

貨幣保有のいわゆる「金融動機」について

——貨幣的循環理論とケインズ——

竹 永 進

内容目次

はじめに

1. 流動性選好利子論の一部としての貨幣保有動機論 (『一般理論』)
2. 『一般理論』後の1937年-1939年の諸論文における「ファイナンス」
 - a. ex anteとex post
 - b. 「ファイナンス」の源泉
 - c. 回転基金 (revolving fund)
 - d. 投資の拡大と「ファイナンス」・利子率
 - e. 「銀行の流動性選好」
 - f. ケインズの理論における投資とファイナンス需要
3. ケインズのファイナンス論と貨幣的循環理論

参考文献目録

はじめに

筆者は最近、1960年代以来のフランスのAlfred Schmittによる先駆的な開拓に続いて、1980年代以降イタリアのAugusto Grazianiによって先導された貨幣的循環理論についてやや詳細な批判的考察を試みた(竹永2007-2009)。Graziani本人は今世紀に入っても著作活動を続けているが、筆者の見るところでは彼独自の貨幣的循環理論は、1984年の最初の論文(Moneta senza crisi, *Studi economici*, no. 24) から1989年の論文The theory of monetary circuit (*Thames papers in political economy*, Spring) までの時期にほぼその全容が示されている(詳しくは上記拙稿末の文献目録を参照)。この期間は彼の貨幣的循環理論の展開にとって最

も重要な時期であるが、彼はこの期間にこれらの論文とほぼ平行してケインズに関する一連の研究も行っている（本稿末の参考文献目録に挙げた5本の論文）。ただしケインズの研究と言っても広い範囲に及ぶケインズ経済学の全体にかかわるものではなく、1936年に刊行された『雇用、利子および貨幣の一般理論』（以下『一般理論』と略称）の直後の1937年から1939年の間に、主としてケインズ本人が編集主幹を務めていた*The Economic Journal*誌上に発表された諸論文（参考文献目録を参照）の検討と評価を主要な内容とするものである。これらの論文でケインズは企業家による貨幣保有の動機としての「ファイナンス」という概念を新たに提起した。この概念はその後の研究文献において一般に「金融動機（finance motive）」と呼ばれている¹。Grazianiは彼自身の理論の先駆的な形態がこれらの論文でのケインズによる「ファイナンス」に関する議論に見出されるとしてこれを高く評価し、このゆえにケインズを貨幣的循環理論の先駆として位置づけようとする。このように彼のケインズ研究は特定の目的のためのものであって、ケインズの経済学そのものの全体的な検討や評価を行おうとするものではない。

『一般理論』が1936年2月に刊行されるとその年のうちにも膨大な数にのぼる紹介・書評・批判が現れた²が、ケインズが直接応答したのはそのうちのごく一部であった。『一般理論』の刊行からイギリスが第二次世界大戦に参戦した1939年までの短い期間にその主著をめぐって戦わせたいくつもの応報のうち、ケインズがもっとも多くのエネルギーを傾注

¹ ただし、ケインズ自身はこれらの論文の中でfinance（ないし彼がこの語に付与する独自の意味を強調するときには‘finance’）と括弧を付して表記。「計画策定と実行の間の期間に必要とされる信用貸付を意味するために私は‘finance’という用語を使用する。」（Keynes1937g, p.216note）という言葉は用いても、finance motiveという言葉は一度も使っていない。『一般理論』の第13章「利子率の一般理論」と第15章「流動性への心理的および営業的要因」で説明されている流動性選好の根拠となる貨幣保有の三つの動機（これらは企業家だけが有するものではなく、その種類のいかに関わらず何らかの所得を取得する経済主体すべてに当てはまるものである）に新たに付加された第四の動機という意味でfinance motiveと呼ばれるようになったのであろう。いつ誰がこの呼称を考え出したのか確認はしていないが、日本ではすでに1960年にこの呼称をタイトルに用いた研究が現れており（文献目録に挙げた有井 治論文）、最初の使用例は1950年代ないしそれ以前に遡ると思われる。本稿ではケインズによる「ファイナンス」論の検討を通してこのような呼び方の妥当性についても考えてみたいが、finance motiveという呼び方はすでに研究史上定着していると思われるので本稿でも適宜使用する。ただしその際には必ず「金融動機」と括弧を付して表記することにする。

² Backhaus1999は、ヒックスが1937年初頭に*Econometrica*誌上にMr Keynes and the classics: a suggested interpretationと題する後代のケインズ解釈に大きな影響を与えた論文を発表する以前の1936年中にさまざまなメディアに現れた書評等を収録している。

したのが、上記の諸論文として結実したスエーデンの経済学者オリーンおよびケインズと同僚ロバートソンとの論争であった（関連文献は文献目録を参照）。この論争のきっかけとなったのはオリーンの二本の連続論文であった。また、この論争の継続に主な役割を果たしたのはロバートソンの方であった。おそらく彼らからの『一般理論』に対する批判的コメントがなければケインズが「金融動機」と呼ばれる貨幣需要-保有の理論を提起することはなかったであろう。この意味ではオリーンとロバートソンは『一般理論』以後のケインズの経済学に重要な役割を果たしたと言えるであろう。しかしGrazianiの貨幣的循環理論とケインズの経済学との関わりについて論じることを主題とする本稿では、ケインズとオリーン・ロバートソンとの論争過程の内部に立ち入ることはせず、彼らのケインズ批判の諸論点はケインズ自身の議論の検討にとって必要な限りでアドホックに取り上げるとどめたい。

ところで、ケインズの『一般理論』刊行直後の諸論文とそこでの「ファイナンス」をめぐる彼の新たな議論は、現在に至るまでケインズの経済理論に関連する研究の中では、取り上げられることが非常に少なかったテーマに属すると言えるであろう³。1950年代以来このテーマについていくつかの論文を発表したTsianやDavidsonなどの論者は概して否定的な評価を下しており、ケインズ経済学の「全盛期」とも言われたこの時期にも『一般理論』後のケインズの理論的諸論文はほとんど顧みられなかった。ケインズの「ファイナンス」は結局貸付基金説と同じであるとか、あるいは、「金融動機」は取引動機の一つとしてこれに吸収されてしまい特に新味はないとか、または、貸越（overdraft）システムの下では「金融動機」それ自体の存在意義が曖昧になるとか、といった捉え方が一般的であったように思われる。

しかし、1970年代に入りケインズ全集の刊行が始まり、『一般理論』前後の諸資料をそ

³ 最近までのケインズ経済学の諸論点をめぐる研究と論争を概観して、もしケインズが生きていたならばこう対応したであろうという論文とそれに対する各執筆者の個人的見解を加えた論文を集成した、Harcourt et al. 1997においても、「金融動機」は項目として存在せず、他の諸項目の中でついでに多少論じられているにすぎない。また、日本でこれまでに刊行されたケインズの経済理論に関するもっとも包括的な研究と思われる平井2003年においてさえ、『貨幣改革論』から『一般理論』までのケインズの経済学研究と思考の過程については極めて綿密・周到に跡づけられているものの、『一般理論』以後の短い期間の論争におけるケインズによる『一般理論』の一部見直し（全体に対してもインパクトを持ちうる）には、どういう理由からかまったく目配りがなされていない。

れまで未公開であったものも含めて収録した第13巻・第14巻が1973年に刊行され、さらにこれら両巻に入っていなかった同時期の新資料が第29巻として1979年に刊行されるという資料的な整備が進展し、そして、ポスト・ケインズ派の雑誌*Journal of Post Keynesian Economics*が1978年に創刊されたことに象徴されるポスト・ケインズ派（といってもその明確な定義や研究者集団としての結束があったわけではないが）の活動が活発になって来る⁴につれて、「金融動機」に対しても若干の論者たちがあらためて注意を向けるようになった。はじめにふれたGrazianiによる貨幣的循環理論の展開も彼の特異なケインズ研究もこのような流れの一部として捉えることができるであろう。また、「金融動機」についての研究は、Grazianiの影響を受けたと思われる貨幣的循環論者たちによっても80年代以降いくつか出されている。

『一般理論』後の諸論考のこうした研究は、当然のことながら、この時期のケインズの理論展開と貨幣的循環理論との関連付けのみならず、ケインズがこれらの論考で提出した理論は『一般理論』の補足・拡張・明確化なのか、あるいはそれからの無意味な逸脱なのか、または反対にその欠陥を克服しそれに代替する新たな理論的地平の開拓なのかといった、『一般理論』とその後との関連をどう考えるのかにも論点が及ぶ。貨幣的循環理論の立場に立つ研究の多くは第三の立場を取る。しかし、『一般理論』後にケインズが提起しようとした理論は何本かの論争論文の枠においてその構想が示されているにすぎず、『一般理論』のような一定の体系性をもった理論とはなっていない。彼らに言わせれば、貨幣的循環理論こそまさにこの不足している部分（『一般理論』後のケインズが書くべくして書かなかったもの）に該当する、ということなのであろうか。Grazianiを含めてこれらの論者の研究は、ケインズを貨幣的循環理論の学説史的先行者として位置づけようとするあまり、やや安易ないし強引に『一般理論』後のケインズの諸論考を貨幣的循環理論に関連づけようとする傾向があるように思われる。

以下本論では、最初に『一般理論』後のケインズの議論を『一般理論』で彼が述べていたことと対比しつつ検討して、彼がそこで何を言おうとしたのかをその曖昧さや前後撞着とともに明らかにすることを試み、その上で、Grazianiと彼に続く諸研究に対して検討と

⁴ この経緯については鍋島2005、2010を参照。

評価を加え、『一般理論』後の「ファイナンス」論という一論点にかかわる限りでケインズの理論が貨幣的循環理論とどのような関係にあるのかを示すことにしたい。

1. 流動性選好利子論の一部としての貨幣保有動機論（『一般理論』）

『一般理論』の利子理論は、投資水準を決定する二つの独立した要因である資本の限界効率と利子率について論じる第4編「投資誘因」において、その後半に位置する第13章から第17章で述べられている。そして、貨幣保有の動機についての議論はこの利子論（流動性選好利子論）の文脈において、この利子論における流動性選好を規定する構成要素として提示される（第13章「利子率の一般理論」と第15章「流動性への心理的および営業的誘因」）。ここで「古典派」と対峙するケインズの貨幣的経済理論の特質がもっとも明確に示される。

彼が批判・攻撃する「古典派」経済学は、貨幣を支出して取得される消費財から得られる効用の大きさは、たとえ同額の貨幣をもって取得される同一の消費財からのものであるとも、貨幣の支出と消費財の取得がいつなされるかによって異なるとする、時間選好理論を利子率決定の基礎に置く。この場合の貨幣は消費財への支出に充当されるのであるから、消費者信用を考えないとすれば、ある経済主体が所得として取得した貨幣ないしこの所得から（移譲などによって）派生した貨幣である。貨幣が取得された時点でのその即座の支出によって買い入れられる消費財から得られる効用は、その消費財から得られる限りでの最大の効用であり、貨幣を支出する時点が先に延ばされるにつれて、支出を延期した経済主体が現時点において将来財に対して付与する効用は逡減していく。つまり、取得された貨幣から最大限の効用を引き出す方法は、貨幣の取得と同時にその全額を消費財に変えること（すぐに全部使ってしまうこと）である。貨幣が経済過程に対して中立的であることを主張するセー法則は、経済主体のこのような貨幣との関わりを前提として成り立っている。こういう状況において経済主体に対して貨幣の即時・全額支出を思いとどまらせるものは、消費支出を一時的に棚上げにすることによって被る効用の減少を補償するに足る以上の将来効用の増加しかない。この補償が貨幣の増分としての利子であり、ここでは利子は現在の消費欲望を抑制してそれを将来の一時点まで待忍すること（waiting）に対する報酬として捉えられる。所得からの貯蓄は消費の抑制（がまん）を意味し、その目的は

唯一この待忍に対する報酬としての利子を獲得することである。貯蓄という貨幣所有者の行動がこのように理解されると、貯蓄は即全額が利子取得を目的とした貸付（投資）に振り向けられることになる。すなわち経済主体が自由に処分しうる所得として獲得した貨幣はその全額が、原理的には獲得と同時に、消費か投資に向けられることになり、一定量の貨幣残高が一定期間ないし不特定期間その経済主体の手元に留めおかれる余地はない（実際にはこのようにはっきりとは断定しえないが。この点については後に触れる。）。所得貨幣の処分についてのこのような見方は、ケインズが直接批判の対象とした彼の時代の「古典派」経済学のみならず、貨幣の蓄蔵（hoarding）を否定したリカード以来の経済学のひとつの長い伝統に根ざすものであった。そこでは「消費か貯蓄（＝投資）か」だけが貨幣所有者にとっての唯一の選択であった。

しかしケインズにとっては貯蓄はこれとはまったく異なった意味を持つ。貯蓄は所得のうち消費に充てられなかった残留部分であるとしても、この残留部分は消費からの効用に代替する別の利益（利子）を得るために消費を犠牲にする（抑制する）ことによつてのみ発生するのではなく、他の雑多な動機によつても規定される（「消費性向」あるいはその補数としての「貯蓄性向」）。この場合、貨幣所有者は貨幣の処分について、どういう割合でそれを消費と貯蓄に分割するかという一つの決意だけでなく、貯蓄する貨幣をどのように扱うかという「もう一つの決意」（Keynes 1936, p. 166）にも直面することになる。「彼が当期の所得からあるいは以前の貯蓄から蓄え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に関する決意がそれである。彼はそれを即時的、流動的支配力の形態（すなわち、貨幣またはそれに等しいもの）で保有することを欲するだろうか。それとも、彼は特定期間または不特定期間にわたって即時的支配力を手放す用意があるだろうか。」（ibid. 強調は原文）消費支出に充当しなかった貨幣はそのまま貨幣の形態で保有することもできるし、あるいは、他者に貸し付ける（貨幣に対する即時的支配力を将来の貨幣に対する支配力＝債権と交換する）こともできる。貯蓄した貨幣を貸し付ける（投資する）ならばそれに対する利子を取得することができるが、貨幣をそのまま手元において保持しておけば、消費財を取得してこれを享受することもこの享受を先延ばしすることによる「損失」に対する代償を得ることもできない。上に見た「古典派」の時間選好理論に従えば、このような形での二者択一（後者の選択肢）はありえないことである。

ケインズは、「だれもが富を利子を生む形態で保有することを選ばないで、利子をほとんどあるいはまったく生まない形態で保有することを選ぶのはなぜか」(Keynes1936, p.168)と問い、他のあらゆる形態の富を上回る高い流動性を有する貨幣の形態で富を手元に置いておこうとする貨幣経済の下での経済主体の行動をあげ、これを流動性選好 (liquidity preference) と呼ぶ。そして、時間選好理論とは異なって、利子を「特定期間流動性を手放すことに対する報酬」(ibid., p.167) であるとし、また利子率は「貨幣所有者が貨幣に対する彼らの流動的支配力を手放すことを欲しない程度を示す尺度」(ibid.) であるとする。これが彼の流動性選好利子論である。だが、「なぜ流動性選好というようなものが存在するのか。」(ibid., p.168) これを説明するのが次のような貨幣保有の三つの動機である。「(一) 取引動機 (transactions-motive)、すなわち個人および企業の行う交換の経常取引のための現金の必要、(二) 予備的動機 (precautionary-motive)、すなわち資産総額のある割合を将来現金の形でもとうとする安全確保の欲求、および、(三) 投機的動機 (speculative-motive)、すなわち将来起こることについて市場よりもよりよく知ることから利益を得ようとする目的⁵。」(ibid., p.170) 以上は第13章からの引用であるが、これら三つの貨幣保有の動機についてのさらに詳細な説明は第15章で与えられている。

⁵ ケインズの批判する「古典派」の時間選好に基づく利子理論においては貯蓄はそのまま投資となるはずであり、従って、消費支出されなかった貨幣がそのまま貨幣所有者の手元に「貨幣残高」として留めおかれること、すなわち、これら三つの動機に基づく貨幣保有はありえない、とされるはずである。しかし最初の取引動機による貨幣保有は、一定の期間に限定された一定額の貨幣の保有(『一般理論』後のケインズはこれを active balances 「活動的残高」と呼ぶ)に関するものであり、この点で他の二つの動機による貨幣保有(同じくこれらは inactive balances 「非活動的残高」と呼ばれる)とは区別される。ケインズも取引動機に基づく貨幣保有だけは「古典派」理論においてもありうるとしている。「日常経済生活の取引のための貨幣の用途」に関しては、「流動性の便益のためにある程度まで一定額の利子を犠牲にする価値があることは明らかである。」(ibid., p.168) また、『一般理論』刊行後1936年中に執筆されたフィッシャー記念論文集への寄稿論文でも次のように述べられている。「正統派の理論が関わるのは、常に完全雇用が存在しそして疑念や信頼の動揺がないものとされる単純化された世界であるから、非活動的残高を保持する必要は存在しない。物価は常に、貨幣ストックの全額を完全雇用に対応する資本の限界効率に等しい利子率に相当するものとする水準となるはずである。この物価水準はただ取引動機を充足させるのみで予備的動機や投機的動機によって吸収される余剰はまったく残さない。」(Keynes1937a, p.107) ケインズはこの論文で『一般理論』における同じく貨幣保有の三つの動機を挙げているが「ファイナンス」については言及していない。このことはこの論文の執筆時期と関連しているように思われる。この論文は上記論文集の一部として1937年10月に出版されているが、実際に執筆されたのは1936年中、すなわち、オリオンが *The Economic Journal* に掲載するために『一般理論』に対する批判的コメントを含む論文を書いてケインズに送る(1937年1月)以前のことであった。

