

自己利子率と内生的貨幣供給

岡敏弘*

ポストケインズ派経済学研究会
2020年6月27日

目次

1	序	1
2	実質貨幣残高と流動性の罫	2
3	『一般理論』第17章とその批判	5
3.1	第17章でのケインズの議論	5
3.2	第17章へのスラッファの批判	6
4	第17章の解決—自己矛盾について—	9
4.1	第17章は自己矛盾に陥っているか	9
4.2	スラッファの均衡概念—裁定均衡と生産均衡—	11
4.3	ケインズの均衡概念—短期の生産均衡—	14
5	流動性選好と内生的貨幣供給との調和	17
5.1	スラッファの流動性選好説批判	17
5.2	レイによる「流動性選好と内生的貨幣供給との調和」	18
5.3	内生的貨幣供給と流動性選好説との調和の解決法	19
6	内生的貨幣供給と雇用理論	23

1 序

失業の原因は、貨幣賃金や物価の硬直性ではなく、貨幣の存在であるということをケインズは『一般理論』で繰り返し主張している (Keynes 1936—以下「GT」と称す—) が、これはその後何度も論じられるマクロ経済学の論点になった。流動性選好というケインズが見出した貨幣の性質を取り入れた IS-LM 枠組を使って不完全雇用での均衡を描いたヒックスは、そのような均衡が賃金・物価の硬直性に依存しており、賃金・物価が下落すると、実質貨幣残高が増加して LM 曲線が右へシフトして完全雇用と両立する利子率に至ると述べた (Hicks 1967)。利子率が下限にぶつかるいわゆる「流動性の罫」では、この過程は働かないが、実質貨幣残高

* 京都大学公共政策大学院・経済学研究科、oka@econ.kyoto-u.ac.jp。

が支出に直接影響するいわゆる「ピグー効果」は、IS 曲線を右にシフトさせて完全雇用を実現する。こうなると、失業の原因は賃金・物価の硬直性に帰せられることになり、そのような硬直性の理由を追究するニュー・ケインジアンが興った。それに対して、実質貨幣残高が増える効果がもたらす貨幣の需要に吸収される真の流動性の罫の下では、ピグー効果も働かないことが明らかになり、そのような事態が起こりうることの掘り所が、『一般理論』の第 17 章「利子と貨幣の基本的性質」に求められるようになった (小野 1992、河野 1994)。

こうして議論は 1 周も 2 周もしてケインズに戻ってきた。ところが、『一般理論』のこの章は、初期のケインジアンからは、なくてもよい章だと言われ、ポスト・ケインジアンからは、支離滅裂と評された。ポスト・ケインジアンからの批判は、古くはカルドア (1960) のものがあるが、スラッファが残した手書きのメモと『一般理論』余白への書き込みに基づいて、ランケッティ (2001) やクルツ (2010) やドゥルプラス (2004, 2014) が詳細に論じた。スラッファのメモとその紹介者たちの批判は、ケインズの記述が自己矛盾を感じさせるようなものだというところからも起こっているが、より本質的には、第 17 章の流動性選好論が貨幣供給の外生性に基づいているという点を突いているように思われる。現実的な内生的貨幣供給の立場をとれば、第 17 章は全否定されるというわけである。ところが、内生的貨幣供給と流動性選好説との調和を図ろうとしてきたランドル・レイ (Wray 1990, 1992) が、第 17 章こそ、第 13 章や第 15 章と違って、外生的貨幣供給を必要としない流動性選好説を示しているという見解を提出した (Wray 2006, 2010)。

このレイの試みが成功しているかどうかを吟味し、ケインズの、貨幣の存在が失業の原因であるという説が、内生的貨幣供給の下で成り立つか、どういう意味で成り立つかを示すのが本論文の目的である。

まず、議論の前段として、実質貨幣残高の効果が貨幣需要によって吸収されるとき、ピグー効果がなくなるということを、河野 (1994) の枠組によって示しておく。次に、第 17 章へのスラッファの批判を、ランケッティ、クルツ、ドゥルプラスによる紹介とともに取り上げ、本題に取り組む前に、彼らがケインズの自己矛盾と言った点を解決して、ケインズの議論の筋を確定する。その上で、内生的貨幣供給と流動性選好とを調和させようとしたレイの議論を吟味し、その混乱を取り除いて、流動性選好説に内生的貨幣供給を取り込む方法を示そう。

2 実質貨幣残高と流動性の罫

賃金・物価の下落によって実質貨幣残高が増えることの効果が貨幣需要の増加によって全部吸収されるときに、「ピグー効果」がなくなることを河野 (1994) のモデルによって描いておこう。経済は次の簡単な一般均衡で表される。

$$Y(w/p) = C[Y(w/p)] + I(r) \quad (1)$$

$$N^S(w/p) = N^D(w/p) \quad (2)$$

$$M/p = L[r, Y(w/p)] \quad (3)$$

Y は実質所得、 C は実質消費で、これらは貨幣賃金率 w と財の価格 p との比である実質賃金率の関数である。 I は実質投資でこれは利子率 r の関数である。 N^S, N^D はそれぞれ労働供給、労働需要でこれも実質賃金率の関数、 M は名目貨幣供給量、 L は実質貨幣需要でこれは r と Y の関数である。(1), (2), (3) はそれぞれ財市場、労働市場、貨幣市場の均衡を表す。この 3 式を満たす p, w, r があれば、労働市場も需給均衡しているから、完全雇用の均衡が成立している。

ここで賃金が硬直化して $w = \bar{w}$ に固定されると、変数が 1 つ減って (1)~(3) は過剰決定になり、どれかの市場の均衡が破れる。労働市場の均衡が破れると不完全雇用均衡になる。IS-LM 枠組では、完全雇用水準の

所得 Y_F を下回る所得 Y_0 とそれに対応した利率 r_0 で IS と LM とが交わることによってそれは示される (図 1)。

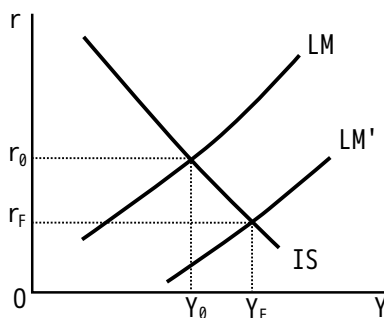


図 1 IS-LM 枠組での不完全雇用均衡と物価の利率効果

ケインズは、貨幣賃金の硬直性に不調整の責めを負わせるのが古典派の常だと言い (GT, p.257)、貨幣賃金下がったときに雇用が増えるかどうかは有効需要の原理に則って考察しなければならず、したがって、貨幣賃金の低下が、消費性向と資本の限界効率と利率とにどのような影響を及ぼすかを調べることを通じて考察しなければならないと述べた (GT, pp.260-262)。それら全部への影響を挙げてケインズは、貨幣賃金の切り下げは雇用をさらに減らす傾向が強いだろうと言うのだが、このうち利率への影響については、賃金の低下は物価の低下を伴い、それが貨幣需要を減少させ、流動性選好表を引き下げることを通じて、利率を下げ、投資を増やして雇用に有利に働かろうと述べた (GT, p.263)。これは、上の (1)~(3) の体系では、 p が下がることにより M/p が上がり、それに比して貨幣需要が下がることを意味し、IS-LM 枠組では、LM 曲線が下にシフトすることによって表される。

これは実質貨幣残高効果の 1 つで、ケインズが認めていることから「ケインズ効果」とも呼ばれる (河野 1994、94 頁など)。この効果が大きければ、完全雇用を実現する利率と所得を表す点 (図 1 の (Y_F, r_F)) で IS 曲線と交わるまで LM 曲線がシフトするだろう (LM')。ヒックスは、この過程によって完全雇用均衡が実現することから、不完全雇用均衡の原因を賃金と物価の硬直性に求めた (Hicks 1967)。

賃金・物価の硬直性に失業の原因があるのではないというケインズの見解を重視する人々は、貨幣需要が利率に対して無限に弾力的になって利率に下限が生じる (GT, pp.203-204) という意味での「流動性の罠」に、それに代わる原因を求めた。これは、貨幣需要曲線 (流動性選好表) が、図 2 の左側のグラフの $L(Y)$ のように、 $\bar{r}$ を下限とする水平部分をもつことによって表され、そのとき、LM 曲線も右側のグラフのように $\bar{r}$ での水平部分をもつ。その結果、物価が下がって実質貨幣残高が上がっても、利率は $\bar{r}$ よりも低くならず、完全雇用は達成されない。

これに対してピグー効果は、実質貨幣残高の増加が消費を増やすことに着目したものである。それは、(1) の消費関数に変数 M/p が入り、

$$Y(w/p) = C[Y(w/p), M/p] + I(r) \quad (4)$$

になることによって表される。 M/p の上昇が消費を増やすと、IS 曲線が右へシフトするので、利率に下限 $\bar{r}$ があっても完全雇用になりうる。図 3 で、物価水準 p_3 の下で IS 曲線が $IS(p_3)$ にシフトして完全雇用になっている。

さらにそれに対して、貨幣需要にも実質貨幣残高が影響すると思ったのが、河野 (1994) や小野 (1992) の議論である。彼らは、その実質貨幣残高効果が貨幣需要の増加で全部吸収されてしまうとき、それが消費を増やす効果は残っておらず、つまりピグー効果はなくなり、物価下落が完全雇用をもたらすことを期待することは

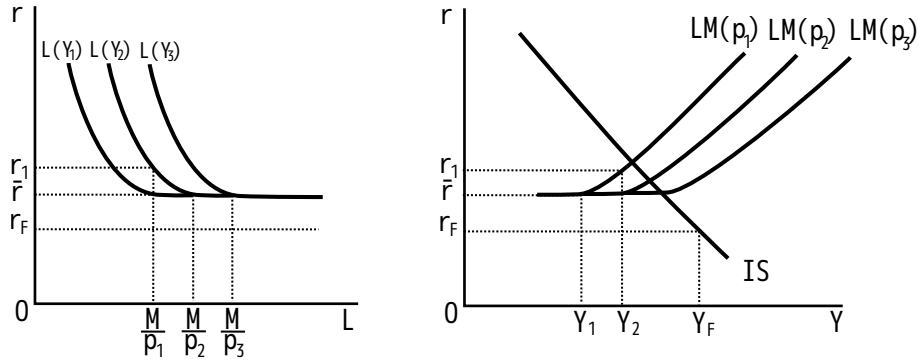


図2 流動性の罫—貨幣需要の利子率弾力性無限大の場合—

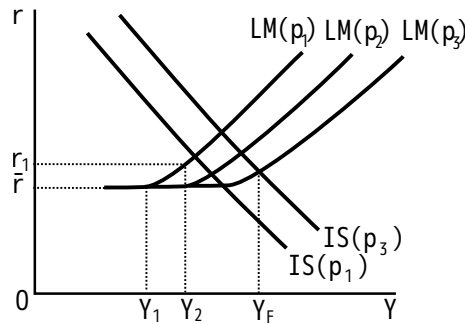


図3 ピグー効果

できなくなると述べ (河野 1994、97-99、177-178 頁)、この事態を「流動性の罫」の最も自然な解釈と見なした。実は、1968 年に根岸 (1968) が既に同様のことを述べていた。松尾 (2018) によれば、二階堂副包が 1998 年に同じ解釈を提出しているという (Nikaido 1998)。貨幣需要に実質貨幣残高効果があるとする、貨幣需要関数に M/p が入り、(3) は

$$M/p = L[r, Y(w/p), M/p] \quad (5)$$

となる。予算制約

$$M/p + Y = C + I + L$$

から、 M/p の増加分は、 I が変わらないとすると、 $C + L$ の増加分と等しい。それが、 L の増加に全部吸収されれば、 C はまったく増加しない。

この事態は、図 4 によって表される。今度は、貨幣需要曲線 (流動性選好表) は、図 2 のように、様々な所得 Y の値に対応して別々に描かれるばかりでなく、様々な p の値に対応して別々に描かれる。図 4 では Y_1, Y_2, Y_3, p_1, p_2 に対応する貨幣需要曲線を描いている。そして、実質貨幣残高効果が貨幣需要に全部吸収されることは、 p_1 に対応する、3 つの所得水準に対応する貨幣需要曲線が、物価が p_2 に下がったときに、すべて右へ $M/p_2 - M/p_1$ だけ平行移動することによって表されている。すなわち、物価が p_1 であったときに Y_2 の下で貨幣市場を均衡させる利子率が r_2 であったとすれば、物価 p_2 の下でも、やはり r_2 である。したがって、物価がどの値を取っても LM 曲線はシフトしない。そして、消費に実質貨幣残高効果がなくなっているの、IS 曲線もシフトしない。よって、価格変化が不完全雇用均衡を動かすことはないのである。

