

## 初期カルドアと投機・利子・経済安定<sup>1)</sup>

木村 雄一 埼玉大学教育学部社会科教育講座

キーワード：カルドア、投機、利子、経済安定、ケインズ革命

### 1. はじめに

「1936年以前に経済学者として生を受けていたことは幸いであった——然り。しかもあまりにも以前に生まれていなかったことが！」

暁に生きてあるは幸いなり

されどその身若くありしは至福なるべし

『一般理論』は、南海島民の孤立した種族を最初に襲ってこれをほとんど全滅させた疫病のごとき思いがけない猛威をもって、年齢35歳以下のたいていの経済学者をとらえた。50歳以上の経済学者は、結局、その病気にまったく免疫であった。時がたつにつれ、その中間にある経済学者の大部分も、しばしばそうとは知らずして、あるいはそうとは認めようとせずに、その熱に感染し始めた。」 (Samuelson, 1946, p.187; 邦訳p.212, 下線部は引用者による)<sup>2)</sup>

この引用文は、アメリカの偉大な経済学者ポール・サミュエルソンが「ケインズ革命」<sup>3)</sup>の出来事を見事に描写した有名な文章である。ケインズ主義が戦後のコンセンサスになったことを見るならば、実に多くの経済学者がケインズの影響を受けたことは明らかであるが、〈この文章における下線部に最も当てはまるイギリスの最大の経済学者を一人あげよ。〉と言われたならば、筆者はまずニコラス・カルドア (Nicholas Kaldor, 1908-1986) の名をあげる。

カルドアは、1930年代のLSEで、新進気鋭の若手経済学者としてロビンズやハイエクの下で経済理論の研鑽を積み、経済学の純粋理論の領域で多大な貢献をしたことで知られる<sup>4)</sup>。例えば、ミクロ経済学では、くもの巣理論の証明、均衡の類別化や経路依存の示唆、不完全競争の理論における独占的競争と不完全競争の理論の峻別、およびゲーム理論の先駆けというべき主観的需要曲線の考案、補償原理による新厚生経済学の開拓、他方、マクロ経済学では、ハイエクの『貨幣理論と景気循環』の翻訳、オーストリアの経済状況に対するハイエク理論の応用、ハイエクの『価格と生産』・『利潤・利子および投資』の批判を通じて提示された再切り替え問題 (リカード効果)、カルドア=カレツキ型の景気循環理論、自己利子率と投機の理論、技術進歩関数の考案、である。

【表1】に示したように、「ケインズ革命」(1936)以降、カルドアの関心はミクロ経済学からマクロ経済学へと変化している。当初のカルドアは、ハイエクの後継者として、ロビンズやハイエクから期待の目を向けられていたが、ケインズとの出会いや、ケンブリッジ学派との邂逅によって、ケインズ派の仲間入りをした。限界主義経済学からケインズ経済学へ。これほど大きな転向をした経済学者は他にいないであろう<sup>5)</sup>。

カルドアと「ケインズ革命」を考える上での最も興味深い論文が、「投機と経済安定」(Kaldor 1939)、「自己利子率のケインズ理論」(Kaldor 1960)<sup>6)</sup>である<sup>7)</sup>。これらの論文は、ポスト・ケイ

ンジアンやカルドアに近い経済学者たちによって重視された研究であったが<sup>8)</sup>、当時は、ホートレー (Hawtrey 1940) やダウ (Dow 1940) から幾つかの批判を受けて、またヒックスの『価値と資本』(1939) の出版と重なって、比較的無視された論文である。さらに、代表的な研究書 (King 2009, Targetti 1992, Thirlwall 1987) によれば、カルドアの両論文に関する平易な解説がなされたり (Targetti 1992, Thirlwall 1987)、初期のカルドアの中に内生的貨幣供給論やIS-LMモデルに相当する議論が存在することが指摘されたり (King 2009)、あるいは理論研究 (服部 1996) によれば、カルドア理論では商人が重要な役割を果たすことが論じられている。しかしながら、ロビンズとハイエクの影響下にあるカルドアが、ケインズの影響を徐々に受け入れるプロセスを考慮しつつ、カルドアの「投機と経済安定」のエッセンスをまとめた研究はほとんどない。

本論文では、以上を踏まえて、カルドアの投機理論をまとめることで、カルドアが1930年代にケインズの影響をどのように受けたのか、ロビンズやハイエクの立場からどれほど遠くなったのかを明らかにし、「ケインズ革命」後のカルドアの経済思想史上の位置を確認すると同時に、現代の金融政策を考える上での一助とすることを目的とする。本論文の章立ては次の通りである。第二章では、経済安定上における投機 (speculation) の意義を議論する。「投機と経済安定」では、(1) 投機の必要条件、(2) 投機と価格安定、(3) 投機と所得安定、(4) 金融政策の限界、の四点からまとめる。第三章では、第二章を踏まえて、オーストリア学派からケインズ派へのカルドアの転向について、実質理論と貨幣理論を中心に論じる。第四章では、以上の議論を踏まえて、初期のカルドアの投機に関する議論が、ポスト・ケインジアンとしてのカルドアにどれだけ影響を与えているのかという点について論じる。最後の章で、本稿の結論をまとめる。

## 2. 投機・利子・経済安定

### 2-1 投機の必要条件

カルドアは、特定の財・資産が投機の対象となるためには、(1) (準) 完全市場、(2) 低持越費用の二条件が必要である、とする<sup>9)</sup>。なぜなら、これは、持越費用が大きく、市場が不完全で、かつ購入価格と販売価格の差が大きければ、投機活動があまりにも高くつくからである。(準) 完全市場・低持越費用の条件下では、(1) もし期待が全く確かなものであれば、投機活動は期待価格と現物価格との間の差額が利子費用と持越費用の和に等しくなるように現物価格を調整する一方、(2) もし期待が不確実であれば、期待価格と現物価格との差は、リスク・プレミアム<sup>10)</sup> を補償したものでなければならない。限界利子費用 (marginal interest cost) を  $i$ 、限界リスク・プレミアム (marginal risk premium) を  $r$ 、便利収益 (marginal yield) を  $q$ 、限界真持越費用 (marginal carrying cost proper) を  $c$  (持越費用  $c - q$ ) とし、現物価格と期待価格をそれぞれ  $CP$  (current price) と  $EP$  (expected price) で表すならば、 $EP - CP = i + c - q + r$  とかける (Kaldor 1939b, pp.23-24; 邦訳p.25)。「先物市場」の価格決定は、「代表的期待」の概念を用いても、完全に論理的ではない。なぜならば、先物価格の決定において、期待価格に対する先物価格の関係は、各人の期待が「代表的期待」が異なる個々人の期待の平均である場合と同じである場合と、同一ではないからである。したがって、先物市場を論ずるためには全ての個人はいかなる時点でも同一の期待をもつと仮定すること、その後に個々の期待の相違の結果を取り扱うこと、それぞれを論ずる必要がある (Ibid., p.26; 邦訳p.24)。

先物市場で予見する個々人は、「掛繋取引、つなぎ (hedging)」「投機」「鞘取取引 (arbitrage)」を行う。

つなぎ手（掛繋取引業者、hedger）は、商品の実物のストック（在庫）を保有する製造業者や販売業者を指し、先物市場におけるいかなる取引とも関係のない売買契約をもち、これら売買契約から起こる危険を減らすために先物市場に加入する人々である。たとえばつなぎ手は、将来のある期間で、彼の保有する商品が値下がりし資本損失（capital loss）が発生することを防ぐために、先物市場でストックと同じ数量を売ること、値下がりによる危険回避を行う。投機家（speculator）は、先物取引に関連して市場に入り込んだ人々を別として、売買取引を全くもたない。彼らは、実物的な背後関係がなく、価格の変動の差益のみを目的として市場に入るため、リスクを引き受ける。つなぎ手と投機家は、先物の購買者または販売者であって、リスクを引き受ける者は投機家であり、リスクを回避する者はつなぎ手である。鞘取引は、直物を買って同時に先物を売り、引渡日までストックを保有することであり、先物価格と現物価格の間の関係が安全な利潤を保証する場合に生じる。ところが、鞘取業者（arbitrage trader）は、もし先物市場で鞘取業者に有利な条件で展開できなかった場合、リスクを引き受けることになる（*Ibid.*, pp.24-25; 邦訳p.26）。

鞘取引は、直物価格（spot price）に関する先物価格の上限を設ける。すなわち、「期待」を別として、先物価格が鞘取引のコスト以上に、先物価格が現物価格に達しない範囲での逆ぎやの限界は存在する一方、先物価格が鞘取引のコスト以上に、利子と持越費用の合計以上に超過できないことで、順鞘（contango）にある限界が存在する。ストックの保持者は鞘取業者となるから、持越費用は、貯蔵費用・損耗費からその収益を引いたものからなる。したがって、鞘取引の純費用は  $i + c - q$  となる。先物価格を  $FP$ （*futures price*）とあらわせば、 $FP - CP = i + c - q$ 、 $EP - CP = i + c - q + r$  であるから、 $FP = EP - r$  とかける。したがって、先物価格は鞘取引のために  $EP - r$  を越えて騰貴することはない。つなぎ手は、もし先物価格が  $EP - r$  に等しいか、それより高いならば先物を売り、もし先物価格が  $EP - r$  に等しいか、それより低いならば先物を買う。