以上ケインズの流動性選好利子論を手短に概観した。『一般理論』で展開されている利子理論は、所得の一部としての貯蓄の中から貸付（投資）に充てられる貨幣についてその所有者が借り手に請求する利子を対象とするものである。これがケインズの利子理論において利子現象が思考される根源的な場面ないし関連である。また、本節の最初に見た利子理論が『一般理論』の中で位置するコンテキストからして、借り入れを必要とし利子を支払うのは借入金をもって事業を展開して収益を獲得することを目指す事業家であることは明らかである。すなわち、ここでは貸し手は現在および過去の所得の中から貯蓄を行った貨幣所有者であり借り手は企業家である。『一般理論』における利子とはこの両者の貨幣貸借関係において前者が課し後者が支払うものである。そして、『一般理論』が生産技術と生産設備が一定のままと仮定しうる時間幅における経済現象を考察対象とする短期理論であるとするならば、そこで貸し付けに運用される貨幣は一定の大きさの貨幣ストックであると考えられる。また、『一般理論』の枠内では経済活動に充当される貨幣はこの貨幣ストック以外には存在しない。このようにして組み立てられる利子率決定理論は貸付資金説 (loanable funds theory) と明確に区別されるであろうか。実際、第13章（にとどまらず第17章までで展開される『一般理論』の利子率決定理論）の課題を述べた冒頭のパラグラフでは、企業家への貸付が貸付資金に基づくことが次のように明確に述べられている。「資本の限界効率表は、貸付資金が新投資のために要請されるさいの条件を支配するものであるということが出来るが、他方、利子率は資金が当期に供給されるさいの条件を支配するのである。したがって、われわれの理論を完全なものにするためには、なにが利子率を決定するかを知る必要がある。」(ibid., p. 165) 『一般理論』の流動性選好利子論が「古典派」の利子論とも共通面を有する一種の貸付資金説に基づいていたという事情は、『一般理論』後の「金融動機」をめぐるケインズの議論との関連においても大きな意味を持つことになる。

しかし、ケインズは第15章において改めて貨幣保有の動機⁶のそれぞれについてのより

6 ここでは先に第一の動機とされた取引動機が、家計による生計のための取引か企業による営業のための取引かという取引の性質の相違に応じて、所得動機 (income motive) と営業動機 (business motive) に下位区分され、合計四つの動機に分類されている。ただし、この下位区分による二つの動機は第15章の中でさえ再度取引動機として一括され、『一般理論』後の「金融動機」をめぐる議論やこれについてのその後の研究文献においては、「金融動機」は『一般理論』の三つの動機に付加すべき第四の動機 (かどうか) とされるのが普通である。

詳しい説明を加える途中で、投機的動機を除く最初の三つの動機に共通する次のような補足的説明を加えている。「これら三種類すべての動機の強さは部分的には、現金が必要となったときに、なんらかの一時的な借入形式、とくに当座貸越 (overdraft) やそれと同様の方法によって現金を獲得する方策がどの程度安価で信頼できるかに依存するであろう。なぜなら、もし現金が実際に必要となったときに困難なく現金を獲得できるならば、時間的間隔に橋渡しをするために無駄な現金を保有する必要はないからである。」(ibid., p. 196) ケインズの理論においても、たとえ一時的であれ貨幣を消費にも投資にも支出せずただ保有しておくことは、一面ではそれだけでその貨幣保有者が利益機会の逸失を被ることもある。それゆえ、家計ないし企業の利子を生まない貨幣保有の動機は、必要なときに必要な量の現金を確実にかつ容易に借り入れることができるのであればそれだけ弱まる。上の引用文ではどこから借り入れるのかははっきりとは書かれていないが、この借入がこれまでの『一般理論』の行論で前提とされていた所得からの貯蓄を源泉とする貸付資金でないことは確かである。なぜなら、もしそうだとすると、貨幣保有を減少させたために必要となる借入に対して支払わなければならない利子は、この貨幣保有の減少によって投資を拡大したことから得られる利子に相当することになるはずだからである。つまり貨幣保有を減少させても利益を得られないからである。

上の引用文の中で挙げられている唯一の具体例は当座貸越であるが、これは銀行に当座預金口座を開設した家計や企業がこの口座を介して各種の現金支払いや受領を行う過程で、一時的に口座残高を超えて支払いを行うことができる制度である。当座貸越の状態にある口座の残高はマイナスとなり、この金額は銀行がいわば自動的に口座開設者に対して必要に応じて即時に与えた貸付額を表す。同じく当座貸越といってもその限度額や貸越期間、貸越金に課される利子率、そして、当座貸越を受けるために口座開設者に対して要求される条件、これらは一様ではなく、従って現金を獲得する方策として「どの程度安価で信頼できるか」も異なるであろう。しかし、これらの要因による資金借入の困難さないしコストが低ければ低いほど、ケインズの挙げる三つの動機による現金保有はますます「無駄な現金の保有」と見なされるようになり、これらの動機は弱まっていくであろう。そして、現金を保有しておくことは当座貸越制度の下では多かれ少なかれ不合理な経済行動ということになるであろう。さらには、当座貸越制度のあり方次第ではある種の貨幣保有の

動機は消滅することもありうるであろう。このようなことが生じるのは、流動性選好利子論が前提としていた一種の貸付資金とは独立に、貨幣を供給する銀行という存在がここで突如として導入されたからである。しかし『一般理論』では、銀行の存在や役割が理論展開の大きな筋道に明確に位置づけられることはなく、この例（貨幣保有動機論の説明途中に挟まれた小さい余論）でのように、いくつかの箇所でのことについて断片的に論じられているにすぎない。とはいえ、銀行システムとそこからの貨幣の供給・貸付が認められるとすれば、第13章以来の利子率決定をめぐるすべての議論（流動性選好利子論）が持ちうる意味には一定の限定が加わることになるであろう。

以上は四番目の投機的動機を除く最初の三つの貨幣保有動機についての話であるが、ケインズは第15章の中で投機的動機についても同様にその強さが変化しうることを次のように述べている。「[将来の利子率についての] 与えられた期待の状態においては、公衆の心の中に取引動機または予備的動機によって必要とされる以上の現金を保有しようとするある潜在的傾向が存在しており、それが現実の現金保有となって現れるのであるが、その程度は通貨当局 (monetary authority) が現金を創造しようとするさいの条件に依存する。」

(ibid., p. 205) ここで言及されている「通貨当局」は、公開市場操作 (open market operations) によって貨幣数量を増減させると同時に各種の有価証券価格と長期利子率に影響を与えることにできる存在である。債券市場におけるこうした通貨当局の行動は、一般の市場参加者の利益獲得のための行動とは異なってその政策意図を実現するためのものであり、また、それを実現しうるだけの規模を有する。したがって通貨当局の行動は一般の経済主体の債券価格と長期利子率の先行きについての期待に対して大きな影響を与え、そのことが投機的取引から得られる利得の期待を弱めたり強めたりすることによって、貨幣保有の投機的動機を弱めたり強めたりする。通貨当局が買いオペレーションによって経済過程に追加の貨幣を供給し債券価格を上昇させていくなれば、市場では「弱気」が支配的となり投機的取引のための貨幣保有動機は弱まるであろう。さらに、投機的取引による利益獲得の期待が強まったとしても、銀行（究極的には貨幣当局）からの貨幣の借入が安価で容易であるならば、そのための貨幣をあらかじめ準備・保有しておこうとする動機は弱まるであろう。

以上のように、『一般理論』で第13章から展開される利子の理論において、もともとその存在がまったく想定されていなかった貨幣を創造し供給する機関としての銀行、ないし、

銀行の銀行としての通貨当局（中央銀行）が導入されると、ケインズの挙げるどの貨幣保有動機もその行動によって影響を受け、場合によってはその存在理由が不明確にさえなるであろう。このことは同時に、他の資産形態ではなく貨幣の形で富を保有しようとする流動性選好を基礎とした利子理論の一般性に対しても、疑問を投げかけることになるであろう。しかし、『一般理論』ではこのようなことはまったく問題とされることはなく、ケインズは『一般理論』でもまたその後の利子をめぐる議論においても、流動性選好を利子率決定の一般的な原理とする立場を保持している。本稿で後に見るように、このことが「金融動機」をめぐる彼の議論を難解で混乱をはらんだものとしている。

それはともかく、ケインズは流動性選好による利子率の決定理論を示した上で、彼が『一般理論』において最重要と考える経済の諸変数のあいだの因果関係が「古典派」の場合とは逆転することを次のように述べる。「伝統的な分析は経済体系の独立変数を正しく分離することに失敗したために誤っている。貯蓄と投資は経済体系の被決定因であって決定因ではない。それらは、体系の決定因である消費性向、資本の限界効率表および利子率によって生み出された双生児である。」(ibid., p. 183-184) また続くパラグラフでは次のように言う。「新投資の産出量は、資本の限界効率率が利子率と等しくなる点まで推し進められるのであって、資本の限界効率表がわれわれに示すことは、利子率がどれだけかということではなく、利子率が与えられているとき、新投資の産出量がどの点まで押し進められるかということである。」(ibid., p. 184) 不完全雇用状態にある経済では、投資量（したがってまたこれと比例関係にある雇用量と産出量）は、資本の限界効率（表）と利子率という二つの相互に独立した要因が「等しくなる点まで推し進められる」。このようにしてある値をとることとなる投資水準は、「決定される」というよりも「限界を画される」といった方が妥当であろう。なぜなら、企業家は、収益を上げられる見込みがあればどこまでも投資を拡大しようとするにもかかわらず、一定以上の規模の投資に対しては収益見通しが立たない（一般に資本の限界効率表は投資の拡大とともに逡減する曲線を描くのに対して利子率は一定であるから）ために、一定の規模の投資を「やむを得ず」受け入れざるを得ないからである。一定の規模で実施される投資は、拡大しようとする力がその規模にまで抑制された投資と捉えるのが妥当であろう。その規模を上回って投資を拡大しようとする動きが起きるのは、資本の限界効率表の上方へのシフトないしその形状の変化あるいは利子

率の低下しがあり得ない。あくまでも投資は上の引用文で言われている「被決定因」であり、これらの「決定因（独立変数）」の変動がなければそれ自体で増減することはありません。このように決定された投資が実行されると、マクロ経済的には、その投資額に等しい所得が生み出される。そしてこの所得が消費性向に応じて消費支出と貯蓄に分かれる。消費支出分はさらにそれに等しい所得を生み出す。こうしたいわゆる乗数過程を通じて、最終的には、上の引用文でケインズの言う投資の「双生児」として、投資と同額の貯蓄が発生する。

このように、貯蓄はあくまでも投資の結果として発生するものであり投資の前提ではないことをケインズは繰り返し強調する。しかし、投資がそれに依存する利子率がどのようにして決定されるかについての彼の理論、つまり流動性選好利子論は、投資を行おうとする企業家とは異なる経済主体の元にすでに所得に基づく貯蓄が存在していることを前提として始めてなりたつものである。すなわちケインズの否認する投資の前提としての貯蓄とは、マクロ経済的に存在する貯蓄のことではなく、投資を実行する企業家自身が投資に先立ってその元本として自ら用意する貯蓄のことである。どちらも「貯蓄」という同一のタームで呼ばれるために混乱を起こしやすいが、両者は明確に区別されなければならないであろう。貯蓄が文脈によって持ちうる異なる意味を区別することは、『一般理論』後の「金融動機」をめぐる企業活動の時間構造を顧慮した議論（ex anteとex post等）を解説するためにも必要な視点となるであろう。

2. 『一般理論』後の1937年-1939年の諸論文における「ファイナンス」

a. ex anteとex post

ケインズは、彼が1937年に行った講義のために作成した「Ex postとex ante」と題する下書きノートにおいて、オリーンが1936年11月に（恐らくケンブリッジ大学において）行った「マーシャル・レクチャー」に言及し、これを高く評価している（cf. Keynes 1937c, p. 182）。オリーンは、この講義の直後の1937年の1月から2月の頃に、その年の*The Economic Journal*誌の6月号と9月号に掲載されることとなる論文（Ohlin 1937a, Ohlin 1937b）の原稿を二回に分けてケインズに送っている。これらの論文でオリーンは、その表題の示すように、貯蓄と投資およびこれらと密接に関連する経済学上の諸概念について

のヴィクセル、リンダール、ミュルダールそしてオリーン自身によるいわゆる「ストックホルム学派」の理論を簡潔に紹介するとともに、その立場からケインズの『一般理論』と
りわけ流動性選好利子理論とこの理論を一方の根拠とする投資決定理論に対して批判的コ
メントを加えている⁷。オリーンはこれらの講義や論文において、「*ex-post*分析と*ex-ante*
分析のあいだに区別を設けることが重要である」(Ohlin1937a, p.224)として、「*ex-post*諸
概念と*ex-ante*諸概念のあいだの根本的な相違」(Ohlin1937b, p.239)を強調した。このこ
とがケインズに、1937年から1939年にかけてのオリーン、ロバートソン、ホートレーとの
論争において、*ex ante* (事前的) と *ex post* (事後的) というターム⁸によって『一般理論』
の利子率決定理論とその根拠となっている貨幣保有動機論に再考をうながすことになっ
た。

ケインズは、上記の第一回目の論文原稿を受け取って印刷に回したことを知らせるオリ
ーン宛の1937年1月27日付けの手紙において次のように述べている。やや長くなるが、本
節(二)の全体に関連する重要な点がいくつも含まれているので、以下必要な箇所を引用
する。

「*ex post*と*ex ante*の方法に関して、私はもちろんその諸利点をさらに考えてみるつもり
です。これは実際、1931年か1932年のころに私が考え講義をしていてその後に放棄した思
考の筋道とほとんどそのまま重なるものです。私がそれを断念した理由は、確定的な時間
単位の設定をすることができなかつたためです。そしてこのことから、理論を明確に述べ
ようとするいかなる企てもきわめて恣意的なものになると考えました。それで、明白にス
ウェーデン的思考の筋道を踏襲していた多くの章を書き上げたのですが後にその原稿群は
ほごにしました。そして、問題に対する私の新しい扱い方が論理的な観点から見てはるか
に無難で適切であると感じました。

しかしながら、私はあなたの論文を拝見して、叙述の観点からはこの点について語るべ
きことが多くあるということを確認するにいたりました。[・／・]ですから私はむしろ
それを叙述のために使用したいと思うようになってきていると申し上げたい。しかし、真に論

⁷ 同誌の編集主幹であったケインズは、これらの論文を『一般理論』の刊行後同誌に掲載されていた一連の批
評論文のひとつと位置づけていたようである。Cf. 1937年4月29日付けのオリーン宛の手紙、Keynes1937d, p. 187
-188.