以上が、流動性の罫に失業の原因を求める議論の到達点である。そして、それを重視する河野 (1994) や小野 (1992) は、『一般理論』第 17 章のケインズの記述にその拠り所を求めるのである。

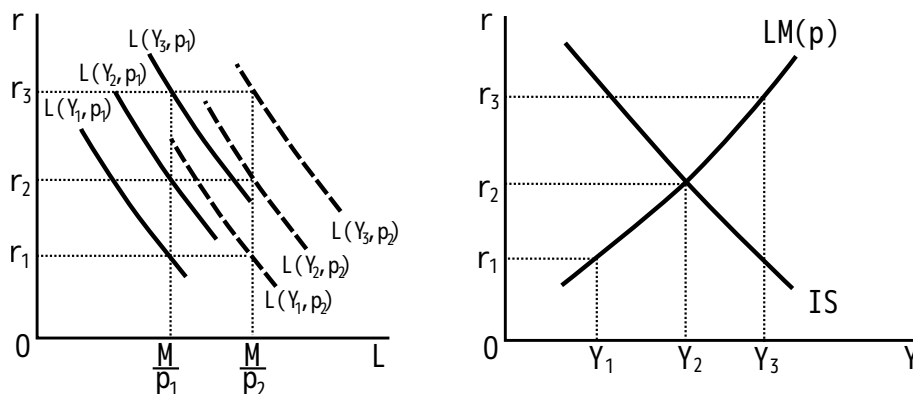


図4 流動性の罫—実質貨幣残高効果が貨幣需要に吸収される場合—

3 『一般理論』第17章とその批判

3.1 第17章でのケインズの議論

ケインズは『一般理論』で、貨幣利子率が投資の限界を画し、したがって雇用水準に限界を画するという枠組を打ち立てたが、なぜ貨幣にそのような特別の役割が生じるのかを追究するために、第17章で、通常貨幣に認められる性質を一旦剥ぎ取って、貨幣と他の資産とを同列に置いた上で、改めて、貨幣の特殊な性質がどこから生まれるかを考察した。一旦同列に置くためにケインズが採ったのが、貨幣だけでなくどの資産にも利子率があるという見方である。つまり、「住宅利子率 (house-rate of interest)」とか「小麦利子率 (wheat-rate of interest)」とかがあるというわけである (GT, p.223)。それらを一般的に表現するときは「自己利子率 (own-rate of interest)」と呼んでいる (同)。当然「貨幣利子率 (money-rate of interest)」もあるわけである。

ケインズは、様々な資産は次の3つの属性のどれかまたは全部を持つと言う。すなわち、(i) 収益を生む、(ii) 持越費用を持つ、(iii) 自由に処分できるという流動性の便益が打歩を与えるという属性である。それぞれの大きさをその資産自身で測ったものをケインズは q, c, l と表し、あらゆる資産のそれ自身を標準として測った自己利子率は $q - c + l$ で表されると言った (GT, p.226)。3つの属性のそれぞれが圧倒的に大きい資産の代表としてケインズは、住宅、小麦、貨幣を取り上げ、圧倒する属性以外の2つを無視できるとして、それらの自己利子率をそれぞれ $q_1, -c_2, l_3$ と書いた (GT, p.227)。次にケインズは、それら資産の間の相対価格が変化することを考慮するために、任意のある資産を標準とする価値変化率を導入した。そして、任意だがたまたま貨幣を標準としたときの、住宅および小麦の価値増加率を a_1, a_2 と書いて、 $a_1 + q_1$ を「貨幣利子の住宅率 (house-rate of money-interest)」、 $a_2 - c_2$ を「貨幣利子の小麦率 (wheat-rate of money-interest)」と呼んだ。 l_3 は「貨幣利子の貨幣率 (money-rate of money-interest)」である。これらは、他の章で「限界効率」と呼ばれたものと同じものである (貨幣にも限界効率がある)。

こうすると、 $a_1 + q_1, a_2 - c_2, l_3$ のうち最も大きいものに、資産所有者の需要が向かうと言え、均衡ではそれらは等しくなる。すなわち、 $a_1 + q_1 = a_2 - c_2 = l_3$ 。そうすると、資産一般のストックが増えるにつれて、各資産の自己利子率は低下していくが、最も緩慢に低下する自己利子率を持つ資産が他の資産の生産に限界を画すことになる。すなわち、自己利子の自己率の中で最大のものを持つ資産によって測られた自己利子率 (限界効率と言ってもよい) が、その最大の自己利子率に等しくなった資産への投資は増えることはないと言える (GT, p.236)。

そして、貨幣に特別な性質を与えるのは、貨幣の自己利子率が実際最も緩慢に低下することだとケインズは論じる。そうなる理由は、第1に、貨幣の自己利子率が高いからといって、それを生産するために労働が振り向けられるということがなく（これをケインズは「生産の弾力性が極めて小さい」と表現している）、第2に、貨幣の交換価値が上昇しても、それに代わって他のものが用いられるということがない（これをケインズは「代替の弾力性が極めて小さい」と表現している）からである。後者をケインズは、「貨幣は、それに対する需要が増加する場合には、購買力の流れを底しれず吸い込む湖沼となる」と表現している（GT, p.231）が、これは、前節で最後に到達した流動性の罍の事態をよく表すものと見なされている（小野 1992、45 頁）。

こうしてケインズは、貨幣と他の資産とを同列に並べて評価することによって、自己利子率が最も緩慢に低下する資産があることが問題の源泉であり、貨幣がそのような資産になるのは、生産と代替の弾力性が小さいという貨幣の性質によるということを示した。ケインズは、貨幣が価値標準であることは、それが流動性歩歩¹を高める面はあるにしても、問題の本質ではないと述べた（GT, pp.229, 236-238）。貨幣以外にも、同様の性質を持つ資産は同じ問題を起こすと言ひ、その例として金（GT, pp.229, 236）と土地（p.241）とを挙げている。

3.2 第17章へのスラッファの批判

このようなケインズの議論をほとんど否定するメモをスラッファが残している（Sraffa Papers—以下 SP と書く— I100¹）。ランケッティ（2001）、クルツ（2010）、ドゥルプラス（2014）がそれを紹介してスラッファに同意し、第17章のケインズの議論をほとんど全否定している。ランケッティによれば、スラッファの批判は2点からなる（Ranchetti 2001, p.321）。1つは流動性選好という概念そのものに関わり、もう1つはケインズの議論の中に自己矛盾があるというものである。

1つ目の批判はランケッティによれば次のようなものである。ケインズの流動性選好とは貨幣保蔵の限界効用のことであり、したがって、ケインズは、通減する保蔵の限界効用によって、右下がり貨幣需要曲線を基礎づけていることになる。しかし、スラッファによれば、通減する保蔵の限界効用などというものはなく、利子率が下がるにつれて流動性を増やす人もいれば減らす人もいる。だから、右下がり貨幣需要曲線などというものは存在しない。ケインズは、貯蓄量が利子率に一義的に関係するという古典派利子論を否定したが、同じ古い理論が貸付の供給に形を変えて復活しているのだと言うのである（Ranchetti 2001, pp. 321-322）。

しからば、現金が多ければ多いほど利子率が低いという現実をどう説明するか。スラッファは、因果の方向が逆であると言う。つまり、低利子率が貨幣量増加の原因である。貸付の供給ではなく需要（つまり借り手の行動）に着目すると、利子率を下げないと多くの貨幣を供給できない。なぜなら、借り手は、低利でなければ借入資金の有利な用途を見出せないからである。そして、利子率は資金の貸し手の行動に影響しないと（*ibid.*, p.322）。

菱山泉は、1969年から70年にかけて、ケンブリッジでスラッファから、「流動性選好曲線が個々人の主観的評価に基づいているから、確実な基礎に立っているとは思われない」という評価を聞いたと言う（菱山 1993、116 頁）。スラッファのノートはこれを裏付けるものである。スラッファが一切の限界主義的な要素を批判するのは、『商品による商品の生産』（Sraffa 1060）の立場と整合的である。

スラッファがメモに残した『一般理論』への第2の批判は、ケインズが、商品利子率（ケインズの言葉では「自己利子率」）を「資本の限界効率と同一視した」ことに向けられているという（Ranchetti 2001, p.322）。ランケッティは、ケインズが自己利子率を3通りのやり方で定義したと言う（*ibid.*, pp.318-319）。第1の定義

¹ 「I 100」は「スラッファ・ペーパーズ」の文書番号。

は、商品の現物価格が先渡価格を凌駕する割合に貨幣利子率を加えたものというものである。これはスラッファの商品利子率と同じものであるが、商品の現物価格、先渡価格をそれぞれ p_s, p_f とするとき、 $1 - \frac{p_f}{p_s} + r$ がその定義による自己利子率を表す²。自己利子率の第2の定義は、商品ないし資産を保有することから得られる、それ自身で表したネットの有利さ (advantage) である。これは、先に紹介した、 $q - c + l$ ないし $q_1, -c_2, l_3$ のことである。ランケッティが言うケインズの自己利子率の第3の定義は、この $q - c + l$ に、当該商品・資産の貨幣で表した価値の上昇率 a を加えたもの $a + q - c + l$ 、すなわち、ケインズが「貨幣利子の住宅率」、「貨幣利子の小麦率」などと呼んだものである。ランケッティは、スラッファは第1の定義を認める (自分のと同じだから当然だが) が、第2、第3の定義を拒否するのだという (*ibid.*, p.322)。

スラッファの批判はこうである。諸商品の利子率の違いは、諸商品の有利さ (advantage) — 収益率や持越費用や流動性打歩によって定義される — の違いに起因するとケインズは見なし、これらの有利さを商品利子率と定義するが、商品利子率の商品間の差は、その価格の変化率の差によってのみ生じるのであって、有利さの差によって生じるのではないと (*ibid.*, pp.322-323)。ケインズは、人が商品を借りるのは、それを借入期間の終わりまで保有し、その有利さを享受するためであると仮定しているとスラッファは言う。貨幣であれば、それを期間の終わりまでずっともっておいてその流動性を楽しむためであると仮定していると。しかし、人が貨幣を借りるのは、それを手放して物を買うためであるとスラッファは主張する (*ibid.*, p.323)。人が借りるのは、自分が使いたいと思う物ではなくて、債務を固定する価値標準であって、例えば魚が価値標準であれば、魚を100年借りることすらできる。その流動性はゼロでその持越費用は無限大だが、そんなことは魚の貸借には関係がないというのである。

