

D.H. ロバートソンの利子論

伊 藤 宣 広

D.H. Robertson and the Rate of Interest

Ito Nobuhiro

1 はじめに¹

1930年代の利子論をめぐる論争において、D.H. ロバートソンがケインズの流動性選好説に対抗して伝統的な貸付資金説を擁護したことはよく知られているが、ロバートソン固有の立場についてはそれほど明らかではない。

その理由の一つとして、利子論はロバートソン自身の理論的問題意識の内在的な展開に沿って生み出されてきたものではなく、ケインズとの論争²という、いわば外的要因に対する反応として彼の見解が表明されてきたという事情が挙げられる。したがって、貸付資金説が1920年代までのロバートソンの主要著作の中で能動的に、体系的な形をとって述べられたことはほとんどなく³、1930年代以降の各種論説に散りばめられた断片をみても、ロバートソン独特の、レトリックを多用した晦渋極まる表現とも相俟って、その輪郭は掴みづらいものとなっている。

利子論をめぐる論点は多岐にわたるが、とりわけ本質的なものは以下の二点に集約される。

第一に、いわゆる「ケインズ革命」の目玉の一つとされた流動性選好説が、本当に新しい理論であるのか否か、換言すれば、それは伝統的な貸付資金説と本質的に異なるものであるのか否か。これに関して両者は正反対の判断を下している。ケインズによれば利子は貨幣的現象であるが、ロバートソンはそれを実物的現象であり、そしてその背後にあるものは生産性と節儉であるとする。この論点は、ケインズが後者の枠組みを脱却することに成功したか否か、と言い換えることもできる⁴。

1 本稿は、平成22年度高崎経済大学特別研究助成金の交付を受けて行われた研究の成果の一部である。

2 もちろん、貸付資金説と流動性選好説の関係をめぐっては当時から夥しい数の論争があり、これがケインズとロバートソン二人だけの問題でも、またケンブリッジ内部だけの問題でもなかったことは事実である。例えばオリーソン、ヒックス、ラーナーといった、ケンブリッジと直接関係しない論者達もこの問題をめぐって活発な議論を繰り広げている。しかし、『一般理論』出版後のこれらの論争を包括的に扱うにはそれだけで一冊の研究書を要するほど膨大な議論が必要となるため、本稿では必要な範囲での言及にとどめる。なお、この論争を扱った文献として、Lutz [1938]、Haberler [1943 (1937)]、Klein [1947]、Presley [1979]、千種 [1998]などを参照。

3 プレスリーは、「貸付資金の供給は初期のロバートソンの著作を通じて論じられたものの、需要サイドに関しては利子率論争をめぐる1936年以降の論争まで述べられることはなかった」と指摘している (Presley [1979] p.142)。

4 これはマーシャル利子論に対する二人の対照的な評価に顕著に表れているが、マーシャル利子論に対するロバートソンとケインズとの解釈の相違およびずれの違いについては、伊藤 [2007] 第7章を参照。

第二に、ケインズ理論の静学的性質をめぐる議論がある。ケインズは、動学的な期間分析を進展させたロバートソンと袂を分かち、『一般理論』において、あえて比較静学に「退化」する道を選んだ。そこには、動学という方向を捨ててでもとるべき重要な何かがあるという判断があったことは言うまでも無いが、その是非をめぐる二人は対立した。

伝統的利子論の擁護者であるロバートソンは、一方においてケインズの流動性選好説の斬新さを否定し、それが従来の学説と本質において同じであると主張しながら、他方、その流動性選好説に対して厳しい批判を加えた。こうした錯綜した状況は、先行研究において必ずしも明らかにされていない。本稿では、これらの論点の検討を通じて、1930年代以降展開された利子論をめぐるロバートソンの理論的立場、およびその独自性を明らかにすることを課題とする。

II 貸付資金説と流動性選好説

貸付資金説とは、端的に言えば投資・貯蓄による利子率決定理論であるが、時代とともに洗練が加えられており、様々なバリエーションが存在する。

(1) ラーナーの貸付資金説

1930年代の利子論をめぐる論争では、流動性選好説と貸付資金説が本質的に同じものであるのか否か、流動性選好理論が理論上の革新を含むものであるか否かが議論の焦点となったが、論点を明確にするために、まず当時の貸付資金説の定式化の代表例として、Lerner [1938] による信用需給説の定式化をごく簡潔にとりあげる。

ラーナーは、貸付資金説という「古典派的」段階から流動性選好説という「近代的」段階に至るには、二つのステップが必要であるという。第一の段階は、保蔵 (hoarding)、負の保蔵 (disharding)、および貨幣量の変化が利子率に影響するという点を認識することであり、第二の段階は、貯蓄と投資はつねに等しいという点を認識することである。

第一の点に関して、保蔵とは貯蓄と投資の差額である。したがって貸付と借入を均衡させる利子率のもとでは、貯蓄＝投資＋保蔵となる。一方、貨幣量の増加は負の保蔵と同じ効果をもつ。

