

### 第3編 資本蓄積・実現利潤および負債構造

## 第6章 資本蓄積と所得分配

### —利潤分配率と貯蓄・投資の関係—

#### 第1節 はじめに——貨幣経済における分配問題

資本蓄積のダイナミクスに関する分析枠組みを特徴づける最も基本的な要因の一つは、貯蓄と投資の関係のとらえ方にある。貯蓄・消費に関する意思決定は一定期間の所得フローの分配様式にかかわっている。国民所得が「労働賃金」と「利潤」の二種類にカテゴリーから成ると考え、利潤からの貯蓄率のほうが労働賃金からの貯蓄率よりも高いと仮定すれば、利潤分配率(=利潤/国民所得)がより高いほど経済全体の貯蓄率(=貯蓄/国民所得)はより高くなる。一見すると、より高い利潤分配率・より高い貯蓄率がより高い資本蓄積のテンポ、たとえばより高い投資/GDP(国内総生産)比率の原因であるかのように思われるかもしれない。しかし、投資資金のすべてが毎期の利潤から積み立てられた蓄積基金で賄われる場合でさえ、毎期の実現利潤のうち蓄積基金の積立(貯蓄)に向ける割合についての貯蓄主体の意思決定と、蓄積基金の支出・資本財の購入をつうじて貨幣資本の運動を起動させるか否かについての投資主体の意思決定とは、本質的に異なる問題領域に属することを見落としてはならない<sup>1</sup>。

貯蓄主体の意思決定は毎期の所得フローの処分形態(貯蓄・消費)にかかわっている。これに対して、蓄積基金の支出・資本財の購入をつうじて貨幣資本の運動を起動させるか否かについての投資主体の意思決定は、貸借対照表上での実物資産の増加にかかわるストック面での意思決定である。蓄積基金の支出が実行されるか否かは、将来の実現利潤に関する現在時点での投資主体の期待に依存する。しかも、中古資本財市場の完備という非現実的な想定をおかないかぎり、いったん購入された資本財の売却はきわめて困難であるから、投資は本質的に非可逆的な過程である。さらに、発達した信用制度のもとでは、実物資産(資本財)の購入にともなう資金調達方法(たとえば、銀行借入、社債発行、新株発行、現・預金の取り崩し)の選択が投資主体の意思決定の重要事項となる。したがって、投資主体の意思決定は貸借対照表上での資産・負債構造の選択にかかわっており、このようなストック面での意思決定は一定期間の所得フローの貯蓄と消費への分配様式とは独立に行われる。後に見るように、発達した信用制度のもとで投資主体(資本家)は、与えられた利潤額の範囲内で自分たちの消費を切りつめて追加的投資を行うのではなく、将来の実現利潤を先取りする形で追加的投資のための資金を自らつくり出すのである。貯蓄に対する投資の独立性の根拠となるのが銀行組織による信用創造である。

このように、所得フローの分配様式にかかわる貯蓄主体の意思決定と、貸借対照表上の

---

<sup>1</sup> 投資、貯蓄、金融市場のあいだの関連をめぐっては理論的にも実証的にも論争が続いている。貯蓄に対する投資の先行性を重視する立場からの最近の研究として、Pollin and Justice (1994), Gordon (1995)を参照のこと。

資産・負債構造の選択にかかわる投資主体の意思決定との相互独立性を認識することは、資本蓄積論の分析枠組みにとってきわめて重要である。したがって、ある国民経済についての時系列データのうえでも、さまざまな国民経済にわたるクロスセクションデータのうえでも、所得フローに占める利潤の分け前(利潤分配率)の高さを無条件に資本蓄積テンポ(たとえば、投資/GDP 比率あるいは投資/資本ストック比率)の決定要因と見なすことはできない。後にモデル分析で示すように、利潤分配率の外生的変化にともなう資本蓄積テンポの変化方向は、利潤分配率の変化に対する投資の感応性と貯蓄の感応性の大小関係に依存する。言い換えれば、互いに独立な投資決意と貯蓄決意との関係しだいでは、利潤分配率の外生的上昇にともなう資本蓄積テンポが上がる場合も下がる場合もある。利潤分配率・稼働率などの諸要因の変化に対する投資・貯蓄の感応性を検討することなく、すなわち、投資関数の吟味を欠いたまま、より高い利潤分配率をより高い資本蓄積テンポと無条件に結びつける考え方をとるかぎり、「貨幣的生産経済」(第1章を参照)と特徴づけられる現実の資本主義経済における分配問題を正しく分析することはできない<sup>2</sup>。

以上の論点を実証的に確かめるために、マクロ経済レベルの利潤分配率と資本蓄積テンポの具体的な指標を1955年以降の日本経済について見よう。図1-1では、資本蓄積のテンポの指標として、経済企画庁「民間企業資本ストック」統計から算出される資本ストック増加率、国民経済計算による実質GDP(国内総生産)成長率の推移が示してある。1960~73年には資本ストック増加率が10%を超えていたが、1970年代後半から資本蓄積テンポは減速し、1980~94年には(一連の民営化にともなう1985, 1987, 1991年の資本ストック増加率の変動的な動きを別にすれば)資本ストック増加率は3~7%台の範囲にとどまっている。他方、実質GDPの年平均成長率は1955~73年には9.78%, 1973~96年には3.60%であり、所得フローの成長は1970年代後半から減速に転じている。このように、図1-1により直感的にはあるが、資本蓄積テンポも所得フローの成長も1970年代後半から減速に転じたことがわかる。しかし、所得フローの成長の減速を無条件に資本蓄積テンポの減速の原因と考えることはできない。後に詳しく見るように、蓄積基金の支出すなわち投資によって生み出されるのは実現利潤である。資本蓄積テンポと所得フローの成長との内的関連を考察するためには、資本蓄積テンポと実現利潤の変化方向との関連を見なければならぬ。

そこで、図1-2によって1956~94年の利潤率(=営業余剰/名目資本ストック)と資本蓄積率(=名目民間企業設備投資/名目資本ストック)の推移を見よう。利潤率と資本蓄積率は全期間にわたっておおむね平行した径路を描いている。利潤率と資本蓄積率の平行した推移は、利潤率の各水準とそれを生み出す資本蓄積率との関係を反映しているだけでなく、利潤率の各水準のもとでの資本家の投資決定態度の結果でもある。それゆえ、投資から実現利潤への決定関係、および現行の実現利潤のもとでの投資決定態度の両方の観点から、

<sup>2</sup> 玉垣良典氏は、景気循環分析における「資本の投資行動仮説」の検討の必要性を強調され、「マルクス恐慌論の議論では従来『蓄積のための蓄積』という一般的で抽象的な蓄積行動の規定で済ましてしまっているが「変動論の本格的な展開のためにはこの抽象性は埋められなければならない」と指摘される(玉垣(1985), 64-5頁)。資本蓄積のダイナミクスにかかわるどの分野についても、「蓄積行動」「投資行動」の重要性に関する氏の指摘はきわめて重要である。

利潤率と資本蓄積率の関連を分析しなければならない。投資主体の意思決定は将来の実現利潤に関する現時点での彼の期待に依存するのであるから、実現利潤率と資本蓄積率との対応関係は決して不変なものではない。たとえば、将来の実現利潤に関する投資主体の期待がより悲観的になれば、同じ水準の実現利潤率のもとでより低い資本蓄積率が設定されるであろう。

図 1-2 では利潤率と資本蓄積率の変化方向はおおむね一致しているが、利潤分配率を収益性の指標とすると、収益性と投資支出の対応関係に変化が認められる。図 1-3 には 1956～94 年における資本ストック増加率と利潤分配率(1 期前)の関係が示してある。1985 年以降の民営化にともなう資本ストック増加率の変則的な動きを別にすれば、資本ストック増加率と利潤分配率の変動パターンが 1975～76 年の前後で著しく異なることがわかる。1956～76 年の期間には、利潤分配率の上昇(低下)と資本ストック成長の加速(減速)がほぼ平行した関係にある。しかし、1976 年以降には、利潤分配率の回復にもかかわらず資本ストック成長が減速する局面もあり、利潤分配率と資本ストック成長の平行した動きは見られない。もとより民間企業の設備投資行動の説明要因についてはより詳細な分析が必要とされるが、図 1-3 では、1956～76 年および 1976～84 年の期間について、利潤分配率の変化に対する資本ストック成長率の変化の弾性値が推計してある。その結果によると、1956～76 年には利潤分配率の変化に対する民間設備投資の正の感応性が認められるが、1976～84 年には利潤分配率の変化に対する民間設備投資の感応性が以前の期間に比べて低下ないし逆転したと考えられる<sup>3</sup>。さらに図 1-4 には、利潤分配率と民間企業設備投資の対 GDP 比率の推移が示してある。利潤分配率と投資/GDP 比率との関係もまた決して一様なものではない。利潤分配率の変化に対する投資/GDP 比率の弾性値に見られるように、1975 年以前に比べて 1976 年以降の期間のほうが、利潤分配率の変化に対する投資/GDP 比率の感応性はより弱く、かつ、不安定になっている。このように、利潤分配率の変化に対する資本蓄積テンポの各指標の感応性は、各時点における投資主体の意思決定に左右され、決して不変なものではない。したがって、先に見たように、より高い利潤分配率がより高い資本蓄積テンポに結びつくか否かは、利潤分配率の変化に対する投資・貯蓄の感応性に依存する。本稿では立ち入った実証分析は行わないが、より高い利潤分配率とより高い資本蓄積テンポとの対応関係の有無を検証するためには、少なくとも利潤分配率を説明変数の一つとして含む投資関数・貯蓄関数の計測と分析が必要である。

以上の問題関心から本章では、所得フローの分配様式にかかわる意思決定と、貸借対照表上の資産・負債構造の選択にかかわる投資の意思決定との区別に留意しながら、資本蓄積と所得分配に関する基本的な分析枠組みを組み立てる。最初に、貨幣経済のもとでの資本蓄積に関する最も基本的な論点として、貯蓄決定と投資決定との相互独立性について考察する(第 2 節)。次に、所得フローの分配様式に対する投資主体の意思決定の先行性の現実的な根拠を示すために、投資主体・貯蓄主体・銀行のあいだの関連を媒介とする投資から実現利潤への決定関係、および資本蓄積率と利潤率のあいだの二重の関連を明らかにす

<sup>3</sup> 図 1-3 は、経済企画庁総合計画局(1987), 1987 年, 140 頁の図表「利潤分配率と資本ストック増加率の関係」のデータを延長したものである。この報告書でも「昭和 50 年代に入ってから利潤分配率と資本ストック増加率との動きには乖離がみられ」(同, 141 頁)と分析されている。

る(第3節). これらの基本的な論点を踏まえて, 所得フローの分配様式と資本蓄積テンポの相互独立性をより明示的に考察するために, 利潤分配率の外生的変化(実質賃金率の外生的変化)にともなう稼働率・利潤率の変化方向を吟味するための分析枠組みを組み立てて, 利潤分配率の外生的上昇と資本蓄積テンポの加速が両立するか否かは利潤分配率の変化に対する投資・貯蓄の感応性に依存することを明らかにする(第4節).

## 第2節 貯蓄決定と投資決定の相互独立性

資本蓄積論の分析枠組みの基本性格は貯蓄と投資の関係のとらえ方にかかっていると言つてよい. かつて J.E.ミードは, 貯蓄と投資の関係に関するケインズ以前の経済学者とケインズとの見解の相違を次のように巧みに要約した.

「ケインズの知的革新は, 貯蓄という名の犬が投資という名の尻尾を振りまわすという現実についてのモデルによって通常考えることから, 投資という名の犬が貯蓄という名の尻尾を振るといふモデルによって考えることへと, 経済学者を動かすことだった。」<sup>4</sup>

ミードの要約にならって, 「貯蓄が投資を決定する」という考え方を「貯蓄先行説」, 「投資が貯蓄を決定する」という考え方を「投資先行説」と呼ぶことにする. もし貯蓄先行説が正しいならば, 与えられた大きさの所得フローの貯蓄と消費への分配様式の観点から資本蓄積テンポを説明することができることにならう. あるいは, 一定期間の国民所得が労働賃金と利潤のカテゴリーから成り, 賃金からの貯蓄はゼロであると仮定したうえで貯蓄先行説に立つならば, より高い利潤分配率(=利潤/GDP)には無条件により高い資本蓄積テンポ(たとえば, より高い投資/GDP 比率)が対応すると推論されるであろう. しかし, 本節で見ると, 実際の投資主体の意思決定は, 企業の貸借対照表上での資産・負債構造の選択にかかわっており, 所得フローの分配様式とは独立に行われる<sup>5</sup>. 言い換えれば, 投資主体の意思決定は貨幣資本の運動を起動させるか否かの問題にかかわっており, 貯蓄主体

<sup>4</sup> Meade (1975), p.82, 邦訳 125-6 頁.

<sup>5</sup> 藤野正三郎氏は「企業活動と家計活動の市場関連」を総括して, 「家計の収支計算書の支出側面」で決定される「消費財購入額」と, 「企業の損益計算書と家計の収支計算書以外の場所, すなわち企業の貸借対照表と家計の貸借対照表で決定される投資財純購入額」が「国民所得の支出の側面を構成する」(藤野(1965), 95 頁)と指摘される. また, 投資需要の分析におけるストック市場の視点の重要性について内田和男氏は, 「貸借対照表上で決定される投資需要計画は, 所得フローの分析対象である損益計算書・収支計算書上での貯蓄(消費)計画とは独立になされ, 両計画が事前的に一致する保証は何もないのである。」(内田(1988), 32 頁)と指摘される. 投資主体による資本財の購入額が「損益計算書」・「収支計算書」上の貯蓄・消費計画とは独立に「貸借対照表」上で決定されるという藤野氏, 内田氏の論点は, 貯蓄と投資の関係を理解するうえできわめて重要である.

のもとでの商品の実現を目的として行われるのではない。したがって、後に詳しく見るように、投資主体の意思決定には実物資産(資本財)の非流動性に起因する投資過程の非可逆性、および将来の実現利潤の不可知性と深くかかわっているが、これらは所得フローの分配様式とは異なる問題領域に属する。もし貯蓄先行説に立つならば、投資主体の意思決定にかかわる諸問題が吟味されないままに、与えられた大きさの所得フローのもとでの消費の節約、あるいは利潤分配率の外生的な引き上げが資本蓄積テンポを加速する要因と見なされるであろう。しかし、投資過程の非可逆性や将来利潤の不可知性を論理的に排除するような推論には、貨幣経済のもとでの資本蓄積過程を扱う分析枠組みとしての資格はない。われわれは、資本蓄積と所得分配の内的関連への基本的なアプローチとして、貯蓄先行説ではなく投資先行説に立つ枠組みが必要であると考え。そこで本節では、資本蓄積と所得分配に関する基本モデルを組み立てるための準備作業として、貨幣経済の特質を踏まえて貯蓄決定と投資決定との相互独立性について考察する。

## 2-1. 蓄積基金の積立と支出

信用関係が捨象された抽象的な次元で貯蓄と投資の関係を論じているのが、マルクスの拡大再生産表式における蓄積基金の積立と支出に関する分析である。周知のように、再生産表式では、信用関係は捨象され、設備投資のための資金はすべて内部資金(毎期の剰余価値のなかから積み立てられる蓄積基金)から賄われると想定される。将来における借り手の貯蓄形成を先取りする形で資金を貸しつける機関(銀行)は、まだ導入されていない。各生産部門の資本家は、最低必要額に達するまで蓄積基金の積み立てている段階のグループ(貯蓄主体)と、蓄積基金の積立を完了して投資(蓄積基金の支出)の決定を行う段階のグループ(投資主体)とから成る。以上の想定のもとでは、貯蓄主体による蓄積基金の積立は、投資主体による蓄積基金の支出を条件とする。たとえば、第1部門(生産手段生産部門)の商品資本の剰余価値成分(「 $I_m$ 」)のうち蓄積部分については、「 $I_m$ のうち蓄蔵貨幣を形成する部分  $A, A', A''$  [貯蓄主体]の単なる販売が、 $I_m$ のうち自分の蓄蔵貨幣を追加的生産資本の諸要素に転化する部分  $B, B', B''$  [投資主体]の単なる購買と均衡を保っていることが前提におかれなければならない。」(Karl Marx, *Das Kapital*, Bd.2, Marx-Engels Werke, Bd.24, S.490. [ ]内は引用者のもの。以下では「K2, S.490」のように略記。) すなわち、当該部門での貨幣的貯蓄の形成(蓄積基金の積立)の条件とは、貯蓄主体(資本家グループ  $B, B', B''$ )による一方的販売(蓄積基金の積立)と投資主体(資本家グループ  $A, A', A''$ )による一方的購買(蓄積基金の支出による資本財の購入)との「均衡」である。蓄積基金の積立と支出との均衡は、期首に与えられた商品資本のすべての価値成分の実現と、貨幣的貯蓄の形成(貯蓄主体のもとでの一方的販売・蓄積基金の積立)とが両立するための条件である。市場の全商品の実現が維持されるためには、一方の主体のもとでの一方的販売には、他方の主体のもとでの一方的購買が対応しなければならないからである。

しかし、投資主体による蓄積基金の支出を貯蓄主体による一方的販売のための条件として把握するだけでは、貨幣を媒介とした貯蓄主体から投資主体への商品の持ち手変換の必要性が確認されるにすぎず、投資主体の意思決定については何も説明されないままである。投資主体が蓄積基金(貨幣形態)を支出して資本財(商品形態)を購入する目的とは、貯蓄主体の商品の販売じたいにあるのではなく、将来の実現利潤に関する期待にもとづいて貨幣

資本の運動を起動させることにある。したがって、投資主体による蓄積基金の支出・資本財の購入には、流通手段としての貨幣の媒介的役割だけでなく、貨幣資本としての貨幣の能動的な役割がかかわっている。もし、投資主体による蓄積基金の支出を、貯蓄主体の商品が残りなく販売されるための条件としてのみ把握するならば、貯蓄主体による蓄積基金の計画積立額に合わせて、投資主体による蓄積基金の支出額(投資額)が受動的に決まると推論されるであろう。しかし、現実問題として、民間企業部門(投資主体)の設備投資の目的が家計部門(貯蓄主体)の貯蓄意図の実現にあるとは考えにくい。貨幣資本の運動を起動させるか否かの投資主体の意思決定は、蓄積基金の積立に関する貯蓄主体の意思決定とは独立に行われるものと考えなければならない。たとえば、貯蓄主体のもとでの蓄積基金の計画積立額が増加したからといって、将来の実現利潤に関する投資主体の期待がより楽観的になるという保証はまったくないからである。蓄積基金の支出に関する投資主体の意思決定と、蓄積基金の積立に関する貯蓄主体の意思決定とが互いに独立に行われるからこそ、蓄積基金の積立と支出との「均衡」は偶然的にしか成立しないのである。言い換えれば、貨幣資本の運動を起動させるか否かの投資主体の意思決定は、貯蓄主体による蓄積基金の計画積立額から何の制約も受けないからこそ、両者が一致する保証はまったくない。マルクスも、全商品の実現と蓄積基金の積立が両立するための条件として貯蓄主体の一方的販売(蓄積基金の積立)と投資主体の一方的購買(蓄積基金の支出)との一致を指摘したうえで、「商品生産が資本主義的生産の一般的な形態だという事実は、すでに貨幣が資本主義的生産において単に流通手段としてだけでなく貨幣資本としても演じる役割を含む」(K2,S.490-1)と述べ、投資決定にかかわる貨幣資本としての貨幣の役割を示唆する。さらにマルクスは、「再生産の正常な進行」のための「諸条件」は「それと同じだけ多くの異常な進行の条件、恐慌の可能性に急転する。というのは、均衡は—この生産の自然発生的な姿態のもとでは—それ自身ひとつの偶然だからである。」(K2,S.490-1)と指摘する。「再生産の進行の正常な進行」の一条件である蓄積基金の積立と支出との「均衡」もまた「偶然」にすぎない。その根本的な理由は、投資主体の意思決定にかかわる貨幣資本としての貨幣の役割にある。投資主体の意思決定にかかわるのは、貯蓄主体の商品の販売を可能にする貨幣(流通手段としての貨幣)ではなく、将来の実現利潤の取得を目的に支出される貨幣(貨幣資本としての貨幣)である。しかも、すでに見たように、貨幣資本の運動を起動させるか否かの投資主体の意思決定は、貯蓄主体の貯蓄意図とはまったく独立に行われるのである。

信用関係が捨象された以上の枠組みにおける貯蓄と投資の関係は、蓄積基金の積立を完了して投資決定を行う段階にある投資主体、および、蓄積基金の積立を完了していない貯蓄主体の貸借対照表(B/S)の変化として次のように表される。

投資主体の B/S の変化	
現金	-10
有形固定資産	+10
貯蓄主体の B/S の変化	
現金	+10
商品	-10

投資主体の B/S 上では、蓄積基金の支出と資本財の購入(10 億円)により、現金の取り崩しと有形固定資産の積み増しが生じる。貯蓄主体の B/S 上では、商品(資本財)の一方的販売(10 億円)により、商品在庫の取り崩しと現金残高の増加が生じる。すでに見た貯蓄・投資の関係により、投資主体の B/S の変化において貯蓄主体の B/S の変化が生じるのであって、その逆ではない。信用関係が捨象された目下の枠組みでは、流動性資産(蓄積基金としての現金)を手放して非流動性資産(資本財)を取得するか否かに関する決定権は、投資主体に握られているからである。投資主体が非流動性資産の保有を先送りし、資本価値を貨幣形態で保有しつづけることを選択した場合、貯蓄主体は蓄積基金の積立計画を実行することができなくなる。

## 2-2. 投資主体の意思決定と貨幣資本

そこで次に、蓄積基金の支出による資本財の購入を実行するか否かに関する投資主体の意思決定を、貨幣資本の運動の観点からより詳しく考察しよう。貨幣資本としての貨幣の役割をマルクスは明示的に説明していないが、「均衡」の「偶然」性を主張するためには、投資主体の意思決定についてより立ち入って考察しなければならない。蓄積基金の支出・資本財の購入によって貨幣資本の運動  $G-W(Pm, A) \dots P \dots W'-G' (=G+\Delta G)$  を起動させるか否かの投資主体の意思決定は、将来の状態に関する次の二つの判断から成ると考えられる。第1に、現在時点で貨幣形態(蓄積基金)を手放して商品形態(資本財)を保有する( $G-W$ )か否かについての判断。第2に、将来時点で得られる( $W'-G'$ )と期待される貨幣形態(実現利潤)についての現在時点での判断。言い換えれば、貨幣資本の運動を起動させるか否かに関する意思決定は、貸借対照表上での流動性資産(蓄積基金)の取り崩しと非流動性資産(有形固定資産)の積み増しにかかわっている。ここで重要なのは、資本財の購入による非流動性資産の積み増しを不確定な将来時点に先送りし、資本価値を貨幣形態で保有しつづけることも、投資主体の選択肢に含まれていることである。なぜなら、いったん購入された中古資本財の売却はけっして容易ではない以上、非流動性資産の積み増しをとまなう実物投資は本質的に非可逆的な過程だからである。資本価値を貨幣形態で保有しつづれば、不特定な種類の資本財についての投資決定を不特定な将来時点へと延期することができる。

資本価値を貨幣形態で保有しつづけることを投資主体の選択肢の一つとして把握するためには、貨幣の機能から生じる貨幣の効用が論定されていなければならない。貨幣の効用

を排除した理論的枠組みでは、投資主体の意思決定にかかわる貨幣資本としての貨幣の役割を認識することはできない。ところで、マルクスの貨幣理論は、貨幣の機能(一般的等価物の機能)から生じる貨幣の効用を組み込んだ体系である。すなわち、価値形態論における諸商品の価値関係の分析にもとづいて一般的等価物(市場の全商品の価値の現象形態)の機能が貨幣の「社会的機能」(Karl Marx, *Das Kapital*, Bd.1, Marx-Engels Werke, Bd.23, S.84. 以下では「K1,S.84」のように略記。)と把握され、そのうえで、使用価値に対する商品所有者の欲望にのみ左右される交換過程の分析では、一般的等価物という貨幣の「社会的機能」に起因する「貨幣の形式的使用価値」(K1,S.104)が論定されている<sup>6</sup>。貨幣の機能から生じる貨幣の効用が認識されている点でマルクスの貨幣観は、マルクス以前の古典派経済学(たとえばA.スミス)の貨幣観<sup>7</sup>とは根本的に異なる。一般的等価物という機能から生じる「貨幣の形式的使用価値」が存在する世界では、不特定の商品種類に対する購買力を不特定の時点に行使する権限が一つの欲望対象となり、この権限はそのときどきの貨幣所有者に帰属する。したがって、商品の購買(G-W)に関する決定権はもっぱら貨幣所有者によって握られているのに対して、自分の商品の販売(W-G)―商品の「使用価値としての実現」かつ「価値としての実現」―に関する決定権を持つ商品所有者はいない。どの商品の販売(W-G)の成否も、他の貨幣所有者の意思決定にかかっている。商品の購買と販売が行われた結果についてマルクスは次のように説明する。

「買い手は商品を持っており、売り手は貨幣を、すなわち再び市場に現れるのが遅かろうが早かろうが流通可能な形態を保持する一商品を、持っている。誰も、別の人が買わなければ、売ることができない。しかし、誰も自分自身がすでに売ったからといって、直ちに買う必要はない。」(K1,S.127)

「売り手」の保有する貨幣は「市場に現れるのが遅かろうが早かろうが流通可能な形態を保持する一商品」であり、不特定の時点に不特定の商品種類に対する購買力を行使する権限がそのときどきの貨幣所有者に握られている。貨幣所有者は自分の判断で購買力の行使を不特定の将来時点に延期することができる。これに対して、商品所有者にとって自分の商品の販売(W-G)の成否は、もっぱら貨幣所有者の意思決定に依存する。自分の商品の販売の成否を自分で決定できる商品所有者はいない。このように、購買(G-W)と販売(W-G)の非対称性は、貨幣の機能から生じる貨幣の効用に起因している。

### 2-3. 貸借対照表上での投資主体の意思決定

すでに見たように、蓄積基金の支出・資本財の購入によって貨幣資本の運動を起動させ

<sup>6</sup> マルクスの価値形態論・交換過程論についての筆者の解釈については、本稿第1部を参照。

<sup>7</sup> 『国富論』第4編第1章でスミスは、「財は、貨幣を購買する以外の多くの他の目的に役立つけれども、貨幣は財を購買する以外には全然役立ちえない」と述べて、貨幣を財の購買手段と把握し、「人々が貨幣を欲求するのはそれ自体のためではなくて、自分たちが貨幣で買うことができるものためである。」(Smith (1950), p.405)と主張する。ここには、貨幣の効用を認めないスミスの考え方が如実に語られている。

るか否かの投資主体の意思決定は、貸借対照表上での流動性資産(蓄積基金)の取り崩し・非流動性資産(有形固定資産)の積み増しを行うか否かの意思決定である。したがって、投資決定における貨幣資本としての貨幣の役割を考察するためには、貸借対照表上での流動性資産の機能に着目しなければならない。貨幣の効用およびこれに起因する購買と販売の非対称性を考慮に入れると、貸借対照表上での投資主体の意思決定は次の二つの側面を持つことがわかる。

第1に、貸借対照表上での流動性資産の取り崩し・非流動性資産の積み増しは、投資決定を不特定な将来へと留保する権限を放棄すること、すなわち、投資決定の選択の幅を狭めることを意味する<sup>8</sup>。しかも、各種金融市場に比べて中古資本財市場ははるかに不備であり、いったん購入した資本財の売却はけっして容易でない<sup>9</sup>。投資すなわち資本財の購入による非流動性資産の積み増しは、流動性資産への復帰がきわめて困難という意味で、非可逆的な(irreversible)過程である<sup>10</sup>。

第2に、貸借対照表上での流動性資産の取り崩し・非流動性資産の積み増しを行うか否かの投資主体の意思決定は、将来の利潤実現( $W'-G$ )の可能性についての判断、すなわち、将来の買い手の意思決定についての現在時点での期待に依存する。投資主体が直面する将来の利潤実現に関する不確実性は、将来の買い手の意思決定が現在時点で未知であることから生じるだけでなく、資本財の種類や生産過程の管理方法に関する当の投資主体の意思決定にも依存する。現在時点での投資主体の意思決定によって当の投資主体が将来にわたって制約を受けるのである。さらに、投資資金の調達方法の問題を考慮に入れると、現在の投資主体による意思決定は、不確実な見込利潤をとまなう非流動性資産の購入についての判断であると同時に、将来にわたって確実な利子支払い義務をとまなう負債構造の選択

