

高 英 求*
Youngku KOH *



ケインズの流動性論

—制度と自己利子率

Keynes on liquidity

- Institutions and the own-rates of interest

はじめに

ケインズ以前に、主流派の経済学において、投機・金融資産選択がもつマイナス面を強調する理論はなかったといってもよい。少なくとも、証券などの様々な金融資産に対する投資・投機行動を、経済システム全体に関する理論の主軸に据えようとする学問的営為はなかったのである。

しかしケインズは、金融機関を含む投資家による資産選択ないしは投機が、往々にして経済社会全体を揺り動かす結果をもたらすと見た。貨幣のもつ特殊な性格が、投資不足と失業をもたらしがちで、またシステム全体の不安定性の原因ともなっている、としたのであるが、こうした面に注目して概念化・理論化した論者は、少なくとも経済学のメインストリームにおいては、ケインズ以前にはいなかったのである。

より具体的に言えば、ケインズの『雇用、利子および貨幣の一般理論』（1937年、以下『一般理論』）における流動性論こそが、その問題に焦点をあてるものであり、流動性および流動性選好は、そのための概念として導入されたといってもよい。

後で詳しく見るが、流動性 (liquidity) というのは、資産の特性を表す概念で、大ざっぱに言えば、それが現金にどれほど近いのか、どれくらい現金に換えやすいか、ということを示すも

のである。あるいは、どれくらい他の資産に転換しやすいか、を考えるものだといってもよい。ケインズのいう流動性は、貨幣とほぼ同一視されるもので、現金そのもの、そして銀行預金（これは現金に近い）、それから現金に容易に換えられる一部の証券を指す。何にでもかたちを変えられるという意味で、水などの流体 (liquid) の比喩を用いているのであろう。

投資家が、どのようなかたちで資産をもつか、どれくらい流動性を追求するかが、経済社会全体に大きな影響を与えるのであり、それが雇用や社会の安定を損なうことがある、というのがケインズのイメージであった。

投機的な資産選択を批判する流動性論にこそ、ケインズ『一般理論』の重心がある、と言いうるくらいなのだが、いわゆるケインジアン経済学はこのような解釈とはらず、むしろ投機に対する批判の色彩をもつ流動性論をできるだけ薄めようとする傾向が強かった。

ちなみに、ケインズは『一般理論』において、「投機」(speculation) を、「市場心理を予測する活動」と規定している。これと対比するかたちで、ケインズは「企業」(enterprise) について、「資産の全耐用期間にわたる期待収益を予測する活動」としている (Keynes 1937: 158[訳(上) 219])。どちらも将来を予測する活動であるが、ケインズは「市場心理」を予測する活動を投機

*中部大学国際関係学部国際関係学科

と見た。こうしたまなざしの背景には、本稿のテーマである制度の問題がかかわっている。すなわちケインズは、投機が企業より常に優勢だとはいえないものの、投資市場の組織化が進むにつれて、投機が優勢となる危険性が高まる、と論じたのである。

本稿では、流動性という概念について、そのオリジナルの含意をとらえなおしたい。これまで、ケインズの流動性選好理論をとらえなおそうとする試みは、様々な論者によってなされてきたが、その中で本稿が注目するのは、『一般理論』第17章における自己利子率論の再検討である。ただし、結論を先取りするかたちで言う、そうした試みが大きな実りをもたらしているとはとはいえない。

ここでは、『一般理論』における制度へのまなざしに注目し、それが自己利子率論に組み込まれている、という観点から第17章を再検討する。『一般理論』の枠組みから、少なからずはみ出ることになるかもしれないが、自己利子率論が胚胎していた発展の方向性についても考えてみたい。

なお、言うまでもなく、ケインズの流動性選好理論に関しては膨大な研究蓄積がある¹⁾。本稿においては、その一部をなぞる程度の検討しかできていない。あくまでも試論的な問題提起にならざるをえなかったことを、あらかじめ断っておきたい。

1 流動性という概念

1-1 流動性論の前身

まず、ケインズ『一般理論』以前における、流動性をめぐる議論について簡単に見ておこう。

イギリスにおいては、ケインズ以前にも、金融機関が流動性の高い資産を求める傾向が強すぎることに、一部の経済学者からではあったが、強い批判があった。フォックスウェルは第一次大戦中に、当時の敵国であるドイツ

との比較において、イギリスの銀行がリスクをとって産業投資を行っていない、と批判して、イギリスにおいては「すべてが『流動性』("liquidity") のために犠牲になっている」と論じた (Foxwell 1917a; 1917b)²⁾。

他方、アメリカでは20世紀初頭に、流動性資産（証券）を強く肯定する理論潮流があらわれていた。すなわち、シフトビリティ理論である。周知のように、この時期にアメリカの証券市場は爆発的に成長したが、イギリスとは異なる経路での経済発展を促進するものとして、それが肯定的に受け止められたのである。シカゴ大学（当時）のモルトンらが唱えたシフトビリティ理論は、資産を短期で売却・移転できる能力、すなわちシフトビリティ (shiftability) を重視し、流動性資産に対する銀行融資を積極的に評価するものであった (Moulton 1921: 1)。

アメリカ制度学派のパイオニアの一人であるミッチェルも、シフトビリティ理論を支持して、やはり銀行による証券への融資を重視した。証券市場が制度的に発展し、銀行による証券への融資が増大したことを肯定的に見たのである (Mitchell 1923a; 1923b; 1925)。これらはいずれも、短期の商業融資を銀行の正統的規範とするイギリスの伝統的な金融理論を批判し、アメリカにおける新たな現実を強く支持する、という性格をもつものであった。

そしてアメリカにおいて、こうした土壌のもとで、バーリとペダーソンによる、流動性資産に関する初の本格的な研究が生まれている。すなわち、1934年の『流動性債権と国富』 (*Liquid Claims and National Wealth*) である。バーリは、ミーンズとの共著『近代株式会社と私有財産』 (1932年) で有名であるが、興味深いことに、戦前から戦後にかけて、一貫して流動性資産の拡大を重視する姿勢をもっていた³⁾。バーリとペダーソンの流動性論は、ニューヨーク株式市場の大暴落後に書かれたこともあり、シフトビリテ

イ理論ほど楽観的な色彩はなく、むしろ流動性資産の急膨張がもたらす社会の変動、その衝撃に目を向けるものであった。

ちなみに、これらの論者が、戦前から戦後にかけて、アメリカにおいて重きをなしたことは注目されてよい。すなわち、モールトンはブルッキングス研究所の初代所長として、長くその職にあったし、ミッチェルはNBERの創設者としてこれを率いた。バーリは、ローズベルト政権初期におけるブレーン・トラストの中心的人物であり、戦後もリベラル派の重鎮として影響力をもった。アメリカ制度学派は、戦後に学派としての実態を残せなかったとされるが、ミッチェルやバーリのような論者が、小さからぬ影響力をもったことを軽視してはならないだろう⁴⁾。

本題に戻ると、やや乱暴に言えば、イギリスにおいては、流動性という概念が、一部の論者とはいえ、既存の金融システムを批判する文脈で用いられることがあったのに対し、アメリカにおいては、流動性資産の拡大が肯定的に語られる傾向があった。

いずれにせよ、この後で見ていくように、イギリスとアメリカのどちらにおいても、流動性のマイナス面を強く指摘するような理論は正統的なアプローチにはなりえなかったのである。

1-2 ケインズ『一般理論』の流動性概念

流動性の概念を、経済理論の中核に位置づけたのは、ケインズが初めてであったといつてよい。ヒックスによれば、流動性の概念が登場したのは、ケインズが関わった『マクミラン報告』であった。そして、ケインズの『貨幣論』、その後の『一般理論』で、本格的に流動性の概念が打ち出されていく(Hicks 1962)。その後、ケインズの流動性概念は、経済学の世界に限らず、広く用いられるようになっていった。

すでに述べたように、ケインズの流動性概念は、流動性資産への強い執着に対する批判のベ

クトルをもったものであった。こうした流動性論が関心を呼んだ時代的背景として、大恐慌をあげないわけにはいかない⁵⁾。ミンスキーによると、大恐慌の余波の中で、短期債務と株式市場資産が保有者に与える流動性、そして短期債務そのものに対して、経済の制度的構造を問う人々の批判が向けられたのであった(Minsky 1975: 83 [訳134])。

ケインズ『一般理論』の核心は、不確実性が支配する世界で、貨幣が経済機構全体の中でいかに特殊な役割を果たすか、という問題を解明することにあつた。貨幣のもつ特異な性格が、豊かであるはずの社会に失業と貧困をもたらしてしまう。こうした資本主義社会の難問を解くための新たな手段が、流動性選好という概念だったのである。

『一般理論』に即していうならば、貨幣は利子率の決定との関連で理論体系に導入されている⁶⁾。いわゆる「ケインズ・サーカス」の中心的存在であったカーンも後年に述べているように、「利子率の決定は…『一般理論』がその大半を割いて論じた主題」であった、というのが一般的な解釈であろう(Kahn 1984: 訳220)。

しかしながら、狭義の利子率決定論を『一般理論』の支柱と見てしまうと、ケインズが言わんとした豊饒な内容、その理論的な可能性の重要な部分をすくい損ねてしまうおそれがある。事実、『一般理論』における利子論の位置づけについては、以前から様々な議論があるし、雇用促進的な投資と利子率に関するケインズの主要テーゼには、早くから実証的な研究によって疑問が投げかけられてきた。『一般理論』の理論的な限界点を直視して、より適用力の高い新たな理論構築に向かうには、『一般理論』における限定的な利子論をはなれて、あらためて流動性論そのものに立ち返り、その深化をはかる必要があるのではないか。

それでは、ケインズの流動性の概念は、どの

ような内容をもっているのか。

『一般理論』において、流動性論が初めて本格的に展開されるのは、第13章「利子率の一般理論」である⁷⁾。この章でケインズは、利子率の決定について論じている。すなわち、利子率が貯蓄あるいは待忍（waiting）への報酬であるという通説を退け、後でも見るように、利子率は流動性を手離すことへの報酬だとするのである。（Keynes 1936 [1973]: 167 [訳（上）232]）。

ここにおいて重視されるのは、個人の心理的な決意である。ケインズはこれより前の章で、所得のどれだけ消費するか注目して、消費性向という心理的な時間選好の概念を提示している。通説的な利子決定論は、消費に関する耐忍から利子を説明する。しかし、ケインズの立場はこれとは大きく異なる。すなわち、流動性選好（liquidity preference）という概念から、利子率を説明するのである。流動性選好は、次のように定義される⁸⁾。

支配権をいかなる形態で保有するかということは、換言すれば、彼の流動性選好の度合いはどの程度か一個人の流動性選好は、種々の状況において彼が貨幣という形態で保有しようと望んでいる、貨幣もしくは賃金単位表示の資産額の予定表で与えられる—ということである（Keynes 1936 [1973]: 166 [訳（上）231]）。

また、利子率は次のように定義される。

利子率は流動性のある一定期間手放すことに対する報酬である。…というのも利子率とはもともと、ある一定額の貨幣と、その貨幣に対する支配権をある債権（debt）と引き換えにある約定期間手放すことから得られる金額との逆比であり、それ以外の何物でもないか

らである（Keynes 1936 [1973]: 167 [訳（上）231]）。

実は『一般理論』において、流動性に十分に明確な定義が与えられているとはいいがたい。ヒックスによると、ケインズが流動性の程度について定義しているのは、『貨幣論』第2巻における一箇所だけである（Hicks 1974: 訳59）。ケインズはここで、「流動的（liquid）」な金融資産に関して、「短い予告で、損失なしにいつでも確実に換金可能（more certainly realisable at short notice without loss）」という説明をしている（Keynes 1930 [1971] II: 59 [訳67]）。ケインズが問題にしているのは銀行の資産選択である。流動性の高さを比べると、(1)為替手形およびコール・ローン、(2)証券投資、(3)貸出、という順番になるという。