そして、ケインズは、『一般理論』第17章の第2節では、自己利子率ではなく、終始、資本の限界効率について語るべきだったというのがスラッファの主張であるという。しかしランケッティによれば、「そうしたとしても、貨幣の『特別の性質』のゆえに貨幣利子率が他の資産の自己利子率に比べて『低下しにくい』 (それゆえ高い水準にとどまり易い) というケインズの主たる結論は、自己矛盾に陥る」 (Ranchetti 2001, p.323)。ランケッティはスラッファの次の記述を引用している。

限界効率が決して5%(その任意の量を保蔵することから人々が得る喜びの価値として) を下回らない商品があるとすれば、他のすべての資産の生産は、その限界効率がその水準を下回るようなストック量に達すれば止まり、それで浮いた資源のすべてが、上の保蔵可能な資産の生産に使用されるだろう。もしこの資産が生産し得ないもの (紙幣のように) であれば、その増加する需要は、その価値が上昇し続けることによってしか満たされない。それは一般物価の下落を意味する。この保蔵が安定して継続すると予想され、すべての価格が貨幣で表して低下すると予想されるとすれば、その結果は、すべての商品の自己利子率が貨幣利子率よりも高くなるというものだ (これはフィッシャーのケース。そして、価格の騰落予想が利子率乖離の唯一の原因。)。

それゆえ、ケインズのケースの利子率の動きはケインズの結論とは逆なのである。 (Ranchetti 2001, pp.323-324; SP I100, p.11)³

² ケインズの説明をそのままとると、 $p_s/p_f - 1 + r p_s/p_f$ と表す方が正確だが、本文中の表記との間には、 p_s を基準に測るか p_f を基準に測るかの違いしかない。時間を短く取れば、両者は限りなく近づく。実際、ケインズの小麦を例にとりて、その現在価格を p_0 、 t 年後の先渡価格を $p_t = p_0 e^{at}$ 、貨幣利子率 (年率) を r として、ケインズの言ったとおりに推論すると、次のようになる。現物の貨幣1単位は、 t 年後の先渡の貨幣 e^{rt} 単位を買い、その貨幣は、先渡の小麦 $e^{rt}/(p_0 e^{at})$ 単位を買う。それとは別に現物の1単位の貨幣は現物の小麦 $1/p_0$ 単位を買う。したがって、現物の小麦1単位は $p_0 e^{rt}/(p_0 e^{at}) = e^{(r-a)t}$ 単位を買う。その結果、小麦利子率は $[de^{(r-a)t}/dt]/e^{(r-a)t} = r - a$ になる。 $a = p_f/p_s - 1$ とすれば、これは本文中の表記と同じになる。なお、スラッファの説明 (Sraffa 1932) はそのまま本文中の表記によって表せる。

³ スラッファの原文は以下の通り。if there is one article the marg. eff. of which never fall below say 5% (this being the valuation of the pleasure people derived from hoarding any quantity of it) the production of all other durable assets

同様の自己矛盾の指摘は、スラッファのメモの随所に現れる。例えば

[『一般理論の』]228 頁第 2 節 逆が真。むしろ増加する。

最高の利子率を持つもの—つまりその需要価格が供給価格を超えるもの—の生産。利子率が下がらない限り、それは生産されないというのは間違い。実際それは 229 頁と矛盾する。(SP I100, p.7)⁴

また

貯蓄が進み、流動的現金の効用の弾力性により、それに保蔵が伴うと、貨幣の価値は上がる。したがって、貨幣利子率は他の利子率よりも低くなる。高くはならない。

[これはフィッシャーの効果。貨幣以外の商品についてはケインズも認めている。](SP I100, p.8 back)⁵

このような自己矛盾の指摘は、スラッファが所有していた『一般理論』への書き込みでも示されている。供給価格が需要価格を下回るような資産は、その限界効率が利子率よりも高く、新たに生産されるという『一般理論』228 頁のケインズの記述に対して、スラッファは

「限界効率」と‘the’利子率が曖昧だ。前者はこの文脈では定義されていない。後者は 227 頁で 2 つの異なった定義をされていた。この文の意味がどうであれ、少なくとも読者を誤りに導く。現在価格が費用を超える商品の利子率 (222-3 頁の定義での) は非常に高いからである。⁶

と記している。同じ頁の、貨幣利子率が他の資産の自己利子率に比べて緩慢に低下するとき、均衡が維持されるためには、貨幣以外の商品の現在価格が期待将来価格に比べて低下しなければならないというケインズの記述に対して

これはそれら商品の利子率を下げる。上げることはない。⁷

と記している。クルツは「ケインズは単に間違っただ」と書いた (Kurz 2010, p.199)。第 2 節でのケインズの結論である、資産ストックが全体として増加するときに、最も緩慢に低下する資産の利子率が、他の資産の有利な生産を止めてしまうが書かれたところの余白にスラッファは

will stop when their stocks are such that marg. eff. has come down to that level — for otherwise they could not be sold at cost — and all resources saved will be used for producing the hoardable asset. If this assets cannot be produced (paper money), its demand will increase and can only be met by a continuous rise in its value, i.e. fall in general prices. If this hoarding is expected to go on steadily, and all prices are expected to fall in terms of money, the result will be that all own rates of interest of commodities will be higher than the money rate (this is Fisher's case: and the expected appreciation or depr. is the only possible cause of divergence in rates of interests). Thus in the K. case, the result on rates of int. is opposite to K's conclusion.

⁴ 原文は以下のとおり。p.228 §2 The opposite is true: there is an increase

the production of those things which have the highest rate of interest—i.e. whose demand-price exceeds the supply-price. It is wrong to say they are not produced unless the rate of interest falls— and indeed this is contradicted on p.229. (SP I100, p.7)

⁵ 原文は以下のとおり。If saving is in progress, and owing to the elasticity of the utility of liquid cash, is accompanied by hoarding, money will be expected to rise in value—therefore the money rate will be lower than other rate and not higher.

[This is Fisher's effect, which Keynes admits for all commodities except money.]

⁶ 原文は以下のとおり。‘Marginal efficiency’ and ‘the’ rate of interest are obscure: the former is not defined in this context and the latter has had *two* different definitions on p. 227. Whatever the meaning of this sentence it is at least misleading; for the rate of interest (def. 222-3) on an article, the current price of which exceeds cost, is very *high*.

⁷ 原文は以下のとおり。This will *lower*, not raise, their rates of interest.

金の利子率は、その価値が上がると予想されるときに、極めて低くなるだろう。⁸

と書いた。

次の第3節で、貨幣利子率が低下しにくい理由を生産と代替の弾力性が小さいことだと特定した後でケインズは

このことに対する唯一の修正が生ずるのは、貨幣の価値が上昇したさい、その上昇が将来も持続するかどうかに関して不確実性が生ずる場合である。その場合には、 a_1 と a_2 が増大するが、そのことは貨幣利子の商品率が上昇することと同じであり、したがって他の資産の産出量への刺激となる。(GT, p.131)

と述べたが、ここにスラッファは「228 頁では正反対のことが言われていた」と書いた。

以上が、自己矛盾に関するスラッファの指摘である。

スラッファの批判が正しければ、第1に流動性選好には根拠がなく、第2に資本の限界効率と利子率との間に『一般理論』第17章で言われたような関係はなく、第17章は「無茶苦茶で支離滅裂で頭を混乱させる」章だということになる (Kurz 2010, p.199)。第17章に依りどころを求める流動性の罣論の基盤が怪しくなるかもしれない。果たしてスラッファの批判は正しいのだろうか。初めに自己矛盾があるという批判から片付けていこう。

4 第17章の解決—自己矛盾について—

4.1 第17章は自己矛盾に陥っているか

スラッファはこう言った—限界効率が決して5%を下回らない商品があって、他の商品の限界効率は次々に5%を割って低下するとすると、最初の限界効率が低下しない商品 (いわば貨幣) が需要を吸い込む。ケインズの言うとおり、その生産が増やせないとなると、他の商品の価格は、最初の限界効率が低下しない商品 (貨幣) で測って低下する。それは、定義により、他のすべての商品の自己利子率が貨幣の自己利子率よりも高くなることを意味する。これはケインズが言うのとは逆だ。—と。

なお、ここでの「限界効率」をケインズは第17章で「自己利子率」と呼んでいる。ある資産自身で測ったその資産の限界効率は、その資産自身で測ったその資産の自己利子率と同義であり、共通の価値標準で測ったある資産の限界効率は、その価値標準で測ったその資産の自己利子率と同義である。ただ、『一般理論』のそれ以前の章では、「限界効率」はもっぱら、共通の価値標準で測ったものを指すのに使われた。貨幣にも当然限界効率がある。そのことは、ケインズの1937年の論文「利子率の理論」(Keynes 1937a) から明らかである。

スラッファはこのような「自己利子率」の使い方を認めなかった。スラッファにとって自己利子率は、貨幣利子率と予想価格変化とだけから定義されるものであって (Sraffa 1932)、資産を保有することから得る有利さ (advantage) とは何の関係もない。だから、『一般理論』228 頁や 229 頁でケインズが有利さについて語っているところへの書き込みやメモの中で、「自己利子率」ではなく「限界効率」と言うべきだと書き、上に引用した彼のメモでは、「自己利子率」を「限界効率」に変えている。その上で、そうして曖昧さを除去したとしても自己矛盾があると言っているのである。

これまでと同様に、ある (貨幣以外の) 商品の現物価格 (ないし現在価格)、先渡価格 (ないし将来予想価格)

⁸ 原文は以下のとおり。The rate of interest on gold would be exceptionally low, as it would be expected to rise in value.

をそれぞれ p_s, p_f 、貨幣利子率を r とすると、スラッフアが言う事態は

$$1 - \frac{p_f}{p_s} + r > r \quad (6)$$

と表せる。左辺はその商品の自己利子率であり、右辺は貨幣利子率である。貨幣が需要を吸い込み、その生産を増やせないとする、貨幣の将来予想価格が上昇する。それは商品の将来価格が下がることを意味するから、 $p_f < p_s$ である。このときなるほど $1 - p_f/p_s + r > r$ となる。

このスラッフアの論理に誤りはない。しかし、それがケインズの理論の自己矛盾を示しているというのは正しくない。なぜなら、ケインズが問題にしたのは、貨幣以外の商品のそれ自身で測った自己利子率が貨幣の自己利子率よりも低くなる事態ではなく、貨幣以外の商品の貨幣利子の商品率—貨幣利子の住宅率や貨幣利子の小麦率など—が貨幣利子の貨幣率よりも低くなる事態だからである。式 (6) の左辺はある商品のそれ自身で測った自己利子率を表しており、貨幣利子の商品率を表してはいない。

だから、(6) が成り立っても、ケインズの主張にとっては何も不都合なことはない。貨幣利子の商品率とは、商品自身で測った自己利子率にその商品の貨幣で測った価格上昇率を加えたものである。したがって、式 (6) の左辺が商品自身で測った自己利子率であれば、商品の貨幣価格上昇率を a として、貨幣利子の商品率は

$$1 - \frac{p_f}{p_s} + r + a$$

となり、(6) 式を保ちながら、ケインズの均衡を満たすように

$$1 - \frac{p_f}{p_s} + r + a = r$$

となることができる。実際、商品の価格が下がりつつあるときには $a < 0$ となる。

しかし、価格上昇率とはまさに $p_f/p_s - 1$ に他ならず、 $a = p_f/p_s - 1$ なのだから、上の式は

$$r = r$$

となって、無意味な恒等式となる。さらに、投資がまだ増えたり減ったりしているケインズの不均衡状態を表現しようとすれば、 $r > r$ や $r < r$ となってしまう。これは矛盾である。これをどう考えたらよいだろうか。

