、雇用の拡大に

²⁸ 社会主義における革新の停滞が「不足経済」を招くことについては、Kornai (2014) Section 2. Capitalism, Socialism, and Technical Progress, pp.5-24 を参照。

資するかもしれない。また緩やかな物価上昇は、むしろ革新的な投資を呼び起こす「ポンプの呼び水」になると考えたのである。このようなケインズの貨幣政策が限界を見せ始めたのは、1970年代末からのスタグフレーションの進行以降のことであった。

もちろん、株式市場の賭博（casino）が企業活動に対して影響するような行き過ぎた「貨幣錯覚」に対しては、取引税やキャピタル・ゲイン課税などによって、投機的取引を抑制し、資本主義経済の改善を図る必要がある。しかし、だからと言って、私有財産制を否定して、投資の国有化を図り、利子生活者の財産を没収するなどの社会主義的な政策をケインズは支持しなかった。その代わりに、低金利政策による合法的な利子生活者の安楽死を容認したのである。もし、ケインズがもう少し長く生きて、戦後の機関投資家による大衆資金の組織的な運用を見ることができたとしたならば、株式投資を中心とする機関投資家による資産運用について、「貨幣錯覚」の問題点を詳細に批判することができたのかもしれない。

チャーチルの民主主義に関する有名な寸評になぞらえるならば、資本主義的市場経済は、最も悪いものから数えて二番目に悪い経済制度であろう。しかし、完全雇用を実現できないこと、および、はなはだしい所得の不平等があることなどの欠陥を、もし自由な経済システムの枠内で修正することができるならば、市場経済は、歴史上もっとも自由で効率的な経済システムになることができる、というのがケインズの改良主義的経済政策のヴィジョンであった。その目標を達成するためには、今や市場経済を「アニマル・スピリット」と「貨幣錯覚」から解放しなければならない。また、そのためには、「アニマル・スピリット」の「ヒューマン・スピリット」への昇華と、「貨幣または資本錯覚」の漸次的・部分的な（piecemeal）改良が必要になるのではなかろうか。

【Reference】

Akerlof, G. A., R. J. Shiller (2009) *Animal Spirits: How Human Psychology Drive the Economy and Why It Matters For Global Capitalism*, Princeton and Oxford: Princeton University Press. 山形浩生訳『アニマル・スピリット—人間の心理が

- マクロ経済を動かす』東洋経済新報社 2009 年.
- Catholic Bible Association (1969) *The New American Bible*, Catholic Bible Press in USA.
- Dillard, D. (1948) *The Economics of John Maynard Keynes: The Theory of Monetary Economy*, New Jersey: Prentice-Hall. 岡本好弘訳『ケインズの経済学—貨幣経済学の理論』東洋経済新報社 1973 年.
- Fisher, I. (1896) 'Senses of "Capital."' *Economic Journal* vol.7, pp.199-213.
- (1907/1982) *The Rate of Interest: Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena*, New York: Macmillan.
- (1928) *The Money Illusion*, New York: Adelphi Co.
- Hicks, J. (1959) *Essays in World Economics*, Oxford: Clarendon.
- (1967) *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford: Clarendon.
- Hobbes, Thomas (1651) *Leviathan*, edited by Richard Tuck (1991), Cambridge: Cambridge University Press.
- Keynes, J. M. (1930) *A Treatise on Money I, The Pure Theory of Money*, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes* vol.V, Cambridge: Cambridge University Press.
- (1936) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes* vol.7, Cambridge: Cambridge University Press, 1973.
- Kornai, J. (2014) *Dynamism, Rivalry, and the Surplus Economy*, Oxford: Oxford University Press.
- Loef, H-E. H. G. Monissen (1999) *The Economics of Irving Fisher: Reviewing the Scientific Work of a Great Economist*, Cheltenham, UK. Northampton, USA.
- Minsky, H. P. (1975) *John Maynard Keynes*, New York: Columbia University Press.
- Strange, S. (1986) *Casino Capitalism*, Oxford: Basil Blackwell. 小林襄治訳『カジノ資本主義—国際金融恐慌の政治経済学』岩波書店 1988 年.
- Russell, B. (1916/1950) *Principle of Social Reconstruction*, London: George Allen and Unwin.
- 伊藤邦武 (1999) 『ケインズの哲学』岩波書店
- 小畑二郎 (2007) 『ケインズの思想』慶應義塾大学出版会
- (2011) 『ヒックスと時間』慶應義塾大学出版会