

資本利子率と貨幣的利子率の分離

—利子論のケインズ革命とその歴史的地位—

鈴木 則稔*

The Theoretical Development of the Capital Interest & the Monetary Interest: The History Made by Böhm-Baverek, Wicksell, and Keynes

Noritoshi SUZUKI *

Abstract

Until John Maynard Keynes classified the notion of the interest rate, or the rate of profitability, into the two categories, many theorists of the major old and classic school of economics used one type with the other. Such theorist of Austrian school as E.Von. Böhm-Baverek thought of the interest rate as the productivity or profitability of material "capital". The first theorist of the Stockholm school, Knut Wicksell, made further refinement to it. But they did not so clearly differentiate capital interest from the other type, for example "the bank rate" etc., which called "the monetary rate". It is J.M. Keynes who classified the notion of interest into the two sets, the real interest and the monetary interest. To inquire the development of interest theory would give us useful findings.

Key words: Böhm-Baverek, Wicksell, Keynes, interest, capital.

JEL. Classification: B22,B31,B41,B53,E12,E43

0. はじめに

J.M ケインズの経済学における最大の功績はその著「雇用利子及び貨幣の一般理論」の中で「有効需要の原理」に到達したことである。この有効需要において消費支出に次いで大きな地位を占めるのは固定資本の増加等つまり投資支出である。しかも、上下変動幅の大きさとと言う点で、投資支出の景気に与える

心理的衝撃は消費のそれに勝る。また、投資の決まり方それ自体も不安定で、消費よりも把握の難易度が高く、各国政府ともその制御に苦心する。この論文の主役は、投資を左右する主な要因のひとつとされる利子率である。この利子について、歴代の経済学がどのような見方をしてきたのか。とくにケインズによる利子率の取り扱いを軸に、その展開ぶりを解析したい。

* 筑波学院大学経営情報学部、Tsukuba Gakuin University

ケインズの利子率への視線には複雑精妙なものがあつた。彼がたどり着いた結論からすると、ケインズ以前の理論は彼以上に投資の決定に利子率を絡めていたことになる。利子率の捉え方も含め、ケインズにしてみると“古典派”（ケインズの言う古典派、本来の英古典派とは少し異なる）など従来型の利子率見解は必ずしも“世界大不況（＝The Great Depression）”等の分析や政策立案に効果的ではなかつた¹⁾。

「一般理論」の中で貨幣や利子率に関して、古典派利子論の欠陥をケインズは強く主張している。とは言え、マクロ経済学の祖としての名を高めた「一般理論」における利子率決定理論と貨幣数量の取り扱いは極めて巧緻な作りをしており、様々な角度での切込みが今なお必要である。

一方、ケインズ以前の英国古典派と欧州大陸での利子論の流れを辿ると、利子と言う言葉には二つの流れがある。ひとつは「貸付利子率」「銀行利子率」「債券利子率」など金融機関や金融市場での実際の取引に用いられる数字であり、もう一方は、表面の金融取引とは異なる、何か源泉となるものをイメージする。つまり表面でしかない貨幣経済の下深くに隠れた“本質”があるはずだという哲学の認識論（epistemology）にあるような考え方である²⁾。この後者こそ貨幣と言う“ヴェール”の下に隠された真の利子、利子率であるはず。ではそれは何か。このような議論が主に欧州大陸でなされてきた。資本主義社会の生産プロセスを意識すれば、後者として一番相応しいのは「資本利子」と言われるものだろう。より広く「自然資本利子」「実物利子率」と言う表現もある。

ケインズは、利子率とは別の名称を付けた「資本の限界効率」という概念を作り出した。これをケインズ以前の理論家が考えていた“利子率”と比較することや、通常の利子と資本利子に擬せられるものを区別した彼の

意図がどのように作られていったのか、少しでも接近比較することは大切である。

ケインズの利子論解明には様々な方法があり得るが、この論文の目的は、利子の思想や学説の流れにおけるケインズの位置付けを見出すことである。また、このような利子本質論の歴史探究は、今後の金融世界的変化を想像することに少しは役立つであろう。ここでの焦点は、資本利子と貨幣利子の二つが存在すること、また、その二つを学者達がどう認識したか、ケインズでそれがどう変わったのか、である。そして、今後の金融経済の展開、超低金利やキャッシュレス化、仮想通貨の増加等による変化について考える際にプラスになる幾分かのイマジネーションが有りえないか。考えてみたい。

1. 伝統的利子論

1.1. 古代の実物利子と貨幣経済化後の利子

利子の概念は「旧約聖書」にも出てくると言う。つまり人類史においてどこが最初だったのかも含め、本当にはわからないことが多い。そんな中、利子または利息の概念については古代から、お金で払われる貸した金への見返り、と言うくらいの意味が付いている。ただ、貨幣経済になった時期は各国各文明によって差がある。貨幣がない時代にも、経済的富である「穀物の種蒔」を一定量他人に貸し付けて、次の収穫時期に、元の一定量に何かプラスして返してもらう、といった取引はあったようである。この古代の“物々交換経済（barter economy）”時代における、そのプラス部分が、貨幣経済時代になってからの利子そっくりなので、後に例えとして“実物利子”と言うようになったと考えることが自然であろう。

本来、実物経済とか実物利子と言う言葉は、歴史的には最近になってから経済学の「貨幣経済」に対置する概念として言い出さ

れた言葉で、その裏にある、「貨幣はその下に隠れている本質を代わりに表現している“表面のヴェール”であり、貨幣抜きの世界つまり実物、リアルの世界に存在する実物経済の利子こそが本当の利子である。」と言う考え方をするときには主に使う言葉である。しかしこのように振り返ってみれば、利子と言う現象は必ずしも貨幣的な現象に限定して考えるものとは限らないと言うことが古くから知られていたことも確認できる。

1. 2. Interest : OED から

日本で関が原の戦いが行われた頃、つまり1600年代初頭、英国ではすでに国債が発行されて国債利子率が存在し、その統計が残っていることも知られている。このように近現代における貨幣経済の利子 (interest) については、やはりイングランドまたは英国 (United Kingdom) の経験を見て行く必要がある。資本主義市場経済を前提とするなら、最初の資本主義国英国の観察を外すわけには行かない。

O.E.D (Oxford English Dictionary) によれば、日本語での利子または利息の英語である“interest”の意味するところは、1.「興味」に該当する意味、3.「利害」に該当する意味、この二つに対して、以下のように2.と4.が利子相当の記述になっている³⁾。

2. ... money paid regularly at a particular for the use of money lent, or delaying the repayment of a debt [as modifier] *interest payment.*

4. a stake or involvement in an undertaking, especially a financial one: *holders of voting rights must disclose their interests* | ... legal concern, title or right in property.