この点を踏まえると、利子率とは信用の供給 (貯蓄＋貨幣量の増加) と信用の需要 (投資＋保蔵) を均衡させる価格であるといえる。投資を I 、保蔵を L ⁵、貯蓄を S 、貨幣量の純増を M ⁶ とし、縦軸に利子率、横軸に貯蓄・投資をとると、利子率は右上がりの $S+M$ 曲線と右下がりの $I+L$ 曲線の交点 P_1 で決まる。この点においては、投資と貯蓄は等しくならない⁷ (図1)。

5 保蔵 L が右下がりの曲線で表されている理由は、利子率が高くなればなるほど、その利子率で貨幣を貸付ける代わりに保蔵することによる喪失利益がより大きくなるためである。

6 ラーナーはグラフで M という記号を用いているが、これは厳密に言えば、ある一期間におけるフローの貨幣の増加量であり、貨幣量を M とすると ΔM で表現されるものである。また便宜上、それは利子率とは独立であると仮定されている。

7 利子率が D の水準では、貯蓄が投資を $GH=EF$ だけ上回っている。

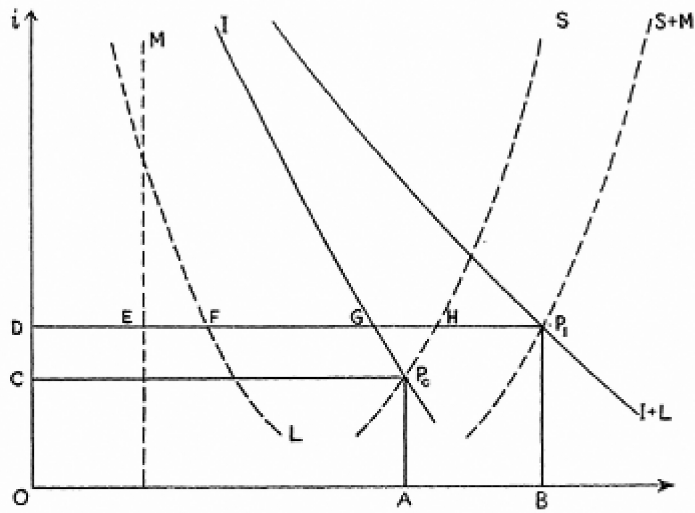


図 1

出典：Lerner [1938] p.214

図 1 はかなりの理論的混乱を含んでいるが、ここから貯蓄と投資は等しくなければならないという第二の段階が始まる。S 曲線と I 曲線が完全に一致する SI 曲線をとると、ここでも同様に信用の供給 $S+M$ と信用の需要 $I+L$ によって均衡点 P_2 が得られる (図 2)。

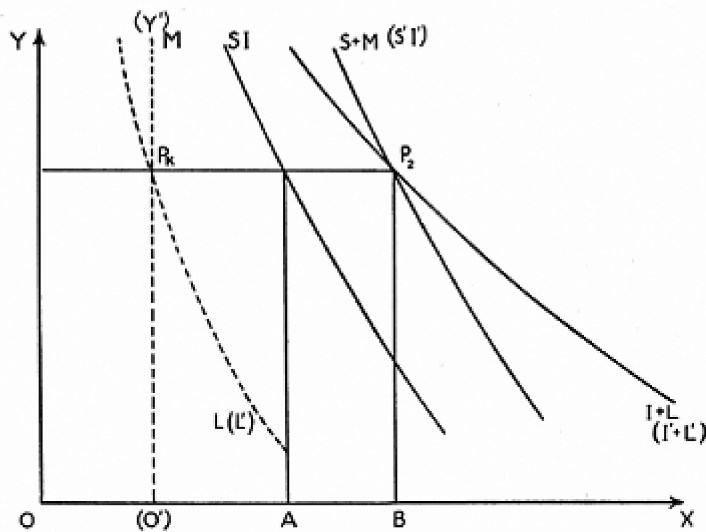


図 2

出典：Lerner [1938] p.216

保蔵 L は貯蓄 S の貸付 l に対する超過と、借入 b の投資 I に対する超過の合計であり、 $S = Y - C$ の関係から、

$$\begin{aligned}
 L &= (S - I) + (b - I) \\
 &= (Y - C - I) + (b - I) \\
 &= (Y + b) - (C + I + I)
 \end{aligned}$$

となる。Y + bは貨幣受取総量であり、C + I + Iは貨幣支出総量である。保蔵Lとは前者の後者に対する超過、すなわち保有貨幣量の増加分である。投資、貯蓄、および保蔵は、何らかの不均衡がある場合にのみ発生する⁸。

投資と貯蓄の水準を表すIとSが利子率の水準によって定まるのに対して、「保蔵」は利子率の変化によって定まる。この点において、「保蔵」はIやSの変化——これも利子率の変化に依存する——により良く似ている。これはごく自然なことである。何故なら、「保蔵」とは……保有貨幣量の変化に他ならないからである (Lerner [1938] pp.218-219)。

ラーナーは、信用需給説は投資・貯蓄のみならず、貨幣の需要と供給をも均等化させる利子率であり、貸付資金説と流動性選好説は事実上、同じことを述べているという⁹。この主張は、その限りでは正しいが、ここで描かれている貯蓄曲線は、暗黙のうちに所得水準一定を想定している点で、ケインズ批判としては不十分である。