こうした「正常の逆ぎや（normal backwardation）」の理論<sup>11)</sup>は、市場を構成する別々の個々人の期待が画一的でないという事実を認めるならば、以下の条件に支配される。取引は、単につなぎ手とつなぎ手、つなぎ手と投機家、そしてつなぎ手と鞘取業者との間で生ずるばかりでなく、投機家と投機家にも生ずる可能性がある。投機家を買手と売手に分けるならば、強気筋の投機家は先物の買手で、彼らの需要価格は  $EP - r$  である。他方、弱気筋の投機家は先物の売手で、彼らの供給価格は  $EP + r$  である（*Ibid.*, p.29; 邦訳p.30）。全体としての市場にある種の平均的期待があるとすれば、それは、 $EP + r$  と  $EP - r$  の間に存在する。しかしながら先物価格がこの平均「期待価格」に対応するとはいえない。すなわちこのことは、もし異なる投機家の限界リスク・プレミアムが相等しいならば真実であるにすぎず、期待それ自体が異なるときは、限界リスク・プレミアムが同一であると仮定する理由は全く存在しない。買手と売手によってとられた反対のリスクが互いに相殺する傾向がある（*Ibid.*, p.29; 邦訳 p.30）。こうして、カルドアは、次のように述べる。

先物価格の決定は実際に意見の相違に依存するであろう。すなわちこの要因は、相違の程度が大きいほど、また強気筋と弱気筋とが一層等分に分割されるほど、ますます一層重要であろう。この相違が重要である市場において、かつ投機家の間の取引が掛繋取引を支配する市場において、我々は、先物価格が期待価格以上であるか、あるいはそれ以下であるかを述べることはできないが、単にそれは「期待された」価格を反映するであろう、ということが出来る。（*Ibid.*, p.29; 邦訳p.31、下線部は引用者による）

すなわちカルドアは、先物価格の決定は「意見の相違」と「期待価格」に依存するが、平均的な「期待価格」は存在せず、先物価格が予想価格以上であるかそれ以下であるかを、正確に予測することは困難である、と論じている。これは、投機家がつなぎのために保持する在庫が「便利収益」を生まない以上、「正常の逆ざや理論」は妥当しないことを意味するばかりでなく<sup>12)</sup>、先物価格決定に対する「不確実性」をも示している。

ここでカルドアは、「期待」を示すために、「投機的ストックの弾力性」を用いる。すなわち、現物価格に対する期待価格の比率の所与の百分率変化の結果、生じた投機的ストック量の比例的变化であり、投機的ストックの変化に随伴する諸項、 $i$ 、 $c$ 、 $r$ の変化、いいかえれば、投機による売買契約の変化の限界利子費用、限界持越費用、及び限界リスク・プレミアムの弾力性に依存する。通常、限界リスク・プレミアムは騰貴する傾向にあり、その弾力性は、投機家が多い場合、異なる市場の間で大いに相違する。限界持越費用は、証券の場合は一定であり、一次産品の場合は急激に上昇する。したがって、投機的ストックの弾力性は、原材料の場合より長期証券の場合において更に高くなる。投機的ストックの弾力性が高ければ高いほど、期待価格における現物価格の依存度が大きくなる。この弾力性が無限である制約を受けた場合、現物価格は期待価格によって完全に決定される。すなわち、現物価格のどのような変化も期待価格の変化の結果でなければならない。その反対の制約を受けた場合、もし投機的ストックの弾力性がゼロであれば、期待価格の変化は現物価格にいかなる影響も与えない。それは、非投機的要因によって完全に決定される (*Ibid.*, pp.30-31; 邦訳pp.31-32)。

こうしてカルドアは、「投機的ストックの弾力性」を用いて、「先物市場」の投機にかかる「期待」の分析を展開したのである。いうまでもないが、ケインズの『一般理論』の第12章長期期待及び第17章の自己利子率の章を下敷きにし、かつヒックスの『価値と資本』の「予想（期待）」の影響を受けて議論をしているが<sup>13)</sup>、「投機的ストック」の概念だけでは将来の価格を予測できない点、すなわち「非投機的要因」について言及している。これは、「期待」の概念を単に「投機的ストックの弾力性」だけで測ることはできないことを意識した上での議論である。

## 2-2 投機と価格安定

投機は、期待価格に比較して現物価格の変動の範囲を狭める効果を持つ。もし期待価格が所与と考えられるならば、投機は必然的に価格へ安定化の影響を与える。現物価格の投機は、投機的ストックの減少によってもたらされる。具体的には、(a) 現物価格の変化が、現物価格が変化したよりも、さらに期待価格の変化を導くこと、(b) それが、投機的かつ非投機的諸要因の運動によっては正当化されず、期待価格の自発的变化が存在すること、である。カルドアは、こうした現物価格の変化に対する予想の反応の分析道具として、ヒックスの「予想（期待）の弾力性」を用いる。もし予想の弾力性が0であれば、価格は安定し、もし予想の弾力性が1であれば、価格は安定性と不安定性との境界線上に存在する (*Ibid.*, pp.31-32; 邦訳pp.32-34)。

こうしてカルドアは、「予想の弾力性」および「投機的ストックの弾力性」をあわせて、「投機による価格安定化の影響の度合 (*the degree of price-stabilising influence of speculation*)」と名付けて、外部の諸原因による価格変化が投機によって除外される範囲を決定する概念を提示する。 $\sigma$ ：価格安定化影響の度合、 $t$ ：投機的ストックの弾力性 $>0$ 、 $\eta$ ：予想の弾力性とするならば、 $\sigma = -t(\eta - 1)$ である。この公式は、現物価格の所与の変化に応じたストックの比例的变化によって測定され、投機の価格安定化の「度合（程度）」を測るものである。しかしながら、カルドアは、こうした定

式化を与えつつも、「どのような所与の瞬間でも予想の行動を単一の弾力性のタームで表現することは不可能である」(Ibid., p.33; 邦訳p.34)と述べる。なぜなら、価格変化の程度、過去の価格、価格の予想が翌日・翌月・翌年のそれらとどのように関係しているか、に依存するからである。カルドアは、様々な市場によって、価格変化の大きさは異なるため、投機が安定化の効果を持つということを述べることは蓋然的である、とした。一般均衡理論や数理経済学に批判的なスタンスをとる後年のカルドアが垣間見える<sup>14)</sup>。公式通りに価格安定化の度合を測ることができない具体的な理由について、カルドアは以下の二点を挙げる。

第一に、一次産品である。原材料価格の幅広い変動に対する説明は、供給の非弾力性あるいは投機的活動の不安定な影響に求められるのではなく、単純に需要の不安定性及び投機的ストックの低い弾力性に求められる必要がある。第二に、農業の収穫である。農業の収穫の供給曲線は弾力性が極めて小さく、天候による予想不可能な移動を頻繁に受けやすい。また一年先の収穫の規模や価格が正常に復帰することを示すことは困難である。食料の需要は原材料の需要に比べて比較的安定している事実もあるが、農業収穫の場合、ストックの同一の百分率の変化は工業原材料の場合における価格変化を伴う。これは、投機的ストックの弾力性が小さいからでなく予想の弾力性が大きいためである。したがって、投機による価格安定化の効果は疑わしい (Ibid., pp.34-37; 邦訳pp.36-38)。

しかしながらカルドアは、有価証券の現物価格は期待価格によって十分に決まるものの、現行の長期率は期待された短期率に依存する一方、現行の短期率は期待短期率及び期待長期率のいずれにも依存しない、という。すなわちカルドアによれば、短期資金需要を長期率に関して弾力的にするものは、将来の利率に関する不確実性ではなく、ケインズの「流動性選好関数」に帰する利子期待の非弾力性である (Ibid., pp.38-41; 邦訳 pp.40-41)。