⁸ ケインズによるこれらの表現の使用例は、1937年から1939年にかけて書かれた論争的論文や書簡に限られる。

理的でまったく一点のすきもないある事柄を証明するということになる、メリットは私の方法のほうにあり、ex postとex anteという理論装置は極めてあつかいに手間取る手続きなくしては正確に言明できないのではないかと思います。私は、期待と結果のあいだの期間のことをよく「過程の漏斗」と言っていました。このことはしかし、漏斗はどれもみな長さが異なっており相互に部分的に重なり合っている、ある与えられた時点で、それ以前のある日付に集計された期待と比較しうるような実現された結果の集計というものは存在しないのだ、ということです。あなたは、私がこの場合に考えている困難について熟知しておられることでしょう。」(Keynes1937b, p. 184-185)

以上二つのパラグラフにわたって引用したケインズの手紙の文面には、彼が1930年に『貨幣論』を刊行した直後から取りかかった『一般理論』の構想と草稿類の執筆の過程から、その刊行、さらにその後1939年まで続くオリーンの論文を発端とする論争にまでいたる、1930年代のほぼ全体をカバーするケインズの経済学的思考における最も重要な時期に、彼が経済理論を叙述するにあたって採用していた方法に大きな転換が介在していたことが語られている。

最初のパラグラフで彼は、30年代始めの時期には、1937年のオリーンの論文が改めて彼に想起させた「スウェーデン的思考」の線に沿って考えていたが「確定的な時間単位の設定」ができなかったためにこれを放棄した、そして「はるかに無難で適切である」「新しい扱い方」を採用したと言っている。この新しい扱い方とはまさに彼が『一般理論』において採用した方法（手短にその最重要点だけを挙げれば、短期のマクロ分析、対外経済関係と公共部門を捨象した閉鎖システム）のことである。彼がこの「新しい扱い方」に転換する以前に『貨幣論』に取って代わるべき新しい著作の方法として考えていたことを探る手がかりは、『ケインズ全集』第13巻と第29巻にThe General theory and afterとして収録されている諸資料に求めなければならないが、その詳細な検討は本稿の主題から外れるので省略する。ここでは、ケインズが上の手紙で触れている「時間単位」に関連すると思われる例を一つだけ挙げておきたい。

手紙の文面で彼が具体的に挙げている時期(1931年から1932年)とはややずれるが、1933年に執筆されたとされる準備草稿のひとつ「協同組合経済と企業家経済の区別」(Keynes 1933)の中でケインズはマルクスに例外的に言及し、『資本論』における貨幣循環の範式

C-M-C' と資本循環の範式M-C-M' の区別を取り上げて、これを「カール・マルクスの含蓄に富む考察」(Keynes1933, p. 81) と評価し、「企業家経済」の分析に対してこの範式の持ちうる意味について検討を加えている。この範式M-C-M' は、『資本論』第二部における再生産表式論において貨幣資本循環の範式としてさらに展開され、再生産過程分析の基礎に置かれている。再生産理論は学説史的にはケネーの「経済表」に起源を有し、マルクスもケネーから大きな影響を受けて彼独自の再生産論を構築しようとした(未完のままであるが)。いずれの再生産論にも共通する基本的な特徴は、経済全体をいくつかの部門に分割して、それらのあいだでの商品(生産財、消費財)と貨幣の流れを、一定の単位期間に含まれる諸局面の連鎖において分析することである(部門分割と期間分析)。ケインズが1930年代の初頭にごくわずか(しかも間接的に)とはいえマルクスの循環範式に関心を示したのは、この時期まで彼自身が抱いていた理論的関心によるものと思われる。事実、彼は1930年に刊行された『貨幣論』(Keynes1930a, p. 120-121、第一巻「貨幣の純粋理論」第10章「貨幣の価値についての基本方程式」の冒頭)でも、また、同年に発表された論文「1930年の大不況」(Keynes1930b, p. 130-131)でも、二部門分割モデルを提示して、一定の単位期間における部門間での貨幣に媒介された生産財と消費財の流れと賃金・利潤という所得の形成を分析しようと試みている。しかしこれらの試みはいずれも中途半端に終わり、その後さらに展開されることはなかった。

それから数年後に書かれた『一般理論』では、経済活動の全体をいくつかの部門に区分してその間の関係を一定の「時間単位」(期間)で区切って分析するという視点は完全になくなる。そこでは、経済活動をその全体において把握するマクロ分析視角が採用され、経済過程における諸要因の因果関係は重要視されるものの、マルクスの再生産表式論や貨幣的循環理論にみられるような部分過程の継起として経済過程が分析されることはない。先に引用したオリーンへの手紙でケインズが「告白」している「時間単位の設定」の困難

⁹ この範式への言及は、ケインズのマルクスへの例外的な肯定的言及として関連文献において繰り返し取り上げられ、ここからケインズとマルクスの理論的関連さえ論じられることもある。しかし、ケインズによるこの言及はマルクスの『資本論』からではなく、H.L.M. McCrackenという著作者が1933年に刊行した*Value theory and Business Cycle*という著作によっている(この典拠はケインズ自身が草稿に付した注に指示されている)のであり、ケインズがマルクスの著作を直接に研究したとか、ましてマルクスから何らかの示唆を得たとかいうことは、この草稿からは言えない。ケインズのこの草稿でのマルクスへの言及は過大に評価すべきではないであろう。

に直面したことが、「理論的な観点から見てはるかに無難で適切」な「問題に対する私の新しい扱い方」(つまり『一般理論』の方法)への、このような転換をもたらす上で大きな役割を演じたと思われる。

だが、上に引用した手紙の後半のパラグラフからは、ケインズが、オリーンによる「ストックホルム学派」の立場からの『一般理論』に対する批判的コメントに直面して、改めて彼が1930年代始めの頃に抱いていた問題意識を想起させられその重要性を再確認した様子がうかがわれる¹⁰。しかしまた同時に、この手紙からの引用文の最後の数行からは、すでに以前に十分に認識していた困難もその再考にあたってふたたび重大な課題として立ちあがってくるであろうことも、彼は承知していたことが理解される。しかも、最後にオリーンに対してもその共有を確認しているように、この問題の困難は一定の時間単位を区切りとしたどのような「期間分析」にも共通する「期間分析」固有のものである¹¹。この困難は本質的に、経済を全体的なレベルにおいて把握しようとするマクロ分析とミクロ分析(個別の企業や家計のレベル、あるいは、その理論によって分割される各個別部門のレベル)とを統合しようとするところから生じる。ケインズは『一般理論』をマクロ理論として構築することに徹したためにこのような困難を抱え込むことはなかった。しかし改めて「時間単位を設定」して経済過程の時間構造の内部の分析に踏み込もうとすると、彼が「漏斗」の入り口と出口のあいだの距離にたとえる「期待と結果のあいだの期間」は、個別の経済単位(企業)ごとに異なっており「相互に部分的に重なり合っている」にすぎず、おまけに、入り口の位置自体が揃っていない。このような条件下で、「ex postとex anteという理論装置」によって、マクロ(集計)レベルで入り口の状態と出口の状態を比較するような「真に論理的でまったく一点のすきもない」理論(マクロ経済の期間分析)を

¹⁰ *The Economic Journal* 誌の1937年12月号に掲載されたケインズの論文の書き出し部分からの次の引用文は、彼がこの時期にオリーンからの批判的コメントをどれだけ深刻に受け止めていたかを示している。「彼[オリーン]は、私が以前には見過ごしていた因果連鎖における重要なリンクに注意を払うよう私に強いた、そして、私が自分の分析を大きく進歩させることを可能にしてくれた。[...]全体としてのex anteとex postによる分析の私の『一般理論』における分析に対する関係を扱った論文をいずれ書くつもりである。」(Keynes 1937g, p. 215-216) ケインズが最後に触れている論文は結局書かれなかった。

¹¹ 本稿で後に取り上げるフランスのAlfred Schmittとやや遅れてイタリアのAugusto Grazianiによって創始された「貨幣的循環理論」も、「期間」を単位とする再生産理論の一種であり、彼らの理論における「期間分析」にもケインズが認識していたのと同質の困難な問題が認められる。その詳細については、竹永2007-2009の(五)『経済論集』(大東文化大学)、第93号、2009年の「IV. 期間の終結と期間分析枠組み」を参照。

構築しようとする、「極めてあつかいに手間取る手続き」が必要となる。

以上が、ケインズがオリーンの最初の原稿を読んだ直後に彼に宛てた手紙の中で述べていることの筆者なりの解説である。そして、以上のような理論的文脈において、ケインズは、ex anteとex postというタームを受容してオリーンの批判的コメントに対応し、企業の投資にともなう「ファイナンス」という『一般理論』では考えられていなかった新たな概念を構築しようとしたのである。以上のようなバックグラウンドからは、1937年から1939年のあいだにケインズによって書かれた論争的論文が多分に試行的であり、彼の議論には説明の不足や前後撞着があることが予想される。

ケインズは、オリーンの二回目の論文 (Ohlin1937b) にすぐ続けて同じ*The Economic Journal*誌の1937年6月号に掲載したリプライ論文 (Keynes1937e) において次のように述べ、彼のこの論文の中心テーマとなる「ファイナンス」の問題を提起する。「投資の決定 (オリーン教授のex ante投資) は時として、それが実行される以前に一時的な (temporary) 貨幣需要を引き起こすかもしれない。この貨幣需要は、投資活動が進行しているあいだに投資活動の結果として生じる活動的残高 (active balances) に対する需要とはまったく別のものである。」 (ibid., p.207) ここでは二種類の貨幣に対する需要について言われているが、後者はすでにケインズが『一般理論』で論じていた取引動機のうちの営業動機に基づく貨幣需要¹²のことである。しかし前者は、これとは性質の異なる、また、『一般理論』ではまったく考慮されていなかった、この論文で新たに導入された貨幣需要である。このような貨幣需要は、『一般理論』における貨幣保有の三つの動機に基づいて企業がすでに保有している貯蓄 (活動的残高と非活動的残高の合計) のいずれかによって充足することはできず、企業は決定された投資 (ex ante投資、あるいは、計画された (planned) 投資と

¹² 前項 (一) を参照。ケインズは、日本語では「貨幣需要」と訳すほかないdemand for moneyという表現をしばしば使用するが、この場合の「需要」とは、他者からの供給を求める需要——普通の意味での需要——だけでなく、貨幣を手放さないで保持しようとする経済主体の行動をもあわせて意味する。たとえば、「営業動機に基づく貨幣需要」とは、企業が営業目的のために貨幣を他者からの供給に仰ぎようとするという意味ではなく、自らの保有する貨幣の一部をこの目的のために一時手元に置いておこうとすることを意味する。こういう意味での「貨幣需要」は、「古典派」の時間選好利子論 (「貯蓄即投資」) においては存在しえないものであり、ケインズの流動性選好理論に特有のものである。オリーン他との最初の論争論文であるKeynes1937eで、ケインズが最初からdemand for moneyを強調しこれに代替するものとしてのdemand for credit or loanを退けるのはこの理由による。「貨幣を保有しようとする人々は、銀行からの借入をしようとする人々と部分的・一時的にしか重ならない。」 (ibid., p.207)

も呼ばれる) の実行の結果として発生する (ことが期待される) 新たな貯蓄によって、この貨幣需要を賄わなければならない。しかしこの貯蓄は投資を決定ないし計画する時点では未だに存在しない将来のもの (ex post貯蓄) であり、投資をしようとする企業があらかじめ保有している貯蓄 (ex ante貯蓄) ではない。このような貨幣需要だけは、投資の決定から投資が実行されそれによって所得が獲得されその所得から投資に必要な資金を賄うための貯蓄 (ex post貯蓄) が発生するまでの期間中 (ケインズはこの期間のことを関連諸論文でinterregnumとも呼ぶ)、企業の外部からの借入によって賄われなければならない。

つまり新規に投資を行う企業は、その投資から見込まれる貯蓄を当てにして一時的に外部からの貨幣を需要することになる。ケインズは以上の事態を次のように説明する。「計画された投資すなわちex ante投資は、投資が行われる前に、すなわち、それに対応する貯蓄が行われる前に、その「資金準備 ('financial provision')」を確保しなければならないであろう。それはいわば、ある特定の投資に対してある特定の貯蓄をあらかじめマーク (earmark) しておかなければならないようなものである。」 (ibid., p. 207-208) ここで言われている貯蓄とは、『一般理論』における貯蓄のように (証券投資等の) 貸付をするための貯蓄ではなく、新規投資を行おうとする企業がみずから必要とする資金をくみ出す元として投資の結果事後的に (ex post) に生じることを期待する貯蓄である。ここではまさに貯蓄も投資もex anteの状態にある。未だ現実には存在していないex ante貯蓄¹³をex ante投資のための資金として充当することはできない。そこで必要となるのが、「投資の決定がなされる時とそれに対応して投資と貯蓄が実際に生じる時とのあいだのこのギャップを橋渡しする技術」 (ibid., p. 208) である。

このギャップは、取引動機 (企業にとっては営業動機、家計にとっては所得動機) によ

¹³ この事前的貯蓄とは、企業の外部にその企業の新規投資の決定に先立って存在するストックとしての貯蓄 (ないしhoarding) (『一般理論』では貯蓄はすべてこのようなものとして扱われていた) ではない。このようなex ante貯蓄であれば投資のための資金として充当することが可能である (『一般理論』では投資資金は基本的にこのようにして賄われるとされていた)。しかし、ケインズは『一般理論』後の「ファイナンス」をめぐる議論においては、ex ante貯蓄が企業の投資活動において何の役割も演じえないことを繰り返し強調している。この場合の貯蓄が『一般理論』の理論的文脈において問題とされていた貯蓄とは (いつ、誰が、どういう目的で行うのかという観点から見て) 異質なものであることは、これまで見てきたところからも明らかであるが、ケインズのテキストではすべて同じようにsavingとだけしか表記されていない。このことも、ケインズのこの時期の諸論文の読解を難しくしている一つの要因である。

る貨幣需要（取得した貨幣を一定の計画に基づいて支出するまで保有しておくこと）の元となる時間差とちょうど反対の関係にある。貨幣が必要される期間の企業の現金残高はこれに対応して一方の場合はプラス他方の場合にはマイナスとなる。この点からも、『一般理論』後の時期にケインズが導入した新たな貨幣需要（「特別な貨幣需要」(ibid., p. 208)）が取引動機によるそれとは異なる性格のものであることが理解されるであろう。

ただし両者はともに一時的であり、その支出の時期や目的や規模もおよそ事前に予定されているという点では、ケインズが非活動的残高と一括して性格付ける予備的動機と投機的動機とによって保有される貯蓄貨幣とは区別される。だが他方では、この新たな貨幣需要は投資の決定からその実行¹⁴までの「ギャップを橋渡しする」ためのものであり、その継続時間は取引動機による貨幣需要よりも一般的には長くなるであろう。ケインズはこのような意味で、「現時点での投資決定によって必要とされる「ファイナンス」を、「いわば、活動的残高と非活動的残高の中間に位置すると見なしうる」(ibid., p. 208-209) という。

ケインズはさらに、『一般理論』における貨幣保有動機論（本稿前節を参照）の不備についての「反省」をこめて、この「ファイナンス」が営業動機に基づく貨幣需要とは次の点においても区別されると言う。「この意味での投資ファイナンスは、もちろん、どのような生産過程にも必要とされるファイナンスの特殊なケースであるにすぎない。しかし、それはそれ特有の特別な変動にさらされていることを考えると、私は、貨幣需要のさまざまな源泉を分析したときにそれを強調しておけばよかった（と今になって思う）。」(ibid., p. 208) ここでは新たに導入された貨幣需要の特質は、それが「それ特有の特別な変動にさらされている」点に求められている。『一般理論』の投資理論によれば、企業が新たな投資を決定するのは、利子率と資本の限界効率が等しくなる点がより大きい投資量を示す方向にシフトするときである。このようなシフトは、現在の投資量において資本の限界効率が利子率を上回るように両者の関係が変動するときに起きる。しかしケインズは、利子率が「慣行的でかなり安定的」であるのに対して、資本の限界効率の方は「気まぐれ

¹⁴ この「実行」には投資支出から売上金の取得までの全過程が含まれると考えなければこれまでの議論が成り立たなくなる。しかしケインズが「投資の実行」と言うとき企業家のどこまでの行動を考えているのか、彼の書いていることから一義的に捉えることは容易ではない。

で高度に不安定」(Keynes1936, p.204) であるという。だとすれば、新規の投資(生産の拡大)を促す要因は主として資本の限界効率の上昇(これ自体が諸要因の複雑な関係によってもたらされるが、ここでは立ち入らない)に求められなければならない。ケインズが上の引用文で「ファイナンス」は「それ特有の特別な変動にさらされている」と言うのは、このようにして決定・計画される新たな投資を想定してのことであろう。すなわち、オーレン(ないしストックホルム学派)からの示唆による造語であるex ante投資とは企業の活動にとって何も特別なものを指すのではなく、企業が新たに行う投資に一般的に関連するものである。ただしここでは、新規の投資は、『一般理論』でのように)マクロ経済レベルでその全過程においてではなく、個別企業というミクロのレベルでしかもその初発の決定・計画の局面に限定して捉えられる(そしてこの後の局面はex post投資とされる)。ex ante投資とそれに付随する「ファイナンス」が以上のようなものとして理解されうるとすれば、それらが『一般理論』の投資理論に対して遡及的に与え得たであろう潜在的な影響は、ただ単に『一般理論』後にケインズがそこで見落としていた一要素が追加されたというような部分的な範囲には収まらない広く深いものとなるであろう。

b. 「ファイナンス」の源泉

企業が新規に決定する投資のための資金は、さしあたって企業の内部から調達することができなければ、これを外部からの借入に求めなければならない。ケインズは、このための貨幣需要を『一般理論』における三つの動機に基づく貨幣需要に追加して、拡張された貨幣需要の概念¹⁵とする。この新たな貨幣需要は他の三種の貨幣需要とは異なる特殊な性質を持つものであり、そのことを特に示すためにケインズはこれを「ファイナンス需要(demand for finance)」(Keynes1937e, p.209)とも呼ぶ。ただし、ファイナンス需要はあくまでも貨幣需要の一種なのであり総貨幣需要の一構成部分にとどまる。同時に彼が強調するのは、貨幣需要はファイナンス需要と同じではなく(流動性選好を認めないオーレン

¹⁵ これを彼は「すべての目的のための総貨幣需要 (the total demand for money for all purposes)」(Keynes1937f, p.223)と呼ぶ。貨幣需要の内容が拡張されると、これに対応して、貨幣需要を根拠とする流動性選好も『一般理論』のそれを拡張した「総流動性選好 (total liquidity preference)」(ibid., p.224)となる。さらに、利子率の決定要因の内容が拡張されると、利子率決定のあり方も異なってくることになる。本稿が検討対象とする『一般理論』後の諸論考でのケインズの利子率決定についての断片的な議論は、彼のこのような了解に基づいていると思われる。この点については後の項で改めて論じたい。