(2) ロバートソンの貸付資金説

次に、ロバートソン自身の貸付資金説を検討する。

ロバートソンは、「利子率とは、投資資金の使用についての価格であり、それは他の価格と同様に、需要と供給の相互作用の結果として、市場において決定される」という「常識的観念」を支持する (Robertson [1959] p.60, 邦訳74頁)。

投資資金の供給に相当するものは、

- (1) 新しく貯蓄される貨幣
- (2) 減価償却金その他によって、資本財での固定から解放される貨幣
- (3) 個人によって退蔵 (store) から引き出される貨幣
- (4) 銀行によって新しく創造される貨幣

投資資金の需要に相当するものは、

- (1) 固定資本や運転資本の新規形成に用いられる資金
- (2) 既存の固定資本や運転資本の維持または交換に用いられる資金

8 「社会の資本ストックが利子率に比べてあまりに小さい場合、投資はいつでも行われる。ここで利子率に比べて小さいというのは、資本ストックがそのまま維持されるとすれば、それを維持する活動に対する限界収益率が利子率よりも高くなるという意味においてである。このような状況では、資本ストックは増大する。行われる投資の率は、投資の限界収益率を利子率に等しくする率である」 (Lerner [1938] p.218)。

9 ケインズは、「保蔵」は「流動性選好という概念の一次近似と見なすことができる」とし、「保蔵性向 (propensity to hoard)」という言葉を使うならば、それは実質的に流動性選好と同じであると述べている (Keynes [1936] p.174, 邦訳(上) 241-242頁)。

(3) 退蔵 (store) のための資金

(4) 当期利益を超過する消費に支出される資金

である (Robertson [1940] p.3, Robertson [1959] p.60)。

ロバートソンは、流動性選好説を「利子率を、貨幣当局がある瞬間において存在を許容する貨幣量と、人々がそれぞれの利子率に照らして、その時点において保有したいと望む貨幣量を示す表との間の結合によって生み出されるものとして描写する」(Robertson [1940] pp.7-8) 方法であると説明する。

ケインズは、「利子率を『資本の限界効率』に依存させようと企てる」マーシャル利子論を、循環論法として批判した。「というのは、『資本の限界効率』は部分的には当期の投資規模に依存しており、この規模の大きさを算出しようするためには、それに先立って利子率があらかじめ知られていなければならないからである」(Keynes [1936] p.184, 邦訳(上) 255頁)。これに対しては、『一般理論』出版前の草稿のやりとりの段階で、1935年2月3日にロバートソンからケインズに宛てた手紙の中で、「純粋に用語上の点を別とすれば、M〔マーシャルのこと〕の議論は非常に明快で、循環論法ではないように思います」と、ケインズに同意できない旨が述べられている (JMK, vol.13, p.505, [] 内は引用者)¹⁰。

一方において、ロバートソンは、流動性選好説と貸付資金説を完全に同一と見なしていたわけではなく、大きな理論的差異も認めている。ケインジアンとネオ・マーシャルリアンのアプローチのうち「検討されるべき最も明白な差異」として、「前者においては流動性選好表は利子率の一つの決定因として提示される」のに対し、「後者においては利子率はKの決定因の一つとして提示される」点が挙げられる。そして貨幣需要Kが今度は一般物価水準と貨幣所得を決定する (Robertson [1940] p.27)。

端的に言うならば、ケインズが流動性選好→利子率、そして利子率と資本の限界効率→投資→所得→貯蓄、という因果連鎖を想定するのに対し、貸付資金説は、生産性と節儉→資本の限界効率→利子率→貨幣需要K (と貨幣供給) →所得・物価水準という流れになる。

流動性選好に関して、流動性選好が利子率を決めるという主張と、利子率が流動性選好を決めるという主張とは、因果関係の理解は正反対である。これをもって両者を同じものと主張するのは無理があるように思われる。

もっとも、ロバートソン自身は完全に同じものと主張しているのではなく、流動性選好説と貸付資金説との関係は、「二つの形の物価水準方程式、すなわち、1つはマーシャルのKを含む方程式と、他はフィッシャーのVを含むそれとの間の関係に、ある種の類似性をもっている」

10 ロバートソンは、ここでケインズが批判しているマーシャルの議論 (Marshall [1920] pp.519-520) について、「価値論の通常のプロセス」であり、「茶の個々の買手にとって、価格は所与のもので、購入される量は価格に依存します。しかし、それを外側から見ると、価格それ自体が、市場で利用可能な数量とともに、買手の総需要表に依存していることがわかるでしょう」と弁護している (JMK, vol.13, p.505)。ケインズは、1935年2月20日付のロバートソン宛ての返信の中で、ロバートソンが言っていることがほとんど理解できないが、「どちらが正しいにせよ、両者が全く異なっているということにはいかなる疑いもありません」(JMK, vol.13, pp.519) と述べている。