---

<sup>8</sup> 非流動性資産を購入した企業の行動についてヒックスは次のように指摘する。「非市場性の資産(a non-marketable asset)—たとえばそれ自体の特定の目的のために企画され装備された新工場—を取得している企業は、それに伴うその後の選択のかなり狭い帯(band)を備えた、かなり長期間にわたる行動行程にすでに身を委ねてしまっている。」(Hicks(1974), p.41-2, 邦訳 58頁)。

<sup>9</sup> いったん購入された実物資産(資本財)の非流動性に関連して内田和男氏の次の指摘はきわめて重要である。「貨幣経済では貸借が貨幣市場でおこなわれ、実物財それ自身による貸付市場は存在しない。しかも既存の実物資産を売買する市場、いわゆる再販市場(ストック市場)は全く不備である。」(内田(1988), 28頁)。さらに、投資理論における新古典派とケインズとの差異について氏は、「新古典派投資理論の特質」は「資本に対して再販市場の存在を仮定する点」にあり、「ケインズ理論」では資本資産は「市場性を欠いた流動性の低い資産として取り扱われ」と指摘される(同, 96頁)。

<sup>10</sup> 現代マルクス学派の投資理論における「投資の非可逆性」の意義についてJ.クロッティ氏は次のように指摘する。「マルクスの理論にはまた、投資過程の非可逆性(the irreversibility of the investment)が必要である。流動性のある物的資本を持つ企業は将来の不可知性によって脅かされることはない。そのような企業は埋没費用にも異時点間の収益のあいだのトレードオフにも出会わない。最も重要なことだが、投資が可逆的である場合には、負債の蓄積もまた可逆的である。もし、投資決定がうまく行かなくなれば、企業は資本(マイナス減価償却)を再販売して負債を払い戻すことができる。投資が非可逆的である場合には、『過去の[負債]の契約の遺物』(Minsky, [Can "It" happen again?], 1982, p.63)によって金融的に『脆弱な』企業の存続可能性が脅かされ、そうすることで、企業の投資意欲は制約される。」(Crotty (1993), p.10. [ ]内は引用者)。

でもある。負債による資金調達に依存する企業は、たとえ予想に反して実現利潤率が急落しても、元利合計の支払い義務を負う。現在の投資主体の意思決定が、当の投資主体に対して不確実な将来収益と確実な元利合計の支払い義務とを強制するのである<sup>11</sup>。

このように、貸借対照表上での投資主体の意思決定を考察することにより、投資決定における貨幣資本としての貨幣の役割について次の二点を指摘できる。

(1) 流動性資産の保有、あるいは貨幣形態での資本価値の保有によって、不特定な資本財についての投資決定を不特定な将来へと留保し、投資決定の選択の幅を確保しておくことができる。先に見た投資過程の非可逆性(irreversibility of investment process)ゆえに、投資決定を留保する手段として貨幣資本の保有が意味を持つのである。

(2) 貸借対照表上で投資主体は、不確実な将来収益をとまなう資産構造と、確実な元利支払い義務をとまなう負債構造を選択しなければならないからこそ、現時点での蓄積基金の支出から将来時点の利潤実現に至る貨幣資本の運動( $G-W...P...W'-G'$ )についての期待が現在の投資決定を左右する。将来の不可知性(unknownability of the future)ゆえに、将来に向けての貨幣資本の運動に関する現時点の期待によって現在の投資決定が左右されるのである。もし、将来収益が予見可能であるならば、与えられた商品量の分配様式だけが問題となり、貯蓄決定に対する投資決定の独立性は消え去るであろう。

投資決定における貨幣資本の役割に関するこれら二つの側面—(1)投資過程の非可逆性、(2)将来の不可知性—は互いに関連しており、どちらか一方を欠いても貨幣経済の特質が見失われる。もし、いったん購入された資本財の売却が容易であって投資過程が可逆的(reversible)であるならば、将来の不可知性は投資主体に何の影響も与えない。また、もし将来の状態が予見可能ならば、投資主体は資本財の非流動性に悩むことはない。さらに、貨幣資本の運動を起動させるか否かの投資主体の意思決定において、投資過程の非可逆性と将来の不可知性とは互いに相殺し合う関係にはない。たとえば、将来収益の見通しがより悲観的になると、資本価値を貨幣形態で保有して投資決定を不特定な将来へと留保しようとする動機は、ますます高まるであろう<sup>12</sup>。したがって、将来の利潤実現の可能性に対する確信が回復しないかぎり、利子率の引き下げのみによって民間投資の増加を誘発する

---

<sup>11</sup> 実物資産の保有にとまなう負債構造の選択を行う企業の意思決定についてミンスキーは次のように言う。「資産を保有するために、ある債務構造(a liability structure)を選択する企業は、将来における経済状況が現金支払いの契約の履行を許すようなものであろうと読んでいのである。つまり、企業は不確実な将来の賭の目は、自分たちに都合の良いものであろうと推測しているのである。」(Minsky (1975), p.87, 邦訳 136-7 頁)。

<sup>12</sup> 不確実な将来の状態に関する投資主体の判断についてケインズは言う。「投資額は、そのいずれもが十分なあるいは確実な根拠にもとづいていない将来に関する二組の判断——保蔵性向と、資本資産の将来収益に関する意見——に依存している。これらの要因のうち一方の変動が他方の変動を相殺すると想定しなければならない理由は何もない。将来収益についてより悲観的な見解が採られる場合、保蔵性向が減少しなければならない理由は何もない。一方の要因を悪化させる諸条件は、概して、他方の要因を悪化させる傾向にある。というのは、将来収益に関する悲観的な見解をもたらす同じ状況が保蔵性向を上昇させやすいからである。」(Keynes (1937), p.218.)

ことは困難である<sup>13</sup>。

以上本節では、貯蓄決定と投資決定の相互独立性に関する次の論点を明らかにした。第1に、投資主体の意思決定は貸借対照表上の資産・負債構造の選択にかかわっており、これは貯蓄と消費への所得フローの分配様式とは独立した問題領域に属する。第2に、投資主体の意思決定は貨幣経済の特質に起因する二つの論点——(1)投資過程の非可逆性、(2)将来の実現利潤の不可知性——にかかわっている。これらは所得フローの分配様式とは独立した要因である。したがって、所得フローの分配様式を無条件に資本蓄積テンポと決定要因と考えることはできない。たとえば、利潤分配率の外生的上昇にともなう資本蓄積テンポの変化方向は、投資主体の意思決定のあり方に左右されると考えなければならない。そこで次に、所得フローの分配様式に対する投資主体の意思決定の先行性を可能にする制度的な条件とは何かが問題になる。この点については次節で扱う。

### 第3節 投資と実現利潤

前節までに見たように、貨幣資本の運動を起動させるか否かの投資主体の意思決定は貸借対照表での資産・負債構造の選択にかかわっており、貯蓄と消費への所得フローの分配様式とは独立している。投資決定と貯蓄決定の相互独立性の確認は、資本蓄積と所得分配に関する基本モデルの構築のための第一段階の準備である。モデル構築のためのより具体的な第二段階の準備として、所得フローの分配様式に対する投資主体の意思決定の先行性の現実的な根拠を説明しなければならない。国民所得が労働賃金と利潤のカテゴリーから成り、労働賃金からの貯蓄は行われないと仮定すると、問題の焦点は投資と実現利潤のあいだの内的関連である。資本家階級を全体として見ると、資本家は与えられた利潤額の範囲内で消費を切りつめて追加的投資を行うのではなく、将来の実現利潤を先取りする形で追加的投資のための資金を自らつくり出すのである。現存の内部資金の大きさを超える追加的投資の実行を可能にするものは、銀行組織による信用創造である。与えられた所得額からの利潤の分け前が増えるから資本蓄積のテンポが上がるのではなく、資本蓄積のテンポが実現利潤の大きさを決定するのである。本節では第1に、カレツキーの有効需要論にもとづいて、投資から実現利潤への決定関係の根拠となる投資主体、貯蓄主体、銀行のあいだの関連を明らかにする。投資から実現利潤への決定関係を前提におくと、資本蓄積と所得分配に関する分析枠組みの骨格が明らかになる。現行の実現利潤を生み出す投資額と、現行の実現利潤のもとで計画される投資額との関連がそれである。そこで本節では第2に、J.ロビンソンの資本蓄積モデルにもとづいて、資本蓄積率(=投資/資本ストック)を横軸、実現利潤率(=利潤/資本ストック)を縦軸とする平面上で、今期の実現利潤率を生み出す資本蓄積率と、今期の実現利潤率のもとで計画される資本蓄積率との関連を考察する。

---

<sup>13</sup> Keynes (1936), p.316-7.

### 3-1. 投資から実現利潤への決定関係

資本蓄積と所得分配に関する分析枠組みの核心は、投資が実現利潤を決定する機構である。カレツキーは論文「景気上昇のメカニズム」において、「賃金の引き下げを伴わない投資の増加はそれ自体で産出水準の上昇を引き起こす」<sup>14</sup>という命題の証明として、投資、実現利潤、資金調達のあいだの内的関連について次のように説明する。

「ある重要な発明の結果、その普及にともなって投資が増加すると仮定してみよう。いまや、たとえ利潤が増加したわけでもなく(すなわち、賃金の引き下げが行われたわけでもなく)、また資本家が消費支出を特別に切り詰めた(もちろん、そのようなことはまったく起こりそうにない)わけでもないのに、資本家は投資水準を引き上げることが可能になる。追加的投資のための資金は、いわゆる購買力の創出によって調達される。銀行信用に対する需要が増加し、それらの信用は銀行によって供与されるのである。新工場を設立するために企業者が使用する資金は、投資財産業の手にわたる。この追加的な需要のために、遊休設備や失業労働者を生産のために動員することが可能になるのである。増加した雇用は消費財に対する追加的な需要源になり、かくして、それはまた、各産業におけるいっそう高い雇用をもたらすのである。最後に、追加的な投資支出は、直接的に、あるいは間接的に労働者による支出をつうじて、資本家たちのポケットに流れ込むのである(ここでは、労働者は貯蓄しないものと仮定している)。追加的な利潤は預金として銀行に還流する。追加的な投資額だけ銀行信用が増加し、追加的な利潤額だけ預金が増加するのである。追加的な投資に従事する企業者たちは、その投資額と同額の利潤を他の資本家たちのポケットのなかへ『押し込んで』いるのであり、彼らは銀行を経由してこれらの資本家たちに同額だけの債務を負うようになるのである。」<sup>15</sup>

ここでは、労働賃金からの貯蓄が捨象されたうえで、追加的投資を行う投資主体、投資主体への融資を行う銀行、預金の形態で実現利潤を獲得する貯蓄主体のあいだの関連が説明されている。投資主体、銀行、貯蓄主体の三者のあいだの関連こそが、投資から実現利潤への決定関係の根拠である。追加的投資のための資金は、利潤の増加でも資本家消費の削減でもなく、銀行信用による「購買力の創出」によって調達される。銀行は借り手企業(「新工場」を設立する投資主体)の預金口座に貸出金を入金する。借り手企業はこの貸出金を支出して投資財を購入するので、最初の銀行貸出にともなって設定された預金は借り手企業から投資財産業の企業の手へ渡る。投資財産業の企業は「遊休設備」「失業労働者」を動員して投資財を増産する。労働者は貯蓄しないと仮定されているので、投資財の増産にともなう雇用の増加は、労働賃金の支出をつうじて、消費財に対する需要を確実に増加させる。これにともなう消費財の増産は各産業での雇用の増加を誘発し、それがさらに消費財に対する需要を増加させる。カレツキーはこれらの波及過程を必ずしも明確に説明していないが、投資主体、貯蓄主体、銀行のあいだの次の関係は明らかであろう。すなわち、「労働者は貯蓄しない」という仮定のもとで、〈銀行借入にもとづく追加的投資→投資財産業の雇用増加→労働賃金の支出増加→消費財産業の雇用増加〉の波及過程を経て、「追加的な投資に

<sup>14</sup> Kalecki (1971), p.28, 邦訳 28 頁.

<sup>15</sup> *Ibid.*, p.29, 前掲邦訳 29 頁.

従事する企業者」(投資主体)への貸出にもなって設定された預金が、最終的には、投資財・消費財を販売した「他の資本家たち」(貯蓄主体)の手に渡る、という関係である。要するに、投資主体がその追加的投資と同額の利潤を貯蓄主体の「ポケットのなかへ『押し込む』」のである。その結果、投資主体は、銀行を媒介として、貯蓄主体に対して追加的投資と同額の「債務を負う」ことになる。投資財や消費財の販売をつうじて貯蓄主体が得る預金形態の実現利潤は、追加的投資を行った投資主体が銀行に対して負う借入債務を前提とする。貯蓄主体が預金形態の実現利潤を獲得したからといって、将来における投資主体(借り手)の返済能力に関するリスクが消滅するわけではない。銀行に対する(間接的には貯蓄主体に対する)投資主体の債務は、借入金返済の完了に至るまで残存するのである。このように、投資から実現利潤への決定関係を支えるものは、投資主体(借り手)の返済能力に関するリスクを負担する主体(銀行)である。そこで、各主体の貸借対照表(B/S)のうえで投資から実現利潤への決定関係を見よう。追加的投資を行う投資主体、投資主体への融資を行う銀行、投資財・消費財の販売をつうじて預金の形態で実現利潤を得る貯蓄主体のB/Sの変化は、次のようである。

投資主体の B/S の変化			
有形固定資産	+10	銀行借入	+10
銀行の B/S の変化			
貸出金	+10	預金	+10
貯蓄主体の B/S の変化			
預金	+10		
商品	-10		

最初に銀行が貸出金(+10億円)を投資主体(借り手)の預金口座に入金すると、投資主体のB/S上では銀行借入にともなう負債増加と預金増加(+10億円)が生じる。次に、投資主体は追加的投資のために他企業から機械設備を購入するので、投資主体のB/S上では預金増加がそれと同額の有形固定資産(機械設備)の増加に置き換わる。すでに見たように、追加的投資にともなう投資財需要の増加は、投資財産業・消費財産業での雇用増加へと波及する。したがって、投資主体による機械設備の購入を出発点として各産業へと需要拡大効果が波及する結果、銀行のB/S上では、投資主体の名義の預金口座から、投資財・消費財を販売した貯蓄主体の名義の預金口座へと資金が移転する。これにもなって、投資財・消費財を販売した貯蓄主体のB/S上では、商品在庫の減少(-10億円)と預金の増加(+10億円)が生じる。このように、投資主体による追加的投資と、貯蓄主体による預金形態での実現利潤の獲得とのあいだには、銀行の信用創造機能、すなわち、投資主体(借り手)にお

ける将来の貯蓄形成を先取りする形での貸出行動が介在する<sup>16</sup>。一見すると、投資が実現利潤を決定する関係は、“無から有を生む”関係であるかのように思われるかもしれない。しかし、貯蓄主体が預金の形態で実現利潤を獲得したからといって、投資主体(借り手)の将来の返済能力に関する不確実性が消滅するのではない。貯蓄主体が預金形態の実現利潤を獲得できるのは、投資主体の返済能力に関するリスクを負う制度主体(銀行)が存在するからである。投資主体(借り手)が債務不履行に陥った場合には、銀行は当該貸出債権を償却しなければならない。このように、投資から実現利潤への決定関係は、投資主体の返済能力に関するリスクを負う制度主体を前提とするものであって、けっして“無から有を生む”関係ではない。そもそも、前節で見たように、投資過程の非可逆性と将来の実現利潤の不可知性から何人も逃れることのできない貨幣経済では、将来の市場状態にかかわるリスクの負担をとまわらない投資決定はありえないからである。

なお、投資による実現利潤の決定機構は、投資主体に対する銀行貸出に依存するので、民間銀行の貸出態度はもとより中央銀行の金融政策にも左右される。追加的投資による産出水準の引き上げ効果を阻害する要因の一つは、利子率の上昇である。この点についてカレツキーは次のように言う。

「もし中央銀行が、新発明によって引き起こされた追加的な投資の増加と同額だけ総投資が減少する水準まで利子率を引き上げることによって、この事態に対処すれば、経済状態はまったく改善されないであろう。したがって、景気上昇のための前提条件は、現金需要の増加に反応して利子率があまり急速に上昇してはならない、ということである。」<sup>17</sup>

すなわち、利子率の上昇による総投資の減少が追加的投資の効果を相殺しないかぎり、追加的投資による「景気上昇」効果が発揮されるのである<sup>18</sup>。

### 3-2. 資本蓄積率と実現利潤率との関連

次に、投資から実現利潤への決定関係を応用して、資本蓄積と所得分配に関する基本的な分析枠組みを描くことにしよう。以下の議論は、J.ロビンソン『経済成長論』における「資本蓄積モデル」<sup>19</sup>の枠組みにおおむね依拠している。この分析枠組みの柱となるのは、(1) 現行の実現利潤とそれを生み出す投資との関係、および、(2) 現行の実現利潤のもとで計画される投資、の二つの論点である。単純化のため、労働者は貯蓄せず(賃金からの貯蓄率はゼロ)、利潤からの貯蓄率は一定値  $s$  (ただし  $0 < s < 1$  なる定数)をとると仮定すると、現行の実現利潤( $I$ )とそれを生み出す現行の投資( $I_a$ )との関係は、

<sup>16</sup> 追加的投資にともなう資金調達と資金循環を日本経済における金融構造の変化との関連で考察した最近の研究に、金尾(1997)、第6章第3節がある。なお、マルクス経済学の立場から「投資・利潤・賃金の運動形態」を現代資本主義論の枠組みとして再構築する数少ない試みとして、野口真(1990)が重要である。

<sup>17</sup> Kalecki, *op.cit.*, p.29-30, 邦訳 29-30 頁。

<sup>18</sup> 投資から実現利潤への決定関係を根拠づける貨幣面・金融面のより具体的な機構については、現在も論争が続いている。代表的な関連文献として、Asimakopulos (1983), Messori (1991)。

<sup>19</sup> Robinson (1962), p.22, 邦訳 33 頁。

$$I_a = s \cdot \Pi \quad (1)$$

と表される。(1)式では、現行の投資( $I_a$ )が現行の貯蓄( $s \cdot \Pi$ )を決定するのであって、その逆ではない。以下では、資本蓄積のテンポを明示するために、現行利潤率(the current rate of profit)とそれを生み出す資本蓄積率(現行蓄積率 the current rate of accumulation)をそれぞれ、

$$r = \Pi/K, \quad g_a = I/K$$

と定義する<sup>20</sup>。(1)式の両辺を資本ストック(K)で割ると、

$$g_a = s \cdot r \quad (2)$$

の関係が得られる。投資から実現利潤への決定関係により、(2)式では、現行蓄積率( $g_a$ )が現行利潤率( $r$ )を決定するのであって、その逆ではない。

資本蓄積率と実現利潤率に関する体系を完結させるためには、資本家の投資決定態度として、資本家によって計画される資本蓄積率(計画蓄積率 the planned rate of accumulation)を表す投資関数が必要である。前節で見たように、投資主体の意思決定は、将来の実現利潤についての現在時点での期待に依存する。J.ロビンソンは、「企業の居合わせた状態が、将来に対する企業の計画に対してどのように影響するか」という問題を考察するさいに、「期待は現行の状態の単純な投影にもとづいている」<sup>21</sup>と仮定する。本節では、投資主体の意思決定の基礎となる「現行の状態」の指標が現行の実現利潤率であると考え、資本家によって計画される資本蓄積率すなわち計画蓄積率( $g_i$ )を、現行利潤率( $r$ )の増加関数、

$$g_i = i(r), \quad dg_i/di (=i_r) > 0, \quad d^2g_i/dr^2 < 0 \quad (3)$$

と表すことにする。(3)式は、現在の資本家による投資決定態度を表す一種の投資関数である。現行利潤率を生み出す現行蓄積率( $g_a$ )と現行利潤率のもとでの計画蓄積率( $g_i$ )とが一致する保証はまったくない。今期から次期にかけての実現利潤率の変化方向は、「現行の状態」にもとづく資本家の投資決定態度に左右される。ロビンソンの言うように、「蓄積率によって引き起こされる利潤率と、その利潤率が誘発するであろう蓄積率との関係」<sup>22</sup>が中心論点である。

図3-1<sup>23</sup>では、現行利潤率( $r$ )とそれを生み出す現行蓄積率( $g_a$ )の関係[(2)式]が曲線Aに、現行利潤率( $r$ )と計画蓄積率( $g_i$ )との関係[(3)式]が曲線Iにそれぞれ表されている現行利潤率を生み出す現行蓄積率( $g_a$ )よりも計画蓄積率( $g_i$ )のほうが低い場合(点Dよりも右側、点Sよりも左側)には、投資主体が資本蓄積率を引き下げようとする誘因を持つので、実現利潤率は低下する。逆に、現行利潤率よりも計画蓄積率のほうが高い場合(点Sと点Dのあいだ)には、投資主体が資本蓄積率を引き上げようとする誘因を持つので、実現利潤率は上昇する。現行蓄積率と計画蓄積率が等しい場合には、投資主体は資本蓄積率を変化させようとする誘因を持たないので、実現利潤率は不変にとどまる。現行蓄積率と計画蓄積率のあいだの以上の関係は、 $\delta$ を正の定数として、

<sup>20</sup> 第1節の統計指標(図1-1, 1-2, 1-3, 1-4)で用いた経済企画庁の「国民経済計算」「民間企業資本ストック」統計のカテゴリーを参考にすれば、資本蓄積率の分子( $I$ )は民間企業設備投資(現行価格)に、資本蓄積率と利潤率の分母( $K$ )は現行価格表示の資本ストック(=実質民間企業資本ストック×民間企業設備デフレーター)にそれぞれ対応する。

<sup>21</sup> Robinson, *op.cit.*, p.47, 前掲邦訳71頁。

<sup>22</sup> *Ibid.*, p.48, 同72頁。

<sup>23</sup> *Ibid.*, p.48, 同73頁記載の図を参考にして作成。

$$dg_a/dt = \delta(g_i - g_a) \quad (4)$$

と表される。さらに、(2)・(3)式を代入して整理すると、

$$dr/dt = (\delta/s) \cdot \{i(r) - s \cdot r\} \equiv h(r) \quad (5)$$

となる。現行蓄積率と計画蓄積率との均等 ( $g_i = g_a$ ) をもたらす均衡点 ( $r = r^*$ ) の近傍で (5) 式の線形近似をとると、次のようである。

$$dr/dt = (\delta/s) \cdot (i_r - s) \cdot (r - r^*) \quad (6)$$

均衡点 ( $r = r^*$ ) が安定的であるための条件は、(5) 式の関数  $h(r)$  が  $r = r^*$  の近傍で  $r$  の減少関数であること、すなわち、

$$i_r < s \quad (7)$$

である。したがって、図 3-1 で曲線 A と曲線 I は二つの交点 D, S を持つが、点 D は安定、点 S は不安定である<sup>24</sup>。点 D では、現行利潤率を生み出す現行蓄積率と、現行利潤率のもとで計画される蓄積率とが一致しているので、投資主体は現行水準の資本蓄積率を維持しようとする誘因を持つ。しかも、曲線 I のような投資関数を前提におくかぎり、交点 D よりも低い(高い)利潤率のもとでは、投資主体は、資本蓄積率を引き上げ(引き下げ)ようとする誘因を持つ。それゆえ、交点 D を成立させる個々の投資主体の動機がある。交点 D に対応する蓄積率をロビンソンは、それが「企業を、自分たちが居合わせた状態に満足させるような蓄積率」であるという理由で、「望ましい蓄積率(the desired rate of accumulation)」<sup>25</sup>と呼ぶ。これに対して、交点 S よりも低い(高い)利潤率のもとでは、投資主体は、資本蓄積率をますます引き下げ(引き上げ)ようとする誘因を持つ、それゆえ、交点 S を成立させる個別主体の動機は存在しない。このように、(3) 式の投資関数に表される投資主体の意思決定を考慮に入れるからこそ、実現可能な利潤率の水準を特定することができる。これに対して、投資関数を欠く枠組みでは、実現利潤率の現行水準の持続可能性が投資主体の意思決定に依存していること、そのことから生じる蓄積径路の不安定性を記述することは不可能である。投資関数を排除した議論では、高利潤率と高蓄積率との結びつきを指摘できるのがせいぜいである。なお、投資主体の企業にとっての「望ましい蓄積率」が労働力人口の増加率や労働生産性の上昇率と両立する保証はまったくない。ここでは詳論できないが、「望ましい蓄積率」と「完全雇用に近い雇用量」とが両立する「黄金時代」<sup>26</sup>成長経路は、偶然にしか実現しない。

以上のように、現行利潤率とそれを生み出す現行蓄積率との関係[(2)式, 曲線 A]と、現行利潤率のもとで計画される蓄積率を表す投資関数[(3)式, 曲線 I]の両方を同時に考察すると、資本蓄積と所得分配に関する分析枠組みの核心が浮かびあがる。現行蓄積率と計画蓄積率とが等しく ( $g_i = g_a$ )、かつ、個々の投資主体の動機と両立する安定的な点に着目することがそれである。より具体的には、(2) (3) (7) 式から得られる、資本蓄積率 = 貯蓄率 × 利潤率 となる均衡点、

$$i(r) = s \cdot r, \quad i_r < s \quad (8)$$

<sup>24</sup> ロビンソンの資本蓄積モデルの定式化については以下の文献に多くを負う。荒(1976), 129-135 頁。Harris(1978), p.186-191, 邦訳 202-208 頁。Marglin (1984), Ch.4.

<sup>25</sup> Robinson, *op.cit.*, p.47, 同 72 頁。

<sup>26</sup> *Ibid.*, p.52, 同 69 頁。

を考察すればよい。ただし、(8)式では資本蓄積率が利潤率( $r$ )の関数と見なされ、所得分配の指標としての利潤分配率(=実現利潤/国民所得)が明示的に組み込まれていない。所得フローの分配様式に対する投資主体の意思決定の先行性を説明するためには、以上の基本モデル(資本蓄積率=貯蓄率×利潤率)のうえで、利潤分配率の外生的変化に対する投資・貯蓄の感応性をより詳しく考察しなければならない。次節では、本節の基本モデルを拡充して利潤分配率の外生的変化にともなう稼働率・資本蓄積率の変化方向を吟味する。

#### 第4節 資本蓄積と所得分配の基本モデル

——利潤分配率の外生的変化にともなう稼働率・利潤率の変化——

本節では、前節の基本モデル(資本蓄積率=貯蓄率×利潤率)を拡充して、所得フローの分配様式と資本蓄積テンポの相互独立性をより明示的に考察するためのモデルを組み立てる。前節では利潤率にのみ依存する投資関数が前提おかれていたが、本節では、利潤率(=利潤/資本ストック)の変動を利潤分配率(=利潤/現実国民所得)、稼働率(=現実国民所得/潜在的国民所得)、資本係数(=資本ストック/潜在的国民所得)の逆数、の三つの側面に分解したうえで、利潤分配率の外生的変化(実質賃金率の外生的変化)にともなう稼働率・資本蓄積率の変化方向を吟味し、所得フローの分配様式(貯蓄と消費、賃金と利潤)と投資主体の意思決定との相互独立性を、総需要関数・総供給関数から構成される体系のなかで検証する。本節のモデルを用いると、より高い利潤分配率がより高い資本蓄積テンポと両立するか否かは、利潤分配率の変化に対する投資・貯蓄の感応性に依存することが確かめられる。資本蓄積と所得分配に関する本節の分析枠組みは、基本的にマーグリンとバドゥリによるモデル<sup>27</sup>に依拠している。このモデルの核心は利潤分配率の外生的変化にともなう稼働率・利潤率の変化方向の吟味にあり、この変化方向は利潤分配率の変化に対する投資・貯蓄の感応性に依存している。資本蓄積と所得分配に関する分析枠組みにとって欠かせない論点が所得フローの分配様式と投資決定との相互独立性であり、この論点を扱う数少ない分析枠組みの一つがマーグリンとバドゥリのモデルである。

本節では、総需要関数と総供給関数から成る体系を、稼働率を横軸、利潤分配率を縦軸とする平面のうえに組み立てたうえで、利潤分配率の外生的変化(実質賃金率の外生的変化)にともなう稼働率・利潤分配率・利潤率の変化方向を考察し、これらの諸変数の変化方向が利潤分配率の変化に対する投資・貯蓄の感応性に依存することを明らかにする。

##### 4-1. 総需要関数(投資・貯蓄の均衡)と総供給関数(生産者の均衡)

利潤率( $r$ )は現行価格表示の資本ストック( $K$ )に対する名目利潤( $\Pi$ )の比率( $r = \Pi/K$ )と定義される。名目国民所得を  $Y$ 、(生産能力基準の)潜在的国民所得を  $Y_f$  とすれば、利潤分配率

<sup>27</sup> 本節のモデルは基本的に、Marglin and Bhaduri (1990a)に依拠している。この論文の拡張版が Marglin and Bhaduri (1991)であり、そこでは OECD 諸国における投資と貯蓄に関する若干の実証分析も行われている (*Ibid.*, p.129-133)。本節では、以上の論文における記号の一部を変更したほか、比較静学分析の手続き(総需要関数・総供給関数から成る体系の安定性の吟味など)について必要と思われる説明を加えた。

( $\pi$ ), 稼働率( $z$ ), 資本係数( $\bar{a}$ )はそれぞれ,

$$\pi = \Pi/Y, \quad z = Y/Y_f, \quad \bar{a} = K/Y_f$$

と表される. さしあたり, 資本係数( $a$ )は一定と仮定する. 本節では,

$$r = \Pi/K = \pi \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} \quad (1)$$

のように, 利潤率( $r$ )を利潤分配率, 稼働率, 資本係数の逆数の3要因に分解する. これは, 所得分配の指標としての利潤分配率を明示するためである. 以下では次の仮定をおく. (1) 租税, 政府支出, 外国貿易を捨象し, 支出面での国民所得は投資と消費から成り, 分配面での国民所得は賃金と利潤から成る. (2) 労働賃金からの貯蓄は行われない. これらの仮定のもとで, 稼働率( $z$ )-利潤分配率( $\pi$ )の平面上に, 投資・貯蓄の均衡としての総需要関数と, 生産者均衡としての総供給関数を設定する.