1-3 動機の重視

—投資家の資産選択という視角

ケインズの流動性論においては、貨幣の保有動機が区分されているが、これは投機に焦点をあてる上で、きわめて重要な意味をもっている。

『一般理論』第13章においてケインズは、流動性選好について論じる中で、貨幣（あるいはその同等物）を保有する動機を三つに区別している。すなわち、①取引動機（個々人や企業が取引を行うための現金の必要性）、②予備的動議（総資産の一定割合を将来用の現金というかたちで保有することから得られる安全性への欲求）、③投機的動機（将来に関して市場より多くの知識をもつことから利益を得ようとするもくろみ）、の3つである（Keynes 1936 [1973]: 170 [訳（上）237]）⁹⁾。

もともとケインズは、1932年の『貨幣論』において、保有動機に着目して銀行貨幣を分類していた¹⁰⁾。ただしそれは、あくまでも「預金者の立場」からのものであり、銀行貨幣を主

体とする貨幣の総量を把握し、それと物価水準との関係を解き明かすための基礎的作業であった¹¹⁾。そのアプローチは明らかに貨幣数量説的であった。ところが『一般理論』においては、周知のように貨幣数量説からの離脱を果たしており、そこでの貨幣の保有動機にもとづく分類は、あくまでも流動性という観点から行われている。

後で取り上げるディラードは、このケインズによる動機の分析について、「利子の理論に関して最も大きく注意をひきつけるものは投機的動機」であるとしている（Dillard 1948：訳205）。すなわち、ディラードによると、ケインズは前二者（取引動機と予備的動機）については一くくりにまとめ、利子率の変動によってあまり影響をうけないものとしている。これに対し、利子率との関係において重要な流動性選好は、投機的動機から生ずる。なぜなら、投機的動機による保有は利子率の変動に敏感に反応するからである（Dillard 1948：訳208）。またミンスキーも、『一般理論』においては、投資財生産を決定するうえで、資産保有と金融の選択がもつ投機的な性格は、生産関数の特性よりも圧倒的に重要である、としている（Minsky 1975：9 [訳14]）¹²⁾。

しかしながら、ケインズが流動性選好理論において、このように貨幣の投機的需要を重視したにもかかわらず、これを継承・発展させようとした論者はきわめて少数であった。ケインジアン一般的なマクロ・モデルにおいて、流動性選好理論は「冷遇視」されていたし、正統派を批判するポスト・ケインジアンにしても、（少なくとも1980年代前半においては）やはり流動性選好理論を「冷遇視」する向きがあったのである（青木 1985）¹³⁾。

なお、ケインズは投機動機との関連で、注目すべきことを論じている。すなわち、投機的動機について、「債権を取引するための市場が高

度に組織化されるのがいいのか悪いのか…われわれはディレンマに陥らざるをえない」、というのである（Keynes 1936 [1973]：170 [訳(上) 237]）。ケインズによると、組織化された市場がある場合には、投機的動機による流動性選好は大きな変動を被る。

ケインズは、なにも流動性論をマイナス面のみをもつ、単純に悪しきものとして描いたのではなかった。証券市場を悪と見たわけでもなかった。たしかにケインズは、次節でも見るように、流動性のもつマイナス面について、強い口調で警告を発した。しかしながら、流動性およびその市場の利点は十分に評価しつつも、マイナス面を明確に認識して、その「ディレンマ」を直視した上で、雇用を生み出す社会的投資がいかに可能かを論じようとしたのであった。

1-4 流動性への執着に対する批判

ケインズの流動性選好はすでに見たようなかたちで規定されるのだが、ここで注意しなければならないのは、『一般理論』においては、上記の第13章に先だって、第12章「長期期待の状態」において、心理的期待と制度に関する説明がなされ、そこにおいて流動性論がすでに展開されていることである。ケインズ『一般理論』の真の貢献は、将来に関する不確実性と人間の心理を結びつけ、これを経済学の根幹に据えようとした点にある。さらにいえば、ケインズはそれを制度論と結びつけようとしていた、というのが本稿のスタンスである。その意味で、第12章は『一般理論』において重要な位置を占めている。

この第12章には、ケインズの流動性論の核心を表現する次のようなフレーズがある。きわめて重要な箇所なので、英語の原文と拙訳の両方で紹介したい¹⁴⁾。

Of the maxims of orthodox finance none, surely,

is more anti-social than the fetish of liquidity, the doctrine that it is a positive virtue on the part of investment institutions to concentrate their resources upon the holding of 'liquid' securities. It forgets that there is no such thing as liquidity of investment for the community as a whole (Keynes 1936 [1973]: 155).

金融にかんする正統的な規範の中で、流動性への執着ほど反社会的なものはないのはたしかである。それは、「流動的な」証券の保有に資源を集中するのが、投資機関にとって積極的な善い行いである、という教義である。そこでは、社会全体にとっては投資の流動性などというものは存在しえない、ということが忘れられている。

ここでケインズは、流動性への執着を厳しく非難している。短期的利益を追求して投機が横行する投資市場（証券市場）のあり方に対して、ケインズは強く警鐘を鳴らした。ケインズは、流動性という概念を無色透明の中立的なものとして提起したのではなく、社会を不安定化する危険性をはらんだものとして描いている。流動性の過度な追求に対して、「反社会的」(anti-social) という強い言葉まで用い、社会的に有用な長期投資を阻害してしまうものと見なしたのである。いうまでもなく、ケインズ『一般理論』の体系において流動性選好は、利子率を高止まりさせて投資の阻害要因になるという位置づけを与えられている。個々の経済主体のレベルでは合理性をもつ流動性の追求が、社会全体としてはきわめて厄介で危険なものとなってしまう。まさに合成の誤謬だといってよい。

2 ケインズの流動性論への批判と反撃

このようなケインズ『一般理論』の流動性論のエッセンスを浮かび上がらせるためにも、そ

の流動性論に対して、どのような批判が向けられてきたかを見ておこう。

まず、ケインズを取り巻く人々の中に、ケインズの流動性論に対して、意外なほど強い反発があったことをおさえておきたい。とくに注目されるのは、ロバートソンとヒックスである。

次に、フリードマンの貨幣需要論を取り上げる。いうまでもなく、フリードマンはケインズ反革命の旗手と見なされる。フリードマンは、ケインズが否定した貨幣数量説を単純なかたちで復活させ、『一般理論』の流動性論の意義を実質的に否定したのである。

ちなみにケインズ理論への反革命については、フリードマン以前にヒックスが果たした役割を見落としてはならない。すなわちヒックスは、IS-LM 理論の定式化を通じて、実質的にケインズ理論を換骨奪胎してしまっていた。伊東光晴によれば、1937年のヒックスの論文、「ケインズ氏と『古典派』」こそが、「ケインズに対する反革命の最初の、しかも、以後大きな流れとなった論文」であった（伊東 2006: 164）。

2-1 ロバートソンとヒックスによる批判

『一般理論』の形成期にケインズの近くにいらながらも、ケインズの流動性論の核心的な部分をどうしても受け入れられなかった経済学者として、ロバートソンとヒックスがいる。この二人によるケインズの流動性論への批判は、期せずしてケインズの真意を浮かび上がらせている。

ロバートソンは、いわゆる貸付基金説の立場から、ケインズの流動性選好説を批判したことでは知られているが、両者の理論的対立は根深く、すでにケインズ『貨幣論』の頃から顕著になっていた¹⁵⁾。ケインズが流動性選好理論において投機的動機を重視したことに、ロバートソンは批判的であった。すなわち、『一般理論』では、将来の利子率への期待が現在の利子率を決定するという論理になっていて、これでは、期待を

取り除いて考えたときに、利子率の現在の水準を説明できるものが何も残らなくなる、というのである。これについてロバートソンは、『不思議の国のアリス』の有名なチェシャ猫の場面（猫が消えて笑いだけが残る）を引いて、揶揄気味に批判している（Robertson 1940 : 25）。後で見ると、ケインズの自己利子率論についても、その核心部分をロバートソンはどうしても受け入れられなかった。

次にヒックスについてであるが、ヒックスのケインズ解釈は、IS-LM 分析というかたちで、とくにアメリカにおいて標準化されて主流派の基本的な理論ツールとされただけに、ロバートソンよりもはるかに後代への影響力は大きかった。それだけに、オリジナルのケインズ『一般理論』を的確に把握しようとする論者たちから、痛烈な批判が向けられてきたのである。

その筆頭ともいえる存在として、ミンスキーがいる。ミンスキーは、ヒックスの論文「ケインズ氏と『古典派』」を取り上げ、ケインズが厳しく批判した従来の主流派理論と、ケインズの理論とを宥和しようとしたものであったという（Minsky 1975 : 訳49）。ミンスキーによれば、ヒックスの IS-LM 分析は、「ケインズの深遠かつ精緻な考え方を伝えるモデルとしてはケインズに対して公正でないし、また単純すぎる」（Minsky 1975 : 訳58）。ケインズが想定した複雑な投資決定過程（ミンスキーによると4段階）が、IS-LM モデルでは考慮されずに単純化されているのである。

ヒックスに関しては、さらに根本的なところで、ケインズの流動性論への無理解、あるいは矮小化とでもいうべき問題がある。伊東光晴は、「ヒックスがケインズの流動性選好利子率を正確に理解しているとは思えなかった」、と述べている。まさにそのとおりで、そもそもヒックスはケインズの流動性論の基本的な方向性に賛同できなかった。「ケインズ反革命の中心

に位置する」IS-LM モデルの根底に、どのような流動性論への認識が横たわっているかは、おさえるべき重要な論点であると思われる（伊東 2006 : 14-15）。

もともとヒックスは、ケインズの流動性論に批判的であった。すなわち、流動性選好説においては、将来の利子率の不確実性によってのみ、現在の完全に安全な証券の利子率が決定されてしまう、というのである（Hicks 1946 : 訳（I）235）。このような見解は、上で見たロバートソンと共通するところがある。

ヒックスは、自分なりにケインズ『一般理論』の流動性選好論のエッセンスをつかんでいると自負していたのか、『一般理論』再解釈の基軸にすえようとしたのは、あくまでも流動性選好理論であった。第二次大戦後に発達した資産選択理論とは異なる、オリジナルのケインズの流動性論を、ヒックスなりに再評価しようとしたのである（Hicks 1974 : 訳52）。

しかしながら、ヒックスはケインズの流動性論に基本的なところで同意できなかった。この点は、ヒックスのケインズ解釈を考える上で重要なポイントでもあるので、注意すべきである。ヒックスは、ケインズが流動性を批判的観点から論じたことに納得できなかった。すなわち、ヒックスは次のようにいうのである。

ケインズの学説...のうちで最悪のものの一つは、流動性選好は完全に、そしてまた常に、悪いものだ、という彼の与えている印象...（Hicks 1974 : 訳78）。

たしかにケインズは、流動性のもつ負の側面に強く警鐘を鳴らした。ただし、上のヒックスの見解は、ケインズの流動性論への公平な評価とはいえない。すなわちケインズは、流動性を「完全に...常に、悪いもの」だとしたわけではない。流動性を主眼に経済制度を組織した場合、

そこには「ディレンマ」が生まれる、ということを繰り返し述べたのである。ここは重要なところなので、おさえておかなければならない。ケインズは、流動性を全否定しようとしたり、証券市場を全否定しようとしたのではないのである¹⁶⁾。

ヒックスによるケインズ批判の要点は、ケインズ理論は全ての投資を一括りにして、投資の生産性を無視してしまっている、ということにあるとみてよいだろう。ここでヒックスは、ケインズの有名なピラミッドの例に批判的に言及している。ヒックスが重視するのは、生産性の高い投資を識別してそれを選択していくことであり、それこそが「社会的に生産的」なのであり、そこに「流動性の社会的機能」がある、とするのである（Hicks 1974：訳79；Hicks 1989：訳71）。

こうした批判は、たしかにケインズ『一般理論』の特徴の一端を浮き彫りにしている。しかし、やはりヒックスは、流動性という概念の核心をつかめていない、というよりも把握しようとはしなかった、と言ってよい。これは、ケインズとヒックスの、現実感覚と歴史感覚における差異に根ざすものであろう。ここにおいてヒックスは、要するに、投資には生産性の高いものと低いものがある、その差異こそが大事である、と言っている。しかしながら、ケインズの議論はそれを直接否定するものではないが、むしろ雇用を生むかどうか、という点を重視している。そして、もっぱら投資が流動性を追求するメカニズムに委ねられてしまうと、利子率（というより後で見る「自己利子率」）の性格からして、投資の期待利潤率である「資本の限界効率」よりも、利子率が高止まりして、投資にはマネーが回らず、生産と雇用は促進されない。ケインズが追ったのはこのような論理であり、ヒックスの問題意識は最初から大きくケインズとは乖離していたのである。

