

# レイヨンフーヴッドの経済学

——市場機構の自己調整力と利子率メカニズム——

吉 澤 昌 恭

はじめに

## I 数量調整とストック

§ 1 レイヨンフーヴッドの経済学

§ 2 不完全情報と有限の価格調整速度

§ 3 緩衝装置としてのストック

## II 景気循環と利子率メカニズム

§ 4 自然的利子率と貸付利子率——ウィクセル

§ 5 資本の限界効率の変動——ケインズ

§ 6 流動性選好説 vs. 「利子率誤調整」理論

## III 経済政策

§ 7 金融政策の有効性と投資の利子弾力性

§ 8 金融政策と財政政策の位置づけ

§ 9 「利子率誤調整」理論——トートロジーか？

## はじめに

ケインズの『雇用・利子および貨幣の一般理論』（以下、『一般理論』と略す）の中心テーマが何であったのか、については今尚論争が続いている。レイヨンフーヴッドは1968年に『ケインジアンとケインズの経済学』という題の書物を刊行しているが、この書物の題名そのものが、『一

般理論』解釈の、一筋縄ではゆかない手強さを暗示している。本稿では、『一般理論』はいかに解釈されるべきか、という問題を取り上げない。ここで問題となるのは、レイヨンフーヴッドの経済学とはどのような性格を持つものであるのか、ということである。また本稿は、拙稿「ケインズ『一般理論』について—過少雇用均衡と利子—」（『広島経済大学経済研究論集』第15巻第1号，1992年6月）の姉妹編の性格を持つものである。

## I 数量調整とストック

### §1 レイヨンフーヴッドの経済学

レイヨンフーヴッドの経済学を理解するに当たって、次の2つのことが重要である、と思われる。

まず第1に、彼は、異なるタイプの経済理論がどのように関係し合っているか、を解明することに並々ならぬ関心を持っている、ということである。彼は論文集『情報と調整』の序文で次のように述べている。

「T. S. クーンなら『通常科学』と呼ぶであろうものは、この論文集ではたいして問題とならない。即ち、与えられた『パラダイム』の枠内でのパズル解きの方法はたいして問題とならない、ということである。その代りに、これらの諸論文が主として意図しているのは、異なるタイプの経済理論間あるいは相対立する理論間のぼんやりした関係を理解することである。人が諸理論間の関係を研究するのは、そうした関係の研究それ自体が目的だからではなく、むしろ、存立可能な総合とはどのようなものになりそうか—そして、そうした総合の方向に進むためには、何が捨てられ、何が組み立てられねばならないか—を理解しようとするからである。」<sup>(1)</sup>

(1) Leijonhufvud, A.: *Information and Coordination—Essays in Macroeconomic Theory*, Oxford U. Pr., New York 1981, pp. vi-vii. (中山靖夫監訳『ケインズ経済学を超えて—情報とマクロ経済』東洋経済新報社，昭和59年，vii頁)。なお、訳文には少々変更を加えた。

第2に重要なことは、市場機構がどの程度自己調整的かということがマクロ経済学の中心問題である、と彼が考えていることである。先の論文集『情報と調整』の第6論文で次のように述べられている。

「私の考えでは、マクロ経済理論における中心の問題は—また繰り返すが—経済あるいは少なくともその市場部門は、どの程度まで自己調整的な体系と見てさしつかえないのかという点にある。」<sup>(2)</sup>

本稿の以下の部分では次のような順序で議論が進められる。§2では、なぜ不均衡が生じるのか、に関してのレイヨンフーヴッドの考え方が紹介される。続いて§3では、市場はそうした不均衡にどの程度まで抵抗力を持つのか、またその際ストックはどのような役割を果たすのか、が論じられる。§4～§6では利子が論じられる。そこでは、ウィクセル、ケインズ、レイヨンフーヴッドという3人の利子論に検討を加えることになる。そして§7～§9で、経済政策についてのレイヨンフーヴッドの考え方がどのようなものであるか、が示される。

## §2 不完全情報と有限の価格調整速度

ケインズの『一般理論』の特徴は、数量調整 (quantity adjustments) に焦点が当てられている点にある、とレイヨンフーヴッドは言う。

『一般理論』で試みられた主要な改革（実質的には唯一の大改革といえる）は、経済にショック（攪乱）が生じた時に、それが価格水準や賃金率による調整でなく、**数量的な調整**によって反応するという、経済システムのビヘイビアに関する組織的な分析を示したことである。<sup>(3)</sup>