以下の議論が依拠するマージリンとバドゥリのモデルの最大の特徴は, 利潤分配率に対する投資・貯蓄の感応性を組み込んだ総需要関数にある. 仮定(2)により貯蓄額は貯蓄率 $s$  ( $0 < s < 1$ なる定数)と利潤( $\Pi$ )の積に等しいので, 資本ストック( $K$ )で基準化された貯蓄( $g_s$ )は, (1)式を用いて,

$$g_s (= S/K) = s \cdot r = s \cdot \pi \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} \quad (2)$$

と表される. また, 資本ストック( $K$ )で基準化された投資( $I$ ), すなわち資本家によって決定される資本蓄積率( $g_I$ )は期待利潤率( $r_e$ )の増加関数であり, さらに $r_e$ は現行の利潤分配率( $\pi$ )と稼働率( $z$ )の増加関数であると仮定される. それゆえ, 投資関数は,

$$g_I (= I/K) = i[r_e(\pi, z)] \quad (3)$$

と表される. ここでは, 将来の実現利潤について現在の資本家がいただく「確信の状態(state of confidence)」が期待利潤率( $r_e$ )に反映され,  $r_e$ は現行の $\pi, z$ の増加関数と表されている. なぜなら, 「現状を受け取り, それを将来に投影する」ことが「長期期待の形成」における「慣行」であると考えられるからである<sup>28</sup>. こうして, 投資と貯蓄の均衡をもたらす $z$ と $\pi$ の組み合わせ, すなわち総需要関数は, (2)・(3)式により,

$$i[r_e(\pi, z)] = s \cdot \pi \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} \quad (4)$$

と表される. (4)式では, 期待利潤率に依存する左辺の資本蓄積率が右辺(貯蓄率×利潤率)を決定するのであって, その逆ではない. ただし, 前節で見たように, 投資から実現利潤への決定関係は, 現存の内部資金の大きさを超える追加的投資を可能にする制度的機構, すなわち銀行組織による信用創造を前提とする<sup>29</sup>.

<sup>28</sup> Keynes (1936), p.149.

<sup>29</sup> 投資と貯蓄の均衡[(4)式]の前提条件についてマージリンとバドゥリは, 「経済が超過需要の状態にあるとき, 受動的あるいは内生的な貨幣が, 要求される投資と実際の投資需要のあいだのギャップを埋めるものと仮定されている。」(Marglin and Bhaduri, *op.cit.*, p.156, 前掲邦訳 171頁.)と指摘する.

次に、生産者としての資本家が満足する稼働率( $z$ )と利潤分配率( $\pi$ )の組み合わせ、すなわち総供給関数を、

$$\pi = \pi_0 + b(z), \quad b'(z) > 0 \quad (5)$$

と定める。(5)式の第2項 $b(z)$ が稼働率( $z$ )の増加関数と表されているように、企業の価格設定行動について、「企業は賃金費用に対するマークアップを使って価格を設定する」こと、および「マークアップは稼働率に関して正の方向に変化する」ことが前提におかれている<sup>30</sup>。要するに、稼働率と同じ方向に変化する「伸縮的マークアップ」<sup>31</sup>率が想定されるのである。他方、(5)式の第1項( $\pi_0$ )に表されているのは、稼働率の変化方向とは独立の利潤分配率の変化要因である。以下では、 $\pi_0$ を「利潤分配率の独立要因」と呼ぶことにし、 $\pi_0$ の低下(上昇)の指標として実質賃金率の上昇(低下)を考える<sup>32</sup>。このように、総供給関数(5)は、生産者としての資本家が満足する稼働率と利潤分配率の組み合わせ、すなわち「生産者の均衡(producer's equilibrium)」<sup>33</sup>を表している。

総需要関数(投資・貯蓄の均衡)と総供給関数(生産者均衡)は、 $z$ - $\pi$ 平面上にそれぞれ IS 曲線、PE 曲線として図示できる。(5)式により、

$$d\pi/dz = b'(z) > 0 \quad (6)$$

であるから、 $z$ - $\pi$ 平面上の PE 曲線(生産者均衡)は右上がりである。利潤分配率の独立要因( $\pi_0$ )の低下(実質賃金率の上昇)にともなって PE 曲線は下方に移動する。本節でのモデル分析の目的は、実質賃金率の外生的変化( $\pi_0$ の外生的変化)にともなう稼働率・実現利潤率の変化方向を調べることにあるので、PE 曲線の傾き  $b'(z)$  の符号は以下の議論に影響を与えない。企業によるマークアップ率の設定様式じたいを考察対象としない本節では、さしあたり  $b'(z) > 0$  と仮定しておく。

IS 曲線(投資・貯蓄の均衡)の傾きは、PE 曲線の場合ほど単純ではない。総需要関数(4)において、利潤分配率( $\pi$ )、稼働率( $z$ )に関する全微分は次のようである。

$$(s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) d\pi + (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) dz = 0$$

$$\text{ただし、} i_\pi = (di/dr_e) \cdot (\partial r_e / d\pi), \quad i_z = (di/dr_e) \cdot (\partial r_e / dz) \quad (7)$$

である。投資関数(3)により、資本蓄積率( $g$ )は期待利潤率( $r_e$ )の増加関数、 $r_e$ は $\pi, z$ の増加関数、すなわち、 $di/dr_e > 0, \partial r_e / d\pi > 0, \partial r_e / dz > 0$ と仮定されているから、(7)式において、

$$i_\pi > 0, \quad i_z > 0 \quad (8)$$

<sup>30</sup> *Ibid.*, p.156, 前掲邦訳 171 頁。

<sup>31</sup> *Ibid.*, p.155, 前掲邦訳 170 頁。

<sup>32</sup> マーグリンとバドゥリの別稿では、利潤分配率と実質賃金率との逆行関係を明示したうえで、利潤分配率の外生的変化(実質賃金率の外生的変化)にともなう総需要の変化方向が考察されている(Marglin and Bhaduri (1990b))。

<sup>33</sup> Marglin and Bhaduri (1990a), 前掲邦訳 170 頁。

である。(7)式により、 $z$ - $\pi$ 平面上のIS曲線の傾きは、

$$d\pi/dz = -\left(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z\right) / \left(s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi\right) \quad (9)$$

と表されるが、その符号は不確定である。

経済学的に意味のある比較静学分析を行うためには、(4)・(5)式の体系の安定条件を調べておかなければならない。貯蓄( $g_s$ )が投資( $g_i$ )を上回れば稼働率( $z$ )が低下し、利潤分配率( $\pi$ )が目標値を下回れば利潤分配率は引き上げられると仮定する。この関係は、(2)・(3)式により、 $\alpha$ を負の定数、 $\beta$ を正の定数として、次のように表される。

$$\dot{z} = \alpha \cdot \left\{ s \cdot \pi \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i[r_e(\pi, z)] \right\}, \quad \alpha < 0 \quad (10)$$

$$\dot{\pi} = \beta \cdot \left\{ \pi_0 + b(z) - \pi \right\}, \quad \beta > 0 \quad (11)$$

均衡点( $z^*, \pi^*$ )の近傍で(10)・(11)式の線形近似をとると、次のようになる。

$$\begin{pmatrix} \dot{z} \\ \dot{\pi} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \alpha \cdot (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) & \alpha \cdot (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) \\ \beta \cdot b'(z) & -\beta \end{pmatrix} \begin{pmatrix} z - z^* \\ \pi - \pi^* \end{pmatrix} \quad (12)$$

体系の安定条件は、(12)式の係数行列  $\mathbf{A}$  の固有値がすべて負となること、すなわち、 $\mathbf{A}$  の対角成分の和( $\text{tr}\mathbf{A}$ )が負、 $\mathbf{A}$  の行列式( $\det\mathbf{A}$ )が正となることである<sup>34</sup>。

$$\text{tr}\mathbf{A} = \alpha \cdot (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) - \beta < 0 \quad (13)$$

$$\det\mathbf{A} = -\alpha \cdot \beta \cdot \left\{ (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) + (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) \cdot b'(z) \right\} > 0 \quad (14)$$

$\alpha < 0, \beta > 0$  であるから、(14)式は、

$$(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) + (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) \cdot b'(z) > 0 \quad (15)$$

と同値である。(5)式では  $b'(z) > 0$  (PE 曲線は右上がり)と仮定されているから、(15)式の成立は、IS 曲線の傾きを表す(9)式の分母( $s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi$ )、分子( $s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z$ )の符号の組み合わせにかかっている。本節での主要な関心は利潤分配率の外生的変化( $\pi_0$ の変化)にともなう稼働率・実現利潤率の変化方向であるから、総需要関数(4)式での問題の焦点は利潤分配率( $\pi$ )の変化に対する投資と貯蓄の感応性にある。そこで本節では、稼働率( $z$ )の変化に対する投資と貯蓄の感応性については、投資と貯蓄の安定的均衡と両立する前提をおく。その前提とは、投資よりも貯蓄のほうが稼働率の変化に対する感応性が高いこと、すなわち、(2)・(3)式により、

$$s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z > 0 \quad (16)$$

<sup>34</sup> 比較静学の手法については、たとえば、三土修平『初歩からの経済数学(第2版)』日本評論社、1996年、神谷和也・浦井憲一『経済学のための数学入門』東京大学出版会、1996年を参照。

の条件が満たされることである。この条件のもとでは、投資＝貯蓄の均衡に対応する水準  $[g_s(z^*) = g_I(z^*)]$  を満たす  $z^*$  から現実の稼働率  $(z)$  が乖離した場合、投資の変化幅が貯蓄の変化幅よりも小さいので、現実の稼働率の均衡水準  $(z^*)$  からの乖離は縮小していく<sup>35</sup>。このように、(16)式は、国民所得の変化に関する投資＝貯蓄の均衡の安定条件に相当するので、この条件をマーグリンとバドゥリは「ケインジアン安定条件 (Keynesian Stability)」<sup>36</sup>と呼ぶ。

本節では、(16)式あるいは「ケインジアン安定条件」の成立を前提におくので、 $\alpha < 0, \beta > 0$  により、(13)式 ( $\text{tr}A < 0$ ) は成立する。また、(6)式により、PE 曲線の傾きは右上がり ( $b'(z) > 0$ ) である。したがって、(15)式の成立要件に関して残された問題は、(9)式の分母  $s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi$  の符号、すなわち、利潤分配率  $(\pi)$  の変化に対する貯蓄と投資の感応性の大小関係だけである。

第1に、利潤分配率の変化に対する貯蓄の感応性が投資の感応性よりも高い場合、(9)式の分母は正、すなわち、

$$s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi > 0 \quad (17)$$

の条件が成立する。投資と貯蓄を利潤分配率  $(\pi)$  のみの関数と見なすと、(16)式の場合と同様の論法により、(17)式は利潤分配率の変化に関する投資＝貯蓄の均衡の安定条件に相当する。マーグリンとバドゥリは(17)式の条件を、経済学者 J. ロビンソンにちなんで「ロビンソニアン安定条件 (Robinsonian Stability)」<sup>37</sup>と呼ぶ。(6)・(16)・(17)式の条件が満たされる場合、(15)式 ( $\det A > 0$ ) は、

$$b'(z) > 0 > -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) \quad (18)$$

と同値であり、 $z$ - $\pi$ 平面上で IS 曲線は右下がり、PE 曲線は右上がりとなる。

第2に、利潤分配率の変化に対する投資の感応性が貯蓄の感応性よりも高く、「ロビンソニアン安定条件」が成立しない場合、すなわち、

$$s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi < 0 \quad (19)$$

の場合には、(15)式 ( $\det A > 0$ ) は、

$$0 < b'(z) < -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) \quad (20)$$

となる。これは、 $z$ - $\pi$ 平面上で IS 曲線も PE 曲線も右上がり、IS 曲線の傾きが PE 曲線よりも急になる場合である。

以上のように、稼働率  $(z)$  の変化に対する貯蓄の感応性が投資の感応性よりも高いという仮定[(16)式]、企業の価格設定における「伸縮的マークアップ」率[(5)・(6)式、右上がり PE

<sup>35</sup> 投資  $(g_I)$  が貯蓄  $(g_S)$  を上回ると稼働率  $(z)$  が上昇する、すなわち、 $\dot{z} = \lambda \cdot \{g_S(z) - g_I(z)\}$ ,  $\lambda < 0$  なる関係を仮定すると、均衡点  $(z = z^*)$  の近傍では  $\dot{z} = \lambda \cdot (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) \cdot (z - z^*)$  である。(16)式のもとでは、 $dz/dz = \lambda \cdot (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) < 0$  となり、この均衡点は安定的である。

<sup>36</sup> Marglin and Bhaduri (1990a), p.164, 前掲邦訳 180 頁。

<sup>37</sup> *Ibid.*, p.165, 前掲邦訳 181 頁。

曲線], および(10)・(11)式の体系の安定条件により, 本節で考察されるのは次の二つの場合である(図4-1).

[A] 利潤分配率の変化に対する貯蓄の感応性のほうが投資の感応性よりも高い場合 ( $s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_{\pi} > 0$ ), すなわち,  $z$ - $\pi$ 平面上の IS 曲線が右下がりである場合[(18)式].

[B] 利潤分配率の変化に対する投資の感応性のほうが貯蓄の感応性よりも高い場合 ( $s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_{\pi} < 0$ ), すなわち,  $z$ - $\pi$ 平面上の IS 曲線は右上がりであり, かつ, PE 曲線よりも急な傾きを持つ場合[(20)式].

以下で順に見るように, 実質賃金率の外生的変化( $\pi_0$ の外生的変化)にともなう稼働率・実現利潤率の変化方向は, 利潤分配率の変化に対する投資の感応性と貯蓄の感応性との大小関係(すなわち  $z$ - $\pi$ 平面上の IS 曲線の傾き)に依存する.

#### 4.2. 利潤分配率の外生的変化(実質賃金率の外生的変化)に伴う稼働率と利潤分配率の変化

最初に, 総需要関数(4)と総供給関数(5)から成る体系において, 利潤分配率の独立要因( $\pi_0$ )の変化にともなう稼働率( $z$ ), 利潤分配率( $\pi$ )の変化方向を調べよう. (4)・(5)式において  $z, \pi, \pi_0$ に関する全微分をとることにより,  $z, \pi$ を内生変数,  $\pi_0$ を外生変数とする次の連立方程式が得られる.

$$(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) dz + (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_{\pi}) d\pi = 0 \quad (21)$$

$$b'(z) \cdot dz - d\pi = -d\pi_0 \quad (22)$$

となる. 行列で表示すると, 次のようである.

$$\begin{pmatrix} s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z & s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_{\pi} \\ b'(z) & -1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} dz \\ d\pi \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 0 \\ -d\pi_0 \end{pmatrix} \quad (23)$$

(23)式の係数行列の行列式( $\Delta$ )は, (23)式の係数行列の行列式( $\Delta$ )は,

$$\Delta = -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) - (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_{\pi}) \cdot b'(z) \quad (24)$$

となる. すでに見たように, IS 曲線・PE 曲線から成る体系の安定条件の一つである(15)式により, 行列式( $\Delta$ )の符号は負, すなわち,

$$\Delta = -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) - (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_{\pi}) \cdot b'(z) < 0 \quad (25)$$

でなければならない. (23)式を解くと, 利潤分配率の独立要因( $\pi_0$ )の上昇にともなう稼働率( $z$ )と利潤分配率( $\pi$ )の均衡水準の変化方向は次のように表される.

$$dz/d\pi_0 = (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_{\pi}) / \Delta \quad (26)$$

$$d\pi/d\pi_0 = (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / \Delta \quad (27)$$

(17)式のように  $s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z > 0$  が前提におかれているから、ここでの問題は、利潤分配率 ( $\pi$ ) の変化に対する投資の感応性と貯蓄の感応性の大小関係に依存する  $dz/d\pi_0$  の符号である。

[A] 利潤分配率の変化に対する貯蓄の感応性のほうが投資の感応性よりも大きい場合 ( $s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi > 0$ )、(16)・(25)式により、 $dz/d\pi_0, d\pi/d\pi_0$  の符号はそれぞれ次のようである。

$$dz/d\pi_0 = (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) / \Delta < 0 \quad (28)$$

$$d\pi/d\pi_0 = (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / \Delta > 0$$

となる。したがって、利潤分配率の変化に対する貯蓄の感応性のほうが投資の感応性よりも大きい ( $z$ - $\pi$ 平面上の IS 曲線が右下がりである) 場合、利潤分配率の独立要因 ( $\pi_0$ ) の低下 (実質賃金率の引き上げ) にともなって稼働率 ( $z$ ) の上昇、利潤分配率 ( $\pi$ ) の低下が生じる。このように、 $z$ - $\pi$ 平面上の IS 曲線が右下がり、利潤分配率の外生的低下 (実質賃金率の外生的上昇) にともなって稼働率 ( $z$ ) の上昇が生じる場合をマーグリンとバドゥリは「停滞論的レジーム (stagnationist regime)」<sup>38</sup> と呼ぶ (図 4-2 の [A])。

[B] 利潤分配率の変化に対する投資の感応性のほうが貯蓄の感応性よりも高い場合、( $s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi < 0$ )、(16)・(25)式により、 $dz/d\pi_0, d\pi/d\pi_0$  の符号はそれぞれ次のようである。

$$dz/d\pi_0 = (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) / \Delta > 0 \quad (29)$$

$$d\pi/d\pi_0 = (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / \Delta > 0$$

したがって、利潤分配率の変化に対する投資の感応性のほうが貯蓄の感応性よりも高い ( $z$ - $\pi$ 平面上の IS 曲線が右上がりである) 場合、利潤分配率の独立要因 ( $\pi_0$ ) の上昇 (実質賃金率の引き下げ) にともなって稼働率 ( $z$ ) の上昇、利潤分配率 ( $\pi$ ) の上昇が生じる。このように、「停滞論的レジーム」とは逆に、 $z$ - $\pi$ 平面上の IS 曲線が右上がり、利潤分配率の外生的引き上げ (実質賃金率の引き下げ) にともなって稼働率 ( $z$ ) の上昇が生じる場合は、「高揚論的レジーム (exhilarationist regime)」<sup>39</sup> と呼ばれる (図 4-2 の [B])。

以上のモデル分析からわかるように、利潤分配率の独立要因 ( $\pi_0$ ) の低下 (実質賃金率の引

<sup>38</sup> *Ibid.*, p.164, 前掲邦訳 179 頁.

<sup>39</sup> *Ibid.*, p.164, 前掲邦訳 179 頁.

き上げ)が稼働率( $z$ )の上昇に結びつくか否か(「停滞論的レジーム」か「高揚論的レジーム」か)は、利潤分配率の変化に対する投資の感応性と貯蓄の感応性の大小関係に依存する。言い換えれば、実質賃金率の引き下げによる賃金分配率の上昇が消費需要の拡大をつうじて経済活動水準の上昇(稼働率の上昇)に結びつくか否かは、利潤分配率の低下にともなう投資の減退が貯蓄の減退よりも著しいか否かに依存するのである。利潤分配率の変化に対する投資・貯蓄の感応性に関する吟味を抜きにして、“労働賃金からの消費性向が利潤からの貯蓄性向よりも高いかぎり、賃金分配率の引き上げ(利潤分配率の引き下げ)にともなう総需要は増加する。”などと主張することはできない。実質賃金率の外生的引き上げと稼働率の上昇との両立可能性に関する決定権は、将来の貯蓄形成を先取りして投資の意思決定を行う資本家(投資主体としての企業、および金融機関)によって握られているのである。与えられた大きさの「パイの分け前」論で説明できるほど、事態は単純ではない。このように、所得フローの分配様式の変化( $\pi_0$ の外生的変化)にともなう経済活動水準(稼働率)の変化方向は、利潤分配率の変化に対する投資・貯蓄の感応性、とりわけ投資主体の意思決定(投資関数の形状)に依存するのである<sup>40</sup>。この論点は、前節で見た投資から実現利潤への決定関係を、利潤分配率・稼働率に依存する投資関数・貯蓄関数のうえで把握しなおしたものにほかならない。

ただし、本項のモデルで扱われているのは、利潤分配率の外生的変化にともなう経済活動水準の変化方向、より一般的には経済成長と所得分配との内的連関である。本節の最終的な目的は、利潤分配率の外生的変化にともなう資本蓄積率の変化を吟味することにある。そこで、次項では、前節で見た資本蓄積率と実現利潤率との内的関連を踏まえて、稼働率( $z$ )-利潤分配率( $\pi$ )の平面上の分析枠組みに実現利潤率を導入し、利潤分配率の外生的変化にともなう利潤率の変化方向を調べる。

#### 4.3. 利潤分配率の独立要因( $\pi_0$ )の変化(実質賃金率の変化)にともなう稼働率・利潤分配率・利潤率の変化

利潤率( $r$ )の定式(1)により、利潤率の一定水準( $\bar{r}$ )に対応する稼働率( $z$ )、利潤分配率( $\pi$ )の組み合わせ、すなわち  $z$ - $\pi$  平面上の等利潤率(iso-profit rate)曲線は、

$$\pi = \bar{r} \cdot \bar{a} / z \quad (30)$$

と表される。(1)式において  $z, \pi, r$  に関する全微分をとると、

$$\pi \cdot \bar{a}^{-1} \cdot dz + z \cdot \bar{a}^{-1} \cdot d\pi - dr = 0 \quad (31)$$

となる。(31)式で  $dr=0$  とおくことにより、等利潤率曲線の傾きは、

<sup>40</sup> 実質的に同じ論点をマーグリンとバドゥリは、利潤分配率の外生的変化にともなう総需要(消費  $C$  + 投資  $I$ )の変化方向の観点から次のように説明している。「利潤マージン/分配率の変化に対する投資の感応性が相対的に弱いならば……、実質賃金の低下と利潤分配率の上昇……による消費需要の減少の全部が投資需要の増加によって相殺されるわけではない。したがって、実質賃金率が低下する(すなわち利潤分配率が上昇する)につれて総需要( $C+I$ )は減少する。」(Marglin and Bhaduri (1990b), p.379).

$$d\pi/dz = -\pi/z \quad (32)$$

と表される。

本項では、総需要関数(4)と総供給関数(5)および等利潤率曲線(30)から成る体系において、利潤分配率の独立要因( $\pi_0$ )の変化にともなう稼働率( $z$ )、利潤分配率( $\pi$ )、利潤率( $r$ )の変化方向を調べる。(21)・(22)・(31)式から、 $z$ ,  $\pi$ ,  $r$ を内生変数、 $\pi_0$ を外生変数とする次の連立方程式が得られる。

$$\begin{pmatrix} s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z & s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi & 0 \\ b'(z) & -1 & 0 \\ \pi \cdot \bar{a}^{-1} & z \cdot \bar{a}^{-1} & -1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} dz \\ d\pi \\ dr \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} 0 \\ -d\pi_0 \\ 0 \end{pmatrix} \quad (33)$$

(33)式の係数行列の行列式( $\Phi$ )は、

$$\Phi = (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) + (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) b'(z) \quad (34)$$

となる。 $z$ - $\pi$ 平面上のIS曲線、PE曲線から成る体系の安定条件のうち(15)式により、行列式( $\Phi$ )の符号は正、すなわち、

$$\Phi = (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) + (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) b'(z) > 0 \quad (35)$$

でなければならない。(33)式を解くと、利潤分配率の独立要因( $\pi_0$ )の上昇に対する稼働率( $z$ )、利潤分配率( $\pi$ )、利潤率( $r$ )の均衡水準の変化方向は次のように表される。

$$dz/d\pi_0 = -(s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) / \Phi \quad (36)$$

$$d\pi/d\pi_0 = -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / \Phi \quad (37)$$

$$dr/d\pi_0 = \{(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1}\} / \Phi \quad (38)$$

本節では、稼働率( $z$ )の変化に対する貯蓄の感応性が投資の感応性よりも大きく、(17)式のように $s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z > 0$ と仮定されている。したがって、ここでの問題は、利潤分配率( $\pi$ )の変化に対する投資の感応性と貯蓄の感応性の大小関係に依存する $dz/d\pi_0$ の符号、および $z$ - $\pi$ 平面上のIS曲線の傾き(9)式と等利潤率曲線の傾き(32)式との大小関係に依存する $dr/d\pi_0$ の符号、である。利潤率( $r$ )を含む本項では、前項の[A]「停滞論的レジーム」が、右下がりIS曲線の傾きと等利潤率曲線の傾きとの大小関係におうじて二つの場合に分かれる。

[A1] 利潤分配率の変化に対する貯蓄の感応性のほうが投資の感応性よりも大きく( $s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi > 0$ )、かつ、 $z$ - $\pi$ 平面上の右下がりIS曲線の傾きが等利潤率曲線の傾き( $-\pi/z < 0$ )よりも緩やかである場合、すなわち、

$$0 > -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) > -\pi/z \quad (39)$$

の場合,

$$\begin{aligned} dz/d\pi_0 &= -(s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) / \Phi < 0 \\ d\pi/d\pi_0 &= -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / \Phi > 0 \\ dr/d\pi_0 &= \left\{ (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} \right\} / \Phi < 0 \end{aligned} \quad (40)$$

となる。したがって、利潤分配率の変化に対する貯蓄の感応性が投資の感応性よりも大きく、かつ、右下がり IS 曲線の傾きが等利潤率曲線の傾きよりも緩やかである場合、利潤分配率の独立要因( $\pi_0$ )の低下(実質賃金率の引き上げ)にともなって稼働率( $z$ )の上昇、利潤分配率( $\pi$ )の低下、利潤率( $r$ )の上昇が生じる。このように、利潤分配率の外生的低下(実質賃金率の外生的上昇)にともなって稼働率( $z$ )の上昇と利潤率( $r$ )の上昇が生じる場合を、マーグリンとバドゥリは「停滞論的—協調レジーム(stagnationist-cooperative regime)」<sup>41</sup>と呼ぶ(図 4-3 の[A1])。

[A2] 利潤分配率の変化に対する貯蓄の感応性のほうが投資の感応性よりも大きく( $s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi > 0$ )、かつ、 $z$ - $\pi$ 平面上の右下がり IS 曲線の傾きが等利潤率曲線の傾き( $-\pi/z < 0$ )よりも急である場合、すなわち、

$$0 > -\pi/z > -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) \quad (41)$$