このように、標準的な英語の利子概念として、interest と言うものには貨幣的な側面が付いて回る。つまり利子、利子率と言う場合

初めから貨幣経済的つまり monetary な現象として捉えていると言ってよい。ここで“英国古典派”について確認しておこう。

1. 3. アダム・スミス

アダム・スミス以下、英国経済学の古典的名著とされるものを観察すると、すでに利子率は（金融的には）存在するものとして登場している。すなわち物的投資などのため資金を借りた場合のレンタル料として自然に存在するものとして扱われている。スミスの「国富論」での利子 (interest) は、資金の貸借で発生するものとして、自然に存在するものとして出現するが、特徴的なことは、利潤 (profit) との関わりを強く指摘するということだ。「国富論」は現代の経済学の中でも継承されている三つ即ち、①労働、②資本（英語は stock または capital stock）、③土地、この三つを「生産要素」とする見方を提示した初期の著作と認識される。労働には賃金、土地には地代が支払われるのと同様に、資本には利潤があてられることも同時に記され、「国富論」ではそれぞれに解説分析がなされている⁴⁾。

第一編第六章「商品の価格の構成部分について」（原書 p.54）にスミスによる利子の定義がある。

「資本からそれを使用する人により引き出される収入は利潤と呼ばれる。自分では、資本を使用しないでそれを他人に貸し付ける人が、その資本から引き出す収入は、利子または『貨幣の使用料』と呼ばれる。」

また、同書「国富論」第一篇第九章「資本の利潤について」第二節（原書 p.90）には「利潤率の推移は、利子率の推移を通して推測することができる。」という記述がある。「利潤の一部は、危険を冒し面倒を借しまず貨幣を使用する借り手と、別の一部は借り手にこういった利潤を獲得する機会を提供した貸し手

に帰属する。]「貨幣への利子は派生的なもの」と言う表現がこのあとに続く。「国富論」にはこのほか「市場利子率」や「公債利子」「法定利子率」という言葉も登場する。ヘンリー八世による「10%超え利子の違法化」といった事例も取り上げられる。

参考までに。スミスの12歳年長の友人で哲学やイングランド史で現在も残る古典を残し、社会、経済の評論も多く、学説史ではとくに「貨幣数量説 (quantity theory of money)」の提唱者とも言われる D. ヒュームは、次の様なことを「市民の国について」(下)の中で述べている。

いかなる国であれ、利子が低いことほど、その国の反映ぶりを正確に示す目印はない。……………

高い利子率と低い利子率には三つの原因が考えられる。

三つとは、①借り入れ需要の大きさ。②借り入れに応じる資金の大きさ、③商品流通から生じる利潤の大きさ (ヒューム (1982) p.74より一部改変)

つまり、低利子率であるには、借り入れ需要に比して、それに応じる資金が大きいことが必要。商品から発生する利潤が多いと高利子になりうる。このような見解を述べている。

なお、スミスは「国富論」の執筆において、税制や貨幣論などでヒュームの影響下にあったことは明らかなことである⁵⁾。

1. 4. D. リカードと R. マルサス

英国古典派でのスミスの継承者と見られるリカードの代表作「経済学と課税の原理」にもやはり「利子率の歴史から利潤率の歴史が与えられる」といった記述がある。同時に、スミスによる「資本に与えられる利潤率確定の困難さ」も取り上げているが、基本的にスミスの継承ということでは極端な変化はない。そもそも言及自体が少ない。

これに対して、ケインズが自らは「私は、リカードではなくマルサスの系譜にある」とわざわざ書く、そのロバート・マルサスの利子についての記述を確認しておこう。ひとつはマルサス (原著1820、訳1968) つまり「経済学原理」'Principles of Political Economy'、他のひとつは、マルサス自身による解説書 Malthus (1827) 'Definitions of Political Economy' である。同書 (1827) Chapter X p.241では、'interest' とする項目でなく 'The interest of Money' となっている。その内容は⁶⁾、

貨幣の形での「資本の純利潤」、ただし、リスクやそれ (資本) を用いることによるトラブルは別儀に扱う。

となっている。それに先立つ「原理」では、原書 p.318 (第5章資本の利潤について第3節途中) 付近に、利子率についての記述が現れる。

1) 「貨幣の利子」と言う言葉と、それと同系統の意味での記述「一般利子率が3.5%」あるいは「自然利子率 (注釈では第三者による推計) が3%を維持」が同じ頁に出現する。また、

2) 「政府証券・・・(その) 利子の大きな下落」をもって「資本を有利に用いることの困難さ、低い(資本の)利潤率」と表現しなおす。このようなことが記載されている。そして原書 p.319の後半に、

3) 「・・・利潤率は一般にこの高い (市場) 利子率に完全に比例していた。」と言う記述がある。結局、利子率は貨幣的借り入れなど金融的なもので、そこで得た資金自体あるいはその資金で準備した資材 (= 固定資本など) の価値が生み出すものが利潤であり、それが利子支払いの源泉になっていた。このようにマルサスも理解していたと言える。

2. 資本利子：オーストリー理論、実物利子の分離

2. 1. 資本利子概念の登場—利子の背後にある生産のイメージ

2. 1. 1. 生産要素としての資本とその収益

利子の本質または源泉が生産活動にあると言う見方は古い時代からある。そして「生産」には、①労働、②土地、そして③（前二者以外で）過去に作り出されていた財すなわち資本（＝ストック）があるとして、三つ並列させて分析論評したのは、アダムスミスの「国富論」である。労働には賃金を、土地のサービスには地代を、そして、前二者分を生産物の販売収入から差し引いた残り分すなわち“利潤”から、資本分のカネを出し（出資した（労働者でも地主でもない）出資者に）応分の支払いつまり利子を分配する、それが経済だ。このような見方がすでにスミスの著作にも載っているのである。したがって、資本ストックへの出資者への利子分配すなわち「資本利子」の考え方自体は新しいものではない。ただ、上記③にあるように、労働や土地と異なり、資本は設備や機械などのように物的であると捉えたと、すでに製造された財でもあるし、数量化する際の対象、区分けの範囲についても非常に扱いにくいという問題点があった。