(2) Leijonhufvud, A., *ibid.*, p. 104. (同上, 110頁)。

(3) Leijonhufvud, A.: *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes—A*  
(次頁へつづく)

このことは、価格の調整速度がそれ程大きくないということ、少なくともそれが無限大でないことを意味している。レイヨンフーヴッドによれば、マーシャルの分析に於いては、価格の調整速度は無限大であるのに対して、資本ストックの調整速度はゼロであり、他方、ケインズに於いては、この価格と量の関係が逆転している。

「マーシャル流の個別市場の期間分析では、価格、生産量ならびに資本ストックの各反応速度に順序が付されているが、その差は量的ではなく質的である。たとえば、マーシャルの意味での短期においては、価格の調整速度は無限大と考えられている一方、資本ストックの調整速度はゼロと考えられている。…中略…ケインズのマクロ体系では、価格と量の調整速度に関するマーシャル流の上記のような順序付けが逆転している。逆転とはすなわち、短期においては、フローの量は自由に動きうるとされる一方、価格は、一つないし複数個が所与とされ、そのために他の価格の変動幅も限られた範囲にとどまるとされるということである。<sup>(4)</sup>」

「価格の調整速度は無限大である」という想定は許されるべきものであろうか？ 現実への第一次接近に際してはそれは許容可能であるにしても、分析が更に深められるにつれてその想定は放棄されねばならない、というのがレイヨンフーヴッドの答えである。レイヨンフーヴッドによれば、<sup>(5)</sup> 完全競争の静学モデルは、①市場の個々の構成員は非常に小さい（原子論的市場構造）、②個々の構成員に完全情報が与えられているかさもなくば情

---

*Study in Monetary Theory*, Oxford U. Pr., New York 1968, p. 24. (根岸隆監訳『ケインズの経済学とケインズの経済学——貨幣的理論の一研究』東洋経済新報社、昭和53年、27頁)。

(4) Leijonhufvud, A., *ibid.*, p. 52. (同上, 58頁)。

(5) Leijonhufvud, A., *ibid.*, p. 69. (同上, 78頁)。

報調達コストがゼロである、という2つの仮定に支えられている。レイヨンフーヴッドは第2の仮定に焦点を当てる。我々に完全な情報が与えられていないことは明らかだし、情報調達にはコストがかかることも明らかである。だとすれば、価格の動きに対して人々が無限大の速度で反応する、或いは逆に、需要と供給の動きに対して価格が無限大の速度で反応する、という仮定は崩れ去るであろう。

「個々の取引主体の側に完全な知識がなかったり、あるいは必要な情報をコストなしに提供する、取引プロセスそのものには無関係なメカニズムが欠如しているような場合は、価格速度が無限大といった前提の根拠が消失することとなる。」<sup>(6)</sup>

従って、現実により即応した理論は、①情報は不完全であり、②価格の調整速度は有限である、という2つのことを織り込んだものでなければならない。こうした条件を持つ経済にショックが与えられた時に、どのような事態が生じるのであろうか？数量調整が起ってくる、というのがその答えである。ショックの後に人々は不均衡価格での取引を強いられるであろう。取引参加者の内の何ほどかの人は「所与の」現行価格で自分の商品を自分の好きなだけ売ることができず、このことは商品の販売に成功しなかった人の家計に所得上の制約を課すであろう。これはこの家計の有効需要の減少を帰結し、この有効需要の減少は更に経済全体へと波及してゆくであろう。

「取引参加者が『所与の』現行価格で自分の好きなだけすべて売ることができないということから発生する家計所得に対する制約は、次に生産物市場における有効需要の減少となり、その結果、さらに（乗数的に）マクロの所得へとはねかえっていく。このような乖離幅拡大的なフ

(6) Leijonhufvud, A., *ibid.*, p. 69. (同上, 79頁)。

ードバックの経路こそ、ケインズの数量調整モデルの特徴である。所得は初期のショックによりまず低下するが、結局それ以上に低下幅を拡げていく傾向がある。もっと普通のいい方をすれば（もっとも、時々誤解を招くおそれのあるいい方ではあるが）、縮小は『累積的』なのである。<sup>(7)</sup>」