の場合,

$$\begin{aligned} dz/d\pi_0 &= -(s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) / \Phi < 0 \\ d\pi/d\pi_0 &= -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / \Phi > 0 \\ dr/d\pi_0 &= \left\{ (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi) \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} \right\} / \Phi > 0 \end{aligned} \quad (42)$$

となる。利潤分配率の変化に対する投資の感応性( $i_\pi > 0$ )が[A1]の場合がより大きいために、 $dr/d\pi_0$ の分子が正になる。それゆえ、利潤分配率の変化に対する貯蓄の感応性が投資の感応性よりも大きく、かつ、右下がり IS 曲線の傾きが等利潤率曲線の傾きよりも急である場合、利潤分配率の独立要因( $\pi_0$ )の低下(実質賃金率の引き上げ)にともなって稼働率( $z$ )の上昇、利潤分配率( $\pi$ )の低下、利潤率( $r$ )の低下が生じる。このように、利潤分配率の外生的低下(実質賃金率の外生的上昇)にともなって稼働率( $z$ )の上昇と利潤率( $r$ )の低下が同時に生じる場合を、マーグリンとバドゥリは「停滞論的—抗争レジーム(stagnationist-conflictual regime)」<sup>42</sup>と呼ぶ(図 4-3 の[A2])。  $z$ - $\pi$ 平面上の IS 曲線が右下がりの場合(「停滞論的レジーム

<sup>41</sup> Marglin and Bhaduri (1990a), p.167, 前掲邦訳 183 頁。

<sup>42</sup> *Ibid.*, p.172, 前掲邦訳 188 頁。

ム)は、稼働率の上昇と利潤率の上昇との両立が可能な場合(「協調」と不可能な場合(「抗争」とに分けられるのである。

[B] 利潤分配率の変化に対する投資の感応性のほうが貯蓄の感応性よりも大きい場合 ( $s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_{\pi} < 0$ )、体系の安定条件(15)式により  $z$ - $\pi$ 平面上の右上がり IS 曲線の傾きが右上がり PE 曲線の傾きよりも急であり、等利潤率曲線の傾き ( $-\pi/z$ )だけが負である。すなわち、

$$-\pi/z < 0 < b'(z) < -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_{\pi}) \quad (43)$$

である。この場合、

$$\begin{aligned} dz/d\pi_0 &= -(s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_{\pi}) / \Phi > 0 \\ d\pi/d\pi_0 &= -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / \Phi > 0 \end{aligned} \quad (44)$$

$$dr/d\pi_0 = \left\{ (s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_{\pi}) \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} \right\} / \Phi > 0$$

となる。利潤分配率の変化に対する投資の感応性のほうが貯蓄の感応性よりも大きく、かつ、 $z$ - $\pi$ 平面上で IS 曲線が右上がりである場合、利潤分配率の独立要因( $\pi_0$ )の上昇(実質賃金率の引き下げ)にともなって稼働率( $z$ )の上昇、利潤分配率( $\pi$ )の上昇、利潤率( $r$ )の上昇が生じる。このように、利潤分配率の外生的上昇(実質賃金率の外生的低下)にともなって稼働率( $z$ )の上昇と利潤率( $r$ )の上昇が生じる場合は、マーグリンとバドゥリの用語法にしたがえば、「高揚論的—協調レジーム (exhilarationist-cooperative regime)」と呼ぶことができよう(図 4-3 の[B])。ただし、「高揚論的レジーム」では、 $z$ - $\pi$ 平面上で IS 曲線が右上がりであるから、稼働率の上昇と利潤率の低下とが同時に成立することはありえない。「高揚論的—抗争レジーム (exhilarationist-coflictual regime)」が不可能なのはそのためである。

以上のモデル分析に見られるように、利潤分配率の外生的変化( $\pi_0$ の変化、あるいは実質賃金率の逆方向の外生的変化)にともなう稼働率( $z$ )と利潤率( $r$ )の変化方向は、利潤分配率の変化に対する投資の感応性と貯蓄の感応性ととの大小関係に依存する。とりわけ、 $z$ - $\pi$ 平面上の IS 曲線が右下がりであって、利潤分配率の独立要因( $\pi_0$ )の上昇(実質賃金率の引き下げ)にともなって稼働率( $z$ )の上昇が生じる場合、すなわち「停滞論的レジーム」は、次の二つの場合に分かれる。利潤分配率の変化に対する投資の感応性が比較的小さいため、利潤分配率の外生的上昇( $\pi_0$ の上昇)にともなって利潤率( $r$ )の上昇が生じる場合([A1]停滞論的—協調レジーム)、および、投資の感応性が比較的大きいため、利潤分配率の外生的上昇にともなって利潤率( $r$ )の低下が生じる場合([A2]停滞論的—抗争レジーム)がそれである。さらに、利潤分配率の変化に対する投資の感応性が[A2]の場合よりも大きくなり、IS 曲線が右上がりになる場合には、利潤分配率の外生的上昇( $\pi_0$ の上昇、実質賃金率の外生的低下)にともなって稼働率( $z$ )の上昇と利潤率( $r$ )の上昇が同時に生じる([B]高揚論的

#### 4-4. 利潤分配率の外生的変化にともなう資本蓄積率の変化

前項のモデル分析では、利潤分配率の外生的変化(実質賃金率の外生的変化)にともなう稼働率( $z$ )と利潤率( $r$ )の変化方向が示された。ところで、第3節の(2)式により、利潤からの貯蓄率( $s$ )が一定であるかぎり、実現利潤率とそれを生み出す資本蓄積率(=投資/資本ストック)のあいだには正の比例関係がある。したがって、前項のモデル分析の結果を利潤分配率の外生的変化にともなう資本蓄積率の変化方向として解釈すると、利潤分配率の外生的変化にともなう資本蓄積率の変化方向は利潤分配率の変化に対する投資・貯蓄の感応性に左右されることがわかる。利潤分配率の外生的上昇( $\pi_0$ の外生的上昇)にともなう資本蓄積率の上昇が生じるのは、前項の[A2]および[B]の場合、すなわち $z$ - $\pi$ 平面上的IS曲線の傾きが、(41)(43)式により、

$$0 > -\pi/z > -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi)$$

または、

$$0 < b'(z) < -(s \cdot \pi \cdot \bar{a}^{-1} - i_z) / (s \cdot z \cdot \bar{a}^{-1} - i_\pi)$$

の範囲をとる場合である。言い換えれば、IS曲線の傾きが右下がりである等利潤率曲線の傾き( $-\pi/z$ )よりも急であるか、または、右上がりPE曲線よりも急である場合には、利潤分配率の外生的低下(実質賃金率の外生的上昇)にともなう資本蓄積率は低下するのである。

<sup>43</sup> 本節の議論が依拠するマージンとバドゥリのモデルでは稼働率と利潤分配率に依存する投資関数が前提におかれている。これに対して、ローソン氏のマクロ経済モデルでは、稼働率と利潤率(=利潤/資本ストック)に依存する投資関数を前提において、「実現曲線」(投資・貯蓄の均衡)と「利潤曲線」(企業の価格設定態度)から成る体系にもとづいて資本蓄積と所得分配の内的連関が考察されている。(Rowthorn (1982)). 利潤分配率の外生的変化にともなう稼働率・利潤率の変化方向を調べるうえで決定的に重要なのは、稼働率・利潤率の変化に対する投資の感応性である。ローソンの分析枠組みを応用してマクロ経済の構造変化を分析した最近の研究に、横川信治「政治経済学の復活—構造的段階論の視点から—」(伊藤誠・野口真・横川信治編著『マルクスの逆襲—政治経済学の復活—』日本評論社、1996年、第1章)がある。横川氏は、「稼働率に対する投資の感応性が減少」して稼働率-利潤率の平面上での「実現曲線」が「右下がり」となる場合、「賃金上昇による利潤曲線の下シフト」が「わずかな稼働率上昇と利潤率の低下をもたらす」ことを示され、この「対立的マクロ経済モデル」を用いてスタグフレーションの発生メカニズムを説明されている(前掲書、38-40頁)。

<sup>44</sup> マージンとバドゥリの分析枠組みを応用して、実質利子率の外生的変化にともなう産業部門・金融部門の稼働率・利潤分配率・利潤率の変化方向を分析する試みとして、エプシュタイン氏の研究がある(Epstein(1994)). 氏は、稼働率の上昇にともなう産業部門の利潤分配率の上昇/低下におうじて「資本と労働」の関係を“Kaleckian case”/“neo-Marxian case”, 実質利子率の上昇にともなう産業部門の利潤分配率の不変/低下におうじて「金融部門と産業部門」の関係を“Enterprise finance”/“Speculative finance”と特徴づける分析枠組み(Ibid., p.241)にもとづいて、OECD諸国における金融政策の政治経済学的特質を「資本と労働」と「金融と産業」の二本の座標軸のうえで分析している(Ibid., p.258ff.). 中央銀行の独立性と金融政策との関連においても氏の研究は興味深い。ただし、実質利子率が外生変数と見なされ、実質利子率の決定と他の基軸変数(稼働率・利潤率など)との内的連関が明示的に理論化されていない点で、氏の分析枠組みには問題が残ると思われる。

利潤分配率の外生的低下と資本蓄積率の上昇とが両立するのは、前項の[A1]の場合、すなわち(39)式のように IS 曲線が右下がり、等利潤率曲線の傾きよりも緩やかな場合だけである(図 4-3 を参照)。利潤分配率の外生的変化に対する稼働率( $z$ )の変化方向に関する本節第 2 項の分析と比較すればわかるように、利潤分配率の外生的上昇と稼働率の上昇とが両立する範囲に比べて、利潤分配率の外生的低下と資本蓄積率の上昇とが両立する範囲のほうがより狭いのである。

利潤分配率の外生的変化にともなう資本蓄積率の変化方向に関する以上の論点からわかるように、利潤分配率の外生的上昇(実質賃金率の外生的低下)にともなう資本蓄積率の上昇が生じるか否かは、利潤分配率の変化に対する投資と貯蓄の感応性に依存している。もとより、利潤分配率の外生的変化にともなう諸変数の変化方向だけを考察対象としている点で本節のモデルはきわめて限定的なものである。しかし、こうした限定的な分析枠組みにおいても、資本家による投資決定態度の視点すなわち投資関数を欠かすことができない。たとえば、ある国民経済における利潤分配率の水準が他国に比べて高いことがわかっているとしよう。この場合、利潤分配率の変化に対する投資・貯蓄の感応性を吟味することなく、相対的に高い利潤分配率が相対的に高い資本蓄積率の原因であると断定することはできない。資本家の投資決定態度に限定して言えば、利潤分配率の外生的変化に直面した資本家が、将来の実現利潤に関する期待、あるいは貸借対照表上の流動性資産の安全水準に関する見解を修正するか否か、すなわち投資関数に表される資本家の行動様式の変化こそが、問題の焦点である。さらに、第 2・3 節で見たように、貨幣資本の運動を起動させるか否かの投資主体の意思決定は、貸借対照表上での資産構造・負債構造の選択にかかわっており、これは貯蓄と消費への所得フローの分配様式とは相対的に独立している。こうして、本節の単純なモデルからもわかるように、利潤分配率の同じ幅の外生的上昇にともなう資本蓄積テンポは、資本家の投資決定態度におうじて加速もすれば減速もするのである。

このように、資本家の投資決定態度すなわち投資関数の吟味を欠いたままで、他国に比べて相対的に高い利潤分配率を相対的に高い資本蓄積率の直接の原因と見なす議論は、投資決定にかかわる貸借対照表上の意思決定と所得フローの分配様式との相互独立性が認識されていない点で、貨幣経済のもとでの資本蓄積を扱う枠組みにはとうていなりえない。第 2 節で見たように、貨幣経済では投資過程の非可逆性および将来の市場状態の不可知性が避けられないからこそ、所得フローの分配様式とは独立した貸借対照表上の資産・負債構成に関する意思決定が意味を持つのであり、このストック面での意思決定を制度的に支えるのが銀行組織による信用創造である。したがって、より高い利潤分配率をより高い資本蓄積率と無条件に結びつける投資関数不在の分析枠組みにとどまるかぎり、投資過程の不可逆性や将来の実現利潤に関する不確実性はもちろん、マクロ経済活動における信用創造の積極的な役割も、すべて論理的に排除されることになる。

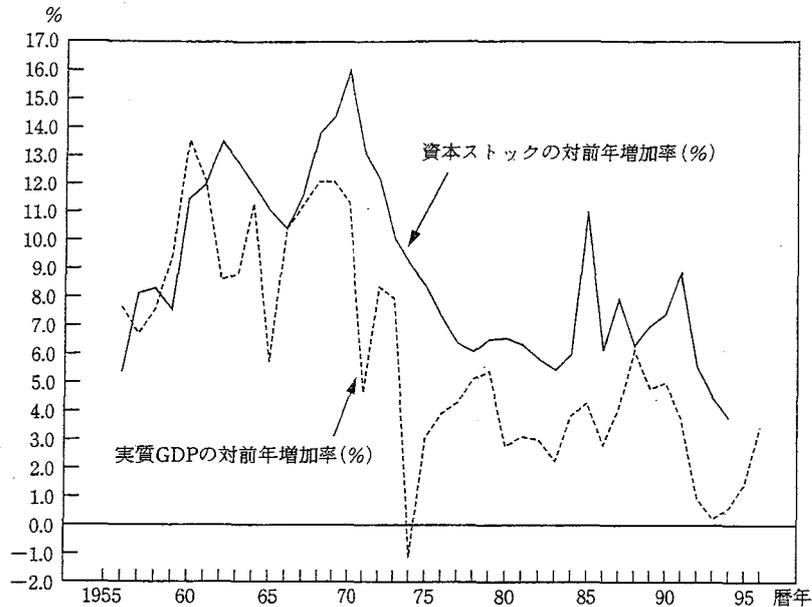
## 第5節 結び——貨幣経済における利害対立の解明に向けて

以上のように本稿では、所得フローの分配様式(貯蓄と消費、賃金と利潤)と投資主体の意思決定との相互独立性(第2節)、銀行組織の信用創造を媒介とする投資から実現利潤への決定関係、および資本蓄積率と利潤率のあいだの二重の関係——現行利潤率を生み出す資本蓄積率と、現行利潤率のもとで計画される資本蓄積率——(第3節)を論じたうえで、マーグリンとバドゥリのモデルに依拠して利潤分配率の外生的変化(実質賃金率の外生的変化)にともなう稼働率・利潤率の変化方向について考察した(第4節)。第4節のモデル分析に示したように、より高い利潤分配率がより高い資本蓄積テンポと両立するか否かは、利潤分配率の変化に対する投資・貯蓄の感応性にかかっている。以上の論点を踏まえると、資本主義経済における分配問題へのアプローチについて次の点を指摘できる。投資過程の非可逆性と将来の市場状態の不可知性から逃れられない貨幣経済のもとの分配問題は、与えられた大きさの年間生産物の分配様式の観点からではなく、非可逆的な投資決定をめぐる利害関係の観点から考察されなければならない。発達した信用制度をともなう現実の貨幣経済における分配問題の核心は、将来の貯蓄形成を先取りして非可逆的な投資決定を行う権限が企業・金融機関によって握られている点にある。貨幣経済における非可逆的な投資過程をめぐる利害対立を踏まえたマクロ経済分析を行うためには、「労働賃金」と「利子率」のカテゴリーをめぐる利害対立——条件を設定する主体(雇い主・貸し手)と、設定される条件を受けとる主体(労働者・借り手)とのあいだの利害対立——を組み込んだ分析枠組みが必要である。たとえば労働賃金は、「消費需要の源泉」と「単位労働費用の構成要素」の観点からだけでなく、「資本による労働規律づけの手段」の観点からも把握される必要がある<sup>45</sup>。産業—金融—労働の利害対立に関わるこれらの論点に対して一貫した解答を出すことは筆者の能力を超えるが、そのための基礎作業として、第7章と第8章では、利潤と利子との対抗関係、および負債比率を資本蓄積と所得分配の分析モデルのなかに導入することを試みる。

---

<sup>45</sup> Bowles and Boyer (1990). マーグリン-バドゥリおよびボウルズ-ボワイエの分析枠組みを統合した「資本蓄積と所得分配」モデルのいっそうの展開として、植村博恭(1991)が重要である。

図 1-1 実質 GDP 成長率と資本ストック増加率



(資料)

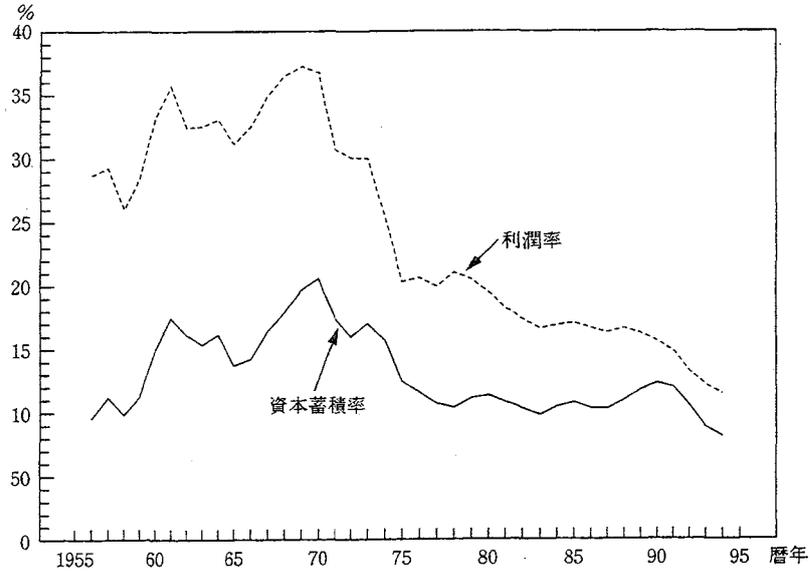
(1) 実質 GDP (1990 年価格)

経済企画庁編『国民経済計算年報』1997 年版, 大蔵省印刷局, 1997 年.

(2) 資本ストック (1990 年価格, 全産業, 全企業, 取付ベース)

1955~86 暦年: 経済企画庁『長期遡及推計 民間企業資本ストック—平成 2 年基準—(昭和 30~昭和 61 年)』(1996 年 3 月, 大蔵省印刷局), 1987~94 暦年: 経済企画庁『平成 2 年基準 民間企業資本ストック年報—昭和 62~平成 6 年度—』(同). なお, 1985 年から日本電信電話株式会社(運輸・通信業)と日本たばこ産業株式会社(製造業), 1986 年から電源開発株式会社(電気・ガス・水道業), 1987 年から東日本旅客鉄道株式会社(運輸・通信業)が本統計に含まれている. 1985, 1987, 1991 の各年における資本ストック増加率の動きはこれらの新規対象企業の影響を受けている.

図 1-2 利潤率と資本蓄積率の推移



(注) 利潤率=営業余剰÷名目資本ストック

資本蓄積率=名目民間企業設備／名目資本ストック

ただし、名目資本ストックとは資本ストック(1990年価格、全産業、全企業、取付ベース) $K$ と民間企業設備デフレーター(1990年基準) $P_K$ との積の年央値、すなわち $(K_{(t-1)} \cdot P_{K(t-1)} + K_{(t)} \cdot P_{K(t)})/2$ をとる。

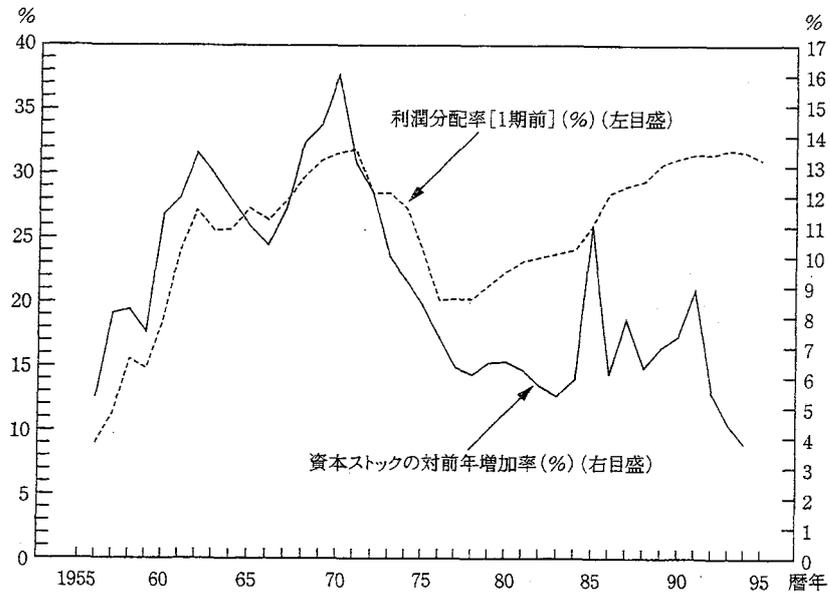
(資料) 経済企画庁、前掲『国民経済計算年報』『民間企業資本ストック』。

推計式： $\log RP = a_0 + a_1 \cdot \log RCA$ 、 $RP$ ：利潤率、 $RCA$ ：資本蓄積率。

推計期間	$a_0$	$a_1$	自由度調整済 決定係数 $R^2$	D.W.
1956-70 暦年	2.3380 (23.7856)	0.4259 (11.6897)	0.9064	1.2390
1970-84 暦年	0.5344 (2.7790)	1.0093 (13.4496)	0.9278	0.9289

( ) 内は t 値

図 1-3 利潤分配率と資本ストック増加率



(注) 利潤分配率(%)

$$= 100 - (\text{雇用者所得} \div \text{名目 GDP}) \times (\text{就業者数} \div \text{雇用者数}) \times 100$$

資本ストック (1990 年価格, 全産業, 全企業, 取付ベース)

(資料) 経済企画庁, 前掲『国民経済計算年報』『民間企業資本ストック』

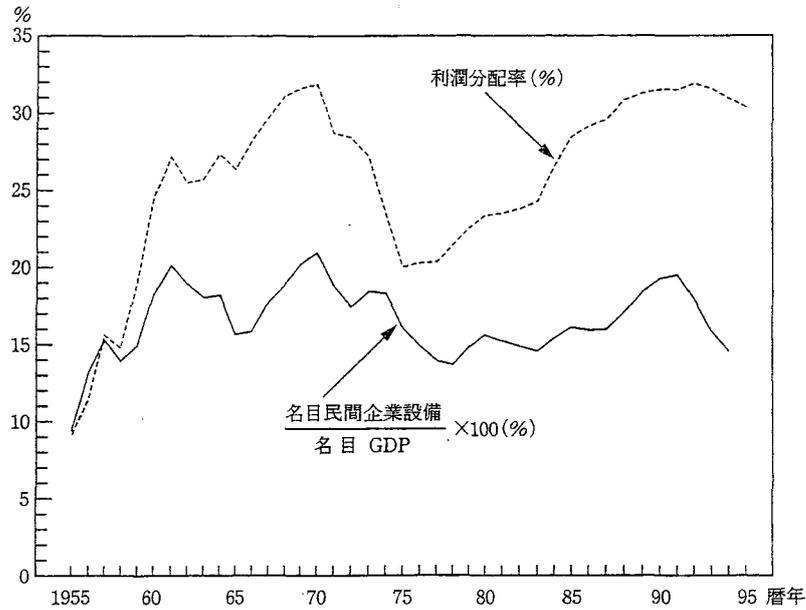
$$\text{推計式: } \log GRC = a_0 + a_1 \cdot \log PS_{-1}$$

GRC: 資本ストック対前年増加率,  $PS_{-1}$ : 利潤分配率(1 期前)

推計期間	$a_0$	$a_1$	自由度調整済 決定係数 $R^2$	D.W.
1956-76 暦年	0.3670 (1.1621)	0.6342 (6.3319)	0.6615	0.7474
1976-94 暦年	4.0903 (4.2606)	-0.7264 (-2.3463)	0.3603	1.6429

( ) 内は t 値

図 1-4 利潤分配率と民間企業設備投資の対 GDP 比率



(注) 利潤分配率 (%)

$$= 100 - (\text{雇用者所得} \div \text{名目 GDP}) \times (\text{就業者数} \div \text{雇用者数}) \times 100$$

(資料) 経済企画庁, 前掲『国民経済計算年報』『民間企業資本ストック』

$$\text{推計式: } \log PS = a_0 + a_1 \cdot \log(I/Y),$$

$PS$ : 利潤分配率,  $I$ : 名目民間企業設備,  $Y$ : 名目 GDP.