こうして長期債券市場では、非投機的な需要と供給の弾力性(すなわち、利率の関数としての貯蓄の供給弾力性と生産者の長期資金の需要弾力性)に対して、「予想の弾力性」は通常小さい一方で、「投機的ストックの弾力性」は大きくなる。それゆえカルドアは、短期の価格は投機的影響によって十分に決定されると論じた。カルドアはこうした議論を本論文の脚注において【図1】で説明している。【図1】では、現金量を横軸OXに、短期利率を縦軸OYとし、DDとSSは貨幣の需要と供給を示す。貨幣需要関数の貨幣取引量(所得水準)が所与であるとする。貨幣需要曲線は、限界貨幣収益が総売上高(フロー)に対するストックの割合の増加につれて急速に下がるから、非弾力的となる。しかし、g点以下では、その需要曲線は弾力的となる。なぜならば、貨幣以外の短期資産の保有がつねにあるリスクにつながり、個々人は短期利率がこれに対する必要な補償よりも更に低いならば、短期において投資しないからである。したがってある最低限の状態が存在して、それはきわめて低い可能性があるが、短期利率はそれ以下に下落することはない。点線は、リスクが完全になくなった場合を描いている。それゆえ、短期利率が非常に低いときには、それは最も安全資産の保有に付加されるリスク・プレミアムによって決定される。それと異なる場合、短期利率は、金融政策による貨幣の供給価格によって決定される。貨幣供給の弾力性は、(a) 中央銀行の公開市場操作、(b) 貸付資金の変動に直面したときの厳正な銀行準備率を有していない商業銀行、そして(c) 当座預金から貯蓄預金への切り替えによる、自働的な預金貨幣量の減少、の結果である (Ibid., pp.39-40; 邦訳pp.65-66)。つまり、短期利率が金融当局の政策によって固定されている場合、循環中の通貨量は公衆による現金残高の需要によって決定される、と論じたのである (Kaldor 1960c, p.64; 邦訳p.72)。

他方、カルドアは、関連論文「自己利率のケインズ理論」では、【図2】を示し、上述した内容を補う議論をしている。これは、OXを長期満期の債券、OYを利率（収益）とするイールド・カーブの図である。現行の短期利率がその標準水準（平均水準）にあるならば、予想された将来の短期利率は現行の短期利率と同一である。その場合に、満期の変った債券に対する収益の構造は、Bで示されたイールド・カーブとなる。短期利率が異常に高いか低いかのいずれかである場合、収益曲線は曲線AおよびCのように歪められる。短期利率が非常に高いときは、長期の収益と不償還債券が現行の短期利率よりも更に低い。この理由は、不確実性に対する補償として要求されるリスク・プレミアムの結果、多数の投機家はその市場へ入り込む結果である。したがって、長期債券の収益を過去の様々な短期利率の平均値から導出し、特定の貸付の期間とともに変わるリスク・プレミアムの平均値から導かれた正常短期率を変数とする理論は、成り立たない、と論じた (*Ibid.*, pp.66-68; 邦訳pp.79-81) <sup>15)</sup>。

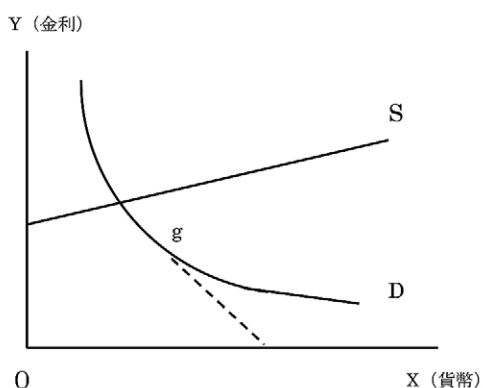


図1

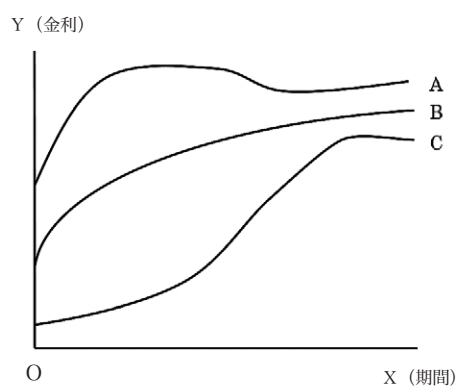


図2

総じてカルドアは、ケインズの有名な「美人投票」の喩えにあるように、現物価格と予想価格の関係について、「投機による価格安定化の影響の度合」の概念、貨幣供給・需要及びイールド・カーブの図を提示することで、一見すると、「予想」による合理的な価格の期待形成の議論を立てつつ、結局は、その「予想不可能」な状況を示唆することで、ケインズの「不確実性」の議論を展開していたのである <sup>16)</sup>。

### 2-3 投機と所得安定性

いかなる財でも投機によって保有されたストックに対する補償されない状況は、通常の活動水準の変化の原因である。投機の効果が価格不安定であるならば、需要の増加または供給の減少は活動水準の増加を引き起こす。他方、投機の効果が価格安定的であるならば、需要の増加または供給の減少は活動の低下を引き起こす（逆は逆）。

カルドアは、「貯蓄・投資乗数」にくわえて「外国貿易乗数」を展開した。投機的ストックの弾力性、価格安定化影響の程度が0になることは、投機の価格による安定化あるいは所得変化による効果のいずれかが一時的な原因であることと同義ではない。というのは、所得それ自体の変化が、需要と供給の乖離を徐々に調整するメカニズムを提供するからである。需要の所得弾力性が0より大きい商品では所得の増加による需要の拡大を含意する（逆は逆）。もし価格の安定化による影響が正であるならば、需要を超える過剰供給は所得の増加を引き起こす一方、供給を超える超過需要は所得の減少を引き起こす。したがって、需要と供給の乖離は所得の変化によって引き起こ

された需要の変化を通じて調整される。これは、ケインズの「乗数理論」である。価格の安定化による影響の程度が無限であることを仮定し、価格を所与とするならば、供給の増加によって生じた所得の増加は、元の供給の多数倍(乗数)である。需要と供給は常に均等に向かう傾向があり、当該商品の価格の調整によって保証される。しかし仮にある特定商品の価格の変化が保有されたストック量の変化によって起こされるならば、その均等は所得水準の調整によって保証される。仮に投機の安定化による影響が無限であって、需要の所得弾力性が0より大きい場合のみ、その調整が所得の変化を通じて完全に起こるのである。一般に、その需要・供給の変化を追い続けて、調整のメカニズムは価格の変化よりもむしろ所得の変化を通じていつそう作用する。すなわち (i) 投機の安定化による影響の程度が大きければ大きいほど、(ii) その財に費やされた限界所得の比が大きければ大きいほど、(iii) ますますその(外部の)需要・供給の弾力性が小さくなる(Kaldor 1939b, pp.46-48; 邦訳pp.46-47)。しかしこうしたことは封鎖体系においてのみであるとし、「金本位制を採用している諸国では、あるいは外国為替の価格が為替平衡基金(Exchange Equalization Fund)の作用を通じて安定化するところでは、外国為替の価格と輸入品の価格は投機によって安定化する財の価格とほとんど同様に変動する。それゆえ『貯蓄・投資乗数』にくわえて、『外国貿易乗数』が存在し、かつ後者の作用は前者で作用する価格安定化の力を弱めるに違いない。」(Ibid., p.49; 邦訳p.48)。

したがってカルドアは、今後の市場(further markets)についての投機の拡大は、もし価格が安定的であるならば、所得水準の不安定性を減じる、とし、次のように論じる。すなわち「我々の経済体制の不安定性の原因となるのは、投機の存在そのものというよりはむしろ、異なる市場における投機のすこぶる差異のある影響の作用——若干の市場では投機がこのような支配的役割を演じ、他の市場では投機があまり重要でない影響を与えるに過ぎないという事実——にある」(Ibid., p.54; 邦訳p.53、下線は引用者による)。カルドアは、多種多様な市場における投機の差異ある影響の作用を論じて、投機による価格安定化というよりはむしろ、「貯蓄・投資」による「乗数」、「外国貿易乗数」による効果を重視したのである。

#### 2-4 金融政策の限界

カルドアによれば、安定的な金融政策はどのようなものであろうか。金融当局は、銀行の利率のメカニズムが上昇局面と下降局面において有効であるためには、その平均水準について、将来の引き下げに対する十分な余裕を残しておく必要がある。短期利率が活動上影響を与えるのはその率の変化それ自体(絶対的水準ではない)である一方、長期利率は将来における長期間を通じて予想された短期利率の平均値に依存する。この平均値は現行率の変化によってほとんど影響されない。したがって「長期において金融当局は自己が好むように短期利率を自由に変えることができない。すなわち、もし当局が活動のある満足すべき水準に維持したいのであれば、当局は長期投資の十分な量を許す長期利率を保証するように、短期利率の中間水準を十分に低く保たなければならない。択一的に、もし当局が金融政策によって安定性を確保したいのであれば、当局は短期利率の中間水準が十分に高くあることを許すために、雇用の平均水準が非常に低い水準に低落することを認めなければならない。このように金融政策の主要な二つの目標、すなわち満足すべき所得水準の確保と、所得の安定性を保証することは両立しない。前者は後者を犠牲にすることによってのみ達せられる」(Ibid., p.58; 邦訳p.57)。それゆえ、経済政策の銀行利率のメカニズムは逡増的に非効果的になり、実質所得が増加すると貯蓄が増え、利用できる投資機

会はいっそう小さくなる。他方、「銀行利子率は、ブームを処置するために利用できるが、デフレーションの破壊に対する安全装置としては、作用しない」(Ibid., p.58; 邦訳p.57)。