やロバートソンにとっては前者は後者に還元される)、後者よりも広い概念であることである。ではこの特殊な貨幣需要であるファイナンス需要はどのようにして充足されるのか。ケインズは次のように言う。「以前には見落とされていた追加的要因——オリーン教授による投資決定の*ex ante*な性格の強調によりこれに注意を促された——とは次のようなものである。[……] 企業家が取引に着手しうるに足ると感じるほどの流動性を確保するためには、少なくとも当面のあいだ、誰か他の者が処分しうる流動性を以前よりも減少させることに同意しなければならない。オリーン教授は、この流動性ファイナンスの供給が、将来のある時に貯蓄を行おうとする意向のある諸個人から期待されると示唆しているように思われる。」(Keynes1937g, p. 218) しかしケインズは、このような*ex ante*貯蓄が*ex ante*投資のための資金調達源とはなりえないことを繰り返し強調する。*ex ante*貯蓄は未だ実現されていない貯蓄の意向や計画でしかなく実現されるかどうかとも不確かなものだからである。「*ex ante*貯蓄者は現金をまったく持たないが、しかし、現金こそ*ex ante*投資者が必要とするものなのである。」(ibid., p. 219) つまり、ファイナンス需要が発生した時点ですでに用意されている現金でなければ用をなさない。ケインズがこのような現金の供給源とするのは、「その所有者が使わないでおくことのできる既存の現金から供給されるか、銀行によって供給される新たな現金から供給される、流動資産の一般的貯水池」(ibid.) である。ここではファイナンス需要に応えるものとして「既存の現金」とならんで銀行が挙げられている。前者が企業に供給される場をケインズは関連論文で「新規発行市場」(ibid., p. 222) と呼ぶ。つまりこの二つが同じように投資資金の供給源とされるのである。「この業務は新規発行市場かあるいは銀行が提供するであろう。それがどちらであるかは何の相違ももたらさない。」(Keynes1937e, p. 208)

上の引用文で述べられているファイナンスとは、一方の側が一定期間必要とする流動性(現金)を他方の側が手放すことに同意して、双方の流動性残高が反対方向に同じだけ変化することである。つまり貸付ける者(ないし機関)が手放すものは貸付側によって投資のための流動性として用意されていたものである。『一般理論』でのケインズの見方にしたがえば、貸付(投資)のために用意しておかれる流動性とは、所得のうち消費に支出されることも貯蓄として保有されることもなかった部分であり、このような流動性こそが、「新規発行市場」(債券市場)において債券買い取りのために供給される貨幣(現金)の

「一般的貯水池」に集められるものである。このような貨幣の貸借関係は、流動性選好利子論を打ち出した『一般理論』において想定されていた投資資金調達の様式と同じであり、ケインズは『一般理論』後のファイナンス論でも一方ではこれを踏襲したと思われる。ただしケインズは、関連諸論文で「新規発行市場」に言及するに際して、そこに供給される貨幣の性質についてこのように一義的に解釈可能な説明を与えているわけではなく、不明な点を残している。

だが他方で彼は、ファイナンスの源泉として「既存の現金」となる「流動資産の一般的貯水池」として銀行をあげている。『一般理論』では銀行や銀行システムの存在と役割がその投資決定理論において明確に位置づけられておらず、銀行は基本的には企業の投資行動に関して存在しないも同然のように扱われていた。また、貨幣を発行して経済過程に注入する存在としての（発券）銀行についても、ごく少数の箇所です断片的に言及されているにとどまる。さらに、貨幣は一定の与えられた大きさのストックとして捉えられ、流動性選好を有する経済主体が利子率を対価として金融市場を通じて貸し付けるものとされた。これに対して『一般理論』後のファイナンス論においては、銀行（システム）とそこから出てくる貨幣が企業の投資活動において演じる役割に多くの注意が向けられている。ケインズによる新規の理論展開（の兆候）としてこの点に注目する研究も少なくない（本稿第三節を参照）。しかし、銀行（システム）の性格・役割・組織、またその行動や政策について、ケインズは関連論文の中では断片的な言及を繰り返すだけであり、その言及も時として曖昧であるだけでなく前後撞着も見受けられる。それゆえにまた、銀行が企業に投資資金として貸し付ける貨幣の性格を彼がどのように考えていたのかも、明確に捉えることが困難である。以下このことの次第を少数の例によって簡単に見てみよう。

次の引用文ではケインズはファイナンスの源泉が二元的であるとしているように思われる。「*ex ante*投資によって必要とされる資金供給の条件は、銀行システムの政策によって支配される貨幣供給とともに、流動性選好の現在の状態に依存する。」(Keynes1937g, p. 217. 強調は原文) 資金供給の条件のうちもっとも重要なものは言うまでもなく利子率であり、この条件が利子率を意味すると考えると、ここでケインズは、利子率の決定が流動性選好と銀行システムの政策という二つの異なるものによってなされると言っていることになる。一方は企業が債券市場で資金を調達しようとするときの利子率、他方は企業が銀行か

ら貨幣を借り入れようとするときの利子率である。ここでは、銀行による利子率の決定が流動性選好とは異なった政策的な考慮に基づくとする、利子率決定の二元論が唱えられているようにも思われる。

しかし上の引用文の少し後の箇所ではケインズは次のように言う。「投資の意向とその完遂の中間の空白期間 (interregnum) のあいだ必要とされるファイナンスは、主として専門家たちとりわけ銀行によって供給される。[・・・]「ファイナンス」は空白期間中全体として銀行によって供給される。そしてこれが、銀行の政策が新規投資の進んでいくペースの決定においてきわめて重要であるということの説明である。」(ibid., p.219) ここでは、「既存の現金」が貸付けられる(投資される)「新規発行市場」は消え失せており、銀行がファイナンスの役割を全面的に担い、それゆえに銀行の政策が新規投資の動向を左右するとされている。しかしこの場合の銀行の政策とはどういうものなのか。銀行の政策は何をその目標としどのような手段によってその目標を達成しようとするのか。またここで(だけでなく関連論文の中で何度も)ケインズの言う銀行とは発券機能を有する中央銀行なのか、それとも、中央銀行から供給される貨幣を元に貸付を行う商業銀行なのか。そもそも、この銀行から企業に貸し付けられる貨幣はどのような性質のものなのか(銀行自身が発行する銀行券なのか、その場合兌換があるのかないのか、あるいは、さまざまに性質の異なる遊休貨幣を預金として銀行が集積して貸付けるものなのか。この場合にはただの仲介業者にすぎない銀行が仲介をする貨幣の性質がさらに問われなければならない)。上に例としてあげたこの種の引用文を見るとこのような多くの疑問がわいてくるが、ケインズの関連諸論文の中にはそれらに対する回答ないしその手がかりは含まれていないように思われる¹⁶。

それはともかく、上の引用文ではケインズはファイナンスの供給源として債券市場より

¹⁶ ケインズは、1923年の『貨幣改革論』では第一次大戦によって一時崩壊した金本位制に取って代わった試行的な管理通貨制度を、また、1930年の『貨幣論』では再建金本位制(本書の刊行直後に崩壊)を、それぞれ明確に前提としていた。しかし、再建金本位制崩壊後の1936年の『一般理論』では、『貨幣論』と比べて「貨幣に関する技術的な詳細は背景に退いて」(Keynes1936, p.xxii) おり、どのような貨幣制度が念頭に置かれているのかははっきりしない。体系的な著作ではない『一般理論』後の諸論文においても同様である。しかし、おしなべてケインズの著作活動においては主としてその時々イギリスの現状が対象とされていることから考えると、再建金本位制崩壊後のイギリスの通貨・銀行制度が前提とされているのかもしれない。

もむしろ銀行の方を重視しているように見える。上に述べたようなこの銀行とそれが供給する貨幣との性格の捉えがたさは、ケインズがこの供給源を銀行に一元化するにつれてさらに明らかになってくる。次の引用文は上の二つの引用文と同じ論文の結論部分からのものである。「〔流動性の〕供給のほうは銀行が多少ともその流動性保有を減らすことに応じる条件に依存する。与えられた期待の状態においては、能動的〔活動的〕需要も受動的需要も利子率に依存する。供給も場合によっては同様であるが、しかし必ずしもそうとは限らない。なぜなら、銀行システムは〔利子〕率にあまりこだわることなく貨幣の量的規制を目指すかもしれないからである。」(ibid., p.221-222) ここには四つの文章が含まれているが、前半の二つでは、彼がすでに『一般理論』において展開していた流動性選好理論とそれが前提する与えられた大きさのストックとしての貨幣の貸借関係が、銀行による貨幣の貸出に対しても妥当なものとしてされているように見える。銀行が貸出貨幣に対して課す利子率も、銀行のこの貨幣に対する流動性選好に支配されるとされているかのようである。そして貨幣需要の一種としてのファイナンス需要も『一般理論』の投資決定論におけると同じく利子率によって支配されるとされる。しかしこれにすぐ続く後半の二つの文章では、銀行の貨幣供給の態度が流動性選好に基づく利子率によっては決定されないとされる。銀行はこの点ではただ単に自己利益を追求するだけの私的経済主体を超えた存在として把握されているようにも読める。しかしこの銀行の態度自体はいったいどのようにして決定されるのか、最後まで明らかにならない。

ケインズがオリーンからの批判 (Ohlin1937a,b) に応えて同年中に書いた二つの論文 (Keynes1937e,g) では、以上に見たようにファイナンスの供給源を銀行とする見方が優勢となり、同時に、貸付利子率に代表される銀行の貸し出し態度が流動性選好から独立したものとして捉えられるようになった、と言ってよいであろう。この点から見れば、ケインズはこれらの論文において『一般理論』から乖離していったとも言えるであろう。しかしただ単純に乖離しただけではなかった。

ケインズがこの時期の彼特有の意味での「ファイナンス」について論じることとなったきっかけはオリーンの批判であったが、オリーンのこの点をめぐる議論への直接の関与は、ロバートソン、ホートレーとともに執筆し*The Economic Journal* 誌の1937年9月号に掲載された同年同誌6月号掲載のKeynes1937eに対するリジョインダーをもって終わる。代わ

ってその後さらに1年続く論争でケインズが主として議論を闘わせたのはロバートソンとであった。ロバートソン本人の積極的な理論的主張はさておき、彼はこの論争の中でケインズの議論に含まれる曖昧さや前後撞着をいくつかの点にわたって指摘している。これまで見てきた「ファイナンスの源泉」について1938年5月5日付けのケインズ宛の手紙の中で次のように述べている。「あなたは混乱を「ファイナンス」が銀行貸付からなるとする私の「思考」のせいにしています。しかし、もう一度見直してみられれば、私が行ったことはすべて、私の主な議論において、この点ではあなたのモデル[ここに注を付してKeynes 1937g, p. 219からケインズの文言を引用。前出]に忠実にしたがうということだった、ということがお分かりになると思います。(最後の)脚注において、私は、「ファイナンス」が銀行による以外の方法によっても供給されるという——私には非常にありそうに思われる——ケースを考察しておきました。」(Robertson 1938a, p. 170) ロバートソンはケインズの上記の二つの論文(特に後者)にしたがって、彼自身では疑問を抱きながらも「ファイナンス」の供給源をとりあえず銀行として議論を行ったところ、逆にケインズからこれこそが混乱の元だとのとがめをうけたというのである。しかし、ロバートソンによるケインズ論文の理解はこの点に関する限りでは的外れではないようにわれわれには思われる。これに対してケインズはロバートソンに宛てた同年5月22日付けの手紙で次のように応答し、「ファイナンス」のための現金は必ずしも銀行だけから出てくるものではないと主張する。「一定の状況の下で人々が銀行から借り入れることによって現金を入手することは、現金と銀行貸付が互換可能な用語であるということの意味しません。」(Keynes 1938 a, p. 171) これらの手紙のやり取りは翌月*The Economic Journal*誌に連続して掲載されることとなる両者の論文(Robertson 1938b, Keynes 1938b)をめぐるものであったと思われる。ケインズは公表された論文の中でこの問題についてさらに明確に次のように言う。「なお残る混乱の大きな部分は、ロバートソン氏が「ファイナンス」を銀行貸付からなると考えることによっていると、私は思う。」(Keynes 1938b, p. 229) ケインズはまた、この論争とは別の文脈において翌1939年に発表した論文においても、「ファイナンス」の元本について「銀行システムあるいは退蔵の取り崩し(disharding)によって供給される流動元本」(Keynes 1939, p. 285)とっており、「ファイナンス」の源泉が二元的であるとする立場を取っているように思われる。

以上、「ファイナンス」の源泉についてケインズは事実上これを銀行に一元化する方向を示しながらも、自分自身では二元論の立場を取っているものと考えていた。このことは、『一般理論』後のオリーンやロバートソンとの論争の中で、彼が一方では『一般理論』から乖離する理論的展開を試みながらも、同時に他方では依然として『一般理論』の理論的枠組みに強くとらわれていたことに由来すると思われる。これは単に欠落していた論点の追加による『一般理論』の拡充というようなものではなく、ケインズの二元的な立場はそのうちに相容れない理論的矛盾をはらむものであった。以下、「ファイナンス」をめぐるいくつかの論点についてもこの点に留意しつつ検討を加えてゆきたい。

c. 回転基金 (revolving fund)

普通の（辞書的な）意味での回転基金とは、過去の貸付金が返済されることによって再度貸付けのために維持・使用される基金のことであるが、ケインズはこの用語を「ファイナンス」とともに多分に曖昧さを含んだ独自の意味で使用する。回転基金は「ファイナンス」をめぐるロバートソンとの論争の一つの争点をなしており、また、企業が新規投資のために外部から調達した現金がその後どのような経路をたどるのかについてケインズがどのように理解していたのかをさぐるための手がかりを与えるものでもある。また、次節で検討するGrazianiらの貨幣的循環理論の立場からの「金融動機」に対する批判と評価においても、ケインズによる回転基金の扱いは重要論点のひとつをなしている。

ケインズは『一般理論』後の「ファイナンス」を論じたどの論文においても、まず最初に企業の新規投資が一定の規模で繰り返される場合を想定し、次いでこの規模が拡大していくと「ファイナンス」にどのような変化が生じるのかを考察する。彼が回転基金と呼ぶ現金の流れが問題になるのはこのような手続きの前半の段階でのことである。われわれも投資規模の拡大にともなって生じる事態は次項で見ることとし、ここでは規模の拡大は捨象して考える。

ケインズは、企業の外部からファイナンスされた現金が回転基金となり、その後はこの回転基金がファイナンスの源泉となると、次のように言う。「投資が不変の率で進んでいくなれば、必要とされるファイナンス（ないしファイナンスの約束）はほぼ一定の額の回転基金から供給されうる。ある企業家は、別の企業家が彼の完遂される投資のための支払いにそのファイナンスを使い果たしてしまうと、計画された投資の目的のために彼のファ

イナンスが補給されることになるからである。」(Keynes1937e, p.209)¹⁷投資をファイナンスするための現金を企業セクターがその外部から一旦獲得す(借り入れ)れば、企業セクターとして必要な投資の金額に変化がない限りもはやそれ以上の借入は不要となる、ということのようである。しかし、ひとつの個別企業にとっては、投資のために必要な資金を外部から借り入れてそれを投資の実行のために支出してしまえば、現金は手元からなくなるのであり、たとえ同じ規模であったとしてもさらに投資活動を繰り返すためには、前回と同様に、その企業の外部から何らかの形でファイナンスを受けなければならないはずである。回転していく基金がたとえ企業セクターの内部にとどまるとしても、個別企業にとってのファイナンスの必要がなくなってしまうわけではない。ケインズの上のような議論では、個別企業(ミクロ)レベルと多くの企業からなる経済全体の(マクロ)レベルとが混同されているように思われる。

一企業が投資のために調達した現金が支出されることによって企業間を転々とし、次々と別の諸企業にとっても投資資金として使われていく。これが上の引用文で基金の回転とされるものの意味であろう。しかし、最初に投資資金を借り入れた企業がこの資金を投資目的でどのように支出するかについて確定的なことは言えない。借り入れた金額をそっくりそのまま生産財ないし原材料の購入のために他の一企業に対して支出する¹⁸かもしれないが、しかしこの金額がそれを受け取った企業の新たな投資計画にとって必要な金額と過不足なく一致するという保障はどこにもない(しかし企業セクター全体としての新規投資の規模が同じまま進んでいくとすれば、セクター全体では必ず一致すると考えることができる)。あるいは、最初に資金を調達した企業はその金額を投資目的で複数の企業からの購入に充てるかもしれない(ただしマクロ的観点からはこのようなことは問題にならない。とにかく投資資金が全額支出されるということだけである。)、この場合支払いを受けるそれぞれの企業は当初の金額の何分の一かだけを上げとして受け取るであろう。こうしてそれぞれの企業が受け取った金額は、それぞれの企業の計画する投資に必要な資金額とは一般的には一致しないであろう、等々。

¹⁷ ファイナンスされた現金が回転基金となって複数の企業間で次々と「使い回し」されるという視点は、Keynes 1937g, p.219でも表明されている。

¹⁸ ケインズが考えているのはこのようなケースだけであるように思われる。

以上に見られるように、ケインズの「ファイナンス」をめぐる議論において、最初に投資資金を借り入れる企業の行動に対する観察は、その企業が借り入れた資金を投資の実行のために支出してしまう時点までに限定されており、一旦借入金額が支出されると、その資金を売上金として受け取った企業の方に観察の対象が移る。この企業についてもまた受け取った資金の支出が行われるまでが注意の対象となるにすぎない。しかし、最初に借入を行った企業は投資の実行によって収益を上げることをめざすとともに、借入資金を利子とともに借入先に償還しなければならないはずである。にもかかわらず、投資がex postの段階に入った後のことはまったくケインズの視野に入ることはない。そもそもこの投資を可能にした債権と債務の関係がどのように清算されるのかは不明のままにされている。