### § 3 緩衝装置としてのストック

不完全な情報しか持たない人々によって構成されており、また、価格の調整速度は有限である、といった経済は、どんな小さなショックに対しても「累積的」縮小過程をもって反応するのであるだろうか？レイヨンフーヴッドの答えは「ノー」である。<sup>(8)</sup>

何かを購入するための資金が全て経常所得から賅われねばならない、と仮定される「純粋フロー・モデル」の下では、経済に対するどんな小さなショックも、「累積的」縮小過程を惹起せしめるであろう。しかし、現実には「純粋フロー・モデル」が描き出すようなものとは違っている。現実世界に於いては、財・サービスの購買資金は、経常所得のみならず、何らかの蓄え（即ち、ストック）からもやって来る。従って、そうした現実により即応したモデルは、「ストック＝フロー・モデル」でなければならない。

ストック＝フロー体系にあっては、ストック（即ち、物的資産ないしは金融的資産）は、所得フローと支出フローの間の「緩衝装置 (buffer)」として作用する、とレイヨンフーヴッドは言う。ストックの存在（わけても、現金残高ストックの存在）は、収入が減少した場合でも支出を従来通りに維持するというを可能にする。かくして、巨大な物的および金融的ストックを持つ経済に関して、次の如き結論が下される。<sup>(9)</sup>

(7) Leijonhufvud, A., *ibid.*, p. 56. (同上, 63頁)。

(8) Leijonhufvud, A.: *Information and Coordination*, pp. 116-117. (『ケインズ経済学を超えて』, 120頁-121頁)。

(9) Leijonhufvud, A., *ibid.*, p. 117. (同上, 121頁)。

1. そのような経済の下では、ショックが取引を行う者達の予想を大幅に上回るのではない限り、ショックがフローに与える影響の伝播は大きく減衰される。
2. 従って、そのような経済は、純粋フロー・モデルが示すものよりも、はるかに「頑健 (robust)」である。
3. しかし、攪乱が想像できない程大きなものであれば、緩衝ストックは枯渇するかもしれない。

## II 景気循環と利子率メカニズム

### § 4 自然的利子率と貸付利子率——ウィクセル

不完全な情報しか持っていない人々によって構成されており、また、価格の調整速度が有限である、といった経済にショックが与えられ、しかも、そのショックが上で見た緩衝ストックを枯渇させてしまう程に大きなものである時には、「累積的」縮小過程が生じるであろうが、その過程はどこまでも続くのであろうか？或いは、言い方をかえるなら、市場機構にはそうした「累積的」縮小過程を逆転させる力はないのか？こうした問に対するレイヨンフーヴッドの考え方を知るためには、ウィクセル並びにケインズの、景気循環と利子についての説明を概観しておくことが必要である。

#### (1) 貨幣数量説の欠陥

貨幣の購買力に関しては、貨幣数量説以外に科学的精査に耐え得る理論はひとつもないが、貨幣数量説には重大な欠陥がある—これが、ウィクセルの『利子と物価』や『経済学講義』第2巻を貫く基調となっている、と筆者は考えている。<sup>(10)</sup>

ウィクセルによれば、貨幣数量説の最大の欠陥は、それが、「概して物

(10) Wicksell, K.: *Geldzins und Güterpreise*, 1898, Scientia Verlag, Aalen 1984. (北  
次頁へつづく)

物上昇期は貸付利率の上昇期であり、物価下落期は貸付利率の下落期である」という事実の説明に成功していない点にある。<sup>(11)</sup> ウィクセルはこうした貨幣数量説の欠陥を克服する目的で、「自然的資本利子 (natürlicher Kapitalzins)」という概念を導入する。それは次の如くに定義されている。

「自然的資本利子は大体企業自身の実物利子 (realer Zins) に相等しいものであるけれども、もっと正確にいえば一相当抽象的ではあるが一実物資本 (Realkapital) が貨幣の媒介なしに実物をもって貸し付けられる場合に需要供給によって決定されると考えられる利率として特徴づけられる。」<sup>(12)</sup>