ケインズは、自己利子率を $1 - p_f/p_s + r$ とは違うやり方によっても定義していた。すなわち、ある商品 (資産) のそれ自身で測った収益率を q 、持越費用 (の率) を c とし、流動性打歩 l は小さいとして無視すれば、その商品自身で測った自己利子率は $q - c$ であり、貨幣利子の商品率は $q - c + a$ である。 $q - c + a > r$ であれば、その商品への投資が増加し、ケインズの均衡においては $q - c + a = r$ である。 $a = p_f/p_s - 1$ と書いてよいから、均衡の条件は

$$q - c + \left(\frac{p_f}{p_s} - 1 \right) = r \quad (7)$$

となる。

この形なら、無意味でもなく、不均衡状態も、式 (7) の等号を不等号に変えて矛盾なく表現できる。そして、スラッフアの指摘する事態、つまり、商品の貨幣価値が下落しつつある場合で、かつケインズの均衡状態にある場合も

$$q - c + \left(\frac{p_f}{p_s} - 1 \right) = r, \quad \frac{p_f}{p_s} - 1 < 0$$

として表現できる。ここに矛盾はない。

このように考えると、ランケッティのように、ケインズが自己利子率を3通りの互いに並列的なやり方で定義したと見る⁹のが間違いだということがわかる。ランケッティの言う第1の定義は、実はケインズの自己利子率の定義ではなかったのである。

ケインズの自己利子率 (商品自身で測った) の定義は $q - c + l$ だけである。貨幣以外で l を無視すれば $q - c$ である。次に、貨幣利子の商品率が $q - c + a$ と定義される。そしてこの貨幣利子の商品率は、不均衡では r より大きくも小さくもなりうるが、均衡—投資がそれ以上増えも減りもしない—では r に等しくなる ($q - c + a = r$)。このとき、

$$q - c = r + 1 - \frac{p_f}{p_s}$$

となる。つまり、自己利子率が $r + 1 - p_f/p_s$ に等しくなる。ケインズの自己利子率の第1の定義とランケッティの目に映ったもの—これはスラッファではまさに定義に他ならないのであるが—は、ケインズの均衡においてのみ成り立つ方程式だったのである。

しかし、ケインズは、第17章の冒頭で、小麦の先渡価格と現物価格と貨幣利子率とから小麦利子率と言えるものを考えることができるということを示しただけで、あたかも $r + 1 - p_f/p_s$ が自己利子率の定義であるかのように書いている。それが小麦利子率を考えることができるということを示すのに好都合だったからである。そして、これはスラッファの記述をヒントにしたものである。スラッファの場合はそれがまさに定義であったから、スラッファがこれをケインズの定義と思ったのも無理はない。

スラッファは、商品の自己利子率の貨幣利子率からの乖離は、商品価格変化によってのみ生じ、自己利子率の商品間の差は商品の価格変化率の差によってのみ生じるのであって、商品または資産の有利さ (advantage) の差によっては生じないと主張した。ケインズの定義によれば、自己利子率の差は、有利さの差によってのみ生じる。それは、「均衡」においてのみ、価格変化率の差に等しくなるのである。

4.2 スラッファの均衡概念—裁定均衡と生産均衡—

スラッファの一番それとわかる誤解は、ケインズが、諸商品のそれ自身で測った自己利子率と貨幣利子率との大小を問題にし、均衡においてはそれらが等しくなる、つまり $p_f = p_s$ が成立すると見なしたところにあるように見える。ケインズの均衡において均等化するの、貨幣利子の商品率であり、そこで成立するのは $q - c + p_f/p_s - 1 = r$ である。しかし、そんなことは『一般理論』を読めば明白であり、スラッファがそれを読み落としていたとは考えられない。実際、スラッファは読み落としていないのであって、そのことに言及している。それを知らながら、スラッファはなぜ上のような批判を行ったのか。

ケインズの「貨幣利子の商品率」について、スラッファは次のように書く。

第2節でケインズは、各商品の利子率を、その商品を保有することの有利さ (advantage) と不利さ (disadvantage) を加えあわせることによって構成しようとし、226-7 ページでは、それを自己利子率と定義した。しかし、その過程で彼はそのような利子率が互いに異なることに気づき、ある任意の標準で測った価格の騰落予想を各商品について想定しなければならなくなった。それを入れれば、すべての利子率は互いに等しくなる。その結果出てくるのが、「貨幣利子の自己率」という雑種概念なのだが、この概念はその後二度と使われない。これは生じた混乱につきあてするためだけの概念である。(SP I 100, p.9)¹⁰

⁹ スラッファも同様の理解だと思われるが、スラッファは3通りとは明言していない。

¹⁰ 原文は以下の通り。In Section II K tries to build up the rate of int. of each commodity by adding up the advantages and disadvantages of holding that particular article. On p.226-7 he defines them as the own rates!! [By this process

と。また、

227-8 頁でケインズは、各商品の利子率を得るためには、その有利さに価格変化予想を加えなければならないと考えた。そして、[裁定] 均衡ではすべての商品の利子率が等しくなると彼は言うのであるから、価格下落の予想は常に、保有から得られる有利さに対して「相補的」(つまり直接の補完関係にあるの) でなければならない。(SP I 100, p.10)¹¹

と書く。ここでスラッファは、「均衡」の前に「裁定 (arbitrage-)」という言葉で [] 付きで挿入している。これは重要な意味をもっている。

スラッファは別の箇所、ケインズの第 17 章第 1 節の記述について

第 1 節、商品率。その限りでは OK だが、関係ない。それに続く使用は問題を混乱させる。それは、生産が需要に調整されるまでの短期 (短期貸付) においてのみ重要だということに注意せよ。(SP I 100, p.6)¹²

というメモを残している。それに続くところでは、

もし 1 つの資産がより高い効率をもつのなら、均衡は、②生産の増加か、①価値の上昇のどちらか (あるいは両方) によって、およびその結果として、回復される。

とも書いている¹³。さらに別のところでは、

利子率の違いは短期貸付にしか生じない。1 年も経てばすべて等しくなるだろう。しかし、資産を生産するには時間がかかる。そして、それに関係あるのは「1 年以上の」利子率である。

とも書いている (SP I 100, p.8 back)¹⁴。

これらのスラッファの記述から次のことがわかる。スラッファは、均衡を回復させる調整過程を価格調整と生産調整との 2 つに分けた。そして、前者を「裁定 (arbitrage)」と呼び、これを 1 年以内の短期の調整過程と見なした。後者の生産調整は 1 年以上の「長期」の過程である。つまり、スラッファは均衡を裁定均衡と生産均衡とに分けて捉えている。そして、彼は、『一般理論』第 17 章でのケインズの均衡を「裁定均衡」だと理解した。だからこそ、「[裁定] 均衡ではすべての商品の利子率が等しくなると彼 [ケインズ](筆者挿入) は言う」と書いたのである。

スラッファはまた、「最も高い利子率が支配する (highest rate rules the roost)」ということに関するケイ

he gets different results for each article: then, he must assume that for each of the articles there is such an expectation of appreciation or depreciation in terms of an arbitrary standard, as will equalise their rates of interest the result is a hybrid “own rate of money interest” which is never used again, and instead has no other use than to patch up the confusion created.]

¹¹ 原文は以下の通り。Pages 227-8 K supposes that the expectation of change in prices must be added to the alone advantages in order to obtain the rate of interest of each article: and since he says that in [arbitrage-] equilibrium the rates of all articles must be equal, it follows that at any moment the expectation of fall in price must be “complementary” (directly related to) the advantages to be obtained by possession!

¹² 原文は以下の通り。Sect I, Commodity rates. OK. as far as it goes, but irrelevant. Subsequent use to confuse issue. Note that they are important only in the short period (short loans) till production is adjusted to demand.

¹³ 番号はスラッファの記述の通り。おそらく「生産の増加」、「価値の上昇」の順に書いた後で、①と②の番号を挿入したのではない。原文は、If one asset has higher eff. equil. is restored either (or both) by and as a result ② increasing production or ① rise in value.

¹⁴ 原文は以下の通り。Different rates can only be for short loans. As from a year hence probably all equal. But to produce an asset takes time; and to it only the “year hence” rates are relevant.

ンズの2箇所の記述を比較して次のように書いている。2箇所というのは『一般理論』の223頁と236頁であるが、223頁の記述については「明確だが誤り(後で236頁で修正される)」(*SP I* 100, p.8)¹⁵と書き、236頁の記述については、「込み入った記述—224頁の定義による。形式的には正しいが、無意味。」(*ibid.*)¹⁶と書いている。

223頁では、資産の価値の変化が考慮に入れられていないのに対して、236頁ではそれが入っているというのが、この2つの記述の違いである。223頁では、

というのも、最大の自己利子率(こう呼んでよいだろう)が全体を支配し(なぜなら、これらの率のうち最大のもののこそ、資本資産がいやしくも新たに生産されるためにその資産の限界効率が到達しなければならないものだからである)、かつ、貨幣利子率がしばしば最大のものとなる(なぜなら、後で見るように、他の資産の自己利子率を下げるように働く力が、貨幣の場合には働かないからである)と思われるからである。

と書かれている(Keynes 1936, p.223)のに対して、236頁では、

あらゆる資産の自己利子の自己率の中で最大のものが、その最大率を有する資産で測った、資産の限界効率の最大のものに等しくなると、投資のさらなる増加は不可能になる。

と書かれている(*ibid.*, p.236、傍点引用者)。

スラッファが236頁の記述を無意味と言うのは、ケインズの「貨幣利子の商品率」は $q - c + (p_f/p_s - 1)$ であるが、「有利さ」 $q - c$ に対して価格変化予想 $p_f/p_s - 1$ は相補的に動くのだから、 $q - c < r$ となったとしても、 $p_f/p_s - 1$ がそれを打ち消すように動いて常に $q - c + (p_f/p_s - 1) = r$ となり、その式自体は、投資水準決定と何の関係もなくなり、したがって無意味だということであろう。

「有利さ」と自己利子率とはケインズでは同じものだから、自己利子率(商品利子率)のスラッファによる定義—ケインズの定義でもあるとスラッファは理解しているが— $r + 1 - p_f/p_s$ を前提にすれば、 $r = r$ という恒等関係からして、この自己利子率と価格変化率 $p_f/p_s - 1$ とは相補的に動かざるを得ない。だから、自身の商品利子率の定義をケインズの定義でもあると理解するスラッファにとって、自己利子率と価格変化率とが相補的になるのは当然である。

均衡を短期の裁定均衡と長期の生産均衡とに分けて捉えるというスラッファの見方は、1932年の「ハイエク博士の貨幣と資本」以来のものである。彼は次のように述べていた。すなわち、ある商品の需給の不均衡が生じたとき、例えば、需要が供給を超過したとき、供給が増やせない短期には、その商品の現在の価格が上昇する。しかし、将来の価格は、生産費を反映した正常な価格になると市場は予想するから、将来予想価格または先渡価格は低いままにとどまる。そのとき、 $p_f < p_s$ 、すなわち $1 - p_f/p_s + r > r$ となって、その商品の利子率は貨幣利子率を上回る。これは移行期の必然だとスラッファは言う(Sraffa 1932, p.50)。移行期とは長期的には不均衡という意味であるが、短期の裁定均衡として将来価格と現在価格との乖離、すなわち商品利子率の貨幣利子率からの乖離が生じる。その際の将来価格は現在の生産費を反映するとスラッファは考えているのである。そして、生産調整が行われた後の長期均衡では、現在価格が生産費を反映した正常な価格になり、それは将来予想価格に一致するから、すべての商品利子率が貨幣利子率に等しくなる。これがスラッファの長期均衡である。