投資のための借入資金が企業から企業へといわば「使い回される」という、このような疑問の多い曖昧な説明以外には、ケインズは回転基金がどのように回転していくのかを関連諸論文のどこにおいても明確に描いていない。ロバートソンはRobertson1938bにおいて次の三つの具体的な可能性を提示して、ケインズにそのうちのどれが彼の考える「回転」なのかと問いただしている。「ケインズ氏は、銀行システムが引き受けた手持ち流動性の減少が解消される過程とその時点について、数ページのあいだに三つの異なった説明をしているように思われる。／(i)664ページ [Keynes1937gが最初に掲載された*The Economic Journal* 誌の1937年12月号のページ。Keynes1937g, p. 217.] では、企業家たちが時として銀行借入を公衆への新規債券発行の売上金から償還するということが示唆されている。ケインズ氏はここでは、ex post貯蓄が資金調達のための債券の購入に使われることによって「ファイナンス」を供給すると言おうとしているのであろうか。[・・・・] (ii)この説明 (666ページ、7行以下 [Keynes1937g, p. 219.]) によると、流動性の欠如は銀行借入金支出されるという意味で使われるとただちに自動的に埋め合わされる。私はこの見解についてのどのような根拠も見出すができない。企業家が彼の借入金を支出するという単にそれだけの行動によって、何らかの回転基金が自動的に提供される、流動性を手放すことへの同意がその流動性のさらなる使用に向かって発揮される、というが、これはどのようにして可能なのか。銀行は単に、借入を行った企業家に対する債務者から他の諸個人に対する債務者になっただけである。借入を行った企業家は依然として銀行に対する債務者のままである。[・・・・] (iii)私が言及した二つの箇所の間で、ケインズ氏は、銀行の流動

性 [貸付金] が普通に戻ってくる方法は、借入金の支出ではなく、この貸付金はその生産を推進するために使用された財貨（消費材であっても資本財であってもよい）の販売の売上金からの借入金の償還である、という通常の見解に一時的に立ち返っているように見える（667ページの下、668ページの上 [Keynes1937g, p. 221.]）。] (Robertson1938b, p. 315-316. 強調は原文)¹⁹

ロバートソンがここで述べているケインズの三つの異なった説明というのは、上記の短いスペースにおけるケインズの混乱した込み入った論述を、彼が自身の理解にしたがってかなりの程度整理して提示したものである。われわれが先に見た銀行借入金の企業間での「使い回し」による資金の回転の説明は上のロバートソンの整理による項目(ii)に該当する。これはケインズ本人の自己了解でもあったと思われる。彼は上の引用文を含むロバートソンの論文につづいて*The Economic Journal*に掲載したKeynes1938bにおいて、ロバートソンの執拗な問いかけに対して次のようにきわめてそっけなく簡単に応えるだけにとどまった。「ロバートソン氏の§2（315ページ上）に対する回答は、「ファイナンス」の要求による現金需要はそのファイナンスが支出されるとすぐに自動的に終わりになる、ということである。」(ibid., p. 230)²⁰このような対応自体が、回転基金についてケインズがどこまで突っ込んで考えていた（考えることができた）のかに疑問を投げかけるもののように思われる。なお、残りの(i)と(iii)も(ii)とならんで、「金融動機」をめぐる従来の研究文献において種々に取り上げられ議論されている。とりわけ、本稿との関連では、(i)と(iii)は、Grazianiをはじめとする貨幣的循環理論派によって重要視されたり、あるいはケインズが明確にはしていなかった独自の意味付けを与えられたりしている（次節参照）。しかしケインズ本人は(i)と(iii)のいずれにも重きを置いてはいなかったように思われる。

d. 投資の拡大と「ファイナンス」・利子率

「ファイナンス」が回転基金によって継続的にまかない続けられうるのは、現在「計画

¹⁹ この引用文のうち項目(ii)の文面は、ロバートソンが（おそらくKeynes1937gを読んだ直後の）1937年12月31日付けでケインズに宛てた手紙の一部のほとんど文字通りの再現である（cf. Ribertson1937, p. 166）。

²⁰ ケインズは同じKeynes1938bの末尾でも同じ主張を繰り返している。「「ファイナンス」または現金は、計画策定と実行のあいだの中間期間に特定用途に拘束されるものであるが、それが所得の形で払い出されてしまうと、受領者がそれを貯蓄しようが支出しようが、やがて他の用途に解放される。」(ibid., p. 233) このこともまた、ロバートソンの整理による(i)や(iii)ではなく(ii)をケインズが資金の回転と考えていたことの例証と見なしようであろう。なおこの点に関連してさらにKeynes1939, p. 283も参照。

される投資」がその前にすでに「実行された投資」と規模において同一である限りでのことである²¹。前項 (c.) で見た回転基金についての議論にすぐ続けて、ケインズは投資規模の拡大にともなう生じる問題を次のように提起する。「主として、現在の*ex ante*投資によって必要とされる新規ファイナンスの流れは現在の*ex post*投資によって解放されるファイナンスによって供給される。投資の流れが一定の割合であって、*ex ante*投資の流れが*ex post*投資の流れに等しいならば、その全体が流動性ポジションのどのような変化もなしにこのように供給されうる。しかし、*ex ante*投資の現在の割合が*ex post*投資の現在の割合に等しくないという意味で投資の割合が変化するならば、問題はさらにいっそうの考慮を必要とする。」(Keynes1937g, p.219-220.このような問題提起はKeynes1937e, p.209でも同様の文脈においてなされている。)ここでも前項 (c.) におけると同じように、投資規模一定の場合には「ファイナンス」は新たな現金貸借関係をともなうことなく企業間での取引関係を通じて確保されるという論理が繰り返されている。しかし、投資規模が拡大していくとするとともにはやそのための資金は回転基金からだけでは賄いきれず、新たに資金の追加調達が必要となる。上の引用文に見られるように、ケインズの「ファイナンス」論の文脈における投資規模一定からその拡大への議論の移行は、単なる仮定の差し替えによるものにすぎない。投資規模の拡大がどうして引き起こされるのかは議論の対象外とされている。投資規模の決定に従ってその変動は、『一般理論』では中心テーマをなしていたが、ここではそれは何らかの要因によって決定される変数ではなく、反対にその変動(主として拡大)が与える影響の方が「いっそうの考慮」の対象とされる。

この影響とはもちろん利子率に対する影響である。つまりここでは投資から利子率へという『一般理論』とは逆の因果連関において両者の関係が捉えられているのである。ケインズは現在計画されていてこれから実行される投資がすでに実行された投資を超過すると、「利子率の上昇につながるであろう」(ibid., p.220)という。彼は『一般理論』におい

²¹ 一般に投資の計画や実行は個別の企業がその経営方針として行うものである。投資活動をこのように時間の流れの中で区切って観察することはマイクロレベルでの観察に属する。投資の規模を一定とするか変化させるかは、それぞれの企業が他の諸企業(ないしマクロ経済)の動向とは独立に決定することである。もちろんその集計的な結果としてマクロ的な投資規模の動向が生じるのであるが、しかしこれは、ケインズが『一般理論』で強調したようにマイクロレベルでの個々の動きとは別である。しかし「ファイナンス」をめぐる議論においては全般的にこの二つのレベルが混同されており、このことが関連諸論文を難解にする一つの要因となっているように思われる。

て、利子率は貨幣所有者の流動性選好の強さによって決定されるとする理論を唱えた。「ファイナンス」をめぐる彼の議論も元来はこの流動性選好利子論に対するオリーンやロバートソン等からの批判を発端とするものであった。彼自身は『一般理論』後のこの論争において、あくまでも流動性選好利子論の立場に立ってこの理論が正しいことを示そうと努めた。この理論によれば利子率を決定するのは流動性選好の強さであり、利子率の上昇は貨幣保有者（潜在的な貨幣の貸し手）のこの流動性選好がより強くなることによって引き起こされる。つまり流動性選好利子論においては、利子率の高さもその変動も（潜在的な）貸し手の側が決定することなのである。

ケインズは『一般理論』でもその後の関連諸論文でも、流動性を選好して貨幣を手元に置いておこうとする家計と企業の行動を貨幣需要と呼ぶ（この用語の特殊な意味については先の注12を参照）。この貨幣需要の大きさ（ないし強さ）が利子率を決定する。『一般理論』ではこの貨幣需要は三つの動機に基づいて三つに区分された（前節参照）が、『一般理論』後の論争においてはこの貨幣需要（demand for money）にその一種としてのファイナンス需要（demand for finance, Keynes1937e, p.209）が新たに付加されて貨幣需要は四つの要素からなるものとされ、これらをあわせた総貨幣需要（total demand for money, Keynes1937f, p.223. 強調は原文。cf. Keynes1938b, p.230）が流動性選好の源泉でありしたがって利子率を決定する根拠となるとされる。ケインズはこのように、『一般理論』後に新たに着想したファイナンスについての議論も流動性選好利子論の枠内で処理することができ、それゆえオリーンなどの批判にもかかわらず流動性選好利子論を維持しようと考えた。しかしそのためには上に見たような貨幣需要の拡張が必要であった。彼は『一般理論』を振り返ってそこで貨幣需要のこの第四番目の要素を見落としていたことを次のように「反省」している²²。「私は以前にこの点を見落とすべきではなかった、なぜなら、それは流動性利子率理論の最後の仕上げ（coping stone）なのだから。私は確かに、現在の活動の増大の貨幣需要に対する効果は考慮に入れた。しかし、私は計画された活動の増大の効果は考慮に入れなかった。後者は前者に上乗せされるのであり、場合によってはより重要性が大き

²² ファイナンス需要はこのように、第四番目の貨幣需要として三つの動機に基づく貨幣需要に追加された（cf. Keynes1938b, p.230）。このことが後の研究史において「金融動機」という第四番目の貨幣保有動機の追加と解釈されたと思われる。しかし、ケインズ自身は「金融動機」という言い方はしていないし、すぐ後に見るように「金融動機」は他の三つの貨幣保有動機と同列に扱うことはできない。

いこともある。なぜなら、後者が必要とする現金ははるかに緩慢に回転しうるからである。銀行やその他の公衆がより進んで現金を手放そうとしない限り、現在の活動の増大は利子率を引き上げるに違いない（ことはすでに説明した）が、まったく同様に、計画された活動の増大は類似の追加的影響をもつはずである（と今付け加えよう）。】(Keynes1937g, p. 220-221. 強調は原文)

つまりケインズにとって、ファイナンス需要という貨幣需要を付け加えることは、流動性選好利子論に訂正を加えたりあるいはこれを放棄したりすることではなく、まさにその最後の仕上げなのである。上の引用文で彼は営業動機（取引動機の一つ）に基づく貨幣需要とファイナンス需要とを対比しつつ論じている。両者はともに、需要される貨幣額やその貨幣の用途そして支出時期があらかじめ定まっているという意味で活動的需要（active demand）に属し、これらが不確定な予備的動機や投機的動機に基づく貨幣需要（非活動的需要（inactive demand））と区別される。そして、後から導入されたファイナンス需要は営業動機による貨幣需要に上乘せられ、その分だけ貨幣需要が増大する。そして両者が一体となることにより利子率は『一般理論』で考えられていたよりも高くなるとされる。ただし以上は二つの貨幣需要に共通する点を挙げたにすぎないのであり、両者が同一だということではない。営業動機によって保有される貨幣とファイナンスされる貨幣とでは運動する経路や速さが異なるとされており、両者が取引動機による貨幣需要として同一視されてはいない。

ケインズはこのように、ファイナンス需要を彼の言う貨幣需要の枠内に取り込んで処理することができる考えた。しかし上の引用文で最後に取り上げられている利子率（の上昇）に話題が及ぶと、ファイナンス需要と他の三つの貨幣需要との根本的な性格の相違が顕在化する。ケインズは貨幣需要の増大は利子率を引き上げるというが、彼がすでに『一般理論』において明らかにしていた三つの貨幣需要とファイナンス需要とでは、その意味が大きく異なる。前者は、所得を得た経済主体がその所得から消費支出を行った後の残余部分としての貯蓄貨幣の中から、性格の異なる三つの動機に基づいて一定量を他者に貸し付けるのではなく手元に保有しておこうとして「需要する」ことである。この需要の大きさ（ないし強さ）によって決定される利子率とは、当該経済主体が貨幣を貸し付けることに同意し貸付を受けた他者から取得する利子の率のことである。後者はこれとは反対に、

新たに投資を計画する企業がその投資に必要な現金を他者から取得（借り入れ）しようとして「需要する」ことである。この場合の利子率とは、貨幣を需要する企業が貨幣の貸し手である「銀行やその他の公衆」²³に対して、貨幣借入の対価として支払う利子の率のことである。このように、貨幣需要によって決定される利子率といっても、ファイナンス需要の場合とその他の三種類の貨幣需要の場合とでは意味内容がまったく異なっている。『一般理論』で定義された流動性選好利子論が妥当するのは後者に対してのみである。流動性選好利子論は、貨幣をストックとして保有していてこれを貸し付ける立場に視点を置いた利子率決定の理論である。

上の引用文の最後の文章を見ると、ケインズは、彼がすでに『一般理論』で明らかにしていたことにその後の論争のなかで新たに獲得した要素を付け加えて一つのより完璧な（流動性選好利子）理論としうる、と主張しているように見える。しかしここでは、利子率を引き上げるとされる貨幣需要はどちらも、「銀行やその他の公衆」から貨幣を借り入れようとする貨幣需要になっている。『一般理論』の立場からすると、「現在の活動の増大」によって利子率が引き上げられるということは、企業の活動の増大にともなって取引（営業）動機に基づく貨幣保有の必要（つまり流動性選好）が高まった結果、その企業が他者に貸し付ける貨幣に対して要求する利子率が上昇すること、と考えなければならない。ところが上の引用文では、この場合にも利子率はファイナンス需要の場合と同じように、活動を増大させる企業が「銀行やその他の公衆」から借り入れる現金に対して支払う利子の率とされている。だからこそ、「現在の活動」を増加させる企業への貸し手である「銀行やその他の公衆がより進んで現金を手放そうとしない限り」、利子率は引き上げられることになるのである。このようなことは、ファイナンス需要によって企業が外部から現金を調達する場合にのみあり得ることである。上の引用文を全体として見ると、ケインズはファイナンス需要を貨幣需要の一種としてこれに統合し流動性選好利子論に最後の仕上げを施すと言いながら、実際には、『一般理論』ですでに提起していた三つの貨幣需要まで、ファイナンス需要の場合と同様、企業が自己の外部から借り入れ資金を求めるという意味での貨幣需要としてしまっているように思われる。これはすなわち、彼の意図に反して、流

²³ このようにファイナンスが二つの異なる源泉から出てくるとされていることの問題は、先に「b. 「ファイナンス」の源泉」で検討した。

動性選好利子理論の「最後の仕上げ」どころかその実質が骨抜きになったということなのではないか。そして、このような貨幣需要の増大（新規投資の拡大）によって利子率が上昇するかどうか問われるのであるが、しかし、流動性選好利子論を一方の根拠とする『一般理論』の投資決定論（利子率が決定因であって投資は被決定因）からすればこのような問い自体があり得ないことである。このように、ケインズは一方では『一般理論』の立場から離れることなく新たな問題をその理論的枠組みに包摂しようとしながら、他方では同時に実質的にそれから乖離ないしそれと矛盾する試みも行おうとしている。

ケインズは『一般理論』後の関連諸論文において「ファイナンス」の源泉としての銀行（ないし銀行システム）に繰り返し言及している。上の引用文でも、新規投資の拡大にもなって利子率が上昇するかどうかは、ファイナンス需要の拡大に直面して銀行がどのような態度を取るかに依存するとしていた。『一般理論』では投資資金の供給源として銀行が実質的な役割を演じることがなかつただけに、その後の論争諸論文で彼が銀行の役割に注意を向けたことはそれ自体注目に値するであろう。しかし、貨幣経済の中で銀行がどのような役割を担う存在であるのか、その行動は何によって律せられているのか、銀行が発行し貸し付ける貨幣がどのような性格のものなのか、これらの肝心な点については何らの解明もなされていない。とりわけ本項のこれまでの議論との関連で重要なのは、銀行がそのもっとも重要な業務の一つとしての貨幣貸付にあたって課す利子率がどのようにして決定されるのかという点である。ケインズは、銀行はその政策目標を追求するために貸出利子率を操作変数として使用するとして、次のような言い方もする。「銀行システムは利子率にはあまりこだわることなく貨幣の量的規制をめざすかもしれない。」(Keynes1937g, p.222)。すなわちこの場合、銀行にとって利子は貨幣を貸し付けることに対する対価としてその取得を追求すべきものというよりも、政策手段として位置づけられる。このような形の貨幣の貸借関係は『一般理論』の理論的枠組みでは考えられないことである。そこでは潜在的な貸付貨幣を保有する経済主体は、おしなべて流動性選好を相殺するに足る利子率を対価として得られなければ貨幣を手放そうとしないとされていたからである。この意味では、銀行がその貸付貨幣に対して課す利子率についてのこのような視点は、『一般理論』の枠組みをはみ出す『一般理論』後の新たな論点と見なしうるであろう（ただしほとんど展開されていないが）。また、貨幣を発行する銀行という存在が他の経済諸主体とは