## (2) 自然的利率と貸付利率の乖離

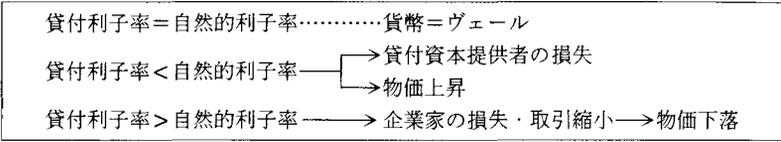
この自然的資本利子の率、即ち、自然的利率と、銀行が企業に貨幣を貸し付ける際の貸付利率との、一致・不一致が、ウィクセルの議論の中心部分を占めている。<sup>(13)</sup> 両利率が一致している時には、貨幣は交換の媒介物であるに過ぎず、ヴェールの役割を果しているに過ぎない。しかし何らかの理由 (例えば、技術革新) で、自然的利率が上昇し、しかも、貸付利率が従来そのままであれば、貸付資本提供者の犠牲の下に企業家の取引拡張が起り、そのことによって財やサービスの需要が増大し、結局は物価

---

野熊喜男・服部新一訳、北野熊喜男改訳『利子と物価』日本経済評論社、昭和59年) / *Lectures on Political Economy*, George Routledge & Sons, London Vol. I 1934, vol. II 1935, Augustus M. Kelly-Publishers, Fairfield Vol. I 1977, Vol. II 1978. (橋本比登志訳『経済学講義 I・一般理論』日本経済評論社、昭和59年)。なお、ウィクセルの貨幣理論をどう解釈するかに関しては、拙著『市場機構と経済政策』(晃洋書房、平成5年)第4章も参照されたい。

- (11) Wicksell, K.: *Geldzins und Güterpreise*, p. 80. (『利子と物価』, 108頁), p. 152. (同, 198頁) / *Lectures on Political Economy*, Vol. II, pp. 164-165.  
 (12) Wicksell, K.: *Geldzins und Güterpreise*, p. III. (『利子と物価』, 3頁).  
 (13) Wicksell, K., *ibid.*, pp. 95-97. (同上, 127-130頁).

図1



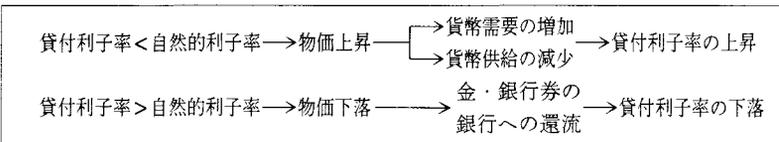
上昇が起るであろう。そして、この過程は、貸付利率が自然的利率を下回っている限り持続する。また逆に、貸付利率が自然的利率を上回っている時には、物価下落が生じることになる（図1参照）。

(3)自然的利率と貸付利率の均衡化メカニズム

上で見たような物価上昇や物価下落はどこまでも続くのであろうか？ウィクセルによれば、次のような均衡化メカニズムが作動する<sup>(14)</sup>（図2参照）。

もし貸付利率が自然的利率よりも低く、その結果として、物価が上昇するならば、①貸付貨幣に対する需要は増大する一方で、②人々の手元現金への欲求が増大するため、貸付貨幣の供給は減退するであろう。こうなれば、貸付利率が上昇してゆき、やがて自然的利率と一致することになる。

図2



他方、貸付利率が自然的利率よりも高い場合には、企業家の損失・取引縮小、物価下落並びに銀行への金・銀行券の還流が起る。金・銀行券の銀行への還流（即ち、貨幣需要の減退）に対抗して銀行が取り得る措置は、貸付利率の引き下げである。かくして、貸付利率はやがて自然的

(14) Wicksell, K., *ibid.*, p. 101. (同上, 134頁), pp. 107-108. (同上, 141-142頁)。

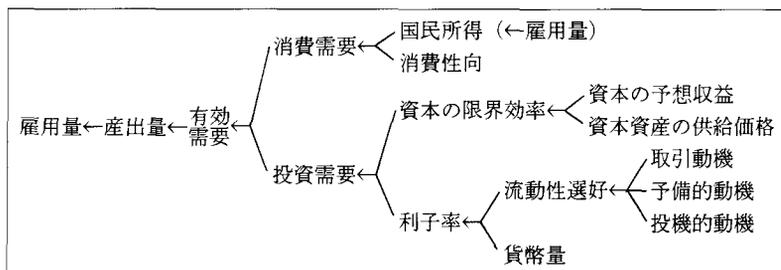
利率に一致するであろう。

以上の如き自然的利率と貸付利率の均衡化メカニズムが作動するとすれば、「概して物価上昇期は貸付利率の上昇期であり、物価下落期は貸付利率の下落期である」という現象は容易に説明できる。つまり、貸付利率が自然的利率よりも低い時には、経済の拡張と共に「物価上昇」が起り、同時に貨幣需要の増大並びに貨幣供給の減少の結果として「貸付利率の上昇」が起り、他方、貸付利率が自然的利率よりも高い時には、「物価下落」と「貸付利率の下落」が起る、というわけなのである。