2. 1. 2. ボエーム-バヴェルクの資本理論

ここで登場したのが、ウィーンにおいてカール・メンガー（Karl Menger）⁷⁾の学生であったオイゲン・フォンボエーム-バヴェルク Eugen Von. Böhm-Baverk である⁸⁾。ボエームは生産に貢献する財サービスのうち、労働を除くあらゆる物財等の“総体”を資本とイメージして、そこから彼の判断でおかしいと判断したものを除外し、残りを資本または、社会資本+私的資本、などと定義した。この“総体”と言うのは、次のようなことである。

ボエームによれば、生産には時間がかかる。技術的に高度なものほど手間暇と言う点で時間がかかる。例えば自動車の完成品なら、膨大な数の材料、細かな部品や塗料から仕掛かり品、現代なら複雑なソフトウェア、おそらく全体の設計図、部品の設計図、半導体の設計回路、そのノウハウ、そのノウハウを考える技術者の生活のためにスタンバイしている生活物資、同サービスもボエームの言う資本の範囲に含まれる。ボエームの頭にあった資本のイメージと言うのは、新型自動車を発案し設計が確定し生産計画を立案し、設備と材料と人員が整い、生産が開始継続され、検査され、完成品が市場に出て消費者が購入するまでの長い期間つまり生産期間に、関わった一連の物財サービスの列すべてすなわち“総体”である⁹⁾。

次に、後にこのボエームの理論を最も良く学習し改良したとされる、北欧学派（ストックホルム学派）のクヌート・ヴィクセルによる解説（ヴィクセル（1893）参照）を主に下敷きとして、オーストリー利子論の要点を説明したい¹⁰⁾。

2. 1. 3. ボエーム-バヴェルクの資本利子とヴィクセルの解釈

利子はとくに近代以降では金融に現れてくる「事象」なので、その数値としての定義は「貸付利子率」や「銀行利子率」の説明になる以外にない。表題を「資本の積極理論」と邦訳されているボエームの資本理論はどのようになっているか¹¹⁾。

Book I The Nature and Conception of Capital “資本の性質と概念”の第二章 The Nature of Capital に続く第三章 Historical Development of the Conception で、「資本は利子を生むお金の総計（interest-bearing sum of money）」と言う古代以来の利子の表現を紹介している。

Book VI The Source of Interest では、その第一章の表題が The Loan and Loan Interest

で、一応現実の利子現象が一般人の前に貸付けの形で現れることを前提に説明を入れている。しかし、そもそも Book VI の表題は“利子の源泉”で次の第二章は“資本家の引受け利益” The Capitalist Undertaking が表題で生産活動に焦点が当たる。ただ、以上二つとも、まだどちらかと言うと貨幣的な利子としての説明部分である。

それに対し、一転して Book V Present and Future “現在と将来”では、本格的にポエームの利子現象理解の本質が明示される。第一章 Present and Future in Economic Life “経済生活における現在と将来”冒頭には、次のようなポエームの所感が述べられている。

＜現在財は、原則として、将来財より高い価値を有する。その質と数において。

この命題はこれから私が提示する利子理論の核心であり、中心を成す。＞

また、後にヴィクセル (1893) がポエームの代表著作として引用する「資本と資本利子」の英訳すなわちポエーム-バヴェルク (1890) でも、同様の表現がある¹²⁾。

ヴィクセルは自身の利子論を、「その多くはポエームに依拠している」、「自分はポエームの生徒」と明確に宣言しつつ、ポエーム理論の改良をもって持論を展開する。そして、なぜ人々は優位な現在財をわざわざ、このような“打歩 (Agio)”を付けながらも将来財と交換するのかという問題に切り込んでくる。結局、現在財を将来に持ち越すプロセスは将来のより効率的な生産に貢献するからと言う理屈がここで出現する。ヴィクセルにすればそれがすなわち、生産的な意味での“資本”の役割ということになる。これは、「資本の生産力」に注目することになるので、ポエーム以前からあった利子根拠としてのチューネンらの所謂「生産力説」に近いものと見られる。ポエーム自身はこのことを否定しているが、ヴィクセルは「同じもの」とし

ている。ヴィクセルによるポエーム的利子論の説明は、このあたりから「資本利子」に中心が移ってくる。

2.1.4. 分配論としてのポエーム資本利子論：ヴィクセルの改良モデル

ところで、ヴィクセルはその著「価値・資本及び地代」¹³⁾で、ポエーム-バヴェルクの意図を解釈しモデル化し、かつ問題点を洗い出し、手直しをして資本利子などの変数の動きについて自分流の結論を導いている。これを見ると、統合された“ポエーム・ヴィクセルの資本利子”は、このあと見るようなケインズによる「資本の限界効率」の扱いとは、その目的を異にすることがわかる。

広義で言えば双方ともマクロ経済変数やその動きの確定を目的視しているが、前者の場合はケインズより社会的分配論の視点を色濃く反映していると言える¹⁴⁾。

ヴィクセルは、ポエームの問題設定を数式化し¹⁵⁾、

$$\begin{aligned} \text{利子} : Z & \quad \text{労働者の年賃金} : W \\ \text{最終生産物の価値 (GDP と見なす)} : Y \\ \text{生産期間} : T & \quad \text{労働人口} : L \\ \text{労働者あたり年平均生産} : P \end{aligned}$$

$$P = Y/L$$

などと指定した上で、ポエームのいわゆる「迂回生産」と限界生産力逓減の前提を採用し、生産能率 P は生産期間 T の増加関数であるとして¹⁶⁾、

$$P = F(T) \quad \text{ただし} \quad F' > 0 \quad F'' < 0$$

この生産関数を変形して次式を導く。

$$P = W(1 + Z \cdot T/2)$$

この W を最大化すべく、

(1) 利率 Z をパラメーターとして T を定める問題、と逆に、

(2) W をパラメーターとして利率 Z を最大化すべく T を定める問題

を二つ並べる。この場合の利率 Z は、本来は銀行の利率、貸付利率となる。

しかし現実問題としては、社会の支配構造

からして、現実には後者の問題（2）すなわち最大化対象はZ資本利率になると見ることが出来る。ポエームは、資本家に帰属する資本利率が極大化されると言うのが現実、つまり（2）の方が現実と言いたかったのだろう。マクロ経済的には資本利率としての利率Zの極大条件の下で資本投下が図られるだろうとして分析が進む¹⁷⁾。