根本的に異なった役割を貨幣経済の中で果たすことを示唆するものと思われる。だが、ケインズは必ずしも銀行利率をこのような形でのみ一元的に捉えているのではなく、他方では、銀行の行動をも『一般理論』の理論的枠組みに収めようとするかのように、この利率の決定根拠を「銀行の流動性選好」(ibid., p. 220)なるものに求める。

e. 「銀行の流動性選好」

ケインズは「銀行の流動性選好」という表現を一度しか使っていないが、しかし、ファイナンス需要に対する供給源としての銀行の貸出利率の決定についても、彼は『一般理論』で提示した流動性選好利率論が事実上妥当すると考えていたように思われる²⁴。例えば彼は次のように言う。「利率は、公衆がいくらかの流動性を入手しよう欲する際の条件と銀行システムがいくらかの流動性を手放そうとする際の条件との相互作用によって決定されると見なしうるのではないか、とハーバート・バブ博士は私に示唆した。これは、利率の流動性理論の素晴らしい表現方法である、と私は思う。とりわけ「ファイナンス」の分野においてそうである。」(ibid., p. 219)

だが銀行の流動性選好とはいったい何を意味するものなのか。利率のやり取りはどのような貨幣の貸借関係にも一般的につきまとう。しかしこの貸借関係にはさまざまなものがある。流動性選好利率論は特殊な仮定に立脚しておりこれが妥当と考えられるのは一定の場面に限定され、あらゆる貸借関係に当てはまるわけではない。『一般理論』第13章の冒頭で設定されている場面では、所得を得た経済主体²⁵がその所得をどのような考慮に

²⁴ ケインズが銀行の貸出利率にまで流動性選好利率論が妥当するかのように言うひとつの理由として、『一般理論』におけるヴィクセル・コネクションからの離脱が考えられる。彼は『一般理論』においてヴィクセル理論から離れたことを次のように言明している。「私は現在では、以前きわめて有望な考えであるように見えた「自然」利率の概念が、われわれの分析に対してなんらかのきわめて有益な、重要な貢献をするものとはもはや考えていない。」(Keynes 1936, p. 243) この離脱と彼が『一般理論』において流動性選好利率論をはじめて提起したこととは表裏一体の密接な関連にあると思われる。ヴィクセルの理論では、貨幣を発行する銀行が貸出にあたって外性的に(つまり銀行独自の一定の政策意図に基づいて)利率を設定する。このような銀行の行動が流動性選好理論によって一般的に退けられたのではないか。これとともに、ヴィクセルからの理論的影響を明確にしていた『貨幣論』と異なって『一般理論』では、銀行そのものの存在と役割(その組織や行動様式)についての考察が背景に退くことになったと思われる。

²⁵ 抽象的には企業でも家計でもよいし、この所得の中身は賃金・利潤・利子・地代のどれでもよいが、第15章の説明を勘案すると企業利潤と家計賃金が主として念頭に置かれており、とりわけ重要なのは後者のように思われる。流動性選好理論はすぐれて、貨幣を所得として取得しそれを一定の時間構造の中で支出しつつ短期・長期の生計を立てていく個人の立場に定位した理論である。この点はケインズが批判した時間選好理論とも共通する。

基づいてどのように処分していくかが考察されている。自分の所有物として保持する貨幣を他者に貸し付けて利子を取得するという行動も、このような所得の処分のひとつの形態として位置づけられるのであり、他の処分諸形態（消費、さまざまな動機に基づく保有つまり異なった意味付けを与えられる諸部分からなる貯蓄）との関連において捉えられなければならない。流動性選好あるいはこれによって規定される利子率はこのようなコンテキストの中に置かれたものであって、このコンテキストを離れては意味をなさないかあるいは違った意味のものになる。

このように考えたとき、「銀行の流動性選好」とはいったい何のことと理解すればよいのであろうか。ケインズが『一般理論』後の論争において執筆した諸論文では、企業の新規投資のためのファイナンスの源泉となる銀行がどのような性格のものであるかについて、何の手がかりも与えられていないように思われる。だが、銀行が貸し付ける貨幣とは、銀行自身が取得した何らかの形態の所得貨幣の一部を「消費性向」にしたがって消費のために支出した後に残る貯蓄貨幣の一部なのであろうか。銀行の得る所得といえば貸付によって得られる利子はその主たる部分をなすが、この所得を得るためには銀行はそれに先立って貸し付けるべき貨幣を保有しておかなければならない。したがって、銀行が貸付貨幣の元となる所得を銀行業務以外の何らかの経済活動によって稼得するというような奇妙な想定でもしないかぎり、銀行は自らの流動性選好の対象としての貯蓄の一部を貸出に充てる経済主体として存立することはできないと言わなければならない。こう考えると、「銀行の流動性選好」というのは、「流動性選好」という概念をケインズが『一般理論』第13章の冒頭で定義したとおりの意味で用いるかぎり、まったく意味をなさない不合理な概念だということになるであろう。

管理通貨制下の中央銀行は、何らの実体的な裏付け（準備）もなしに原理的にはいかなる量の貨幣でも発行してこれを貸付に充てることができるが、自らの発行する貨幣は銀行自身の所得ではなく、これを銀行が消費支出に充当したり将来の支出のために貯蓄したりすることはありえない。それゆえに、発券銀行が貨幣の貸出に対して課す利子率は「銀行の流動性選好」によって決定される流動性選好利子率ではなく、その決定はこれとは異なった原理（ケインズの『一般理論』後の諸論文の言葉で言えば銀行ないし銀行システムの「政策」(Keynes1937g, p. 217, p. 219, p. 222))によってなされる。しかしながら、企業に

対して投資資金を供給する銀行が投資規模の拡大に対してどのような理由に基づいてどのように対応するのかという、いわば銀行行動の理論には『一般理論』後の諸論文ではまったく手がつけられていない。そこではこのような理論の開拓に代えて、ケインズは彼自身の『一般理論』での利子率決定論に引きずられるようにして、流動性選好利子論をその合理的な適用範囲を超えて銀行からの貸出にまで当てはめようとしたのではないか。

だがこれは、見方を変えれば、インプリシットな形で流動性選好利子論の適用範囲の限定性を問題にしたということでもある。ただし、流動性選好利子率決定論がこれによって棄却されるべきものになったとか、意味を失ったということにはならない。所得を獲得する経済主体は消費からの残余としての貯蓄の一部を何らかの形で投資するであろうが（銀行預金、債券購入）、このような場面では利子率決定において貨幣保有主体の流動性選好が意味を持ちうるであろう。また、このようにして貨幣保有者の手元を離れた貨幣を集中してさらに投資（ないし貸付）を行う金融仲介機関がその運用する資金の借入元に支払う利子や貸出先に請求する利子に対しても、貨幣保有者（いわゆる「本源的貸し手」）の流動性選好がその率の決定に対して意味を持つと考えられる。しかし、発券業務を行う中央銀行や中央銀行からの準備の供給を元に貸出を行う商業銀行が借り手に供給する貨幣は、何らかの経済活動の結果として形成された所得ではなく、いかなる経済主体によっても所得として所有されるものではない。このような貨幣が流動性選好の対象となることはありえない。この貨幣は、発券銀行ないし商業銀行にとってはただ貸付をして一定期間の後に利子とともに回収するためにだけ存在するものであって、『一般理論』で挙げられている三つの貨幣保有動機に基づいて銀行自身が保有しておいても何の役にも立たない（貸付—ないし投資—目的以外には使えないから）。また、この貨幣を借りる側（生産企業）の借入目的は、それを投資支出して商品を生み出しその売上金をもって借入金を銀行に償還するとともに利潤を企業所得として取得することであって（ここでは消費者信用は考えない）、借り入れた貨幣を「流動性選好」に基づいて不活動残高（inactive balances）としてそのまま保有しておいても、その間その貨幣は何らのプラスの収益ももたらさないばかりか借入銀行に対する利子負担という無用の経費を生み出すだけである。銀行にとっても借入企業にとっても、流動性選好の対象となりうるのはそれぞれが所得として処分（第一義的には消費のために支出）しうる貨幣、つまり貸付利子ないし企業利潤のみである。

f. ケインズの理論における投資とファイナンス需要

以上五つの項にわたってケインズの『一般理論』後のファイナンス論を異なる諸側面から検討してきたが、最後にケインズがファイナンス需要を喚起するという投資について若干の考察を加えてみたい。ファイナンス論において問題にされる（つまり「金融動機」を引き起こす）投資というのは、すでにその前に（投資決定の理論ともいえる）『一般理論』において論じられていた投資の範囲には含まれない、それとは別の、『一般理論』の後にはじめて問題とされることとなった、企業の特殊な投資活動に属するものなのか。もしそうだとすれば、この場合企業のより一般的な投資がどのような形で（当然ファイナンスという外部資金供給に頼ることなく）行われるのかがあらためて示されなければならないであろう。それとも、『一般理論』の刊行後にケインズがオーリンとの論争に触発されて企業の投資活動の時間構造に注目したことがきっかけとなって、企業の投資活動に一般的ともなう外部からの資金の調達のことを彼は「ファイナンス」と呼んだのだろうか。この場合には、『一般理論』後にケインズが展開を試みたファイナンス論は、『一般理論』における投資理論の欠落を補うものと位置づけられるか、あるいは、これに部分的ないし全面的に取って代わることになるであろう。

上の二者択一の問いのうち前者が答えだとすると、企業の投資活動は一般的には、そのために必要な資金の準備までも含めうるほどの十分な時間幅をもって事前に立てられた計画にしたがって、外部からの資金の導入によるのではなく、企業家あるいは企業自体が事前に資本金を用意しておいてこれを投資するという形で遂行されるであろう（ファイナンスの必要がないのだから）。この場合、個々の企業（家）は複数の生産期間にわたってその所得としての利潤のなかから消費せずに貯蓄した貨幣の一部を「蓄積元本」（マルクス）として積み立てて保有しておかなければならないであろう。しかし、ケインズが『一般理論』で挙げている貨幣保有の動機には投資資金の計画的な積み立ての説明となるような動機は含まれていない。つまりケインズの理論では、投資に必要な資金を投資を行う企業がみずから内部留保金の積み立てによって調達するというケースは考えられていない、ということである。複数期間にまたがる「蓄積元本」の積み立てとその結果得られる資金を元にした投資というのは、かなりの長期間の企業の計画的な行動を前提とするものである。しかし、『一般理論』は生産技術や資本設備を所与とする短期の理論であり、またそこに

登場する企業は短期的に激しく変動しうる資本の限界効率とアニマルスピリッツに突き動かされて投資活動を展開する。時間をかけて蓄積元本を積み立てて投資を行うというような企業の行動は、このような『一般理論』の理論的枠組みには入る余地がなかったのではないか。つまりそこでは、企業自らが自己資金を準備しておいて投資を行うということは想定されておらず、投資は原則として外部からの資金の導入によるものと想定されていたと考えられる。

したがって先の二者択一の問いに対しては後者と答えなければならないであろう。『一般理論』において企業の投資規模の決定が論じられる際には必ず、企業が投資のために借り入れる資金に対して支払われる利子率が投資規模を制約する要因として登場していた。このことは、『一般理論』において投資は必ず企業の外部からの資金によるとされていたことの裏付けとなる。しかし、短期のマクロ経済分析を趣旨とする『一般理論』では、投資の決定とそれに必要な資金の調達そして投資の実行が、暗黙のうちに同時に生起するかのようにならわれており、『一般理論』後の諸論文でケインズがファイナンスに関連して論じたような投資の時間構造²⁶は一切捨象されていた。たとえすべての企業でこの構造が同一であったとしても、どの時点で投資が行われるか、投資された資金が回収されて次期の投資が行われるまでどれだけの時間が経過するかは、個々の企業ごとに異なっており、このような事柄をマクロ経済レベルであつかうのは困難だからである（本節第a項で引用したケインズのオリーン宛の書簡Keynes1937b, p. 184-185を参照）。

また『一般理論』では、企業が外部から導入する投資資金はすべて、所得のうち消費されなかった残余としての貯蓄（貨幣ストック）を源泉とすると想定され、このような資金の借入に対して支払われる利子率は一元的に流動性選好によって規定されるものとされていた。すなわち投資資金となる貨幣を保有しこれを企業に対して供給するのは、貨幣ストックの所有者である金利生活者の役割とされた。周知のようにケインズは、投資規模の拡大を妨げ非自発的失業を存続させる要因の一つとして金利生活者の存在と彼らの要求する高い利子率を指弾し、金利生活者を非活動的階級として活動的階級である企業家・労働者と対立させて前者の「安楽死」を唱えた。このことは、企業が資金借入の経費として負担

²⁶ さらに広く考えれば、投資を行う企業の循環的に繰り返される活動の内部構造まで含めて。

する利子率が流動性選好によって規定されるとする『一般理論』の利子理論と整合的である。『一般理論』でケインズが着目するのはすでに何らかの形態の所得として取得されている貨幣ストックのみであって、管理通貨制度の下で銀行が新たに創造し経済過程に注入する貨幣はそこには登場しない。『一般理論』後のファイナンス論では企業が投資目的で外部から借り入れる資金の調達先のひとつとして銀行の存在と役割に言及されているが、不明な点が多くこれらの論文で新たな理論展開がなされていると言うことはできない。ただ、断片的に出された諸論点が『一般理論』の特殊な仮定を明らかにし、特に流動性選好利子論の相対化の糸口となっている点は評価しよう。また、*ex ante*と*ex post*の区別として投資の時間構造に踏み込んで、そこで必要となる「ファイナンス」についても論じられている。これは『一般理論』には存在しなかった新しい点であるが、しかしケインズの議論は企業が借り入れた資金を実際に支出する（投資を実行する）点で止まっており、生産過程やその結果としての商品の販売、投資資金の回収と利潤の取得といったその後の諸階梯、とりわけ出発点であった資金借入の最後の後始末である償還、これらはまったく視野に入っていない。

以上を要するに、企業の投資活動は一般的にファイナンス需要を喚起するものであって、ファイナンス需要はある一定の特殊なタイプの投資にだけかかわるのではない。だとすると、『一般理論』後にケインズが提起したファイナンス論は、単に『一般理論』における投資理論をそのままにしておいてこれに一つの新しい要素を付け足すということ（追加的な第四の貨幣保有の動機としての「金融動機」）ではなく、その全面的な見直しの必要を含蓄すると言わなければならない。

3. ケインズのファイナンス論と貨幣的循環理論

本稿第二節では、ケインズが『一般理論』刊行後の1937年から1939年の約2年間に執筆した論文、ノート、書簡を参照して、この時期に彼が展開しようとしたファイナンス需要をめぐる理論の断片を、『一般理論』およびそれ以前の彼の貨幣経済理論との対比を意識しつつ極力内在的に検討しようとして試みた。これが本稿の主要な目的であるが、このような作業のきっかけとなったのはAugusto Grazianiが彼の貨幣的循環理論の展開とほぼ平行して行った独特な視角からの彼のケインズ研究である。本節では彼の研究と彼の影響下にな

された少数のケインズ研究を取り上げ、われわれが前節で見たところを元にして、若干の論点について簡単に批判的な紹介と検討をしてみたい。

内藤2000 (146、155ページ) も指摘するように、ケインズ没後から現在に至るまでの膨大なケインズ研究文献の中で、いわゆる「金融動機」をテーマとして扱ったものは内外を問わず極めて少ない (先の注3の例を参照)。少ないだけでなく、その多くがポスト・ケインジアンないしこれと多少とも親和性のある貨幣的循環理論の立場に立つ論者によっており、一定の限定された視角からなされたものである。後者を代表する位置にあると思われるのがGrazianiの研究である。すでに竹永2007-2009において詳細に見たように、Grazianiが一世代前のAlfred Schmittの理論とはかなりおもむきを異にする彼独自の貨幣的循環理論の基本枠組みを主として雑誌論文の形で提示したのは、1980年代初頭からの約10年間のことであった。本稿末尾に掲げた参考文献目録に挙げられているGrazianiのケインズの「金融動機」についての研究論文5点もほぼ同時期に発表されている。このことから彼のケインズ研究は彼の貨幣的循環理論の超琢の仕事と緊密に関連していたことがうかがわれる。また、参考文献目録に挙げられている文献のうちGrazianiとほぼ同時かやや遅れて彼の影響の下になされたと思われるケインズ研究は、Rousseas1986, Bailly1992, Rochon1997である (同様の研究は他にもあるが少数を挙げるにとどめた)。特に最後のRochonの研究は貨幣的循環理論の立場からの「金融動機」研究として参考になる。