2-2 フリードマンによる「動機」の否定

ここまで見てきたように、ケインズ『一般理論』のオリジナルの流動性論は、けっして経済学界から歓迎されたわけではなく、むしろその方向性を曲げられていった観がある。後に見るディラードやミンスキーなど、ケインズのオリジナルの流動性論を高く評価した論者もいたが、それはごく少数にとどまった。

ミンスキーのいうように、ケインズは貨幣数量説に「引導をわたそうと骨身をけずった」にもかかわらず、その後1960年代末から70年代にかけて短期間のうちに、「素朴きまわりない数量説がマネタリズムの教義の衣をまとい、経済政策のひとつの指針として復活しさえした」のである（Minsky 1975：訳34）。

ケインズの流動性論に対しては、『一般理論』の出版直後から（あるいはそれ以前から）様々な批判が寄せられていたし、すでに見たように、主流派のケインジアン、そしてポスト・ケインジアンですら、流動性選好理論に冷淡であった。そして、その状況は1970年代から80年代にかけて、マネタリストが急速に台頭するに伴って、新たな状況を迎えた。いわゆる「ケインズ反革命」によって、ケインズ理論そのものが急速に関心と影響力を失っていったのである。

その立役者となったのは、いうまでもなくミルトン・フリードマンであった¹⁷⁾。いわばフリードマンは貨幣数量説の教義を復活させ、ケインズとは全く異なるかたちで（ケインズが否定したかたちを用いて）問題を立て替えたのである。ここまで述べてきた流動性論についていえば、フリードマンは、貨幣保有の投機的動機の重要性を否定することで、事実上、ケインズの流動性論の核心部分を否定してしまったといえる（Friedman 1959）。

フリードマンは、1969年の「貨幣の需要」という論文において、すでに1957年の著作で打ち出していた恒常所得仮説をベースにして、

その独自の金融理論を展開している (Freedman 1957; Freedman 1959)。

ここでフリードマンは、実質所得が趨勢的に上昇している諸国においては、貨幣ストック増加率と貨幣所得増加率に乖離があるとして、貨幣流通速度の変動の問題を取り上げる (Freedman 1969: 訳88-89)。フリードマンによれば、従来は学説では、貨幣流通速度の変動をうまく説明できない。従来は所得以外の変数、すなわち利子率や物価水準が注目されてきたが、そうしたアプローチは成功していない、というのである。フリードマンは、これらの所得以外の変数も貨幣重要量 (貨幣流通速度) に影響していることを認めつつも、その影響は上記の乖離を説明できるほどには大きくない、としている。

まず、おさえておきたいのは、フリードマンが貨幣流通速度の変動を中心問題として立てていることである。周知のように、そもそもケインズは『一般理論』において、貨幣数量説の世界からの離脱を果たしたのであったが、フリードマンはここでケインズが否定した問題設定を、何事もなかったかのように立て直す。その問いを前提にして、以下の議論を進めているのである。

何より注目されるのは、フリードマンが貨幣需要の「動機」の重要性を、否定に近いかたちで過小に見ていることである。フリードマンは、(1)取引動機、(2)投機的動機、(3)資産あるいは予備的動機、という区分が、「通常区別される三つの動機」であるとされる (Freedman 1969: 訳119)。そのうえで、(1)と(2)の重要性に「疑問」を投げかけて、これらを事実上否定する。そして、(3)については、フリードマンは前二者のようには斥けない。そのうえで、「資産に結びつけられた動機および変数が研究すべき最も有用な範疇である」とするのである (Freedman 1962: 訳120)。これに続けて、「最

も有用な接近方法は、貨幣を一連の資産の1項目として、債券、持ち分権 (share: 株式の誤訳か)、住宅、耐久消費財およびその他資産と同列のものと考えている」と述べているのである¹⁸⁾。

フリードマンのような立場からすれば、貨幣の保有動機の区別は二義的なものになってしまう。フリードマンは、債券や株式、不動産や耐久消費財やその他の資産を横並びに扱おうとした。しかし、これらの資産の流動性は、現実には大きく異なる。

これに対し、ケインズのアプローチにおいては、どのような動機からどのような金融資産が選好されるか、ということがきわめて重要である。いかなる資産が、どの程度の流動性をもつのか、ということは決定的な問題となるはずである。それは、金融システムの「質」を問うことでもあった。事実、まだケインズの影響が色濃かった1959年に、イギリスで出された金融に関する『ラドクリフ報告』では、債務の質を問う姿勢が特徴的であった¹⁹⁾。

しかしながら、フリードマンらによる反革命の成功によって、その後、貨幣・金融の「質」的側面を問う姿勢は大きく後退し、貨幣・金融は徹底的に「量」の問題へと還元されてしまう。もっぱら貨幣量を問題にしていればよい、というシンプルなアプローチは、その後アメリカを中心として世界に影響を与え続けてきた。もとはといえば、このようなアプローチは、18世紀初頭にバブルの立役者となったジョン・ローが唱えたものだったのだが、300年近い時を超えて、現代に蘇ったとみることもできる²⁰⁾。

もう一度、ここから問い直さなければならない。あまりに当たり前のことではあるが、貨幣・金融においては、量のみならず、質をも問わなければならない。そして、その質は制度と抜きがたく関わっている。より具体的にいうと、特定の金融資産に流動性を与える組織的市場が存

在するか否か、そしてそれら資産に流動性を与える政策が通貨当局や中央銀行によってとられているかどうか、ということが重要である。制度と権力の関係、といってもよいだろう。こうしたことを無視すると、金融システム全体のその時々の特徴を見失うことになるし、金融危機の発生と深化についても、その長い経路を理解することが困難になってしまうのである。

3 『一般理論』における制度と自己利子率

それでは、ケインズの流動性論の意義をどのように汲み取っていけばよいのか、以下で本稿なりのスタンスについて述べていきたい。とくに『一般理論』第17章に着目して、制度と自己利子率の関係を考察していく。

3-1 『一般理論』における制度へのまなざし

最初に断っておきたいのだが、言うまでもなく、『一般理論』はきわめて抽象度の高い書物であり、そこにおける制度分析は、決して十分なものではない²¹⁾。『一般理論』における貨幣・金融に関する議論を高く評価し、それを手がかりに「金融不安定化説」を唱えたミンスキーにしても、『一般理論』は「制度上の慣習のもつ含意に関心を向けて」はいるが、銀行制度や金融構造を詳細に論じているわけではないという。その上で、『貨幣論』の制度的分析を『一般理論』の理論をまぜあわせることが、この二つの著作を統合するのに適当な方法」である、としている（Minsky 1975: 10 [訳16]）。

それでも、『一般理論』において、とくにその流動性論に関して、制度の重要性が度々指摘されていることを見落としてはならないだろう。すなわちケインズは、流動性は具体的な制度のあり方に強く依存する、という認識をもっていたのである。後で見るが、ディラードのように、ケインズと制度学派のアプローチは両立しようとする論者もいるのである。

ケインズは、流動性に重きをおいた投資市場の組織化が、社会的に必要な長期投資を阻害してしまうと考えていた。ケインズは、システムの不安定性は投資市場（証券市場）が組織化されたことによる不可避の結果であると、繰り返し述べている（Keynes 1936 [1973]: 150,154,155,159,169,170）。

たとえば、次のような箇所である。

昔の、旧い型の私的企業にとっては、投資の決意は、社会全体にとってもそうだが、個人にとってもまた、おおむね取り消すことのできない決意であった。所有と経営の分離が…進み、組織された資本市場が発達するにつれて、時には投資を促進するが、時には体系の不安定性を著しく高める、きわめて重大な新たな要因が請じ入れられることになった。証券市場が存在しない場合には、購入した投資物件をたびたび再評価しようとしても、そうするすべがない。ところが証券取引所は、日々、たくさんの投資物件を再評価し、この再評価は個人が（社会全体にとってはそのかぎりではない）投資を改訂する機会を何度でも与えてくれる（Keynes 1936 [1973]: 150-151 [訳（上）207]）。

この後に、「ある部類の投資は、その道に長じた起業者の本来の期待によるよりは、むしろ証券取引所で売買を行う人たちの、株価に表れる平均的な期待に支配されることになる」、という重要な指摘が続く（Keynes 1936 [1973]: 151 [訳（上）208]）²²⁾。

このような環境では、プロの投資家は、市場の群集心理に最も影響するような情報や雰囲気の変化に対する予想に関心をもちざるをえなくなる。これをケインズは、「資本市場がいわゆる『流動性』…を目的として組織化されていることの不可避の結果」だとするのである

(Keynes 1936 [1973]: 155 [訳(上) 214])。そしてこの次に、第1章で引用した、「社会全体にとっての流動性などというものは存在しない」、という文章が続く。

また別の箇所、ケインズは投機家の確信をめぐる問題を経済学者の視野の外に置くべきではないとしつつ、それを正しい視野におかなければならないとして、制度の問題に踏み込み、ニューヨーク金融市場、ウォール街のあり方を厳しく批判する (Keynes 1936 [1973]: 158 [訳(上) 219])。そしてケインズは、投機 (speculation) を「市場心理を予測する活動」、企業 (enterprise) を資産の「前耐用期間にわたる期待収益を予測する活動」と見るならば、つねに投機が企業よりも優勢だとはいえないとしながらも、次のように述べる。

資本市場の組織化が進むにつれて、投機が優勢となる危険性が高まっている。世界最大の資本市場の一つ、ニューヨークでは、投機の…影響力は絶大である (Keynes 1936 [1973]: 158-159 [訳(上) 219])。

ここでケインズは、ロンドンとニューヨークを比べて、ロンドン市場の美点とニューヨーク市場の危険性をことさらに強調している。すなわち、イギリス人は「所得のために」投資するが、アメリカ人はあくまでも資本価値の上昇を期待して、しかもその際に、市場心理の予測に「常軌を逸した関心を示しがち」だというのである。ここには、よく指摘される、ケインズのナショナリストとしての心性があらわれているのかもしれない。それでも、空前の株式ブームと大恐慌の引き金をひいたその大暴落が、ニューヨーク株式市場を舞台に起こったことの意味は、やはり問われなければならないだろう。

ケインズはさらに次のようにいう。

以上の傾向はわれわれが「流動的な」資本市場の組織化に成功したことのほとんど不可避の結果である。賭博上は公共の利益のためには近づきにくく、高価につくのがいい、とふつうは認められている。おそらく同じことが証券取引所についても言えるだろう (Keynes 1936 [1973]: 159 [訳(上) 220])。

ここまで見てきたように、ケインズの流動性論は、制度の問題と抜きがたく結びついていた。とはいえ、たしかに『一般理論』においては、ほとんど具体的な制度分析はなされていない。ウォール街を舞台とする投機的な投資行動への批判も、より深い制度分析へとは向かわなかったのである²³⁾。

ただし、次節で見るように、ケインズの制度に対するまなざしを、『一般理論』における流動性論の中に見てとることができる。

3-2 自己利子率と制度

流動性と制度に関するケインズのこのような洞察は、『一般理論』第17章において、その独自の自己利子率論の中にビルトインされているとみてよいのではないか。あまり指摘されてこなかったことだが、ここで問題提起しておきたい²⁴⁾。

『一般理論』第17章「利子と貨幣の基本的性質」で展開されている、ケインズの自己利子率論とはどのようなものか。ケインズの自己利子率論は、その難解さゆえに、これまでに十分に理解されてきたとはいえない。ここでは、ケインズの自己利子率論が、上でふれたように、実は制度の問題に深くかかわるもので、その意味でケインズの流動性論の方向性と開かれた可能性を示すものだということを論じてみたい。

自己利子率論の原型は、スラッフアの利子論 (商品利子率) である。注意すべきは、これがハイエクの理論を批判するためのものであった、ということである。ハイエクは、貨幣経済