結局、ポエームの分析として「資本の需要供給の不均衡によって利率が変動し、それによって最適な生産方式が変化し、採用される賃金も変化する。」と言う定理になり、これは、「利率は市場の調整を行い、その利率は市場が決める」と言うコララー（系）をももたらした。

このポエームの枠組みに対しヴィクセルは修正を加える。まず①限界生産力の逓減($F'' < 0$)について疑問を投げ、もしそれが妥当しない場合、生産期間を長期化すればするほど資本利子は上昇するので、極大値の決定はできないと主張する。また②土地と地代という生産要素が分析から省略されていること、さらに、③利子が需要と供給つまり市場で決まると言うポエームの想定は現実的でない。ヴィクセルはこのように主張し、ポエームを土台としながらも、師とは異なった利子の動きの説明をする¹⁸⁾。そして、次のような、資本家に帰属すべき利子に関する結論を提示する。

1) 利率の確定的高さは需要と供給によってではなく、所与の条件下で最も有利な生産期間の収益性によって決定される。

2) その際、賃金がどうであるかについては別の問題である。ポエームは上記1)と賃金を関連させたことで間違いをおかした。

ヴィクセルが到達したこの結果により、「国民資本が相対的に増加するとき、利子の高さは低下する。」つまり資本主義的生産が高ずるほど、生産の成果に対する労働者の分け前は増加し、資本へのそれは低下するはず、と

の結論に達した。しかし同時に、生産収益自体が増加している状況下で、資本家への利率は低下しても、分配されるパイの額全体は増加し、労働賃金と労働者層への分け前については逆になっている可能性を排除できない。ヴィクセルはこのように分析した。

大陸とは別の英国にも、このようなポエームやヴィクセルの理論が当然伝わりつつあった。次節ではこれを示す。

3. マーシャルの認識とケインズの変化

3.1. マーシャルの「原理」

アルフレッド・マーシャルはネヴィル・ケインズの友人で、その息子メイナード・ケインズに経済学の手ほどきを行った人物だが、その著「経済学原理」'Principles of Economics'は、アダム・スミス以来の英国古典派の理論を、大陸の限界理論など新機軸を取り込むことで、現代風に再構成した当時の権威である。

マーシャル「原理」の利子論は、やはり「資本(Capital)」とは何かについての記述の近くに述べられている。まとめると¹⁹⁾、

- 1) 第二篇(Book II)「若干の基本的概念」第4章「所得・資本」§2から、「資本の利子(Interest of Capital)」は「利子とは借り入れたもの(loan)の1年間の利用に対し借り手が支払うものであり、支払いの対借り入れ比率を持って表現する。」「この用語(資本利子)は、より広義には、資本(ストック相当額)から得られる全利得の貨幣相当額(money equivalent)を表すのにも用いられる。」
- 2) 第四篇(Book IV)第7章§8から、「現在充足と延期充足との間の選択について。若干の(消費などの)待ち、つまり充足の延期は一般に富の蓄積に伴う。利子はその報酬である。」「報酬が高ければ原則として貯蓄率も大である。例外もあ

るが。」

マーシャルは、利子の根拠として「待忍への報酬」を主張した人として知られている。この2)はその部分に当たる。なお、同書付録E「資本の定義」の注釈(3)で、マーシャルは、スミスの継承者であるリカードと、その論敵マルサス、さらに古典派ジョン・スチュアート・ミル、他3名もの名前を挙げ、各名による「資本」定義の比較を行っている²⁰⁾。

加えて、同注釈(5)で、資本の生産性を強調した例として、「定義に成功したとは言いがたい」としながらもボエーム-バヴェルクの「資本と利子」論を取り上げている。なお、マーシャルの教示を受けたケインズも同じような視点でオーストリー理論を学習した痕跡が残っている。それは「一般理論」第16章「資本の性質に関する諸考察」の注釈(1)で上記のマーシャルのボエーム評価を取り上げている部分である。

3.2. 「貨幣論」までのケインズ

1920年代のケインズの著作で、利子について触れる箇所²¹⁾を見ると、英古典派やマルサス同様、議論の初めから資金の貸借に関わる、自然に存在するものとして登場している。「銀行利子」などと言う形で自然に文中に現れる。これは貨幣的金融的な意味での利子である。この後取り上げる、オーストリー的な資本利子論、または利子の本質や生産活動との関連の議論などについて、英古典派同様、金融現象以上に、かつ本格的に切り込むことは、「一般理論」までは無かった。

ただし、ケインズ最大の転換つまり「一般理論」執筆以前の大著である「貨幣論」‘Treatise on Money’では、変化の予兆が現れている。それ以前とは趣を異にし始めている。‘Treatise’における趣の変化は、クヌート・ヴィクセル K.Wicksell の重視である²²⁾。ヴィクセルはもちろん北欧学派の中心であ

り、マクロ経済学の端緒となる貢献をしたとケインズ以外に名を挙げられる唯一の人物である。また、すでに示されているように、ボエーム-バヴェルクの資本理論と資本利子論を整理精緻化し、さらに後年「ヴィクセルの累積過程」と命名される、資本主義景気変動の不安定モデルの基礎を作った人として知られる²³⁾。

‘Treatise’自体にヴィクセルの利子モデルが細かく取り上げられているわけではないが、明らかにケインズはこの時期にストックホルム理論に接している可能性が高い。それは英国古典派とは全く違ったオーストリー理論の資本利子論を学んだことを意味する。この後、‘Treatise’とは別の場で、ケインズは英国の学者によるボエーム-バヴェルクやヴィクセルの「無視」を指摘し、二種類の利子の区別を「ボエームが試みた」と紹介する一方、英古典派は「両者を混同していた」と明確に述べるなど、明らかに立場を変えてきたことがわかる²⁴⁾。