これらの研究の本来の趣旨はケインズの経済理論のある局面から貨幣的循環理論にとつての有益な示唆を引き出そうとすることであろう。しかし、われわれ自身がケインズのテキストを吟味した結果をもとにこれらの研究を全体として見ると、ケインズから「示唆を引き出す」ことによって自らの積極的な理論の構築に役立てるというよりも、むしろこれとは反対方向に、ケインズを強引に (あるいは安易に) 貨幣的循環理論の「先駆者」に仕立て上げて、彼の関連諸テキストの中に彼ら自身の理論の諸要素を無理矢理に読み込もうとする姿勢の方が勝っているように思われる。20世紀を代表する大経済学者のひとりであるケインズが自らの先駆者であれば、自己の理論が学説史的にも正統化され権威付けられるということなのか。スミス、リカード、マルクスその他の学史的源泉への遡及がこのような目的をもってなされる例には事欠かない。もちろん、このように言ったからといって、これらのケインズ研究が単に牽強附会の無意味なものとしてだけ片付けうるといって

はない。ケインズのテキストには、彼らの独自の理論的立場をもってしてはじめて明らかにされえたのではないと思われる諸側面も存在する。以下、これらの研究に含まれる諸論点のうち前節での議論と関連するいくつかのものについて見てみる。

Grazianiの5本の関連論文のうち、最初のGraziani1984とGraziani1985の二論文の内容にはかなりの重複があり事実上両者あわせて一本の論文と見なしうる。この論文がGrazianiによるケインズの「金融動機」にかんする主論文と言ってよいであろう。残りの三論文には新しい論点の展開があまりないからである。これらの論文はGrazianiによる貨幣的循環理論の構築作業と密接に関連しており、論文中でGrazianiの理論に関連する独自の諸論点が続々と論じられているが、ここでは彼のケインズについての解釈や評価のみを取り上げることにする。またこれらの論文の執筆動機と狙いのひとつは1970年代までになされていた彼以前の「金融動機」についての研究の批判的吟味であるが、以下ではGrazianiによる他の論者との解釈上の争いには立ち入らない。

1. 最初の論文Graziani1984は彼が論文*Moneta senza crisi*によって貨幣的循環論者としてはじめて登場したのと同年に出ている。『一般理論』後におけるファイナンス論は、『一般理論』にすでに含まれていた理論の補完・延長ないし明確化²⁷ではなく、むしろそれからの離反であるというのが、この論文（だけでなく上に挙げた彼の全論文および他の貨幣的循環論者によって発表された諸論文）の基調をなす。そしてこの離反は主著である『一般理論』からの誤った逸脱としてではなく、反対にそこにおけるストックとしての貨幣による外生的貨幣供給論を克服するものとして、積極的に評価される。ケインズがファイナンスの分析を通して行ったのは、「経済過程を貨幣循環として完全に描くこと」、また、「貨幣の創造過程と貨幣の破壊過程を分析すること」（Graziani1984, p. 6）である。すなわちケインズはここで貨幣的循環理論に到達し、銀行による貨幣創造と企業への貸付（これをGrazianiは後に*initial finance*と命名する、cf. Graziani1987, p. 25）から始まり、企業から銀行への借入資金の償還²⁸と銀行に還流した貨幣の破壊をもって終わる過程の繰り返し（循

²⁷ 本稿前節でいくつかの点にわたって見たように、ケインズ自身はむしろこのように理解していたと思われる。

²⁸ 労働者が賃金財の購入つまり消費と債券の購入つまり投資という形で企業から受け取った賃金を支出することにより、企業は支払い貨幣を回収してこの償還を行えるようになる。これは*final finance*と命名される（cf. Graziani1987, p. 25.）。*initial finance*も*final finance*もケインズの用語ではないが、ケインズの*finance*からヒントを得て、循環過程の初期段階と最終段階における企業による異なった意味での資金調達を表現するためにGrazianiが作った用語である。

環)として、経済過程を描くことになった。1937年から1939年の時期の諸論文(とりわけ、Keynes1937eとKeynes1937g)でケインズが貨幣的循環理論の基本的枠組みを示したとする見解は、Graziani1984以降の彼の諸論文でも繰り返されているだけでなく、先に挙げた彼の影響下に書かれたと思われる他の循環論者たちによる論文でも反芻されている。Graziani 1991の最後の部分(pp.36-39)では、ケインズの上記二論文のそれぞれ該当する箇所からの文言の引用をもって、彼が貨幣循環過程の各局面をどのように明らかにしているかの例示が試みられている。

しかし本稿前節でのわれわれの考察に照らしてみると、このような評価は、あらかじめGraziani(たち)が抱懐していた理論的シェーマを、『一般理論』後のケインズの諸論文に強引に読み込んで後者を安易に前者に同化しようとするものと思われる。これらの論文においてケインズが主として注目したのは新規投資をともなう経済過程の初動局面であって、それ以降とりわけGrazianiのいうfinal financeとこれを元にした銀行への貨幣の償還と貨幣の消滅は、ケインズがほとんど視野に入れていなかったことである。ケインズの関連諸論文を読むと、企業のファイナンス需要に応じる資金の供給源としての銀行は貨幣を貸し付けるだけでその償還を請求することがない存在であるかのような、また、借入をする企業はその後の行動においてあたかも借入金の償還義務を視野に入れた制約を受けていないかのような、印象を受ける。また、貨幣的循環理論においては、銀行が貸し出した貨幣は一定期間(生産と流通を含む一循環期間)の後に銀行に還流してそこで貨幣として消滅するつまり購買力を失った単なる紙切れないし数字になり、新たにかかるものとして企業に貸し出され生産活動を始動させることによってはじめて新たに貨幣として生成する。貨幣はこのように絶えず繰り返し循環過程を経巡るフローとして捉えられるが、ケインズには生成と消滅を繰り返すものとしての貨幣という捉え方は極めて希薄であったと思われる。上述のように貸出貨幣の償還が銀行の立場からも企業の立場からも視野に入らなかったのはこのためでもあろう。『一般理論』のストックとしての貨幣観はその後もケインズの思考を強く捉えていたように思われる。「[ファイナンス]の必要による現金需要はファイナンスが支出されるやいなや自動的に充足される。[・・・]しかしながら、流通期間が完了したとき、新しい活動が現れて古い活動に取って代わるのでない限り、銀行は以前の現金量を同一の利子率で貸し越しのままとしておくことはできない。」(Keynes1938b,

p.230-231) この引用文は、銀行から企業に貸し付けられた貨幣がその後どういう経路を辿るのかについてのロバートソンの質問 (cf. Robertson1938b, p. 315-316) に対する回答の一部であるが、ここでケインズがはっきりと言明しているように、最初に銀行から貸し付けられた貨幣額によって賄われるのと同じ（ないしそれ以上の）規模の活動が継続される限り、銀行から出た貨幣は銀行に償還（回収）されて消滅することはなく、企業から企業へと経済過程の中を転々と動き続け貨幣として機能し続けるのである。したがって、貨幣は銀行をその一要素として含む一定の経路 (circuit) を循環しない。

2. 以上は、Grazianiその他の研究がケインズの関連諸論文に貨幣的循環理論の基本的枠組みを見出してこれを（誤って）積極的に評価しようとする点のうち、もっとも重要なものである。反対に彼らの「金融動機」についての研究に含まれるケインズに対するもっとも重要な批判点は、本稿前節の項目c. で検討したケインズの言う回転基金 (revolving fund) に関連するものである。ケインズの回転基金に対する批判がGrazianiにとって重要であり彼がこの批判を強調するのは、ケインズの主張がGrazianiの構想する理論における貨幣循環のあり方と重大な点で抵触することになるからである。

彼は大略次のようにケインズを批判する。企業は最初に銀行から借り入れた貨幣をもって商品を生産しこれを販売して売上金を取得する。もし企業が次回の生産も同じ規模で行うとすれば、この売上金をそのための資金として充当することができる。生産規模が一定のままであるかぎり、このようにして最初に銀行から提供された貨幣が何度でも生産活動のために必要十分な資金として役立てられる。ケインズはこれを回転基金とよび、回転基金によって生産活動が進められる限り、もはや銀行からの新たな借入は不必要となり、銀行は企業の活動に対して演じるべく役割をもたなくなるとする。しかしケインズがこのような主張をするとき、彼は、「企業が受け取った流動性は銀行に償還されなければならない」(Graziani1985, p. 167) ということを忘れている。したがって、たとえ生産のレベルが一定のままにたもたれるとしても、「銀行の側から新たなファイナンスを受けなければならない」のであり、「定常的な状態においてはファイナンスの必要がなくなるとは決して言えない。」(ibid.) 要するに、「この回転基金の存在は、企業が銀行システムからの依存を脱却することを意味しない。[...]回転基金が一定のレベルを維持するためには、売り上げが貨幣支出をカバーするだけでは十分ではない。銀行がファイナンスの更新を決定

することも同様に必要である。」(ibid.)

Grazianiがこのような形でケインズの言う回転基金を批判する理由として、これが彼の貨幣循環論のシェーマにおける銀行の基本的な役割の否定につながること、ケインズ自身が企業のファイナンス需要に対応して供給される現金の供給源への還流にほとんど注意を向けていないこと、そして何よりも、ファイナンスされた資金がそれからどのように回転して行くのかについてきわめて曖昧なままにされていたこと、が考えられる。上のGrazianiの批判は、ファイナンスされた貨幣が最初にこれを受けた企業の内部で繰り返し回転していくという理解に立っている。ケインズのテキストの曖昧さを考えるとこのような解釈も不可能ではないであろう。しかし、先に言及したロバートソンの質問 (cf. Robertson 1938b, p. 315-316) に対するケインズの回答によれば、最初に銀行から出たファイナンス資金は借入企業がそれを支出することによって、企業から企業へと回転していくと、ケインズ本人は考えていた (もちろんこれで納得のいく説明となっているわけではないが) とするのが妥当であろう。Grazianiの回転基金についての議論は、銀行からの企業への貨幣の貸付とその回収の繰り返しにおいて銀行が過程の一切の始点であり終点であるとする彼の理論の立場と、肯定的であれ否定的であれ接点を持ちうるような形でケインズを解釈し、この解釈に基づいて一定の評価を加えようとするものである。しかしこの解釈自体の妥当性は低いと思われる。また、こうした解釈でもってケインズの曖昧模糊とした議論を一義的に受け止め断定的な評価が下されている。

3. 『一般理論』では貨幣は一定の与えられた大きさのストックとして捉えられこれが金融市場を通じて企業の投資資金として供給 (貸付、投資) される。流動性選好に基づく利子率はこのような関係において成り立つと考えられる。ケインズはこうして成立する利子率が投資を一般的に不完全雇用均衡のレベルに押しとどめる主要因のひとつとした。このような貨幣供給のあり方は「外生的」と形容される (福田川1983、美濃口1986を参照)。そして、『一般理論』が外生的貨幣供給論にしたがっていることは広く認められていると言ってよいであろう。Grazianiその他の論者もこの点を前提とした上で、『一般理論』後の諸論文ではケインズが内生的貨幣供給論に転換したと主張する。この点におけるケインズの『一般理論』からの乖離もまた、むしろ肯定的に評価される。これらの研究が現れた1980年代の頃、ポスト・ケインズ派経済学者のあいだで「内生的貨幣供給論」が大きくクロー

ズアップされていたことも、Grazianiたちのこうした研究関心の背景をなしているのかもしれない。

Grazianiは貨幣供給論におけるケインズの転換について次のように言う。「ケインズは金融動機の分析によって、与えられた量の貨幣という仮定を棄却して貨幣供給をモデルにおける内生変数とみなすことができたが、それはまさにこの分析が流動性の創造と破壊を含意するものであったからである。」(Graziani1984, p. 11) ケインズは、1937年から1939年の諸論文で貨幣の需要については詳しく論じている。彼は、『一般理論』で示された三つの動機に基づく貨幣需要にその新たな一種としてのファイナンス需要を付加して総貨幣需要とし、これに基づく総流動性選好 (*total liquidity preference*, Keynes1937f, p. 224. 強調は原文) を新たな利子率決定の原理としている。しかしこれに対する貨幣の供給が銀行からどのようなにされるのか、とりわけ、内生的貨幣供給の核心である需要に応じた *accommodative* な供給がありうるのかどうかについて、彼は曖昧なままにしているように思われる。ケインズは関連諸論文の中で頻繁に銀行に言及しているが、しかし、貨幣供給のあり方を含めて銀行の行動についての分析は極めて貧弱である。次に引く少数の例を見れば、上の引用文におけるGrazianiの主張は、ケインズがはっきり言っていないことをはっきり言ったかのように言うやや無理な解釈であることが理解されるであろう。その上、本稿前節の項目b. で確認したように、ケインズはファイナンスの源泉を銀行に一元化してはならず、銀行と並んで *new issue market* もファイナンス需要に対応する貨幣供給源としている。しかも、この両者のあいだにどのような共通性と相違点がありそれぞれがどれだけの比重を占めるのか、まったく不明のままである。

銀行は、一方では、企業が投資のために必要とするファイナンスを供給することもしないことも裁量的に選択することができ、こうして企業による投資をコントロールする立場にあるとされる。ファイナンス需要に対応して銀行が *accommodative* に振る舞えるのは、このような銀行行動の枠組みにおいてである。銀行がこのようなものであるとすれば、その貸出利子率も、家計や企業と同位の存在としての銀行自身の経済的利害（「銀行の流動性選好」）によって規定されるのではなく、その政策目標に従属するであろう。「銀行システムは利子率にあまりこだわることなく貨幣の量的規制をめざすかもしれない。」(Keynes 1937g, p. 222) 銀行にこのような行動が可能なとき、それは企業の投資活動を意図的に左

右する力をもつことになる。「銀行システムがファイナンスを利用可能なものとしてを選択し、新規発行によって予定されている投資が現実には生じるならば、妥当なレベルの所得が生み出されるであろう。その所得から必然的に、新規投資の手当てをするのにちょうど十分な額の貯蓄が残るであろう。実際、ファイナンスの管理は、投資率を制御するための強大なしかし時として危険な方法である（ただし、刺激としてよりも抑制として使用される時の方がはるかにより強大であるが）。だがこれは、貨幣すなわち流動性に対する管理をとおして銀行の力を表現するもうひとつの仕方であるにすぎない。」(Keynes 1937e, p. 210-211) ここでは、投資→所得→貯蓄という『一般理論』で提起された（乗数過程を含む）因果連鎖の前段階に銀行からのファイナンスが位置づけられ、これがそれ以降の全過程を統御する。この場合銀行は経済過程の拡大・縮小に大きな役割を果たすことになる。しかも、銀行がより大きな力を発揮しようとするのは、投資の拡大を促進しようとする場合よりも、むしろこれを抑制しようとするときであるとされる。銀行が投資の拡大を促進するにあたって限られた力しか発揮できないのは、貸付が投資のためのファイナンス需要を前提とし借入需要があってこそ貸付がありうるのに、銀行が自らの政策意思をもって企業からのファイナンス需要を作り出すことはできないからである。これに対して、銀行の意向とは独立に現れる企業からの借入需要にどれだけ対応するか、したがって、この需要の範囲の中で企業の投資をどこまで可能にするかに関しては、銀行の貸付政策は決定的とも言える影響力を発揮するであろう。このように、ケインズは確かに、経済過程のコントロールにおける銀行の力の非対称性を含む現代のポスト・ケインズ派の内生的貨幣供給論につながる主張を行っている。この場合銀行からの貨幣供給に対して流動性選好が作用する余地はない。

だが他方では、前節の項目 e. で示したように、ケインズは『一般理論』後の1937年から1939年の諸論文においても依然として流動性選好を利子率決定の基本原則とする立場を保持している。このことは、これらの論文執筆の動機となった論争の経緯（流動性選好利子論に対する攻撃とその擁護）を考えればむしろ当然と言うべきであろう。問題は、貨幣を貸し付けて利子を取得する主体としての銀行の存在と役割にほとんど目配りがされていなかった『一般理論』で提起された流動性選好利子論が、銀行からの貨幣貸付に課される利子率にまで適用されることである。「利子率は、公衆がいくらかの流動性を入手しよう

欲する際の条件と銀行システムがいくらかの流動性を手放そうとする際の条件との相互作用によって決定されると見なしうるのではないか、とハーバート・バブ博士は私に示唆した。これは、利子率の流動性理論の素晴らしい表現方法である、と私は思う。」(Keynes1937 g, p. 219. 前出) ここでケインズが述べているのは、明らかに、銀行の貸出利子率が「銀行の流動性選好」によって規定されるということである。この場合、銀行は、企業からのファイナンス需要の増減に対して一定の政策意図をもって複数の可能性の中から対応を選択するのではなく、その貸出利子率をファイナンス需要の増減に応じていわば自動的に変化させて、投資規模の変化を抑えるように行動することになる。「公衆と銀行の流動性選好に変化がなければ、現在の*ex ante* 産出によって必要とされるファイナンスが現在の*ex post* 産出によって解放されるファイナンスを超過すると [要するに、前期から今期にかけてファイナンス需要が増加すると]、利子率が上昇するであろうし、減少すれば低下するであろう。」(ibid., p. 220) 銀行の行動がこのように流動性選好に制約されるとすると、銀行は家計や企業と同位の経済主体として自己利益(利子所得)を追求する存在となり、先の場合のような投資規模の変化をコントロールする大きな力を持つことはなくなる。「*ex ante* 投資にかかわる利子率は、投資決定によって必要とされるファイナンスが手配されなければならない時点における、そのときの貨幣ストックとそのときの流動性選好の状態によって規定される利子率である。」(ibid., p. 218. 強調は原文) 内生的貨幣供給論において利子率が外生的であるとされるのとは異なって、この場合には銀行が独自の判断をもって利子率を上下変動させることはない。

