

ケインズ『貨幣論』： 金融史理論としての再評価

小畑 二郎

【要旨】

この論文では、ケインズ『貨幣論』を金融史理論として再評価する。そして、『一般理論』へと発展する道筋を探求する。

ケインズは、『貨幣論』において、貨幣経済の分析枠組みとしての基本方程式を、主として英米の金融史の理解に応用することを試みていた。『貨幣論』は、これまで『一般理論』のマクロ経済学によって吸収し尽くされた過去の著作として理解されてきたが、貨幣・金融の歴史理解のためには、むしろ『一般理論』よりも優れた視点も提供していた。それは、古代通貨の研究に始まり、国家貨幣と銀行貨幣という現代貨幣の二大分類に至る系譜を明らかにし、さらに投資の拡大によって促される投資金融経済の発展の原理を解明する著作として、理解することができる。そして、『一般理論』の理論革新の前提として、貨幣・資本理論の連続する革新過程をそこに読み取ることができる。

この論文では、貨幣経済の変動を基本方程式に従って、①貨幣的要因、②投資要因、③産業要因という3つの要因から究明するとともに、主として英米の金融史における「例証」を検討することによって、『一般理論』へと至るケインズの貨幣経済学の革新過程を理論的かつ歴史的に究明することを目指す。そして最後に、1929—32年の世界恐慌に始まる大不況の教訓を生かして、現代のマクロ金融経済史の理論を作り上げていくための道筋を明らかにする。

【キーワード】 ケインズ、金融史理論、『貨幣論』、基本方程式、貨幣経済の変動要因、歴史的例証、『一般理論』への発展。

Reappraisal of Keynes's *A Treatise on Money* as the Theory of Financial History

By Jiro Obata, Professor Emeritus,
Rissho University
and University of Tsukuba

【Abstract】

This essay presents a perspective for reading Keynes's *A Treatise on Money* (*Treatise*) as the theory of financial history. Keynes introduced the Fundamental Equations (FEs) for the analysis of the monetary economy and applied them for understanding of the financial history.

The causes of the fluctuation of the monetary economy are analyzed into three elements based on the FEs: monetary, investment and industrial elements. The first phase of credit cycle, recovery from the previous recession, begins with mild profit inflation promoted by excess investment over saving. The second phase, prosperity runs along the profit and commodity inflation with rising general price of commodity and increasing production and employment. The third phase of the cycle, recessions, goes on the process with declining general price. The recession turns to the recovery again with gradual rising general prices. It has been the credit cycle along the financial history since the 17th century.

Historical illustration shows us the progress of the monetary economy since early prosperity of the merchant business by joint stock companies such as East India Company, Levant Company and Hudson Bay Company in the 17th Century. The excess investment over saving leads the profit inflation toward

the accumulation of the Wealth of Nations.

However, the recessions had been fallen into deep and long depressions since 1890s. Keynes was especially impressed by world-wide depression of 1929-32 and studied on causes and effects of the deflation. It was the origine of Keynes's macro-monetary economics. The Fundamental Equations in the *Treaties* evolved with the general theory of the propensity to consumption, the multiplier, the marginal efficiency of capital, the rate of interest and the liquidity preference in *The General Theory of Employment, Interest and Money (GT)* of 1936.

はじめに

この論文では、前 2 回にわたるケインズ『貨幣論』に関する理解を踏まえて、同書の第Ⅱ巻を中心にケインズの「金融史理論」を読み説くことを課題にする。これと併せて、『貨幣論』における『一般理論』への理論的革新の伏線を探りあてたい。

これまでに、われわれは、ケインズの古代通貨に関する研究が、貨幣分類の歴史的発展を理解するための参考とされていたことを明らかにしてきた。すなわち、そこで貨幣の起源とされていた計算貨幣の役割が様々な貨幣の分類を通じて、その役割を果たしてきたことを見てきた。計算貨幣としての貨幣の標準は、様々な種類の物価水準を測ることによって、反対に自らの標準を測られてきた。そして、そのような計算貨幣の社会的な役割について分析するための理論的装置として基本方程式を設定し、その基本方程式が社会会計において果たす役割について検討してきた。

この論文では、このような基本方程式に基づいて、諸物価の変動によって引き起こされる信用循環の要因とその過程について分析し、その結果を歴史的に例証または反証する。すなわち、様々な物価水準の短期的または長期的な変動がどのような因果関係を通じて、信用循環や経済変動を導いてきたかについて明らかにする。

ケインズは、古代通貨から始まる貨幣に関する歴史的な研究を参考にしつつ、『貨幣論』の理論的枠組みを設定し、そこから得られた基本方程式に基づいて、信用循環や経済変動の要因を明らかにしようとした。そして、そのような研究の結果を再び歴史的データによって、例証もしくは反証した。

この論文では、そのようなケインズの研究に基づいて、『貨幣論』を「金融史理論」として読み直す。そして、そのような中から、『貨幣論』から『一般理論』へと連続する理論的革新の道筋をたどっていくことにする。

1. 金融史理論の方法

1-1. 金融史理論とは何か

まず「金融史理論」とは何か、ということについて、もう一度、筆者の考え方を明らかにしておこう。というのも、この理論によって、たとえば唯物史観のように何らかの歴史法則を明らかにすることを目指しているわけではないことについて、あらかじめ断っておきたいからである。

ここで議論する「金融史理論」とは、かつてヒックスが『貨幣理論』の中で提起し、また『経済史の理論』の中で具体的に論じた貨幣理論と金融史研究との間に成立する学際的な研究のことを指している¹。また、カール・ポパー (Karl Popper) が科学の発展の歴史について応用した科学的進化に関する展望を参考にし、すなわち、「試行錯誤」を通じた人間知識の科学的進化の過程を貨幣理論および金融史の研究に対しても応用することを目指す。

J. R. ヒックスは、『貨幣理論』の中で、「金融史理論」について、はじめて本格的に提案した。ヒックスによれば、経済学の歴史の中で、時代を画するような主要な貨幣・金融理論は、それぞれの時代の金融問題に対して解答を与えることを課題としてきた。それぞれの時代に特有な金融問題は、貨幣の定義とともに、歴史的時間を通じて変化してきたので、そのような問題の解決のために設定される貨幣理論も、また歴史的に変化せざるを得ない。だから主要な貨幣・金融理論のほとんどは、同時に「金融史理論」として理解される²。

ケインズの『貨幣論』は、そのようなヒックスの提案に先立って、同じような考え方に従って執筆されていたと理解することができる。この点については、行論の中で明らかにしていくが、ケインズの『貨幣論』を改めて読み直してみると、この研究の目的の一つが、古代通貨の発見に始まる計算貨幣の国家による管理と、その管理を背後で支えてきた銀行市場の発展の歴史をたどることにあることが分かってくる。まさに『貨幣論』は、そのような「金融史理論」として読み

¹ See Hicks (1969) *A Theory of Economic History*.

² Hicks (1967) 9. 'Monetary theory and history -an attempt at perspective,' pp.155-73.

直すことができるのである³。

1-2. 金融史理論の方法

「金融史理論」としてケインズ『貨幣論』を読み直すにあたって、私は、カール・ポパー（Karl Popper）の科学的発見の論理もしくは生命と知識の進化に関する仮説を参照にしようと思う。ポパーの科学論もしくは進化論の考え方は、「金融史理論」にも応用することができる。なぜならば、貨幣理論および金融史の理解に関しても、ポパーによる科学論および進化論のアルゴリズムを参考にすることができるからである。すなわち、科学および生命の進化の過程は、①問題の発見、②問題解決のための仮の理論の発明、③仮の理論の経験的な事象への適用と反証、④仮の理論の修正もしくは新しい問題の発見というプロセスを辿るものと想定できるのだが、それと同じような過程を貨幣理論の発展および金融の歴史も辿るということができる。このようなアルゴリズムは、単に金融理論家や金融政策の担当者たちによってだけでなく、金融実務に携わる実務家の間で、さらに家庭の主婦たちによって、日常的な経済生活において、暗黙のうちに経済行動の意思決定やその行動結果の検証において、実際上の合理的な行動指針として役立てられてきたということができる⁴。

ケインズの経済学および経済政策もまた、ポパーの提案に先立って、彼の指示

³ ケインズの『貨幣論』と『一般理論』の両方を金融史理論として評価した最初の人は、ジョン・ロビンソンであったかもしれない。この点については、Robinson (1962) pp.73-79.を参照。また、ケインズ自身が「金融史理論」を中心的な主題にしていたことについては、『ケインズ全集 第9巻 説得論集』の序文 (Keynes, (1931) CWK9, xvii-xix.に明らかである。

⁴ ポパーの科学方法論を歴史分析に応用することについては、次のような異論が出されるかもしれない。それは、『歴史主義の貧困』において歴史主義を否定していたポパーの科学論がなぜ金融の歴史に適用できるのか、という疑問である。しかし、ポパーは歴史研究の重要性を否定したわけではなかった。彼が否定したのは、歴史にあらかじめ決定された「法則」があるというヘーゲル・マルクス流の形而上学についてである。彼は、後年、科学的知識に関する多元的な歴史研究の重要性を論じていたのである。Popper 'Pluralist Approach to the Philosophy of History' in Streissler (1969) pp.181-200.を参照。

する科学論と類似の方法に従ってきたということが出来る。ポパーの科学論は、アインシュタインなどの同時代のすぐれた科学的研究に共通する方法論を参考にしていたので、貨幣の歴史を科学的に研究しようとしていたケインズが、ポパーの科学論を参照にする機会はなかったものの、ポパーの方法に似たような同時代の科学方法論に従ったのは、自然なことであった⁵。

私は、古代通貨の研究から始まるケインズの貨幣理論を検討し直す機会を得て、改めてケインズの貨幣理論を「金融史理論」として理解することができるといふ確信を強くすることができた。貨幣の起源と本質が計算貨幣にあったという、古代通貨の研究から得られたケインズの歴史的な洞察は、貨幣の分類とその系譜に関する研究だけでなく、基本方程式による社会会計の研究の中にも生かされていた。しかも、そのような貨幣史観は、貨幣に関するそれまでの理解を根本的に革新するものであった。

また、行論によって明らかにされるが、基本方程式に基づいて信用循環の要因とその過程が分析され、さらに、古代ローマ帝国の崩壊から大航海時代を経て、1930年の同書の出版年までの貨幣と金融の歴史に関して、具体的に問題が探求されていた。このような『貨幣論』の研究は、まさに以上に述べてきたような「金融史理論」として理解するにふさわしいものであった。

2. 『貨幣論』における問題の設定

他の科学的な研究と同じように、金融史理論もまた、まず問題の発見から始まる。『貨幣論』において発見された問題は、次のようであった。すなわち、種々の物価水準によって表わされる貨幣標準の決定要因を明らかにし、そのような貨幣標準の変化によって引き起こされる信用循環の要因とその過程を明らかにすること、および、そのような信用循環（インフレーションもしくはデフレーションの交替過程）を平準化する国内および国際的な貨幣政策を提言することであっ

⁵ ポパーの『科学的発見の論理』のChapter X-83.には、ケインズの論理確率論に対する批評があるので、両者の間には何らかの学問的な議論が成り立つのではなからうか。See Popper (1959). pp.269-76.

た。

他方で、以上のような主要な問題に加えて、『貨幣論』では副次的な問題も探求されていた。それは、物価水準の変動によって引き起こされる生産と雇用に関する貨幣経済の一つの均衡状態からもう一つ別の均衡状態に移行する過程を明らかにすることであった。このような問題は、『貨幣論』では、まだ副次的な問題に過ぎなかったが、やがて『一般理論』においては、中心的な問題になって現れる。

また、ヒックスによって継承されたこのような「移行 (Traverse)」の問題は、『貨幣論』に固有な静学的均衡の仮定の枠組みの中では、十分に究明されることのできない問題であった。しかし、貨幣に関する歴史を研究する以上、避けて通れない問題でもあった。このような「移行」の問題を検討するならば、産出量と所得および雇用の長期的変化について研究せざるを得なくなる。このことが、1929-32年の大恐慌の歴史的経験とともに、ケインズが『貨幣論』の問題を『一般理論』へと拡張し、経済理論の革新に向かう理由となったものと考えられる。

2-1. 『貨幣論』における理論の設定：基本方程式と社会会計

われわれは、『貨幣論』の仮の理論について、前号までに明らかにしてきた。それは基本方程式および社会会計表によって研究される貨幣経済の変動要因の分析であった。ここでは、そのような『貨幣論』の仮の理論について再説するとともに、若干の修正と適用を加えて、歴史的例証のための準備としたい。

<基本方程式>

ここで、『貨幣論Ⅰ』の第3編で定式化された基本方程式をもう一度参考してみよう。基本方程式は、消費者物価水準 P の変動要因を明らかにする第1基本方程式と、総合物価水準 π の変動要因を明らかにする第2基本方程式の次のような2つの方程式によって示されていた。

$$\text{第1基本方程式： } P = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{R}$$

$$\text{第2基本方程式：}\pi = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{O}$$

ここで、 O は産出額、 E は貨幣支出額（または生産費総額）、 R は消費財産出額、 I' は新投資額、 I は（投資財の償却費を含む）投資額、 S は貯蓄額をそれぞれ表わしている。したがって、第1基本方程式は、消費財の物価水準が、産出額単位当たりの貨幣支出（または生産費）の変化につれて変動するか、もしくは消費財単位当たりの新投資額と貯蓄額との差に従って変動するかのいずれかであることを示している。また第2基本方程式は、総合物価指数が産出額単位当たりの貨幣支出額（または生産費）の変化によって変動するか、もしくは産出物単位当たりの投資額と貯蓄額との差に従って変動するかのいずれかであることを示している。

これら2つの基本方程式の中では、貨幣数量 M による物価水準に対する影響について述べられていなかった。この点が、旧来の貨幣数量式と著しく違う点であった。しかし、貨幣経済の均衡状態、すなわち貨幣支出額（または生産費）に変化がなく、しかも投資額が貯蓄額に等しくなるような均衡状態の下で、何らかの理由で産業的流通のための貨幣量または貨幣の流通速度が変化するとき、消費者物価と総合物価指数は変化する。このような変化は、例えば新鉱山が開発され貴金属の供給量が増えるとき、または政府の不換紙幣が突然に増加するときを引き起こされるかもしれない。そのような貨幣的要因の変化を考慮するとき、上の2つの基本方程式は、次のように書き換えられる。

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I'-S}{R} + \frac{M_1 V_1}{O} \quad (1)$$

$$\pi = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{O} + \frac{M_1 V_1}{O} \quad (2)$$

これらの式の中で追加されている M_1 は貨幣の産業的流通額を、また V_1 はその貨幣の流通速度を表わす。したがって、消費者物価水準と総合物価水準は、2

つの基本方程式の第1項と第2項に変化がない限り、貨幣の産業的流通量またはその流通速度の変化につれて変化する。ところで貨幣の産業的流通量は、証券市場における投機や貯蓄預金に投じられる貨幣の金融的流通の変化によって攪乱される。それは、また証券市場における投機家たちの強気（または弱気）によっても間接的な影響を受ける。このような物価変動の貨幣的要因については、『貨幣論Ⅱ』の第6編の中で詳しく検討されている。