### § 5 資本の限界効率の変動——ケインズ

拙稿「ケインズ『一般理論』について—過少雇用均衡と利率—」の§ 1 (4)で示しておいた如くに、ケインズの分析の骨子は図3のように表わすことができる。

図3



さて、『一般理論』の第22章で、ケインズは、景気循環の主原因は資本の限界効率の変動にある、と述べている。

「私の考えでは、景気循環は、経済体系における他の重要な短期的変数の変化のからみ合いによって複雑にされ、激化させられることが多いけれども、資本の限界効率の循環的な変動によって引き起こされるもので

あると見るのが最も適当である。<sup>(15)</sup>」

ケインズは資本の限界効率をより重視しているとはいえ、ウイクセルの「自然的利子率」を「資本の限界効率」と読み替え、「貸付利子率」を「利子率」と読み替えるならば、両者の分析の枠組の類似性が明らかになるであろう。

しかし、両者の分析手法が完全に一致するものでないことも明らかである。レイヨンフーウッドの述べる所に従うなら、流動性選好説こそが、ウイクセルとケインズを分かち最大の要因なのである。

## § 6 流動性選好説 vs. 「利子率誤調整」理論

### (1) 流動性選好説—利子理論の矮小化

拙稿「ケインズ『一般理論』について—過少雇用均衡と利子—」の§ 4 に於ける、流動性選好説に関わる議論を、以下に再録しておこう。

価格調整よりも数量調整を重視するというケインズの態度は、彼の利子理論にも反映されている。彼は、「利子率が、与えられた利子率のもとで現われる新投資の形態における貯蓄需要を、その利子率のもとで社会の心理的貯蓄性向の結果生じる貯蓄供給と等しくさせる均衡化要因である<sup>(16)</sup>」という観念を否定しようとする。

個人の心理的な時間選好が完全に遂行されるためには、異なった2組の決意が為されねばならない。<sup>(17)</sup>

(15) Keynes, J. M.: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. VII—*The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London 1973, p. 313. (塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』ケインズ全集第7巻, 東洋経済新報社, 昭和58年, 313頁)。

(16) Keynes, J. M., *ibid.*, p. 165. (同上, 163頁)。

(17) Keynes, J. M., *ibid.*, p. 166. (同上, 164頁)。

1. 所得の内、どれだけを消費し、どれだけを将来消費に対する支配力として蓄えるか。
2. 今期の所得からか或いは以前の貯蓄から蓄えられた、将来消費に対する支配力を、いかなる形態で保有するか。

利子率に関する通説は、これら2組の決意の内、第1のものだけに注目し、第2のものを無視しているという点に於いて誤っている、とケインズは言う。そして、彼らは自らの利子理論を提示する。それによると、利子とは流動性を手放すことに対する報酬だということになる。<sup>18)</sup>

しかし、利子率に関する通説が、個人の時間選好に関わる2組の決意の内的一方のみしか取り上げないが故に誤りである、というケインズの批判が、仮に、妥当なものであるとしても、今度は、逆に、ケインズ自身が、個人の時間選好に関わる2組の決意の内第2のものだけに注目することによって、「通説」とは反対の誤りに陥っているように見える。彼は、「利子率が貯蓄あるいは待忍 (waiting) そのものに対する報酬ではありえないということは明らか<sup>19)</sup>なはずである」と述べている。彼の利子理論の特徴は次の3点に要約することができる、と筆者は考える。

1. 利子率は、将来消費に対する支配力の構成に専ら影響を与える。
2. 利子率が、貯蓄に（従って、消費に）与える影響は無視しても差支えない。
3. しかし、〔利子率が貯蓄需要と貯蓄供給の均衡化要因である、という観念を否定しようとするケインズにとってすら〕利子率の投資への影響を無視することは不可能である。