推計期間	$a_0$	$a_1$	自由度調整済 決定係数 $R^2$	D.W.
1955-75 暦年	-1.7722 (-3.4526)	1.7364 (9.5779)	0.8194	0.7014
1976-95 暦年	0.2226 (0.2884)	1.1091 (3.9788)	0.4384	0.2401

( ) 内は t 値

図 3-1 資本蓄積率と利潤率の関係

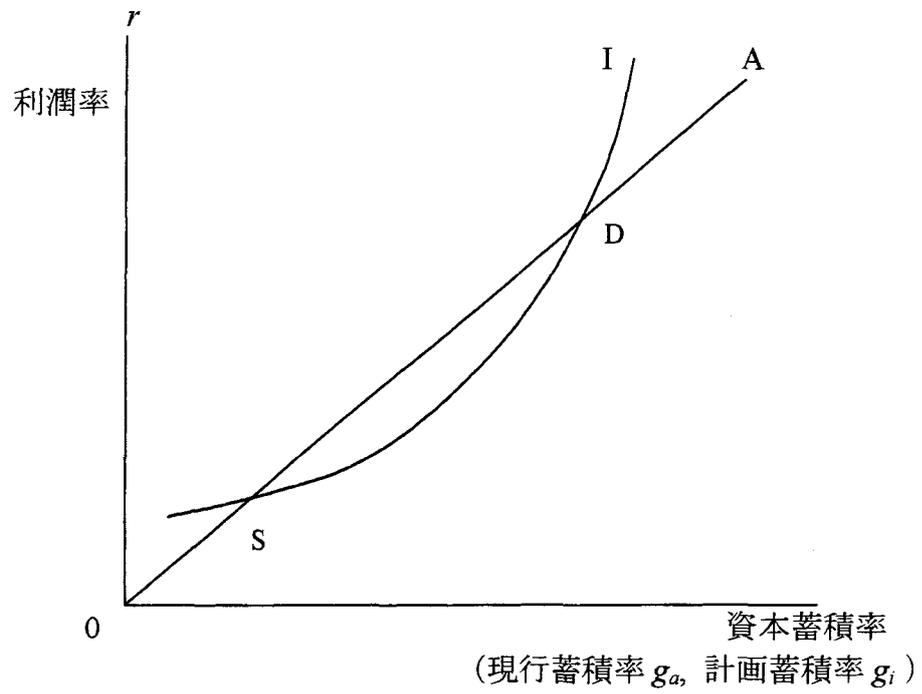
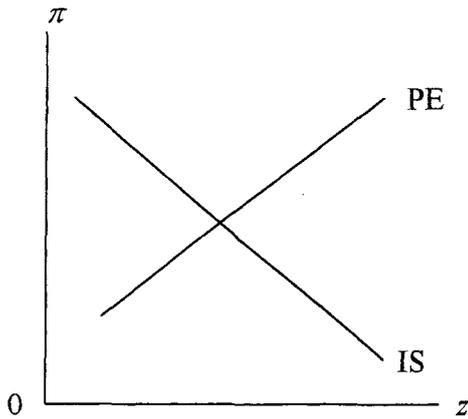


図 4-1 利潤分配率の変化に対する投資・貯蓄の感応性

[A] 投資の感応性 < 貯蓄の感応性



[B] 投資の感応性 > 貯蓄の感応性

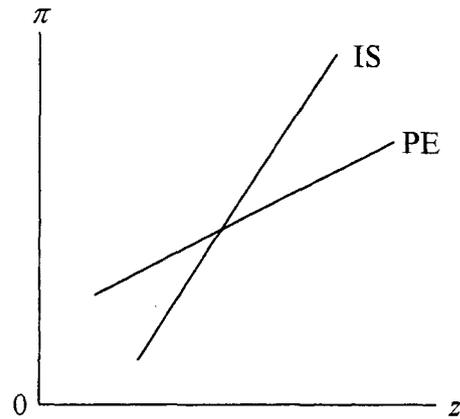
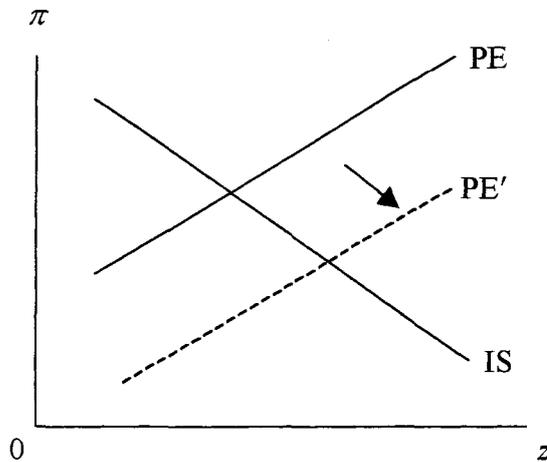


図 4-2 利潤分配率の外生的変化に伴う稼働率の変化

[A] 利潤分配率の外生的低下 ( $\pi_0$ の低下) に伴う稼働率 ( $z$ ) の上昇  
[停滞論レジーム (stagnationist regime)]



[B] 利潤分配率の外生的上昇 ( $\pi_0$ の上昇) に伴う稼働率 ( $z$ ) の上昇  
[高揚論レジーム (exhilarationist regime)]

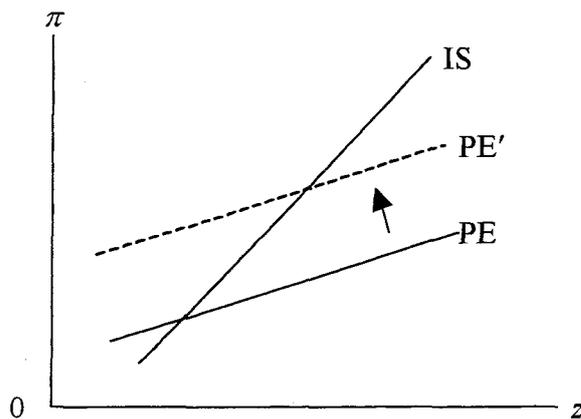
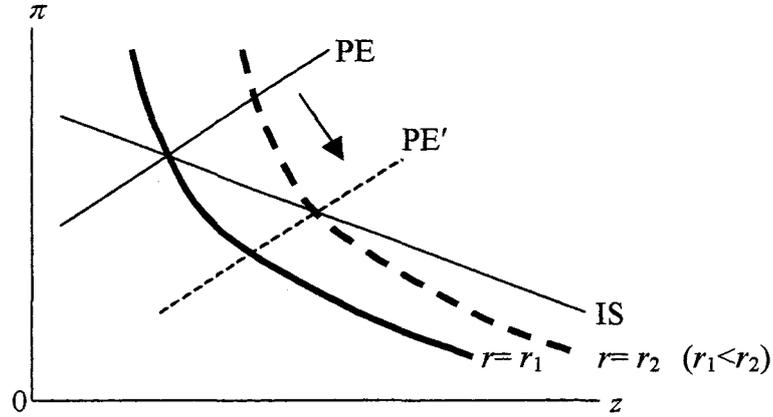
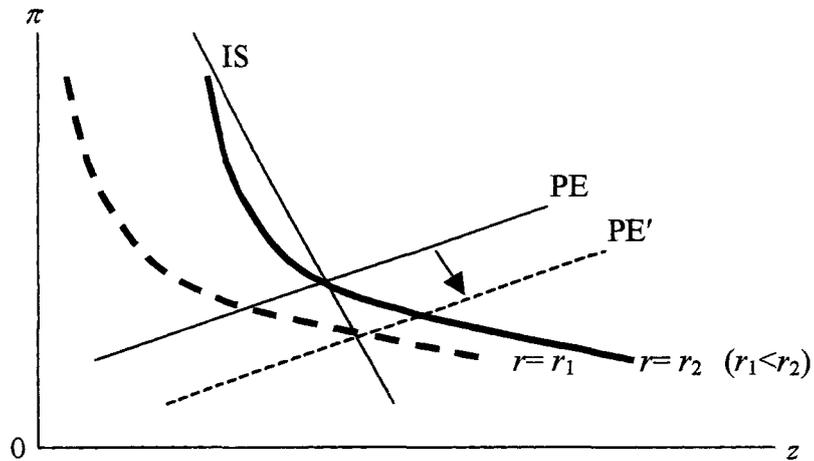


図 4-3 利潤分配率の外生的変化に伴う稼働率・利潤率の変化

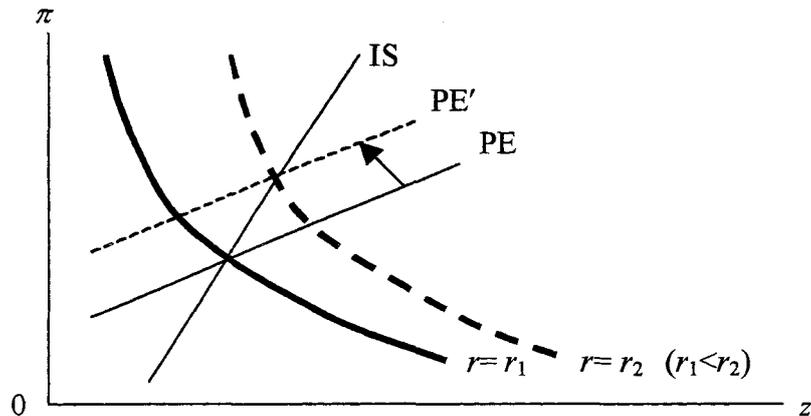
- [A1] 利潤分配率の外生的低下 ( $\pi_0$ の低下) に伴う稼働率 ( $z$ ) の上昇・  
 利潤率 ( $r$ ) の上昇 [停滞論・協調的レジーム (stagnationist-cooperative regime)]



- [A2] 利潤分配率の外生的低下 ( $\pi_0$ の低下) に伴う稼働率 ( $z$ ) の上昇・  
 利潤率 ( $r$ ) の低下 [停滞論・対立的レジーム (stagnationist-conflictual regime)]



- [B] 利潤分配率の外生的上昇 ( $\pi_0$ の上昇) に伴う稼働率 ( $z$ ) の上昇・  
 利潤率 ( $r$ ) の上昇 [高揚論・協調的レジーム (exhilarationist-conflictual regime)]



## 第7章 資本蓄積と金融

### —— 利潤率と利子率の関係 ——

#### 第1節 はじめに——産業と金融の利害対立

1999年2月から2000年8月まで続いた日本銀行の「ゼロ金利政策」を中心とする金融緩和政策<sup>1</sup>のもとでも、マクロ経済指標(例えば、民間企業設備投資/実質GDPの比率)で見ると、資本蓄積はいぜん減速したままである。1990年代の日本経済における有効需要不足の背景にある要因として、民間企業設備投資の利子弾力性が低下していること<sup>2</sup>のほか、民間非金融部門のかかえる「過剰債務問題(debt overhang problem)」<sup>3</sup>が指摘されている。資本蓄積と金融的諸条件との関連は、1990年以降の日本の長期不況を分析するうえで最も重要な論点の一つである。さらに、1997-98年のアジア通貨危機でいっそう顕在化した“Global Neoliberal Regime”の不安定性の背後には、1970年代後半以降に金融市場の規制緩和を迫った国際的な金融資本の権力があるものと考えられる<sup>4</sup>。このように、産業—労働—金融のあいだの利害対立という視点を抜きにしては、1990年代以降における資本蓄積と所得分配のダイナミクスを分析することはできない。

貨幣経済のもとでの所得分配をめぐる問題の核心は、投資が実現利潤を決定する機構にある。投資から実現利潤への決定関係を支えるのは、蓄積基金を支出して追加資本財と追加労働力を購入するか否かに関する資本家の意思決定、および、当期の実現利潤を上回る資本蓄積を可能にする銀行の信用創造である<sup>5</sup>。実現利潤の決定機構には、1)資本家と労働者と利害対立、および、2)蓄積基金の貸し手(金融機関)と借り手との利害対立が関わって

<sup>1</sup> 2001年2月9日には公定歩合が0.50%(1995年9月以降)から0.35%に引き下げられると同時に、日本銀行による受動的な貸出制度(ロンバート型貸出制度)、短期国債買い切りオペ、手形オペの弾力化をつうじて流動性供給の拡大がはかられた(日本銀行「流動性供給方法の改善策および公定歩合の引き下げについて」、2001年2月9日、[www.boj.or.jp](http://www.boj.or.jp)による)。その後の金融政策の展開については、本章の補論を参照のこと。

<sup>2</sup> 貯蓄と投資の均等をもたらす均衡実質利子率が負となる状態を前提として、(正の)期待インフレ率の引き上げを通じて、負の均衡実質利子率を実現すれば、実体経済の回復を実現できるというクルーグマン(Paul Krugman)のインフレ目標論(Inflation-Targeting Theory)に反対して、吉川洋氏は、「日本経済の問題点は投資の利子弾力性が極端に小さく、また限界支出性向も小さくなっていることである」(吉川ほか(2000), p.43)と指摘される。

<sup>3</sup> 「過剰債務問題(debt overhang problem)」とは、新規投資に対して融資をする貸し手の債権が既存債権に対して劣後するので、正の予想純収益を持つ投資プロジェクトが存在するにもかかわらず、既存債権の返済義務の優先性・既存債権の劣後性のために、新規投資が断念される、という事態を指す。詳しくは、大瀧(2000)を参照のこと。

<sup>4</sup> 「新自由主義的秩序の特徴はグローバルな金利生活者(global rentiers)の権力である」(Crotty and Dymksi (2001), p.57)。

<sup>5</sup> 投資から貯蓄への決定関係と信用創造とが不可分であることについて、ロジャーズは次のように言う。「貯蓄と投資のあいだの因果関係に関する正当派の見解の逆転をもたらすのは、事前的な貯蓄に先立って信用を供与する能力にほかならない」(Rogers (1989), p.179, 邦訳212頁)。

いる。第6章で見たように、実質賃金率の外生的上昇が実現利潤率の上昇・資本蓄積の加速につながるか否かは、投資関数と貯蓄関数に表される資本家の行動様式に依存する。

しかし、実現利潤の決定機構には、資本家と労働者との利害対立だけでなく、蓄積基金の貸し手(金利生活者、または金融機関)、蓄積基金の借り手(投資主体としての資本家)および実現利潤の取得者(貯蓄主体としての資本家)のあいだの利害対立<sup>6</sup>も関わっている。こうした金融機関等と産業資本家とのあいだの利害対立を分析するための一つの方法として、資本蓄積と所得分配に関する分析枠組みのなかに利子率や負債比率のような金融変数を導入することが考えられる。そこで本章では、資本蓄積と所得分配に関する分析枠組みのなかに利子率を導入して、実現利潤率の決定機構と利子率との関係を考察する。第2節では、利子率の決定要因をめぐる「貨幣的分析」と「実物的分析」との対立を古典派とマルクスの経済学を中心に検討したうえで、資本家の投資決意が実現利潤を左右する関係と、純粋に貨幣的な要因に依存する利子率の決定機構とが厳密に区別されなければならないことを明らかにする。第3節では、生産物の価格形成手続きを媒介として、利子率の外生的変化に伴って資本家の要求利潤率が改訂される関係を定式化する。第4節では、利潤費用曲線(設備稼働率と資本家の要求利潤率の組み合わせ)と有効需要曲線(貯蓄と投資を均等にする利潤率と稼働率の組み合わせ)から成る分析枠組みを用いて、利子率の外生的変化にともなう実現利潤率と設備稼働率の変化方向について検討する。また、補論では、利子率の決定要因をめぐる「貨幣的分析」と「実物的分析」の対立が、金融政策の有効性をめぐる現代の議論(インフレ目標論)のなかに新しい装いで再現されていることを明らかにする。

## 第2節 利潤率と利子率との関係

蓄積基金の貸し手(金融機関等)、蓄積基金の借り手(非金融企業)、および、実現利潤を取得する金利生活者としての資本家、の三者間の利害対立を分析するためには、資本家の投資態度に依存する実現利潤の決定機構と、純粋に貨幣的な要因による利子率の決定経路とが厳密に区別されなければならない。利潤率と利子率との質的な相違に関するこの論点は、利子率の決定要因をめぐる「実物的分析」と「貨幣的分析」との対立、および、「自然利子率」の概念を承認するか否かの問題にも関わる<sup>7</sup>。本節では、「自然利子率」の存在の否定、および、利潤率と利子率との質的な相違に関するマルクスの議論を手がかりとして、資本家の投資決意が実現利潤率を左右する関係と、純粋に貨幣的な要因による利子率の決定とが厳密に区別されなければならないことを確認する。そのうえで、利子率の変化が資本家の投資態度と金利生活者の貯蓄態度に及ぼす影響の大きさ次第では、実現利潤率と利子率

<sup>6</sup> 現代の金融政策をめぐる「資本と労働」と「金融と産業」のあいだの対立に関する代表的な研究として、Epstein (1994)が重要である。

<sup>7</sup> 利子率の決定要因をめぐる「実物的分析」の立場(利潤率が利子率を規制すると主張するスミス・リカード、および、ヴィクセルの「自然利子率」の概念)と、利子率を貨幣的現象と考える「貨幣的分析」の立場(マルクス、ケインズ)との対立については、Rogers (1989), Ch.7 (邦訳第7章)を参照。また、利子率に関するマルクスとケインズの共通性について、ムーアは次のように指摘する。「マルクスもケインズも、利潤率は産業的流通において現れるのに対して、利子率は金融的流通において現れる、と主張した」(Moore (1988), p.242)。

との間に単純なトレード・オフ関係は必ずしも成立しないことを明らかにする。言い換えれば、与えられた大きさの国民所得と賃金総額との差額としての一定額の平均利潤を企業者（非金融企業）と金利生活者（金融機関）とが対等な立場で分け合うという「パイの分け前」論によっては、資本蓄積と金融的要因との関連を説明することは不可能なのである。より詳しくは第3節と第4節で考察するが、もしかりに金融機関が非金融企業に対してより高い利率を要求し、しかも非金融企業がより高い利率に応じてより高い要求利潤率を設定しても、非金融企業の投資態度に応じて、企業者利潤率と利率の間に単純な逆行関係は成立せず、両者が同一方向に変化する可能性もある。なお、利率の決定要因をめぐる「貨幣的分析」と「実物的分析」との対立は、現在でも、金融政策の有効性（特にインフレ目標論）をめぐる対立という形で再生産されている。インフレ目標論をめぐる議論に現れた「貨幣的分析」と「実物的分析」の対立については、本章の【補論】を参照されたい。

古典派経済学では、実物的要因に依存する利潤率が利率を規制するという考え方が有力であった。貨幣利率と利潤率の関係について、リカードは次のように言う。

「貨幣に対する利子についても同様であって、それは、5パーセントであれ、4パーセントであれ、はたまた3パーセントであれ、イングランド銀行が貸し付けようとする利率によって左右されるのではなくて、資本の使用によって挙げうる利潤率によって左右されるのであり、その利潤率は貨幣の数量または価値とはまったく無関係である。」<sup>8</sup>

このように、リカードの見解では、貨幣利率は、通貨当局による利率の設定とは無関係に、もっぱら充用資本に対する利潤率に依存する。しかも、利潤率は貨幣的要因には依存しないと考えられている。

利率の水準は一般的利潤率に依存すると主張するリカード<sup>9</sup>とは異なって、マルクスは、「平均利率」の決定要因が一般的利潤率のそれとは異なると主張し<sup>10</sup>、一般的利潤率の形成機構に相当する——競争から独立して競争じたいを規制する——法則性を「平均利率」に適用することは許されず、「自然利率」は存在しないと主張する。

「一国で支配的な利子の平均率——絶えず変動する市場率とは区別されたものとして——は、どんな法則によっても全然規定することのできないものである。この仕方では利子の自然的な率というものは存在しない。つまり、経済学者たちが自然的利潤率とか労賃の自然的な率とか言うような意味では、存在しない。」<sup>11</sup>

一般的利潤率は、「競争から独立した、むしろ競争を規定する原則（規制する諸限界、または諸限界を画する大きさ）」であり、これは、「需要と供給の一致」という「定式」のもとでのみ見いだされる<sup>12</sup>。要するに、一般的利潤率とは、「競争の運動にかかわりのない、むし

<sup>8</sup> Ricardo (1951), p.363.

<sup>9</sup> 他の箇所でもリカードは、「利率は、究極的かつ永続的には利潤率によって支配される」(Ricardo, op.cit., p.297)と述べる。

<sup>10</sup> J.S.ミルは、利潤率が利率の決定要因の一つであることを承認しつつ、利潤率とは独立した要因にもとづいて利率が変化する可能性も指摘している。「利潤率は、相協力して利率を決定する諸要因のひとつであるが、利率はそれ自身に特有な諸原因の作用も受けるのであって、一般的利潤率が不変にとどまっても、利率は一時的にも永続的にも上昇あるいは低下するかもしれない」(Mill (1967), p.305).

<sup>11</sup> Marx (1964), S.374.

<sup>12</sup> Ibid., S.375.

ろそれ自身が競争を規制する利潤率<sup>13</sup>である。これにたいして、「平均利子率」は、「競争とは独立し、競争を規制する利子率」などではなく、もっぱら貸付可能な貨幣資本の需要供給関係という貨幣的要因に依存するカテゴリーである。

「中位の競争関係、すなわち貸し手と借り手と均衡が、貸し手にたいしてその資本の3, 4, 5%などの利子率か、それともまたは総利潤の20%もしくは50%という一定の百分比的分けまえかを与えることになるのかということには、まったく何の根拠も現存しない。競争そのものが決定するここでは、率のこの規定はそれ自体が偶然的であり、純粋に経験的であって、この偶然性を何か必然的なものとして説明しようとするかもしれないのは、ただ哲学か空想だけである」<sup>14</sup>。

平均利子率に対応する貸し手と借り手の「中位の競争関係」は、一般的利潤率の形成機構に相当する「必然的なもの」ではなく、「偶然的」で「純粋に経験的」なものである。平均利子率は、貸付可能資本の需要供給関係に左右される市場利子率を特定期間にわたって平均したものでしかない。貸し手と借り手とのあいだの競争関係と並んで、「慣習や法律的伝統など」<sup>15</sup>も平均利子率の規定要因になりうる。一般的利潤率の形成機構に相当する「法則」が平均利子率の背後に存在しない理由について、マルクスは次のように述べる。

「利子は平均利潤の一部にすぎない。同一の資本が、貸し手の手中では貸付可能な資本として、機能資本家の手中では産業資本または商業資本として、二重の規定において現れる。しかし、この資本はただ一回機能するだけであり、利潤ですらただ一回生産するだけである。生産過程そのものにおいては、貸付可能な資本としての資本の性格は、何の役割も演じない。この利潤にたいする請求権を有する両人物がそれをどのように分け合うかは、一会社事業の共同利潤の、さまざまな出資者たちのあいだへの百分率的分け前の分割同様に、それじたいが純粋に経験的な、偶然の王国に属する事実である」<sup>16</sup>。

企業者利潤と利子へと総利潤の分割の背後にあるものは、同一の資本のもとで実現される平均利潤をめぐる二人の請求権者一貸し手と借り手一のあいだの対抗関係である。「平均利子率」は、平均利潤をめぐる貸し手と借り手の対抗関係に依存する市場利子率を特定期間にわたって平均したものでしかなく、一般的利潤率の場合のように競争から独立して競争じたいを規制する法則性から導かれる理論値ではない。周知のように、マルクスは、さまざまな生産部門の特殊利潤率の相違から引き起こされる部門間資本移動と各生産部門内の需要供給関係の修正を媒介とする、「諸商品の平均的市場価格の生産価格への均等化」<sup>17</sup>の過程が一般的利潤率の形成機構であると主張する<sup>18</sup>。平均利子率は金融市場における貸し

<sup>13</sup> Ibid., S.872.

<sup>14</sup> Ibid., S.375.

<sup>15</sup> Ibid., S.376.

<sup>16</sup> Ibid., S.376-7.

<sup>17</sup> Ibid., S.379. 特殊利潤率の一般的利潤率への「均等化」の過程についてマルクスは、「ある部分における諸商品の価格が生産価格以下または以上であれば....., 特殊な生産諸部門に関連する資本の流入または流出によって媒介される生産の拡大または縮小によって、すなわち、諸産業資本によって市場に投入される商品量の増大または減少」(Ibid., S.379)という関係を指摘する。

<sup>18</sup> 一般的利潤率の形成過程に関連して、「競争転化論」と呼ばれる考え方(価値価格体系における特殊利潤率の相違が平均化され、一般的利潤率が成立するに至るまで部門間資本移動が起こり、その結果として生産価格体系に対応する需要・供給構造が成立するという主張)がある。しかし、数量調整と価格調整を伴う部門間資本移動の過程を「価値から生産価格への転化」の論証と見なすことは正しくない。同一の経済構造に関して異なる評価体系(価値価格体系と生

手と借り手のあいだの競争関係によって確定されるカテゴリーであるのにたいして、一般的利潤率は、産業資本・商業資本の運動をつうじた「均等化」機構から理論的に導かれるカテゴリーである<sup>19</sup>。

一般的利潤率と平均利子率との質的相違を根拠として、「資本じたいの果実、生産過程を度外視した資本所有の果実」としての「利子」と、「過程進行中の、生産過程で働いている資本の果実」としての「企業者利得」(＝産業利潤または商業利潤 マイナス 利子)との質的な分割<sup>20</sup>が完成する。この場合、投資資金の全額を自己資本で賄う資本家もまた、平均利潤のうち、利子を自己資本の果実、(平均利潤－利子)を企業者利得と見なす。利子と企業者利得への平均利潤の質的分割について、マルクスは次のように説明している。

「どの資本の利潤も、したがってまた諸資本のあいだの平均化にもとづく平均利潤も二つの質的に違って互いに独立で互いに依存していない部分に、すなわちそれぞれ特殊な諸法則によって規定される利子と企業者利得とに、分かれるのである。または、分解されるのである。自分の資本で事業をする資本家も、借り入れた資本で事業をする資本家と同じように、自分の総利潤を、資本所有者としての自分に帰属する利子と、能動的な機能資本家としての自分に帰属する企業者利得とに分割する。こうして、質的分割としてのこの分割にとっては、資本家が現実に他の資本家と分け合わなければならないかどうかは、どうでもよい。資本の使用者は、たとえ自己資本で仕事をして、二つの人格に——資本の単なる所有者と資本の使用者とに——分裂する」<sup>21</sup>。

注意しなければならないのは、企業者利得と利子への平均利潤の質的分割は、機能資本家(借り手)が貨幣資本家(貸し手)と利子支払いをつうじて平均利潤を「分け合わなければならないかどうか」とは関わりがない、という点である。企業者利得( $E$ )と利子( $Z$ )への総利潤( $P$ )の分割は、

$$P = E + Z \quad (1)$$

と表される。資本家の負債依存度(＝借入資本／充用総資本)にかかわらず、利潤率と利子率との関係を得るためには、両辺を充用総資本 $K$ で割って、

$$P/K = E/K + Z/K \quad (2)$$

とすればよい。 $P/K$ は平均利潤率、 $E/K$ は企業者利潤率、 $Z/K$ は利子率である。ここで問題にしなければならないのは、(2)式の諸項のあいだの関係である。平均利潤率と(企業者利

---

産価格体系)の間の論理的関連を説明しようとする場合に、部門間資本移動の前後での異なる経済構造(価値価格体系に対応する経済構造と、生産価格体系に対応する経済構造)を考察することに何の意味もないからである。この点に関連して、「競争転化論」の根本的な問題点に関する高須賀義博氏の次の指摘は、極めて重要である。「価値は生産価格の背後に共時的に存在するカテゴリーでなければならず、両者の理論的關係のみが問われなければならない。それを明らかにするのが本来の転化論の課題である。そのばあいの転化は、資本の行動(競争)によって媒介される余地はないのである」(高須賀(1985), 109頁)。

<sup>19</sup>「平均利潤は、直接に与えられた事実としては現れず、研究をつうじて初めて確定されうる、相反する諸変動の均等化の最終結果として現れる。利子率の場合はそうではない。利子率は、それが少なくとも局地的な普遍的妥当性を持つところでは、日々固定された事実なのであり、産業資本および商業資本にとっては、それらの操作のさいの計算の前提および費目としてさえ役立つ事実なのである」(Marx (1964), S.380)。

<sup>20</sup> Ibid., S.387.

<sup>21</sup> Ibid., S.388.

得+利子率)の恒等関係(2)の背後にある経済的関係を記述するためには、利子率と利潤率の決定機構を特定しなければならない。一般的利潤率と平均利子率の質的相違にかんするマルクスの議論にも見られるように、平均利潤率( $P/K$ )と利子率( $Z/K$ )は互いに独立な要因によって決定される。企業者利潤率( $E/K$ )は、平均利潤率から利子率を引いた残差として決定される。二つの独立変数としての企業者利潤率と利子率が平均利潤率を決定するのではない。

第4節では、利子率の変化を考慮に入れて、資本家の要求利潤率と投資・貯蓄態度の両方に依存する稼働率と利潤率の変化方向を調べる。こうした分析枠組みのなかに利子率を導入するときには、投資から実現利潤への決定関係と両立するような利子率の決定仮説を選ばなければならない。利子率の決定機構については、貸付可能な資本の需要供給関係をつうじて利子率が決定されるという見解が従来から存在する。市場利子率の決定にかんする次のマルクスの説明もそのひとつである。

「つねに変動している市場利子率のほうは、これは、諸商品の市場価格と同様に、どの瞬間にも固定的な大きさとして与えられている。なぜなら、金融市場では、つねに、すべての貸付可能な資本が総量として機能資本に対立し、したがって、一方における貸付可能な資本の供給と他方におけるこれに対する需要との関係が、そのときどきの市場利子率水準を決定するからである」<sup>22</sup>。

市場利子率の決定要因に関するマルクスの見解は、一種の「貸付資金説」(loanable funds theory)と解釈できる<sup>23</sup>。貸付資金説の基本的な枠組み<sup>24</sup>は次のようである。貸付資金の供給は貯蓄( $S$ )と銀行貸出の純増( $\Delta A$ )から成り、 $S$ は利子率( $i$ )の増加関数、 $\Delta A$ は外生変数と仮定される。貸付資金にたいする需要は投資( $I$ )と蓄蔵貨幣の純増( $\Delta H$ )から成り、 $I$ は利子率の減少関数、 $\Delta H$ は利子率の増加関数と仮定される。貸付資金の需給一致、すなわち、

$$S(i) + \Delta A = I(i) + \Delta H(i) \quad (3)$$

の関係を成立させる利子率( $i$ )が、市場利子率(market rate of interest)である<sup>25</sup>。

たしかに、市場利子率の決定機構としての貸付資金説では、銀行貸出および蓄蔵貨幣の純増も含む貸付可能な資本の需要供給関係に焦点が当てられ、利子率が貨幣的現象として把握されている<sup>26</sup>。しかし、貸付資金の需給一致条件(3)にもとづいて利子率を決定するた

<sup>22</sup> Ibid., S.378-9.