3. 信用循環の要因

以上のような基本方程式に従って、信用循環の要因が分析された。ところで、貨幣経済の変動要因に関しては、『貨幣論Ⅰ』の第4編「物価水準の動態」の中に詳しい分析があった。また、これとは別に『貨幣論Ⅱ』の第5編と第6編においても、貨幣経済の変動について考察されていた。これら3つの編における経済変動に関する分析の違いについて、厳密に区別することは難しいが、第4編はケインズが想定する貨幣的均衡の周辺を振動する信用経済の循環的変動（credit cycle）について「定性的に」分析していたのに対して、第5編と第6編においては、ある歴史的時代に経験された貨幣経済の歴史的傾向（historical trend）に関する「定量的な」分析がなされていた、と理解することができる。

したがって、『貨幣論』を「金融史理論」として読むという目標からすると、『貨幣論Ⅱ』の第6編第30章「歴史的例証」へと直ちに進んでよいのかもしれないが、信用経済の循環的な振動に関する分析が「歴史的例証」を理解するための標準にされていたので、まず信用循環の定性的分析から検討しよう。

3-1. 投資財物価水準の変動

信用循環を引き起こす要因として、最も重視された要因は、投資財の物価水準の変動であった。古典的な貨幣経済の分析においては、何よりも貨幣数量の変化が最も重視されていた。しかし、『貨幣論』においては、貨幣数量の変化は第2次的な要因にすぎなかった。これに代わって、信用循環を引き起こす第1次的な要因にされていたのは、貯蓄額を上回る投資額の変動であった。

2つの基本方程式の中で、投資財価格の変動要因は、右辺の第2項において示されていた。すなわち、消費財もしくは全生産物の単位当たりの新投資額が貯蓄額を上回る程度に応じて、消費財および全産出物の物価水準は高くなる。反対に、投資額の増加が貯蓄額を下回るにしたがって、投資財の物価水準だけでなく、消費財と全産出物の価格水準は低くなる。基本方程式から引き出される物価の最も重要な変動要因は、このように貯蓄を上回る（または下回る）投資総額の変動の中に求められた。

3-2. 銀行利子率の作用様式

そして、投資財の物価水準に対して最も重要な影響を与えるのが、銀行利子率の作用であった。実物的な変数である投資財価格の変動に対して、貨幣的な変数である銀行利子率の影響を指摘した点で、ケインズは、貨幣経済学の画期的な第1歩を踏み出した。

一方、ケインズに先立って、ホートレイ (Hawtrey) は、景気循環に対する銀行利子率の影響について論じていた。1820年代から1920年代に至るほぼ百年間には、銀行の利子率政策が経済変動に対して最も重要な要因を与えていた。銀行は、物価が上昇しすぎるのを防ぐために貸し付け利子率を引き上げて、企業の在庫保有量を減らし、反対に物価が下落する不況期には、利子率を引き下げて企業に対して在庫保有量を増やすことを促す。そのような金利政策によって中央銀行は、物価の行き過ぎた上昇または下落を食い止めようとしてきた。ホートレイは、このような物価安定のための中央銀行の利子率政策の作用について、ケインズに先立って、分析していた⁶。

しかし、ケインズによれば、ホートレイのこのような信用循環の説明は、企業の在庫保有に関する持越し費用の存在を考えると疑わしくなる。たとえば、物価が低落するときに利子率を引き下げて企業の在庫保有を増やして物価を回復しようとしても、企業家にとっては在庫を持ち越し費用が高いために、その効果は

⁶ ホートレイは、企業の在庫保有に影響を与える短期利子率の影響について、主として分析した。この点については、Hawtrey (1932) Chapter XII, pp.379-84. を参照。また、ケインズとの論争については、小畑 (2007) pp.189-94. を参照。

なかなか現れない。だから、銀行利率の操作によって企業の在庫保有を変化させ、信用循環を平準化しようとする政策はうまくいかない⁷。

これに対して、投資財に対する投資は、将来の利益に対する予想によって左右されるため、また銀行借入その他の資金調達を必要にするため、銀行利率やその他の金融市場の利率の変化によって影響を受ける。銀行利率が低くなれば、借入資金によって事業を拡大することが有利になるために、企業は投資を活発にするであろう。これに対して銀行利率が高いときには、企業は借り入れによってまで事業を拡大することに利益を見出さない。こうして、銀行利率は、事業家の投資活動に対して、重要な影響を与える。このような企業活動の変化は、信用循環を引き起こす最大の要因となるであろう⁸。

3-3. 銀行利率と自然利率：ウィクセル・コネクション

以上のような物価変動と、それに及ぼす投資水準の変化に対する銀行利率の影響に関するケインズの見解に対して、『貨幣論』の時点で最も強い影響を与えたのは、スウェーデンのウィクセル（Wicksell）の貨幣と利子に関する研究であった。ウィクセルは、19世紀末のデフレーションの原因を貨幣量の減少にではなく、自然利率に比べて市場利率が高すぎたことに求めていた⁹。

ここで、自然利率とは、社会全体の投資額と貯蓄額を等しくするような均衡利率のことである。ウィクセルは、物価の変動要因を貨幣数量の変動に求めずに信用量の変化のうちに求めた。信用を需要する主体は主として企業であり、その企業は利率が低いほど、銀行から借入をして事業を拡大しようとするだろう。したがって市場利率が低ければ、それだけ企業投資のための信用需要は大きくなる。

これに対して、信用を供給する主体は、銀行もしくは銀行に資金を預ける家計

⁷ ケインズのホートレイに対する批判については、『一般理論』の第7章の2を見よ。See Keynes (1936) pp.74-77.

⁸ ここで、ケインズは、信用循環に及ぼす長期利率の影響を最も重視していたとすることができる。

⁹ ウィクセルの自然利率については、Wicksell (1965) Chapter 8, 9, pp.102-34. を参照。

である。銀行または預金者は、企業家とは反対に利率が高いほど、彼らの貯蓄資金を進んで提供しようとするだろう。こうして、信用の需要と供給、したがって企業の投資額と家計の貯蓄額とが等しくなるところで信用市場は均衡する。このような均衡において成立する利率のことを、ケインズは、ウィクセルにならって「自然利率」と呼んだ¹⁰。

信用循環を引き起こす物価の変動は、産出量1単位当たりの投資額と貯蓄額の差によって変動するのだから、投資額と貯蓄額とを等しくする自然利率が成立している限り、物価の変動や信用循環は発生しない。これに対して、市場利率が自然利率を下回る限り、投資額は貯蓄額を上回り、物価は上昇するだろう。これとは反対に、市場利率が自然利率を上回るならば、投資額は減少し、物価は低下するだろう。

他方で、銀行の利率政策は、1844年のピール条令までは、高利制限法によって硬直的に固定されてきた。銀行利率をできるだけ自然利率に近い水準に維持することによって、物価の変動と信用循環を平準化する必要がある。このような「銀行利率の原理」については、後に中央銀行による貨幣管理を問題にするときに再び中心的な研究テーマになる¹¹。

3-4. 物価水準と信用循環の要因分析

こうして、われわれは物価水準の変動と、それに従う信用循環の要因を次の3点に要約することができるようになった。ケインズのインフレーションとデフレーションという物価水準の変動に関する区別は、信用循環における好況と不況の区別とほぼ同じ意味であった。すなわち、物価の上昇は好況を引き起こし、物価の下落は不況の兆候そのものであった。そして、そのような物価と景気の変動要因は、次の3点に要約される。

- 1) 貨幣的要因——物価変動と信用循環を引き起こす要因の一つは、貨幣量の

¹⁰ ケインズ『貨幣論』に対するウィクセルの影響については、平井（2003）第3章「ヴィクセル・コネクション」pp.81-130.を参照。

¹¹ 銀行の利率政策と市場利率、自然利率の時系列的な関係の変化に関する研究は、『貨幣論』から『一般理論』へと移行するときの中心的な課題になる。

変動の中に求められる。もし中央銀行の貨幣供給が硬直的であって、経済活動の長期的なトレンドに応じた産業的流通と金融的流通の貨幣需要を満たせないか、もしくは、反対に過剰な貨幣を供給したままにしておくとするならば、その結果として、物価の変動が引き起こされる。金鉱山の開拓や政府の不換紙幣の不釣り合いな増発がなくても、貨幣の産業的流通と金融的流通の必要に対して貨幣当局が貨幣供給を弾力的に変化させることに失敗するならば、インフレーションまたはデフレーションが生じるであろう。

とくに、利子率の変動に伴う証券価格の変化は、投機家たちの「強気」または「弱気」を呼び起こし、金融的流通を変化させ、そのことによって産業的流通が変化し、物価水準と信用循環とに影響を与える。

- 2) **投資要因**——市場利子率が自然利子率から離れるにしたがって、投資額は変動し、比較的安定した貯蓄額との差が広がる。その結果、物価と信用循環の変化が引き起こされる。また、利子率の変化は、外国の利子率との比較において、外国への貸し付けまたは外国からの借り入れの変化を通じて、信用循環に影響を及ぼす。ケインズは、このような国際的な要因についても、投資要因の一部に含めて分析していた。
- 3) **産業的要因の変化**——投資要因による物価と信用循環の変化は、經常産出物の生産費にも影響を与え、基本方程式の第1項に示される能率収入率を変化させ、物価と信用循環の変化を引き起こす。このような要因による物価と信用循環の変化は、所得インフレーションまたは所得デフレーションと呼ばれた。

以上のように信用循環の変動要因は、1) **貨幣的要因**、すなわち銀行をはじめとする金融機関の貸出などの資産運用の動態が貨幣経済に対して影響を与える要因と、2) **投資的要因**、すなわち投資需要が信用循環を引き起こす要因と、3) **産業的要因**、すなわち能率収入率の変化による生産費の変化によって、諸物価と景気変動するという3つの要因に要約された。

4. 標準的な信用循環

そして、信用循環は、標準的には以下のような3つないし4つの局面を順々にたどるとされた。

第1の局面（**回復局面**）では、新しい資本設備からなる固定資本への投資が始まる。この過程は、まだ産出量の増加が見られない拡張の準備過程である。第2局面（**活況局面**）では、生産は順調に拡大し経営資本が増加し、それに伴って産出量と雇用量が比例的に増加する。第3局面（**後退局面**）では、所得の増加に伴って、消費財の生産が増加し、賃金が上昇し、所得インフレーションが始まる。生産費が利潤よりも早く上昇するようになると、信用循環は後退局面に入る。ケインズは、このような後退局面を「崩壊」の局面として一括して論じていたが、われわれは、この最後の「崩壊」の過程を景気の**後退**（Recession）と**不況**（Depression）の2つの局面に分けて検討する。

以上のような信用循環のそれぞれの局面について、もう少し詳しく見てみよう。戦争や、地理上の発見などによる外部からの刺激がない限り、信用循環は、以下のような標準的な過程を繰り返すものと想定された。

4-1. 信用循環の第1局面：回復局面 Recovery

信用循環の第1局面は、それに先立つ不況またはデフレーションからの回復過程として現れる。諸物価が停滞する中で、企業者たちが何らかの新しい投資によって利益を上げることが期待できるようになったとしよう。そのような投資機会は、かつては蒸気機関の発明またはその応用、電気の利用などの技術革新や人口の増大に伴う有効需要の拡大などによって与えられてきた。また不況下の利子率の低下や過小投資なども回復に有利に働いたかもしれない。

いずれにしても、景気の回復過程は、投資額の増大や消費財需要の回復によって始まる。企業家は、将来の需要の拡大を予想して、経常投資を増加させる。また新しい技術を備えた固定資本の建設も始まるかもしれない。それまで失業していた労働者は徐々に再雇用され、新規の雇用も増え始める。消費需要の回復に

伴って、消費財価格が上昇する。しかし、生産の回復に伴って、消費財の供給も増えるから、利潤インフレは、所得インフレをまだ引き起こさない。

4-2. 信用循環の第2局面：活況局面 Prosperity

信用循環の第1局面は、特定の企業者が利潤の増大に乗じて、特定の部門への投資を拡大させることから引き起こされる。これに対して、第2局面では、多かれ少なかれ、すべての部門での投資の増大が始まる。投資財産だけでなく、消費財産においても経常投資が増大し、商品価格は全般的に上昇する（商品または資本インフレーション）。物価の上昇は、企業家たちに「意外の利潤」を与え、彼らは、そのような利潤の増大に乗じて、将来の利潤のさらなる拡大を予想して、技術革新を伴う新しい事業に対しても積極的に乗り出していく。このような利潤インフレーションの過程は、「活況（Prosperity）」と呼ぶにふさわしい。

他方で、一般的な活況とともに雇用も拡大する。特定の専門的な雇用において労働賃金の上昇が始まり、熟練労働の不足に悩まされるようになる。また一般的な労働市場において労働不足が発生し、貨幣賃金が引き上げられる。諸物価の上昇と貨幣賃金の上昇との関係によっては、生産費の全般的な値上がりにまで発展する所得インフレーションが引き起こされるかもしれない。

4-3. 信用循環の第3局面：後退局面 Recession

第1局面が資本財の生産増加によって生じる場合には、資本財の産出が続く限り投資財価格の値上がりが続く。しかし、消費財価格の値上がりによって消費財生産が刺激される第2局面に入ると、消費財供給の増加に伴い、売れ残り在庫も生じるようになる。賃金の全般的な上昇に伴う所得インフレーションによって、生産費が値上がりすると、商品価格の動向との関係で、一般的には利潤を期待することはできなくなる。その結果、信用循環は第3の局面、すなわち後退局面（Recession）に入る。

この後退局面では、一部の企業の期待は裏切られ、意外の利潤ではなく、今度は「意外の損失」が一部の企業において発生する。全般的な活況は終わり、利潤インフレーションではなく、むしろ利潤デフレーションが進行し始める。

4-4. 信用循環の第4局面：不況局面 Depression

ケインズは、信用循環の第4局面を第3局面からはっきりとは区別していなかったが、われわれは、これらの2つの局面の違いをはっきりさせるために、第4の局面、すなわち景気が単なる後退から、企業の倒産や金融機関の支払い不能を伴う全般的な不況へと向かう局面を区別して取り扱う¹²。

信用循環の第1局面と第2局面とが利潤インフレーションによって引き起こされ、また第2局面が消費財産業の活況による商品インフレーションに発展したのに対して、第3局面は所得インフレーションの進行に伴って、「意外の損失」が一部で発生することによって区別される。それらに対して、第4局面では、利潤デフレーションが全般的に進行し、一般的な物価水準が下落し、投資と雇用が縮小する。

不況局面の最も顕著な特徴は、企業の倒産と金融機関の支払不能と不良資産が多く分野で発生することである。このような過程は、銀行利子率と金融資産価格の動向と密接に関係するので、銀行利子率による投資管理について研究する『貨幣論Ⅱ』の分析を待たなければならない。『貨幣論Ⅰ』第4編の信用循環の分析では、主として、インフレーションまたはデフレーションによって信用循環が繰り返される過程が分析されていた。1930年に始まる不況が単なる信用循環の「後退局面」とどまらない世界大不況に発展したことが、雇用問題という主題の転換とともに、『貨幣論』から『一般理論』への発展を促したことについては、後程検討する。

4-5. 国際的不均衡による信用循環の増幅または修正

以上で見てきたような標準的な信用循環は、開放経済における国際収支の変動や為替市場の動向を考慮するとき、これまでとは違った側面から不均衡を増幅または修正する役割を果たす。それは、国内と外国の物価水準が経常収支 B に影響を与える側面と、国内と外国の利子率の相対的な関係が資本収支 L に影響を与える側面との2つの側面から分析される。古典的な物価・正貨フロー・メカニズム (price-species-flow mechanism) は、このうち主として経常収支に対する

¹² 景気循環をこのように4つの局面に分類したのは、Schumpeter と Mitchel の景気循環論である。Robertson (1950) pp.1-19, 43-60. を参照。