## (2)流動性選好説放棄のすすめ

(18) Keynes, J. M., *ibid.*, p. 167. (同上, 165頁)。

(19) Keynes, J. M., *ibid.*, pp. 166-167. (同上, 165頁)。

レイオンフーヴッドは、上記の如き性質を持つ流動性選好説を放棄せよ、と言う。

「流動性選好仮説は初めから棄却さるべきであったし、それを棄却しこなっているのなら、流動性選好仮説から派生する諸命題は、遅まきながら現代マクロ経済学から体系的に根絶されねばならない<sup>(20)</sup>」

流動性選好説に於いては、貸付資金需給メカニズムは排除されている。こうした仮説の登場によって、ウィクセルのテーマは見失われてしまったし、貨幣数量説と『一般理論』の関連も断ち切られてしまったのである。

### (3) 「利子率誤調整」理論の復活

かくして、レイオンフーヴッドの主要な狙いは、ウィクセルの「利子率誤調整」理論を復活させることにある、と筆者は考える。但し、ウィクセルは自らの「利子率誤調整」理論によって、物価変動を説明しようとしたのに対して、レイオンフーヴッドの「利子率誤調整」理論に於いては、数量調整が前面に押し出されている。従って、レイオンフーヴッドの立場は、ウィクセルとケインズの折衷である、と言い得るかも知れない。

## III 経 済 政 策

### § 7 金融政策の有効性と投資の利子弾力性

#### (1) ケインズの処方箋

ケインズによれば、資本の限界効率の変動が景気循環の主要原因であった (§ 5 参照)。また、ケインズは、投資を民間人の手に委ねておくことは危険である、と言う。

---

(20) Leijonhufvud, A.: *Information and Coordination*, pp. 134-135. (『ケインズ経済学を超えて』, 144頁)。

「現行投資量を決定する義務を個人の手にゆだねておくことは安全ではないというのが、私の結論である。<sup>(21)</sup>」

そして、ケインズは、①投資量の社会的統制、②消費性向の引き上げ、という2つの方策を提唱する。

「私は、最も賢明な行き方は二つの戦線に同時に出勤することであるということを承認するにやぶさかでない。私は、一方において資本の限界効率の漸次的な低下を目的として、投資量を社会的に統制することを意図しながら、同時に消費性向を増大させるあらゆる種類の政策をとることに賛成である。<sup>(22)</sup>」

#### (2)金融政策の完全否定か？

「投資量の社会的統制」という課題はいかにして達成され得るであろうか？（本稿では、消費性向の引き上げについては論じない。）拙稿「ケインズ『一般理論』について一過少雇用均衡と利子―」の§6～§8で述べておいたように、ケインズは、不況克服のために貨幣賃金を引き下げ、というゆき方に強く反対している。「貨幣賃金の引き下げは、困難であり、不公正であり、且つその効果は定かでない」と考えられたからである。それでは、どのような手立が残されているのであろうか？ケインズの『一般理論』は、公共支出を中心にした財政政策を正当化するに当って利用可能な理論的根拠を提供している、ということに疑問の余地はないであろう。しかし、ケインズが、不況期に於ける金融政策の有効性を完全に否定しているのかどうか、ということになると、様々な解釈の余地がありそうである。

ケインズが、不況期に於ける金融政策の有効性に関して悲観的な見方を

(21) Keynes, J. M.: *The General Theory*, p. 320. (『一般理論』, 320頁)。

(22) Keynes, J. M., *ibid.*, p. 325. (同上, 325頁)。

しているのは確かであるが、金融政策が完全に否定し尽くされたとは思われない、というのが筆者の見解である。レイヨンフーヴッドの立場もこれとほぼ同じものである、と筆者は考える。(或いはむしろ、上のような筆者の見解は、レイヨンフーヴッドの著作を読む内に形成されてきた、と言った方が正確であるかもしれない。)