3.3. 「一般理論」資本の限界効率

ここで、簡単にケインズ「一般理論」における「資本の限界効率」 ρ についてまとめておこう。「一般理論」第11章冒頭で、「資本の限界効率」を

『当該資本資産から存続期間を通じて得られると期待される収益によって与えられる金額の系列 Q_1, Q_2, Q_3, \dots の合計現在価値を、その資産の「取り換え価格」 V に等しくする割引率』

と定義する。つまり

$$V = Q_1 + Q_2 / (1 + \rho) + Q_3 / (1 + \rho)^2 + \dots$$

となるような ρ が資本の限界効率である。また、諸類型資産が複数あるなかでは効率が最大のもを「資本一般の限界効率」と見なすと述べている。そして利子率との関係では、1) 貨幣市場すなわちマクロ経済の貨幣需要関数と、中央銀行の影響下で決まるマネーサ

プライ（貨幣供給量）が均衡する水準に、（貨幣的）利子率 r が決定される。

2) その利子率 r に等しいか、それを上回る「資本の限界効率」 ρ を示す投資資産が実際に市場に採用される。言い換えると、多様に並ぶメニューのうち効率 ρ の高い方から採用され、投資が実現し、徐々に低い ρ 方にも実現の機会が訪れ、最後に $r = \rho$ となった時点で投資候補群の実際の採用は止まる。

すなわち、貨幣市場で決まった利子率が、多様な生産活動のうちの市場が採用する資本ストックの範囲を決定、画する役割を果たす。このように理解されている。なお、この資本の限界効率に大きな影響を与えるものとして、「一般理論」の第12章では「長期期待」を検討している。このあたりはケインズの言うモラルサイエンス（言わば心の科学）の神髄をなす部分と言える。

4. 貨幣利子率と実物的収益率の分離：ストックホルム学派とケインズ

4.1. 利子率分離の萌芽：ボエーム-バヴェルクからヴィクセルへ

ケインズは「一般理論」において、利子率を「マネタリーなもの」つまり貨幣現象的なものとし、実物的生産的あるいは物理的な意味での資本による生産の収益には、利子なる言葉をつけて呼ばず、「資本の限界効率」と言う呼称にて明確に区別することを始めた。同時に、採用リストに載っているどの投資までが現実に採用されるか、貨幣市場の利子率によって区切られる線で決まると言うモデルをケインズが提示したことになる。

すでに見た様に、貨幣的利子率と実物的利子率または資本利子率を区別して扱う考え方はケインズ以前主に北欧学派またはストックホルム学派と呼ばれる人たちにより分析に取り入れられている²⁵⁾。この派はオーストリーの理論家ボエーム-バヴェルクの‘生徒’

を自任していたクヌート・ヴィクセル、リンドール、オーリンそしてミュルダールと展開する。二つの系統の利子率を発想し、これを駆使して経済変動モデルを組むなど、ケインズのレベルまでもう一步のところまで彼らは接近している²⁶⁾。ただ、彼らはやはりケインズと比較すると依然として、ケインズにとっての批判対象‘古典派’の領域にあると言わざるを得ない。

4.2. ヴィクセルの累積過程：実物利子率と貨幣的利子率。

現在「ヴィクセルの累積過程」として知られる資本主義経済の不安定や景気変動を説明するモデルがある。これはヴィクセル(1898、訳2004)「利子と物価」に始まるものだが、その後リンドール(1962)やミュルダール Myrdal (1939、復刻1962)により改良され現在に至る。それは二系統の利子率の乖離や均衡をもって経済変動を説明する。二種類の利子率は論者によって少しずつ異なるが、ここではヴィクセルにならい資本利子率 R と貨幣利子率（貸付利子率） r としておこう。概略は以下の通り²⁷⁾。

$R > r$ のとき設備投資など増加し、物価も上昇する・・・ケース I

$R < r$ のとき設備投資など減少し、物価は下落する・・・ケース II

ひとたびケース I になると、貸付利子 r の費用負担が下がり、企業の利潤予想（現在価値）が増加する。するとますます企業の生産過程迂回化（設備の高度化）の意欲を高め銀行の貸し出しが増え、資本財価格が上昇し、ついに全ての財の価格が上昇する（上方への累積過程）。このあと、貸付利子率 r も上昇し、最後に $R = r$ すなわちミュルダールの言う‘貨幣的均衡’となり上方へのプロセスは停止する。逆の場合、ケース II では投資の減少と物価の低下（デフレ）が起り、企業の予想利潤が低下し、投資が減退する。資本財

価格は低下し、貸し出しも不振になり、最後には r も低下し遂に $R=r$ となる。

このヴィクセルからリンダール、ミュルダールらの功績は、貨幣数量説の枠を超えたことと、「予想」と言うものを分析に取り入れたことだとされる²⁸⁾。もうひとつは、ケインズの「資本の限界効率」論に近い所まで来た、と言うことだろう。

4.3. ケインズとストックホルム理論の差：オーリンとのやり取りから

では、ケインズはこのストックホルム学派の理論をどの程度知っていたのか。CW.vol.14にあるように、同じストックホルム学派のオーリンとのやり取りをみると、ウィーンのボエームに対してと同様に、ケインズはかなりストックホルム理論の内容を把握していたようである²⁹⁾。その上でケインズとストックホルムの間で決定的に異なるのは、「古典派的貯蓄投資観」の違いである。この点、後者はやはりまだ古典派の域を抜けきっていない。貯蓄投資の均衡を利子率が調整すると言う立場に依然あるのが北欧の論者たちなのである。

具体的に CW.vol.14にあるオーリンとケインズのやり取りを読み、更にヴィクセルの位牌を継いだリンダールやミュルダールの著作における利子率と貯蓄投資についての議論を細部まで吟味すると、利子の役割についてのストックホルム理論は、利子が貯蓄投資のインバランスを調整する役目を負うと見ている点で、ケインズ言うところの全くの古典派であることが明らかである³⁰⁾。この利子観はケインズが強く反対したところである。ケインズは利子率がそのような役目を市場で果たしていることは最早認めなくなっている。