相対価格の影響だけを分析していた。これに対してケインズは、資本収支に与える国際的な相対利子率の変化の要因を重視する。

最初に、均衡の攪乱が、もっぱら外国での物価の変化、たとえば外国の物価が下落する場合について検討してみよう。この場合には、対外経常差額 B が減少し、相対利子率が一定だとすると、資本収支の差額 L が対外経常収支の差額 B を上回り、この国は支払い超過に陥り、金が外国に流出する。他方で、金準備の減少またはその恐れは、国内の貨幣政策の変化を引き起こす。中央銀行は、銀行利子率を引き上げて、対外貸付を抑制し、金の流出を防ごうとする。

これに対して、均衡の攪乱が外国利子率の変化、例えば外国利子率の引き上げによって引き起こされる場合には、対外貸付によって資本収支 L はプラスの方向に増加し、経常収支を上回るようになる。この場合にも、金は外国に流出するため、中央銀行は、この場合にも利子率を引き上げて、これを防ごうとする。その結果、国内投資と外国への貸し付けは、ともに抑制され、国内の貯蓄が投資を上回る結果、国内の物価と為替相場は下落する。従来の生産費によっては、国内の企業は損失を出すため、企業は賃金を引き下げてこれに対応しようとする。賃金所得の減少は所得デフレーションを誘発し、国内物価の下落は、対外相対価格を下落させ経常収支を元の水準に引き戻すかもしれない。しかし、このような賃金と物価による調整は、利子率の変化に比べて、より長い時間を必要とする。

このように、国際的な資金移動を考慮するとき、信用循環の分析は、より複雑になる。なぜならば、リカードの分析が考慮しなかった国内利子率と外国利子率の変化が資本収支に対して与える影響を考慮しなければならないし、また中央銀行の利子率政策の動向が複雑な仮定を持ち込むからである。

また、各国経済の発展段階の違いを考慮するとき、国際収支の不均衡の調整はさらに難しくなる。すでに成熟した経済を持つ国では、人口の増加は停滞し始めており、また国内投資が貯蓄を吸収しつくすため利子率はかなり低くなる傾向がある。これに対して、発展途上国では、高い利子率が維持されており、また初期の開発途上の困難を克服したのちには、貸し手リスクもまた低下している。その結果、成熟した国の貯蓄は、新興国の投資へと貸し出されるようになるかもしれない。他方で、生産費を引き下げる輸送の革新によって、輸出は促進されるため、

経常収支は維持される。外国への貸し付け超過が輸出超過を上回る結果、金が外国へと流出し、銀行利利率が引き上げられるため、たとえばイギリスのような先進国では国内投資の停滞から失業が慢性化してしまう。

国際的な信用循環を国内の循環と連絡するためには、外国への貸し付けと経常収支における輸出超過とが、国内投資と同じような効果を持ち、反対に、外国からの借り入れと経常収支における輸入超過とが、国内の貯蓄超過と同じような効果を持つと考えることが便利である。ただし、国際収支の不均衡は、国際金本位制の下では、金の流出入を引き起こす点を考慮しなければならない。そのような金の移動を防ぐために、外国の利利率との関係で国内の銀行利利率を変更させるような金融政策がとられ、その結果、信用循環は影響を受ける。

このように、貿易収支と資本収支の不均衡によって、国際収支に不均衡が現れると、その結果は外国為替レートの変動と金の移動を誘発する。外国為替レートの変動は、外国の物価と国内の物価の関係と、外国の利利率と国内の利利率の関係とによって、国内の信用循環にも影響を与える。このような信用循環の国際収支の不均衡による修正もしくは増幅の過程は、貿易収支の均衡だけを仮定した場合よりも複雑な過程の分析を必要とする。このような国際収支の不均衡を調整する過程は、銀行制度による貨幣政策と利利率政策との関係について後に議論する『貨幣論Ⅱ』の第7編の分析によって、はじめて十分に明らかにすることができる。

5. 『貨幣論Ⅱ 貨幣の応用理論』の検討

さて、以上のような『貨幣論Ⅰ』の定性分析を踏まえて、いよいよ『貨幣論Ⅱ 貨幣の応用理論』の定量的分析の検討に入ろう。ただし、その内容を詳しく検討すると、Ⅰ巻とⅡ巻の間には、単にそれだけでなく、もっといろいろな差異があることが分かってくる。『貨幣論Ⅰ』では、貨幣経済の静学的均衡について分析されていたのに対して、『貨幣論Ⅱ』では、その動学的分析が目指されていた。また、貨幣制度の単なる均衡についてだけでなく、貨幣経済の一つの均衡から、もう一つ別の均衡へと「移行する」不均衡の均衡化の過程についても考察されていた。そして、何よりも重要なことは、『貨幣論Ⅱ』が貨幣経済の動態に関する

歴史的例証を伴っていたことである。その意味で『貨幣論Ⅱ』は、まさに「**金融史理論**」になっていたのである。

このような貨幣経済の歴史を研究するために、やがて明らかになるように、これまでのように産出額や雇用量を一定として、静学的な均衡の周辺の振動だけを問題にするだけでは不十分になってくる。信用経済の均衡の近傍における単なる振動として信用循環を捉えるのではなく、物価だけでなく産出量や雇用量などの変動を伴う不均衡な過程を通じた経済変動についても問題にしなければならない。

このような貨幣経済の変動過程をすべて究明するためには、基本方程式で表現されるような社会会計表の各項目の計算貨幣による測定だけでは足りず、時間とともに変化する**利率の長期的な傾向**についても検討しなければならない。さらに産出量や雇用量の変動を伴う投資水準を決める要因についても探求しなければならない。このような問題群を取り扱うために、単に貨幣理論だけでなく、貨幣経済にふさわしい資本理論をも用意しなければならなくなる。こうして、貨幣の問題は、投資と利率に関する理論を通じて、**資本理論**へと自然と発展していかなければならないのであった。

5-1. 『貨幣論Ⅱ』の構成

『貨幣論Ⅱ』は3つの編から構成されていた。第5編「貨幣的要因とその変動」では、イギリスとアメリカの銀行の資産運用について定量的に分析されていた。そこでは銀行資産における銀行貨幣とその他の資産との間に慣習的に維持されてきた比例的関係について分析されていた。

第6編「投資率とその変動」では、投資によって促進される資本蓄積に関して、固定資本、経営資本、流動資本という3種類の資本の変動について分析されていた。第5編の信用循環の分析が貨幣経済の均衡の周辺をめぐる振動に関する分析であったのに対して、ここでは、長期的な「移行」の基準として資本の測定について論じられていた。そして、投資率の変動が経済成長の長期的な傾向（Trend）の変移を促す過程が分析され、それに関連する歴史的例証が挙げられて、貨幣経済の変動要因について、さらに具体的に分析されていた。

第7編「貨幣管理」では、以上の分析から明らかとなる貨幣経済の歴史的な「移

行」の過程にふさわしい貨幣政策について議論された。第4編で主に取り扱われていたのが信用循環を平準化させるための反循環的（counter-cyclical）な貨幣政策であったのに対して、この第7編では、貨幣制度の「移行」を促進するための、より積極的な貨幣制度の改革についても議論されていた。そして、そのような議論を踏まえて、国際金本位制に代わる国際通貨制度について、各国中央銀行を統制する超国家的な銀行の設立案が提案されていた。このようなケインズの提案は、第2次世界大戦後のブレトン・ウッズ（Breton Woods）会議に向けて作成された歴史的意義をもつ国際通貨制度改革に関する原案となっていたのである。

5-2. 銀行の流動性管理と貸借対照表の均衡

『貨幣論Ⅱ』の5編「貨幣的変動とその要因」においては、先に述べられた貨幣経済の変動要因のうちの最初の「貨幣的要因」について、さらに詳しく分析されていた。2つの基本方程式(1)と(2)の右辺第3項 $\frac{M_1 V_1}{O}$ によれば、消費者物価および総合物価は、貨幣の産業的流通量に依存して変動することが明らかにされていた。しかし、第1次大戦中および戦後のインフレーションの期間中の物価変動は、いかなる貨幣量の産出高に対する比率の変化にも一致していなかった。それでは、この期間の物価変動は、一体何によって説明されるのか。この問いに答えることが、この第5編と次の第6編の課題であった。

第5編では、旧来からの貨幣数量説だけでなく、ケインズ自らの基本方程式に対する反証についても検討されなければならない。これらの問題に対して、この第5編では、直接に答えるのではなく、銀行貨幣を含む銀行の資産または負債の運用について、イギリスとアメリカの民間銀行の慣行に即して、分析された。そして、貨幣経済の均衡について、これを新古典派の市場一般の均衡と区別された銀行の「貸借対照表の均衡」として提示することが試みられた¹³。

¹³ この「貸借対照表の均衡」という概念は、流動性と収益性の基準に基づいて銀行の貸借対照表を参考として設定された概念として、ケインズの分析を引き継いで、後年ヒックスの貨幣理論の中に取り入れられた均衡概念である。この流動性と収益性との関係は、後の資産選択論において、リスクとリターンの双対的な関係へと発展する。ヒックスの貸借対照表の均衡については、Hicks (1967b) pp.38-41. を参照。

ケインズの「貸借対照表の均衡」のあらましを説明すれば次のとおりである。まず、銀行の負債側を見ると、その項目は主として銀行貨幣、すなわち預金によって構成されている。貨幣の本質は、先に見たように「計算貨幣」として機能することにあったから、鑄貨もしくは国家貨幣でなくとも、銀行による債務の承認証書である銀行預金によってもその役割を果たすことができる。そして、その銀行預金は、産業的流通を媒介する所得預金や営業預金だけでなく、金融的流通を仲介する貯蓄預金によっても構成される。

他方で、銀行の資産は、現金だけでなく、様々な短期証券や長期債券、顧客に対する貸し付け、政府証券、さらに株式などの多様な資産から構成されている。銀行は、これらの資産や預金の数量を管理していると、一般に認識されているかもしれないが、実際にはそうではない。銀行は、自らの債務である銀行貨幣と国家貨幣と鑄貨からなる現金の「量」を直接に管理し、調節するのではなく、資産の収益性と流動性を基準として大まかに分類された資産の分類項目の間の構成比率を一定に保つことをその資産管理の標準にしている。

ケインズは、銀行の貨幣および資産管理について、次のように述べている。これまでにも何回か引用した箇所ではあるが、重要な箇所なので前後の文脈を含めて以下に引用しよう。

「…銀行業者たちが、通常の場合決定しつつあることは、総額でどれだけ貸出しをするかではなく——それは主として、その準備の状態の如何により、彼らにとっては決定されている——、どのような形で貸出しするか——その資金を、彼らの入手できる種々の種類の投資の間に、どのような割合で配分するかである。大まかにいえば、選ばれるものとしては、三つの種類——（一）為替手形および貨幣市場へのコール・ローン、（二）証券投資、（三）顧客への貸し出し——がある。一般に、顧客に対する貸し出しは証券投資よりも収益性が高く、そして証券投資は、手形割引およびコール・ローンよりも収益性が高いが、しかしこの順序は不変ではない。逆に手形割引およびコール・ローンは、証券投資よりも「流動的」、すなわち短い予告で、損失なしにいつでも確実に換金可能であり、そして証券投資は、貸出しよりもいつでも「流動的」である。したがって、銀行家は、あるこ

とをそれとは全く別のことと比較考量するという、決して終結することのない問題に直面しており、その資金をこの三つの種目の間に配分する割合は大幅な変動を受け、そして彼らは、その方針を決定するに際して、以上に述べたような様々な考慮すべき事柄によって左右されているのである。例えば、彼らが、投機的な動きやあるいは景気の過熱が危険な局面に達しつつあるかもしれないと感ずる場合には、彼らは、その比較的流動性の低い資産の裏づけとなっている担保をまえよりも批判的な眼で吟味し、そして、彼らにとって可能なかぎり、いっそう流動的な資産構成に移ろうと試みる。これと反対に銀行が、基準に合っており、また望ましいと考えるような貸出しに対して、その貸出先顧客からの需要が増加する場合には、かれらは、その証券投資とそして恐らくはその手形割引とを減少させることによって、これらの需要に応じようと全力を尽くすのであるが、一方、もし貸出しに対する需要が低下しつつある場合には、彼らは、それによって解放される資金を用いて、再びその投資を増加させるのである。」(Keynes, 1930b, pp.59-60. 邦訳 pp.66-67. 強調は引用者による)。

以上のように、ケインズは、銀行の資産管理の方針、すなわち銀行の貸借対照表を適切な構成に保つような政策について述べていた。これは、後年、ヒックスによって、「貸借対照表の均衡」という概念によって表現されるようになった銀行の資産管理の方法であった。

銀行は、貸出などの数量を直接に管理するのではない。銀行の貸出は、顧客の預金創造によって増加するから、銀行は、預金の数量を管理しているように思われるかもしれないが、そのようなことはできない。銀行預金の量は、公衆の預金の預け入れによって受動的に決定されている。銀行は、貸出や預金の量を調節して、物価や景気の変動を引き起こすというよりも、物価や景気の変動に順応しながら、むしろ貸借対照表の資産側の項目の構成を適切な比率に保とうとしているのである。

たとえば、物価が上昇する好況期には、貸出しが増加するので、流動性の高い手形やコール・ローンの比率は、貸し出しの比率に比べて低下する。しかし、これによって流動的資産の比率が余りに低下すると、銀行は先行きに危険を感じ、

貸出しを制限し、流動的な資産の保有を増やそうとする。なぜならば、これらの短期金融資産は、銀行にとって現金や中央銀行預け金に次ぐ第2の準備資産として機能するからだ。銀行は、預金の引き出しなどに伴う支払い不能に陥る危険を避けるために、このような準備資産の保有を常に一定の水準に保とうとする。

反対に、物価が停滞する不況期には貸出しの比率は低下し、流動資産の比率は上昇するが、景気が回復し、先行きに希望が持てるときには、収益性の高い貸出しや証券投資を積極的に増やそうとする。その結果、短期の準備資産の比率は減少して元の適正な水準に戻っていく。

このように、銀行は、収益性（リターン）と危険（リスク）という2つの観点から、物価と景気の変動に対応して、資産の組み合わせを適切な比率に保とうとしている。その結果、銀行の資産と負債の構成、特に流動性の高い資産の割合は、物価と景気の変動を通じて一定に保たれる傾向がある。このような銀行の貨幣経済における行動を前提として、中央銀行の貨幣管理政策が遂行されるが、この点については後続する論文において検討する。

5-3. ヒックスの貸借対照表の均衡と流動性の理論

ヒックスは、以上のような銀行の資産構成に関するケインズの叙述からヒントを得て、彼自身の流動性の一般理論と貸借対照表の均衡理論を導き出した¹⁴。

まず、貨幣の定義は、ケインズの銀行貨幣（預金）だけでなく、様々な銀行の流動的資産にまで広げられた。というのも、銀行の流動的資産は、購買力に転化される速度と確実性に基づいて、銀行貨幣と同じような機能を果たすからである。ここで「流動性（Liquidity）」というのは、特定の資産が購買力に置きかわることのできる容易さや速度を示す尺度のことを指している¹⁵。

銀行の資産が購買力に転化される容易さについては、それぞれの資産の項目ご

¹⁴ Hicks (1967) 3. The Two Triads Lecture III, 4. A Suggestion for Simplifying the Theory of Money, pp.38-60, 61-82.