### (3) 金融政策への悲観論から単純化されたドグマへ

『ケインジアン<sup>123</sup>の経済学とケインズの経済学』の第3章第3節で、金融政策の有効性に対する悲観論に関して、次のようなことが述べられている。

「金融政策の有効性に対するケインズの悲観論と、財政政策の<sup>しょうよう</sup>憑は『一般理論』の特徴点ではあるが、これが多くの初期『ケインジアン』の手により、単純化されたドグマに作りあげられてしまった。——つまり景気後退期における金融政策はまったく有効でなく、一方財政政策は景気の加熱、停滞どちらにも有効であり、かつマクロ経済問題に対する唯一の処方箋である、とされたのである。こうした議論が展開されていく過程で、金融政策手段が有効でないという主張を説明するにあたっての大きな変化があった。この変化こそ、ケインズとケインジアンとを比較するうえで関心が持たれる点である。<sup>(123)</sup>」

つまり、金融政策に関してのケインズの奥行き<sup>123</sup>の深い考え方は、ケインジアン<sup>123</sup>の浅薄な考え方に取って代られた、というのである。レイヨンフーヴッドのこうした解釈が妥当なものであるかどうか、をここでは論じない。明らかなことは、レイヨンフーヴッドが金融政策の有効性に対して何らの疑念も抱いていない、ということであり、彼の金融政策(並びに財政政策)についての考え方がどのようなものであるか、が§8で論じられる。但し、

(23) Leijonhufvud, A.: *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, p. 158. (『ケインジアン<sup>123</sup>の経済学とケインズの経済学』, 171-172頁)。

それに先立って、「投資の利子弾力性」に関する問題を片付けておかねばならない。

#### (4) 「投資の利子弾力性」に関する仮説の挙証責任の所在

金融政策無効論の根拠のひとつとされるのが、投資の利子非弾力性の仮説であり、これは  $IS-LM$  分析に於ける  $IS$  曲線の垂直部分として表わされる（「ケインズ『一般理論』について一過少雇均衡と利子—」 § 5 参照）。 $IS$  曲線の垂直部分を想定することは妥当であろうか？「妥当でない」というのがレイヨンフーブドの答えである。或いは少なくとも、 $IS$  曲線の垂直部分が存在するという仮説は、その仮説を主張した人がによって論証されねばならない、というわけである。

レイヨンフーブドの述べている所<sup>(24)</sup>を整理すると次の如くなる。

1. 価格理論のひとつの系<sup>コホラリー</sup>として「耐用期間の短い資本に対する投資の短期利子率に関する弾力性は小さく、耐久資本に対する投資の長期利子率弾力性は重要である」という命題がある。
2. 集計された時系列データから、投資の利子弾力性に関して信頼し得る計測結果を得ることは非常に困難である。
3. 従って、価格理論の枠組を受容する人は、その系としての「耐用期間の短い資本に対する投資の短期利子率に関する弾力性は小さく、耐久資本に対する投資の長期利子率弾力性は重要である」という命題をも受容しなければならない。
4. もし、上のような態度を取らないとすれば、即ち、「もし、価格理論のすべての命題が、独立に『立証』されなければならないとすれば、経済学は、純粋に辞書編纂的な努力、すなわちいまだ登録されたり分類されたりしていない事実や関係についてはなにも推論しえないような知識の体系になってしまうだろう。」

(24) Leijonhufvud, A., *ibid.*, pp. 178-180. (同上, 192-193頁)。

5. 従って、「耐久資本に対する投資の長期利子率弾力性は重要である」という命題に抵触する、IS 曲線の垂直部分の想定は許されざるものである。

## § 8 金融政策と財政政策の位置づけ

### (1) 金融政策の課題

金融政策について考える場合、短期と長期を区別する必要がある、とレイヨンフーヴッドは言う。そして、彼によれば、中央銀行の主要任務は、長期の市場利子率（即ち、貸付利子率）を「自然的利子率」の平均的な水準の近傍に維持することにある<sup>(25)</sup>。もし、中央銀行がこうした任務の遂行に失敗するならば、その帰結は重大なものになる。例えば、1920年代、30年代のイギリスに於いて、国際収支上の理由から、市場利子率が異常な高水準に引き上げられた結果として、一様なデフレ圧力、弱い好況、深刻な不況といった事態が招来されるに至った、というのである。

### (2) 呼び水としての財政政策

従って、長期の市場利子率を睨<sup>にら</sup>んでの行動が、経済の浮沈に大きく関わっている、ということになる。とはいっても、中央銀行が長期の市場利子率を短期間の内に動かす能力には限界があろう。しかも、不況の深刻化と共に企業家が弱気になっている時には、金融政策の効果が徐々に現われてくるのを待つ、という選択は余りにも苦痛の大きいものとなるかもしれない。そのような場合には、「呼び水<sup>(26)</sup>」としての財政政策の発動が必要であらう。