こうしてカルドアは「持続的な、あるいは準持続的な信用の行き詰まりの世界において、安定性は金融政策によって達成され得ないし、また活動水準の変動が『純粋に貨幣的現象』と考えることはできない。なぜならば、このような状態において貨幣的諸要因は変動を引き起こしたと述べることはできないし、変動を防ぐ力もたないからである」(Ibid., p.58; 邦訳p.58)と述べる。上述してきたように、「流動性に対する選好の結果であると思われるものは、いかなる積極的意味においても『流動性選好』が非常に小さい役割を演じる場所のある投機的活動の結果として説明される」(Ibid., p.22; 邦訳p.60)からである。他に方法があるとすれば、「ある負の貨幣利子率と同様な効果を生ずる若干の工夫をめぐらせば——例えば、貨幣保有上の税、あるいはそれらの実質収穫に比して実質資産への投資上の貨幣収穫を高める貨幣賃金及び諸価格の持続的騰貴——完全雇用を補償するために十分な投資水準は、常に確保されるはずである」(Kaldor 1960c, p.87; 邦訳p.87)と、カルドアは述べる。

こうしてカルドアは、金融政策よりはむしろ、財政政策(所得や投資の議論)に重きを置くことで、投資の理論、投資と貯蓄に関する景気循環の重要性を論じ、政策の思想面では「新自由主義」の立場を取るケインズと見解を一とした<sup>17)</sup>。

### 3. カルドアの「転向」——オーストリア的資本理論からケインズの投資理論へ

#### 3-1 ハイエクの論理と伝統的貨幣理論

カルドアが投機や自己利子率の論文を書く以前、カルドアはハイエクの立場に近い位置にいた。ハイエクの『貨幣理論と景気循環』の翻訳に携わったり、「オーストリアの経済状況」(Kaldor 1932)という自由主義政策に依拠した論文を執筆したりした。カルドアのハイエク批判は、オーストリア的資本理論における「リカード効果」・「再切り替えの問題」にあることはいうまでもないが(木村 2006)、これまで検討してきた「投機と経済安定」の論文の内容から明らかなように、ケインズの『貨幣論』と『一般理論』の視点を資本理論の問題と交差させて、再検討する必要がある。その再検討の前に、まずケインズとハイエクの論争を整理しよう。

ケインズは、『貨幣論』(Keynes 1930)において、基本方程式を立て、景気変動を説明した。いま、 $E$ を社会の全貨幣所得、 $I'$ をその中の投資財の生産によって得られた所得、 $S$ を所得から消費支出を差し引いた残額としての貯蓄、 $O$ を財で表示された全産出量、 $R$ を財で表示された消費財および用役の産出量、 $C$ を $O = R + C$ の意味における投資の純増加量、 $P$ を消費財物価水準とするならば、以下のような方程式を立てることができる。

$$PR = E - S = \frac{E}{O}(R + C) - S = \frac{E}{O}R + I' - S$$
$$\therefore P = \frac{E}{O} + \frac{I' - S}{R}$$

これが、第一基本方程式である。

また $P'$ を新投資財の物価水準、 $\pi$ を全体としての産出量に関する一般物価水準、 $I (=P'C)$ を新投資財の増加量の価値とするならば、以下のように式を立てることができる。



$$\pi = \frac{PR + P'C}{O} = \frac{(E-S) + I}{O} = \frac{E}{O} + \frac{I-S}{O}$$

これが、第二基本方程式である。

ケインズは、ヴィクセルにしたがって、第二基本方程式の第二項を0にする利子率を自然利子率とよび、実際の貸付利子率を市場利子率と呼ぶ。ケインズは、短期的に投資が大幅な変動を起こし、自然利子率は大きく変動する可能性があるので、銀行制度による利子率操作こそが、貯蓄と投資との一致をもたらすことができる、と考えた。したがってケインズは、金本位制を放棄して、管理通貨制度の採用を主張した。

他方、ハイエクは、『価格と生産』(Hayek 1931)において、利子率と迂回的な生産構造から景気変動を説明した。ハイエクによれば、貨幣は生産構造を攪乱させるから、貨幣を中立に保つ必要性が生じる(貨幣の中立性)。したがって貨幣を中立に保つためには、金融当局は貸付利子率と自然利子率を常に一致させることが必要である。しかし、金融当局によって、貸付利子率と自然利子率を人為的に一致させることは不可能である。なぜなら、①自然利子率の水準の発見は現実的に困難であるため、②銀行の貨幣供給量の変化が不可避であるため、③流通貨幣の必要量が絶え間なく変化しているため、である。すなわち、恐慌に対して信用を人為的的刺激剤として利用することは、生産構造が需要に適応する過程を遅らせるばかりでなく、投資家の誤った投資を招くことで生産構造の適応を阻害する。したがってハイエクは、金準備の量によって流通貨幣数量を制限する金本位制を支持した。

これがハイエクとケインズの中立貨幣をめぐる論争である。したがって、ハイエクとケインズとは真つ向から切り口が異なる。こうしたハイエクとケインズ論争について、カルドアが十全と理解していたことは上述した通りである。ハイエク側についてカルドアがケインズへ接近したきっかけは、ケインズやケンブリッジの経済学者との交流であり、またアメリカへの留学中に手にした『一般理論』であった。カルドアは、ナイトとの論争の過程において、ナイト側に立場を変えて、ハイエク批判を展開した。それ以後のカルドアは、ハイエク資本理論を徹底的に糾弾したのである(木村 2006)。

カルドアのハイエク批判で結ぶことができることは、①ハイエクの理論は完全雇用が出発点であり、たとえ不完全雇用の条件を加えても、資本と労働の切り替えはうまく作動しないこと、②生産期間の長短はノイズにしか過ぎないこと、③新しい投資期間を検討する必要性が生じたこと(技術進歩)、つまりケインズ流の投資決定の理論こそ重要であること、である(*Ibid.*)。カルドアによれば、ケインズは『貨幣論』と『一般理論』の間で、貨幣に関する扱いと、投機を通じたフローとストックの分析について、検討の余地がある。なぜならば、第一に、『一般理論』は、雇用の理論に目を向けるばかりに、貨幣をあたかも外生的に与えると仮定し、『貨幣論』で論じた世界から離れていると感じられる点があること、第二に、フローとストックについての商人・投機家の役割についての議論が欠けていること、少なくとも以上の二点に議論の余地が存在するからである(Kaldor 1982, 1983)。カルドアの「投機の理論」は、ケインズの『一般理論』における「投機」の理論と『貨幣論』を深めることで——不確実性と期待——、ケインズの『一般理論』と『貨幣論』に橋を架けることを試みたのである(Kaldor 1960, pp.3-4; 邦訳pp.3-4)。

### 3-2 カルドアと投資決定の理論——〈実質理論〉対〈貨幣理論〉

カルドアの投機理論を通じて考えるべきことは、カルドアが「投資決定の理論」をどのように

考えていたかである。なぜならば、投資決定の理論は、実質理論と貨幣理論の両面から作られる必要があるからである。しかしながら、必ずしも実質と貨幣については首尾一貫した議論が検討されてきたとはいえない。実質理論によれば、利子は資本の純粋な産出物であり、現在の消費を節制する事に対する報酬である。実質理論は商品市場における利子率を決定し、長期率は本質的には実質的な力に関連する問題である。他方、貨幣理論によれば、利子は貨幣の価格であり、流動性を手放すことに対する報酬である。貨幣利子率は、債券ストックの需要と供給に依存するという流動性選好説、貨幣利子率は証券フローの需要と供給に依存するという貸付資金説のどちらかである。しかしながら、利子は消費決定、投資決定、資産決定の「三重のマージン」に対して、同時に作用する。すなわち利子は、待忍に報いると同時に資本の純産出を反映し、流動性の犠牲の埋め合わせをする (Blaug 1997, ch.12)。

LSE時代からのカルドアの盟友の一人、アバ・ラーナーは、実質理論と貨幣理論に関する利子、資本、投資について興味深い議論を展開している (Lerner 1937)。ラーナーは、幾何学による経済分析の天才で、実質理論と貨幣理論の両面から、利子、投資、利潤がどのように決まるかを見事に図に書いて描いた<sup>18)</sup>。言うまでもなく、実質理論を「生産構造」として把握したハイエクの資本理論は、古典派経済学の延長線上にある重要な議題であった。事実、第二次世界大戦後に生じるケンブリッジ・ケンブリッジ資本論争は、このオーストリア的資本理論に関する論争の上に立つ議論である。しかしながら経済学者は、いつのまにか実質理論と貨幣理論の両面を整合的に論じることの困難を認識したのか、実質理論から距離をとり、実質利子率よりも貨幣利子率に重きを置くようになった (*Ibid.*, ch.12)。カルドアは、生産期間の長短を用いて利子や利潤を論ずることに対して懐疑的になり、生産期間の測定やリカード効果を批判したのである。カルドアは、先述したように、ハイエクとナイトとの論争を通じて、まずハイエク側からナイト側に立ち(カルドアは、『貨幣理論と景気循環』を翻訳している中で、ハイエク理論に疑問をもっていたことも事実であるが、Kaldor (1937) は、ナイトに対してハイエクをある程度擁護している)、その後の「ケインズ革命」を通じて、利子は待忍に対する報酬ではなく、貨幣を保有しないことに対する報酬である、というケインズの立場に寄ったのである (*Ibid.*, ch.12)。