¹⁵ 流動性とは、貨幣その他の特定の金融資産に限定されることなく、すべての資産の市場性（換金性）の度合いの尺度である。このような流動性概念については、拙著 Obata (2019) pp.85-100. において明らかにされている。

とに異なっている。現金や中央銀行預金は、即座に購買力に転化することができるので、現金（国家貨幣）として機能する。また、財務省短期証券（TB）も短期（3か月以内）に購買力に転化することができるので、銀行の預金債務に対する第2線準備として保有される。さらに、銀行の短期貸し付けについても、その信用度に応じて、短期間に返済することができるならば、流動性は高くなる。しかし、長期貸付については、その収益性は高いが、流動性は低くなる。このように銀行は、購買力への転換のしやすさ、すなわち流動性の異なる様々な資産を保有し、運用している。このような銀行資産の特徴を捉えて、ヒックスは、これを「**流動性のスペクトル**」と呼んだ。現代では、国家貨幣やケインズの定義する銀行貨幣にとどまらず、流動性のスペクトルを構成する様々な金融負債や金融資産が貨幣に準じる一般的購買力的手段として機能するようになっている。

銀行は、以上のような流動性と収益性とを基準にして、短期に購買力に転化できる資産から、収益性は高いが流動性の劣る資産までの様々な資産を持ち、それらの資産の間に一定の比率を保つように管理している。

そのような銀行の資産構成と預金負債の均衡について、次のような銀行の典型的な貸借対照表を作成して例証してみよう。ただし、この貸借対照表は、ふつうは縦書きに列挙される資産と負債の表について、これらの資産（負債）の保有期間に対応する時間軸のスペクトル状に描いている。

表1 銀行の貸借対照表

保有時間	←—— 短期 —— 中期 —— 長期 ——→							
負債	所得（要求払）預金		営業（当座）預金		貯蓄（定期）預金		資本	
資産	現金	中央銀行預金	TB	手形	短期貸付	債券	長期貸付	其他証券

ここで、上の段には、所得預金、営業預金、貯蓄預金という順序に銀行貨幣が負債側に記載されている。下段には、銀行のさまざまな資産の項目が記載されている。この表の2つの行の左に行くほど、そこに記載されている資産項目の流動性は高くなるが、収益性は低くなる。反対に右に行くほど資産の収益性は高いが、流動性は低い。銀行の各資産は、できるだけ預金負債の保有期間と対応させるこ

とが銀行行動の準則にされてきた。そして正常な場合には、下段の銀行の資産総額のほうが、上段の預金負債の総額よりも大きくなる。これらの資産総額と負債総額の差は、この銀行の「資本」を構成する。

このように、銀行は、流動性と収益性という2つの基準によって資産側と負債側に記載される各種の資産額の間構成比率を適切に管理するように努めてきた。また、資産総額と負債総額との差額によって計算される「資本」の大きさを適切な水準に保つようにしてきた。このような銀行の資産管理の政策は、ヒックスによって「**貸借対照表の均衡**」と呼ばれた。これは、イギリスの商業銀行の伝統的な資産管理の政策である。銀行は、このような貸借対照表の均衡を保つことによって、資産の流動性と収益性とのバランスを適切に維持しようとしてきたのである¹⁶。

6. 投資率の変動要因

貨幣経済の変動要因として、貨幣的要因の次に検討されていたのは、投資率の変動要因についてであった。ケインズは、ここで3つの種類の「資本」分類に対する投資について検討していた。すなわち、固定資本と経営資本と流動資本の3つの種類の「資本」に対する投資の変動要因について検討した。

このうちの経営資本 (working capital) は、ケインズ独自の資本概念であり、それまで一般的に採用されてきた広義の流動資本という概念からは区別される。これは生産過程を継続させるために継続的に投下される財および労働サービス (work in progress) からなり、雇用の大きさと密接な関係をもって運動する資本概念であった。

以下では、この経営資本を含めて、これら3種類の資本に対する投資が貨幣経済の変動に対して如何なる関連を持つかについて検討しよう。

¹⁶ 流動性とは、貨幣その他の特定の金融資産に限定されることなく、すべての資産の市場性(換金性)の度合いの尺度である。このような流動性概念については、Obata (2019) pp.85-100. において明らかにされている。

6-1. 固定資本の変動要因

固定資本は、いうまでもなく機械や設備、工場施設や建物などへの投資によって積極的に増加するが、ケインズは、この固定資本投資の変動についてシュンペーターの説明を無条件に承認していた。そして、シュンペーターの見解を要約したミッチェル (Mitchell, Wesley) の次のような文章を引用した。

「比較的少数の例外的に精力的な実業家たちにより、時おりなされる革新——科学的発見や機械の発明の実際への応用、新しい形態の産業組織および商業組織の展開、未知の生産物の導入、新市場の征服、新資源の開発、交易経路の転換、等々——である。この種の変化が大きな規模を持って行われるときには、それは、型にはまった実業家の大部分によってその計画の基礎とされたような予見を変化させる。しかし、少数の豊かな天分に恵まれた個人が成功をかちえたときには、その実例が、模倣者の一群に対して進路を容易にする。このようにして、ひとたび革新が始められれば、その波は勢いを増してくる。」(Keynes, 1930b, pp.85-86 (邦訳Ⅱ p.96), Mitchell, 1952, p.211)

以上のようなシュンペーター・ミッチェルの「革新」に関する見解に対して、ケインズは、貨幣経済において最も重要な次の1点だけを付け加えていた。すなわち、企業家たちの革新が実行に移される速度は、銀行家たちがそのような革新に対して、適切な一定の利子費用をもって、どの程度好意を持って融資することができるかということに掛かっているという1点であった。

このように固定資本への革新的な投資は、銀行組織が信用需要に好意的に対応する場合にのみ持続可能である。このような観点から、革新 (innovation) は、貨幣経済学の観点からはあくまでも貨幣的現象として捉えられる。このように革新を貨幣的現象として捉えたことが、ケインズ理論の重要な特徴の一つであった。経済発展を誘導する革新的投資が何らかの金融的な革新なしには持続困難であることについては、この論文においても、やがて歴史的に例証されるであろう。

ケインズは、また信用の量的な膨張についてだけでなく、固定資本投資に対する利子率の重要な役割についても指摘していた。これまでは、利子率が変わらな

いことを前提として、信用の膨張が銀行家の好意に依存することが述べられていたのだが、その上にさらに、利子率の変化によって固定資本に対する投資率が変化することが指摘されていたのである。利子率の変化が積極的に投資率にたいして影響を与えるのは、固定資本を所有することに伴う所得の比率、すなわち固定資本に対する投資の収益率が利子率を上回る場合である。そのような条件の下では、投資の収益率が利子率に等しくなるまで投資の増加は続くであろう。

ミッチェルやツガン・バラノフスキーなどの当時の景気循環論者たちの多くは、固定資本への過剰な投資が原因となって景気循環が起こるのか、それとも貯蓄の増大によって経済発展が始まるのかという論争を繰り返していた。ケインズによれば、貯蓄と投資との間の不均衡は、かかって投資率の変化によるものであった。いいかえれば、経済発展は、貯蓄率の増大によって引き起こされるのではなく、投資率の上昇によって始まる。この点についても、歴史的例証をもってやがて確証されるであろう。

6-2. 経営資本の変動要因

ケインズの資本理論において固定資本よりも重要な役割りを果たしていたのは、経営資本に対する投資の変動要因に関する分析であった。この経営資本 (working capital) については、これまで流動資本 (circulating capital) の中に一括して分類されてきたが、ケインズ『貨幣論Ⅱ』の分析によって、新たに分類し直された。それは、生産過程や製造過程、輸送、販売などの事業の過程中に持続的に繰り返し投入される財貨の集計 (work in progress) からなり、季節変動や景気変動などによる過程の中断に備えて一時的に保有される原料や中間生産物、完成品の在庫からなる狭義の流動資本 (liquid capital) からは区別された。

経営資本は、労働の雇用と密接に関連するので、ケインズの投資と雇用の理論においては、特に重要な役割を果たした。それは、また信用循環とも密接な関連を持つ。経営資本が急激に増加する景気の沈滞からの回復期から活況期にかけて、雇用量もまた増加するが、これとは反対に、不況期には、経営資本と雇用量は、ともに減少する。このように雇用の趨勢は、経営資本の変動に対して最も敏感に対応して変動する。

経営資本の大きさは、また、生産および流通の過程の継続期間の長さによっても左右される。ハイエク（Hayek）に従って、生産と流通の過程を合わせて「投資期間」と呼ぶならば、経営資本の大きさは、初期の投資率と投資期間の長さの積の1/2に等しくなる。ただし、経営資本に関するこの計算は、ハイエクの「資本の三角図式」に従ったものであろうが、やや厳密性を欠いていた。この点については、後年、ヒックスの「新オーストリア資本理論」によって修正されることになる。ちなみにヒックスの資本理論は、資本と時間との関係を重視したオーストリア学派の経営資本に関する理論を固定資本にまで拡張したものであった¹⁷。

ところで、経営資本は、動学的均衡の状態、すなわち賃金率やその他の諸費用が同率で増大する状態において、あたかも回転基金と同じように継続的に再投資される。このように再投資される経営資本に対する追加資金は、完成品の売上代金から回収される「正常な利潤」によって賄われる。古典学派の資本理論において中心的な役割を果たしてきた「賃金基金」の概念は、近代経済学において忘れられてきたが、労働やその他の生産手段を継続的に雇用する経営資本に置き換えられた場合には、「真の賃金基金」を表わす資本概念として復活することになる。

6-3. 流動資本の変動要因

投資率の変動要因の最後に、流動資本（Liquid Capital）について検討されていた。ここで分類される流動資本は、季節変動や景気変動に備えて、一時的に保有される原料や完成品の在庫をすべて含む。この中には、予想外に売れ残った商品在庫も含まれていた。要するに、古典的な「流動資本（Circulating Capital）」から継続的に再投資される経営資本を取り除いた部分が、ここで流動資本として分類し直されていた。

ホートレイは、景気変動に備えて一時的に保有される在庫に対する銀行利率の影響を過大に評価していた。しかし、ケインズによれば、在庫をより多く保有するためには、持越し費用が大きな負担になるので、銀行利率を引き下げたとしても、企業家の在庫保有は容易に増加しないだろう。なぜなら、企業家は、持

¹⁷ Hicks (1973). とくに pp.3-13. を参照.

ち越し費用を考えるならば、たとえ安い利子率であったとしても、銀行借り入れをしてまでより多くの在庫を保有しようとはしないからである。だから、銀行が貸付利子率を引き下げて、企業家の在庫保有を促して、デフレーションからの脱出を図るような政策は、その目的を容易に果たすことはできない。

反対に、インフレーションを恐れて、銀行が利子率を引き上げて、企業家の在庫保有を減らして、物価のそれ以上の上昇を抑える政策も、必ずしもうまくいかない。なぜならば、インフレーションが予想される好況期には、他方で経営資本が増加しているのだから、企業家の保有する流動資本の減少は、経営資本の増加を相殺するまでには至らないからである。いずれの場合にも、銀行利子率の操作による流動資本の調整には限界があるというのが、ケインズの見解であった。

ただし、市場利子率の変化は、先物市場を通じて商品市場に影響を及ぼす。もし銀行の利子率の引き上げによって市場利子率が上昇し、将来の商品価格の値下がりか予想されるならば、先物市場における空売りの増大によって、現物市場の値下がりか引き起されるかもしれない。反対に、銀行利子率の引き下げは、先買いを呼び起こすかもしれない。したがって、先物市場の動きを考慮するならば、企業家による在庫保有は、利子率の影響を受けるということが出来る。ただし、先物市場の動きが現物市場に与える影響については、不確実な要素を無視することはできない。

6-4. ヒックス貨幣・資本理論による継承と発展

以上のようなケインズの資本理論は、後年、ヒックスの貨幣・資本理論によって継承・発展させられた。ここでは、ヒックスの「資本基金説」による資本理論について紹介してみよう。ヒックスの資本理論は、『貨幣論』におけるケインズの資本理論を理解するための参考になる。

ヒックスは、経済学の歴史に現れたそれまでの資本理論を「物質主義」と「基金主義」の2つに分類した。「物質主義」は、資本を機械装置や原料などの物質的な資源に代表させるような理論であり、この理論は、新古典派と呼ばれる経済学者たちによって支持されてきた。これに対して、「基金主義」とは、資本を貨幣などの金融的資源によって代表させる理論であり、会計士の伝統に由来する考

え方である。この「基金主義」は、実物的資本についても計算貨幣によって測定することを基本としてきた。アダム・スミスをはじめとする古典派の経済学者たちは、「基金主義者」に分類される。ヒックスは、ケインズの『一般理論』には「基金主義」の考え方は、わずかにしか見られないとしていたが、『貨幣論』の経営資本に関する理論は「基金主義」によって解釈することができると、私は考えている。

まず、「資本」概念の起源とその本質もまた、貨幣と同じく、歴史的には簿記・会計の計算単位に求めることができる。「資本」という用語は、株式会社の会計概念の発展と切り離すことができない。この用語は、株式会社の経営者とその所有者との間の利害を調整する役割を果たしてきた。株式会社と資本の歴史を振り返るならば、貨幣の起源とその本質を「計算貨幣」の中に求めたケインズの『貨幣論』と、「資本」の起源とその本質を株式会社の会計における計算単位に求めたヒックスの資本理論との間には、ある共通の考え方が認められる¹⁸。

次に、固定資本と経営資本と流動資本の3種類の資本範疇を設けて分析した『貨幣論』の考え方は、貨幣の保有動機を取引動機と予備的動機と投機的動機の3つの種類に分類した『一般理論』の考え方に重なり、これらはまた、実物資産と金融資産の保有の両方について、それぞれ「準備」と「運転」と「投資」の3つの種類に分類したヒックス『貨幣理論』の考え方に符合する。そのような貨幣と資本に関する3分類の間の関係を示せば、次の表2のようになる。

表2 ケインズ・ヒックス貨幣と資本の分類

貨幣	予備動機 precautionary	取引動機 transactions	投機動機 speculative
資本	流動 Liquid	経営 Working	固定 Fixed
金融	準備資産 reserve	運転資産 running	投資資産 investment

¹⁸ イギリスでは、1569年には初期の株式会社において「資本」という概念が会計用語として使われていた。この点については、Scott (1912) 16-47. を参照。

貨幣と資本は、このマトリックスにおいて、それぞれの資産の3つの異なった種類の機能を表わす3つの列によって分類される。まず貨幣は、『一般理論』において、その保有動機に基づいて、予備動機と取引動機と投機動機の3つの種類に分類された。これらは、ヒックスの『貨幣理論』において、それぞれ準備(reserve)、運転(running)、投資(investment)の3種類の資産の保有動機に分類し直された¹⁹。このような貨幣の保有動機による分類は、『貨幣論Ⅱ』における流動資本と運転資本と固定資本の3種類の資本概念に関する分類に対応する。

そして貨幣・実物資産・金融資産に関するトリアーデは、それぞれの資産を保有する期間の長さに応じて、時間軸に沿って配列し直すことができる。すなわち、準備資産として機能する予備的動機による貨幣保有と実物・準備資産と流動資本とは、保有する期間が最も短い資産として機能する。運転資産として機能する取引動機による貨幣保有と経営資本と運転・金融資産は、中間的な保有期間を持つ。最後に投資資産として機能する投機動機による貨幣保有と固定資本と投資・金融資産は、最も保有期間の長い資産項目に分類される。利子率を一定とすれば、保有期間のもっとも短い予備的貨幣保有と流動資本と準備・金融資産は、流動性が最も高く収益性をもっとも低い資産として機能する。中間的な保有期間の取引保有による貨幣保有と経営資本と運転・金融資産は、中間的な流動性と収益性を持つ。最後に、保有期間のもっとも長い投機的貨幣と固定資本と投資・金融資産は、期待される収益性は最も高いが流動性は最も低い資産の中に分類される。

このように、ケインズの『貨幣論』とヒックスの貨幣・資本理論との間に継承・発展の関係があることは、単なる偶然ではない。なぜならば、ヒックスは、ケインズ『一般理論』から彼自身のIS-LMモデルを導き出したのだが、貨幣・資本理論に関しては、オーストリア理論とともに、ケインズの『貨幣論』の考え方を継承し発展させていたからである。こうして、ケインズ・ヒックスの資本理論から新たな学説史の系譜が生まれることになる²⁰。

¹⁹ Hicks (1967) 38-40.