これは、ケインズが「一般理論」では、古典派の「貯蓄と投資の利子率決定」という教義自体を否定し「所得決定論」に到達しているからであり、なおかつ、利子率は貨幣市場

という全く別の場で決定されると考えたことによる。この差は、結局、有効需要の原理から来ている。ただ単に部分的市場の理解の仕方の違いではない。

無論、貨幣市場にも実物経済（景気またはGDP）の影響はシフト要因あるいはパラメーターとして入ってくる。ただ、それは環境条件としての関与であり、生産活動や需要サイドと直結しているのではない。その意味でもケインズが「利子率は貨幣的マネタリーな現象である」と表現したことは、現代から見れば自然だが、当時としては画期的と言える³¹⁾。1972年に米ドルと金の交換が停止され、貨幣が金や銀などの裏付けから完全に離れたことはよく知られている。経済学的に「利子率」はケインズに至って遂に実物から分離し、基本的に「貨幣的」な存在になった。

5. 超緩和競争による低利子率と仮想通貨、暗号通貨、MMTの出現

5.1. 利子理論と環境

以上、ボエーム-パヴェルク、ヴィクセルからケインズにおける変化を中心に利子論の変遷を見てきたが、理論家たちの姿勢にはその置かれた経済史的環境が少なからず影響しているはずである。ケインズが貨幣利子の分離を着想できたのはやはり英国の資本主義経済が最も金融市場的経済の色彩を帯びていたからだろうと推測できる。とすると、今後貨幣市場と利子率が新たな金融経済、産業構造の潮流によってどのように変化するだろうか。

5.2. 低利子率競争の時代：21世紀の重商主義

現在は、主要各国とも中央銀行に対し歴史的とも言える金融緩和を継続させている。米国はFRBが前議長のエレン氏の任期終了期に一時金融の超緩和を終了させようとした

が、後継の現パウエル議長は2019年秋時点で、トランプ大統領の圧力で一旦し掛った緩和終了を撤回しつつある。日本銀行もこの時点で緩和政策の変更の姿勢は全く見せていない。通貨が切り下がることに抵抗するという昔の姿勢は、現在の主要各国から完全に消え失せた。今や、トランプ式の「自国ファースト」で輸出競争に勝つために少しでも有利にすべく、自国通貨の低評価をねらい、国内利子率の低下のための金融緩和を継続することが現在の時代になり、そうせざるを得ない状況に陥っている。

我が国は外国為替に関しては市場に任せるという建前ながら、過剰な自国通貨安は米国などの制裁を招きかねないため、建前上は、長引くデフレーション経済への対応ということで日銀の政策決定会合は「超緩和」の姿勢を維持し続けており、円安基調の推移を静観している状況である。今仮に一国だけ利子率が高くなると、それが長期国債の利子率主導だった場合その国の財政破たんが疑われる場合か、さもなければ、国内から中央銀行が怠慢との非難を受けることになる。世界のこのような状況からして、おそらくはもう利子率がかつてのように大きな整数ひと桁台パーセント水準に戻るなど許されないのではないだろうか。それは、貯蓄マネーが大量に流れることから言える。

5.3. マネーサプライ超膨張の時代が来るか？

いまだ紛争、地域的戦闘と言うものは収まることはない。とくに中東ではそうだが、一方かつて内戦が多かった東南アジア諸国やアフリカ諸国は、例外もありまだ問題も残っているが、最貧国と呼ばれた国々でさえも、経済史家 W.W. ロストウ言うところの‘テイク・オフ’に近づきつつあることが見て取れるようになった。まして先を行く、かつての発展途上国は今や G20などの中核となり、世界全

体で経済競争が起きている状況である。日本や欧米以外の国にも貯蓄による資金蓄積がなされ、この余剰資金が利ザヤを求めて投資先を探し続けている。特に中国の動きは年々影響力を増している。国際的国内的に格差問題が昂ずると言われる一方、世界的には貯蓄資金が行き場を求めて飛び交っている。G7、G20各国の金融緩和によるマネーサプライの世界的増大は、この傾向に一層拍車をかけている。これは間違いないだろう。

5.4. 仮想通貨、暗号資産：マネーの質と量の変化

ここに来て、仮想通貨 (crypto currency) や暗号資産 (crypto assets) といった中央銀行の制御外にあるマネーが続々登場している。前者の例は「ビットコイン」など多数である。後者はまだ構想だが、米大手 IT 企業によって打ち出されたばかりで、かつ、最初の賛同者の一部がとりやめを示唆するなど難航が予想され、まだまだ紆余曲折があるのは当然だろう。また、今や仮想通貨はマネーロンダリングの主戦場化したとも言われる。しかし、問題があって、実現に時間がかかって、では歴史が後戻りするかと言えば、そうは思えない。歴史の歯車を逆回転させるのは無理と言われる。とすれば、いずれ各中央銀行の制御の及ばないマネーサプライが急激に膨張することも想定しないとイケないだろう。

それは、やはり貨幣利子率が余程のことがない限り極めて低水準に張り付くことを意味する。金融資産の競争条件における利子率の地位がランクダウンすることを意味する。かわりにそのようなヴァーチャル資産の競争市場では、セキュリティ能力のようなものが、貨幣への交換性すなわち流動性ととも評価ポイントを形成することになる。このようなことが予想される。

5. 5. 主導産業の変化と政府の役割の変化

この論文の重要視点は、ポエームからヴィクセルをへて、ケインズによる貨幣利率と、資本利率転じての資本の限界効率の区分けがあったことに置かれる。それは実物経済と貨幣金融経済の分離を反映しているが、現在はどうであろうか。GDPつまり付加価値のうち、さきの実物つまり非貨幣的産業のうち物質生産の占める割合はますます低下し、サービスと呼ばれる「モノではないもの」の付加価値生産がより重要性を増している。それに参加する能力があるか否かが労働市場における人材の採用を左右する。このことは、貨幣はじめ金融資産のもたらす利益と、非物質 (intangible) かつ非貨幣非金融財の貢献度合いの区別を困難にするだろう。これは貨幣利率と資本の限界効率の変化の見極めが難しくなることも意味する。

さらに最近はそのような経済での政府財政の役割について、今までにない見解、MMT (Modern Money Theory) が登場し³²⁾、インフレの危険さえなければ、財政拡大を継続すべきであるという主張を行っている。この理論についての検討はまだ始まったばかりで、従来の経済学からは論外と切り捨てる意見もあるが、米国の政治動向などにより無視できない潮流になる可能性は否定できない。利率の世界に与える影響は未知数である。