¹⁵ 原文は、Clear, but wrong (corrected later, 336)。なお、スラッファはここで「336頁」と書いているが、p.10の冒頭には、‘highest rate rules the roost’の後に「223、236」という数字を書いているし、内容からしても236頁の誤りであろう。

¹⁶ 原文は以下の通り。Abstruse statement (p.336) — in light of definitions p.224. Formally correct, but meaningless. こゝも「336頁」は236頁の間違いであろう。根拠は前注と同じ。

4.3 ケインズの均衡概念—短期の生産均衡—

ケインズの考えた均衡はスラッファの2つの均衡のどちらとも異なっている。まず、ケインズには、生産を増やせない短期という発想がない。ケインズの体系が短期を相手にしていることは確かだが、その短期とは、投資が生産能力に与える影響が発現しない期間であって、投資や生産そのものが変化しない期間ではない。したがって、ケインズの均衡は、投資や生産の変化によってもたらされる均衡である。その意味で明らかに生産均衡であって、裁定均衡ではない。

スラッファの裁定均衡では、価格変化率 $a = p_f/p_s - 1$ が動くことによって需給が調整されるが、ケインズの生産均衡では、諸々の資産への投資 (したがって資産の生産) が動くことによって、諸資産の貨幣で測った自己利子率が相等しくなる。このとき、価格変化率 a は人々の予想によって与えられ、生産の調整作用から独立で、均衡化過程で特定の方向に動くという法則はない。

ケインズの均衡はスラッファの意味での長期均衡でもない。スラッファの長期均衡は、生産調整によって需給が一致し、そのとき現在価格が正常供給価格、つまり、生産費を反映した正常供給価格に等しくなり、したがって、常に正常供給価格に等しい先渡価格または将来予想価格が現在価格と等しくなり、すべての商品利子率が貨幣利子率に等しくなっているというものである。ケインズの均衡では、生産調整によって、諸資産の貨幣で測った自己利子率が相等しくなるが、価格変化率は不均等であり、ゼロでもないから、それ自身で測った商品の自己利子率は貨幣利子率には等しくならない。

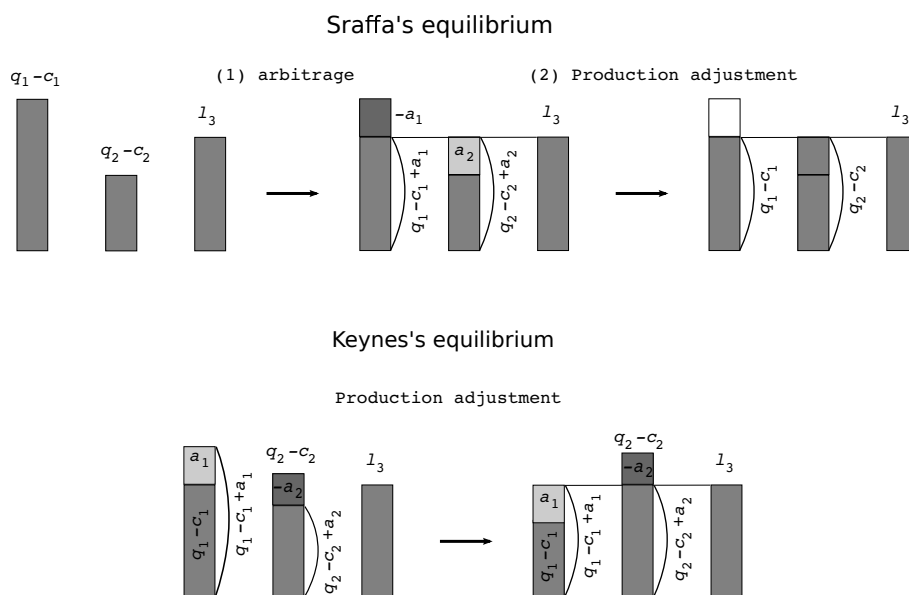


図5 スラッファの均衡とケインズの均衡

スラッファとケインズの均衡概念の違いは図5のように表される。スラッファの均衡は裁定と生産の2段階からなる。第1段の裁定では、価格変化予想の項が現れて、資産のそれ自身で測った自己利子率の不均等が埋められる。そして第2段で、生産が自己利子率を均等化して、価格変化予想を消滅させる。ケインズの均衡は1つの過程からなる。そこでは生産が $q - c$ を動かして、任意の価値標準で測った自己利子率を均等化する。 a 項は残り続けるのである。

そもそも、将来予想価格が現在の正常供給価格に等しいとか、将来価格が現在の生産費を反映するといった

考えは『一般理論』のどこにもない。価格と生産費との関係についてケインズは次のように言う。

それゆえ、もし q_1 と $-c_1$ とが低下し続けるなら、将来のいずれかの時点での生産費が、現在生産されたストックを、その予想される価格上昇の時点まで持ち越すための費用をちょうど償うだけ上昇すると予想されるのでない限り、いかなる商品を生産するのも有利でなくなる点が到来する。(GT, p.228、傍点引用者)

また、

資産ストックが全般的に増加するとき、利子率が最も緩慢に低下する資産の利子率が、他のあらゆる資産の生産を差し止める—現在の生産費と将来の生産費との間に今述べた特別の関係が成り立つ場合を除いて。(ibid., p.229、傍点引用者)

と言う。ケインズは、将来の生産費と現在の生産費との関係に注目し、将来の生産費が現在のそれよりも高くなるという予想が、商品の自己利子率の低下による生産の差し止めに回避させてくれる要素だと考えている。それが a を引き上げるからである。つまり、将来の生産費が上昇するという予想は将来の予想価格を引き上げるのである。将来の予想価格は将来の予想生産費を反映するのであって、現在の生産費を反映しない。したがって、それは正常供給価格とは関係ないのである。

スラッファのように、将来価格が現在生産費を反映するのであれば、裁定によって生じた p_f と p_s との乖離が生産の調整によって解消すると見るのにも理由がある。しかし、ケインズの考えでは、 p_f は現在の生産費を反映せず将来の生産費を反映するのだから、生産の調整によって p_s と p_f とが一致に向かうという傾向もないのである。むしろ、その乖離はそのままに、生産および投資が短期にも調整され、 $q - c$ の方が変化するのである。現在の価格 p_s の方はというと、現在の生産費から乖離するのではなく、現在の生産費を反映するというのが、妥当なケインズ解釈であると思われる。なぜなら、価格変化率 a の生産刺激効果について述べるとき、ケインズは、現在の生産費と将来の生産費との比較を問題にしているからである。「資本の限界効率」と題する第 11 章でもケインズは、資本の限界効率が現在の収益ではなく将来の収益に関わるものだということの例証として、生産費の変化予想が限界効率に与える影響を挙げている。賃金の低下の結果であれ、生産性上昇の結果であれ、将来の労働費用の低下が予想されるとき、下がった費用の下で生産される製品と競争しなければならないという事実が、資本の限界効率を引き下げるとケインズは述べている (GT, p.141)。ここでの限界効率は貨幣で測った限界効率であり、将来の労働費用の低下は a の低下をもたらす。

スラッファは、ケインズの「需要価格」と「(正常) 供給価格」の意味するところを誤解したように見える。ケインズは、需要価格を、予想収益の流列を貨幣利子率で割り引いた現在価値と定義した (GT, p.137)。他方、資産の限界効率 (貨幣を標準として測った) を、予想収益の流列の価値を資産の供給価格に等しくする割引率と定義した (GT, p.135)。したがって、第 t 期の予想収益を Q_t と書くと、需要価格 D は $\sum_{t=1}^T Q_t(1+r)^{-t}$ であり、供給価格を S 、貨幣を標準として測った限界効率を m とすると、 $S = \sum_{t=1}^T Q_t(1+m)^{-t}$ となる。ケインズの 228 頁の記述

正常供給価格が需要価格よりも低い資産は新しく生産されることになる。そして、それらは限界効率が利子率よりも大きい (それらの正常供給価格を基礎として) 資産である (両者は、任意の同一の価値標準によって測られる)。

はケインズの需要価格、供給価格の定義に従って理解されるべきである。スラッファはそうしなかった。『「限界効率」と 'the' 利子率は曖昧だ』と言いながら、需要価格を現在価格と同一視し、供給価格を将来価格と同一視し、「現在価格が費用を超える商品の利子率 (222-3 頁の定義での) は非常に高い」と余白に書いたのである。

る。ここでは‘the’ 利子率は貨幣利子率と解すべきであり、そうすれば、上のケインズの定義の下で $D > S$ は $m > r$ と同値になる¹⁷。

スラッファは、ケインズが貨幣以外の資産について「フィッシャーの効果」を想定していると考えている (SP II00, pp.6, 8 back)。フィッシャーの効果とは、商品の自己利子率は、超過需要のせいでその商品の現在価格が将来価格に比べて高くなれば、上昇するというもので、まさに裁定の結果である。スラッファは、ケインズがこの効果を貨幣についても仮定していたら、貨幣価値が将来上がると予想されるとき貨幣利子率は低くなって、ケインズは矛盾に陥るだろうと言うのである。しかし、ケインズは裁定均衡を考えていないのだから、どんな商品についてもフィッシャーの効果を実定しない。ケインズは、しかし、彼がフィッシャーの効果を考えていたかのように思わせる記述を残している。228 頁に次のように書いている。

議論のこの段階での単なる仮説として、利子率が固定されている (あるいは、産出量が増えるとき、他の商品利子率よりも緩慢に低下する) ようなある資産 (例えば貨幣) があるとしよう。事態はどのように調整されるだろうか。 $a_1 + q_1$ と $a_2 - c_2$ と l_3 とは相等しくならなければならない、かつ、 l_3 は、仮定により、固定されているか、または、 q_1 や $-c_2$ よりもゆっくりと低下するから、 a_1 や a_2 が上昇しなければならない。言い換えると、貨幣以外のすべての商品の現在の貨幣価格が、その予想将来価格に比べて低くならなければならない。(GT, p.228)。

スラッファは、この記述が裁定均衡のことを言っていると解釈した。だから、彼は、この余白に「これはそれらの商品の利子率を引き上げるのではなく引き下げる」と書き、231 頁の

このこと [貨幣が購買力の底なし沼になること] が制限されるとしたら、貨幣価値の上昇が、そのような上昇がいつまでも続かないかもしれないという不確実性を生むことによってだけである。その場合には、 a_1 と a_2 が上昇する。それは貨幣利子の商品率が上がるということであり、それゆえ他の資産の産出を刺激する。

の余白に「228 頁では正反対のことが言われていた」と書いたのである。これにクルツは「ケインズは単に間違っただけ」とコメントしている (Kurz 2010, p.199) が、ケインズは 228 頁で裁定を想定しておらず、彼の意図は、価格予想から独立に、彼の定義による商品利子率 q や $-c$ が低下していくとき、貨幣利子の商品率が貨幣利子率に等しいという彼の均衡が保たれるとすれば、それらの商品の価格が上がると予想されなければならない、ということである。これを書いたのは、それにすぐ続いて述べているように、将来の生産費が現在の生産費に比べて上がると予想されない限り生産がもはや起こらないという事態が来ることを示すためである。だから、スラッファが言うのと反対に、これは商品利子率を下げはしないし、231 頁が 228 頁と矛盾することもないのである。