## § 9 「利子率誤調整」理論——トートロジーか？

ウィクセルは、自然的利子率（即ち、自然的資本利子の高さ）と貸付利

(25) Leijonhufvud, A., *ibid.*, p. 200. (同上, 215頁)。

(26) Leijonhufvud, A., *ibid.*, pp. 414-415. (同上, 449頁)。

子率の精確な乖離幅を測定することの不可能性をはっきりと認識していた。

「自然的資本利子の高さについてはなんら統計的報告が存在しない。それを正確に調べるには、特別の調査が必要であろう。過ぎ去った時代についてはこのような調査はもとより不可能といてよい。もちろん過去10年の間の自然的資本利子の変動の一般的な趨勢は、貨幣利子そのものの動き、銀行といわゆる公開市場の割引率、社債と公債証書の相場の高さなどのうちに読みとられるであろう。しかしこのような場合には必然に両利子率が平均して同じであること、または一致していることが要請されている。ところがこれに反してわれわれのちょうど問題としようとする点は、両利子率がそれぞれの時期で相互に乖離するということであり、この乖離についてはほとんど一つの資料さえないといつてよいのである。」<sup>(27)</sup>

ウィクセルの「利子率誤調整」理論の推論構造は次のようになっている (§ 4 も参照されたし)。

1. 貨幣数量説の欠陥克服のために、「自然的利子率」の概念が導入される。
  2. 自然的利子率と貸付利子率の乖離によって、物価変動が説明される。
  3. しかし、自然的利子率を測定することの困難性ははっきりと認識されている。
  4. そこで、推論の方向は逆転せしめられて、物価水準の変動そのものが、自然的利子率と貸付利子率の乖離の指標とされる。
4. に関して次のように述べられている。

<sup>(27)</sup> Wicksell, K.: *Geldzins und Güterpreise*, p. 153. (『利子と物価』, 199頁)。

「銀行は自然的資本利子の状態を実際に調査し、それに従って各自の利率を調整すべきだなどというのではない。もとよりこういうことは実行しにくいであろう。しかしまた同時にまったくその必要もないであろう。なぜなら、その時々物価の状態こそちょうど両利率の一致または不一致の信頼できる目じるしだからである。むしろ手続きは単純に次のようなものであろう。すなわち物価が不変である場合には、銀行の利率もまたそのまま不変であるべきである。物価が騰貴するならば銀行利率は引き上げられねばならない。物価が低落するならば引き下げられねばならない。そうしてどの場合にでも、物価のそれ以上の動きが新しく利率のどれかの方向への変化を要求するまでは、利率はこうして達せられた水準に維持されるべきである。<sup>(28)</sup>」

以上のような1.～4.の推論は妥当なものであろうか？それともそれは、トリックと言うべきものであろうか？それを判定するのは非常に難しいように思われる。しかし、ウィクセルの政策提言〔即ち、①物価水準不変期には貸付利率を据え置き、②物価上昇期には引き上げ、③物価下落期には引き下げる〕は実践しやすいものである。そして、価格調整よりも数量調整の優位する経済にそれを適応させるのもそれ程難しくはないであろう。つまり、①完全雇用の時期には貸付利率を据え置き、②超過需要と在庫の著しい減少が起っている時期には貸付利率を引き上げ、③失業率が上昇し企業の操業度が落ち込んでいる時期には貸付利率を引き下げる、という風にすればいいだろう。

それに対して、レイヨンフーヴッドの主張はどうであろうか？ウィクセルの場合よりも困難は大きいように見える。なぜなら、彼の場合には長期の金融政策の意義がより重視されているからである。確かに、1920年代・30年代のイギリスに於ける経済不振を誤った金融政策によって説明することは可能であろう。しかし、それも後世の人にのみ許される特権のように

(28) Wicksell, K., *ibid.*, pp. 172-173. (同上, 223頁)。

思われる。ある不況が進行中に、その不況の厳しさが、自然的利子率と貸付利子率の乖離を許容し続ける中央銀行の誤った政策によって増幅されつつあるのか否か—その不況の真只中にいる人物は、いかにしてこのことを判定し得るのであろうか？