と非貨幣経済を区別して、非貨幣経済においては単一の均衡利子率（自然利子率）が存在する、と想定した。この自然利子率に、現実の貨幣利子率を一致させるべきだ、としたのである。スラッファはこれを批判し、かりに貨幣が存在しないとしても、商品そのものによるローンが行われ、その場合に利子率は単一ではなく複数（多数）存在する、と論じたのであった（Sraffa 1932a ; Sraffa 1932b ; Kurz 2000 ; Kurz 2010 ; Naldi 2015）。

『一般理論』との関連で注目されるのは、スラッファの商品利子率の含意が、ハイエクが想定した単一の自然利子率という発想を批判する点にあった、ということである。この後で見るように、ケインズの自己利子率論も、異なる資産と異なる利子率、いいかえれば複数の資産と複数の利子率が存在することに着目したものであり、最終的なゴールは、自己利子率が最大である資産こそが、経済全体に支配的な影響を与えることを示すことにあった。もっともクルツによると、スラッファ自身は、ケインズの自己利子率論に批判的であったようである。それでも、自己利子率の複数性という発想を、ケインズがスラッファから得たということではできらう（Kurz 2000 ; Kurz 2010）²⁵⁾。

ケインズは、スラッファのアイデアを借りて、いかなる種類の資本資産についても、貨幣に対する利子率に類するものが存在するはずである、と述べている。すなわち、いかなる耐久商品についても、それ自体ではかった利子率が存在するのであり、それはたとえば、小麦利子率、銅利子率、住宅利子率、製鋼所利子率、といったものであるという（Keynes 1936 [1973] : 222 [訳（上）312-313]）²⁶⁾。ここからしてすでに分かりにくいのであるが、ケインズの主張を見ていこう。ケインズは次のように論ずる。

全体を支配する（ルール・ザ・ルース）のは自己利子率（own-rates of interest）（と呼ぶことにしよう）の中で最大のものであるかもしれない…、そしてその最大値を与えるのは往々にして貨幣－利子率である…（Keynes 1936 [1973] : 223 [訳（上）314]）。

ここまでのところから分かるように、自己利子率というものは、通常の意味における利子率とはかなり異なっている。そもそも“own-rates of interest”に自己利子率という訳語をあてたことに、分かりにくさの一因があったともいえる。むしろ、「固有利子率」ないしは「個別利子率」と訳した方が、異なる資産の異なる利子率、というニュアンスを引き出せたかもしれない。ただし本稿では、自己利子率という従来からの訳語を用いることにする。

注意すべきは、“own-rates”と、複数形が用いられていることである。この後で見るように、自己利子率は複数存在するが、貨幣とそれ以外の資産とで自己利子率は大きく異なり、貨幣は他の資産と決定的に異なる性質をもつ。このことを明らかにしようとしたのが、ケインズの自己利子率論であった。

ケインズの自己利子率論について、さらに詳しく見ていこう。ケインズは、自己利子率を「 $q-c+l$ 」という式で表している（Keynes 1936 : 225-226 [訳（上）317-318]）。ここにおける「 q 」は、ある資産が生み出す収益であるが、資産それ自身によって測られた収益また産出物である。また「 c 」は、「それ自身によって測られた持ち越し費用」である。そして「 l 」については、まず、「ある期間に資産を自由に処分しうる力」によって得られる、「潜在的な便益あるいは安全性」を考える。この便益・安全性のために、「人々が喜んで支払おうとする額（それ自身によって測られた）」を、ケインズは「流動性プレミアム」(liquidity-premium)」と呼ぶのであり、

それがこの式における「 l 」である。

結局のところ自己利子率とは、「ある資産を一期間所有することから得られると期待される全収穫」であり、これが「資産の収益－持越費用＋流動性プレミアム」、すなわち「 $q-c+l$ 」として表されるのである。

分かりやすくいえば、ケインズは投資家がどのような資産を選択するかを考えている。すなわち、価値の増大が期待できて（ q ）、保有するためのコストが小さく（ c ）、しかもいつでも自由に処分できる（ l ）、そのような資産が最も望ましい、ということである。だからこそ人々は、そのような資産（『一般理論』においては主に現金と銀行預金、および一部の債券）ばかりを保有しようとして、雇用を生み出すような投資にふみきれない。自己利子率論は、このようなケインズの大きな主張につながっていく。

この点について宮崎義一は、次のように指摘している。「自己利子率の大きさが問題にされるのは、各種の資産の貸手、つまり金利生活者の立場からであるという点が重要」であり、ケインズは自己利子率の計算式を示しているように、実はそれによって「金利生活者からみた資産の分類をしているのだと理解すべき」である（宮崎・伊東 1961：230）。これは、ケインズの自己利子率論の核心を突く鮮やかな説明となっている。

もう少し詳しく見ていこう。すでに述べたように、ケインズの自己利子率論におけるポイントは、貨幣の特殊性を解明することにある。すなわち、貨幣の特徴は、「収益はゼロ、持越費用も無視できる程度だが、流動性プレミアムはかなりのもの」ということになる。またケインズによれば、貨幣とそれ以外の資産との本質的な違いは、「貨幣の場合には流動性プレミアムが持越費用をはるかにしのいでいるのに対し、他の資産の場合には持越費用が流動性プレミアムをはるかに上回っている」ことにある（Keynes

1936 [1973]:226-229 [訳（上）318-319]）²⁷⁾。

分かりやすくいえば、貨幣というのは、それをずっと持っていて維持費用がかからないし、しかも簡単に他のものにかたちをかえることができる。ところが、小麦や機械といったものは、保有するのに費用がかかるだけでなく、それを他の資産に転換するのは容易ではない。したがって、貨幣の自己利子率「 $q-c+l$ 」は高く、他の資産のそれは貨幣よりも低い、ということになる。

ケインズの結論は、資産の自己利子率で最大のものが、すべての資産の限界効率のうちの最大のものと等しくなったとき、もはや投資は増加しえない、ということである（Keynes 1936：236 [訳（上）332]）。雇用を増やすために、自己利子率が最大である貨幣の利子率を下げなければならない。そのためには、究極の独立変数である貨幣量を増大させればよい、という解決策が示唆される²⁸⁾。

このようなケインズの自己利子率論は難解で、その含意を汲み取るのはたやすいことではない。大きな可能性をもちながらも、ケインズ自身、これを必ずしも十分に展開できなかったのではないか、という印象も受ける。本稿において、その可能性を明確に示せるわけではないが、以下で、試論的にいくつかのポイントについて考えてみたい。

まず、『一般理論』に即して、いわば内面的に考えるならば、自己利子率が最大のものとして、狭義の貨幣にのみ注目していくことは是非がある。『貨幣論』でも株式にも注目し、『一般理論』においても株式投機を問題視していながら、ここでは「現金＋銀行預金＋一部の債券」を「貨幣」として、ここに範囲を限定してしまっている²⁹⁾。その上で、利子率に議論を集中して、貨幣量の拡大によって利子率を下げるという処方箋が語られるのである。これでは、自己利子率論のもつ可能性を狭めてしまってい

る、との印象を免れない。

『一般理論』の枠組みをはみ出すことになるかもしれないが、ケインズの流動性論のエッセンスを活かすかたちで議論を深めていこうとするならば、さらに問うべき問題があるように思われる。すなわち、流動性プレミアムと制度の関係である。何が流動性プレミアムに影響を与えるのか、という問題を立ててみたいのである。

自己利子率「 $q-c+l$ 」のうち、「 l 」の流動性プレミアムの大きさは、資産がもつ元来の性質だけによるのではなく、制度によっても決まるところがある。ケインズ自身が、第17章において、流動性には絶対的尺度は存在しないことを認め、しかも流動性を生み出す要因も「ある程度まで漠然」としていて、「時代により、また社会の慣習や制度により変化するもの」と述べているのである（Keynes 1936 [1973]: 240 [訳(上) 338]）。

このことは、ケインズが詳しく論じようとしなかったが、きわめて重要な点であるので、注意を促しておきたい。ケインズは『一般理論』において、制度の重要性を示唆しつつも、そこに大きく踏み込もうとはしなかったのである。

これまで論じてきたように、流動性というものは、制度によって人為的に生み出されるといいう性格があり、たとえば中央銀行がどのような金融資産を買い支えるか、というところに依存している面がある。近現代的な流動性システムを生み出した英米において、イングランド銀行やFRBがどのような資産を売買するか（オペレーションの対象とするか）が、資産の流動性に影響を与えるようになった。これを、アメリカ制度学派のバーリは「人為的流動性」と呼んだ。またバーリは、それをバックアップするのが、結局のところ権力であることをよく理解していた（高 2012）。

もちろん、流動性を人為的に無限に拡大できる、というようなことを主張したい訳ではない。

しかしながら、歴史をひもといてみると、現実には流動性が人為的に高められる局面がたしかにある。そして、そのように人為的にふくらまされた流動性は、往々にして次の危機の原因となる。大恐慌に至る過程がそうであったし、それは今日に至るまでそうなのである。

3-3 自己利子率論の含意と可能性

このような理解に立つと、投資家の資産選択を左右する自己利子率が、かなりの程度、証券市場などの制度と、それをデザインする権力に依存している、ということが見えてくる。では、そこからどのような考察を導き出すことができるのだろうか。本章で述べたいのは、ケインズ自身が『一般理論』で示唆した政策の一つである、中央銀行による貨幣量増大という処方箋は、自己利子率論の豊かな可能性からすれば、かなり限定的なものにとどまってしまったのではないか、ということである。

すでに見たように、「貨幣」とは何か、という問題がある³⁰⁾。もし中央銀行が金融政策の対象を拡大し、新たな金融資産に大きな流動性が付与されていくとしたら、自己利子率が最大のものが、ケインズの時代に主流であったような伝統的な「貨幣」のままであるとはかぎらない。ケインズが鋭く指摘したように、金融機関を含めた投資家の資産選択は経済全体を左右してしまう。そして、収益拡大が期待できて、しかも流動性が高い資産があれば、マネーはその資産へとなだれ込むであろう。

となると、伝統的な金利を低下させるというケインズの処方箋では、必ずしも最大の自己利子率を低下させることにはならない、ということになるのではないか。銀行金利や国債の利回りがいくら低下したところで、もっと利回りあるいは期待価格上昇率の高い証券があり、しかも中央銀行などの政策によって、それらに高い流動性が付与される、という状況においては、

伝統的な金融政策は、ケインズの理論的土台からしても意味を失いかねない。

より悪いことには、中央銀行の政策によって（伝統的な意味での）貨幣量を拡大しても、それが証券投資に回ってしまえば、伝統的な金利は低下する一方で、新たに自己利子率の高い金融資産を生み出してしまうことにもなりかねない。これが1920年代のアメリカで起こったことであり、また2000年代初頭のアメリカで繰り返されたことであった、と見ることもできる。そして、危機後の異常な金融緩和は、問題を再生産しこそすれ、抜本的な解決からはほど遠いのである。

すでに示唆したことであるが、ケインズの『一般理論』が、集計的な「量」を政策変数とするマクロ経済学として、通説的に読み解かれてきたことが災いしているのかもしれない。制度の問題を含めて、もっと金融の質を論じなければならなかったのではないか。ポスト・ケインジアンズのクレイゲルがいうように、「実物的な経済集計量の働きについての強調が経済理論や政策に対するケインズの貢献を表すものではない」のである（Kregel 2010: 訳331）³¹⁾。

ケインズが『一般理論』第17章で立てようとした問いは、彼のいう自己利子率「 $q-c+l$ 」が最大のものが資産選択されるとき、経済社会に何が起ころのか、ということであった。ケインズの問題意識からすれば、それが「社会的投資」に向くのか、そして社会の安定がそれによって脅かされることはないのか、ということが真の問題として立てられるはずであった。

ケインズ自身の解答は、現金（キャッシュ）およびそれに近い形態のマナー（銀行預金とある種の債券）が、保蔵手段として選好され続けるかぎり、それが（資本の限界効率を上回るレベルでの）金利の高止まりをもたらす、投資不足とそれによる非自発的失業をもたらす、ということであった。