(Robertson [1959] p.61, 邦訳76頁) という。現金残高方程式と交換方程式とでは、形式的には同じであっても、その理論的含意は全く異なる¹¹。ロバートソンの発言がそこまで汲み取ってのことであるか否かはわからないが、ロバートソンは、「究極的には、ケインズ氏の説明が最終的に発展させたのみならず、貸付資金の供給と需要による従来の説明の否定というよりは、そのオルタナティブなバージョンである」(Robertson [1936] p.183) とも述べている¹²。生産性と節儉の役割を全面否定するケインズと、それを核心とみなすロバートソンとの立場の相違を「オルタナティブなバージョン」という言葉で片付けられるかどうかについては議論の余地があろう。現に、ケインズは1935年2月20日付のロバートソン宛ての手紙の中で、「あなたが既に信じているものとそれほど矛盾するわけではない何かを私が書いたものの中に読み取るあなたの習慣には困惑しています」(JMK, vol.13, p.520) と不満を表明している。

流動性選好説と貸付資金説とを形式面で比較してみると、前者が流動性(貨幣)の需要と供給による利子率決定理論であるのに対し、後者は貸付資金の需要と供給、すなわち投資・貯蓄による利子率決定理論である。ケインズ理論では、利子率→投資→所得→貯蓄という流れの因果関係を想定しているため、貯蓄と投資が利子率を決めるということはありません。もちろん、因果関係といっても、その矢印の間に時間の経過は存在せず、時間的なラグはない。これはケインズの乗数の把握の仕方に鑑みれば自明のことである¹³。これに対し、強制貯蓄を想定するロバートソン体系では、貯蓄→投資という伝統的な因果関係が前提となっている。

流動性選好説が貸付資金説のオルタナティブなバージョンであるという考えは当時広く見られる¹⁴。ただし、両者が同じものであると言えるのは、貯蓄(信用供給)曲線が一意的に決まるという前提が満たされる場合のみである。そして、完全雇用を想定しない限り、その前提は満たされないというのがケインズの主張であった。貯蓄曲線の形状は、所得水準とともに変化するからである¹⁵。ケインズの貸付資金説批判の論点の一つはそこにあるため、二つの利子論が形式的に同じであるとい

11 現金残高方程式では貨幣需要が中心的な変数となるのに対し、交換方程式では貨幣供給が重要な役割を果たす。

12 1936年12月29日付のロバートソンからケインズに宛てた手紙の中でも、ケインズの議論の中に何か新しい主張が存在するというよりは、既存の理論の再整理であるという立場を表明している(JMK, vol.14, p.95)。またここで、ロバートソンはヒックスやハロッドも同じ立場であると述べている。Hicks [1936] pp.246-248も参照。

13 「乗数理論のほうは、総需要の増加は総投資の増加分に限界消費性向によって決まる乗数を掛けたものになるというふうには、いかなる期間においても、常に成立するのである」(Keynes [1936] p.123, 邦訳(上) 170頁)。また、ケインズが「時間的遅れをとまなうことなくあらゆる時点で瞬間瞬間に成り立つ論理的乗数理論」を「ある時間を経過した後にはじめて徐々に効果を表していく」教科書的な波及の議論と区別している点にも注意(Keynes [1936] p.122, 邦訳169-170頁)。

14 ヒックスは、『一般理論』刊行直後の書評論文だけでなく、自身の『価値と資本』第12章においても、この問題を取りあげている。ヒックスの結論も、流動性選好説と貸付資金説は、突き詰めれば同じ結果に導くというものである。利子率は、他の価格と同じように一つの価格であって、相互依存する一般均衡体系の解として決定されるため、両者の違いは、体系から貨幣の需給方程式・信用の需給方程式、いずれの方程式を消去するかの違いでしかない。すなわち、ワルラス法則により信用の需給方程式を消去すれば流動性選好説となり、貨幣の需給方程式を消去すれば貸付資金説となる。これに対する反論として、Klein [1947] pp.118-119も参照。

また、オリーンは貯蓄・投資による利子率決定論を採らず、信用の需要・供給による利子率決定論を提唱した。「私が提案する理論は、利子率が『現金を保有する利益と現金に対する繰延請求権(deferred claim)を保有する利益とを均等化させる』ことに異議を唱えるものではない(Keynes, p.245)。上記の見解と、利子率は信用の価格である、すなわち利子率は様々な請求権の市場で決定されるという見解との間には、何も矛盾はない」(Ohlin [1937b] p.426)。オリーンに対するロバートソンのコメントについては、Robertson [1940] p.6を参照。

ロバートソンによると、「ロビンソン女史だけは、なお貸付資金または投資資金の概念を甚だわかりにくいものとするので、そこでやむを得ずそれに自分だけで悪名を着せたり、つばを吐きかけたりするという、異常な行為をせずにはいられないのであると思われる」(Robertson [1959] p.60n, 邦訳75頁)。

15 ブリーデルは、「人は、既に所得水準を知っているのではない限り、利子率がどうなるか知ることはできない。そして同様に、利子率を既に知っているのではない限り、所得水準を知ることはできないのである」と述べている(Bridel [1987] p.172)。