このようにして、異なった生産費を反映する現在価格と将来価格とが均等化に向かう傾向を考えず、それが乖離したままで、生産調整によって $q - c$ が動くことによって、 $q - c + a$ と貨幣利子率 r とが均等化するという過程としてケインズの均衡化を捉えれば、スラッファの批判はすべて誤解として退けることが可能となるのである¹⁸

¹⁷ ローラー (Lawlor 1994, p.68; 2006) やコナード (Conard 1959, pp.145-147) のように、ケインズが、資産の限界効率をそれ自身の自己利子率と比較していると解釈している人もいるが、そうしたために彼らはかなり無理を重ねることになる。

¹⁸ 多くの論者が、「スラッファ・ペーパーズ」に残されたスラッファのケインズ批判とは独立に、スラッファとほとんど同じようなケインズ解釈をとっている。カルドア (Kaldor 1960) は、ケインズの均衡を裁定と生産の 2 段階からなると捉え、現在価格を需要価格と同一視し、将来価格を供給価格と同一視している。彼は、貨幣利子率が事態を支配するというケインズの主張を受け入れるが、貨幣利子率が下がりにくいという主張を退ける。彼は貨幣の重要性を、価値標準であることに帰している。バレンズとカスパリ (Barens and Caspari 1997) も、2 段階均衡でケインズを解釈し、需要価格を現在価格と、供給価格を将来価格と同一視し

5 流動性選好と内生的貨幣供給との調和

5.1 スラッファの流動性選好説批判

こうして、第 17 章に自己矛盾はなく、1 つの任意の価値標準で測った自己利子率のうち最大のものが他の資産の生産を支配するというケインズの議論は矛盾なく展開されていると言えそうである。しかし、スラッファの批判の 1 つ目はもっと根本的なものである。すなわち、流動性選好の全否定である。これについてスラッファの言っていることは相互に関連しているが、3 つに分けて整理するのが便利である。第 1 に、貨幣量が増えると利子率が下がるという流動性曲線はないとスラッファは言う (SP I100, p.4)。

この曲線の形状は通常の限界効用逓減曲線のそれであり、それは、流動性が常に有利な属性であり、逓減しつつも、それを犠牲にするには補償が要求されるということを意味している。私は、それは一般に事実ではないと確信している。流動性 (ケインズはいろいろな意味で用いているが) が有利になる人もいれば、不利になる人もいるから、貨幣の量と利子率との間に特定の関係があると一般に言うことはできない。(SP I100, p.1)

このことの例として、銀行は利子で稼ぐので、利子率が下がると、収入を確保するために非流動的な状態になると言い (SP I100, p.2)、また、(実物) 投資と現金との間に資産を分割しようとしている人を考えてみると、利子率の上がり下がりどちらに働くかは一概に言えないと言っている (SP I100, p.3)。

第 2 に、しかしながら、貨幣が多いと利子率が低いという現実があるとしたら、その理由は、流動性選好ではなく、因果関係が逆で、

銀行が貸出によってより多くの貨幣を発行しようとすれば、利子率を下げるほかない。(SP I100, p.4)

からであって、貸し手の側の流動性選好は関係ないと言う。貨幣が増えると利子率が下がるとすれば、借り手の側の「資本の限界生産物」が下がるからだとも言える (SP I100, p.5)。

第 3 に、スラッファは、人が貨幣を借りるのは、流動性という有利さを借りるのではなく、価値を固定する標準を借りているのであり、すぐに手放して他のものに変えるために借りるのだと言う。

p.228 最後の段落。ある商品を所持することの有利さがその商品の自己利子率と何か関係があるという考えがこの驚くべき段落を生み出した。それを理解するためには、人々が、じっと持っていてその有利さ (貨幣では流動性、住宅ではその使用、小麦では持越費用) を享受するためにある商品を借りると想定されており、したがってケインズは永続的な資産を思い描いているということを見ればよい。だが実際には、人々が貨幣を借りるのは、それを手放して物を買うためである。彼らが借りる物は、彼らが使いたい物ではなく、彼らの債務を固定する標準である。だから、彼らは鮮魚を 100 年借りたってよい。鮮魚に流動性選好はなく、年あたり使用価値も大してなく、その持越費用は無限大であるにもかかわらず。(SP I100, p.11)

ドゥルプラスは、特に第 2 の点について、「これは、銀行信用は内生的に創造されるのだから、利子率と銀行行動との間に決まった関係があるというのは間違いだということを意味している。銀行は生産者の融資需要

ている。彼らは、カルドアよりも直截にケインズの理論を否定している。ローラー (Lawlor 1994, 2006) はケインズの均衡はスラッファの長期均衡と違うと言い、それを「移動均衡」と呼んだ。しかし、彼の言う「移動均衡」は結局スラッファの裁定均衡と同じものになる。

に単に応じるだけだ。」(Deleplace 2004, p.19) と述べているが、スラッフアの3つの批判点はすべて、貨幣供給とは信用創造であり、需要に応じて創出されるものであり、利子率もまた需要側(借り手側)の事情に依存するという考えを反映しているから、すべて貨幣供給が内生的であるということに関わっている。内生的貨幣供給と流動性選好説とは相性が悪く、内生的貨幣供給を主張する論者はしばしば流動性選好説に否定的な傾向がある¹⁹。スラッフアが流動性選好説を拒否したのも頷けるところである。

5.2 レイによる「流動性選好と内生的貨幣供給との調和」

流動性選好説と内生的貨幣供給との間に折り合いをつけることに取り組んでいるのがレイである。1990年の *Money and Credit in Capitalist Economies: the Endogenous Money Approach* でレイは、ケインズが1937年に発表した利子論に関する論文(Keynes 1937b, 1937c)で出し、「利子率の流動性選好理論の笠石」だと言った(Keynes 1937c, p.220)、貨幣需要の資金調達動機(finace motive)を重視しながら、次のように、利子の流動性選好説と内生的貨幣供給とを調和させようとしている。まず、「流動性選好は貨幣需要と同じものではない」(Wray 1990, p.17)と言う。

企業が資本資産を購入するための資金として(in order to finance a position in capital assets)銀行の債務である預金を欲し、銀行が自身の債務と企業の債務との交換に応じれば、貨幣需要と貨幣供給とはともに増える。しかしこのとき流動性選好は上昇していない。実際、資本資産を購入するために進んで負債を負おうとしている—つまりより流動的でない状態を取ろうとしている(it has takin a less-liquid position)—のだから、流動性は下がっている(同 pp.17-18)。

流動性選好とは、資産の構成をより流動的な状態にしようとする欲求であって、

1. 非流動的な資産を売って支払手段を得ることや、
2. 負債を償還すること(支払手段を使って負債を清算すること)

への欲求として現れると言い(同 p.18)、最後の手段として、支払約束を満たすために(to meet payment commitments)借金することもできると言って、その例として

企業は、在庫品の前払いを得ようとするかもしれないし、手形を割引いてもらおうとするかもしれないし、支払約束を満たすための交換手段を獲得するために信用割当を利用しようとするかもしれないし、負債償還のために交換手段を獲得しようとするかもしれない。(同 p.18)

ということを挙げている。しかし、銀行が悲観を共有していたら、信用を縮小しようとするから、流動性選好が高まるとき、貨幣需要、貨幣供給ともに減ることもあると言う(同 p.19)。

「流動性選好は保蔵需要である」(同 p.19)。しかし、貨幣には、それ以外に、「生産や資産所有のための資金を調達する(finance)という重要な役割があり」、「貨幣供給は[その意味での]貨幣需要の関数だ」。それに対して「保蔵の供給は保蔵需要の関数ではなく、保蔵性向の上昇(流動性選好の上昇)は保蔵の価格[利子率]を上げる」(同 p.19)。結局、貨幣需要と流動性選好との違いを

私は、貨幣需要という語を、財・サービス・資産に支出するために、進んで負債を発行したり、自身のバランス・シートを拡大したりすることという意味で使う。この定義は、明らかに、貨幣需要を流動性

¹⁹ レイは流動性選好を拒否するホリゾンタリストとしてムーア(Moore 1988)とラヴォア(Lavoie 1985)を挙げている(Wray 1990, pp.155-156)。もっともラヴォアは、アニマル・スピリットと反対の意味での流動性選好を否定せず、中央銀行が決めるベースの利子率以外の利子率の決定に流動性選好が関わることを認めている(Lavoie 1996)。

選好から区別する。流動性選好は、バランス・シート上で、非流動的な項目を流動的な項目に交換したいという選好であり、負債を償還することによってバランス・シートを縮小させたいという選好である。(同 p.20)

とまとめている。

貨幣需要と流動性選好とを区別するねらいは、前者は支出フローに関わるのに対して、後者はストックに関わり、利子率はストック現象であって、利子率を上昇させる圧力をもつのは流動性選好であり、貨幣需要ではないというところにある(同 pp.163-164)。フローの貨幣需要は利子率への直接の影響はもたないが、利子率に全く関係ないかと言えばそうではなく、貨幣需要の増加は、銀行のバランス・シートの拡大によって満たされるから、ストックに影響し、銀行が自身のバランス・シートが非流動的になることを嫌えば、利子率が上がるという形で、間接的に利子率に影響するとレイは言うのである(同 p.164)。

1990 年の本では『一般理論』第 17 章の自己利子率論に触れることは少ないが、クリーゲル(1988)に依りながら、「資本の限界効率は実物資産の現物価格を決め、流動性選好は金融資産の現物価格を決める。貨幣の諸要素が、負債の価格(あるいは現物貨幣と先渡貨幣との差)を決め、それが、実物資産の所有から生じる利潤の予想流れ(つまり資本の限界効率)を割り引く。流動性選好は債務の諸価格の構造を決め、それが利子率を与え、利子率が予想収益を割り引くことによって資本資産の価格を同時に決めるのである。」と書いている(同 p.157)。また、「ケインズの理論は名目資産価格の流動性選好理論である。流動性選好が下がると、資産の相対貨幣価格が上がり、それが利潤機会を創出し、投資を誘発し、乗数を通じて所得を引き上げる。流動性選好の低下は、現物価格と先渡価格との関係が、新しい利子率と調和するようになるまで、生産と乗数とが、所得と貯蓄を変化させるという仕方で、すべての資産の現物価格と先渡価格との関係を変えるのである。」と述べている(同 p.157)。

2006 年と 2010 年の論文では、レイは内生的貨幣供給と流動性選好との調和の根拠をはっきりと第 17 章に求めようとしている。すなわち、第 13 章と第 15 章では「貨幣の需要と供給の均衡で利子率が決まるモデル」が示されたのに対して、第 17 章でケインズはそれを捨て、それに代わる流動性選好アプローチを提出したのだと言っている(Wray 2010, p.222)。第 17 章では、均衡は、貨幣の需要と供給のそれではなく、様々な自己利子率が相等しくなることと定義されていると言う(同 p.224)。「このことが重要なのは、貨幣供給が外生的であると思っている経済学者がほとんどいないからだ。」(同)と言っているのも、貨幣の需給均衡ではなく、諸自己利子率の均等化という均衡概念を採用することが、流動性選好説と内生的貨幣供給とを調和させることにつながると言いたいようだ。実際、「流動性選好が上昇するとき、それを満たすために貨幣供給が増加することは普通はない。代わりに、資産所有者が現存資産の保有に満足するまで、諸資産全体にわたって資産価格が調整される。それゆえ、内生的貨幣と流動性選好とは調和する—支出に先立つ貨幣保蔵への欲求ではなく、支出を賄う資金のフロー需要と定義された貨幣需要の下で。」(同 p.228)と書いている。