だが、すでに見たように、現実問題として、自己利子率が最大のものが、ケインズが問題にしたようなマナーだけであるとはかぎらない。伝統的な債券・株式のみならず、新たに開発される様々な金融商品の中に、その時々で高い自己利子率を持つようなもの、少なくともそのように投資家に認識されるような金融資産が、存在するのではないか。

であるとするなら、そのような金融資産へのマナーの集中が何をもちたか、ということが問われなければならないはずである。それが、一定の経済成長につながってきたと見ることは可能であり、そこにおいてはケインズの批判は的外れであるとされるかもしれない。貨幣のみならず、株式をも含めた流動性資産へと視野を広げるとき、自己利子率が最大のものへの執着が投資を阻害し、ひいては失業を発生させる、というケインズ『一般理論』第17章の理路は、簡単には追い切れなくなる。すでに見たように、アメリカのシフトビリティ理論の主唱者たちが株式を支柱とするアメリカの金融のあり方を肯定したのは、それがアメリカ流の経済的繁栄の道だという認識があったからである。

それでも、やはりケインズの自己利子率論には、今なお見るべきものがある、というのが本稿のスタンスである。投資家が流動性資産を嗜好して、それが銀行融資とあいまって、経済全体の安定性を阻害する、という金融危機が頻繁に見られる現代社会において、やはり流動性という概念を柱とすることには、今なお大きな意味があると思えるのである。

4 ケインズの自己利子率論をめぐる議論

ここからは、いくぶん補論的に、ケインズの自己利子率をめぐる、どのような議論が行われてきたかを見ていこう。

まず、ケインズの身近にいてその流動性論に反発した経済学者達が、当然というべきか、そ

の核心ともいえるべき自己利子率論にも批判的であったことを紹介する。次に、それとは対照的に、自己利子率論に比較的早くから注目して高く評価した、アメリカのディラードの議論を検討する。

4-1 ケインズを取り巻く人々からの反発

流動性選好説に対するロバートソンの批判はすでに見たとおりだが、自己利子率論に対して、やはりロバートソンは激しい反発を示した。このような自己利子率論に対する拒否反応から、ロバートソンがどのような貨幣観をもっていたのかがうかがえる。

ロバートソンは、ケインズから送られた『一般理論』の草稿に私信でコメントしているが、自己利子率の概念を次のように批判する（*The Collected Writings of John Maynard Keynes* [以下 *CWK*] XIII, a letter from D.H.Robertson, 10 February 1935)³²⁾。すなわち、ケインズは貨幣の「生産性（productivity）」を無視している。これは「あるまじきひどいこと（monstrous）」である（*CWK* XIII: 509）。貨幣を借りて製造・サービスといった生産を行い、それを販売すれば価値が増える。その意味で貨幣は生産性をもっているのに、ケインズはそれを無視している、というのである。ロバートソンに言わせれば、ケインズの自己利子率は生産性の理論に他ならない。にもかかわらず、貨幣にかぎってケインズは、その生産的な側面を見ようとしなない。これがロバートソンの批判であった³³⁾。

しかしこれは、ケインズの自己利子率論を正確に理解した上での批判とはいえない。すでに見たように、ケインズのいう自己利子率は、あらゆる資産はそれぞれ異なる自己利子率をもつのであり、それは期待収益や持越費用に加え、どの程度の流動性をもつかによっても決まってくる、ということを論じようとしたものである。流動性を一つの主軸とする自己利子率を、従来の生産性の概念で置き換えるのは、あまりに皮

相的と言わざるをえない³⁴⁾。

ケインズ・サークルの重要人物であったカルドアも、ロバートソンとスタンスは異なるものの、やはりケインズの自己利子率論に同意できなかった。カルドアは、1960年の論文「ケインズの自己利子率理論」において、自己利子率論を自己流に改良しようとしたのだが、それはケインズの同じ方向性をもっていたとはいいたい。すなわちカルドアは、流動性プレミアム「 l 」をプラスの値をもつ付加的報酬（yield）と見る代わりに、マイナスの値をもつ「限界リスクプレミアム」（the marginal risk premium）ととらえるべきだとした。カルドアの理解では、ケインズの流動性プレミアム概念では、キャッシュ、手形、金縁証券（gilt-edged securities）、工場、家屋などに、様々な異なる自己利子率がつくことになる。これは、将来の不確実性というよりは、資産の市場性（他の資産への転換のしやすさ）に関わる、というのである。

これは、ケインズに対する批判としては外的であろう。なぜならケインズは、まさに資産の市場性や、様々な異なる自己利子率を問題にしているからである。制度に裏打ちされた流動性プレミアム、というものをケインズは問いたかったといってよい。したがって、カルドアという自らの解釈の「利点」（advantage）は、ケインズの主張の土台を損なうものだったと言わざるをえない。

4-2 アメリカのディラードらによる肯定的な評価

ここまで見たように、イギリスでケインズの近くにいた人々は、実は概ねケインズの自己利子率論に批判的であったといってよい。

自己利子率論を評価しようとしたのは、むしろアメリカのディラードや、その後に続いたポスト・ケインジアンであった³⁵⁾。アメリカで広がったケインズ解釈は、ハンセンらによる

ものであり、後には IS-LM 分析が全盛となる。しかしながら、ディラードのケインズ解釈は、オリジナルの『一般理論』のエッセンスを深く把握しようとするものであり、通説的理解とは一線を画すものであった。

主流派経済学の世界ではほとんど注目されることがないが、ディラードは、アメリカのポスト・ケインジアンpost-Keynesianの源流に位置するともいえる存在である³⁶⁾。たとえば、「金融不安定化説」で知られるハイマン・ミンスキーはディラードのケインズ解釈を高く評価している。すなわち、ディラードの1955年の論文を高く評価するのである (Minsky 1982: 訳124; Dillard 1955)³⁷⁾。また、ミンスキーの後継者的な位置にあり、内生的貨幣供給理論を唱えるレイも、同様にディラードのケインズ解釈を掘り起こして高い評価を与えている³⁸⁾。

ディラードは、1948年に出版した *The Economics of John Maynard Keynes* (邦題『J.M. ケインズの経済学』) で知られている。これは、ヒックスの IS-LM 分析とは違った、ケインズ『一般理論』を内在的に読み解く、きわめて優れた研究であった³⁹⁾。しかし、一定の注目は集めながらも、ディラードの解釈はケインズ理解の基本線とはならなかったのである。

あくまでも貨幣を『一般理論』解釈の要とした点で、ディラードはケインズの主張を的確におさえていたといえる。すなわち、貨幣の特殊な性格が生産・雇用を阻害する役割を果たしてしまう、という論理を追求したのである。こうした解釈を深めていく中で、ディラードは1980年代に、『一般理論』第17章の重要性を強調するようになる⁴⁰⁾。

1980年の論文でディラードは『一般理論』第17章が、「ケインズによる生産の貨幣理論を理解するための最上の案内」になる、と述べている。すなわち、あらゆる資産が自己利子率を持つが、貨幣利子率こそが経済全体において

支配的な役割を果たす (rule the roost)、というケインズの第17章における主張に注目するのである (Dillard 1980; Keynes 1936 [1973]: 225, 235)。また、ディラードは1988年の論文でも、「『一般理論』において最も重要な章」として、第17章をあげている (Dillard 1988)⁴¹⁾。ディラードは、『ケインズ全集』を詳細に検討して、「第17章において、ケインズは新たなフロンティアに挑んでいた (pressing against new frontiers)」と評している。そして第17章が『一般理論』で最も深遠な章だというのである。

ディラードが、貨幣の特殊な役割を重視する『一般理論』の基本線をおさえていたことは間違いないだろう。しかしながら、そのディラードにしても、本稿における問題意識からすると、ケインズの自己利子率論の洞察を十分に引き出すまでには至っていないように思われる。ディラードは、あくまでも彼のいう「雇用の貨幣理論」という枠組みの中に、(自己) 利子率論を位置づけようとする。貨幣が他の資産とは異なる特殊な性格をもつがゆえに、その利子率は高止まりして、完全雇用に必要な新たな資本資産への投資を促す利子率を上回ってしまう⁴²⁾。

このような解釈は妥当ではあるが、ディラードが強調するほどには、第17章の意義、とくに自己利子率論の意義を掘り下げて活かせていないように思われる⁴³⁾。

むしろディラードから受け継ぐべきは、制度へのまなざしであろう。ディラードは、ケインズの「マクロ経済学は制度的アプローチと両立しうる」、としている (Dillard 1980)⁴⁴⁾。もともとディラードは、1948年の時点で、ケインズ『一般理論』における社会制度へのまなざしに注目していた。たとえば、ディラードは次のようにいう⁴⁵⁾。

ケインズの資本および利子観には現在の社会秩序に対する根本的な批判がひそんでい

る。利子が貨幣の使用料でありしたがってならの純粋な犠牲に対する報酬でもないとするれば、利子は不労所得である。それは社会制度が異なれば支払われる必要のない所得形態である。…ケインズ理論の意味するところによれば、貨幣を退蔵しない代償として得られる所得は社会制度として存在する独占である。…余剰の貨幣をもっている人をしてその貨幣を譲渡させるためには賄賂をもって誘わなければならないように経済社会ができあがっているために、貨幣の所有者は独占的に不労所得の果実をもぎとることになるのである（Dillard 1948：訳237）。

このような視点は、後にさらに深められて、ディラードは「資本主義の制度としての貨幣」という見方をとるようになる（Dillard 1987）。すなわち、貨幣は一つの「制度」である。貨幣は、社会的に組織された形態の私有財産であり、ある種の戦略的な独占でもある。レイは、このようなディラードの見解に注目した（Wray 1993）。

ディラードは、ケインズ『一般理論』の主要内容は、「生産の貨幣理論」ないしは「雇用の貨幣理論」であると考えた⁴⁶⁾。そもそもディラードによれば、古典派経済学にせよ新古典派経済学にせよ、原理的に貨幣には、ほとんど居場所が与えられてない⁴⁷⁾。経済学のこのような「反貨幣的伝統」（anti-monetary tradition）を、ディラードは「物々交換幻想」（the Barter Illusion）と呼ぶ。これにケインズが攻撃をかけ、経済の一般理論に貨幣を統合したと評価するのである⁴⁸⁾。そして、すでに見たように、ディラードは1948年の時点で、ケインズ理論における投機的動機の重要性を指摘していた（Dillard 1948：訳205）⁴⁹⁾。

「制度としての貨幣」、「生産の貨幣理論」というディラードのアプローチは、オリジナルの

ケインズ理論を再検討する上で、重要な手がかりとなるであろう。

おわりに 一残された課題

本稿の冒頭で述べた、投機・資産選択のマイナス面に、もう一度立ち返ろう。

たしかに、レイヨンフーウッドが指摘したように、「後世のケインジアンたちは、これまで一般にウォール街が『しっぽが犬全体を振りまわす』重要な役割を果たしているということあまり認めたがらなかった」（Leijonhufvud 1968：訳398）。しかしながら、ミンスキーが見抜いたように、やはり、「ケインズ理論は投機的金融取引のパラダイム—銀行家がウォール街で取引をおこなっているイメージに依拠している」（Minsky 1975：訳87）。

ケインズは、ウォール街について論ずる中で、投機が横行する証券取引所をカジノにたとえて、これに強い警戒の眼を向けた。すなわち、企業活動が投機の渦巻きの泡（bubble）になってしまい、資本の成長がカジノにおける賭け事の副産物となってしまうことを憂えたのである。そして、ウォール街の成功が、「自由放任資本主義の傑出した勝利の一つだと胸を張るわけにもいかない」として、賭博場と同様に証券取引所についても、公共の利益のために近づくにくく、金のかかるものにすべきではないか、と論じたのであった（Keynes 1936：159〔訳（上）220〕）。

この問題に関するケインズの意図を、もっとも深く掘り下げて把握していた論者に、宮崎義一がいる。すでに見たように、宮崎は自己利子率論の意図を正確に汲んでいたが、「金利生活者＝投機者を否定した論理」こそ、ケインズ『一般理論』においてももっとも意味があるところだと見ていた。ケインズが金利生活者による投機を完全に否定しようと思っていたかどうかはおくとしても、『一般理論』のモチーフが、経済