うことを主張するだけでは、意味のある反論にはならないのである。

したがって、本質的な論点は、流動性選好説と貸付資金説が同じであるか否かというよりは、背後に所得水準決定の理論を擁しているか否かという問題に還元される。その意味では、より本質的な批判は別の面に求めざるを得なくなる。次節でみるように、ロバートソンは、ケインズの所得決定論そのものに対する根源的な批判を提起する形で流動性選好説に対峙した点で、他の論者と異なっている。

III ロバートソンのケインズ批判

(1) 静学的性質をめぐる議論

ロバートソンによる第1の批判点は、ケインズ理論の静学的性質である。

Y_t を今日の所得、 Y_{t-1} を昨日の所得、 C_t を今日の消費、 C_{t-1} を昨日の消費、 I_t を今日の投資、 I_{t-1} を昨日の投資、 S_t を今日の貯蓄、 S_{t-1} を昨日の貯蓄、とする。ロバートソンの議論では、今日の所得は昨日の消費プラス昨日の投資に等しいという定義になる（Keynes [1936] p.78）。

$$Y_t = C_{t-1} + I_{t-1}$$

すると、今日の貯蓄は、昨日の消費が今日の消費を上回る額に昨日の投資を加えた額となる。

$$\begin{aligned} S_t &= Y_t - C_t \\ &= I_{t-1} + (C_{t-1} - C_t) \end{aligned}$$

したがって

$$\begin{aligned} S_t - I_t &= I_{t-1} - I_t + C_{t-1} - C_t \\ &= (Y_{t-1} - Y_t) \end{aligned}$$

ロバートソン理論においては超過貯蓄は昨日の所得が今日の所得を上回る量に一致し、これはケインズにおいては所得の減少という表現を与えられている。ただし、ロバートソン自身は、両者が「文字通り同じこと」を意味する（Keynes [1936] p.78）というケインズの主張には反論している（Robertson [1936] p.171）。有効需要による所得水準決定理論へと脱皮したケインズに対し、ロバートソンは依然、投資・貯蓄という枠組みに固執するからである。

ロバートソンの議論では、資本財の限界生産力が増大して貸付資金需要が増加した場合、貸付資金市場で超過需要が発生し、既存の利率で望まれる投資を支えるだけの自発的貯蓄が不足する。そこで銀行が追加的投資をファイナンスするが、消費財産業でなく資本財産業をファイナンスするために貸付が活用されるため、資本財産業における賃金基金が増大する。そして消費財需要は増大するがその供給は一定であるため、消費財物価水準が騰貴する¹⁶。これにより、物価が騰貴する前にできていたよりも少ない消費しかできず、いくつかの産業では貯蓄を強制されることになる。こ

16 ここで物価が騰貴するとき、必ずしも完全雇用が前提とされていない点に注意されたい。

のような強制貯蓄¹⁷メカニズムを想定するロバートソンにとって、タイム・ラグは不可欠な概念である。強制貯蓄が存在する場合、投資と貯蓄は利子率の変動によって均等化させられない。強制貯蓄は、生産性と節儉で決まる長期正常利子率と、貸付市場で決まる市場利子率との乖離を表している。

強制貯蓄論では、いわば貯蓄が投資されるという構図になるが、これに対して、ケインズ体系では、投資は所得の変化を通じてそれに等しい貯蓄を生み出すという逆の因果関係が主張される。この場合、公衆に強制貯蓄が課される余地は存在しない。なぜなら、信用創造がなされ投資が増加した場合、ただちに所得、ひいては貯蓄が増加し、後者はすべて自発的貯蓄となるからである¹⁸。そこには一切のラグは存在しない。そして投資と貯蓄はつねに等しい。

ケインズによると、永続的な完全雇用状態に対応する貯蓄額を選ぶならば、「強制貯蓄とは、現実の貯蓄が、長期均衡状態において完全雇用が成立しているときの貯蓄を超過する額のことである」(Keynes [1936] p.80, 邦訳(上) 114頁)。

ケインズにおいて、有効需要が変化する結果、所得水準が変化するが、ロバートソンの場合、保蔵とラッキングによって同様の分析がなされ得る。期間概念を導入し、貯蓄と投資の不均等(すなわちラッキングの存在)によって変動のプロセスを解明する¹⁹ところにロバートソンの特徴がある。

これは、消費関数、ひいては今期の貯蓄がもつばら今期の所得のみに依存しているという過度に単純な静学的想定に対する批判にもなる。「私は、人々の現在の消費支出が将来の所得に関する彼らの期待によって影響されることを決して否定しない」(Robertson [1940] p.6)。

期待の重要性を強調し、将来の期待が現在の行動に影響を及ぼすというのであれば、そこからの現在消費への影響を無視するのは問題がある。消費や貯蓄は、現在のみならず、過去の所得や資産、また将来の予測からも影響を受けるであろう。