<sup>23</sup> 市場利子率の決定要因についてのマルクスの前掲引用文について、千田純一氏は「貸付資金説の表明にほかならない」(千田(1982), p.24)と解釈する。ただし、マルクスにとって貸付資金の需給一致は経済全体にとっての安定的な均衡を意味しない。この点に関連して、高須賀義博氏による次の指摘がきわめて重要である。「マルクスは資金市場の需給一致——これは利子率の変化によって達成される——は生産の均衡を保証するものではなく、逆に『貨幣資本と現実資本』の乖離を増幅させ、結局は『信用主義の現金主義への暴力的転換』=信用恐慌を必然化させるものとした、この点は、新古典派経済学にみられるように、利子率の自動調節作用によって常時貯蓄と投資の一致が達成され、それが経済の均衡をしめすという理解とは根本的に異なる」(高須賀(1985), 222頁)。

<sup>24</sup> 以下における貸付資金説の定式化は、千田(1982), p.84-88によるロバートソン(D.H.Robertson)の貸付資金説の解釈に負う。貸付資金説の論理構造については、Rogers(1989), p.39-43(邦訳40-45頁)、および、西村他(1991), p.121-124を参照。

<sup>25</sup> 貯蓄と投資の均等 $S(i) = I(i)$ を成立させる利子率は、「自然利子率(natural rate of interest)」と呼ばれる。自然利子率と(3)式で決まる市場利子率とは必ずしも一致しない。

<sup>26</sup> ただし、貯蓄と投資を均等化させる利子率として定義される自然利子率は、生産性と節約条件に依存する実物的カテゴリーである。

めには、貯蓄源泉としての所得は不変であると仮定しなければならない。所得が貯蓄関数の独立変数に追加されるならば、(3)式だけでは、利率と所得の二つの未知数を決定することができないからである。単純化のために労働者の賃金からの貯蓄率はゼロと仮定すると、貯蓄( $S$ )は実現利潤( $\Pi$ )の大きさにも依存する。貸付資金の需給一致条件(3)から利率が決定されるのは、貯蓄源泉としての実現利潤が不変にとどまる場合だけである<sup>27</sup>。 $\Pi$ )を貯蓄関数の独立変数に追加すると、貸付資金の需給一致条件は、

$$S(i, \Pi) + \Delta A = I(i) + \Delta H(i) \quad (4)$$

と表される。この場合、実現利潤が完全稼働水準に固定される( $\Pi = \Pi_f$ )という仮定をおかないかぎり、貸付資金の需給一致条件から利率を決定することはできない。本稿では、資本家の投資決意に依存する実現利潤率・設備稼働率の変化方向を調べなければならないので、実現利潤を特定の水準に固定することはできない。したがって、貸付資金の需給一致条件から利率を決定する貸付資金説の分析枠組みは、本稿の課題には適さない。資本家の投資決意によって左右される実現利潤の変化方向を扱う本稿の分析枠組みでは、利率を、貸付資金の需給を一致させる内生変数としてではなく、実現利潤の決定機構から独立した外生変数として扱わなければならない。そこで、本稿では、貸し手(通貨当局、または民間銀行)だけが利率を設定できる立場にあるものと仮定し、利率を実現利潤の決定機構にとって外生的な変数として扱うことにする。

このように、平均利潤率と(企業者利潤率+利率)の恒等関係(2)の背後にある経済的關係として本稿で考察するものは、1)資本家の投資決意・貯蓄決意に依存する実現利潤の決定機構、および2)貸し手によって外生的に設定される利率、である。この線に沿って第4節では、利率の外生的な変化にともなう利潤率・設備稼働率の変化方向を調べる。具体的なモデル分析にはいるまえに、本節では次の点を確認しておきたい。利率を与件とする投資主体・貯蓄主体の行動様式についての分析を欠くならば、産業循環の各局面における利潤率と利率の関係を検証することはできない。言い換えれば、平均利潤率と(企業者利潤率+利率)とのあいだの恒等関係じたいは、利率と資本蓄積過程とのあいだの内的関係について何も語らない。

以上の点に関連して、マルクスの利率論にかんするライアノスの解釈<sup>28</sup>を検討しておかななければならない。最初に、平均利潤( $P$ )と{企業者利得( $E$ ) + 利子( $Z$ )}のあいだの前掲恒等式(1)の両辺を充用総資本 $K$ (=不変資本+可変資本)で割る。そのさい、充用総資本 $K$ のうち、 $A$ ( $0 < A < K$ )は銀行からの借入金によって賄われ、残りの( $K - A$ )は自己資本で賄われると仮定すると、平均利潤率( $P/K$ )を次のように表される。

$$P/K = \{(K - A)/K\} \cdot \{E/(K - A)\} + (A/K) \cdot (Z/A) \quad (5)$$

ここで、充用総資本にたいする借入金の割合を負債比率 $k$ (= $A/K$ ,  $0 < k < 1$ )、 $(K - A)/K = (1 - k)$ を自己資本比率と呼んでおく。(5)式では、自己資本と借入資本との区別が重要であるから、以下では平均利潤率( $P/K$ )を総資本利潤率( $r_K$ )と呼ぶことにする。 $Z/A$ は借入金にたいする利率( $i$ )、自己資本にたいする企業者利得の比率 $E/(K - A)$ は企業者利潤率( $r_E$ )であるから、(5)式を次のように書くことができる。

<sup>27</sup> この論点は、古典派の利率理論にたいするケインズの批判点—「資本需要曲線の移動が利率に及ぼす効果を、貯蓄源泉としての所得額が一定であるという想定を除去あるいは修正することなしに、考えることができると想定している」(Keynes (1973), p.179.)—に対応する。

<sup>28</sup> Lianos (1987)。ただし、本節では、記号法を若干変更してある。

$$r_K = (1-k) \cdot r_E + k \cdot i \quad (6)$$

ライアノスは、負債比率( $k$ )は不変であると仮定して、産業循環における総資本利潤の最低値 $r_K^{(1)}$ と最高値 $r_K^{(2)}$ のもとでの利子率( $i$ )と企業者利潤率( $r_E$ )との逆行関係を $i$ - $r_E$ 平面に図2-1のように描く<sup>29</sup>。たとえば、総資本利潤率が $r_K^{(1)}$ であるとき、利子率の最高限度は $i_{max} = r_K^{(1)}/k$ 、企業者利潤率の最高限度は $r_{Emax} = r_K^{(1)}/(1-k)$ である。図2-1を用いると、総資本利潤率の変動を考慮に入れて、企業者利潤率と利子率の逆行関係を描くことができる<sup>30</sup>。そこで、ライアノスは、総資本利潤率が上昇する好況局面、および、総資本利潤率が低下する不況局面における利子率と企業者利潤率の次のような変動パターンを想定する。

「拡張期のあいだは企業者利潤率が利子率よりも高いのが一般的である。そして、後退期にはその逆となる。さらに、企業者利潤率が最高値に達するよりも前に利子率が最低値に達する。また、これに対応して、企業者利潤率が最低値に達するよりも前に利子率が最高値に達する」<sup>31</sup>。

総資本利潤率が $r_K^{(1)}$ から $r_K^{(2)}$ へと上昇する好況局面では、企業者利潤率( $r_E$ )は利子率( $i$ )よりも高く( $r_E > i$ )、 $r_E$ が最大値に達する前に $i$ が最低値に達する。逆に、総資本利潤率が $r_K^{(2)}$ から $r_K^{(1)}$ へと低下する不況局面では、 $r_E < i$ であり、 $r_E$ が最低値に達する前に $i$ が最高値に達する。これらの変動パターンが図2-2に示してある。図2-1では、企業者利潤率と利子率が等しいときに、両者はともに総資本利潤率に等しい<sup>32</sup>。この点に注意して図2-2の $r_K$ ,  $r_E$ ,  $i$ の循環変動パターンを $i$ - $r_E$ 平面に投影すると、図2-3が得られる。そこでは、総資本利潤率の最高値 $r_K^{(2)}$ (点B)と最低値 $r_K^{(1)}$ (点A)によって制約される利子率( $i$ )と企業者利潤率( $r_E$ )の循環運動が描かれている。

一見すると、総資本利潤率・企業者利潤率・利子率の3変数の「産業循環の経過をつうじた同時的变化」<sup>33</sup>にかんするライアノスの定式を用いると、平均利潤率の変動範囲によって制約される利子率の循環運動が首尾一貫して説明されるかのようである。しかし、ライアノスの議論には次の問題点がある。

第一に、平均利潤と(企業者利得+利子)との恒等関係を負債比率( $k$ )を媒介として変形した氏の定式(5)・(6)では、自己資本比率100%( $k=0$ )の資本家にとっての利子率の意義を説明

<sup>29</sup> Lianos (1987), p.37. 総資本利潤率, 企業者利潤率, 利子率にかんする同様の図解がLianos (1986), p.126-7にもある。ライアノスの分析枠組みを用いてマルクス利子論を検討したものに、Plasmeijer (1997)がある。

<sup>30</sup> マルクスは、利潤率(総資本利潤率)の変化を考慮に入れて、企業者利潤率と利子率との相反関係について次のように述べている。「高い利子率が比較的長期に持続する可能性——ここでは本来の逼迫の局面については問題にしない——は、高い利潤率によって与えられている。しかし、この高い利潤率も、高い利子率を控除すれば、低い企業者利得率しか残さないということがありうる。」(Marx, op.cit., S.528)

<sup>31</sup> Lianos (1987), p.38. 利子率と利潤率の循環パターンについてマルクスは次の記述を残している。「近代的産業がそのなかで運動する回転循環——沈静状態, 活気の増大, 反映, 過剰生産, 崩落, 停滞, 沈滞状態など, その詳しい分析はわれわれの考察の範囲外にある循環——を考察すれば, 利子の低い水準はたいてい反映の時期または特別利潤の時期に対応し, 利子の上昇は繁栄とその急変との分かれ目に対応するが, 極度の高利水準にまで達する利子の最高限度のほうは恐慌に対応していることを見いだすであろう。」(Marx (1964), S.372) 貸付可能な貨幣資本の需給関係と現実資本の蓄積にかんするマルクスの分析方法については, Cippola (1997), および, 清水(1997)の第6章が詳しい。

<sup>32</sup> たとえば, 直線 $r_K^{(1)} = (1-k) \cdot r_E + k \cdot i$ と45度線との交点Aでは,  $i = r_E = r_K^{(1)}$ である。

<sup>33</sup> Lianos, op.cit., p.37.

することができない。マルクスが強調するように、機能資本家の負債依存度の高さとは無関係に、企業者利得と利子への平均利潤の質的分割が定着する。実際にも、自己資本比率100%の資本家でさえ、企業者利潤率とは別に、機会費用としての利子率を要求利潤率のなかに算入する<sup>34</sup>。言い換えれば、資本家の要求利潤率の観点からすれば、自己資本はけっして無償の資金ではない。

第二に、ライアノスの図式では産業循環をつうじて負債比率( $k$ )は不変にとどまるものと仮定されている。しかし、現実には、たとえば利潤率と利子率の同時的上昇が生じる好況局面の後半において、将来収益にかんする借り手の期待も、借り手の返済能力にかんする貸し手の期待もともに楽観的になり、その結果として借り手企業の負債比率が高まっているものと見られる。そして、負債比率の変動を考慮に入れると、図2-3のように、総資本利潤率の一定の変動幅を軸とする利子率の規則的な楕円運動は必ずしも得られない。たとえば、好況局面において負債比率が十分に上昇するならば、上方転換点での利子率の最高限度が下方転換点での利子率の最高限度を下回る $[r_k^{(1)}/k_1 > r_k^{(2)}/k_2]$ 可能性もある。このような場合に、利子率の楕円運動の軸は時間とともに変化するものと考えられる。

第三に、平均利潤と(企業者利得+利子)のあいだの恒等式の変形にもとづく氏の議論では、利子率の変化にたいする投資主体・貯蓄主体の行動様式が明示的な形では考察されていない。たとえば、好況局面後半における利子率と利潤率の同時的上昇(図2-2を参照)の背後では、約定される利子費用の上昇を反映して要求利潤率が引き上げられ、同時に、将来収益にたいする投資主体の予想がより楽観的になっていると考えられる。利子率の変化にたいする資本家の投資意欲・貯蓄意欲の反応を考察しないかぎりには、図2-3のような利子率の循環運動に理論的な裏付けを与えることができない。

以上のように、実現利潤の決定機構と利子率との関係が明示的な形で分析されていない点で、利子率の循環変動にかんするライアノスの議論は不十分であると言わなければならない。一定額の実現利潤のもとでの利潤率と利子率の逆行関係を確認するだけなら、平均利潤と(企業者利得+利子)のあいだの恒等式(1)を変形することで事足りるであろう。しかし、絶えず変動する経済活動水準のもとでの利潤率と利子率の関係を考察するときには、利子率の変化に代表される金融情勢の変化が実現利潤の決定機構に及ぼす影響を正面から分析しなければならない。

### 第3節 利子率と資本家の要求利潤率との関係

企業者利得と利子への平均利潤の質的分割が定着すると、自己資本比率100%の資本家でも、企業者利潤率とは別に機会費用としての利子率を要求利潤率のなかに算入する<sup>35</sup>。したがって、利子率を考慮に入れて実現利潤の決定機構を考察するためには、資本家の投資

<sup>34</sup> 「企業の自己資本を用いて生産が行われる場合には、利子は生産の機会費用を構成し、そのようなものとして正常費用のなかに入る。正常費用は長期的には単位あたり価格に等しくなる傾向にある」(Pivetti (1991), p.23)。

<sup>35</sup> 「自分の資本で事業をする資本家も、借り入れた資本で事業をする資本家と同じように、自分の総利潤を、資本所有者としての自分に帰属する利子と、能動的な機能資本家としての自分に帰属する企業者利得とに分割する。」(Marx (1964), S.388.)

決意・貯蓄決意に対する利率の影響だけでなく、利率の変化が資本家の要求利潤率に及ぼす影響も考慮に入れなければならない。ところで、一般的利潤率が利率を究極的に規制するという古典派経済学の見解とは反対に、利率の外生的変化が正常利潤率の同方向の変化を引き起こすという見解がある。本節では、そうした見解を代表するピヴェッティ (Massimo Pivetti) の議論を検討することにより、次の点を明らかにする。第一に、利率の外生的変化は、平均費用に対するマークアップ率の変化をつうじて、資本家の要求利潤率に反映されること。第二に、利率の変化が実現利潤の決定機構に及ぼす影響を明らかにするためには、正常稼働率における要求利潤率の変化を見るだけでは不十分であり、設備稼働率と実現利潤率を同時に決定する分析枠組みが必要であること。

ピヴェッティは、貨幣利率によって決定される利潤率に関するスラッフアの示唆<sup>36</sup>、および、利潤率の実物的な決定要因——実質賃金率と生産技術——による貨幣利率の究極的な規制を主張する古典派経済学とは対立する見解(マルクスとケインズ)を紹介したのちに、利率を「貨幣的現象」と見なす意図について、次のように述べる。

「利率は『貨幣的現象』と見なすべきであるが、これが意味しているのは、利率が(『流動性選好』や貨幣量のような)本質的に貨幣的なものにすぎないというのではなくて、利率と利潤率とのあいだの因果関係において、『先導する (set the pace)』のが前者である、ということである。」<sup>37</sup>

このように、ピヴェッティが積極的に主張するのは、利率から利潤率への決定関係、より正確には、「貨幣利率が正常利潤率を規制するものと考えられる機構」<sup>38</sup>である。これは、古典派経済学が主張する決定関係——実物的要因に依存する利潤率が利率を究極的に規制する——を逆転させたものにほかならない。「与えられた状況のなかで支配的な利率は、政策目的と制約を基礎として通貨当局によって決定されることが明らかなように思われる。」<sup>39</sup>と述べられているように、貨幣利率は通貨当局によって外生的に決定されるものと仮定される。正常利潤率 (normal rate of profit) とは、「利率控除前で評価される利潤率であり、支配的で一般に受容される技術を用いており、しかも、設備が取り付けられた時点で正常と見なされる水準で産出物を生産している企業、によって獲得されるであろう資本収益率に対応する。」<sup>40</sup>と定義される。ここで注意しておきたいのは、資本設備が取り付けられた時点で「正常と見なされる」産出量水準、すなわち、正常稼働率のもとで「正常利潤率」が定義されていることである。なお、「正常利潤率の調節器」と考えられる貨幣利率として、「長期国債の利率、あるいは、この利率と、妥当な担保の付いた長期の民間融資に対する通常の利率との算術平均」<sup>41</sup>が例示されている。

そこで次に、貨幣利率の変化が正常利潤率の変化を引き起こす具体的な径路が問題に

<sup>36</sup> 『商品による商品の生産』の第5章「標準体系の一義性」の最終節で、スラッフアは次のように述べる。賃金が「標準純生産物」のタームで与えられる場合、「利潤率」は「いかなる価格からも独立した意味をもち、そして、価格が確定される前に『与えられる』とみて差し支えないであろう。だから、それ[利潤率]は、生産の体系の外部から、とくに貨幣利率によって、決定されることが可能である」(Sraffa (1960), p.33, [ ]内は引用者のもの)。

<sup>37</sup> Pivetti, (1991), p.15-16. Pivetti (1990)には、ピヴェッティの貨幣的所得分配論に対する批評と回答も収録されている。

<sup>38</sup> Ibid., p.20.

<sup>39</sup> Ibid., p.16.

<sup>40</sup> Ibid., p.20.

<sup>41</sup> Ibid., p.21.

なる。この点について、ピヴェッティは次のように述べる。

「長期利率がこれに応じた利潤率の変化を引き起こすと考えられる現実の機構を理解するためには、三つの段階の推論にしたがうのが好都合であろう。／第一段階は、競争を、価格が正常費用に等しくするという傾向をもたらす機構と見なすということにつける。こうした競争の役割は、経済理論によって一般に承認されている。推論の第二段階は、利率を、貨幣賃金と生産技術とともに、生産費の決定要因と見ることから成る。したがって、利率の永続的な変化は正常費用の変化を構成するのであって、このことは、他の条件が一定であれば、対応する価格水準の変化をもたらす。推論の第三段階は、最初の二つの段階の帰結として現れる。すなわち、各産業のなかの企業間の競争によって、利率の永続的な変化は、貨幣賃金の水準との関係における価格水準の同じ方向への変化を引き起こし、それによって所得分配の変化が生じる。だから、利率の長引く低下は、賃金水準に対する価格の低下を引き起こし、これによって利潤率の低下と実質賃金の上昇を生じさせる。これに対して、利率の長引く上昇は利潤率を引き上げ、それゆえ実質賃金を引き下げるであろう。」<sup>42)</sup>

以上の引用文に見られるように、貨幣利率の変化が正常利潤率の同方向の変化を引き起こすというピヴェッティの因果連鎖の基礎には、平均費用(=貨幣賃金率/労働生産性)に対するマークアップによる価格形成手続きがあるものと推察される。ただし、生産物の価格形成原理および利潤率の決定要因(例えば、利潤分配率、設備稼働率、資本係数)が定められていないので、利率の上昇(低下)にともなって正常利潤率の上昇(低下)が生じる理由は、この段階では不明のままである。他方でピヴェッティは、企業者利潤率と利率が正常利潤率の互いに独立な決定要因であると主張する。次の定式がそれである。

「正常利潤率を厳密に利率によって決定されると考えることはできない。検討中の分配に関する説明においては、企業者利潤を考慮に入れなければならない。企業者利潤を考慮に入れると、おのおのの特殊的生产部門の正常利潤率( $r_a$ )は、二つの自律的な構成要素、すなわち、長期利率( $i$ )、あるいは資本の『純粋な』報酬、プラス、正常企業者利潤( $npe_a$ )、あるいは、その特殊的生产部門に資本を生産的に充用することに対する『危険と煩勞』に対する報酬、を足し合わせることで得られる。記号では、

$$r_a = i + npe_a$$

である。ここで、 $npe_a$ は生産に充用された資本に対して比例する大きさであると考えられている。 $npe_a$ が十分に安定的な大きさであり、かつ、 $i$ とは独立であり、 $i$ の持続的な変化とも独立であるという条件のもとでは、以上に示した考え方——利率の持続的な変化が、それに対応する利潤率の変化、および実質賃金率の逆方向の変化を引き起こす——は本質的には影響を受けない。」<sup>43)</sup>

文中の記号を少し変えて、 $r_n$ を正常利潤率(正常稼働率のもとの利潤率)、 $npe_n$ を正常企業者利潤率(正常稼働率のもとの企業者利潤率)、 $i$ を利率としよう。ピヴェッティは、

$$r_n = i + npe_n \quad (7)$$

において、右辺の利率( $i$ )と正常企業者利潤率( $npe_n$ )が左辺の正常利潤率を決定する「二

<sup>42)</sup> Ibid., p.22.

<sup>43)</sup> Ibid., p.25-6.

つの自律的な構成要素」であると主張する。ピヴェッティの定式(7)は、正常稼働率のもとで表明された資本家の要求利潤率であると解釈することができる。もちろん、実現利潤率を決定するためには、資本家によって表明される要求利潤率と、有効需要面の制約条件(貯蓄と投資の均等)の両方を同時に考察しなければならない。次節において実現利潤の決定機構に関するモデルを展開する前に、本節では、利子率の変化が資本家の要求利潤率に及ぼす影響について考察する。問題の核心は、生産物の価格形成手続きを媒介とする貨幣利子率と正常利潤率との関係である。

最初に、利潤率の決定要因を利潤分配率、設備稼働率、資本係数の観点からとらえておきたい。中間投入額を控除した産出物価値(=名目賃金総額+名目利潤総額)は、 $p$ を価格、 $q$ を実質産出高、 $L$ を雇用労働量、 $w$ を貨幣賃金率、 $K$ を実質資本ストック、 $r$ を利潤率として、

$$p \cdot q = w \cdot L + r \cdot p \cdot K \quad (8)$$

と表される。両辺を名目資本ストック( $p \cdot K$ )で割って、 $r$ について解くと、

$$r = (q/K) \cdot \{1 - (w/p)/y\} \quad (9)$$

となる。ここで、 $y (= q/L)$ は労働生産性である。 $(w/p)/y$ は賃金分配率であるから、利潤分配率( $\pi$ )は、

$$\pi = 1 - (w/p)/y \quad (10)$$

である。さらに、現実産出高一実質資本ストック比率( $q/K$ )を、設備稼働率 $u (= q/q_{fc}, q_{fc}$ は生産能力)と資本係数 $v (= K/q_{fc})$ の逆数とに分解すると、次のような利潤率の定式が得られる。

$$r = \pi u/v \quad (11)$$

与えられた生産技術のもとで資本係数( $v$ )は定数であると仮定される。正常利潤率と利子率とのあいだの関係は、正常稼働率のもとでの利潤分配率と利子率との関係に帰着する。ところで、雇用労働量が産出量水準に比例する直接労働と産出量水準に比例しない間接労働の両方から成る場合には、稼働率の上昇にともなって労働生産性は上昇し、生産物の単位費用<sup>44</sup>は低下する。議論の単純化のため、本節では、雇用労働量は直接労働のみから成り、稼働率の水準にかかわらず労働生産性は一定であると仮定する。間接労働を導入した場合の労働生産性と稼働率の関係は、次節で考察される。貨幣賃金率( $w$ )を一定とすれば、産出量1単位あたりの平均費用は直接労働の平均賃金費用( $w \cdot L/q = w/y$ )に等しい。単純なマークアップ価格形成にしたがって、生産物1単位あたり価格( $p$ )は、平均費用に対するマークアップ率を $\theta$ として、

$$p = (1 + \theta) \cdot w/y \quad (12)$$

のように設定される。(12)式より、 $(w/p)/y = 1/(1 + \theta)$ であるから、実質産出高に対する実質賃金の割合(賃金分配率)はマークアップ率( $\theta$ )の減少関数になる。(10)式を考えあわせると、利潤分配率( $\pi$ )は、

$$\pi = \theta/(1 + \theta) \quad (13)$$

と表される。ここで、 $\pi$ はマークアップ率( $\theta$ )の増加関数( $d\pi/d\theta > 0$ )であり、稼働率( $u$ )には依存しない。

ここまでの議論ではマークアップ率( $\theta$ )の決定要因を不明なままにしてきたが、生産物の価格形成におけるマークアップ率は利子率の外生的変化と機能資本家の要求利潤率を結びつける媒介環となる。(11)式により、正常稼働率( $u_n$ )に対応する正常利潤率( $r_n$ )は、

<sup>44</sup> 単位費用とは、直接労働と間接労働の両方の賃金総額を産出量で割ったものである。

$$r_n = \pi u_n / v \quad (14)$$

と表される。ここで、正常利潤率の決定要因に関するピヴェッティの定式(7)を考えあわせると、利潤分配率( $\pi$ )と利子率( $i$ )との関係、

$$\pi = \pi_i i + \pi_0, \quad \pi_i = v/u_n > 0, \quad \pi_0 = npe_n \cdot (v/u_n) > 0 \quad (15)$$

が得られる。ここで、 $\pi_i$ と $\pi_0$ は正の定数である。(15)式に見られるように、利潤分配率( $\pi$ )は利子率( $i$ )と同じ方向に変化する。また、(13)式に見られるように、利潤分配率( $\pi$ )はマークアップ率( $\theta$ )と同じ方向に変化する。したがって、利子率( $i$ )の上昇(低下)にともなうマークアップ率( $\theta$ )の上昇(低下)が生じる。要するに、利子率の上昇は、平均費用に対するマークアップ率の上昇を媒介として、利潤分配率の上昇・正常利潤率の上昇を引き起こす。以上の関係は、利子率の外生的変化に反応して、正常稼働率のもとでの資本家の要求利潤率が改訂される事象として解釈できる。

設備稼働率が正常水準( $u_n$ )に固定され、企業者利潤率もまた正常稼働率に対応する水準( $npe_n$ )に固定される場合には、(14)式で資本係数( $v$ )は定数と仮定されているから、正常利潤率( $r_n$ )は利子率( $i$ )のみの増加関数である。しかし、資本家の投資決定態度に応じた実現利潤率の変動を扱う場合には、設備稼働率を正常水準に固定することはできない。また、産出量に比例しない間接労働を考慮に入れる場合には、労働生産性および利潤分配率は稼働率の水準に依存する。そこで、設備稼働率の変化を考慮に入れると、利潤率は、

$$r = \pi(i, u) \cdot u/v \quad (16)$$

の形に表される。この式は、与えられた水準の利子率( $i$ )のもとでの設備稼働率と資本家の要求利潤率との組み合わせを表している。けれども、資本家の要求利潤率が実現されるか否かについては、(16)式単独で判定することはできない。稼働率の各水準に対応する要求利潤率のうち、貯蓄＝投資の均等のための条件と両立するものだけが実現利潤率となる。そこで次節では、資本家の要求利潤率と貯蓄＝投資の均等条件の両方を同時に考察するための分析枠組みを立てる。

#### 第4節 利子率の外生的変化に伴う利潤率と稼働率の変化方向

そこで今度は、利子率の外生的変化が資本の要求利潤率に及ぼす影響、資本家の投資態度・貯蓄態度に及ぼす影響の両方を考慮に入れて、利子率の外生的変化にともなう実現利潤率と設備稼働率の変化方向を考察する。資本蓄積と所得分配に関するポストケインズ派・カレツキー派の従来の分析枠組み<sup>45)</sup>にのなかに資本蓄積の金融的側面を導入する数少ない試みの一つとして、ラヴォア(Marc Lavoie)の「金融と蓄積」<sup>46)</sup>モデルがある。そこでは資本家の投資態度・貯蓄態度に対する利子率の影響、および、資本家の要求利潤率に対する利子率の影響が同時に考察されている。ラヴォアの枠組みにもとづいて実現利潤の決定機構と利子率の外生的変化との関係を考察する。

<sup>45)</sup> Rowthorn (1982), Dutt (1990), Taylor (1991)を参照。

<sup>46)</sup> 以下の分析枠組みは基本的に、Lavoie (1992)の第6章「蓄積と生産能力」で展開されたマクロ経済モデルに依拠している。カレツキー派資本蓄積モデルと利子率、金融制約との関連については、Lavoie (1995)に明快な解説がある。利子率を導入した資本蓄積と所得分配のより複雑なモデル分析として、Dutt and Amadeo (1993)がある。

#### 4-1. 「利潤費用曲線」

「利潤費用曲線」(設備稼働率と資本家の要求利潤率との組み合わせ)は次のように導かれる。設備稼働率( $u$ )の変化にともなう労働生産性( $y$ )と利潤分配率( $\pi$ )の変化を考慮に入れるために、生産量( $q$ )に比例する直接労働( $L_v$ )と、生産能力( $q_f$ )に比例する間接労働( $L_f$ )を区別し、労働生産性を $y=q/(L_v+L_f)=y_v/(1+fu)$  [ $f=y_v/y_f, y_v=q/L_v, y_f=q_f/L_f$ ]と表す。この $y$ を前掲(4)式に代入すると、利潤率は、

$$r=(u/v)\cdot\{1-(w/p)\cdot(1+fu)/y_v\} \quad (17)$$

と表される。ここで、 $m=1-(w/p)/y_v$ を「粗利潤マージン率」と定義すると、利潤率はさらに、

$$r=u\cdot(m/v)-(1-m)\cdot fv \quad (18)$$

と表される。利子率( $i$ )の外生的上昇に反応して、資本家は粗利潤マージン率( $m$ )の引き上げをつうじて要求利潤率を上方修正するものと仮定する。そこで、 $m=m_0+m_i\cdot i$  [ $m_0, m_i$  は正の定数]を上記の利潤率( $r$ )の定式に代入すると、

$$r=(m_0+m_i\cdot i)\cdot u/v-(1-m_0-m_i\cdot i)\cdot fv \quad (19) \quad \text{[利潤費用曲線]}$$