7. 歴史的例証

以上のような貨幣と資本に関する理論の検討を前提として、同じ第6編の第30章「歴史的例証」を検討しよう。この章には、『貨幣論II』の中で、最大のページ数（54ページ）が割かれており、まさに『貨幣論』が「金融史理論」として読むことができる「例証」になっていた。

ところで、ケインズは、この章の中で一体何を「例証」しようとしていたのか。ジョン・ロビンソンによれば、ケインズは、70歳になったら経済史の研究を本格的にやりたいと、語っていたようであるが、そのような希望は、彼の死（享年63歳）によって叶えられなかった²¹。

しかし、ケインズは、『貨幣論』の中で、すでに経済史の研究を始めていたのである。ケインズが経済史の研究をすでに始めていたことについては、これまであまり注目されてこなかった。そこで、以下で彼の経済史研究のための問題設定について検討してみよう。彼の経済史研究の全容については、今では憶測するよりほかにないのだが、『貨幣論II』の中でもある程度知ることのできる経済史に関する構想については、次のように憶測することができる。

第1に、それは、貨幣的要因が経済の歴史のなかで果たす役割について考察する「金融史理論」になっていたであろう。

そして第2に、その貨幣的要因は、貨幣数量が価格革命を通じて市場経済の発展を直接に促すというような旧来の貨幣史観によってではなく、投資の増大を含む複合的な要因を検討することによって、その中で貨幣的要因の果たす攪乱的な

²⁰ ケインズ・ヒックスの資本理論においても、資本計算の手段として、計算貨幣がその役割を果たしている。また1960年代の資本の測定に関する有名な両ケンブリッジ論争に際しても、実物的な測定単位について議論するのではなく、利子率とともに計算貨幣を測定単位にしていたならば、資本の大きさは容易に測定可能になっていたはずである。しかし、ケンブリッジ資本論争においては、あくまでも資本の実物的な測定可能性について議論されていた。1960年代の資本論争については、Hartcourt (1972) を参照。

²¹ Robinson (1969) *Economic Philosophy*, p.77.

役割りについて検討されていたであろう。

第 3 に、古典的には、儉約もしくは貯蓄が経済発展を促進するというように説明されてきたが、貯蓄の増大によってではなく、企業活動における投資率の増大と物価上昇の長期的な傾向（長期にわたる緩やかなインフレーション）が経済発展を促してきたことを「例証」することが目指されていたであろう。

このようなケインズの「金融史理論」の構想にもかかわらず、この章の最後に検討されていた同時代の 1930 年の貨幣経済に関する分析は、彼自身の『貨幣論』の枠組みを修正または大きく転換することを促していた。したがって、「歴史的例証」は、一面では旧来の貨幣数量説を批判するとともに、他面では彼自身の仮の理論を「反証」する両刃の剣になっていたのである。

1929 年から 1930 年にかけての世界大恐慌の進行は、大量の失業者を排出することによって、所与の産出量や雇用量を仮定して、もっぱら貨幣的要因の効果を検証する『貨幣論』のいくつかの静学的な命題を反証するものであった。こうして、投資率の変動要因に関する「歴史的例証」は、『貨幣論』の主題と理論を大きく転換させ、改めて『雇用、利子率、貨幣の一般理論』の研究を促す重要な契機の一つになっていた、と考えられる。

7-1. ヨーロッパの古代から中世までの貨幣経済史

『貨幣論Ⅱ』の「歴史的例証」は、まずヨーロッパの古代から中世までの貨幣経済史に関する問題提起から始められた。16-17 世紀に近代資本主義経済が生成する以前のヨーロッパの貨幣経済史は、もっぱら貴金属貨幣の増減によって説明された。このことは、旧来の貨幣数量説的な歴史理解を肯定しているように思われるが、反対に、近代資本主義経済の特徴をこのことによって際立たせていたと理解することができる。すなわち、近代資本主義経済の発展は、企業家による貯蓄を上回る投資活動によって促進されてきた。これに対して、そのように旺盛な企業家活動の乏しかったヨーロッパ中世までの貨幣経済の歴史は、もっぱら貴金属貨幣の供給状況によって説明される。

まず古代シュメールおよびエジプトの文明は、アラビアの金とアフリカの銅によって支えられていた。これらの貴金属が地中海とペルシャ湾との間の国々を通

じて流通する間に、その背後に商人たちの利潤の足跡をたどることができる。

また古代アテネの繁栄は、どの程度ローリウム（Laurium）の銀鉱山によって支えられていたのか。それは、貨幣用金属が富であるよりも、物価に対する効果を通じて利潤を促進したからではなかったのか。アレキサンダー大王によるペルシャの銀行準備金の略奪と散布は、どの程度地中海商業の繁栄と、その果実のカルタゴによる獲得に対して貢献したのか。また古代ローマの繁栄にもかわらず、それ以降のローマ帝国の衰退と没落が、それまでに記録されてきた最も長いデフレーションの時代であったことは、単なる偶然であったのか。

ヨーロッパ中世の長い停滞は、修道院制度やゴート族の狂暴によるよりも、ヨーロッパの貨幣用金属の供給の乏しさによるものであったかどうか。このような問いを發することによって、ケインズは、経済史家たちの研究を呼び掛けている。

このように、この時代までの貨幣経済史に関するケインズの研究は、将来の経済史研究に向けた問題提起にすぎなかった。だが彼は、古代通貨に関する研究とともに、古代ヨーロッパから始まる貨幣経済史に関する研究を経済史家に呼びかけていたのである。

7-2. 16世紀のスペイン、フランスおよびイギリスの物価史

16世紀から18世紀中頃までのヨーロッパにおける物価史は、経済史研究にとって特に重要な意義を持っていた。というのも、この時期の貨幣と物価に関する研究分野は、近代資本主義経済の生成のなぞを解くための候補地の一つになってきたからである。ケインズのここでの叙述は、このように重要な研究に本格的に参入するというよりも、むしろ彼自身の基本方程式に基づく歴史理解の傍証を得ることを目的としていた。それにもかかわらず、この一連の「例証」が彼自身の分析の「反証」につながることについては、「意外の結果」であった。ここでは、そのような研究の細部について吟味するのではなく、ケインズの叙述の要点についてだけ紹介する²²。

²² 15世紀から18世紀のヨーロッパにおける物価史については、Rich, Wilson (1967) 374-486を参照。

<スペインの財宝>

それまでの経済史研究の通説では、16世紀のアメリカ「新大陸」からの貴金属（金銀）輸入がヨーロッパの物価水準を飛躍的に騰貴させ、資本主義経済の勃興を導いたとされてきた。だが、本当にそうだったのか。

スペインでは、そのような説明が一見妥当するようと思われる。1503年に早くもコロンブスたちが西インド諸島から小規模の金を持ち帰り、1519年にはアステカ族から貴金属が略奪され、1534年にピサロ（Pizarro）によってインカ帝国からの強奪品が到来した。しかし、これらの財宝の散布は、ペルーのポトシ（Potosi）鉱山からの銀の新産出量に比べれば僅かなものにすぎなかった。

「新大陸」からの銀の供給は、銀の価格を下落させ、スペインの一部地方では物価が著しく騰貴した。スペインのアンダルシア地方では、16世紀中に物価は5倍にもなったと推定されている。また、この地方の物価騰貴は、イングランドやフランスに比べて2～3倍も高かった²³。

しかし、諸国民の富は、単なる物価上昇によっては大きくならず、物価上昇が利潤インフレを引き起こすことによって、大きくなるはずであった。また投資が賃金所得よりも早く増加しなければならない。スペインの利潤インフレーションは、1519年のアステカ族からの財宝の略奪に始まったが、早くも1588年の無敵艦隊によるイギリス大襲撃の年には終了していた。この70年間に物価と賃金水準はともに上昇し、とくに1520年から1560年までの40年間に物価は賃金を追い越して上昇した。しかし、1588年以降のスペインでは、利潤インフレーションの機会ほとんど失われていた。

また、1600年から1630年までの30年間に賃金は物価を超えて上昇し、所得インフレーションを経て、利潤デフレーションへとつながった。この時代のスペインの賃金は、フランスやイギリスに比べてはるかに高かった。スペインでは住民が軍隊にとられたり、海外の冒険に出かけたりして、国内の耕作地における生産は、労働力不足から衰退していた。こうして、貨幣史上特異な価格革命の時代は、スペインでは、1630年までには、すでに終わりを告げていた。

²³ Hamilton (1929) pp.354-56.

<イギリスとフランスの商業発展>

スペインでは、新しい購買力が貴族などの旧支配階級を通じて浪費され、サービス価格を引き上げたが、投資の増加による資本蓄積にはつながらなかった。アメリカ大陸からの新しい富は、間もなく賃金の高騰による所得インフレーションを引き起こした。

これに対して、フランスやイギリスでは、私的商業を通じて、新しい富の形成による購買力が増大した。フランスでは、1530年から1700年までに、スペインに遅れて貴金属が流入したが、物価の上昇は、スペインの約半分以内にとどまっていた。

一方、アメリカ大陸からの財宝によって影響されることのもっとも少なかったイギリスでは、1550年から1650年までの約100年間に利潤インフレーションが持続した。イギリスの商人たちは、16世紀中ごろから17世紀にかけて、地中海、エーゲ海、レヴァント（東地中海沿岸）地方、およびアジアとの間に貿易を増大させ、巨額の富を蓄えた。

ケインズがイギリスの富の形成に関して特別に関心を寄せたのは、海賊（私掠船）行為（Privateering）についてであった。ドレイク船長（Captain Drake）は、スペインの財宝船の拿捕によって利益を上げることを目的として株式会社を設立した。彼が1573年の第1回目の遠征から1580年の第3回目の遠征までにGolden Hind号によって持ち帰った金銀の価値は、30万ポンドから150万ポンドであったと推定されている。この利益に基づいて、エリザベス女王時代の「**素晴らしき繁栄の11年（1575-87年）**」が築かれた。エリザベス1世は、その収入の中から対外債務を返済し、残額の一部の4万2,000ポンドをレヴァント会社に投資し、その利潤の中から東インド会社の設立に向けて投資した。

エリザベス女王がドレイク船長の掠奪品の中から投資した4万2,000ポンドは、単に女王の時代の繁栄を築いただけではなかった。その投資が毎年6.5%の収益を上げ、その1/2を年3.25%の利子率で海外に再投資したとすれば、1930年現在の海外投資42億ポンド（10万倍）にまで達していたはずである。また、17世紀イギリスの三大貿易会社であった東インド会社、アフリカ会社、ハドソン湾会社の資本金約15万ポンドは、その後の120年間に年3.25%で成長したとすれば、

それと同じ額だけの海外投資を賄ったはずである。

7-3. 初期株式会社の発展

しかし、イギリスにおける資本蓄積に関しては、16 世紀末から 18 世紀初めまでの株式会社の生成と発展に関する歴史について言及するのでもなかったならば、著しく公平さを欠くことになる。なぜならば、ドレイク船長の海賊会社だけがイギリスの株式会社史のすべてを解明するわけではなかったからである。この点について、スコット (Scott) などによる研究は、ケインズの著述を十分に補完してくれる²⁴。

スコットは、16 世紀後半から 1720 年までのイギリス連合王国 (United Kingdom) における株式会社に関する歴史を網羅的に研究した。その目的の一つは、この間のイギリスの初期株式会社が資本主義経済に果たした役割に関するそれまでの過小評価を訂正することであった。当時の通説では、この期間の初期株式会社の活動は、海外商業に対して政府が営業権の独占を保証したことによるものであって、自由主義経済の発展にとってはむしろ弊害になっていたというものであった。資本主義経済は、そのような前期的株式会社を含む重商主義的なシステムを刷新するところから発展したというのが、この通説の要点であった。

このような株式会社に関する通説の普及に関しては、アダム・スミスの株式会社に関する消極的な評価も一役買っていた。スミスは、東インド会社における腐敗と乱用について指摘するとともに、この期間の株式会社が資本主義経済の発展に対して果たした役割を過小に評価していた。彼によれば、株式会社は、すでに新規事業を革新する必要のなかった銀行業や保険業、水道、運河などにおける日常的な業務においてだけ普及する。自由主義的市場経済は、むしろ特権的な株式会社の支配しない個人主義的の事業を通じてのみ発展する。個々人の間の分業と市場の自生的な発展の中にこそ、経済発展の真の動因を求めべきである、というのがスミスの見解であった²⁵。

しかし、スコットの研究によれば、東インド会社の営業は、総じて合理的

²⁴ スコットの株式会社に関する研究については、Scott (1921) を参照。

(business-like) に運営されており、エリザベス朝の繁栄に対して重要な貢献を果たしていた。またその他の株式会社は、ロシア、南北アメリカ大陸、グリーンランド、レヴァント、中国などの遠隔地に向けた海外貿易の分野においてだけでなく、捕鯨などの漁業、国内の鉱山開発、兵器製造などの多様な産業に採用されていた。さらに、イングランド銀行の創設（1694年）に見られるように、銀行制度や保険事業などの金融システムの革新は、株式会社の仕組みなしには不可能であった。

株式会社 (Joint-Stock Companies) は、中世のパートナーシップもしくは都市の法人組織 (Corporation) を経て、またイタリアの *Societas* や *Commenda* の仕組みが1553年のロシア会社の運営に応用されたのを前史とする。そして、ドレイク船長の利益金の一部がエリザベス女王によって初期の東インド会社の設立（1600年）に対して投資されたことをもって、株式会社の歴史が本格的に始まった。その組織は、1人の Governor と12人の倍数の Assistants によって構成され、一時的または恒久的な「資本 (Capital)」勘定による会計に基づいて経営された。その業績は、しばしば訪れる経済恐慌と対外戦争、2度にわたる市民革命によって動揺したものの、現代の企業に比べると極めて高い利潤率と配当率を記録した。1609-13年の東インド会社では、毎年121.2/3%～234%の利潤率が獲得され、1613-14年のロシア会社では、90%の配当が行われた²⁵。後にイギリスの中央銀行になるイングランド銀行 (The Bank of England) は、このような株式会社設立ブームの中で1694年に設立された。

このように百年にもわたる株式会社設立ブームは、領有する土地を貨幣に換えるという幻想を抱いたジョン・ローのミシシッピー計画の失敗に続いて、1720年の南海会社 (South Sea Company) の投機的活動の破綻と株式市場の大暴落をもって幕を閉じることになった。これ以降、新たな株式会社の国王による許可 (charter) は停止され、1820年に再開されるまで、株式会社の設立許可は、約

²⁵ スミスの株式会社に関する見解については、Smith pp.733-58. East Indies Company については、p.746を参照。スコットのスミス批判については、Scott (1912) Chapter 22, pp.448-58. を参照。

²⁶ Scot (1912) Part I Chapter VII pp.106-29.