#### 4. 初期カルドアに内在する後期カルドア<sup>19)</sup>

以上の議論からまず指摘できることは、カルドアが「投機」に焦点を当てたこと、すなわち投機家の存在を重要視することは、一見すれば将来を合理的に「期待 (予見)」することが合理的に可能である投機理論 (合理的期待仮説) として捉えることもできるが、「不確実性」を前提に論じている以上、「期待」や「予見」することが不可能である不完全予見の世界を想定していることである。いわゆる後年の新古典派経済学批判としてのカルドア、ポスト・ケインジアンとしてのカルドア像がすでに垣間見えている。本節では、カルドアの投機の理論で論じられているポイントを、ケインジアンとしてのカルドアの政策提言や理論内容と照合する作業を行うことで、戦後のカルドアの議論の源流が「投機と経済安定」「自己利子率のケインズ理論」に含まれていることを確認する。

##### (1) 不均衡の経済学における投機

カルドアは晩年「不均衡の経済学」<sup>20)</sup>と題する著書を公刊し、次のように均衡経済学批判を展開した。「生産者が以前より多くのものをつくる、反対に生産を縮小する、または以前とは異なる

ものを生産するという場合、こうした変化を生み出すシグナルは常に数量の変化であり価格の変化ではない、という重要な結論が導かれる。価格は、正常な生産費用に、通常の利潤マージンを加えて生産者が決める。需要が増減しても、それが一定の範囲内であるかぎり生産者は価格を変えない。需要の増加があまりに大きく、元の価格のままでは顧客の需要を満たせない場合は、価格を一時的に引き上げることがあるかもしれない。逆に、需要の落ち込みが激しく、元の価格のままでは生産を異常に縮小しなければならないとき、一時的に価格を下げるかもしれない。そうした例外はあるにせよ、現実の需要と価格の調整の過程で、価格は非常にマイナーな役割しか果たしていない」（Kaldor 1985, pp.24-25、下線は引用者による）。

こうしたカルドアの均衡経済学に対する批判は、短期の生産調整が価格によって行われる産業と数量によって行われる産業があり、原材料・食料品と完成財で価格形成原理が異なる、というカレッツキーの二分法アプローチに依拠している。そして、ポスト・ケインジアンによって立つ議論では、こうした二分法において次のように「商人」の役割が重要である（服部 1996）。一次製品の市場では価格決定権は商人が保持する一方、工業部門では生産者が費用に基づいて価格を決めるため一次製品市場において将来の予想に対する確実性は存在せず、再契約も認められない。商人は、不確実性の存在する世界で自己の行動を決めており、投機的な活動の中に彼らの積極的な意味を見出して、現物価格や将来価格に対する予想にしたがって、在庫量や供給量を決定する、という重要な役割を担っている<sup>21)</sup>。このように、「投機と経済安定」において論じられた投機の理論はポスト・ケインジアンによって論じられる二分法アプローチにつながる投機の理論を論じることで、通常的需求・供給理論における価格決定に対して、ある限界を示唆している、といえる。

## (2) 一次製品・緩衝用の国際的備蓄制度の創設

1968年以降、主要工業国の工業産出高の単位あたり労働費用の上昇が加速し、世界的なインフレーションが生じ、国際決済において緊張の高まりから1971年に固定為替相場が破棄され、中東における石油価格の突発的な値上げとそれに伴う商品価格の高騰によって、世界中で消費者物価の未曾有の高騰が生じた。それと同時に、工業生産の顕著な後退が起き、失業率は増大した。インフレーションと景気後退が同時に起こる「スタグフレーション」という新規の現象に、いわゆる「経済学の第二の危機」と呼ばれる学問上の挑戦を経済学者は受けた。マクロ経済学の教科書では、ケインズ経済学の失墜と「新しい古典派経済学」の登場を促した、フィリップス曲線を用いたフリードマンによる自然失業率仮説が有名であるが、カルドアは、「インフレーションの原因は一次製品価格の高騰にある。インフレーションの措置のために緊縮主義的な金融政策がとられたので、景気後退が生じた」とし、第一次部門の一次製品の価格の安定を確保する「一次製品に関する緩衝用の国際的備蓄」を提唱した（木村・瀬尾 2012）。すなわち「主要な一次製品のすべてにかんして緩衝用の国際的備蓄を創設する。またそのような緩衝用備蓄のための資金にかんしては、たとえば食料、繊維および金属からなる主要な1次製品によって裏付けられ、これら一次製品と直接交換できる、国際通貨基金の特別引き出し権 S. D. R. と類似の国際通貨を発行して、それと直接的に関連づけて資金調達をおこなう。」（Kaldor 1978, p.228; 邦訳 p.309）。

カルドアの論じた一次製品の国際的備蓄制度は、本稿で見えてきたように、1939年の時点ですでに論じられている。

### (3) 内生的貨幣供給論——ほぼ水平な貨幣供給曲線

晩年、カルドアがミルトン・フリードマンの金融理論に鋭く批判している<sup>22)</sup>。カルドアは、フリードマンによる貨幣数量説の復活を許したのはケインズの貨幣に関する取り扱いが原因であると述べた。すなわちカルドアは、ケインズの『一般理論』の限界の一つとして、貨幣供給が外生的に与えられる点を指摘して、信用貨幣経済の場合には、貨幣供給曲線を垂直的にではなく水平的に描くのが適切であろう、と述べた。カルドアは、MとYの間に相関関係が見られたとしても、それはMが取引の必要に応じて弾力的に変化した結果であり、貨幣供給量は需要に対して消極的に調整される、と論じている。貨幣の定義は、M1、M2、M3と書けるが、もっとも広義の定義であるM3でも、中央当局が所得の増大と完全な一致となるように貨幣を増大させることは不可能である。そして、ここで定義されたM3以外にも多くの貯蓄性預金があることを想起するならば、貨幣供給曲線は水平線として描ける、すなわち貨幣需要こそ貨幣供給を決定づける、と。こうしてカルドアは、内生的な貨幣供給理論を論じたのである（木村 2013）。

本稿で論じたように、カルドアは、「投機と経済安定」の論文では、貨幣供給曲線がほぼ水平になることを示すことで、貨幣供給が外部から決まることに対してすでに反対をしている。この意味でカルドアは、すでに内生説論者であることが確認できる（King 2009）。

### (4) 外国貿易乗数の重要性

外国貿易乗数は、ハロッドがカーンの雇用乗数（限界貯蓄性向の逆数）の考え方を貿易収支に適用した乗数理論である。輸出額と輸入性向から貿易収支がバランスする総所得水準が得られる（中村 2008）<sup>23)</sup>。

第2章で論じたように、カルドアは、この外国貿易乗数が、さまざまな市場において発見される投機的行動のさまざまな形態を通じて、ケインズの「貯蓄—投資」乗数で作用する価格安定化の諸力を弱めることを論じた。後年カルドアが議論をする、所得を通じて内需よりも外需を重視するという、「輸出主導型経済」の議論は「投機と経済安定」の論文に現れていない。しかしながら、この1939年の時点でカルドアが外国貿易乗数を用いて、オープン・マクロ経済について詳細に議論していることは、後年のカルドアの政策の礎になっていると確認できる。

### (5) 二部門モデルの源流

(1)～(4)の議論とも重複するが、カルドアは、晩年に農工二部門モデル（一次産品＝価格変動、工業モデルを硬直的な価格設定）を展開した。晩年のカルドアが農工二部門モデルに注目した理由は、(1) 経済成長を議論するにあたって部門間の相互依存関係があること、(2) 交易条件の大幅な変動を抑え、全体としての経済成長の安定を保つための理論的かつ政策的なアイデアとして、「緩衝在庫 buffer stock」あるいはそれを扱う「商人（取引業者）」の役割が重要であること、である。(1)は、経済を構成するさまざまな産業部門は、価格決定方法、短期の供給の弾力性、規模に関する収穫法則、市場の調整メカニズムなどにおいて相違するために、経済全体の経済成長の時間をつうじたプロセス（経路）を議論するためには、少なくとも異なる二つの部門を想定し、そしてこのような部門間の相違は唯一の成長経路をたどるというよりも、経済成長の要因によってさまざまに異なる経路を示すことにある。(2)は、緩衝在庫を取り扱う商人を明示的に導入することによって、需要予測にもとづいた商人の価格支配力が、短期の適正在庫量の決定に影響を及ぼすモデルを構成するが、このような緩衝在庫が一次産品価格の安定化に寄与する理論的考察は、カル

ドアが政策として提唱していた「緩衝用の国際的備蓄制度」の構築と関係することにある（木村・瀬尾 2012）。

カルドアの農工二部門モデルは、長期的な部門間の均斉成長を説くことが、極めて特殊な分析枠組みであるという現状分析への適用面での限界を乗り越えるために、たどり着いた分析であり、そのモデルは未完成で終わった。1939年の時点でカルドアにこうした二部門モデルの源流が存在していたことは、後年の経済成長論を考える上で重要な点である。