が得られる。 $u-r$ 平面において利潤費用曲線の傾きは右上がりである。利子率( $i$ )の上昇にともなって、利潤費用曲線はより急になり、上方に移動する

#### 4-2. 「有効需要曲線」

「有効需要曲線」(貯蓄=投資の均等条件と両立する設備稼働率と利潤率の組み合わせ)は次のように設定される。資本蓄積率 $g^I(=I/K)$ は設備稼働率( $u$ )と純利潤率[=利潤率( $r$ )-利子率( $i$ )]の増加関数<sup>47)</sup>であると考え、投資関数を、

$$g^I=\gamma+g_u\cdot u+g_r\cdot(r-i) \quad (20)$$

と設定する[ $\gamma, g_u, g_r$ は正の定数]<sup>48)</sup>。実質資本ストックで基準化した貯蓄 $g^S(=S/K)$ は、企業の内部留保( $r-i$ )、および、家計が受け取る利子・配当からの貯蓄( $s_h\cdot i, s_h$ は家計の貯蓄性向で、 $0<s_h<1$ )から成ると考え、貯蓄関数を、

$$g^S=(r-i)+s_h\cdot i=r-(1-s_h)\cdot i \quad (21)$$

と設定する。労働者は貯蓄しないものと仮定する。(21)式では、利子率( $i$ )の上昇にともなって、資本ストックに対する比率としての貯蓄( $g^S$ )は減少する<sup>49)</sup>。

(20)(21)式で $g^S=g^I$ とおくと、貯蓄と投資を均等にする稼働率と利潤率の組み合わせ、すなわち、

<sup>47)</sup> 企業の総資産が実質資本ストック( $K$ )から成り、これに対応する負債(借入金と債券発行の残高)が $K_B$ 、株主資本が $K_E$ である( $K=K_B+K_E$ )と想定しよう。負債利子率を $i_B$ 、株式収益率を $i_E$ 、利子・配当支払い前の実質利潤額を $\Pi$ とすれば、内部留保額は $(\Pi-i_B\cdot K_B-i_E\cdot K_E)$ と表される。単純化のために負債利子率と株式収益率が等しい( $i_B=i_E=i$ )と仮定すれば、内部留保額はより簡単に $(\Pi-i\cdot K)$ と表され、これを資本ストック( $K$ )で割ると、利潤率と利子率との差、すなわち純利潤率( $r-i$ )に等しくなる

<sup>48)</sup> 一般に、内部留保額がより大きいほど、非金融企業にとって借入金および資本市場の利用可能性はより高くなるものと考えられる。資本市場の利用可能性と「企業者資本」との密接な関係についてのカレツキーの指摘(Kalecki (1971), p.105-6, 邦訳106頁.)を参照。

<sup>49)</sup> なぜなら、利子率の上昇にともなって、利子・配当を支払う企業(その内部留保からの貯蓄率は1である)から、利子・配当を受け取る家計(その貯蓄率は $0<s_h<1$ )への所得移転が起きるからである。

$$r = \{g_u \cdot u + (1 - s_h - g_r) \cdot i + \gamma\} / (1 - g_r), 0 < g_r < 1, g_u > 0 \quad (22) \text{ [有効需要曲線]}$$

が得られる。  $u-r$  平面において有効需要曲線は右上がりとなる。  $s_h + g_r > 1$ , および,  $s_h + g_r < 1$  におうじて, 利子率 ( $i$ ) の上昇にともなう  $u-r$  平面の有効需要曲線は, それぞれ, 下方あるいは上方に移動する。

#### 4-3. 利子率の外生的上昇にともなう利潤率と稼働率の変化方向

利潤費用曲線(19)と有効需要曲線(22)から成る体系において, 利子率 ( $i$ ) の外生的上昇にともなう利潤率と設備稼働率の変化方向を調べることができる。(19)・(22)式において  $u, r, i$  に関する全微分をとって整理すると,  $u, r$  を内生変数,  $i$  を外生変数とする次の連立方程式が得られる。

$$\begin{pmatrix} g_u/(1-g_r) & -1 \\ (m_0+m_i \cdot i)/v & -1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} du \\ dr \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} -\{(1-s_h-g_r)/(1-g_r)\} \cdot dr \\ -\{(u+f) \cdot m_i/v\} \cdot di \end{pmatrix} \quad (23)$$

(20)式の係数行列  $B$  の行列式 ( $\det B = \Delta$ ) は,

$$\Delta = -g_u/(1-g_r) + (m_0+m_i \cdot i)/v$$

であり, 体系の安定条件<sup>50</sup>により, その符号は正 ( $\Delta > 0$ ) である。(23)を解くと, 利子率の変化にともなう稼働率と利潤率の変化方向は, それぞれ次のように表される。

$$du/di = \{(1-s_h-g_r)/(1-g_r) - (u+f) \cdot m_i/v\} / \Delta \quad (24)$$

$$dr/di = \{-m_i \cdot (u+f) \cdot g_u + (m_0+m_i \cdot i) \cdot (1-s_h-g_r)\} / \{\Delta \cdot v \cdot (1-g_r)\} \quad (25)$$

利潤率に対する投資の感応性に関する仮定 ( $0 < g_r < 1$ ) のもとで,  $du/di, dr/di$  の符号条件は次のようである。

利子率 ( $i$ ) の上昇にともなう稼働率 ( $u$ ) の上昇が生じる ( $du/di > 0$ ) ための条件は,

$$1 - (s_h + g_r) > (u + f) \cdot (1 - g_r) \cdot m_i / v,$$

すなわち,

$$s_h + g_r < 1 - \Gamma, \quad \text{ただし, } \Gamma = (u + f) \cdot (1 - g_r) \cdot m_i / v \quad (26)$$

である。

利子率 ( $i$ ) の上昇にともなう利潤率 ( $r$ ) の上昇が生じる ( $dr/di > 0$ ) ための条件は,

$$-m_i \cdot (u + f) \cdot g_u + (m_0 + m_i \cdot i) \cdot \{1 - (s_h + g_r)\} > 0,$$

すなわち,

$$s_h + g_r < 1 - \Lambda, \quad \text{ただし, } \Lambda = m_i \cdot (u + f) \cdot g_u / (m_0 + m_i \cdot i) \quad (27)$$

である<sup>51</sup>。なお, 体系の安定条件[前掲(7)式で,  $\Delta > 0$ ]により,

$$0 < \Lambda < \Gamma \quad (28)$$

である。

(26)・(27)式からわかるように, 利子・配当所得からの家計の貯蓄率 ( $s_h$ ) と利潤率に対する投資の感応性 ( $g_r$ ) の合計が1より大きく, 利子率 ( $i$ ) の上昇にともなう有効需要曲線が下方に移動する場合, 利子率の上昇にともなう稼働率も利潤率も低下する。この関係は,

<sup>50</sup> この安定条件についての詳細は拙稿(2000), 第4節を参照。

<sup>51</sup> (26)・(27)式の条件が, 「利潤と設備稼働に対する利子率の影響」(Lavoie (1992), p.366)に関するラヴォアのモデルの結論である。

有効需要曲線(22)における仮定( $g_r < 1$ )に注意して、次のように表される。

$$1 + s_h > s_h + g_r > 1 \text{ の場合, } du/di < 0, dr/di < 0 \quad (29)$$

これに対して、 $s_h + g_r > 1$ の場合、すなわち、利子率の上昇にともなって有効需要曲線が上方に移動する場合には、利子率の上昇にともなう稼働率と利潤率の変化方向の組み合わせは次のようである。

$$0 < s_h + g_r < 1 - \Gamma \text{ の場合, } du/di > 0, dr/di > 0. \quad (30)$$

$$1 - \Gamma < s_h + g_r < 1 - A \text{ の場合, } du/di < 0, dr/di > 0. \quad (31)$$

$$1 - A < s_h + g_r < 1 \text{ の場合, } du/di < 0, dr/di < 0. \quad (32)$$

$u-r$ 平面の利潤費用曲線(8)の上方移動に表されるように、利子率の外生的上昇にともなって稼働率の各水準に対応する資本家の要求利潤率は上昇する。しかし、(29)-(32)式に示されるように、要求利潤率の上昇(利潤費用曲線の上方移動)が実現利潤率の上昇に結びつくか否かは、利子率の上昇にともなう有効需要曲線の変化方向に依存する。

#### 4.4. 資本家の要求利潤率の変化に対する有効需要制約の反応

絶えず変動する経済活動水準のもとでの利潤率と利子率との関係は、利子率の外生的変化に対する有効需要制約の反応——資本家の投資態度・貯蓄態度の変化——に大きく左右される。利子率の外生的変化に起因する要求利潤率の改訂——利潤費用曲線の移動——と、有効需要曲線の移動方向との組み合わせは、次のようになる。

##### (4-a) 利子率の外生的上昇にともなう利潤率の低下(図4-1, $1 + s_h > s_h + g_r > 1$ の場合)

$i_1$ から $i_2$ への利子率の外生的上昇( $0 < i_1 < i_2$ )にともなって、 $u-r$ 平面の利潤費用曲線が $PC_1$ から $PC_2$ へと上方に移動すると仮定しよう。利子率の上昇に対する投資・貯蓄行動の感応性が比較的強く、純利潤率( $r-i$ )の低下に対する投資の感応性( $g_r$ )と受取利子・配当率の上昇に対する貯蓄の感応性( $s_h$ )の合計が1より大きい( $1 + s_h > s_h + g_r > 1$ )場合(前掲(29)式)、有効需要曲線は $ED_1$ から $ED_{2B}$ へと下方に移動する。したがって、 $i_1$ から $i_2$ への利子率の上昇にともなって、均衡点はAからBへと移動し、稼働率も利潤率も低下する。この場合、資本家の要求利潤率の上昇にもかかわらず実現利潤率が低下するのは、純利潤率の低下および受取利子・配当率の上昇に対する投資・貯蓄の感応性が高く、経済活動水準(稼働率)が低下するためである。

##### (4-b) 利子率の外生的上昇にともなう利潤率の上昇の可能性(図4-1, $0 < s_h + g_r < 1$ の場合)

$i_1$ から $i_2$ への利子率の外生的上昇にともなって、 $u-r$ 平面の利潤費用曲線は $PC_1$ から $PC_2$ へと上方に移動する。利子率の上昇に対する投資・貯蓄行動の感応性が比較的弱く、純利潤率( $r-i$ )の低下に対する投資の感応性( $g_r$ )と受取利子・配当率の上昇に対する貯蓄の感応性( $s_h$ )の合計が1より小さい( $0 < s_h + g_r < 1$ )ならば、有効需要曲線は $ED_1$ から $ED_{2C}$ ,  $ED_{2D}$ ,  $ED_{2E}$ へと上方に移動する。純利潤率の低下および利子・配当率の上昇に対する投資・貯蓄の感応性が最も弱い場合(前掲(30)式)には、有効需要曲線は $ED_1$ から $ED_{2E}$ へと最も大きく上方に移動し、AからEへの均衡点の移動にともなって、稼働率も利潤率も上昇する。 $0 < s_h + g_r < 1$ の条件のもとで純利潤率の低下および利子・配当率の上昇に対する投資・貯蓄の感応

性が最も強い場合(前掲(32)式)には、有効需要曲線は $ED_1$ から $ED_{2c}$ へと最も小さく上方に移動し、AからCへの均衡点の移動にもなって、稼働率も利潤率も低下する。中間的な場合(前掲(31)式)にあたるのが、 $ED_1$ から $ED_{2D}$ への有効需要曲線の上方移動、AからDへの均衡点の移動にもなる稼働率の低下、利潤率の上昇である。

(4-a)と(4-b)の場合に見られるように、利率の外生的上昇にもなる実現利潤率の変化方向は、利率の上昇に起因する要求利潤率の上昇(利潤費用曲線の上方移動)と、利率の上昇に対する投資・貯蓄の感応性(有効需要曲線の移動方向)に依存する。利率の変化に起因する資本家の要求利潤率の改訂と、利率の変化に対する資本家の投資態度・貯蓄態度の感応性の強弱という両方の径路をつうじて、利率の外生的変化は実現利潤の決定機構に影響を及ぼすのである。利潤率と利率とのあいだに固定的な逆行関係は存在しない。将来利潤の確実性に関する市場参加者の確信の程度におうじて、利率の変化に対する要求利潤率の改訂のしかたと投資・貯蓄の感応性の強弱との組み合わせは、さまざまであると考えられる。例えば、好況局面の後半における利率と利潤率の同時的の上昇の基礎には、次のような条件があるものと考えられる。すなわち、利率の上昇が生産物価格形成にかかわるマークアップ率をつうじて要求利潤率の上昇(利潤費用曲線の上方移動)に反映されると同時に、将来利潤に関する確信の高まりを背景として、純利潤率( $r-i$ )の低下に対して投資主体がより寛容になる(純利潤率に対する投資の感応性 $g_r$ の低下、有効需要曲線の大幅な上方移動)、という条件がそれである。好況局面の後半に過剰蓄積の状態がしばしば現れる理由は、要求利潤率の引き上げに転嫁される諸生産費用の上昇と、資本財からの将来収益に対する過度な楽観との組み合わせにある<sup>52</sup>。

他方で、利率の外生的低下に起因する要求利潤率の下方修正(利潤費用曲線の下方移動)と、有効需要曲線の移動方向との関係は、次のようである。

#### (4-c) 利率の外生的低下にもなる利潤率の上昇(図4-2, $1+s_h > s_h + g_r > 1$ の場合)

$i_1$ から $i_2$ への利率の外生的低下( $i_1 > i_2 > 0$ )にもなって、要求利潤率が下方修正され、 $u-r$ 平面的利潤費用曲線が $PC_1$ から $PC_2$ へと下方に移動する。利率の低下に対する投資・貯蓄行動の感応性が比較的強く、純利潤率( $r-i$ )の上昇に対する投資の感応性( $g_r$ )と受取利子・配当率の上昇に対する貯蓄の感応性( $s_h$ )の合計が1より大きい( $1+s_h > s_h + g_r > 1$ )場合(前掲(29)式)、有効需要曲線は $ED_1$ から $ED_{2B}$ へと上方に移動する。したがって、 $i_1$ から $i_2$ への利率の低下にもなって、均衡点はAからBへと移動し、稼働率も利潤率も上昇する。下方修正された要求利潤率のもとで実現利潤率が上昇するのは、純利潤率の上昇および受取利子・配当率の低下に対する投資・貯蓄の感応性が高く、経済活動水準(稼働率)が上昇するためである。

#### (4-d) 利率の外生的低下にもなる利潤率の低下の可能性(図4-2, $0 < s_h + g_r < 1$ の場合)

<sup>52</sup> 好況末期における将来収益に関する過度な楽観と諸生産費用の上昇との組み合わせについて、ケインズは次のように指摘する。「好況の後段階は、資本財の将来収益に関する楽観的な期待によって特徴づけられており、その期待は資本財の過剰化傾向も、その生産費の上昇も、おそらくはまた利率の上昇も相殺するほど強力なものである」(Keynes (1973), p.315)。

$i_1$ から $i_2$ への利率の外生的低下にともなう、 $u-r$ 平面の利潤費用曲線は $PC_1$ から $PC_2$ へと下方に移動する。利率の低下に対する投資・貯蓄行動の感応性が比較的弱く、純利潤率( $r-i$ )の上昇に対する投資の感応性( $g_r$ )と受取利率・配当率の低下に対する貯蓄の感応性( $s_h$ )の合計が1より小さい( $0 < s_h + g_r < 1$ )ならば、有効需要曲線は $ED_1$ から $ED_{2C}$ 、 $ED_{2D}$ 、 $ED_{2E}$ へと下方に移動する。純利潤率の上昇および利率・配当率の低下に対する投資・貯蓄の感応性が最も弱い場合(前掲(27)式)には、有効需要曲線は $ED_1$ から $ED_{2E}$ へと最も著しく下方に移動し、AからEへの均衡点の移動にともなう、稼働率も利潤率も低下する。純利潤率の上昇および利率・配当率の低下に対する投資・貯蓄の感応性が最も強い場合(前掲(29)式)には、有効需要曲線は $ED_1$ から $ED_{2C}$ へと最も小さい幅で上方に移動し、AからCへの均衡点の移動にともなう、稼働率も利潤率も上昇する。中間的な場合(前掲(28)式)にあたるのが、 $ED_1$ から $ED_{2D}$ への有効需要曲線の下方移動、AからDへの均衡点の移動にともなう稼働率の上昇、利潤率の低下である。

利率の外生的低下の場合として、不況局面における金融当局による政策金利の引き下げが想起される。しかし、(4-d)の場合に見られるように、資本財からの将来収益に対する確信が回復して、純利潤率の上昇に対する投資の感応性が強くなりすぎれば、利率の引き下げは経済活動水準の回復につながらない<sup>53</sup>。

## 第5節 結び——歴史的時軸における資本蓄積の分析に向けて

本章では、生産物の価格形成手続きを媒介とする利率の外生的変化と資本家の要求利潤率の改訂とのあいだの関連を第3節で確認したうえで、第4節において、利潤費用曲線と有効需要曲線から成る分析枠組みを用いて、利率の外生的変化にともなう稼働率と利潤率の変化方向を吟味した。その結果、利率と実現利潤率との関係は、利率の外生的変化——純利潤率(=利潤率-利率)および利率・配当率の変化——に対する資本家の投資・貯蓄態度の感応性に依存することが確かめられた。第4節の単純な比較静学分析では、利率の外生的変化に対するフロー額としての投資・貯蓄の感応性にのみ焦点がおかれている。しかし、実現利潤の決定機構に対する利率の影響を動学的な文脈で明らかにするためには、投資決定の時点の利率と実現利潤率にもとづいて約定される借り手企業の負債契約を明示的に導入する必要がある。非可逆的な歴史的時軸のうえで資本蓄積と金融の内的関連を解明するためには、貸し手(金融機関)と借り手企業とのあいだに結ばれる「契約—信用の体系」<sup>54</sup>を内生的に扱うことのできる分析枠組みが必要である<sup>55</sup>。借り手企業の投資決定態度が設備稼働率や利潤率だけでなく実物資産(資本ストック)に対する内部貯蓄

<sup>53</sup> 「固定資本も原料在庫もともに一時過剰となり、経営資本も減少している下降局面においては、資本の限界効率は著しく低下するために、満足な新投資額を確保するようにそれを修正することは、利率をできるかぎりどんなに引き下げてみても、ほとんど不可能である」(Keynes, *op. cit.*, p.319-20)。

<sup>54</sup> クロツティは、資本蓄積をつうじて形成される脆弱な負債構造を核として、マルクスの恐慌理論の再構成を試みている。「どの歴史的期間においても趨勢的あるいは平均的な粗利潤率が契約—信用体系(the contract-credit system)が展開する重力の中心である」(Crotty (1985), p.71)。

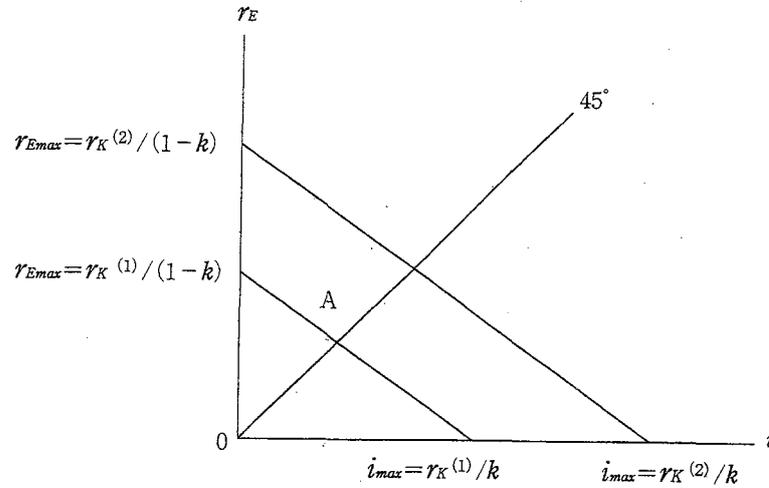
<sup>55</sup> 負債と資本蓄積に関する動態分析の最新の展開については、Asada (2000)を参照。

・自己資本・負債の相対的規模にも依存することを考慮に入れた分析枠組みを用いると、例えば、現存の負債比率が高すぎると、利子率の変化に対する資本蓄積率の反応が過敏になるという場合についても検討することができる。そこで、次章では、有効需要制約のなかに利子率と負債比率を導入したミンスキー=シュタインドル (Minsky-Steindl) 型モデルを用いて、金融不安定性と有効需要との関連について考察する<sup>56</sup>。

---

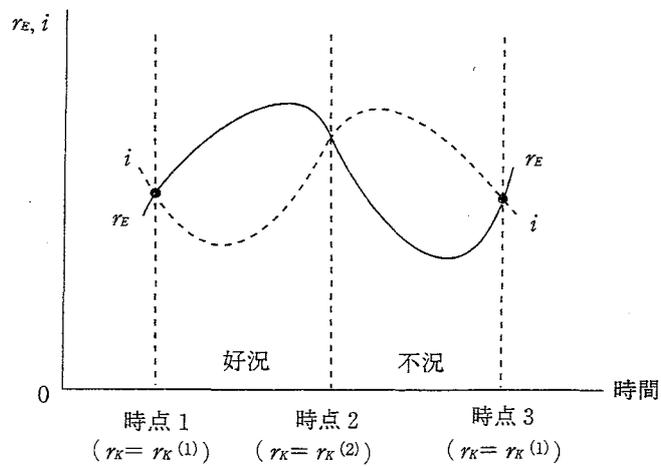
<sup>56</sup> 借り手企業の内部貯蓄率、自己資本比率 (gearing ratio) を独立変数に含む Steindl (1952) の投資関数にもとづいて、資本主義経済の不安定性の実物的要因 (貯蓄と投資の均等) と金融的要因 (内部貯蓄・負債比率と投資水準の関係) を同時に分析する枠組みとして、Dutt (1995) がある。

図 2-1 利潤率 ( $i$ ) と企業者利潤率 ( $r_E$ ) の逆行関係



(注) Lianos (1987), p.37 の“Figure 1”を一部修正して作成。  
 $r_K$ は総資本利潤率( $r_K^{(1)} < r_K^{(2)}$ ),  $k$ は負債比率である。

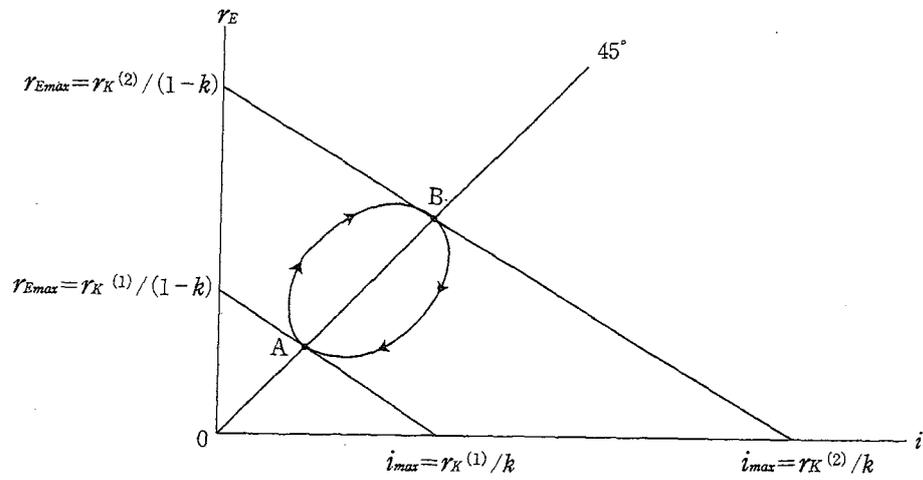
図 2-2 利子率 ( $i$ ), 企業者利潤率 ( $r_E$ ) と総資本利潤率 ( $r_K$ ) の循環変動パターン



(注) Lianos (1987), p.38 の“Figure 3”を一部修正して作成。  
 $r_K$ は総資本利潤率( $r_K^{(1)} < r_K^{(2)}$ )。

図 2-3 利子率 ( $i$ )、企業者利潤率 ( $r_E$ ) と総資本利潤率 ( $r_K$ )

の同時的变化



(注) Lianos (1987), p.37 の“Figure 2”を一部修正して作成。  
 $r_K$  は総資本利潤率 ( $r_K^{(1)} < r_K^{(2)}$ )。

図 4-1 利子率の外生的上昇 ( $i_1 < i_2$ ) に伴う稼働率 ( $u$ ) と利潤率 ( $r$ ) の変化方向

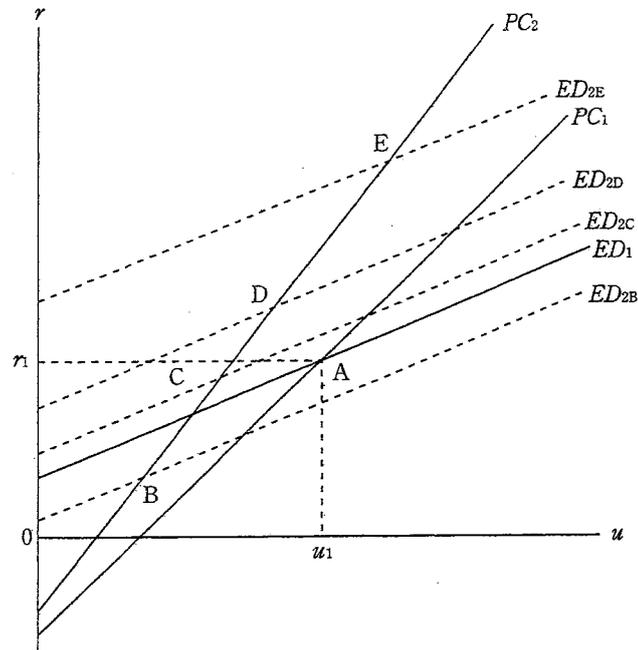
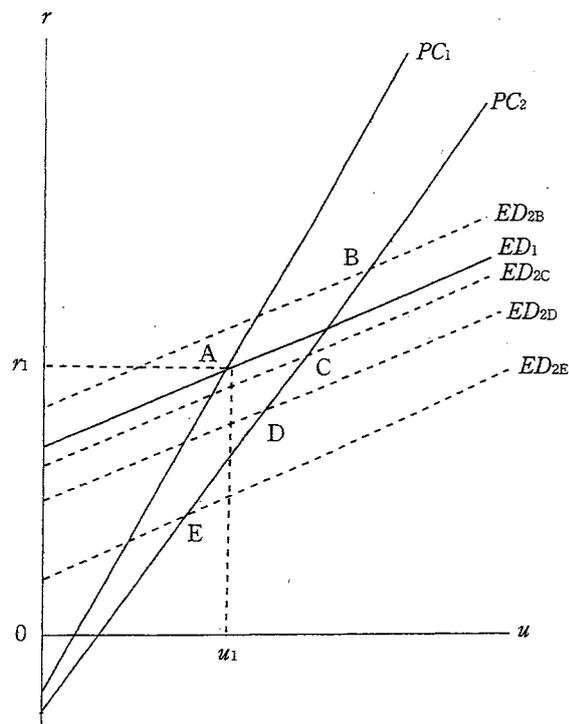


図 4-2 利子率の外生的低下 ( $i_1 > i_2$ ) に伴う稼働率 ( $u$ ) と利潤率 ( $r$ ) の変化方向



## 【第7章への補論】

### 金融政策をめぐる貨幣的分析と実物的分析の対立 —貨幣的経済分析から見たインフレ目標論—<sup>1</sup>

利子率の決定要因をめぐる「貨幣的分析」と「実物的分析」の対立は、本章第2節で見たように古典派やマルクスの経済学にまで遡るだけでなく、現代経済における金融政策の有効性をめぐる議論のなかでも、新しい装いのもとに再現されている。そこで、クルーグマン(Paul Krugman)の所説に代表されるインフレ目標論に対する貨幣的経済分析の立場からの検討を、第7章への補論として収録することにした。