百年間イギリスで途絶えることになった。

しかし、1553 年のロシア会社の設立から 1720 年までの間に投資された資本額は、当初の 5,000 倍以上の 5,000 万ポンドにまで膨張した。このような初期株式会社の巨額の商業資本の蓄積なしには、その後のイギリスの経済発展は、恐らく不可能であつたらう。

さらに、1720 年以降の会社設立と金融市場の歴史に関する研究は、株式会社が国民経済の発展に対して果たしてきた役割に関するスミスやマーシャルによる消極的な評価に対する反証を提供している。また同時に、19 世紀のケインズによる「歴史的例証」の空白期間について、企業投資と金融市場の発展に関する情報を補ってくれる²⁷。

16 世紀末から 18 世紀初めにかけて設立された株式会社の多くは、特定地域に向けた遠隔地貿易に対する政府による独占的な特権付与に基づくものであった。したがって、その他の民間企業による自由な商業活動に対する阻害要因になっていたかもしれない。また、1720 年の「バブル崩壊」に結果するような投機的な企業活動は、株式会社と金融市場の順調な発展に対して攪乱要因を与えたかもしれない。しかし、資本蓄積がまだ不十分であった 17 世紀までのイギリス経済においては、船舶の確保や大規模な商業発展のために政府の金融的援助や特権付与は、必要な条件であつたらう。また、行き過ぎた金融的な投機は、それ以降の資本主義経済発展の歴史においてさえ、しばしば現れた。だが結果的には市場経済の発展に対して促進的効果を与えたのではなかったか。

さらに、1720 年以降においても、企業活動は、決して衰退することはなかったし、また株式会社設立許可の働きかけは、途絶えることはなかった。すでに特許を得ていた東インド会社やレヴァント会社などは、取引を拡大し続けた。また鉱山会社や運河会社は、国王ではなく議会に対して特許をたびたび申請していた。さらに 18 世紀後半には、運河の建設ブームが起り、有料道路などとともに産業発展のための公共設備が整備された。このような運輸部門における大規模

²⁷ 16 世紀から 19 世紀中ごろまでの株式会社と金融市場の発展に関する以下の説明は、第 2 次資料ではあるが、新井（1963）が明らかにしている。

な事業拡張は、やがて、マンチェスター・リヴァプール間の鉄道開通に始まる1830年代以降の鉄道建設ブームと、株式会社の新設ラッシュへとつながっていった。

他方で、金融市場の発展も目覚ましかった。イングランド銀行による株式銀行の独占にもかかわらず、地方銀行やスコットランドでの株式銀行の設立が相次ぎ、ビルブローカーの仲介による手形割引市場の発展も見られた。鑄造貨幣や銀行券以外にも、為替手形や小切手が大量に流通し、ロンドン手形交換所の設立とロンドン株式取引所の発展が貨幣・資本市場を未曾有の規模に拡張させた。このような金融史研究による情報は、投資の増大と金融市場の拡張とが経済発展の動因になるというケインズの命題を補強するに充分であった。

7-4. 中間的なまとめ：初期株式会社投資による利潤インフレーション

以上のような歴史的例証について、次のようにひとまずまとめておこう。16世紀末から18世紀初めにかけてのイギリスの経済発展は、単にアメリカ大陸から流入した200万から300万ポンドの地金銀による物価上昇の直接的な影響によるものではなかった。それは、「意外の利潤」の再投資による株式会社の投資活動によって促進された資本蓄積の結果であった。ちょうどこの時期にイギリスを中心として、株式会社がアメリカ大陸とアジアに向けた遠隔地貿易を目的として続々と設立され、その多くが極めて高い利潤を挙げて対外商業を拡張させた。また、イギリス国内の様々な産業や商業に関連する株式会社が設立され、それに関連する投資活動が活発になった。このことが同時期の物価上昇と一般的な利潤の増加を伴って、市場経済の未曾有の拡大を生んだ主要な要因として理解される。このように、この時代の経済発展は、**投資の増加による利潤インフレーション**によるものであったと結論することができる。

これに対して、貴金属の流入による物価の上昇は、スペインでは当初利潤インフレーションをもたらしたかもしれないが、早くも16世紀末には、賃金が物価を追い越して上昇しはじめた。そして、その結果としての所得インフレーションは、やがて利潤デフレーションを引き起こしていった。他方で、フランスやイギリスでは、賃金は物価の上昇に比べて遅れて上昇し、農民の困窮を犠牲にして資

本の蓄積と企業活動の拡大が遂げられた。

ケインズは、以上の分析から、利潤インフレーションと利潤デフレーションの交替と、国家の盛衰との間に驚くべき一致が見られることに歴史家の注意を促していた。すなわちスペインの繁栄と衰退は、それぞれ 1520 年から 1600 年までの利潤インフレーションと、1600 年から 1630 年までの利潤デフレーションの時代と一致する。また、1585 年から 1630 年までのイギリスのエリザベス朝時代の繁栄は、利潤インフレーションによって支えられ、フランスにおける利潤インフレーションは、ルイ 14 世の財政的な強さに反映された。

しかし、利潤インフレーションは、必ずしも国民の経済的福祉の向上を引き起こさなかった。エリザベス朝の末期には物価が賃金の上昇を追い越して進み、これによって農民は困窮し、所得と富の不平等は拡大した。そして資本の異常な成長は、周期的に失業者を排出しながら進められた。

『貨幣論』から『一般理論』への発展

以上のような「歴史的例証」は、旧来の貨幣数量による経済発展の説明に対して「反証」を提供してただけでなく、他方では『貨幣論』の仮の理論に対する「反証」材料をも提供していた。というのも、資本主義経済の生成と発展を単なる貨幣量の増大による価格革命によって説明する旧来の通説は、これによって否定されたが、他方で、投資の増大による利潤インフレーションによる説明は、理論的には、単に貨幣理論の革新だけでなく、資本理論の革新をも要請していたからである。

投資の増大が利潤インフレーションと資本蓄積の主要な原因であるというケインズの説明は、儉約または貯蓄の増大によって資本の成長について説明してきた旧来の古典的な資本理論を覆すものであった。そして投資と利潤の増大には、多かれ少なかれ産出量と雇用量の増大が伴うから、産出量を一定と仮定して導き出される『貨幣論』のいくつかの命題は、修正または補完されなければならなかった。このような「反省」からも、『貨幣論』によって取り扱うことのできなかった研究課題が浮上し、やがて『雇用、利子、貨幣の一般理論』への発展の道筋が開かれてくるようになる。

7-5. 1890年代不況以降の歴史的例証と反証

ケインズ『貨幣論Ⅱ』の第30章の「歴史的例証」の後半は、1890年代の不況以降の貨幣経済の歴史に関する分析に費やされていた。18世紀初頭以降のイギリス経済においては、この間に19世紀初頭のナポレオン戦争後のデフレーションや産業革命、さらに鉄道建設による景気高揚があったが、それらの歴史経験を飛び越えて、ケインズは、同時代の貨幣経済に関する定量的な分析に考察を進めていた。

7-5-1. 1890年代の「奇妙な不況」

1890年代のイギリスにおいては、それまでに経験された短期の信用循環とは異なった長期の不況が経験された。1890年から1896年の間に物価は、年あたり14%から18%下落した。ケインズが教えられてきた教説によれば、この間の物価の下落は、金の供給不足と、インドや日本などの諸国における金本位制の採用による金の需要増加によるものであった。

しかし、このような説明は、1886年に終わる10年間に関しては妥当するが、1890年から1896年までの物価下落については当てはまらない。なぜならば、この間に、イングランド銀行の金保有額は2倍になり、公定歩合は2%に据え置かれ、銀行の準備金は3倍に、また銀行預金はほぼ2倍になっていた。要するに、この間の貨幣経済は、むしろ金の供給増大と信用緩和によって特徴づけられていた。だから物価の下落を貨幣量の減少によって説明することはできなかった。

他方で、1888年から1890年までには投資景気の沸騰があり、新規証券発行は異常に大きかったのに対して、その後、1892年から93年までに新規証券発行は、その前の年の約半分まで縮小した。このような投資率の異常な低さは、南米投資の失敗による1890年のベアリング商会の破綻に始まる恐慌によるものであった。これによって株式投資に対する投資家の信頼は失墜し、対外投資は、ほとんど停止状態になった。

ケインズによれば、1891年から96年までにイギリスの貯蓄率は、投資率を大きく上回り、個人貯蓄の年平均貯蓄額5,000万ポンドは、ほとんど富を生まない不妊の貯蓄となっていた。鉄道建設ブームが去ってからの数年間、新規の固定資

本への投資は手控えられ、政府その他の公共団体の投資計画も低調であった。要するに、この間の諸物価の低落と不況の原因は、投資の異常な停滞による商品デフレーションを伴う利潤デフレーションにあり、決して貨幣不足によるものではなかった。したがって、1890年代の「奇妙な不況」は、物価下落の原因を貨幣の不足に帰する古典的な貨幣数量説を反証し、ケインズの基本方程式の第2項の要因、すなわち貯蓄を大きく下回る投資率の低迷によることを確認していた。

7-5-2. 戦争景気 1914-18年

第1次世界大戦の金融史については、その序説でさえ未だ書かれていないし、また今後何らかの適切な方法で歴史が書かれることはないであろう。なぜなら、重要な統計は秘密にされていて利用できなかったし、その後、人々の記憶はだんだん薄れていくからだ、とケインズは述べていた。しかし、この点について、『ケインズ全集 第16巻』の公刊によって、後代のわれわれは、大蔵省の財政を中心に担ったケインズの詳細な活動について知ることができる²⁸。

戦争中には、交戦国の経済は、平時とは全く違った条件の下に置かれた。まず、約半世紀にわたって主要国の貨幣経済の中心的役割を果たしてきた金本位制は、事実上停止されていた。これによって平時の貿易取引や資本移動など貨幣経済の基本的な運行に対して障害が生じていた。また国内経済においては、物資の流通に対して統制が各所で必要になり、消費財の割り当て、生産制限、兵役に関連する労働移動の管理が必要になった。ケインズは、ウクライナからの食糧輸入や連合国の資金調達、アメリカからの借入金の管理など、ほとんどすべての分野の財政管理に文字通り忙殺された²⁹。

この間の戦争景気は、戦争関連の投資の増加と物資の不足による生産費の高騰を伴った投資の増加によるものであった。すなわち、戦時需要という特殊な原因による利潤インフレーションが生産費の値上がりによる所得インフレーションを伴っていた。したがって、戦時需要と戦後の復興需要がひとまず縮小したのちに

²⁸ 『ケインズ全集』16巻(CWK 16) Part I pp.3-307.には、第1次大戦中の大蔵省におけるケインズの活動に関する詳細な記録が公表されている。

²⁹ 同上16巻(CWK 16) pp.108-214を参照。

は、利潤デフレーションに転ずる危険をはらんでいた。

7-5-3. 戦後の景気過熱 1919-20年

第1次大戦が終わると、平時の産業における経営資本が極端に不足していた。また消費財の在庫も枯渇していた。このような状況の下で復興需要と、戦争中に抑えられていた日常生活の消費需要が急増した結果、生産活動の復活が刺激された。経営資本への投資需要が急増し、また固定資本建設も復活した。軍隊からの復員による労働供給によって雇用が拡大したが、旧来の賃金率で雇用が増加した結果、物価は貨幣賃金をはるかに追い越して上昇した。したがって、戦後の景気過熱は、貯蓄を上回る投資の増加による利潤インフレーションであった。

銀行は、貸し出しの増加によってこの利潤インフレーションを助長したが、所得の変動を直接に引き起こすことはできなかった。物価は貨幣賃金の上昇を追い越していった結果、やがて実質賃金の低下による所得デフレーションが引き起こされていった。より正確には後代の統計家や歴史家に判断をゆだねなければならないが、1919-24年の所得と利潤とに関する統計データを分析した結果、ケインズは、以上のような結論に達した。

7-5-4. イギリスの金本位復帰

イギリス政府は、アメリカ、フランスなどに遅れて、1925年4月に旧平価での金本位制復帰を決定した。金本位制の宗主国であったイギリスが金本位復帰を遅らせた理由は、戦時および戦後のインフレーションの結果、ポンド・スターリングの金価値が低落し、旧平価で金本位に戻るためには、10%以上の通貨価値の引き上げが必要だったからである。

1924年の終わりまでには、穏やかなり利潤インフレーションと所得インフレーションが実現した。しかし、旧平価で金本位に戻るためには、少なくとも10%以上の諸物価と貨幣所得（収入率）の削減が必要であった。計算貨幣の標準は、諸物価や貨幣所得によって測られるから、通貨価値を引き上げるためには、イギリスが第1次大戦前の50年間——そして恐らく100年以上——実施したことのなかった冷酷な所得デフレーションを敢行することが必要であった。

こうして、旧平価で金本位に復帰するために敢行された諸物価の引き下げ政策、すなわちデフレーション政策は、1924年の穏やかなインフレーションを中和することをはるかに超えた効果を果たした。イングランド銀行と大蔵省は、利潤インフレーションと所得インフレーションとを区別しなかった。イングランド銀行は、信用制限と公定歩合の引き上げによって利潤インフレーションを治めたが、その代わりにそれを上回る所得デフレーションを作り出してしまった。企業者に対して銀行は、信用制限を行い、その結果、雇用は削減され失業者が増加した。信用引き締め政策は、生産費の削減を狙ったものであったが、その結果、生産費用と収入率は低下せず、利潤は減少した。企業者たちは、その結果、ひどく痛めつけられ、損失に耐えるか、それとも雇用を削減するかの二者択一に迫られた。

これ以降の5年間、イギリス経済は利潤の減少と雇用の削減、産出物単位当たりの能率収入率の低下を経験した。その結果、労働争議は頻発し、国富の損失は莫大なものになった³⁰。

7-5-5. 金本位復帰後のイギリスの国内投資と対外投資

金本位復帰後におけるイギリスの貨幣経済の変動に関しては、国内投資と対外投資との関係について調べることなしに分析することはできない。この間の貨幣経済の分析は、後に『一般理論』からプレトンウッズへと至るケインズ政策の変遷を理解するために欠くことができない分析になっている。

1925年の金本位制復帰後のイギリスの貨幣経済の困難の原因は、国際収支の不均衡と国内の不均衡とが調整されずに、国民経済の停滞からなかなか抜け出せないことによるものであった。国際収支の均衡は、所定の為替レートで自国通貨に換算した対外純貸出額 L が、国内と外国での比較生産費によって決まる対外經常収支差額 B に一定の利子率（国際的自然利子率）によって等しくされることによって達成される ($B=L$)。また、国内の貨幣経済の均衡は、国内の投資額 I が国内の貯蓄額 S に一定の利子率（国内自然利子率）によって等しくされるこ

³⁰ イギリスの旧平価金本位制への復帰政策の失敗は、日本の同じような経験と比較される。日本の場合については、深井『回顧七十年』第21章「金解禁の失敗」を参照。

とによって達成される ($I=S$)。したがって、国際収支の均衡と国内市場の均衡が同時に達成されるためには、対外貸出額と経常収支差額の均衡 ($B=L$) と、国内投資額と貯蓄額の均衡 ($I=S$) が同時に達成される利子率が成立していなければならない。

ところが戦前の平価で測ったイギリスの生産費は、金で測った他国の生産費に比べて割高になっていたために、イギリスの対外経常収支は赤字に転じた。他方で、国内投資に比べて対外投資の誘因性が増して、対外貸出額は増加した。その結果、イギリスの国際収支は赤字に転じた。このような国際収支の逆調を是正するためには、1925年以前よりもっと大きな経常収支差額の増加が必要になる。しかし、そのためには対外貸出の増加を止めるような国内利子率の引き上げがなくてはならない。すなわち、輸出を増加することが困難であるならば、市場利子率を自然利子率以上に引き上げて対外貸出額を減少させる以外には国際収支を改善することはできなかった。