以上に見たように、『一般理論』後の諸論文における利子率決定と貨幣供給(いずれも銀行に関連する)について、ケインズは明確な立場を確定するにいたっていなかったのであり、Grazianiたちの一連の研究に多少とも共通に見られる解釈は彼ら自身の積極的主張にケインズのテキストを引きつけすぎたことから生じたのではないか。彼のテキストに上に見たような曖昧さが残ったのは、ケインズがファイナンスの源泉のひとつとする銀行がどのような性格を持つのか(ストックとしてすでに存在する貨幣を集中してそれを貸し付ける仲介者なのか、自ら新たに貨幣を創造する主体なのか)、また、銀行が貸し付ける貨幣がどのような性格のものなのか(貴金属実体と何らかの形でリンクされた兌換紙幣なのか、このようなリンクを一切断たれた管理通貨なのか)、についてまったく明らかにしていな

いことにその根本的な原因があると思われる。

4. 貨幣は、所得として取得されないかぎり、一切の貨幣を最初に貸し付けた銀行に対する債務として一定期間内に償還されなければならない。1980年代に展開されたGrazianiの貨幣循環モデルではこの点がきわめて重要視されており（詳細は、竹永2007-2009の（二）、『経済論集』（大東文化大学）第90号2008年、を参照）、彼のケインズのファイナンス論についての研究でもこの点はひとつの重要な論点をなしている。利子率が一定とすれば、企業が借り入れた貨幣に対して銀行に支払わなければならない利子額は、借入金額と借入期間の積に比例する。企業にとって利子は生産のためのコストであり、企業はこれを最小限に抑えようとする。このために、企業は借入金額の必要最小限への抑制とともに、借入期間の短縮にも努めなければならない。Grazianiの貨幣循環モデルにおいてはこの期間の短縮は極限つまりゼロにまで推し進められ、銀行も企業も貨幣残高を保有することはないと見なされる。「流動性は、銀行が企業に信用を供与するまさにその瞬間に創造され、貨幣が銀行に払い戻されるときに破壊されるのであるから、定義により、貨幣残高が銀行によって保有されることはありえない。また、企業は、支払いをしなければならない瞬間にはじめて債務を負い、貨幣が市場を通して企業に還流してくるやいなやその債務を支払うのだから、企業が貨幣残高を保有するということが不可能である²⁹。」(Graziani1984, p. 10-11) このような視点から彼はケインズの貨幣保有論を次のように批判する。「ケインズに

²⁹ この引用文では、Grazianiは銀行と企業は貨幣残高を一切保有することがないと言っているように見えるが、これは銀行と企業の二つのセクターがその活動の結果として取得する収益（利子と利潤）がここでは無視されているからである。ここでは、両セクター間を往復する等額の貨幣の動き（貸付と回収、借入と償還）だけが注目されている。所得の形態としての利子や利潤は、それを取得した経済主体の所有物としてその自由な処分にゆだねられ、これを一定期間保有しておいても（有利な「運用」による利益獲得機会の逸失を考えなければ）コストが発生することはなく、したがって、この部類に属する貨幣の流通速度はさまざまな有限の値を取りうる。しかし、Grazianiの貨幣循環モデルにおいては、このような振る舞いをする貨幣としては労働者の得る所得である賃金が考えられているだけで、その他の所得形態は捨象されている。それゆえこのモデルでは貨幣の無限定な滞留は所得として賃金を稼得する家計セクターにしかあり得ないとされる。しかし、ケインズの『一般理論』における三つの動機に基づく貨幣保有は、家計セクターに固有の現象ではなく企業セクターにおいてもあり得るものである。ケインズが『一般理論』で、企業の内部にさまざまな動機に基づいて貨幣が保有されると言うとき、この貨幣は、彼の議論の文脈からすれば、企業が外部から借り入れている貨幣ではなく、企業が取得した所得が企業内に留保されたものと考えられる。Grazianiは、企業が取引（営業）動機に基づいて貨幣を保有するとするケインズの主張に対しても、企業の「不合理な」行動を想定するものとして批判しているが、両者のあいだには保有される貨幣の性格についての理解にずれがあると思われる。ただし、ケインズにしても企業が保有する貨幣の性格について必ずしも明確にしているわけではない。

においては、資金準備としての流動性の存在は、企業が資金供給を得た時点とそれを支出することになる時点とのあいだに一定の時間的間隔が存在する、その間企業は受け入れた流動性をまったく使用することなく保有しておく、という考えと結びついている。資金準備のこのような定義は当惑を引き起こさずにはいない。[・・・]ケインズのいう資金準備が具体的に存在するためには、企業の不合理な行動を仮定することが必要であると思われる。」(Graziani1985, p. 164-165)

ケインズは、企業のファイナンス需要が発生するのは新規の投資が計画されてから実行されるまでのあいだの、彼が「空白期間 (interregnum)」と呼ぶ時間幅においてであると考える。この場合、投資のための支出(労働者への賃金支払い、原材料の買入れ、等々)がなされる時になってはじめて外部からの現金借入が行われるのではなく、現金借入は支出に時間的に先行し、借入現金は借入から支出までの間は企業内に留めおかれる。ケインズは確かにこのように考えていたと思われる。企業が借入れたまま保有する貨幣は、たとえ短い期間であってもその間何らの収益を生むこともなく支払い利子を発生させるだけである。それなのになぜ企業は無益に借入貨幣を一定期間保有しておくというような「不合理な」行動を取るのか。Grazianiがこのようにケインズに疑問を突きつけるとき、その背後には完璧な貸越経済 (overdraft economy) が想定されていた。しかしケインズは貸越制度の下で貨幣保有の動機が変化を被りうることは認識していたにもかかわらず、現実主義者であった彼にとっては、Grazianiの完璧な貸越経済 (あるいはヴィクセルの純粹信用経済) のような抽象的なモデル設定に立脚した議論は縁遠いものであったと思われる。

純粹な貸越制度が存在していれば、企業は銀行に開設している当座勘定からその残高を超過する支払いを行うことができる。これは、企業に外部からの資金借入の必要が発生すると即座に自動的に借入をすることができる (もちろん、借入限度額と借入期間には制限があるであろうし、当該口座の残高のマイナスが解消されるまでの借入期間については事前に約定された率で利子が課される)、ということに等しい。この場合、企業は新規投資を計画した時点で実際の投資支出に先立って資金調達 (銀行からの借入) をしておいて、支出が必要になる時点までその貨幣を利子付きで保有しておく必要はない。しかしこのような純粹な貸越制度は一般的には存在せず、投資資金の借入には通常は時間と手間と経費を要するであろう。企業がどれだけの額の投資資金をどれだけの期間保有しておこうとす

るかは、借入にかかわるこれらの条件いかに依存する。ケインズはとりわけ貨幣保有の取引動機（これは所得動機と営業動機に二分される）について、こうした借入条件がその強さを左右しうることを認めて次のように述べている。「これら三種類すべての動機〔上記二種類プラス予備的動機〕の強さは部分的には、現金が必要となったときに、なんらかの一時的な借入形式、とくに当座貸越やそれと同等な方法によって現金を獲得する方策がどの程度安価で信頼できるかに依存するであろう。なぜなら、もし現金が実際に必要になったときに困難なく現金を獲得できるならば、時間的間隔に橋渡しするために無駄な現金を保有する必要はないからである。またこれらの動機の強さは、現金保有の相対的費用と呼びうるものにも依存するであろう。もし現金を保有するために有利な資産の購入を断念することが必要であれば、その費用は高くなり、したがって一定額の現金を保有しようとする動機は弱められる。もし現金保有によって預金利子が得られるとか、あるいは銀行の要求する手数料が除かれるという場合には、費用は低下し、動機は強められる。しかし、このことは現金保有の費用の大きな変化が問題となる場合のほかは、おそらく些細な要因であろう。」(Keynes 1936, p. 196) このようにケインズは現金保有の動機の強さが変化しうることは認識していたが、その変化の幅は一般的には大きくないとしている。したがってこの引用文における説明には正確を期すための但し書き以上の意味はない。Grazianiの批判はこの動機の強さがゼロになった場合の想定に基づくものであるが、このような想定はごく特殊なケースにしか妥当せず一般性を持ちえないと思われる。だとすれば、ケインズの貨幣保有論は企業の（またその延長としての、家計の）不合理な経済行動を想定するものだというGrazianiの主張は当たらないのではないか。

なお、ケインズは1937年12月に発表した論文の最後に置かれた余論（*obiter dictum*, cf. Keynes 1937g, p. 223）においても、当時のイギリスの銀行がルーズな形での当座貸越を実施していたとして、企業は投資を計画する段階で直ちに資金の調達を行ってあらかじめ実際の投資に備えておく必要がなくなっている、と述べている（この箇所ほどには注目されないが、当座貸越にともなう同様の事態については同年6月の論文でも簡単に言及されている。cf. Keynes 1937e, p. 208）。研究史上この最後のパラグラフは、ケインズ自らが「金融動機」の意義を引き下げた（ないし打ち消した）ものと受け取られることもあったが、このパラグラフの内容は上の『一般理論』からの引用文と関連づけて捉えられなければな

らないであろう。

参考文献目録

一次文献

- Keynes (1930a), John Maynard, The treatise on money, the pure theory of money, in *The collected writings of John Maynard Keynes*, Vol.V, Macmillan, 1971.
- Keynes (1930b), The great slump of 1930, Essays in persuasion, in *The collected writings of John Maynard Keynes*, Vol.IX, Macmillan, 1972.
- Keynes (1933), The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy, in *The collected writings of John Maynard Keynes*, Vol.XXIX, Macmillan, 1979.
- Keynes (1936), John Maynard, The General theory of employment, interest and money, in *The collected writings of John Maynard Keynes*, Vol.VII, Macmillan, 1973. (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、1983年) [引用にあたっては原文のページ数のみを記す]
- Keynes (1937a), The theory of the rate of interest, (originally published in *The lessons of monetary experience: essays in honour of Irving Fisher*, 1937), in *The collected writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIV, Macmillan, 1973.
- Keynes (1937b), Letter to B. Ohlin, 27 January 1937, in *Ditto*.
- Keynes (1937c), Ex post and ex ante, 1937, in *Ditto*.
- Keynes (1937d), Letter to B. Ohlin, 29 April 1937, in *Ditto*.
- Keynes (1937e), Alternative theories of the rate of interest, *The Economic Journal*, June 1937, in *Ditto*.
- Keynes (1937f), D.H.R., *The Economic Journal*, Sept. 1937, in *Ditto*.
- Keynes (1937g), The 'ex ante' theory of the rate of interest, *The Economic Journal*, Dec. 1937, in *Ditto*.
- Keynes (1938a), Letter to D. H. Robertson, 22 May 1938, in *Ditto*, Vol. XXIX, Macmillan, 1979.
- Keynes (1938b), Mr Keynes 'finance', *The Economic Journal*, June 1938, in *Ditto*, Vol. XIV, Macmillan, 1973.
- Keynes (1939), The process of capital formation, *The Economic Journal*, Sept. 1939, in *Ditto*.
- Ohlin (1937a), Bertil, Some notes on the Stockholm theory of savings and investment I, *The Economic Journal*, March 1937.
- Ohlin (1937b), Some notes on the Stockholm theory of savings and investment II, *The Economic Journal*, June 1937.
- Ohlin (1937c), Robertson, Hawtrey, Alternative theories of the rate of interest, Three rejoinders, *The Economic Journal*, Sept. 1937.
- Robertson (1936), Dennis Holm, Some notes on Mr. Keynes' General theory of employment, *Quarterly Journal of Economics*, 51, 1936.
- Robertson (1937), Letter to J. M. Keynes, 31 Dec. 1937, in *The collected writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXIX, Macmillan, 1979.
- Robertson (1938a), Letter to J. M. Keynes, 5 May 1938, in *Ditto*.
- Robertson (1938b), Mr. Keynes and "finance", *The Economic Journal*, June 1938.
- Robertson (1938c), Mr. Keynes and "finance", *The Economic Journal*, Sept. 1938.

日本語二次文献

- 有井 治、「ケインズの『金融』動機と回転資金について」、『成城大学経済研究』(12)、1960年
- 竹永 進、「貨幣的循環理論の構造と問題再論——Augusto Grazianiを起点とする80年代以降の展開——」
(一)~(五)『経済論集』(大東文化大学)第89号~第93号、2007年~2009年

- 内藤敦之、「ケインズの金融的動機——ポストケインジアン解釈を巡って——」、『経済学史学会年報』第38号、2000年（同著『内生的貨幣供給理論の再構築』、日本経済評論社、2011年、収録、第5章）
- 鍋島直樹、「ポスト・ケインズ派経済学の史的展開——ケインズとカレツキの統合に向かって」、『経済科学』（名古屋大学）、第52巻第4号、2005年
- 同、「ポスト・ケインズ派貨幣経済論の回顧と展望」『季刊経済理論』（経済理論学会）、第46巻第4号、2010年
- 服部容教、「「ファイナンス」動機とケインズの貨幣理論」、『経済学雑誌』（大阪市立大学）第88巻5・6号、1988年
- 平井俊顕、『ケインズの理論 複合的視座からの研究』東京大学出版会、2003年
- 福田川洋二、「ケインズ貨幣供給論の検討——内生・外生問題を中心として——」、『経済学論纂』（中央大学）第24巻第6号、1983年
- 美濃口武雄、「ケインズの内生的貨幣供給論——内生説と外生説——」、『一橋論叢』第96巻第5号、1986年
- 渡辺 弘、「金融動機、投資と貯蓄」、『経済学論叢』（同志社大学）41(3)、1990年（同著『経済成長と金融動機・利子・利潤』晃洋書房、2001年、収録、第3章）
- 渡辺良夫、『内生的貨幣供給理論——ポスト・ケインズ派アプローチ』、多賀出版、1998年

外国語二次文献

- Asimakopulos, Athanasios, The role of finance in Keynes's General Theory, *Economic Notes*, 1985.
- Bailly, J.-L., Nouvelle considération sur le motif de «finance» de John Maynard Keynes, *Economie Appliquée*, tome XLV, 1992.
- Backhaus, Roger E. (ed. & introduction), *Keynes: contemporary responses to the General theory*, St Augustine Pr., 1999.
- Davidson, Paul, *Money and the real world*, second edition, 1978, Macmillan.
- De Carvalho, Fernand J. Cardim, Paul Davidson's rediscovery of Keynes's finance motive and the liquidity preference versus loanable funds debate, in Philip Arestis (ed.), *Keynes, Money and the Open Economy, Essays in Honour of Paul Davidson: Volume One*, Edward Elgar, 1996.
- Do., Sorting out the issues: two debates (1936/37; 1983-1986) on Keynes's finance motive revisited, *Revista Brasileira de Economia*, v. 50, iss. 3, 1996.
- Gesaroni, Giovanni, The finance motive, the Keynesian theory of the rate of interest and the investment multiplier, *European Journal of the History of Economic Thought*, 8, 1, 2001.
- Graziani (1984), Augusto, The debate on Keynes' finance motive, *Economic Notes*, by Monte dei Paschi di Siena, 1984.
- Graziani (1985), Le débat sur le «motif de financement» de J. M. Keynes, *Economie Appliquée*, tome XXXVIII, 1985.
- Graziani (1987), Keynes' finance motive, *Economies et Sociétés*, No. 9, 1987.
- Graziani (1988), Le financement de l'économie dans la pensée de J. M. Keynes, *Cahiers d'économie politique*, No. 14-15, 1988.
- Graziani (1991), La théorie keynésienne de la monnaie et le financement de l'économie, *Economie Appliquée*, tome XLIV, 1991.
- Hagemann, Harald et al., Nicholas Johanssen and Keynes's "finance motive", *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 146, 1990.
- Harcourt, G., Riach, P. (eds.), *The General theory: volume 1 (second edition of the General theory)*, Routledge, 1997
（ハーコート、リーアック編『一般理論—第二版 もしケインズが今日生きていたら』小山庄三訳、多賀出版、2006年）。
- Jörg Bibow, Some reflections on Keynes's 'finance motive' for the demand for money, *Cambridge Journal of*

Economics, 19, 1995.

McGregor, Peter G., Keynes on ex-ante saving and the rate of interest, *History of Political Economy*, 20, 1988.

Natke, Paul A., Keynes's finance motive and firm behavior: empirical evidence, *Journal of Post Keynesian Economics*; vol. 20, no. 2, Winter 1997-1998.

Rochon, Louis-Philippe, Keynes's finance motive: a re-assessment. Credit, liquidity preference and the rate of interest, *Review of Political Economy*, vol. 9, no. 3, 1997.

Rousseas, Stephen, The finance motive, Keynes, and post Keynesians, *Economies et sociétés*, vol. 20, iss. 8-9, 1986.

Smith, Peter, A reconsideration of Keynes' finance motive, *The Economic Record*, 1979.

Wray, L. Randall, Keynes's approach to money: an assessment after seventy years, *Atlantic Economic Journal*, 34, 2000.