このように、(1)～(5)のカルドアを見るならば、第二次世界大戦後にポスト・ケインジアンとして活躍をするカルドアの議論の源流がほとんどこの論文に存在することを確認することができる<sup>24)</sup>。

## 5. おわりに

これまでの議論を要約しよう。

- 1) カルドアは、ケインズの『一般理論』における第12章の長期期待、及び第17章の自己利子率の理論、「投機的ストックの弾力性」や「予想の弾力性」（ヒックス）を土台に、「投機による価格安定化の影響の度合」という分析ツールを提示しつつも、正常の逆ぎやの理論が成立しないという点を論じたり、投機家や商人の「期待」あるいは「予想」を鍵として論じたりすることで、ケインズの「不確実性」の世界を描写した。「投機の経済安定」はカルドアがLSE時代に執筆した論文であるが、第一次製品の在庫制度、不均衡経済学、内生的貨幣供給論、貿易乗数の理論、二部門モデルの議論が含まれており、後年のカルドアを考える上で興味深い論文である。
- 2) カルドアの「投機と経済安定」は、『貨幣論』と『一般理論』をつなぐ環としての投機の理論を展開した。この論文で、ケインズの『一般理論』のエッセンスである「不確実性」と「期待」について論じつつ、貨幣理論と所得理論・雇用理論のリンクが論じられている。すなわち、投機の理論を通じて、金融政策の意義の限界が示され、その結果、政府の介入による乗数理論や所得理論、及び雇用の理論が示唆される。
- 3) 「投機と経済安定」を通じて、カルドアは、資本主義の不安定性を直視し、それを理性によって管理する立場を示した。カルドアは、「ケインズ革命」による理論的影響を受けたばかりでなく、カルドア自身の政策思想も、ロビンズやハイエクの自由主義から離れ、ケインズの「新自由主義」に接近した。カルドアによる、ケインズの「新自由主義」への傾倒は、戦後のカルドアが主張した「社会民主主義」と連なるものである<sup>25)</sup>。

以上のように見るならば、「投機と経済安定」の論文こそ、〈ケインジアンとしてのカルドア〉としての方向性を決める重要な研究になったと言っても過言ではないだろう<sup>26)</sup>。カルドアの議論から明らかなのは、資本主義は不安定であることに同意していることである。しかしそれは、資本主義について決して悲観的ではなく、むしろ理性により管理するならば、効率よく運営できるという発想である。これは、ケインズの議論と同じである。カルドアの洞察を通じて考えられることは、経済政策において、金融・財政の両輪の重要性が理解されるばかりでなく、資本主義のある社会構造や制度にもメスを入れることの必要性である。金融政策について見るならば、先物市場や金融市場は、数式によるシンプルなモデルで表現されるほど単純ではないこと、すなわち、数式や

純粋理論を用いて研究することを否定するわけではないが、制度の異なる多数の市場構造に目を向けることも重要である、と指摘している<sup>27)</sup>。このことは、現代の金融政策を考える上でも傾聴に値する。

ケインズは次のように述べた。「経済的無政府状態から、社会的公正と社会的安定のために経済力を制御し指導することを計画的に目指すような体制への移行には、技術的にも政治的にも、はかり知れない困難を伴うことであろう。それにもかかわらず、新自由主義（New Liberalism）の真の使命は、それらの困難の解決に立ち向かうことにあり、と私は主張したい」（Keynes 1972 (1925), p.305; 邦訳.p.366)。資本主義の賢明な管理の道を歩むことを望んだケインズと、カルドアは同じ地平に立ったのである。そして、金融理論の限界を認知し、投資によって乗数がはたらくケインズの立場こそ現実の経済状況を把握するには優れているということ、ひいては、ブロック経済やナチスの登場のように不安定化したヨーロッパ全体の経済を復興するためには、ケインズの新しい理論こそ重要である、と論じたのである。こうしてカルドアは、ロビンスのLSEからの逃避先であったグンナ・ミュルダールの国際連合における経済職を1949年に辞し、ケインズの後を追うように、ケンブリッジ大学キングス・カレッジのフェローに着任、その後、ジョン・ロビンソンやカーン、スラッフアらとともに、戦後の現代ケンブリッジ学派の中心的な指導者として活躍したのである。

【表 1】

【主要論文・著作】	【関連事項】
<p>&lt;ロビンズ・ハイエクの影響下&gt;</p> <p>ミクロ経済学の研究, ハイエクの景気循環論の研究, オーストリア学派の研究</p> <p>1932 年オーストリアの経済状況</p> <p>The Economic Situation of Austria</p> <p>1933 年『貨幣理論と景気循環』をクルームと共訳 (ハイエクの理論を疑問に感じつつ)</p> <p>1934 年 均衡の安定性/不安定性 (蜘蛛の巣定理), 企業理論, 不完全競争批判</p> <p>A classificatory note on the determinateness of equilibrium</p> <p>The equilibrium of the firm</p> <p>Mrs. Robinson's "Economics of Imperfect Competition"</p> <p>1935 年 チェンバレンの独占的競争批判</p> <p>Market imperfection and excess capacity</p>	<p><u>大恐慌</u></p> <p>1930 年 LSE 研究生 (Research student)</p> <p>博士論文のテーマは, 「オーストリア周辺の経済状況」</p> <p>1932 年 LSE 助手 (Appointed Assistant)</p> <p>ラーナー, ヒックスら LSE やケンブリッジの若手経済学者たちとの交流始まる</p> <p>1934 年クラリス・ゴールドシュミット (Clarisse Goldschmidt) と結婚</p> <p>&lt;彼女はオックスフォード大学を出た才女。その後ドイツのユダヤ人の避難者を救う機関で勤務, カルドアが労働党にコミットしたのも彼女の影響は大きい&gt;</p> <p>1935 年の暮れ ロックフェラー・フェローシップでアメリカへ留学, ハーヴァードのシュンペーター, フィッシャーらとも会う。研究報告をしつつ, 周遊。</p>
<p>&lt;ケインズ革命&gt;</p> <p>1937 年 ハイエク資本理論の批判的検討, ケインズの『一般理論』やハロッドの動学研究</p> <p>Annual Survey of Economic Theory: the controversy on the theory of capital</p> <p>Prof. Pigou on money wage in relation to unemployment</p> <p>1938 年 On the theory of Capital: A Rejoinder to Professor Knight</p> <p>Stability on Full Employment</p> <p>1939 年 ハイエクの『価格と生産』批判, 補償原理, 第 12 章・第 17 章に関わる投機論文</p> <p>Capital Intensity and the Trade Cycle</p> <p>Principles of emergency finance</p> <p>Welfare proposition of economics and interpersonal comparison of utility</p> <p><u>Speculation and Economic Stability</u></p> <p><u>Keyne's theory of the Own-Rates of Interest</u></p> <p>(投機の論文への付録として書かれたが, 紙面の都合で未公開, 1960 年公開)</p> <p>1940 年 カレツキ=カルドア型景気循環論</p> <p>A model of the trade cycle</p> <p>A note on the theory of the forward market</p> <p>1942 年 ハイエクの『利潤・利子および投資』批判</p> <p>Professor Hayek and the concertina effect</p>	<p><u>『貨幣・利子および雇用の一般理論』出版</u></p> <p>1936 年 2 月 6 日, アメリカでケインズの『一般理論』を手取る。LSE に戻り, カルドアはケインズの『一般理論』やハロッドの動学を講義する。</p> <p>1938 年 講師 (Lecturer) ラスキの後押し</p> <p>学科長のロビンズとの関係が悪化し, なかなか昇任できなかったと言われる (なおここでは「講師」と訳す)</p> <p><u>第二次世界大戦</u></p> <p>投機と経済安定, 自己利子率に関する論文を執筆する一方で, ハイエクの資本理論を徹底的に批判する。新厚生経済学の「補償原理」に関する重要な論文も執筆するが, これは政府の介入を認めるものである。</p> <p><u>1940 LSE のケンブリッジ疎開</u></p> <p>バトル・オブ・ブリテン</p> <p>ハイエク批判の急先鋒 (潰れたナットを叩くカルドア), ケンブリッジの経済学者との深まる交流, ベヴァリッジへの協力</p> <p>統計資料を利用する機会が増え, 実証的な論文の執筆も増える, <u>LSE を 1947 年退職</u></p>