17 強制貯蓄に関するロバートソンの議論は、1922年の『貨幣』第1版に見られる(Robertson [1922] p.90)。これは『銀行政策と価格水準』では「自動的ラッキング(Automatic Lacking)」と呼ばれる。「市場に向けられる貨幣の流れの増加が、ある人々の、さもなくば消費したであろう諸財の消費を妨げる場合には、いつでも自動的な切り詰め(Stinting)が起こる。自動的切り詰めの一つの原因は、ある人々の側で、彼らの保有する貨幣を減少させようという決意、すなわち負の保蔵をすと言ってよいような決意である。もう一つの原因は、政府あるいは民間人のいずれかによる新創造貨幣の支出である。これらの過程のいずれもが、市場に日々の貨幣の流れの増加をもたらす。そしてこの追加された貨幣の流れは、市場で交換される日々の財の流れに対して、今まであった日々の貨幣の主流と競合し、財の流れの一部を、この貨幣の流れの追加分を流し出した人々のために確保するのであり、このようにして、残余の公衆からさもなくば享受できたはずの消費を剥奪するのである。自動的切り詰めは、それを被った人々の消費が、彼らの意図した以下に、そして彼らのその期間の産出高の価値以下に減少するときに、しかもその場合に限って、自動的ラッキングを意味する」(Robertson [1926] pp.47-48, 邦訳52-53頁)。なお、強制貯蓄論は一般に、ハイエクの議論が有名であるが、ロバートソンの強制貯蓄論はハイエクのものとは異なる。両者の比較については例えばPresley [1979] Part2, Chap.6が詳しい。

18 ケインズは、貯蓄を「本来の貯蓄」と「強制貯蓄」とに分けて考える「新古典派」のアプローチは「ひどい混乱状態に陥った」と述べている(Keynes [1936] p.183, 邦訳(上) 253頁)。

19 ルツは、スウェーデン学派の事後的分析とロバートソンの期間分析の類似性を指摘している(Lutz [1938] p.604)。また、ハーバラーは、SとIについての事後的(ex ante)と事後的(ex post)、企図されたもの(designed)と企図されなかったもの(undesigned)との区別に関して、ロバートソンの先駆性を指摘する。「ロバートソンの『自発的ラッキング(spontaneous lacking)』は明らかに事後的あるいは企図された投資に対応し、彼の『誘発的ラッキング(induced lacking)』は事後的投資と事後的投資の差である、企図されなかった投資に対応する」(Haberler [1943 (1937)] p.192n)。

（2）流動性選好説の循環論法

ロバートソンによる第2の批判点は、流動性選好説はトートロジーにすぎないという点である。周知のように、ケインズは貨幣需要を「取引動機」、「予備的動機」、そして「投機的動機」の3つに分類し、取引動機と予備的動機は所得の関数、投機的動機は利率の関数であるとした。人々が投機的動機にもとづいて貨幣を保有するのは、利率がやがて上昇する（債券価格が下落する）と予測するためである。流動性選好が強まれば利率は上昇し、流動性選好が弱まれば利率は下落する。しかし、これはロバートソンに言わせれば、将来の利率に対する予測が現在の利率を決めるというトートロジーである。

利率が現在のような水準にあるのは、それとは違う水準になることを期待されているからである。もし利率が現在と違う水準になると期待されるのでなければ、それがなぜ現在の水準にあるのかを我々に語るものは何もない。利率を分泌する器官が切断されても、なおどういうわけか利率は存在している——猫がいなくなっても笑いは残る（a grin without a cat）²⁰、というやつだ。……もし我々が、将来の利率はなぜ今日の水準と異なったものになるかについて、富の所有者の判断を究極的に支配するものが何であるかを問うならば、我々はきっと生産性と節儉（Productivity and Thrift）という根本的現象に真っ直ぐに連れ戻されるのである（Robertson [1940] p.25）²¹。

こうして、「ケインズのいわゆる『投機』理論は、実際には利子の理論でも何でもなく、ただ利率の投機的な動きを制限する要因の理論にすぎないことが判明する」（Robertson [1959] p.66）。

（3）活動貨幣と遊休貨幣

さらに、『一般理論』における活動貨幣（active money）の取り扱いの混乱、各種貨幣保有動機に関連して、いくつかの批判点が指摘できる。

20 これは、ロバートソンが愛読したルイス・キャロル『不思議の国のアリス』に登場するチェシャー猫を指している。「ネコは、今度はとてもゆっくりと消えていきました。しっぽの先から消え始め、最後にはニヤニヤ笑いが残り、ネコがすっかり消えてもニヤニヤ笑いはしばらく残っていました。『うわあ！ ニヤニヤ笑いなしの、ネコだけってのは見たことあるけど』と、アリスは考えました。『ネコなしのニヤニヤ笑いだけってというのはね！ 生まれて初めてだわ、こんなへんでこりんなものを見るの！』」（キャロル [1865] 邦訳90頁）。

21 同じ趣旨の批判は繰り返し表明されている。「この理論に付きまとう困難は、それは現実の利率と正常利率との乖離が何によって決まるかについて何事かを物語るが、正常利率が何によって決定されるかについては何事も語らないということである。したがって乖離の程度が知られたとしても、現実の利率の高さは知り得ないということである」（Robertson [1959] p.65, 邦訳81-82頁）。