5.3 内生的貨幣供給と流動性選好説との調和の解決法

レイの議論によって内生的貨幣供給と流動性選好との折り合いをつけることはできるだろうか。スラフファの批判をすべて退けることができるだろうか。レイの議論の中には、一貫した理解を難しくするような命題や、相対立しているのではないかと思わせる命題がある。

第 1 に、企業が負債を負うことは流動性選好の低下であり、負債を償還することは流動性選好の上昇だと言っている。借金して預金を獲得するとき企業は流動性の低い資産の状態 (less-liquid position) を取っていると言っている。流動性選好とは、資産の構成をより流動的な状態にしようとする欲求であった。企業が借金をしてバランス・シートの資産側に預金や現金を手に入れたとき、資産の構成はより流動的になっている。な

ぜこれが流動性の低い状態で、そのとき流動性選好が低下していると言うのか。逆に負債を償還したとき、資産はより非流動的になっている。これがなぜ流動性選好の高まりなのか。実際、負債を償還しようとすることは、利子率上昇圧力を緩和することになり、借りようとするとき利子率上昇の圧力が生まれる。なぜ、後者が流動性選好の低下であり、前者が流動性選好の上昇なのか。

第2に、支払約束（負債の償還を含むだろう）を満たすために借金することは流動性選好の上昇だと言っている。生産や投資の資金をまかなうために借金することは貨幣需要であって、流動性選好はその時高まっていると言うのに、支払約束を満たすために借金することは流動性選好の高まりを示すと言う。「生産や投資の資金」も支払約束を満たすために使われるわけで、両者の違いはほとんどないのではなかろうか。

第3に、第17章に拠り所を求めようとする議論は曖昧で混乱している。まず、資本の予想収益の流列を資本の限界効率と同一視しているから、予想収益の流列を貨幣利子率で割り引くことが、資本の限界効率を貨幣利子率で割り引くことになり、その結果は何なのかわからなくなる。予想収益の流列を貨幣利子率で割り引いたものをケインズは「資本の需要価格」と呼んでいるのだが、そのような割引によって「資本資産の価格」が決まるとレイは言っている。需要価格の定義を与えるのならわかるが、価格を決めるとはどういうわけか。さらに、流動性選好の低下の結果としての利子率の低下が、「すべての資産の現物価格と先渡価格との関係を変える」と言っている。これはスラッフアの裁定均衡なのか。それにしては、その直前にケインズ的な調整を述べている。また、流動性選好が上昇するとき、「資産所有者が現存資産の保有に満足するまで、諸資産全体にわたって資産価格が調整される」というのも裁定均衡なのか。だとしたら、ケインズの意図からは乖離している。ケインズの調整は、利子率が上がったとき、資本の需要価格が供給価格に等しくなるまで投資が減ると言うものだ。

実はケインズ自身、自らの意図に反することを1937年の論文の中で1ヶ所書いている。「もし銀行が頑ななら、保蔵性向の上昇が利子率を引き上げ、人々が、保蔵を増やすために、資本資産を売り払おうとか、買わないでおこうとかいう気を起こさなくなるまで、資本資産の価格を下げるだろう。」(Keynes 1937b, p.214)というのがそれである。ケインズの雇用・利子・貨幣理論なら、最後が「投資を減らすだろう」とか「雇いを減らすだろう」にならなければならない。「資本資産の価格を下げるだろう」と言ってしまったら、スラッフアの裁定均衡になる。ケインズ自身もやや混乱している。

これらの混乱や曖昧さを解決していこう。まず、資本資産の価格について、「需要価格」、「供給価格」、「現物価格」、「先渡価格」の意味について、スラッフア流の誤解を正し、ケインズの言うとおりに捉えて、レイの言っていることを吟味しなければならない。

- 需要価格 D は、資本の予想収益の流列を貨幣利子率で割り引いた現在価値である。すなわち、

$$D = \sum_{t=1}^T \frac{Q_t}{(1+r)^t}$$

- 供給価格 S は、現在の生産費を反映した価格であり、予想収益の流列の現在価値をそれに等しくするような割引率が資本の限界効率 m と定義される。すなわち、

$$S = \sum_{t=1}^T \frac{Q_t}{(1+m)^t}$$

- 現物価格 p_s は、供給価格に等しく現在の生産費を反映している。
- 先渡価格 (将来価格) p_f は、将来の予想生産費を反映する予想価格である。貨幣利子率によって影響を受けない。先渡価格 (将来価格) と現在価格との乖離率が a である。

これがケインズの叙述に忠実な諸価格の定義である。そうすると、利子率によって影響を受けるのは需要価格だけである。流動性選好が下がり、利子率が下がると、資本の需要価格が上がる。そうして、需要価格が供給価格を越える資産は新たに購入される。その購入は、需要価格と供給価格とが等しくなるまで続いてそこで止む。その過程は、 $m > r$ なら投資が進み、 $m = r$ に至って投資が止むということとまったく同じ過程である。これは何も第 17 章でなくても、第 11 章などで述べられていることと変わらない。第 17 章で付け加えられたことは、 $m = a + q - c$ であり、 $r = l$ であるということ、そして l が低下しにくいということだけだ。

前節の考察に基づけば、将来価格と現在価格との関係—その乖離率が a 項である—は、現在と将来の生産費(予想を含む)によって決まり、利子率に影響されない。レイは、スラッファやカルドアと同様に、需要価格を現物価格と同一視しているようだ。そうだとしたら、供給価格については何も言っていないが、先渡価格と同一しているだろう。そして、現物価格と先渡価格との関係が、スラッファの裁定均衡のように利子率が変わると変わるのだとしたら、貨幣利子率が上がったとき「資産所有者が現存資産の保有に満足するまで、諸資産全体にわたって資産価格が調整される」という過程は、スラッファが言うように、現物価格が将来価格に比べて下がる過程であり、価格上昇期待に投資拡大の希望を見出すケインズの見方とは対立するということになる。

ケインズの叙述に忠実になれば、第 17 章は、資本の限界効率と利子率による投資決定論であるという点で第 11 章と変わらず、それに、貨幣利子率が低下しにくく、他の資産の生産を支配する (rules the roost) という視点が加わっているものである。「ケインズの理論は名目資産価格の流動性選好理論である」といった解釈は、上っ面に惑わされた無理な意味づけのように思われる。

そうだとしたら、レイの議論のうち、資産価格を論じた部分は第 17 章の誤解だから無視したらよい。その上で、内生的貨幣供給と流動性選好との折り合いをつける試みを立て直せばよい。そのために上で見た第 1、第 2 の疑問を解決しなければならない。その疑問は、まとめると、生産や投資の資金調達のための借入では流動性選好は高まっていないが、借金の償還は流動性選好の高まりを示し、返済のためを含めてだと思われるが、支払約束を果たすための借入は流動性選好の上昇だと言われている、資産をより流動的な状態にすることへの欲求という流動性選好の定義に合わないところがあるのではないかという問題だった。レイのこの記述には、企業のバランス・シート上の変化の背後にある動機への考慮があると思われる。投資への意欲があって、そのために借入をして貨幣を得るとき、その貨幣はすぐに実物に交換されるということまで見越せば、流動性選好は高まっていないと言えるだろう。それに対して、借入金を返済するためには、実物を売るなり、あるいは新たに借りるなりして貨幣を手に入れなければならないという行動まで見越せば、借入金の償還は流動性の上昇だと言えるだろう。しかし、それらは、借入そのものとか返済そのものとは別の局面である。当該行為の前や後に起こる別の局面での現象で当該行為の性格づけをすると、混乱を起こす。

あくまで資産の流動化を欲するとき流動性選好が高まっているという定義に従うべきだろう。そうすると、借入によって貨幣を獲得しようとするとき、その動機が何であれ、流動性選好は高まっていると見なすべきだ。実際それは、動機が何であれ、利子率上昇圧力をもつのであって、利子率が上昇しないとしたら、銀行が借入需要に応じたからであり、銀行の流動性選好が高まらなかったからである。借入金の返済は、資産から流動的な部分を減らすので、流動性選好の低下であり、利子率を下げる圧力をもつ。それに対して、返済のために貨幣を入手しようすることは流動性選好の上昇である。

そのような流動性選好の上昇・低下はすべて、流動性選好表のシフトとして表現される。図 6 の L_1 や L_2 は流動性選好表である。投資資金のための借入需要であれ、返済のための借入需要であれ、単なる保蔵のための需要であれ、貨幣需要の増加は流動性選好表を L_1 から L_2 へとシフトさせる。このとき、銀行の流動性選好表が M_1 のままで動かなければ、利子率は r_0 から r_1 へ上昇するだろう。それに対して銀行の流動性選好表が M_2 へシフトすれば、利子率は変わらない。レイの定義による貨幣需要が増えても利子率が上昇しないという事態は、このように M 曲線が L 曲線のシフトに追従してシフトする事態と捉えればよいだろう。生産や投

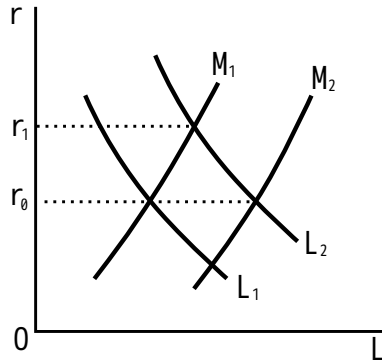


図6 流動性選好表のシフトと利子率

資のための借入需要で L 曲線がシフトするとき、銀行の流動性選好が低くなって、 M 曲線は追従してシフトするだろう。それに対して、貨幣保蔵性向が高まって L 曲線がシフトするときには、銀行の M 曲線は追従しないだろう。そう考えれば、「貨幣需要」と「流動性選好」とを区別する必要はなくなる。貨幣需要表と呼んでも流動性選好表と呼んでもよいが、それがシフトするときに銀行の貨幣供給表ないし流動性選好表が追従してシフトするかどうかの違いが、レイが貨幣需要と流動性選好との違いだと言ったものに相当するのである。

利子率はストックに関わる現象であった。図6も当然ストックに関するグラフである。投資その他の支出のための資金需要は、まずはフローとして生じる。銀行によってそれが満たされれば、フローの貨幣供給がある。それを相殺する償還があれば、ストックとしての貨幣量は変わらない。新規の貸出が償還を上回れば、ストックとしての貨幣が増える。図6の L 曲線の右へのシフトは、ストックとしての貨幣需要の増加を示している。

以上の枠組では、流動性選好の存在は、公衆や企業の右下がりの流動性選好表 (L 曲線) と銀行の右上がり流動性選好表 (M 曲線) によって示されている。流動性選好の高まりによる貨幣需要の増加も、投資資金需要を含む取引動機の高まりによる貨幣需要の増加もともに、 L 曲線の右へのシフトによって表される。銀行の流動性選好の高まりは M 曲線の左へのシフトによって表され、銀行の流動性選好の低下は M 曲線の右へのシフトによって表される。銀行が、借入需要の増加に、利子率を上げることなく応ずることも、 M 曲線の右へのシフトによって表される。このとき、銀行の流動性選好は一定で、需要に応じて貨幣を供給しているだけだと、内生的貨幣供給的に言ってもよいが、バランス・シートの資産側が非流動的になるのを厭わず応じているのだから、銀行の流動性選好が下がっていると言ってもよい。しかし、後者の言い方が、流動性選好の定義と整合的だろう。投資資金需要の増加による L 曲線の右へのシフトも流動性選好の高まりだと言ってよいだろうか。言ってよいと思われる。なぜなら、この図の横軸はストックを表しており、投資資金需要の増加が L 曲線を右にシフトさせたということは、その資金をすぐに支出したとしても、それを受け取った側かそのまた先で貨幣保蔵が増えており、それは貨幣保蔵需要の増加を示しているからである。