実際には、国内投資が貯蓄に比べて不足したことの結果、利潤デフレーションが起こり、対外投資の増加を抑制するための公定歩合の引き上げによって、利潤デフレーションと失業の増加がますますひどくなった。貨幣賃金の引き下げができない以上、このような袋小路から抜け出すために残された道は次の4つであった。

- (1) 最も魅力的な方法は、貨幣賃金の引き下げの結果ではなく、能率の向上によって、貨幣生産費を減少させることによって対外収支差額 B をプラスの方向に増大させることである。これは、技術革新による労働生産力の増大によって国際競争力を強化する輸出主導型の成長促進策である。しかし、この方法を実施するためには時間がかかる上に、外国との競争や関税などの障壁を乗り越えなければならなかった。
- (2) 関税の引き上げによって、輸入を減少させる方法が考えられるが、これは自由貿易主義に反する。
- (3) 補助金の給付によって国内投資を増加させる。
- (4) 国際的な金融緩和と政策によって世界中の投資を刺激し、世界の物価水準を高めることによって、輸出と対外投資を同時に増加させる。

以上の方策のうちで、ケインズが最も推奨したのは、(1)の方策であったが、やがて着手できるようになったのは最後の(4)の方策であった。しかし、このような世界的な金融緩和と政策のためには、国際協力が必要であった。1929年のウォール街の恐慌と第2次大戦によって中断されたのちに、やがてブレトンウッズにつながる国際通貨同盟に向けたケインズの構想が実現されることになる。

7-5-6. 合衆国 1925-1930 年

イギリスをはじめとする世界的な不況をよそに、アメリカ合衆国では1920年代に世界史上めったにない貨幣経済の繁栄の時代が訪れた。このような繁栄は、基本的には利潤インフレーションによるものであったが、1927年までは穏やかなインフレーションにとどまっていた。しかし、1928年から1929年春までに景気は過熱し、その年の秋にはニューヨーク株式市場の崩落が始まった。

国内の固定資本に関しては、1925-28年に巨額の建設があり、1928-29年に建設はピークに達した。経営資本の増加は、1925-28年まではわずかであったが、1928-29年に投資は急増し、1930年に急減した。ニューヨーク株式市場の株価は急上昇したが、1929年末に株価は大暴落を遂げた。

これに対して、連邦準備銀行(FRB)は、投機を抑制しようとして高い利率を維持し、投資に対して抑制的な効果を果たした。株式市場の崩落後、経営資本に対する負の投資が利潤デフレーションを助長した。こうした株式市場の崩壊の悲観的な効果については、銀行制度による貨幣管理に集中した『貨幣論』の分析から株式市場の投機的活動についてまで分析を広げる『一般理論』へと発展する一つの契機になったと考えられる。

7-5-7. 1930年の景気沈滞

いよいよ、『一般理論』への発展へと道筋をつけるために最も重要な箇所到达了。ケインズが『貨幣論』の出版直後に、もう一つ重要な著書の執筆を決意した理由の中には、ケインズ・サーカスからの批判とともに、1930年不況に関する歴史的経験が重要な役割りを果たしていたに違いない。大量の失業者を排出した長期の不況の経験は、様々な点で、『貨幣論』の分析を物足りないものにし

たであろう。ケインズは、『貨幣論Ⅱ』の第6編第30章の「歴史的例証」とは別に、第7編の国際貨幣管理について提言する中で、同時期に始まる1930年代大不況に関する予言を発することによって、自らの研究をもう一段上へ引き上げる必要について示唆していた³¹。『貨幣論』の分析が経済変動の始まる端緒について明らかにしていたのに対して、その経済変動の行きつく先の研究に迫られたのである。

実際に1930年の不況は、これまでに経験してきた規模をはるかに超えたものであった。この年の卸売物価は、前の年よりも20%、商品価格は50%下落し、世界の3大工業国である英米独における失業者は、1,000万人に達していた。とくに世界的な失業問題は、貨幣経済学の主題を大きく転換させるのに十分に深刻な問題であった。これまでも失業の問題を取り上げなかったわけではなかったが、それは計算貨幣の標準を左右する物価変動と信用循環の要因の究明という中心的な主題に対して副次的にのみ取り扱われていた。しかし、1930年の不況によって、雇用の問題を真正面から取り上げる実際上の必要に迫られた。このような新しい問題の発見こそ、ケインズが『一般理論』の執筆を決意した最も大きな理由ではなかったかと私は考えている。

これまでも明らかにしてきたように、第1次大戦後の景気変動を左右した投資要因のうちで最も著しい変化は、市場利率が自然利率に比べて高く維持されてきたことであった。合衆国では、自然利率も1927年ごろまでは高く維持されていたであろう。戦後の数年間、平時への転換のために経営資本への大量の投資がすでに行われていた。それに加えて、自動車、電気機械、映画、ラジオなどの新規産業が続々と登場し、新投資は貯蓄を上回り、自然利率は市場利率よりも高位にあり、その結果、利潤インフレーションが進んでいた。しかし、このような投資ブームも、1925-27年頃までにはピークに達し、合衆国以外では、自然利率は早くも下落する傾向にあった。

それにもかかわらず、市場利率が高く維持されたのは、貸し手（銀行など）と借り手（企業）との間に情報の非対称性があり、貸し手リスクが借り手リスク

³¹ Keynes (1930b) CWK 6, pp. 338-47.

に比べて高かったからであろう。それに加えて、各国の金本位制への復帰や賠償、戦債の借り換えの必要などのために銀行利子率が高く維持される傾向にあった。その結果、低落する自然利子率と高く維持された市場利子率との間に負の格差（逆ざや）が生まれた。産業の拡張や住宅建設のための投資は、以前ほどの利益を生まなかったために、縮小し始めていた。

他方で、高い利子率と、資本市場の活況（株式価格の高騰）を利用して、投機的な借り手や貸し手が活動を強めた。これらの投機家たちは、経営資本に対する投資ではなく株式投機、不動産投資、すなわち今日の「金融資産バブル」に狂奔した。このような投機熱を終わらせようとした保守的銀行は、信用制限や利子率の引き上げによって対処しようとしたが、このことがかえって健全な借り手を信用市場から締め出し、冒険的な投機家たちに資金を提供することになった（adverse selection）。ひとたび資本市場における投資家の将来に対するリスクが高まれば、資本市場は崩壊の危機に突入したであろう。

ケインズは、大不況後の貨幣経済について、次のように予想した。すなわち、景気の沈滞は、当初、経営資本の減少によって引き起こされたのだが、それと同時に「意外の損失」が発生し、やがて産出量は削減され、経営資本はさらに減少していっくだろう。そして物価が低落する中で利潤デフレーションが始まり、損失の累積と産出量の減少という悪循環が始まる。長期の不況は、経営資本への負の投資を呼びおこし、固定資本の価値は減少するだろう。他方で、銀行には不良資産が累積され、その償却のために後ろ向きの投資が増大し、銀行資産は減少する。企業家は、損失を計上して不良資産を整理するか、労働者への賃金の切り下げや雇用の削減などの手段に訴えざるを得なくなる。このことは、これまで生活水準の向上を経験してきた労働者階級には耐えられない現実であり、各地でストライキが頻発するだろう。

このようにケインズは予想して、技術進歩が達成され、生活水準を向上させてきた市民たちが苦境に陥るのは不条理なことだが、彼自身がもう一度「カサンドラの予言者」になることを恐れていた。しかし、このような予想は、1930年代の大不況の中で不幸にして的中しただけでなく、約半世紀後の1990年代の日本のバブル経済とその崩壊、および2007-08年のアメリカのリーマン・ショックに

において幾たびか繰り返されることになる。

7-5-8. ギブソンの逆説 Gibson Paradox

ケインズは、歴史的例証の最後に「ギブソンの逆説」を取り上げ、この逆説に対する彼自身の解釈を示すことによって、利子率と物価変動の関係に関して基本方程式を適用することを正当化していた。

ギブソンの逆説とは、利子率と物価の変動の間に密接な関係があることを統計的に示した *Bankers Magazine* に掲載された A.H.Gibson の論文に関連してケインズが検討した逆説であった³²。

その統計的な分析結果は、利子率政策に関して当時一般的に受け入れられていた「銀行利子率の原理」に対立するよう見えた。ギブソンは、コンソル公債の利回りによって代表される長期利子率と、卸売物価との間に百年以上にわたって密接な関係が維持されてきたことを統計的に明らかにした。すなわち、卸売物価と利子率は、景気上昇期にはともに上昇し、景気下降期にはともに下落するという規則的な傾向が観察された。I.Fisher の利子論では、名目利子率は、大まかに言って実質利子率と物価上昇率とを足し合わせたものであったから、名目利子率と物価の変化率とが同じ方向に変動することは、何ら不思議なことではなかった。

しかし、もしギブソンの統計的な観察結果が正しいならば、利子率を引き下げ物価を政策的に引き上げたり、利子率を引き上げて物価の上昇を抑えたりすることの効果は疑わしくなる。なぜなら、そのような利子率政策は、物価の変動に対して、その目的とは正反対の効果を持つことになるからである³³。

ケインズは、この逆説に対して次のような解答を与えた。この点は、『一般理論』において自然利子率の代わりに「資本の限界効率」の概念を導入する伏線の一つになったと考えられるので、特に注意を要する。

- (1) 長期証券の利回り (yield) で測った市場利子率は、自然利子率に比べて粘着的 (sticky) である。自然利子率が物価の上昇を見越して引き上げら

³² Keynes (1930b) pp.177-86

³³ これは、Gibson Paradox が「逆説」であることに関する私の解釈である。

れるとき、金融界は素早くその動きを看破したり、あるいはそれに反応したりしないため、市場利子率の変化はわずかでしかない。いいかえれば、以前からの利子率水準で投資が貯蓄に対して大きかったり小さかったりしたとしても、その利子率は、投資と貯蓄を等しくするのに十分なくらいの速さで新しい状態に順応することができない。19世紀初めには、高利制限法が銀行の利子率の引き上げを阻止していたのかもしれない。また、銀行の貸出が完全に自由な市場原理に基づいていたわけではなかったという事実も、市場利子率を粘着的にしていたのかもしれない。

- (2) 資本の総量に対する年々の投資の追加量はわずかであるから、自然利子率の変動は、戦争の時以外には、長期にのみ断続的に変動する。
- (3) したがって、自然利子率の長期的変化が生じつつあるときには、この利子率が低下しつつあるならば、市場利子率は、それと同じくらい速く下落しないため、投資は貯蓄を下回る。反対に自然利子率が上昇するときには、投資は貯蓄を上回る。
- (4) このことを認めるならば、自然利子率が低下しつつあるときには、物価水準に対して長期の引き下げ圧力（利潤デフレーション）が存在する。反対に自然利子率が上昇するときには、物価の引き上げ圧力（利潤インフレーション）が存在する。
- (5) 長期的に見れば、物価は貨幣供給量によって支配され、利子率は物価の変動に関係しない、という反論があるが、このような反論は、過去百年間の貨幣政策が有効に作用して、長期的には、自然利子率の傾向が物価の変動を支配してきたことを無視している。
- (6) 物価の長期的変動でさえ、基本方程式の第2項、すなわち投資額と貯蓄額との乖離によって説明される。

以上のようにケインズは説明していたが、ここで重要な点は次のように要約されるであろう。すなわち、企業家は将来の利潤インフレーション（または利潤デフレーション）を予測して、自然利子率を長期的に変化させる。これに対して、銀行を中心とする金融界は銀行利子率の影響を受ける長期の市場利子率を企業家ほど機敏には変更しない。その結果、自然利子率が上昇するときには、銀行利子

率の変更は遅れる結果、市場利子率は自然利子率よりも低くなり、投資が貯蓄を上回るようになる。その結果、利潤インフレーションが起こり、物価は上昇する。反対に、自然利子率が低下するとき、市場利子率は、それよりも高くなり、投資は貯蓄を下回る。その結果、利潤デフレーションが起こり、物価は下落する。

したがって、自然利子率の変化と市場利子率の変化との間に**時間的な遅れ (time lag)**があることを認めれば、銀行利子率の原理はなお有効であるし、また長期的にはやがて自然利子率と等しくされる市場利子率と物価の変動との間の同調性に関する統計結果についても、これを受け入れることができる。ギブソンの逆説に対するケインズの解答は、ほぼ以上のように解釈されるのではなかろうか。

しかし、このようなケインズの解釈に関しては、なお疑問が残る。なぜなら、この説明によれば銀行利子率の変更は、単に自然利子率と物価変動に追随するだけでしかなくなり、物価の変動を統御するという政策的な意味合いはなくなるからである。そもそも、自然利子率がつねに投資と貯蓄を均衡させる利子率であるという理解は、それでよいのであろうか。自然利子率と物価変動および銀行利子率と市場利子率の関係について、さらに検討し直す必要があるのではないか。ケインズが『一般理論』において自然利子率の概念を放棄し、「資本の限界効率」という概念を導入した理由の中には、このような「ギブソンの逆説」に関する理解に対する疑問があったのではなかろうか。

『一般理論』における雇用と利子率の関係に関する分析を先取りするならば、次のようにも考えられる。銀行の利子率政策は、単に物価の変動に追随する政策でしかなかったならば、ギブソンの逆説のとおり、その効果は疑わしい。しかし、銀行の利子率の引き下げによって、投資の増加が貯蓄を上回るようになり、しかも産出量を増大させるならば、物価の上昇よりもむしろ雇用量を増大させるはずである。反対に、銀行が利子率を引き上げることによって、投資の増大を抑制するならば、その効果は、産出量と雇用量の減少となって現れる。このように、ギブソンの逆説は、『貨幣論』における物価変動と利子率の関係の研究から、『一般理論』における雇用と利子率の関係に関する研究へと発展するきっかけを与えていたのではなかろうか。このように理解するならば、なぜケインズが『一般理論』

において、完全雇用が与えられていることを前提として、投資と貯蓄を自動的に等しくする自然利子率の概念を捨てて、産出量と雇用量を変化させる投資の変動を導く「資本の限界効率」の概念を採用することになったかについて、説明することができる。いずれにしても、『貨幣論』における自然利子率の説明には、なお問題が残されていたことは確かなことである。

8. 中間的結論と展望：ケインズ金融史理論の発展

8-1. 貨幣信用経済史から投資金融経済史の理論へ

われわれは、これまでケインズの『貨幣論』を「金融史理論」として読み直すことを試みてきた。この論文の最後に、『貨幣論』の「金融史理論」を、さらに発展させるためには、どのようにしたらよいかについて、私の考え方を記しておこう。その中で、とくに、『一般理論』との連絡をつけることに重点を置きたい。ただし、この論文では、まだ『貨幣論Ⅱ』の第7編「貨幣管理の問題」について特に検討していなかったもので、以下は、あくまでもこれまでの中間的な結論にすぎない。

8-1-1. 貨幣信用経済の歴史

ケインズの「金融史理論」を基本方程式にしたがって再構成するならば、それは3つの部分に分けられるであろう。そして、それぞれの部分の歴史は、ある時期に交替するのではなく、それぞれの役割を継続しつつ貨幣・金融史の多元的な階層構造の一つの層を構成するものと想定される。