社会を左右する投資をもっぱら金利生活者の資産選択に委ねることを危ぶみ、別のチャンネルを活用することの重要性を訴えることにあったのは間違いないだろう（宮崎・伊東 1961 : 306）⁵⁰⁾。

ただし、上述の宮崎義一の見解に対して伊東光晴は、ケインズの「金利生活者の死」は、同時に株の時価上昇、金融市場の繁栄にもなって、投機者にとってマイナスとはならず、これが本当に金利生活者の死なのかどうか、というきわめて重要な指摘をしている。ケインズ『一般理論』の方向性を活かしていくうえで、この問題は決定的といってよいほどの重要性をもっている。

ケインズの自己利子率論を内在的に読み解くことで、新たな可能性を探っていけないだろうか、というのが本稿の問題意識であった。繰り返しになるが、以下でもう一度、確認しておきたい。

まず、「最高の自己利子率をもつもの」とは何か、ということの問い直しである。『一般理論』執筆時におけるケインズの答えは、現金・銀行預金・一部の証券からなる「貨幣」であった。しかしながら、現代においては、劇的な金融自由化と金融革新による様々な金融商品の登場によって、貨幣の概念そのものが拡張してきているし、こうした現実は、「最高の自己利子率をもつもの」についても再考を迫る。

そう考えたとき、「利子率の低下」とは何をどう下げることなのか、ということも、あらためてとらえなおさなければならなくなる。そして、それが雇用をいかに増加させようのか、あるいはさせえないのか、ということも考え直す必要がある。様々な金融資産の「自己利子率」は、経済成長だけでなく社会の安定という観点からすると、どの程度が妥当であるのか、ということ問い直さなければならぬだろう。

金融面だけでの対応には限界がある、というのが『一般理論』の根幹にあるメッセージであ

るが、自己利子率論の問い直しは、流動性資産の爆発的な増加を抑制するような経済社会の制度設計を要請するだろうし、何が雇用増加をもたらすのかの再検討も必要となるだろう。

しかしながら、やはりこれも冒頭で述べたように、ケインズの自己利子率論を発展的に活かそうとする試みは、少なくとも今の時点では、論者達の意気込みほどには大きな実りをもたらしてはいない、と言わざるをえない。これは、自己利子率論が、ケインズ『一般理論』のフレームワークを大きく越えていく可能性をもっているからかもしれない。ケインズ理論を閉じた体系として扱うのではなく、これを大きく開いていく姿勢が必要とされているのではないか。

その際に、思想的にも理論的にも重石となるのは、ケインズが『一般理論』で示唆した、「社会的投資」であろう。たしかにケインズは、この社会的投資について、多くを語ってはいない⁵¹⁾。それでも、ケインズが強く発しているのは、投資をウォール街のような金融市場のチャンネルに委ねきってはならない、というメッセージであろう。雇用と、雇用をもたらすべき投資は、社会全体にかかわる問題であり、より社会性の高いチャンネルも活用することで実現しなければならない。これこそが、ケインズ『一般理論』から汲み取るべきメッセージだと言ってよい⁵²⁾。

ミンスキーによると、ケインズは修正資本主義を好ましいと考えながらも、「彼の分析には資本主義に対する手厳しい批判」が含まれていた。そしてケインズの理論は、「現在の制度が投資の社会的コントロールを中心とする、はるかに平等主義的な経済制度によって置き換えられるべきことを示唆している」、というのである。ここでミンスキーは、「投資をある程度広い範囲で社会化する」という、ケインズの言葉を引いている（Minsky 1975 : 訳18）。

何より、社会経済全体に打撃を与える、金融

の不安定性の問題がある。流動性の利点を安易に否定することはできないが、流動性を過度に重視するシステムの不安定性に目を向け、流動性のディレンマを直視しなければならないだろう。流動性資産の増加と価格上昇は、その保有者に「夢」を与える。それが常に企業の投資増、経済成長、ひいては雇用増につながるという「夢」は甘美である。しかしながら、その代償となるリスクはあまりにも重く大きい。流動性資産の急激な膨張は富の不平等化をもたらしがちで、結果的に生ずる金融危機は社会不安を増幅させかねないのである。

最後に、ケインズ『一般理論』の流動性論における重大な欠落を指摘しておきたい。それは、世界経済の捨象である。『一般理論』が、一国レベルの閉鎖体系的な分析にとどまっていることは、かねてから批判の対象となってきた。ここでは、そうした閉鎖体系としての性格が、流動性論においても陥穽となっていることに、注意を促しておきたい。近現代において、流動性をめぐる問題は、当初から意外なほど世界的な広がりをもっていた。英米などの中心国における流動性資産の急膨張は、往々にして世界経済を揺るがす震源となってきたのである。求められているのは、ケインズの流動性論の可能性を探りつつ、その限界を越えて、流動性の問題を世界的視野で論じていくことであろう (高 2011; 高 2015)

【注】

- 1) 浅野栄一によると、ケインズは『一般理論』について、「貨幣がストックとして体系内に入り込む—これが不完全雇用均衡の成立可能性を説く彼の新理論の正否を分ける基本的な考え方」であると論じた。その意味で、「流動性選好利子論こそ、ケインズの『一般理論』による理論革命達成の支柱であった」、とするのである (浅野 2005: 156)。
- 2) これについては、すでに高 (2011) で紹介している。
- 3) バーリの流動性論については、高 (2012) で検討している。

- 4) モールトンが率いたブルッキングス研究所にせよ、ミッチェルが率いた NBER にせよ、これらのアメリカの重要な研究機関が、もともと制度学派の色彩合いがきわめて濃いところであったことは興味深い (Rutherford 2011)。
- 5) ディラードによれば、ケインズはニューヨーク株式市場の崩壊を全く予見していなかったようである。すなわち、「1929 年中のケインズの論文や講演のなかには彼が株式市場の崩壊を予見したことを示すようなヒントはなく、また 1930 年代のものなかにも彼がその崩壊の激烈さを悟っていたことを示すようなヒントはなんら存在しない」、とディラードは述べているのである (Dillard 1948: 訳 384)。
- 6) 利子率決定について論じる中で、ケインズは次のようにいう。「貨幣量はここにおいて、このような形で経済体系の中に入ってくる」(Keynes 1936 [1973]: 168 [訳 (上) 233])。「われわれはいま、われわれの因果関係の中に、はじめて貨幣を導入した」(Keynes 1936 [1973]: 173 [訳 (上) 240])
- 7) すでに述べたように、『一般理論』において流動性論が理論的に本格的に展開されるのは第 13 章であるが、その前の第 12 章「長期期待の状態」において、流動性に関する制度的な記述がみられる。いわゆる「ケインズ・サーカス」の中心的存在であったカーンは、後年の回顧的な著作である『ケインズ「一般理論」の形成』において、ケインズは第 11 章「資本の限界効率」では「手綱をきつく締めて馬に乗った」が、続く第 12 章では「全力疾走の喜びを味わっている」と評し、「この対照性は驚くばかり」と述べている (Kahn 1984: 訳 231)。
- 8) 『一般理論』については、塩野谷祐一的全集版の訳と間宮陽一の訳の双方を適宜参照している。引用には間宮訳を用いている。
- 9) ケインズは投機的動機による流動性選好について、それが『貨幣論』で「弱気の状態」と呼んだものに相当するとしつつも、決して完全に同じではないという (Keynes 1936 [1973]: 173-174 [訳 (上) 241])。
- 10) ちなみに、『貨幣論』第 2 巻において、ケインズは歴史的例証として、1925 年から 1930 年に至るアメリカの金融を分析しているが、そこで語られているのは、1928 年半ばまでに利潤インフレーションが始まり、それが 1929 年の秋の崩壊によって終止符を打たれた、ということである (Keynes 1930 [1971] II: 170-177 [訳 200-208])。物価指数の上昇と、銀行信用拡大・株価高騰とが乖離してい

たこと、連邦準備制度による高利子率が急速な崩壊をもたらすうえで「基本的な役割を演じた」ことなどが述べられている。そこには、5年後の『一般理論』に見られる、ウォール街への厳しい批判はどこにもない。『貨幣論』から『一般理論』への飛躍は、理論的には貨幣数量説からの離脱を柱としているが、歴史認識・現状認識としては、株式市場の熱狂に対する強い批判の姿勢の登場、という面を表れているといつてよいだろう。

- 11) ケインズは『貨幣論』Iの第3章「銀行貨幣の分析」において、銀行貨幣を預金者の立場から分類した。すなわち、その保有の理由を、まず所得預金・営業預金・貯蓄預金の3つに分ける。さらにそのうち、商人・製造業者・投機業者が営業取引のために保有する営業預金を、(i)生産機能の分業から生ずる取引、(ii)資本財あるいは商品の投機的取引、(iii)金融取引、の3つに分類している (Keynes 1930 [1971] I: 41 [訳47])。
- 12) またミンスキーによると、『一般理論』の基本的な主張は、資産評価の過程が投資の直接的な決定因だということにある (Minsky 1975: 9 [訳14])。ただミンスキーは、他方でケインズを鋭く批判している。すなわち、ケインズの資本主義批判は中途半端であって、物々交換経済モデルにとらわれ、ロンドン・シティやウォール街に深く根ざした資本主義経済のプロセスを把握しきれなかった、という批判である (Minsky 1975: 126 [訳204])。
- 13) 青木達彦は、ここでカルドアを例にあげている (青木 1985)。
- 14) この部分に早くから注目していたのが、杉本栄一であった。杉本はこのフレーズを何度も引用し、独自の「短期流動性原則論」を展開した (杉本 1943)。これについては、高 (2011) を参照されたい。
- 15) ロバートソンは、ケインズと同じケンブリッジ大学の俊英で、カーンによると「ケインズに先行する形で経済学的思考を発展させていた」 (Kahn 1984: 訳21)。貨幣数量説からの離脱等において、ロバートソンは「第一次大戦後の数年間は、新しい経済思想の開拓者という点でケインズよりも一歩先んじていた」、というのである (Kahn 1984: 訳24)。当初は、ロバートソンはケインズの若き協力者という位置づけでもあった。しかしながら、カーンも回顧しているように、『一般理論』の執筆過程で、両者の亀裂は深まる (Kahn 1984: 訳284)。カーン自身は述べていないが、両者の亀裂の大きな理由として、ロバートソンがどうしてもケインズの流動性論を認めることができなかった、

た、ということがあると考えられる。

- 16) もっとも、ヒックスによると、流動性資産が存在しない場合の問題点を、ケインズはよく分かっていた (ヒックスは、それをハイパー・インフレーションに結びつけている)。とはいえケインズにおいて、その点は理論的には明らかにされてはいない。それは、ケインズ理論が短期のマクロ経済学というかたちをとっていたことによる、というのである。
- 17) ミンスキーによれば、流動性選好理論の誤った解釈は、マネタリスト反革命への道を開くものであった (Minsky 1982: 124)。
- 18) このフリードマンの分類は、実は、ケインズの『貨幣論』における銀行預金保有の理由の分類と、ほぼ重なっている。すでに見たように、ケインズは『一般理論』で『貨幣論』とは異なる動機の分類をして、①取引動機、②予備的動機、③投機的動機、という3つに分けたのであるが、フリードマンはこれには全くふれていない。
- 19) ラドクリフ委員会は、流動性に注意を向けた点で正しかった。もっとも、ケインズと同様に、利子率に重きを置きすぎたきらいがある。貨幣供給管理の困難さを指摘しているが、これについては、near moneyの誕生によって、貨幣供給政策が尻抜けになってしまう、という事態をふまえた提言であったことをおさえておくべきであろう。
- 20) ジョン・ローの貨幣理論については、高 (2014) を参照されたい。
- 21) ミンスキーによれば、『一般理論』においては、ブーム期・危機状態・デフレ状態・拡張期についての厳密な議論はなされていない。「これらの経済状態は多分に金融市場の動向によって決定されるのであるが、経済の金融的側面の詳細にわたる説明は、たんに示唆されるだけで、徹底的に、あるいは体系的には考察されていない」、というのである (Minsky 1975: 59 [訳93])。
- 22) ケインズはここに注をつけている。すなわち、株価がきわめて高くなると、有利な条件でさらに多くの株式を発行することができるので、このような資本調達では低利の借入と同じ意味をもつ、ということを『貨幣論』ですでに指摘している、と述べているのである (Keynes 1936 [1973]: 151 [訳(下) 208])。
- 23) これについて、日本の杉本栄一の流動性論の検討において、少し論じたことがある (高 2011)。
- 24) デ・チェッコは、やはり第17章を『一般理論』の核心として重視しながらも、本稿のスタンスとは全く逆に、「新古典派の思考とケインズのつながり