注釈

- 1) ケインズ「一般理論」とくに第13章「利率の一般理論」第14章「利率の古典派理論」とその補論「マーシャルの『経済学原理』、リカードの『経済学原理』、その他における利率について」を参照。ただし、第6章「所得、貯蓄及びおよび投資の定義、第7章「貯蓄と投資の意味についての統論」を事前に読んでおきたい。
- 2) 例えば、Russell (1912) の chapter I 'Appearance and Reality' 参照。
- 3) O.E.D (3rd.ed.2010) p.911 から。
- 4) 和訳書は「国富論」または「諸国民の富」。
- 5) ヒューム (1982) 参照。また、アダム・スミスとデイヴィッド・ヒュームの関係については、フィリップソン (2014) を参照。
- 6) マルサスの原著 Malthus (1827) から直接訳。
- 7) メンガーの利子論。ドイツ歴史学派と袂を分かち、人間の心にある効用と言うミクロにまで遡り、微分概念のような新しい手法で経済を分析しようとしたパイオニアの一人が、カール・メンガーである。メンガーの段階ですでに、次のようなことが、利子について述べられている。
- 8) 日本の文献では、ベームと言う表記もあるが、ここでは英語読みに近いポエームまたはポエーム-バヴェルクと表記する。
- 9) 次節同様ヴィクセル (1893) のポエーム理解を基に記述する。ヴィクセルは、資本“総体”から、その判断によって何を差し引くかについてのポエームの個別判断について、幾つかおかしなところがあると細部については批判もしている。
- 10) ヴィクセル (1986) p.113-p.184参照、森嶋 (1994) p.88-p.96参照。
- 11) Böhm-Baverk (1890) より。
- 12) 「一般理論」第16章「資本の性質に関する諸考察」で、ポエームの迂回生産も含めて、検討が行われている。ケインズがオーストリア資本理論をよく知っていることが現れている。Hicks (1973)、ヒックス (1974) 参照。
- 13) ヴィクセル (1893, 訳1986) 第4章 参照。
- 14) ポエーム-バヴェルクはカール・マルクスの「労働価値説」と理論で戦った代表的な人物であった。また、現代のマクロ経済学研究者はあまり念頭に置いていないが、ヴィクセルには「過激な社会改良主義者」として知られた側面があった。つまり彼らはとても現代流の「保守系」とは程遠く、労働者と資本家の社会的対立の様な問題についての意識が強かった人たちである。

- 15) ここでの表記はヴィクセルのものとは一部入れ換える。
- 16) 迂回生産論とはボエーム-バヴェルクによって展開された、「より進化した生産方式は生産期間が長期化し、製品の完成までに多くの時間、それに比例して多くの“資本”が間に介在するが、より高い生産価値をもたらす」と言う考え方である。
- 17) この場合、労働者全員が就業する、すなわち完全雇用の前提が採用される。
- 18) ヴィクセル (1986) p.166-169より。
- 19) マーシャル・小倉訳 (1932) 参照。2010年代以降の今でもミクロ経済学等のテキストに、マーシャルに依拠した内容が多く残されている。
- 20) マーシャル・馬場訳 (1965) 参照。
- 21) CWVol.19の p.100以下を参照。
- 22) ケインズ「貨幣論」第13章 p.205原著 p.177参照
- 23) ヴィクセル (1898) ミュルダール (1962) 参照。当初ヴィクセルの作ったモデルは、利子と物価の相互関係からの不安定累積過程であるが、現在はさらにミュルダールらによって彫築されたものが累積過程として例示されている。
- 24) 下記29) を見よ。
- 25) ケインズによれば自分以前にこの区別を企図したのはボエーム-バヴェルクで、ボエームの言葉使いでは 'loan rate of interest (貸付利率)' と 'natural rate of interest (自然利率)' である。「利率」と「資本の限界効率」の違いは、銀行の貸付・ローンに付く利子と資産につく利子と言う形で表現できると彼は考えていた。「一般理論」の草稿レベルではこのような表現があったことが資料により明らかとなっている。CW.vol.14p.485-487 (訳171-172) 参照。
- 26) ケインズはウィーンのボエームやヴィクセルらストックホルムの論者が、利率を二つ考え始めたことを評価すると同時に、しかし一方で同じウィーンでボエームの流れをくむハイエクら新古典派には、二つの利子の混同や混乱 (confusion) がある懸念を示している。CW.vol.14p.486 (訳172) 参照。なお、ケインズが批判していた新古典派でかつウィーンにおけるボエームらの後継のひとりであるF.A.ハイエクも同じく後継のミーゼスを例に「貨幣的利子と均衡利子」の区別を後に述べている。ハイエク (1989) p.196-197 (訳 p.154) 参照。
- 27) 島津亮二「経済学辞典」1965における「ヴィクセル累積過程」の記述。同辞典 p.24参照。
- 28) 上記島津亮二 (1965) の指摘。
- 29) オーリンとは、国際経済学の「ヘックシャー・オーリンの定理」で知られ、1977年にジェームス・ミードとともに「ノーベルを記念するスウェーデン銀行賞」いわゆるノーベル経済学賞を受賞したバーティル・G・オーリン (Bertil Gotthard Ohlin) のことである。オーリンとケインズの手紙のやり取りと掲載論文はケインズ全集第14巻 CW.vol.14に所収。CW.vol.14,p.183-223を参照。また、「一般理論」第16章「資本の性質に関する諸考察」p.214-216の記述から、ケインズがボエーム-バヴェルクの迂回生産論など、ストックホルム理論の基礎になっている考え方で熟知していることがわかる。
- 30) とくにヴィクセル「累積過程」を洗練させ、「貨幣的均衡論」にまで求め挙げたミュルダール。W31) CW.vol.14.p.206における表現参照。また、「一般理論」第17章「利子と貨幣の基本的性質」原書 p.222-223での表現、『小麦利率』『銅利率』『住宅利率』つまり様々な商品の自己利率に対し、最大のものとして『貨幣利率』が考えられるとケインズが述べておることに留意。
- 32) レイ (2019) 参照。'Money theory' であり、Monetary theory でないことに注意。