まず、その第一歩として、修正された基本方程式(1)と(2)の右辺第3項から推測される貨幣的要因にしたがって「貨幣信用経済」の歴史を描いてみよう。

ケインズは、貨幣の起源を、遠くB. C. 30世紀の古代メソポタミアの計算貨幣の中に求めた。人民の租税債務を確定するために、国王が重量基準の制定に付随して定めた貨幣の計算単位(本位)は、その後古代エジプト、ギリシャ、ローマへと継承され、ヨーロッパの貨幣史の系譜を作り上げていった。

また、国家による計算貨幣の確定に基づいて、銀行債務の承認である銀行の預

金通貨が普及し、国家貨幣とともに、現代までの主要な貨幣形態の一翼を担ってきた。このように国家貨幣と銀行貨幣の関係を再構成することは、『貨幣論』の主要なテーマの一つであった。

他方で、ポンド（金）、シリング（銀）、ペンス（銅）などの貴金属の重量単位によって標準化された国家貨幣は、銀行信用の発展を利用して紙幣の発行を増やしていった。それらの法定紙幣の購買力は、本位貨幣である金または銀の重量単位を基準にして法律によって定められてきた。

そして、各国の通貨の標準を金の重量によって共通に定めた国際金本位制が世界共通の通貨制度の一時代を築きあげた。現在では、このような国際通貨制度は、金本位を離れて、各国通貨の自由に変動する比率での交換を原則とし、主要国間の協力によって管理されている。このような「貨幣信用経済」の歴史をたどることが、ケインズ『貨幣論』から導き出される「金融史理論」の土台を構成する。

8-1-2. 投資金融経済の発展

次に基本方程式の右辺第2項に基づいて「投資金融経済」の歴史をたどることができる。貨幣量の増大によってだけでなく、貯蓄を上回る投資の増大が貨幣経済の発展を促進してきたことが、ここで確認される。

17世紀のイギリスの株式会社による商業投資の革新から出発し、産業革命を経て、鉄道建設、電気機械の発明、自動車などの輸送手段や電信・電話技術の発展、そして近年では情報技術の普及に至るまで、投資の拡大は、技術革新をともなって資本主義経済の発展を促進してきた。貨幣・資本市場と金融機関は、単に国民の貯蓄を企業の投資へと誘導するだけでなく、貯蓄をはるかに上回る投資の増大を信用創造によって可能にしてきた。また計算貨幣の機能は、資本蓄積を測る手段として、投資金融経済の発展のために役立ってきた。

だが、「貯蓄を上回る投資」という『貨幣論』のこの命題は、伝統的な経済学の体系からは外れていた。古典派経済学においては、資本蓄積を促進するものは、投資ではなく、あくまでも儉約による貯蓄の増大に他ならなかった。そして、投資と貯蓄とは、つねに等しくされるものと想定されてきた。

確かに、今日の国民所得統計においては、売れ残って貯蓄される在庫も投資の

一部として分類されるから、貯蓄と投資とは、年間を通じてつねに等しいものと想定される。また『一般理論』においても、投資は定義において貯蓄に等しいものと仮定されていた。このような中で、貯蓄を上回る投資という『貨幣論』の命題は、どのように理解されたらよいのか。

「貯蓄を上回る投資」という命題の理解

『貨幣論』におけるこの命題について、私は次のように理解する。すなわち、企業家は、当初、家計などの貯蓄額からは独立に投資計画を立案する。彼らが投資を決断するのは、近い将来に供給する商品価格が値上がりするか、もしくは新しい機械や生産設備の導入によって生産費が節約されたり、新しい市場が開拓されたりして、投資からやがて今以上の所得の流列が生み出されることを期待するからである。ひとたび彼らの投資が利益を生み出すことが実証されるならば、その他の企業家たちも追隨して同じようにして投資を増大させるから、その結果、競争は激しくなり、ますます投資は拡大するだろう。

もし、その結果、投資額が貯蓄額をさらに大きく上回って増大することが予想されるならば、企業家は、増大する投資を賄うために、銀行からの借り入れその他の手段によって金融市場から資金を調達しなければならなくなる。したがって、貯蓄を上回る投資を達成するためには、銀行による信用創造その他の貨幣的手段の拡張が必要になる。こうして、投資と貯蓄とが等しくないことを前提として、投資と貯蓄とを共に増大させながら、両者を等しくすることを課題として、投資金融経済の歴史を検討することができる。

さらに、投資の増大によって売上高が増大すれば、雇用量も増え、雇用者所得が増大し、その中から事後的に貯蓄も増大する。投資による所得の増大に伴って貯蓄も増大する結果、「事後的には」、投資と貯蓄は等しくされていくだろう。

このように『貨幣論』の貯蓄を上回る投資という命題は、「事前的な」投資の増大に関連して主張されていたのに対して、『一般理論』の投資と貯蓄の均等という命題は、「事後的な」投資と貯蓄との均衡を仮定して検討されていたと考えるのが妥当であろう。そして、投資の貯蓄に対する超過分は、銀行信用その他の金融市場を媒介として補充されなければならないから、ここに投資金融経済の歴

史が描かれることになる。

こうして、『貨幣論』における「貯蓄を上回る投資」という命題は、投資金融経済の発展に関する歴史理解のための仮説となっていたことが分かってくる。いかえれば、投資と貯蓄とがつねに等しいような社会においては、投資金融経済の発展は、そもそもありえないことになる。投資金融経済の下で、もし投資と貯蓄とが均衡するとしたならば、それは、生命体の動的平衡（homeostasis）と似たような経済の恒常状態が仮定される場合に限られる。このような投資金融経済の恒常状態は、一時的には成立するかもしれないが、進化する経済においては、「貯蓄を上回る投資」による経済繁栄か、さもなければ「貯蓄以下の投資」が支配する経済の衰退過程のいずれかが想定される。『貨幣論』における「貯蓄を上回る投資」の命題について、私は以上のように理解する。

8-1-3. マクロ金融経済史の理論への発展

最後に、右辺第1項を含む基本方程式のすべての項にしたがって分析される金融史は、現代のマクロ金融経済史となるであろう。ただし、このような金融史を描くために、基本方程式は、『一般理論』以降のケインズ経済学の発展の概念によって補強されなければならない。『一般理論』においては、基本方程式は、以下のように発展もしくは拡張される。

まず、貨幣的要因を伴って拡張された第2基本方程式からもう一度出発し直してみよう。

$$\pi = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{O} + \frac{M_1 V_1}{O} \quad (2)$$

この基本方程式の右辺第1項に示したのは、産出額1単位当たりの貨幣所得・貨幣支出・貨幣費用の金額である。ここから所得に対する消費の割合、すなわち消費性向の変化が有効需要の拡大に対して果たす役割が分析される。また第2項からは、投資誘因に関する分析が可能になる。そして、貨幣市場の変動を誘引する流動性選好理論は第3項を修正することによって導き出される。

基本方程式は、また『一般理論』から出発するマクロ経済分析に利用される国

民所得論へと拡張される。ここで、記号表現を変えて、任意の t 期の総合物価指数を P_t 、実質国民所得を Y_t 、投資額を I_t 、貯蓄額を S_t 、貸出し額を L_t 、預金供給額を D_t 、によって、それぞれ表わす。また、企業部門と家計部門に加えて、銀行および政府部門、外国部門を導入し、 t 期の政府の財政支出を G_t 、税収を T_t 、対外経常収入差額を B_t 、差し引き対外貸し出し額を L_t^f 、で、それぞれ表わすとしよう。これらの記号の変更または拡張によって、基本方程式は、次のように拡張される。すなわち、 t 期の名目国民所得は、次のように表わされる。

$$P_t Y_t = P_{t-1} Y_{t-1} + (I_t - S_t) + (L_t - D_t) + (G_t - T_t) + (B_t - L_t^f) \quad (3)$$

ここで、前年度 ($t-1$ 期) の名目国民所得 $P_{t-1} Y_{t-1}$ から今年度の貯蓄額 S_t を差し引いた残りが今年度の消費額になると仮定すれば、今年度の名目国民所得の構成は、上の (3) 式ようになる。右辺の各項目を今年度の物価指数 P_t で除すれば、実質消費額、実質投資と貯蓄のバランス、実質貸出し超過額などが計算される。また今年度の実質国民所得 Y_t で各項目を除することによって、各支出項目の国民所得に対する貢献度が算出される。

ここでは、『貨幣論』の想定に従って、銀行制度による預金と貸出しによって、金融市場における資金の需給が調整されると想定されている。そして、右辺第 2 項以下の投資・貯蓄バランス、貸出し市場の需給、政府の財政収支、国際収支がすべて均衡しているならば、この経済体系には、いかなる変化も訪れない。これに対して、いずれかの部門で投資項目が貯蓄項目を超過すれば、国民所得の増加もしくは物価の変動が誘発される。このように、『貨幣論』の基本方程式による分析は、『一般理論』における国民所得分析へと継承し拡張される。

8-2. 『一般理論』への発展

このように『貨幣論』の分析と『一般理論』の間には、連続性もしくは拡張が認められるけれども、両者の間には重要な違いと革新があることもまた確かである。詳しくは、『一般理論』を検討する後続論文において研究することにするが、『貨幣論』との間における重要な違いについて、ひとまず次の 3 点に要約し

ておこう。

- (1) 貨幣経済学の主要な研究目的は、『貨幣論』における貨幣の購買力、すなわち諸物価の変動要因の研究から、『一般理論』における**産出量と雇用量の変動要因の分析**へと拡張される。これは、1929年のニューヨーク証券取引所の大暴落に始まる世界大恐慌の経験を踏まえた主題の転換によるものであった。これによって、ケインズ経済学の主題とケインズ政策の目標は、雇用の一般理論の研究、および完全雇用の達成へと大きく転換していった。
- (2) これまでは、主として貨幣および銀行の貨幣政策に関する研究に焦点が当てられてきたが、『一般理論』においては、単にそれだけでなく、資本市場、特に**株式市場が経済変動に果たす役割**および**政府の投資管理政策**にまで研究対象が広げられる。世界大恐慌に始まる資本市場における金融崩壊と、その後の大不況下の失業問題とが深く関連していたという認識のもとに、研究の対象が銀行政策についてだけでなく、資本市場と公共投資にまで広げられる。このような意味で、『貨幣論』における金融史理論は、『一般理論』においては、「マクロ金融経済史理論」へと拡張・発展されなければならなかった。
- (3) このような主題の転換と研究対象の拡張に伴って、研究方法および研究手段が大きく転換することになる。これは、ケインズだけでなく、ケインズ・サーカスと呼ばれたケンブリッジ大学に関係した何人かの選ばれた研究者たちの協力によるものであった。『貨幣論』では産出量と雇用量を一定とする定常均衡の過程から出発して、その経済体系に対して、物価変動や技術革新などによる「意外の利潤（または損失）」が発生し、何らかの理由で不均衡または均衡攪乱の要因が経済体系に導入され、その体系が変化する発端について研究されていた。これに対して、『一般理論』においては、さらにその上に、不均衡と攪乱の要因が最後まで作用しつくすことによって、新たな貨幣的均衡に至るまでの動学的過程が分析されることになる。そのような研究のために、消費性向、投資誘因を決定する資本の限界効率、投資の乗数理論、流動性選好理論などの新たな分析装置が導入される。

このように『一般理論』では、研究の主題と分析装置における大きな転換が認められる。しかし、これまで検討してきた『貨幣論』の研究が、これによって全く放棄されたわけではなかった。そして、その上に『貨幣論Ⅱ』の第7編「貨幣管理」における新たな国際金融秩序に対する提案は、『一般理論』の出版以降に国際通貨制度の設立の際に継承し発展されたのであった。

【Reference】

- Hamilton, E.J. (1929) 'American Treasure and the Rise of Capitalism (1500-1700)' *ECONOMICA* No.27, November, 1929. pp.338-57.
- Hartcut, G.C. (1972) *Some Cambridge Controversies in the Theory of Capital*, London and New York: Cambridge University Press.
- Hawtrey, R.G. (1932) *The Art of Central Banking*, London: Frank Cass.
- (1938) *A Century of Bank Rate*, London: Frank Cass. 英国金融史研究会訳『金利政策の百年』東洋経済新報社 1977年.
- Hicks, J. R. (1967) *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford: Clarendon Press.
- (1969) *A Theory of Economic History*, London: Oxford University Press.
- (1973) *Capital and Time: A Neo-Austrian Theory*, Oxford: Clarendon.
- Keynes, J. M. (1930a) *A Treatise on Money, 1. The Pure Theory of Money*, The Royal Economic Society (1971) *The Collected Writings of John Maynard Keynes (CWK) vol. V*, Cambridge: Cambridge University Press.
- (1930b) *A Treatise on Money, 2 The Applied Theory of Money*, The Royal Economic Society (1971) *The Collected Writings of John Maynard Keynes (CWK) vol. VI*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kindleberger, C. P. (1985) *Keynesianism vs. Monetarism and Other Essays in Financial History*, London: George Allen & Unwin.
- (1990) *Historical Economics*, New York: Harvester Wheatsheaf.
- Mitchell, W.C. (1950) 'Business Cycles', in Robertson et. al. (1950) pp.43-60.
- Neal, L. (1990) *The rise of financial capitalism: International capital markets in the Age of Reason*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Obata, J. (2019) 'Reappraisal of Hicks's Theory of Money and Capital', *Review of Keynesian Studies*, vol.1, pp.85-100.

- Popper, K. R. (1957) *The Poverty of Historicism*, London: Routledge & Kegan Paul,
久野収・市井三郎訳『歴史主義の貧困 社会科学の方法と実践』中央公論社
1961年.
- (1959) *The Logic of Scientific Discovery*, London: Hutchison. 大内儀一・森博
共訳『科学的発見の論理 上, 下』恒星社厚生閣 1971, 1972年.
- (1969) 'A Pluralist Approach to the Philosophy of History' in Streissler ed.
(1969) pp.181-200.
- Robertson, D., Schumpeter, J.A., Hawtrey, R.G., Hayek, F.A., Hansen, A.H., Ohlin,
B., Tinbergen, J., Michell, W.C., Lerner, A.P., Lange, O., and others (1950)
Reading in Business Cycle Theory, London: George Allen & Unwin.
- Robinson, Joan (1962) *Economic Philosophy*, Chicago: ALDIN Publisher.
- Rich, E.E., C. H. Wilson ed. (1967) *The Cambridge Economic History of Europe, vol.
IV The Economy of Expanding Europe in the Sixteenth and Seventeenth
Centuries*. London and New York: Cambridge University Press.
- Schumpeter, J.A. (1935) 'The Analysis of Economic Change', *The Review of
Economic Statistics*, Volume X VII, Number 4, May 1935, pp.2-10. Also in Robertson,
D. et. al. (1950) pp.1-19.
- Scott, W. R. (1912/1951) *The constitution and finance of English, Scottish and Irish
Joint-Stock Companies to 1720, vol. I, The general development of the joint-stock
system to 1720*, Cambridge University Press, reprinted at New York: Peter
Smith.
- Streissler, E. ed. (1969) *Roads to Freedom: Essays in Honour of Friedrich A. von
Hayek*. London: Routledge & Kegan Paul.
- Wicksell, K (1965) *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value
of Money*, Translated by R.F. Kahn with an Introduction by B. Ohlin, New York:
Augustus M. Kelly.
- 荒井政治 (1963) 『イギリス近代企業成立史』東洋経済新報社
- 小畑二郎 (2007) 『ケインズの思想——不確実性の倫理と貨幣・資本政策』慶応義塾
大学出版会
- (2014) 『ヒックスと時間——貨幣・資本理論と歴史理論の総合』慶応義塾大学
出版会
- 平井俊顕 (2003) 『ケインズの理論 複合的視座からの研究』東京大学出版会