この枠組でスラッファの批判を回避できるだろうか。右下がり流動性選好関数など存在しないという批判については、スラッファは、 L 曲線と M 曲線、またはそのどちらかがシフトするときの交点の動きを言っているのだと解釈すればよい。銀行が貸出を増やそうとすると利子率が下がるのは借り手側の事情だという点については、 L 曲線が動かない時に銀行が M 曲線を右に動かそうとすると利子率が下がると言えばよい。スラッファは、銀行が貸出を増やそうとすると、借り手側の資本の限界生産力が下がること、利子率下落の原因だと思っていたらしいが、銀行が変わらない利子率で貸出を増やそうとすると、資本の限界効率が貨幣利子率に等しいところまですでに投資が行われていたのであれば、投資は増える余地がないので、保蔵需要によって吸収してもらう他に貸出を増やす道はない。だから、銀行はこのとき公衆の流動性選好の低さと戦わな

ければならないのである。人が貨幣を借りるのは、保蔵するためではなく、すぐに手放して他のものを買うためであり、債務を固定する価値標準としてだけ貨幣に意味があるという点については、これまでの検討で解決しているだろう。つまり、すぐに手放して他のものを買うための貨幣需要は、支出のための資金調達需要にほかならない。実際その貨幣はすぐに手放されるだろう。しかし、それが銀行に還流しない限り、どこかに保蔵されている。保蔵の動機は流動性選好である。

スラッファの批判を貫いている論理が貨幣供給の内生性であると理解したのだが、貨幣供給の内生性は、L 曲線がシフトしたとき、その原因によって M 曲線は異なった影響を受け、それが利子率を一定に保つようにシフトする場合が、内生的貨幣供給であると言える。投資や生産のための資金の需要の変化によって L 曲線がシフトした場合、そのようになる傾向がある。

6 内生的貨幣供給と雇用理論

以上によって、第 17 章を矛盾なく解釈し、内生的貨幣供給という面を取り込むこともできることが示された。第 17 章が、賃金の硬直性によらない失業の原因を提示したということの解釈はそれによってどう変わるだろうか。多くの論者の解釈は、第 17 章が流動性の罍を想定しており、流動性の罍は、貨幣供給量が増えた時に、実質貨幣残高効果がすべて貨幣需要の増加によって吸収されてしまうことだというものであった。これは、図 6 で M 曲線が右にシフトしたとき (M 曲線は貨幣供給外生説では垂直と考えられているかもしれないがそれでも構わない)、同じだけ L 曲線が右にシフトする事態として表現できる。

こうした解釈の難点は、現実の対応物を見出すのが難しいということである。貨幣需要と独立に貨幣供給が増えるという事態は考えにくい。需要がなければ貨幣は供給されないという点で、内生的貨幣供給が現実的である。

失業の原因が賃金硬直性ではないという主張にとって重要なのは、賃金・物価が下がった時に、実物財への需要が増えるピグー効果やケインズ効果が働くかどうかということだった。第 17 章に依拠して流動性の罍を持ち出す議論は、賃金・物価が下がり、実質貨幣残高が増えたとき、それと同じだけ実質貨幣需要が増えるから、ピグー効果もケインズ効果も起こらないというものだった。それは、図 6 の横軸を実質値で見たときに、M 曲線が右へシフトした場合に L 曲線が追従してシフトする事態として示される。

これに対して、内生的貨幣供給の下では、賃金・物価が下がったとき、横軸を名目値で見て、支出のための資金需要が減るから、返済がそれほど減らなければ (むしろ増えるかもしれない)、貨幣需要が減って L 曲線が左へシフトする。返済を銀行が拒否することはないということを含めて、こうした貨幣需要の減少に銀行は通常追従するから、M 曲線は追従してシフトするだろう。つまり、実質貨幣残高が増えるということもないのである。ピグー効果 (ケインズ効果もだが) を否定する論理はこれで十分だと思われる。

以上の枠組によって第 17 章の基本ビジョンはどのような影響を受けるだろうか。基本ビジョンとは、失業の原因は貨幣であり、貨幣利子率が下がりにくく、貨幣利子率が他の資産の貨幣利子の自己率を支配するから失業が起こるというビジョンである。流動性の罍なら、そのビジョンをピッタリと表現したように見える。内生的貨幣供給の下でも、上で示した枠組では、流動性選好が存在し、それは流動性選好表によって表されている。そして、それは、資金需要の変化によってもシフトするが、流動的資産と非流動的資産との間の選択を日々行っている人々や企業の保蔵性向の変化によってもシフトする。現在の貨幣量において、需要が実物資産から貨幣に向かえば、利子率は下らない。流動性の罍は起こってもよいがそれに頼らなければならないわけではない。失業の原因を賃金硬直性に帰す議論を退けるには、ピグー効果の否定が重要で、これについては、流動性の罍よりも内生的貨幣供給の方が現実的基礎が強いだろう。

銀行は利子率だけで貨幣量を制御しているのではなく、信用割当のような数量の管理も行っていることがし

ばしば指摘されている (Wray 1990, pp.179-182)。このときには、市場利子率で貨幣を手に入れる意欲を持っている主体の希望が叶えられないので、 $l > r$ となっている主体がいるだろう。その場合は、資本の限界効率 m は r ではなく l と戦わなければならない。第 17 章はそのような場合も扱う枠組を提供するに違いない。しかし、この点がどれくらい重要かは十分調べられていない。

参考文献

- [1] Barends, I. and Caspari, V. (1997), ‘Own-rates of interest and their relevance for the existence of underemployment equilibrium positions’, *A ‘Second Edition’ of the General Theory*, volume 1 ed. by G. C. Harcourt and P. A. Riach, London: Routledge, pp.283-303.
- [2] Conard, J.W. (1959), *An Introduction to the Theory of Interest*, Berkeley and Los Angeles: University of California Press.
- [3] Deleplace, G. (2004), ‘What did Sraffa “really believe” about money, prices, and interest?’ Communication to the 8th ESHET Annual Conference, Treviso, February 26-29.
- [4] Deleplace, G. (2014), ‘The essentiality of money in the Sraffa Papers’, *Towards a New Understanding of Sraffa: Insights from Archival Research*, ed. by Riccardo Bellofiore and Scott Carter, Palgrave macmillan, pp.139-166.
- [5] Hayek, F. A. (1931), *Prices and Production*, G. Routledge: London.
- [6] Hicks, J. R. (1967), ‘The “Classics” Again’, in Hicks, *Critical Essays on Monetary Theory*, Oxford: Clarendon Press (江沢・鬼木訳『貨幣理論』東洋経済新報社 1972 年).
- [7] 菱山泉 (1993)『スラッファ経済学の現代的評価』京都大学学術出版会。
- [8] Kaldor, N. (1960), *Essays on Economic Stability and Growth*, London: Duckworth.
- [9] 河野良太 (1994)『ケインズ経済学研究』ミネルヴァ書房。
- [10] Keynes, J. M. (1930), *A Treatise on Money*, 2 vols. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, 5, 6, London: Macmillan.
- [11] Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money. The Collected Writings of John Maynard Keynes* 7, London: Macmillan.
- [12] Keynes, J. M. (1937a), ‘The theory of the rate of interest’, *The Lessons of Monetary Experience: Essays in Honour of Irving Fisher (Library of money and banking history, Reprints of economic classics)* ed. by A. D. Gayer, New York : A. M. Kelley, reprinted in 1970, also in [15], pp.101-108.
- [13] Keynes, J. M. (1937b), ‘Alternative theories of the rate of interest’, *The Economic Journal*, June, in [15], pp.201-215.
- [14] Keynes, J. M. (1937c), ‘The ‘ex ante’ theory of the rate of interest’, *The Economic Journal*, 67, December, 663-669, in [15], pp.215-223.
- [15] Keynes, J. M. (1973), *The Collected Writings of John Maynard Keynes 14: the General Theory and After pt.2*, London: Macmillan.
- [16] Kregel, J. A. (1988), ‘The multiplier and liquidity preference: two sides of the theory of effective demand’, Barrere, A. (ed), *The Foundations of Keynesian Analysis: Proceedings of a Conference held at the University of Paris I-Pantheon-Sorbonne*, St. Martin’s Press, New York, pp.231-250.
- [17] Kurz, H. D. (2010), ‘Keynes, Sraffa and the latter’s “Secret Skepticism” ’, Bradley Bateman, Toshiaki Hirai, and Maria Cristina Marcuzzo (eds.), *The Return to Keynes*, Cambridge, Massachusetts and

- London, England: the Belknap Press of Harvard University Press, pp.184-204.
- [18] Lavoie, M. (1985), ‘Credit and money; the dynamic circuit, overdraft economics, and Post Keynesian economics’, in Jarsulic, M. (ed), *Money and Macro Policy*, Kluwer-Nijhoff Publishing.
 - [19] Lavoie, M. (1996), ‘Horizontalism, structuralism, liquidity preference and the principle of increasing risk’, *Scottish Journal of Political Economy*, 43(3), 275-300.
 - [20] Lawlor, M. S. (1996), ‘The own-rates framework as an interpretation of the *General Theory*: a suggestion for complicating the Keynesian theory of money’, *The State of Interpretation of Keynes*, ed. by J. B. Davis, Boston/Dordrecht/London: Kluwer Academic Publishers, pp. 39-102.
 - [21] Lawlor, M. S. (2006), *The Economics of Keynes in Historical Context: an Intellectual History of the General Theory*, New York: Palgrave Macmillan.
 - [22] Lerner, A. P. (1952), ‘The essential properties of interest and money’, *Quarterly Journal of Economics*, **66**, pp.172-193.
 - [23] 松尾匡 (2018) 「反緊縮のマクロ経済政策理論」『季刊経済理論』54(6), 14-26 頁。
 - [24] Moore, B. J. (1988), *Horizontalists and Verticalists: the Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press.
 - [25] 根岸隆 (1968) 「ケインズ経済学と均衡理論」館龍一郎編『ケインズと現代経済学』東京大学出版会、19-39 頁。
 - [26] Nikaido, H. (1998), ‘Keynes’ liquidity trap in retrospect’, *Japanese Economic Review*, 49(1), pp.77-84.
 - [27] 小野善康 (1992) 『貨幣経済の動学理論』東京大学出版会。
 - [28] Ranchetti, F. (2001), ‘On the relationship between Sraffa and Keynes’ in Terrenzio Cozzi and Roberto Marchionatti (eds.), *Piero Sraffa’s Political Economy: a Centenary Estimate*, chapter 19, London and New York: Routledge, 311-332.
 - [29] Sraffa, P. (1932a), ‘Dr. Hayek on Money and Capital’, *Economic Journal*, **42**, pp.42-53.
 - [30] Sraffa, P. (1932b), ‘A Rejoinder’, *Economic Journal*, **42**, pp.249-251.
 - [31] Sraffa, P. (1960), *Production of Commodities by Means of Commodities: Prelude to a Critique of Economic Theory*, Cambridge: Cambridge University Press.
 - [32] Wray, R. (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies: the Endogenous Money Approach*, Edward Elgar.
 - [33] Wray, R. (1992), ‘Alternative approaches to money and interest rates’, *Journal of Economic Issues*, 26(4), 1145-1177.
 - [34] Wray, R. (2006), ‘Keynes’s approach to money: an assessment after seventy years’, *Atlantic Economic Journal*, 34, 183-193, DOI: 10.1007/s11293-006-9005-2.
 - [35] Wray, R. (2010) ‘Keynes’s approach to money: what can be recovered?’, *Keynes’s General Theory after Seventy Years*, ed. by Dimand, Mundell and Vercelli.