- をよく示している」、と述べている。デ・チェッコによると、ケインズの第17章は資産選択のアプローチとして解釈しうる。資産選択に関するパティンキンとトービンの一般均衡アプローチは、「ケインズによって明確に整理された主題を拡張し、ケインズが示唆した変奏曲を一つ一つ追いかけた」ものとして評価される (de Cecco : 2010)。
- 25) クルツによると、スラッファ自身は、ケインズの経済理論、とりわけ『一般理論』についてどう考えていたのか、「包括的に書き残すことは一度もなかった」(Kurz 2010 : 訳251)。そのため、推し量るしかないのだが、クルツはスラッファが遺した書き込みや未発表の草稿から、その意図について考察している。クルツの解釈では、おそらくスラッファは、「第17章で、ケインズは正しい論理展開をしておらず、矛盾の迷宮に入り込んでしまっている」のであり、「流動性選好理論、すなわち『ケインズの体系』は、論理的に首尾一貫していない」、と見ていた (Kurz 2010 : 訳272)。
- 26) ケインズは、「現物」契約と「先物」契約の関係が商品ごとに異なっている、ということが「われわれの探し求めている糸口」だという (Keynes 1936 [1973] : 223 [訳 (上) 314])。クレーゲルによれば、『貨幣改革論』における金利平価定理、『貨幣論』における「直物 - 先物市場のターム」を用いて、ケインズは『一般理論』で自己利子率論などを展開している。
- 27) ただしケインズは、単に「 $q \cdot c + l$ 」というかたちで比較するのではなく、もっと手の込んだ説明をしている。まず、住宅利子率と小麦利子率と貨幣利子率は、それぞれ q_1 、 c_2 、 l_3 と表すことができる。なぜなら、住宅の c と l 、小麦の q と l 、貨幣の q と c は無視できるから、というのである。次に、「貨幣を測定標準」としたときの、住宅と小麦の期待価格上昇 (下落) 率を、 a_1 、 a_2 とする。そうすると、 $a_1 + q_1$ 、 $a_2 - c_2$ 、 l_3 が、それぞれ貨幣表示の住宅利子率、貨幣表示の小麦利子率、貨幣表示の貨幣利子率になる、とケインズは説明する。そして、富の保有者の需要は、これらのうちで最大のものに向く、とするのである (Keynes 1936 [1973] : 227 [訳 (上) 319-320])。ちなみに、この「 a 」について、クレーゲルは、ケインズが『貨幣論』で分析していた先物プレミアムあるいはディスカウントとして理解できる、としている (Kregel 2010)。
- 28) ケインズは、この第16章の中で、「人々が月を欲するために失業が生ずる」として、「月」という生産できないものに貨幣を喩えている。「欲求の対象 (貨幣) が生産しえぬものであり、その需要が容易には尽きせぬものであるとき、人々が雇用の口を見つけるのは不可能である」。そしてケインズは、「月も生チーズも大差ないことを大衆に納得してもらい、チーズ工場 (中央銀行) を公的管理のもとにおく、それ以外に苦境を脱出する途はない」、と論じたのである (Keynes 1936 [1973] : 235 [訳 (上) 331])。
- 29) カーンは、『一般理論』において、「ケインズが現金と確定利付証券以外の他のどのような富の流動的形態をも予想していなかったことは、奇妙なことである」、と述べている。カーンによると、ケインズは『貨幣論』において流動性選好理論の初期形態を提示していたが、「そのときケインズが心に描いていた証券は株式であった」。しかしながら、「『投資』という言葉のあいまいさがいちじるしい混乱をもたらした」、というのである (Kahn 1984 : 訳218)。この『一般理論』における「投資」概念のあいまいさとは、これが「実質投資と株式取引所証券の購入の両方の意味で用いられる」ということにあり、「ケインズはこの混乱から決して免れていなかった」、とカーンは考えていた (Kahn 1984 : 訳232)。
- 30) ただしケインズは、興味深いことに、「貨幣」の自己利子率こそが問題だ、というのは厳密には正しくないとしている。すなわち、価値標準としての貨幣ということであれば、その利子率が必ずしも災いのもとになるわけではない。正確には、「ストックの全般的増加にともなう自己利子率の低下がいちばん緩やかな資産の利子率」こそが、生産 (生産率) に限界を画してしまう、というのである (Keynes 1936 : 229 [訳 (上) 321-322])。
- 31) クレーゲル自身は、「長期利子率に関する期待に影響を与えることによって、金融政策を運営することが、ケインズのアプローチであるとしている (Kregel : 2010)。
- 32) 公刊を意図して書かれた文章ではないので、これをもってロバートソンを批判的に扱うのはフェアではないが、ケインズ『一般理論』の急所にかかわることなので、あえて検討の対象としたい。
- 33) ここでのロバートソンの批判にはかなり感情がこもっており、前述の「あるまじきひどいこと (monstrous)」という表現もそうであるし、「なぜ、なぜ、なぜ」貨幣を例外扱いするのか、と "why" を三度も繰り返している。
- 34) ちなみにロバートソンは書簡の中で、そもそも人は貨幣を流動性のためには借らない、という批判をしているが、これは誤っている。流動性をもつ (と期待される) 証券の購入のための銀行借入は、歴

史的にも現代的にも珍しいことではない。ただし、ここには、証券購入を生産的な投資とみるか否かの問題が横たわっている。ケインズが、貨幣や流動性を論ずる際に、あくまでも現金・銀行預金に加えて公債までに範囲を限定しがちであったことは、ロバートソンのいう貨幣の生産性の問題が関係しているのかもしれない。それでも、生産的用途に結びつくとされる証券投資が、現実には単なる短期的な投機となってきた歴史的事実を考え合わせるなら、やはり単純に貨幣を生産的なものと見るわけにはいかない。歴史的感覚、そして現実感覚が問われるところである。

- 35) ディラードは、ケインズが金融政策を強調した背景について、次のように述べている。「ケインズが『一般理論』を書いたときには、彼はもはやたんなる貨幣政策だけで十分であるとは信じていなかった。しかしそれにもかかわらず、利子率統制の可能性が十分にためされたことはまだなかったと考えていた。公開市場における中央銀行の買入れはその量においてきわめて限られたものであったし、またおもに短期証券に限定されており、はるかに重要な長期利子率に直接関係をもつ長期証券を無視していた」(Dillard 1948: 訳210)
- 36) クレーゲルは、『一般理論』第17章に早くから注目して、ケインズとスラッファを結びつけるアプローチを追求したが、「あまり成功を取めるには至らなかった」という(Kregel 2010: 訳349)。クレーゲルは、ケインズが早くから先物市場の分析を行っていたことに注目し、ケインズの手法は金融工学の「複製ポートフォリオ」という概念と同じだという(Kregel 2010: 訳333)。そして、『貨幣論』の先物価格の理論が、『一般理論』第17章の自己利子率論への発展していく、と見ている。
- 37) ミンスキーは、ディラードの1955年の論文について、不幸にもこれまで顧みられることなく無視されてきたものの、きわめて優れていると評価する。すなわちケインズにとって、生産過程を含む貨幣経済(monetary production economy)のビヘイビアーを分析することこそが重要な課題であった、とディラードが論じたことを評価するのである(Minskiy 1982: 訳124; Dillard 1955)。
- 38) レイは、ミンスキーの業績を高く評価する著書を上梓している(Wray 2016)。ちなみに、日本において、レイの業績に早くから注目し、その内生的貨幣理論を高く評価していた論者に、伯井康彦がいる(伯井 1996)。また、伯井に続いて、張韓模もレイに注目している。
- 39) ただし、それでもケインズの利子率論に大きな意

義があることは確認しておきたい。ケインズ『一般理論』の核心を最も早くに掴んでいたのは、私見によれば、アメリカのディラードである。ディラードによると、伝統的に利子が資本の(限界)生産力の問題であると見なされていたのに対して、ケインズは、資産が原価を超える価値を生むのは、資本の希少性ゆえだという見解を打ち出した。「貨幣に対する利子率は一種の制度的に生ずる独占であり、これが資本資産を人為的に希少にする」、としたというのである(Dillard 1948: 235)。ディラードはケインズ『一般理論』に鋭い資本主義批判を見てとっているのである。また、次のようなディラードの見解も注目されてよい。「伝統的理論は希少資本資産の所有から引き出される報酬、すなわち所得としての資本の限界効率と貨幣を退蔵しない代償として与えられる報酬、すなわち所得としての利子とをはっきり区別していない。またケインズの観点からいえば伝統的理論は両者を混同しているのである」(Dillard 1948: 訳234)。

- 40) レイによると、ディラードはケインズ『一般理論』第17章に早くから例外的に注目していたという(Wray 1993)。ヒックスのIS-LM理論においては、第17章の重要な洞察が抜け落ちていたのであり、ディラードの自己利子率論への関心は、きわめて例外的なものであった。そして、この点について、今なおポストケインジアンはディラードの功績に十分に注意を払っていない、とレイはいうのである。ただし、厳密に言えば、ディラードがケインズの自己利子率を『一般理論』の核心と見るようになったのは、1980年代以降だととらえた方がよいだろう。ディラードは、1948年の著書においては、ほとんど自己利子率論に言及していない。1955年の論文、「貨幣経済の理論」においては、早くもケインズの自己利子率の理論の重要性が語られ、すべての資産が一定の「貨幣性(moneyness)」をもつことを示すもので、正しい方向への一歩であることを認めつつも、まだ自己利子率論への評価は限定的であった(Dillard 1955)。
- 41) ディラードは、第17章が当初の構想では、“Philosophical considerations on the essential properties of capital, interest, and money”(構想段階では第18章)というタイトルを与えられていたことに注意を促している(Dillard 1988; CWK XXIII: 424)。
- 42) 本稿では取り上げられなかったが、ケインズの自己利子率論において、(貨幣表示された)賃金が重要な位置を占めている。すなわち、なぜ賃金が貨幣表示で安定的であるのかという、それは持越費用に対する流動性プレミアムの超過分が最も大