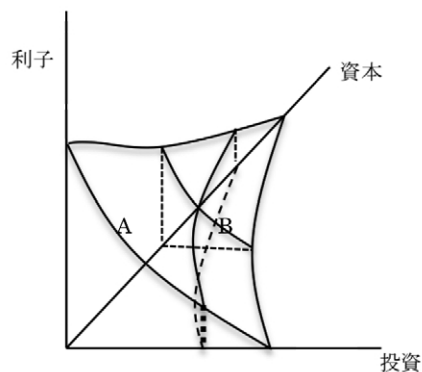
## 注

- 1) 本研究は、科学研究費補助金「ニコラス・カルドアの経済思想——社会民主主義のヴィジョン」(若手研究B:23730205)の助成を受けている。
- 2) 本稿における引用文は、必ずしも翻訳文に従っていない。
- 3) 「ケインズ革命」といっても様々な意味がある。本稿では、『貨幣論』(Keynes 1930)をどのように位置づけるか、『貨幣論』(*ibid.*)と『一般理論』(Keynes 1936)の関係をどのようにとらえるか、という観点に立ち(平井 2003)、〈雇用の理論を生み出した〉という意味で「ケインズ革命」という言葉を用いる。
- 4) カルドアの生涯については、Kaldor (1986)、根井 (1989)、木村 (2009)を参照のこと。
- 5) もちろん、ケンブリッジ・サーカスの面々やLSE同僚のジョン・ヒックス、アバ・ラーナーやジョージ・シャックルらも「ケインズ革命」の影響を受けた点で同じであるが、戦後のポスト・ケインズ派に影響を与えた点や現代ケンブリッジ学派との関係を考慮するならば、カルドアの転向ほど大きなものではない。もしカルドアがロビンズやハイエクの衣鉢を継いだならば、優れたオーストリア学派の理論家になっていたであろう。ロビンズとハイエクを主導とする1930年代のLSEの状況については木村 (2009)を参照のこと。
- 6) この論文は1960年に初めて公刊されたが、もともと1939年に公刊された「投機と経済安定」(Kaldor 1939)のアペンディックスとして執筆された論文である。公刊が遅れた理由は、当時RES(レビュー・オブ・エコノミック・スタディーズ)の編集長であったアーシュラ・ヒックス(Ursula Hicks)が、本論文を紙幅の都合で掲載しなかったことによる(Thirlwall 1987, p.70)。
- 7) もちろん、カルドアのハイエク批判やカレツキ=カルドア型の景気循環、あるいは安定性と完全雇用に関する論述、ピグーとケインズの論争から、カルドアとケインズ革命を探る切り口もある。しかしながら、本稿では、カルドアが「投機」というユニークな視点によってケインズ経済学を豊かにしたという観点に立ち、カルドアの投機理論および自己利子率の解釈に注目する。
- 8) ヒックスは1986年に「私は、君の論文が理論におけるケインズ革命の頂点にあると思う。君は、この論文にもっと榮譽を与えるべきだよ。」と述べている(Thirlwall 1987, p.75)。
- 9) これらの主要二条件は、(a) 財は完全に標準化される、あるいは標準化が可能である、(b) 財は一般的需要のあるものである、(c) 財は耐久的である (d) 財は嵩(bulk)の割合に価値がある、という四つの特性を前提とする。(c) (d) について、すべての財のストックは、それら自体のタームで測られた収益を保有し、そのストックの保持者への補償であるこの収益は、純持越費用の計算において真持越費用から控除される必要がある。純持越費用は負あるいは正となる (*Ibid.*, pp.20-21; 邦訳pp.22-23)。
- 10) リスク・プレミアムは、(1) 中間値からの期待の散布度が大きいほど、(2) 売買契約の規模が大きいほど、大きくなる。不確実性の程度を所与とすれば、限界リスク・プレミアムは投機的ストックの規模の増加関数である (*Ibid.*, p.23; 邦訳p.25)。
- 11) ケインズとヒックスによれば、先物価格と現物価格について、将来の価格が現在の価格と等しいような正常な状態では、先物価格は、投機家として先物市場に介入させることができるだけの、現物価格を下回る逆ぎやの状態になる、と論じている。この差額は、つなぎ手が価格変動のリスク負担を回避するために投機家に支払う一種の保険料である (Keynes 1930, ch.29; Hicks 1939, 岩田 1976)。
- 12) この整理は、岩田 (1976)を参照している。
- 13) 周知の通り、ヒックスは『価値と資本』において「予想」を導入して、一般均衡理論を動学化することを試みたが、カルドアが本論文でヒックスの議論について多々言及していることを見るならば、カルドアの投機に関する「予想」の概念は、ヒックスのそれに多くを負っている。
- 14) こうしたカルドアの側面は、1930年代の様々な論文の中に現れている。たとえば、均衡の類別化の議論において、「経路依存」や「不確定性」の考え方を展開しているし (Kaldor 1934a)、貯蓄や投資の景気循環の議論において、非線形のモデルをいち早く採用している (Kaldor 1940)。
- 15) カルドアは、貨幣の特殊性および利子率を持つのは貨幣のみであるかどうかを論じている。カルドアの整理に従い、ケインズの理論を確認しておこう。(1) ある商品(資産)の自己利子の自己率、(2) 貨幣利子の自己率、(3) 資産の「限界効率」、の三つの概念を用いる。諸資産の収益を $q$ 、諸資産の持越費用 $c$ 、資産の流動性プレミアム $l$ ならば、(1)については、 $q_n - c_n + l_n$ と書ける。ここで、 $q_n - c_n -$



$r_n$ と書き換え、 $a_n = (EP - CP) / CP$ とすれば、貨幣利率は $a_n + q_n - c_n - r_n$ となる。一般均衡条件は、 $a_1 + q_1 - c_1 - r_1 = a_2 + q_2 - c_2 - r_2 = \dots = a_n + q_n - c_n - r_n$ となる。これは、自己利率の自己率における差異によって残された食い違いを満たすばかりでなく、長期においては、a項はゼロとなり、多種多様の資産ストックは、多種多様の自己利率の自己率の間の均等を保証する (Kaldor 1960c, p.62; 邦訳 p.74)。多種多様の利率を考慮することは、ケインズの『一般理論』第十七章の議論、ひいてはスラッファの議論によるが、カルドアは貨幣利率こそ、他の利率を支配する、と述べ、ケインズの自己利率を批判している。

- 16) カルドアが「投機の理論」で参照しているのは、『一般理論』第12章長期期待の状態である。
- 17) ケインズの見解は以下の通りである。「私自身としては、現在、利率に影響を及ぼそうとする単なる貨幣政策が成功するかどうかについていささか疑いをもっている。私は、資本財の限界効率を長期的な観点から、一般的、社会的利益を基礎にして計算することのできる国家が、投資を直接に組織するために今後ますます大きな責任を負うようになることを期待している」(Keynes 1936, p.164; 邦訳 p.162)。注意したいのは、ケインズは一時的に保護主義的な立場をとったにせよ、彼のスタンスは頑な自由主義の立場であったことである (中村 2008)。この点は、カルドアとケインズの袂を分かたず。
- 18) ラーナーの図 (Lerner, 1937, p.351) は以下の通りである。利子、資本、投資についての三次元の図を書くならば、投資軸に沿う動きはつねに資本軸に沿う動きを意味し、AとBの曲線は資本軸に沿う限界生産物曲線に一致する。ある経済における正の純投資について、利率はその時点で資本の限界生産物より小さくなる (cf. Blaug 1997, ch.12)。



- 19) ここで述べる後期カルドアは、第二次大戦後ケンブリッジ・キングスカレッジのフェローおよび教授として活躍する時期のカルドアを指す。
- 20) カルドアが商人や投機家について視点をあてて議論することは、ネオ・オーストリア学派の市場過程論と通ずる点があるように思われる。この点において、カルドアは、ロビンズやハイエクの企業家や市場の生成の議論に多くを学んでいると著者は考えている。30年代のLSEは、ロビンズの定義やヒックスの『価値と資本』に見られるように、あまりにも数学的な経済理論が発展している一方で、ハイエクによる主観主義や市場論・知識論も存在していた。その意味でLSEはさまざまな学派が交差した場であったと言える。
- 21) 商人に関するカルドアの議論は、服部 (1996) を参照している。
- 22) カルドアとフリードマンの両者の論争は理論的に立場が真逆であるが、それは両者の「価値判断」の相違である (木村 2013)。経済理論は必然的に価値判断を伴うものであり、決して客観的ではないと筆者は考える。
- 23)  $Y = 1/i E$  (Y: 総所得 E: 輸出額 i: 輸入性向) である。
- 24) 晩年のカルドアは、LSEで教鞭をとったアリン・ヤングの収穫逓増論を (突然) 持ち出して議論をするようになる。代替性よりも補完性に重きを置く、カルドアの収穫逓増論は、本稿で論じている様々な議論と結びついて、戦後のカルドアの経済成長論の重要な柱となる。
- 25) ただし、戦後のカルドアが進めた「社会民主主義」は、ケインズの「新自由主義」とは異なる、と筆者には思われる。その理由は、ケインズは、修正資本主義者として政府の介入を認めたとはいえ、自

由党支持者としての自由主義経済学者であったこと、他方カルドアは、徹底した労働党の支持者で、ハンガリーからの移民としての立場を有していたこと、などがあげられるように思われる。

- 26) カルドアは、当該論文発表以後、ケインズ経済学に関する論文を発表していく一方で、ハイエクの純粋資本理論の概念を徹底的に批判する論文を執筆する。カルドアのハイエク批判については木村(2006)を参照のこと。
- 27) カルドアの「投機と経済安定」における「便利収益」の議論は、戦後の財政理論に大きな論争を引き起こした『総合消費税』(Kaldor 1955)の議論に影響を与えている。