参考文献

Böhm-Bawerk Eugen Von, 'The Positive Theory of

- Capital' 1888, Translated By William Smart, G.E.Stechert & Co. New York, Reprint 1923. Hard Press Classics Series, Hard Press Publishing. 'Geschichte und Kritik der 'Kapitalzins-Theorieen' Inesbruk1884,
- Böhm-Baverk Eugen Von 'Capital and Interest' -A Critical History of Economic Theory-Translated By William Smart 1890, Brentano New York, 1922, Classic Reprint Series, Forgotten Books. 'Kapital und Kapitalzins'
- Bridel Pascal, "Cambridge Monetary Thought" -The Development of Saving-Investment Analysis from Marshall to Keynes- MacMillan Press, 1987.
- Harcourt G.C. 'Some Cambridge Controversies in the theory of Capital', Cambridge University Press, 1972.
- Hicks John, 'Capital and Time'-A Neo Austrian Theory- The Clarendon Press, 1973.
- Keynes, John Maynard, 'The Collected Writings of John Maynard Keynes' Vol. XIII "The General Theory and After" -Part I, Preparation- ed. Donald Moggridge 1973.
- Keynes, John Maynard, 'The Collected Writings of John Maynard Keynes' Vol. XIV, "The General Theory and After" -Part II Defence and Development- ed. Donald Moggridge 1973.
- Keynes, John Maynard, 'The Collected Writings of John Maynard Keynes' Vol. XVII "Activities 1920-1922: Treaty Revision and Reconstruction-", ed. Donald Moggridge Cambridge, 2013.
- Malthus, Thomas Robert, 'Definitions in Political Economy', First ed. London John Murray 1827. Reprinted 1986. A.M.Kelley.
- Malthus, Thomas Robert, 'Principles of Political Economy', 1820.
- Marshall, Alfred "Principles of Economics" Original 1890, Abridged Edition, Cosimo Classics, N.Y.2006.
- Menger, Carl, 'Principles of Economics' Translated By J.Dingwall & F.A.Hayek, N.Y.University Press 1976.
- Myrdal Gunnar, "Monetary Equilibrium", Reprints of Economic Class Classics. 1962. Original. Print 1939,
- Russell, Bertrand "The Problems of Philosophy" 2010Simon&Brown first ed.1912.
- Smith, Adam "An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations"1776. Bantam Classic, N.Y. 2003.
- Wicksell Johan Gustaf Knut, 'Geldzins und Güterpreise', Jena,1898. 'Interest and Prices' -A Study of the Causes Regulating the Value of Money- Macmillan, London, 1936.
- Wicksell Johan Gustaf Knut, 'Kapital und Rente', Jena, 1893.
- 青山秀夫「劔橋学派及び北歐学派の経済變動理論」創文社, 1953.
- ヴェイクセル, クヌート「利子と物価」北野熊喜男, 服部新一原訳, 北野熊喜男改訳, 近代経済学古典選集7, 日本経済評論社2004.
- ヴェイクセル, クヌート「価値・資本及び地代」北野熊喜男訳, 近代経済学古典選集8, 日本経済評論社, 1986.
- ケインズ, J.M. 「雇用, 利子および貨幣の一般理論」(上)(下), 間宮陽介訳, 岩波文庫, 2008.
- ケインズ, J.M. 「雇用, 利子および貨幣の一般理論」, 塩野谷祐一訳 東洋経済新報社, 1995.
- ケインズ, J.M. ケインズ全集14巻「一般理論とその後」-第Ⅱ部弁護と発展-ドナルド・モグリッジ編 清水啓典・柿原和夫・細谷圭訳, 東洋経済新報社, 2016.
- 島津亮二“ウィクセル累積過程”大阪市立大学編「経済学辞典」p.24, 岩波書店1965.
- 鈴木則稔「ケインズ理論の経験論的淵源-F. ベーコン, D. ヒュームの哲学的遺伝子-」筑波学院大学紀要, 第11集, 2016.
- 鈴木則稔「ケインズとハロッドの貯蓄・利子論争」筑波学院大学紀要, 第14集, 2019.

- スミス, アダム「国富論」I, 大河内一男監訳, 中公文庫 中央公論社 .1978.
- ハーコート G.C.「ケムブリッジ資本論争」神谷傳造訳, ポストケインジアン叢書第一期4, 改訳版, 日本経済評論社, 1988.
- ハイエク F.A.「利潤、利子、および投資」加藤寛・林直嗣・細野助博訳, 春秋社ハイエク全集 第2巻, 1989.
- 平井俊顕「ケインズ研究」—『貨幣論』から『一般理論』へ—東京大学出版会, 1987.
- ヒックス, ジョン「資本と時間」—新オーストリア理論—根岸隆訳 岩波書店, 1974.
- ヒューム, デイヴィッド「市民の国について」(下) 小松茂夫訳 岩波文庫, 1982.
- フィリップソン, ニコラス「アダム・スミスとその時代」永井大輔訳, 白水社, 2014.
- マーシャル, アルフレッド, 「経済学原理 I」馬場啓之助訳, 東洋経済新報社, 1965.
- マーシャル, アルフレッド, 「経済学原理」第二分冊, 大塚金之助譯, 改造社, 1932.
- マルサス, トーマス ロバート, 「経済学原理」(原著1820) 上・下 小林時三郎訳, 岩波文庫, 1968.
- メンガー, カール, 「国民経済学原理」安井琢磨・八木紀一郎訳, 近代経済学古典選集 第二期4, 日本経済評論社, 1999.
- 森嶋通夫, 「思想としての近代経済学」岩波新書 321, 岩波書店, 1994.
- 宮崎義一伊東光晴, 「コンメンタールケインズ一般理論」, 日本評論社, 1961.
- ライムズ, トーマス K.「ケインズの講義1932-35年」—代表的学生のノート—平井俊顕訳東洋経済新報社1993.
- レイ, L. ランドール「MMT 現代貨幣理論入門」島倉原監訳, 鈴木正徳訳, 東洋経済新報社, 2019.
- リンダール, エリック「貨幣及び資本理論の研究」原正彦訳, 文雅堂銀行研究社, 現代経済学名著選集X, 1962.
- リカード, デイヴィッド, 「経済学および課税の原理」上下, 岩波文庫白109.