いま p を正常利率、 x を現実の利率とすると、利率 p の永久公債 1 ボンドの現在価値は p/x で表される。次に利率が n 年間 x にとどまり、その後 p に復帰すると予想されるものとする。複利を考えなければ、このような公債を買い、それを n 年間保有してその利子を貯蓄する場合、期間の終わりに $np+1$ を所持する。他方、もし公債購入価格を貨幣で保有するならば、同じ時期に p/x をもつことになる。均衡においては、これらは等しくなければならない。すなわち $np+1 =$

$\frac{p}{x}$ 、または $x = \frac{p}{np+1}$ である。例えばもし $p = \frac{1}{20}$ 、 $n = 5$ とすれば、 $x = \frac{1}{25}$ となる。しかしこのことは、なぜ p が例えば

$\frac{1}{20}$ であって $\frac{1}{5}$ でないのか、したがってまた x が $\frac{1}{25}$ であって $\frac{1}{10}$ でないのかに関しては、何事も我々に語らない」

（Robertson [1959] p.66, 邦訳82-83頁）。

1. 一方において、ケインズは第13章では、低金利は資本支出を促進することから低金利と活動貨幣の増大を関連付ける (Keynes [1936] pp.171-172) が、他方、第18章では、貨幣供給量が一定とした場合、活動貨幣が多くなり遊休貨幣 (idle money) が少なくなると金利が上昇することから、高金利と活動貨幣の増大を結びつけている (Keynes [1936] p.248) ²²。

このように、ケインズの活動貨幣の扱いは混乱しているが、ロバートソンの考えでは、正しいのは後者である (Robertson [1959] pp.62, 邦訳77頁) ²³。

2. さらに、ケインズは「予備的」動機にもとづく貨幣需要を所得の関数と定義したが、ラヴィントンやピグーといったケンブリッジ学派の人々は、それを利子率とも結びつけたことで、ある意味では「流動性選好説」に対してケインズよりも親切であったという (Robertson [1940] p.25, Robertson [1959] pp.66-67, 邦訳83-84頁)。人々は、これから起ころうとしていることを知らない。彼らがもっている債権 (debts) は満期日に返済されないかもしれないし、また、貨幣をもっていなければ、突然生じた有利な取引機会を逃してしまうかもしれない。それを恐れるがゆえに、人々は貨幣を保有するのである。

3. また、債券 (bonds) は、財産として用いられる上で、貨幣に代わる唯一の代替物ではない。それは個人にとっても企業にとってもそうである。ケインズは貨幣とその代替物との関係について、以下のように述べている。

「貨幣」と「債権 (debts)」のあいだの線引きをどうするかは取り扱っている問題次第であり、どこでもいいからいちばん都合のいいところで線引きすればいい。そのようにしてもこの〔利子率の〕定義が損なわれることはない。たとえば、一般購買力に対する請求権で、その保有者が三か月経たないうちに手放す〔すなわち現金化する〕ものならなんでも貨幣となし、少なくとも三か月間は償還されないものを債権とすることができる。「三か月」は一月、三日、三時間、あるいはその他、どんな期間に置き換えてもいい。あるいは、貨幣から現物の法定通貨でないものはすべて除外することも可能である。実際問題としては、多くの場合、定期性銀行預金を貨幣に含めるのが便利であり、時には (たとえば) 大蔵省証券のような証券でさえ貨幣に含めることができる。私は原則として、『貨幣論』の場合と同様、貨幣の範囲は銀行預金までとするつもりである (Keynes [1936] p.167n, 邦訳 (上) p.232)。

ロバートソンは、あらゆることが債券 (bond) 市場を通じて作用すると主張する貨幣理論を、現

22 「利子率が下落すると、他の条件が同じであれば、それにつれて、ますます多くの貨幣が取引動機による流動性選好によっておそらく吸収されることになるであろう。なぜなら、利子率の下落が国民所得を増加させるとしたら、取引用にとっておく貨幣量も多かれ少なかれ所得の増加に比例して増加するだろうし、同時に、多額の貨幣をすぐに使えらるようしておく便宜の機会費用——利子の損失という形をとる——は減少〔し、そのぶん貨幣を手許に残しておこうとする誘因は増大〕するだろうからである」 (Keynes [1936] pp.171-172, 邦訳 (上) 238-239頁)。「雇用の増加 (減少) は流動性選好表を引き上げ (引き下げ) かねない。……雇用の増加は貨幣需要を増加させる傾きをもつ」 (Keynes [1936] pp.248-249, 邦訳 (上) 349-350頁)。

23 マーシャルは「割引率は、価格が上昇しつつある時の方が、下落しつつある時よりも一般に高いであろう」と述べている (Marshall [1923] p.257, 邦訳 (2) 33頁)。

実性と普遍性に欠ける「大学会計官的理論（a College Bursar's theory）」と批判した（Robertson [1959] p.67, 邦訳84頁）²⁴。

IV 終わりに

本稿では、貸付資金説と流動性選好説との関係に着目しながら、ロバートソンの利子論を検討してきた。同時代の論争において、貸付資金説を拡張した信用需給説が流動性選好説を包摂するという主張は数多くみられる。ロバートソンも、流動性選好説は貸付資金説のオルタナティブなバージョンであると主張したが、他方で両者の間にはそれだけでは片付かない相違点も多いことを明らかにした。