#### 参考文献

- 伊東光晴 (2006) 『現代に生きるケインズ——モラル・サイエンスとしての経済理論』岩波新書。
- 岩田暁一 (1976) 「先物価格と予想価格」『三田商学研究』第19巻第5号、12-35ページ。
- 木村雄一 (2004) 「初期カルドアと企業の均衡」『経済論叢』第173巻第5・6号、68-88ページ。
- (2006) 「初期カルドアとハイエク資本理論」『経済学史研究』第48巻第1号、93-109ページ。
- (2009) 『LSE物語——現代イギリス経済学者たちの熱き戦い』NTT出版。
- (2012) 「N.カルドアの農工二部門モデルの再検討：モデルの意義と政策」『埼玉大学紀要教育学部』第61巻第1号、183-199ページ、(瀬尾崇と共著)。
- (2013) 「N.カルドアとマネタリズム」『埼玉大学紀要教育学部』第62巻第1号、203-214ページ。
- 白川方明 (2008) 『現代の金融政策——理論と実際』日本経済新聞出版社。
- 平井俊顕 (2003) 『ケインズの理論』東京大学出版会。
- (2007) 『ケインズとケンブリッジの世界』ミネルヴァ書房。
- 中村隆之 (2008) 『ハロッドの思想と動態経済学』日本評論社。
- 根井雅弘 (1989) 『現代イギリス経済学の群像——正統から異端へ』岩波書店。
- 吉川洋 (2013) 『デフレーション——“日本の慢性病”の全貌を解明する』日本経済新聞社。
- マルク・ラヴォア (2008) (宇仁宏幸・大野隆訳) 『ポストケインズ派経済学入門』ナカニシヤ出版。
- Blau, G. (1944-45) “Some Aspects of the Theory of Futures Trading,” *The Review of Economic Studies*, 20, pp.1-30.
- Blaug, M. (1997) *Economic Theory in Retrospect*. New York: Cambridge University Press. 久保・真実・関・浅野・宮崎他訳『経済理論の歴史I～IV』東洋経済新報社、1982-1986年、なお翻訳は第三版である。
- Dow, J. C. R. (1940) “Addenda to Mr. Kaldor’s Note”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 7, No. 3, pp.201-202.
- Hayek, F. A. (1933) *Monetary Theory and the Trade Cycle*, translated by N.Kaldor and H.M.Croom. London: Jonathan Cape. 『貨幣理論と景気循環』ハイエク全集1 (古賀勝次郎他訳)、春秋社、1988年。
- (1935 (1932)) *Prices and Production*, 2nd ed. London: George Routledge & Sons. 『価格と生産』ハイエク全集1 (谷口洋志他訳)、春秋社、1989年。
- (1939) *Profits, Interest and Investment*. London: Routledge & Kegan Paul. 『利潤、利子および投資』ハイエク全集2 (加藤寛他訳)、春秋社、1989年。
- Hahn, F. H. and Matthews, R. C. (1964 (1965)) “The Theory of Economic Growth: A Survey,” in The American Economic Association and The Royal Economic Society, *The Surveys of Economic Theory. Volume 2 Growth and Development*. London: Macmillan. 『現代経済理論の展望II』(神戸大学経済論研究会訳)、ダイヤモンド社、1972年。
- Hawtrey, R. G.1940.Mr. Kaldor on the Forward Market, *The Review of Economic Studies*, Vol. 7, No. 3, pp.202-205.
- Hicks, J. R. (1939 (1946)) *Value and Capital*. Oxford: Clarendon Press. 『価値と資本』(安井琢磨・熊谷尚夫訳)、岩波文庫、1995年。
- (1967) *Critical Essays in Monetary Theory*. Oxford: Oxford University Press. 『貨幣理論』(江沢太一・鬼木甫訳)、東洋経済新報社、1972年。
- Kaldor, N. (1932) “The Economic Situation of Austria,” in *The Harvard Business Review*, October.
- (1934a) “A Classificatory Note on the Determinateness of Static Equilibrium,” in Kaldor (1960a).
- (1934b) “The Equilibrium of the Firm,” in Kaldor(1960a).

- (1934c) “Mrs. Robinson’s Economics of Imperfection Competition,” in Kaldor (1960a).
- (1935) “Market Imperfection and Excess Capacity,” in Kaldor (1960a).
- (1937) “The Recent Controversy in the theory of capital” in Kaldor (1960b)
- (1938) “Professor Chamberlin on Monopolistic and Imperfect Competition,” in Kaldor (1960a).
- (1939a) “Capital Intensity and the Trade Cycle,” in Kaldor (1960b).
- (1939b) “Speculation and Economic Stability,” in Kaldor (1960b).
- (1940) “A Model of The Trade Cycle,” in Kaldor (1960b).
- (1942) “Professor Hayek and the Concertina Effect,” in Kaldor (1960b).
- (1955) *An Expenditure Tax*, London: Macmillan. 『総合消費税』(時子山常三郎監訳) 東洋経済新報社、1963年。
- (1958) A Note on Kaldor’s ‘Speculation and Economic Stability’: A Comment, *The Review of Economic Studies*, 26(1), p.69
- (1960a) *Essays on Value and Distribution*. London: Duckworth.
- (1960b) *Essays on Economic Stability and Growth*. London: Duckworth. 『経済安定と成長』(中村至朗訳) 大同書院、1964年。
- (1960c) “Keynes’ theory of the Own-Rates of Interest,” in Kaldor(1960b).
- (1966) “Causes of the slow rate of economic growth in the United Kingdom,” in Kaldor (1978).
- (1972) “The Irrelevance of Equilibrium Economics,” in Kaldor (1978).
- (1974) “What is wrong with economic theory,” in Kaldor (1978).
- (1978) *Further Essays on Economic Theory*, London: Duckworth. 『経済成長と分配理論』(笹原昭五・高木邦彦訳)、日本経済評論社、1989年。
- (1982) “Limitations of the General Theory,” in Kaldor(1989)
- (1983) “Keynesian Economics After Fifty Years,” in Kaldor(1989).
- (1985) *Economics without Equilibrium*. Cardiff: University College Cardiff Press.
- (1986) “Recollections of an Economist,” in Kaldor (1989).
- (1989) *Further Essays on Economic Policy and Theory*. London: Duckworth.
- (1990) *Nicholas Kaldor’s Notes on Allyn Young’s LSE Lectures, 1927-29*, Sandilands, R.J.ed., Bradford : MCB Univ. Press.
- Keynes, J. M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan. (塩野谷祐一訳) 『雇用・利子および貨幣の一般理論』 東洋経済新報社、1983年。
- (1971). *Essays in Persuasion, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. IX, London: Macmillan. (宮崎義一訳 『ケインズ全集9 説得論集』 東洋経済新報社、1981年。
- King, J.E. (2009) *Nicholas Kaldor*. New York: Macmillan.
- Lerner, A.P.(1937) “Capital, Investment and Interest,” in Lerner, *Essays in Economic Analysis*, 1953, London: Macmillan.
- Samuelson, A. P. (1946) “Lord Keynes and The General Theory,” *Econometrica*, 14(3), pp.187-200. (篠原三代平・佐藤隆三編集 『サミュエルソン経済学体系⑨』(宮沢健一訳) 「ケインズ卿と『一般理論』」 勁草書房、1979年)
- Streeten, P. (1958) A Note on Kaldor’s ‘Speculation and Economic Stability’, *The Review of Economic Studies*, 26(1), pp.66-68.
- Targetti, F. (1992) *Nicholas Kaldor: The Economics and Politics of Capitalism as a Dynamic System*, New York : Oxford University Press
- Thirlwall, A. P. (1987) *Nicholas Kaldor*. Washington Square: New York University Press.
- Turner, M. S. (1993) *Nicholas Kaldor and the Real World*. New York: M. E. Sharpe.

(2013年10月30日提出)

(2013年11月21日受理)

# Early Kaldor on Speculation, Interest and Economic Stability

**KIMURA, Yuichi**

Faculty of Education, Saitama University

## Abstract

This paper deals with N. Kaldor on Speculation, Interest and Economic Stability from the viewpoint of Kaldor's theories, his policy and his thought. According to some previous studies, both Kaldor's theories of *Speculation and Economic Stability* and his studies of *the Own-rates of Interest* in Keynes's *General Theory* are shortly introduced and summarized as his original monetary theories of his later attacks on Friedman's Monetarism, or his important attitude to the role of merchant and speculators in the stock market. However, what seems to be lacking is that they don't deal with the significance of Kaldor's theories of Speculation on the economic stability while considering his conversion from Robbins's and Hayek's theory and policy to Keynesian's. Therefore, the purpose of this paper shows that we clarify not only the significance of Early Kaldor's theories of Speculation, Interest, Economic Stability, but also how far Early Kaldor's position was from Robbins's and Hayek's stance.

**Key words:** N. Kaldor, Speculation, Interest, Economic Stability, Keynesian Revolution