- きいのが貨幣であるからだ、というようにケインズは考えるのである。これは、名目賃金よりも実質賃金の方が安定的であるとした、ピグーら主流派に対する批判の根拠の一つとなっている (Keynes 1936 [1973]: 237-239 [訳 (上) 323-226])。
- 43) ミンスキーは、ディラードとは異なり、『一般理論』第17章を辛めに評価している。すなわち、第17章の議論は、鋭いながらも欠陥があり、曖昧であって、「ケインズはあたかもそれが第二の天性でもあるかのように、古典派経済学の世界へと後もどりしてしまっている」、というのである。ミンスキーがこのように批判的なのは、『一般理論』第17章が、「債務の構成とそれがもたらす支払契約を明示的に導入していないから」である (Minsky 1975: 77 [訳 124])。ミンスキーによると、景気循環の視点をマネー・フローの考察と結びつけることで、再生産可能資源の現在の市場価格が硬直的な生産費用を下回ることを、第17章よりもずっと自然に説明できるのだという。
- 44) ディラードは、ケインズ理論をこのように解釈して、「経済理論の新たな革命の条件は熟しつつある」と述べている (Dillard 1980)。
- 45) ディラードによると、ケインズはこのようなアプローチから、「生産をさらに十分に、かつさらに豊富に拡大するための手段として金融緩和政策を主唱することになる」。ただしディラード自身は、このような金融政策に全幅の信頼をおいていたわけではなく、すでに見たように、ケインズもおそらく同じであったと考えていた。
- 46) ディラードは、『ケインズ全集』に収められている、『一般理論』の構想メモに注目した。『一般理論』のタイトルの変遷に着目するのである (Dillard 1988)。すなわち、1932年時点におけるタイトル案は、「生産の貨幣理論」(The Monetary Theory of Production) であり、これが1933年に「雇用の貨幣理論」(The Monetary Theory of Employment) へと変化する (Dillard 1988; *CWK* XXIX: 49; *CWK* XXIX: 62)。さらに、「雇用の一般理論」というタイトルを経て、1937年の『雇用・利子および貨幣の一般理論』という最終的なタイトルに至るのである (*CWK* XXIX: 63)。ディラードは、オリジナルのタイトルが、もっともよく (後の) 『一般理論』の核心を表していると考えていた。
- 47) ミンスキーも同様の見方をとっている。すなわち、古典派経済学と新古典派総合が物々交換のパラダイムに立脚しているのに対し、ケインズ理論は、投機的金融のパラダイム、つまり銀行家がウォール街で取引をおこなっているというイメージに基
- いている、というのである (Minsky 1975: 55 [訳 86-87])。
- 48) ディラードは、近代資本主義を金融的側面と産業的側面に分けてとらえるが、これはケインズにもとづいている、と述べている。これはたとえば、『貨幣論』第1巻第15章「産業的流通と金融的流通」における、金融と産業の区別を念頭においている (Dillard 1948: 訳364-365)。
- 49) だが、すでに見てきたように、「自己利子率」という概念を、より開かれた方向に発展させていこうとするとき、ケインズに即して直ちに生産・雇用の貨幣理論を確立する前に、することはないだろうか。すなわち、今一度、自己利子率の最大のものというのは、はたして伝統的な貨幣概念に収まるのか、そうでないなら、利子率を下げるとはどのような内容と意味をもつのか、ということを再考する必要があるのではないかと。
- 50) 伊東光晴は、宮崎義一との共著『コンメンタール』における、伊東自身と宮崎とのケインズ解釈の相違について語っている。すなわち、一つには、総供給関数のかたちである。また一つには、IS-LM理論への姿勢である。宮崎はヒックスのIS-LM理論で総括しようとしたが、伊東自身はこれに賛成ではなかったという (伊東 2011: 131)。
- 51) ディラードによれば、ケインズはこの点について多くを語っていない。すなわち、「管理と所有権を民間の手中にとどめておきながら、しかも投資をいかにして『社会化』するかということ自体が説明を要することであるが、ケインズはそれをしていない」、というのである (Dillard 1948: 訳194)。
- 52) ディラードはケインズの資本主義観について、次のように述べている。「ケインズが古典派の一般的伝統の信奉者にとどまり、短期の貨幣問題をもっぱら考えていた間は、資本主義の理論を発展させる機会をもたなかった。しかしながら彼の思索がすすむにつれて、彼は資本主義の基本構造の側面を問題にしはじめ、すべての金利利得者階層の消滅を、資本主義が生きながらえるための条件であると予見するまでにすすんだ」 (Dillard 1948: 訳365)。はたしてケインズが、この解釈に全面的に賛同したかどうかはおくとして、たしかに『一般理論』が、それまでの著作と比べて、経済社会の基本構造の分析へと、理論的にも大きく踏み込んだ著作であったことは間違いないだろう。

参考文献

青木達彦 (1986) 「現代ポスト・ケインジアン」の理論—流動性選好論の動学的再構築による一つの過程—、

- 早坂忠編著『ケインズ主義の再検討』多賀出版
 浅野栄一(2005)『ケインズの経済思考革命 思想・理論・政策のパラダイム転換』勁草書房
 伊東光晴(2011)「私のケインズ研究」、ケインズ学会編・平井俊顕監修『危機の中で〈ケインズ〉から学ぶ—資本主義とヴィジョンの再生を目指して—』作品社
 ----- (2006)『現代に生きるケインズ—モラル・サイエンスとしての経済理論』岩波書店
 高英求(2011)「杉本栄一の短期流動性原則論—周辺と異質性へのまなざし—」『貿易風』(中部大学国際関係学部) vol.6
 ----- (2012)「A.A. バーリの人為的流動性論—富の流動化と権力—」『貿易風』(中部大学国際関係学部) vol.7
 ----- (2014)「ジョン・ローの貨幣理論—需要と権力—」『貿易風』(中部大学国際関係学部) vol.9
 ----- (2015)「国際資本移動と中心国の責任—ヌルクセ理論の再検討—」『貿易風』(中部大学国際関係学部) vol.10
 杉本栄一(1943)『統制経済の原理』日本評論社
 張韓模(2002)「貨幣需要と流動性選好、そして日本経済」『経営と経済(長崎大学)』第82巻・第1号、張韓模(2012)『世界経済と為替投機』学文社に所収。
 伯井康彦(1996)「なぜ資本主義は貨幣を管理できないのか—L.Randall Wray の内生的貨幣供給論をめぐって—」『経営と経済(長崎大学)』第76巻・第2号
 宮崎義一・伊東光晴(1961)『ケインズ／一般理論 コメンタール』日本評論社
The Collected Writings of John Maynard Keynes XIII, The General Theory and After : Part I • Preparation (1973), Macmillan.
The Collected Writings of John Maynard Keynes XXIX, The General Theory and After : A Supplement(1979), Macmillan.
 Committee on the Working of the Monetary System(1959), Report, London : HM Stationery Office(the Radcliffe Report) .
 De Cecco, Marcello(2010), “Keynes and Modern International Finance Theory”, in Bradley W. Bateman, Toshiaki Hirai, Maria Cristina Marcuzzo (eds.), *The Return to Keynes*, Harvard University Press.(ブラッドリー・W・ベイトマン、平井俊顕・マリア・クリスティーナ・マルクツツォ編、平井俊顕監修『リターン・トゥ・ケインズ』東京大学出版会、2014年)
 Dillard, Dudley(1948), *The Economics of John Maynard Keynes -The Theory of a Monetary Economy*, Prentice-Hall, Inc. (D. デイラード著、岡本好弘訳『J.M. ケインズの経済学』東洋経済新報社、1973年)
 -----(1955), “The theory of a monetary economy”, in Kenneth K.Kurihara (ed.), *Post-Keynesian Economics*, London : George Allen & unwin.
 -----(1980), “A monetary theory of production : Keynes and the institutionalists”, *Journal of Economic Issues*, Jun.
 -----(1987), “Money as an institution of capitalism”, *Journal of Economic Issues*, vol.21, No.4. reproduced in Marc R.Tool (ed.), *Evolutionary Economics vol.II -Institutional Theory and Policy*, M.E.Sharpe, Inc.
 -----(1988), “Effective demand and the monetary theory of employment”, in Alain Barrère(ed.), *The Foundations of Keynesian Analysis : Proceedings of a Conference held at the University of Paris I -Pantéon-Sorbonne*, Macmillan.
 Foxwell, H.S.(1917a), “The Nature of the Industrial Struggle”, *Economic Journal*, Vol.27, No.107, Sep.
 -----(1917b), “The financing of industry and trade”, *Economic Journal*, Vol.27, No.108 Dec.
 Friedman, Milton(1959), “The demand for money : some theoretical and empirical results”, *National Bureau of Economic Research Occasional Paper*. No.68. (M. フリードマン「貨幣の需要—若干の理論的ならびに経験的結果—」、水野正一・山下邦男監訳『現代の金融理論Ⅰ—流動性と貨幣需要—』勁草書房、1965年、第4章)
 Hicks, J.R.(1946), *Value and Capital*, 2nd. ed., Oxford University Press. (J.R. ヒックス著、安井琢磨・熊谷尚夫訳『価値と資本 経済理論の若干の基本原則に関する研究(Ⅰ・Ⅱ)』岩波書店、1951年)
 -----(1962), “Liquidity”, *The Economic Journal*, Dec. (J.R. ヒックス「流動性」、水野正一・山下邦男監訳『現代の金融理論Ⅰ—流動性と貨幣需要—』勁草書房、1965年、第1章)
 -----(1974), *The Crisis in Keynesian Economics*, Basil Blackwell & Mott, Ltd. (J.R. ヒックス著、早坂忠訳・解説『ケインズ経済学の危機』ダイヤモンド社、1978年)
 Kahn, Richard(1984), *The Making of Keynes' General Theory*, Banca Commerciale Italiana, Milano, Italy. (リチャード・カーン著、浅野栄一・地主重美訳『ケインズ『一般理論』の形成』岩波書店、1987年)
 Kaldor, N.(1960), “Keynes's theory of the own rates of interest”, *Essays on Economic Stability and Growth*, Gerald Duckworth, pp.59-74.

- Keynes, J.M.(1930 [1971]) , *Treaties on Money II The Applied Theory of Money*, Macmillan(*The Collected Writings of John Maynard Keynes VI*, Macmillan) (長澤惟恭訳『ケインズ全集 6 貨幣論 II 貨幣の応用理論』東洋経済新報社、1979年)
- (1936 [1973]), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan. (*The Collected Writings of John Maynard Keynes VII*, Macmillan) (塩野谷祐一訳『ケインズ全集 7 雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社、1983年。ケインズ著、間宮陽介訳『雇用、利子および貨幣の一般理論』[上・下] 岩波書店、2008年)
- Kregel, J.A.(2010), “Keynes’s Influence on Modern Economics : Some Overlooked Contributions of Keynes’s Theory of Finance and Economic Policy”, in Bradley W. Bateman, Toshiaki Hirai, Maria Cristina Marcuzzo(eds.), *The Return to Keynes*, Harvard University Press. (ブラッドリー・W・ペイトマン、平井俊顕・マリア・クリスティーナ・マルクツツォ編、平井俊顕監修『リターン・トゥ・ケインズ』東京大学出版会、2014年)
- Kurz, Heinz D.(2000), “The Hayek-Keynes-Sraffa controversy reconsidered”, in H.D.Kurz(ed.), *Critical Essays on Piero Sraffa’s Legacy in Economics*, Cambridge University Press.
- (2010), “Keynes, Sraffa and the Latter’s ‘Secret Skepticism’”, in Bradley W. Bateman, Toshiaki Hirai, Maria Cristina Marcuzzo(eds.), *The Return to Keynes*, Harvard University Press. (ブラッドリー・W・ペイトマン、平井俊顕・マリア・クリスティーナ・マルクツツォ編、平井俊顕監修『リターン・トゥ・ケインズ』東京大学出版会、2014年)
- Leijonhufvud, A.(1968), *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, Oxford University Press. (A. レイヨンフーブッド著、根岸隆監訳・日本銀行ケインズ研究会訳『ケインジアン経済学とケインズの経済学 ―貨幣理論の一研究―』東洋経済新報社、1978年)
- Minsky, Hyman P.(1975), *John Maynard Keynes*, Columbia University Press. (H.P. ミンスキー著、堀内昭義訳『ケインズ理論とは何か ―市場経済の金融的不安定性―』岩波書店、1988年)
- Minsky, Hyman P.(1982), *Can “It” Happen Again? –Essays on Instability and Finance*, M.E.Sharp. (H.P. ミンスキー著、岩佐代市訳『投資と金融 資本主義経済の不安定性』日本経済評論社、1988年)
- Mitchell, Waldo F.(1923a), “Attack upon the theory of the liquidity of bank earning assets”, *Journal of Political Economy*, XXXI, April.
- (1923b), “The institutional basis for the shiftability theory of bank liquidity”, *The University Journal of Business*, Vol.1, No.3, May.
- (1925), *The Use of Bank Funds*, University of Chicago Press.
- Moulton, H.G.(1921), *The Financial Organization of Society*, The University of Chicago Press.
- Naldi, Nerio(2015), “Sraffa and Keynes on the concept of commodity rates of interest”, *Contributions to Political Economy*, 34.
- Robertson, D.H.(1940), *Essays in Monetary Theory*, P.S.King & Sons.
- Rutherford, Malcom(2011), *The Institutional Movement in American Economics, 1918-1947 : Science and Social Control*, Cambridge University Press.
- Sraffa, P.(1932a), “Dr.Hayek on money and capital”, *Economic Journal*, 42.
- (1932b), “A rejoinder”, *Economic Journal*, 42.
- Wray, L.Randall(1993), “The monetary macroeconomics of Dudley Dillard”, *Journal of Economic Issues*, 27(2), June.
- (2016), *Why Minsky Matters –A Introduction to the Work of a Maverick Economist*, Princeton University Press.