二つの利子論の形式的類似性は必ずしも本質的な問題ではない。ケインズにとって、貸付資金説の背後にある所得水準一定（すなわち一意的な貯蓄供給曲線）という想定こそが最大の攻撃対象だったからである。

ロバートソンの主張は、相違点をできるだけ小さく見せようとして共通性を強調する点でいささか強引なものであったが、他方、静学的想定への批判、将来の利子率に対する期待が現在の利子率を決めるというトートロジー的性格への批判といった、より本質的な批判をも含んでいた。これは同時代の他の論者とは区別される点である。

（いとう のぶひろ・本学経済学部准教授）

【参考文献】

- Bridel, P. [1987] *Cambridge Monetary Thought: The Development of Saving-Investment Analysis from Marshall to Keynes*, Macmillan.
- Haberler, G. [1943 (1937)] *Prosperity and Depression: A Theoretical Analysis of Cyclical Movements*, League of Nations. (松本達治・加藤寛孝・山本英太郎・笹原昭五訳『景気変動論（上・下）』東洋経済新報社、1966-1967年）。
- Hicks, J.R. [1936] “Keynes’ Theory of Employment,” *Economic Journal*, Vol.46, No.182, pp.238-253.
- [1946 (1939)] *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory, 2nd. ed.*, Clarendon Press. (安井琢磨・熊谷尚夫訳『価値と資本』岩波文庫、1995年)。
- Keynes, J. M. [1936] *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan. (間宮陽介訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』岩波文庫、2008年)。
- [1937] “Alternative Theories of the Rate of Interest,” *Economic Journal*, Vol.47, No. 186, pp.241-252.
- [1973a] *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol.X III, The General Theory and After I Preparation*, Macmillan.
- [1973b] *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol.X IV, The General Theory and After II Defence and Development*, Macmillan.
- Klein, L.R. [1947] *The Keynesian Revolution*, Macmillan. (篠原三代平・宮沢健一訳『ケインズ革命』有斐閣、1965年)。

24 同様の論点はヴァイナーも指摘している。Viner [1936] pp.154-159を参照。またLaidler [1999] pp.283-287も参照。

- Laidler, D. [1999] *Fabricating the Keynesian Revolution: Studies of the Inter-war Literature on Money, the Cycle, and Unemployment*, Cambridge University Press.
- Lerner, A.P. [1938] "Alternative Formulations of the Theory of Interest," *Economic Journal*, Vol.48, No.190, pp.211-230.
- Lutz, F.A. [1938] "The Outcome of the Saving-Investment Discussion," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.52, pp.588-614.
- Marshall, A. [1920 (1890)] *Principles of Economics: An Introductory Volume*, 8th edition., Macmillan (1st ed. 1890). (永澤越郎訳『経済学原理』岩波ブックサービスセンター、1985年)。
- [1923] *Money, Credit and Commerce*, Macmillan. (永澤越郎訳『貨幣信用貿易』岩波ブックサービスセンター、1988年)。
- Ohlin, B. [1937a] "Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investments II," *Economic Journal*, Vol.47, No.186, pp.221-240.
- [1937b] "Alternative Theories of the Rate of Interest," *Economic Journal*, Vol.47, No.187, pp.423-427.
- Presley, J.R. [1979] *Robertsonian Economics: An Examination of the Work of Sir D.H. Robertson on Industrial Fluctuation*, Macmillan.
- Robertson, D. H. [1922] *Money*, 1st ed., Nisbet and Cambridge University Press.
- [1926] *Banking Policy and the Price Level: An Essay in the Theory of Trade Cycle*, P.S. King and Son. (高田博訳『銀行政策と価格水準——景気循環理論に関する一試論——』巖松堂、1955年)。
- [1936] "Some Notes on Mr. Keynes' General Theory of Employment," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.51, No.1, pp.168-191.
- [1937] "Alternative Theories of the Rate of Interest," *Economic Journal*, Vol.47, No.187, pp.428-436.
- [1938] "Mr. Keynes and "Finance", " *Economic Journal*, Vol.48, No.190, pp.314-322.
- [1940] "Mr. Keynes and the Rate of Interest," in *Essays in Monetary Theory*, pp.1-39.
- [1959] *Lectures on Economic Principles*, Vol.3, Staples Press. (森川太郎・高本昇訳『経済原論講義Ⅲ』東洋経済新報社、1962年)。
- Viner, J. [1936] "Mr. Keynes on the Causes of Unemployment," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.51, No.1, pp.147-167.
- ルイス・キャロル [1865] 『不思議の国のアリス』(河合祥一郎訳、角川文庫、2010年)。
- 伊藤宣広 [2006] 『現代経済学の誕生——ケンブリッジ学派の系譜』中公新書。
- [2007] 『ケンブリッジ学派のマクロ経済分析——マーシャル・ピグー・ロバートソン』ミネルヴァ書房。
- 千種義人 [1998] 『ケインズ「一般理論」とその理念』慶應義塾大学出版会。