#### 第1節 金融政策の転換とインフレ目標論

##### 1-1. 量的金融緩和と経済活動水準

日本銀行は「需要の弱さを反映した物価低下圧力が強まる懸念」を背景として、2001年3月19日に「金融市場調節方式の変更」——(1)金融市場調節の操作目標を無担保コールレートから日銀当座預金残高に変更、(2)「新しい金融市場調節方式は、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続する」こと、(3)日銀当座預金残高の5兆円程度への増額、(4)長期国債の買い入れ増額——を決定し、期限は明示されないが物価安定を条件とする量的金融緩和に転換した。その後、日銀当座預金残高の目標水準は段階的に引き上げられた(2001年8月14日「6兆円程度」、同9月18日「6兆円を上回る」、同12月19日「10-15兆円程度」、2002年10月30日「15-20兆円程度」、2003年4月1日「17-22兆円程度」、同4月30日「22-27兆円程度」、同5月20日「27-30兆円程度」、同10月10日「27-32兆円程度」。2004年1月20日「30-35兆円程度」)。短期金利(無担保コール翌日物、月平均)を見ると、2001年3月に0.11%、同4~8月に0.01-0.02%であり、2001年9月~2002年12月には0.001-0.005%、2003年1~12月には0.001-0.002%で推移している<sup>2</sup>。しかし、2001年3月と2003年6月で比較すると、量的金融指標(日銀当座預金残高、マネタリーベース)の顕著な増加にもかかわらず、経済活動指標(マネーサプライ[M2+CD]、銀行貸出、鉱工業生産、実質GDP、消費者物価)は、M2+CDは微増したが、いずれも増加に転じていない<sup>3</sup>。日本銀行によって操作可能な名目利子率が事実上ゼロに保たれる一方で、物価下落の持続と生産と雇用の減少、および、資本蓄積の減速という悪循環から抜け出せない。こうした日本経済の現況を背景に提唱されてきたのが「インフレ・ターゲティング」であり、最も端的には「年間の物価上昇率を『1パーセントから3パーセントの範囲内』といった数値目標として定め、中央銀行はその目標を達成

<sup>1</sup> 本稿は金融構造研究会(全国地方銀行協会、2003年10月24日)での報告原稿に基づく。より詳細な展開は、石倉(2004)を参照のこと。

<sup>2</sup> 以上のデータは、日本銀行のウェブサイト([www.boj.or.jp](http://www.boj.or.jp))での発表資料による。

<sup>3</sup> 日本銀行『金融経済月報(2003年7月)』(2003年7月16日発表)、図表47。

するように金融政策を行うと宣言すること」「物価安定数値目標政策」<sup>4</sup>と定義される。

## 1-2. クルーグマンのインフレ目標論

以上のインフレ目標論が広く提起される契機となったのは、クルーグマンの一連の論文 (Krugman (1998a) (1998b)) である。クルーグマンによると、日本経済が陥った「流動性の罅」は、「名目利子率がゼロあるいはゼロ近くになっているので、伝統的な金融政策が無力になってしまった状況」「民間によってマネタリーベースと債券が完全に代替的であると見なされるので、マネタリーベースを経済に注入してもまったく効果がない状況」<sup>5</sup>と定義され、さらにヒックス (J.R. Hicks) 流の *IS-LM* 分析では、「均衡実質利子率——潜在的産出量のもとで貯蓄と投資を均等にする実質利子率——が負であるときに、流動性の罅が生じる」<sup>6</sup>と定義される。「流動性の罅」に対するクルーグマンの解決法とは、正の期待インフレ率の引き上げをつうじて、負の均衡実質利子率を実現することである。

次節以降で詳しく見るように、クルーグマンの理論枠組みは、期待インフレ率の引き上げが均衡実質利子率に何の影響も及ぼさないと仮定される点で、期待インフレ率と実質利子率に関するフィッシャー (Irving Fisher) 仮説と同じ論理構造を持つ。フィッシャー仮説に対するケインズ (J.M. Keynes) の批判、および、最近のポストケインズ派による貨幣的経済理論——特に Rogers (1989) (2002)——の視点からインフレ目標論を吟味すると、期待インフレ率の引き上げと実質産出量の増大との関連がまったく明確でないことがわかる。さらに、期待インフレ率の引き上げをつうじた負の均衡実質利子率の実現と、正の期待インフレ率の引き上げが経済活動水準の増大に結びつくか否かという問題とが、クルーグマンのインフレ目標論では明確に区別されていないことも明らかになる。以上の問題意識から、本稿では、インフレ目標論への傾斜を強める最近の経済政策論議の政治経済学的な意味を明らかにするための準備作業として、クルーグマンの「流動性の罅」論の基本性格を再検討する。第2節では、Krugman (1998a) を中心に、異時点間効用最大化の条件を用いて記述されたインフレ目標論の論理構造を明らかにする。第3節では、ケインズおよび最近の貨幣的経済理論の視座を手がかりとして、インフレ目標論の根本的な問題点を探る。

## 第2節 クルーグマンのインフレ目標論の理論的基礎

### 2-1. 異時点間効用最大化の条件と cash-in-advance 制約

「流動性の罅」に関するクルーグマンのモデルは、次のような無限期間の制約条件付き異時点間効用最大化問題の形で記述される<sup>7</sup>。

$$\max_{q, M_t, B_t} \sum_{t=1}^{\infty} D^t \cdot u(c_t) \quad (1)$$

<sup>4</sup> 伊藤(2001), 10頁。

<sup>5</sup> Krugman(1998a), p.141.

<sup>6</sup> Ibid, p.150.

<sup>7</sup> (1)-(13)式のようなクルーグマン・モデルの定式化は、杉原 茂ほか(2000), 244-5頁に負う。

$$\text{subject to } M_{t+1} + B_{t+1} = M_t + (1+i_t)B_t + p_t y_t - p_t c_t \quad (2)$$

$$M_t \geq p_t c_t \quad (3)$$

ここで、 $c_t$ は $t$ 期の実質消費、 $y_t$ は $t$ 期の実質産出量<sup>8</sup>と想定される。 $M_t$ は $t$ 期首のマネーサプライ残高、 $B_t$ は $t$ 期首の債券残高、 $i_t$ は $t$ 期の名目利子率、 $D$  ( $0 < D < 1$ の定数)は(1+時間選好率<sup>9</sup>)の逆数である。この最適化問題では、代表的家計が現在から無限の将来期間にわたる実質消費からの効用の割引現在価値の総計(1)を制約条件(2)(3)のもとで最大化するものと想定される。制約条件(2)は、次期首の資産と今期の資産、今期中の債券利子と(所得額-消費額)の合計に関する予算制約式である。「cash-in-advance 制約」を表す条件(3)のもとでは、今期の消費財購入額( $p_t c_t$ )は今期首の保有現金( $M_t$ )を超えない。以上の条件付き最適化問題を解くと、異時点間効用最大化の条件は次のようである<sup>10</sup>。

$$1+i_t = \frac{u'(c_t)}{D \cdot u'(c_{t+1})} \cdot \frac{p_{t+1}}{p_t} \quad (4)$$

閉鎖経済における財市場の均衡条件 $y_t = c_t$ のもとでは、条件(4)は次のようになる。

$$1+i_t = \frac{u'(y_t)}{D \cdot u'(y_{t+1})} \cdot \frac{p_{t+1}}{p_t} \quad (5)$$

クルーグマンは次の形の効用関数を定める。

$$u(c_t) = \frac{c_t^{1-\rho}}{1-\rho} \quad (6)$$

ここで、 $u'(c_t) = c_t^{-\rho} > 0$ 、 $u''(c_t) = -\rho c_t^{-\rho-1} < 0$ であり、 $-\frac{u''(c_t) \cdot c_t}{u'(c_t)} = \frac{\rho \cdot c_t^{-\rho-1} \cdot c_t}{c_t^{-\rho}} = \rho$ は

実質消費の変化に対する限界効用の弾力性を意味する( $\rho$ は定数と仮定される)。効用関数(6)のもとで、異時点間効用最大化の条件は(4)は、

$$1+i_t = D^{-1} \cdot \left( \frac{c_{t+1}}{c_t} \right)^{\rho} \cdot \frac{p_{t+1}}{p_t} \quad (7)$$

となり、特に財市場の均衡条件 $y_t = c_t$ のもとでは次の形になる。

<sup>8</sup> 「財は非弾力的に供給されると最初に想定するので、各主体は各期間に与えられた贈与[endowment]  $y_t$ を受け取る」(Krugman (1998a), p.143)と仮定される。

<sup>9</sup> 将来消費に対する現在消費の時間選好率。

<sup>10</sup> ラグランジュ関数を用いた最大化条件の導出過程は省略する。

$$1+i_t = D^{-1} \cdot \left( \frac{y_{t+1}}{y_t} \right)^\rho \cdot \frac{p_{t+1}}{p_t} \quad (8)$$

## 2-2. 現在・将来の2期間モデルによる「流動性の罅」

次にクルーグマンは、無限期間にわたる異時点間効用最大化の問題を現在（第1期）と将来（第2期以降）の2期間モデルに変換するために、「第2期以降には産出量が（それゆえ消費も） $y^*$ の水準で不変のままであり、しかも政府もマネーサプライを $M^*$ の水準に保つ<sup>11</sup>と仮定する。第2期以降の変数に上付きアステリスクを付けて、 $c_{t+1}=c_t=c^*$ ,  $y_{t+1}=y_t=y^*$ ,  $p_{t+1}=p_t=p^*$  ( $t=2, 3, \dots$ )と表すと、異時点間効用最大化の条件(4)は、

$$1+i = D^{-1} \cdot \left( \frac{c^*}{c} \right)^\rho \cdot \frac{p^*}{p} \quad (9)$$

となり、財市場の均衡 ( $c=y$ ,  $c^*=y^*$ ) が仮定されると、次の形になる。

$$1+i = D^{-1} \cdot \left( \frac{y^*}{y} \right)^\rho \cdot \frac{p^*}{p} \quad (10)$$

異時点間効用最大化の条件(10)は、変化率の和として次のように表すこともできる<sup>12</sup>。

$$i - \frac{p^* - p}{p} = \frac{1-D}{D} + \rho \cdot \frac{y^* - y}{y} \quad (11)$$

(11)式の左辺は実質利子率（=名目利子率－期待インフレ率）である。右辺の第1項は実質消費の時間選好率、第2項は限界効用の弾力性と実質産出量の増加率との積である<sup>13</sup>。

クルーグマンは、異時点間効用最大化の条件(10)を用いて、「流動性の罅」を表現する。経済が「流動性の罅」に陥るのは、名目利子率がゼロ ( $i=0$ ) のときの現在の実質産出量  $y_0$  が生産能力  $y^f$  を下回る場合である。特に、現在の価格が固定されている ( $p = \bar{p}$ ) 場合、「流動性の罅」に陥った経済は次のように表現される。

$$y_0 = y^* \cdot \left( \frac{p^*}{D \cdot \bar{p}} \right)^{1/\rho} < y^f \quad (11)$$

(11)式を  $D^{-1} \cdot \left( \frac{y^*}{y^f} \right)^\rho < \left( \frac{p^*}{\bar{p}} \right)^{-1}$  と変形して、さらに変化率の形にすると次のようになる。

<sup>11</sup> Krugman (1998a), p.144.

<sup>12</sup> (10)式で両辺の対数をとって、近似式  $\log(1+x) = x$  を用いると、(11)式が得られる。

<sup>13</sup> 財市場の均衡（実質消費＝実質産出量）を仮定すれば、実質産出量の増加率は実質消費の増加を含意する。

$$\frac{1-D}{D} + \rho \cdot \frac{y^* - y^f}{y^f} < -\frac{p^* - \bar{p}}{\bar{p}} \quad (12)$$

右辺は、名目利子率がゼロのときの実質利子率（=0-期待インフレ率）である。左辺は、名目利子率がゼロ（ $i=0$ ），かつ、現在の実質産出量が完全稼働水準にある場合（ $y=y^f$ ）に異時点間効用最大化の条件(10)を満たす実質利子率に等しい。したがって、クルーグマンの「流動性の罠」は、現実の実質利子率が、完全稼働のもとで異時点間効用最大化の条件を満たす実質利子率（以下では「均衡実質利子率」と呼ぶ）よりも高い状態と言い換えられる。また、「流動性の罠」からの脱出策の核心は、（ $\rho$ と $D$ を一定として）現実の期待インフレ率 $(p^* - \bar{p})/\bar{p} > 0$ を引き上げることによって、現実の実質利子率を「均衡実質利子率」にまで引き下げることにある。しかも、「均衡実質利子率」は限界効用の弾力性 $\rho$ ，（1+時間選好率）の逆数 $D$ ，生産能力 $y^f$ ，将来の期待実質所得 $y^*$ から成る実物的要因にのみ依存し、期待インフレ率の変化はこれらに対して何の影響も与えないと想定されている。

### 2-3. インフレ目標論——中央銀行による将来のインフレ追認の公約

期待インフレ率の引き上げ（現在の価格が $\bar{p}$ に固定されている場合には、将来の期待価格 $p^*$ の引き上げ）のための手段としてクルーグマンによって提案されるのが、「経済が拡張して物価が上昇し始めるときに、利子率を引き上げないという公約」<sup>14</sup>，すなわち、中央銀行による将来のインフレ追認の公約（commitment）である。

## 第3節 インフレ目標論に見る実物的分析の系譜

### 3-1. クルーグマンのインフレ目標論に含意されたフィッシャー仮説

クルーグマンのインフレ目標論は、名目利子率（ $i$ ），実質利子率（ $r$ ），期待インフレ率（ $\pi$ ）の三者の関係についてのフィッシャーの仮説と類似した理論構造を持つ。 $r=i-\pi$ の等式についてフィッシャーは、期待インフレ率の上昇が貨幣利子率の上昇によって相殺されて、実質利子率が不変にとどまると考えた<sup>15</sup>。フィッシャー仮説とクルーグマンのインフレ目標論は、調整要因が名目利子率であるか、それとも期待インフレ率の目標値であるかの違いはあるが、期待インフレ率が均衡実質利子率などの経済の実物的側面に何の影響も与えないと想定される点で、同じ論理構造を持つ。IS=LMモデルでインフレ目標論を主張するKrugman (1998b)でも、期待インフレ率の引き上げが経済の実物的側面（IS曲線

<sup>14</sup> Ibid., p.180.

<sup>15</sup> Fisher (1930), p.414-5, 邦訳 380 頁.

の形と負の均衡実質利子率)に何の影響も及ぼさないことが仮定される。しかし、期待インフレ率の引き上げをつうじた負の均衡実質利子率の実現と、期待インフレ率の引き上げの結果として実質産出量が増加するか否かの問題を同一視することはできない。

### 3-2. インフレ期待と実質利子率をめぐるフィッシャーとケインズ

ケインズは、フィッシャー仮説を批判して、資本財が生産される経済に対して期待インフレ率の変化が及ぼす影響について次のように言う。「もし、それ [インフレーション] が予想されるならば、貨幣を保有することの利益と財貨を保有することの利益とが再び均等になるように現存財貨の価格が直ちに調整されるために、貨幣保有者が、貸し出された貨幣の価値の貸付期間における予想的变化を相殺する利子率の変化によって利益を得たり損失を蒙ったりする余裕はないであろう」<sup>16</sup>。ケインズの視点では、期待インフレ率の変化に対して反応するのは、名目利子率ではなく、現存財貨の価格の変化をつうじた資本の限界効率の変化である<sup>17</sup>。期待インフレ率の変化が貨幣的生産経済に及ぼす影響に関連して、ロジャーズ (Colin Rogers) によって定式化された「貨幣的均衡」の概念<sup>18</sup>が重要である。

彼は資本資産の限界効率  $r_j$  を現存資産の増・減価率 ( $a_j$ ) と資産の自己利子率  $\hat{r}_j$  と分解し、

貨幣利子率  $i_m$ <sup>19</sup> と資本の限界効率  $r_j$  との「貨幣的均衡」を  $i_m = r_j = a_j + \hat{r}_j; \forall j, j=1, 2, \dots, n$

と定式化した (ここで、資本の限界効率  $r_j$  が貨幣利子率  $i_m$  に一致するように動く)<sup>20</sup>。ケ

インズの視点からすれば、期待インフレ率の上昇は、貨幣利子率  $i_m$  の上昇ではなく、現存資産の期待増価率  $a_j$  の引き上げをつうじて資本の限界効率  $r_j$  の上昇をもたらす。ただし、期待インフレ率の上昇が資本の限界効率に及ぼす影響はけっして自明でない。将来のインフレ期待が人々に定着すると、インフレ・ヘッジに役立つ資産に対する需要が増えて、投資資金が生産的用途から不生産的用途へと転換し、その結果として有効需要水準が完全雇用水準をますます下回るかもしれない<sup>21</sup>。結局、期待インフレ率の引き上げが実質産出量の増加につながる条件とは、負の均衡実質利子率の実現されることではなく、資本の限界効率が所与の名目利子率を上回って新規の資本財の生産が誘発されることである<sup>22</sup>。

<sup>16</sup> Keynes (1936), p.142, 邦訳 140 頁, [ ] 内は引用者。

<sup>17</sup> フィッシャー仮説の現実的妥当性についてカーマイケルとステビングは、「金融市場に関するかぎり、短期的にも長期的にもインフレーションの影響は圧倒的に実物収益率に及び、名目利子率に対する影響はほとんどないと思われる」と主張する (Carmichael and Stebbing (1983), p.629)。

<sup>18</sup> 「貨幣的均衡」概念の詳細については、Rogers (1989) の Ch.9 (邦訳, 241-76 頁) を参照のこと。貨幣的経済分析の系譜と現代的展開に関する最近の研究として、渡辺 (1998) と野下 (2001) が重要である。

<sup>19</sup> 議論の単純化のため、単一の代表的利子率を考える。

<sup>20</sup> Rogers (1989), p.211, 邦訳 252 頁。

<sup>21</sup> Ibid., p.227, 邦訳 270 頁。

<sup>22</sup> クルーグマンのインフレ目標論に関連してロジャーズは次のように言う。「インフレが流動性の畏から日本を救い出すように作用するかもしれないが、それはインフレが利子率と比べて資本の限界効率を高める場合だけである」 (Rogers (2002), p.65)。

### 3-3. 結びにかえて——インフレ目標論の台頭の背景にあるもの

以上に検討してきたように、クルーグマンのインフレ目標論は、最新の上級マクロ経済学の流儀に従って異時点間最適化を理論的基礎として厳密に記述されているが、その基本的な立場はいぜんとして、期待インフレ率と名目利子率・実質利子率に関する伝統的なフィッシャー仮説、および、複雑な外観を装った貨幣数量説<sup>23</sup>に依拠している。そして、もっぱら実物的側面（実質消費の異時点間効用最大化の条件、あるいは、貯蓄と投資のマクロ的均衡条件）から、完全雇用・完全稼働水準の実質産出量を実現するための「負の実質利子率」の必要性が最初に導かれ、次にこれを達成するために期待インフレ率の引き上げ（具体的には中央銀行による将来のインフレ追認の公約）が必要であると主張するのが、インフレ目標論の基本的な論理構造である。

しかしながら、おのこの国民経済で十分な雇用水準を確保するうえで従来型の有効需要政策が手詰まりとなった理由について十分な議論がないままに、完全雇用水準の産出量にともなう「負の実質利子率」から理論的に逆算された期待インフレ率の引き上げ幅を正確に予測することがマクロ経済政策の中心的な課題と見なされるならば、産業—金融—労働のグローバルな権力関係の再編のなかで産業と金融の利害調整が優先され、労働者の雇用規模の確保が犠牲にされる形でマクロ経済の均衡が達成されるような事態にもなりかねない。クルーグマンの「流動性の罍」概念とインフレ目標論に代表されるように、伝統的なフィッシャー仮説や貨幣数量説が現代の経済政策論議のなかに装いを変えて復活していることの背景にある現代経済の構造変化の解明についても、今後の課題としたい。

---

<sup>23</sup> クレーゲルも、クルーグマンのインフレ目標論が貨幣数量説の復活であると見ている。「流動性の罍が現時点で日本経済における不況をもたらしている径路に関する理論的な説明が、貨幣数量の拡大率が直接に物価水準の変化率を決定するという貨幣数量説のモデルにもとづいているというのは、逆説的である。実際に、正統的な貨幣数量説モデルでは、流動性の罍に少しでも言及するかどうかとは無関係に、貨幣は中立的であって、実質産出量の長期均衡に対しては何の影響も及ぼさない。というのは、貨幣は名目変数に影響を及ぼすにすぎないからである。」(Kregel (2004), p.225).

## 第8章 金融不安定性と有効需要

### —「負債の逆説」の理論と実証—

#### 第1節 はじめに——資本蓄積と「負債の逆説」

2001年4月の「緊急経済対策」<sup>1</sup>では、金融機関の不良債権・非金融部門の過剰債務の累積が日本経済の景気動向の脆弱性の背景にあると指摘され、金融機関による不良債権の直接償却（借り手の法的整理、貸出債権の売却、債権放棄）の推進を中心とする施策が打ち出された。しかし、不良債権の最終処理から引き起こされる失業者の急増への対策として「雇用の創出」や「雇用のセーフティネットの整備」が有効であるかどうかをめぐって、需要面よりも供給面が重視される傾向を強めつつ、議論は混迷したままである。1997-98年の金融危機以降において不良債権や過剰債務をめぐる議論がますます迷走しているが、その一因は、非金融部門の負債累増とマクロ経済の不安定性との関連<sup>2</sup>が十分に吟味されていないことにある。ここでマクロ経済の不安定性とは、直感的に言えば、借り手企業による実物投資の削減、あるいは、貸し手の銀行による既存の貸出債権の回収をつうじて、借り手と貸し手が非金融部門の負債残高を削減しようとするほど、経済全体としての有効需要の縮小と利潤の実現条件の悪化をつうじて、結果的に非金融部門の負債比率（＝負債／総資産）のいっそうの上昇と資本蓄積のいっそうの減速を招く、という事態を指す。投資の減退による利潤の実現条件の悪化と負債構造の脆弱化との悪循環は、まさしく「負債の逆説 (paradox of debt)」<sup>3</sup>と呼ぶにふさわしい。

日本の国民経済計算によると、第1図<sup>4</sup>のように、非金融法人企業の負債／自己資本比率は、1990年基準のデータでは、1984年末の108.6%から1989年末の67.8%へと低下したのちに、1989年末を底に1997年末の117.8%へと上昇し、1998年から再び低下に転じている。また、1995年基準のデータでは、非金融法人企業の負債／自己資本比率が1996年末から2000年末にかけて低下している。他方で、資本蓄積率（＝民間企業設備投資／資本ストック

<sup>1</sup> 経済対策閣僚会議「緊急経済対策」（2001年4月6日、[www.kantei.go.jp](http://www.kantei.go.jp)）

<sup>2</sup> Crotty (1985) は、資本蓄積にともなう非金融部門の脆弱な負債構造の形成を中心とするマルクス恐慌理論の再構成を提案している。

<sup>3</sup> Lavoie (1999), p.831.

<sup>4</sup> 1969-98 暦年末については、経済企画庁(2000a)の「ストック編」(1990年基準, 1968年SNA準拠)により、非金融法人企業の期末貸借対照表における「株式・正味資産」と「負債(株式を除く)」の値をそれぞれ自己資本と負債の指標と考える。1990-2000 暦年末については、内閣府経済社会総合研究所(2001a)(2001c)の「ストック編」(1995年基準, 1993年SNA準拠)により、非金融法人企業の期末貸借対照表における「株式・出資金」と「正味資産」の和を自己資本、(期末資産－自己資本)の値を負債と見なす。(1990年基準のストック統計には、1968 暦年末以前の数値が公表されていない。)資産側と負債側の株式は市場価格で評価される。1968年SNAから1993年SNAへの体系の移行により、両方の期間の数値は接続しない。資本蓄積率(＝民間企業設備投資／資本ストック)についても、1956-98 暦年は経済企画庁(2000a)(2000b)による1990年基準のデータ、1991-2000 暦年は内閣府経済社会総合研究所(2000c)による1995年基準のデータ(93SNA)にもとづく。詳しくは、注33を参照。

ク)は、1980年代後半に上昇するが、1990-94年には低下した。資本蓄積率はその後、1994-97年にわずかに上昇するが、1998年以降は再び低下に転じている。1984-89年末の株式を中心とする資産価格の急騰、および、1990年以降の資産価格の暴落がそれぞれ、負債/自己資本比率の低下と上昇に反映されている。1997-98年に負債/自己資本比率が低下に転じた背景には、金融機関による貸出債権の回収や不良債権の直接償却の進展があると考えられる。1998年以降の負債レバレッジの下方調整にともなって現実資本の蓄積が回復するかどうか、現在の局面における最大の問題である。

負債レバレッジの下方調整と現実資本の蓄積および利潤実現の条件のあいだの関係を説明するためには、借り手企業と貸し手（銀行、債券保有者、あるいは金利生活者）のあいだで約定される負債水準、および、有効需要制約（貯蓄と投資の均等条件）にしたがう資本蓄積率と負債比率の実現値を同時に分析しなければならない。借り手と貸し手のあいだで約定される負債比率の高さと、有効需要制約にしたがう資本蓄積率と負債比率の実現値との関係が、問題の核心である。過剰生産能力と発達した信用制度が存在し、セー法則(Say's law)が成立しない世界において資本蓄積と所得分配を考察するポストケインズ派の分析枠組み<sup>5</sup>として、ローソンおよびマーグリン=バドゥリのモデル<sup>6</sup>が代表的である。投資が実現利潤を決定する関係は銀行組織による信用創造に支えられているが、従来のモデルでは資本蓄積の金融的側面が明示的に考察されていなかった。しかし、近年になって、ポストケインズ派の資本蓄積モデルのなかに金融面を導入して、資本蓄積と所得分配をめぐる金利生活者(rentier)・産業資本家・労働者のあいだの利害対立、および、金融不安定性と有効需要との関係を扱う分析枠組みが、少数ながら提案されている。そのなかで注目したいのがマーク・ラヴォア(Marc Lavoie)の分析枠組み<sup>7</sup>であり、ここでは、従来のポストケインズ派の資本蓄積モデルのなかに負債比率と利率が導入され、利率の外生的変化にともなう資本蓄積率と負債比率の変化方向についての比較静学分析も行われている。ラヴォアの枠組みは、いくつかの点で拡充を必要とするけれども、金融不安定性と有効需要制約との相互関係にかかわる重要な論点を含んでいる。

本章では、金融不安定性と有効需要との関連、とくに、投資の減退による利潤の実現

<sup>5</sup> 古典派、新古典派、ポストケインズ派による経済成長と分配の理論を体系的に比較可能な形で検討した近年の著作として、Foley and Michl (1999)がある。

<sup>6</sup> Rowthorn (1981), Marglin and Bhaduri (1990)。マーグリンとバドゥリは、労働賃金の二重の側面——雇い主にとっての費用、および、消費需要の源泉として——に着目して、利潤分配率の外生的変化に対する設備稼働率、利潤率の変化方向を分析し、賃金主導型および利潤主導型の蓄積パターンの違いを明らかにしている。この分析枠組みの特徴については、本稿第6章を参照。さらに、「構造的カレツキー=カルドア・モデル」の展開にもとづく「資本蓄積のレジームの多様性」については、植村・磯谷・海老塚(1999)の第4章が詳しい。最近では、マーグリン=バドゥリの理論的枠組みにもとづく実証分析も行われている。Onaran and Yentürk (2001)ではトルコの民間製造業部門に属する26産業のパネルデータ(1975-95年)を用いて、投資/付加価値の比率(対数値)を被説明変数、利潤分配率(=利潤/付加価値)と付加価値の成長率(対数値)を説明変数とする投資関数が推計され、投資は利潤分配率の変化に対しては感応的ではなく、付加価値の成長率に対しては正の感応性を持つという結論が導かれている。

<sup>7</sup> Lavoie (1995)。すでにLavoie (1992), Lavoie (1993)では、利率を導入した資本蓄積モデルにもとづいて、利率の外生的変化にともなう資本蓄積率と利潤率の変化方向が考察されている。その詳細については本稿第7章を参照。金利生活者・産業資本家・労働者の3階級を含む資本蓄積モデルとして、Dutt (1992), Dutt and Amadeo (1993), Dutt (1995)などがある。

条件の悪化と負債構造の脆弱化との悪循環——「負債の逆説」——について、次の順序で考察する。第2節では、負債比率と利子率を導入した有効需要制約（貯蓄と投資の均等条件）のもとで、利子率、利潤率および資本蓄積率のあいだの関係を考察する。第3節では、ラヴォアの分析枠組みにしたがって、借り手と貸し手のあいだで約定される負債比率と、有効需要制約のもとでの負債比率・資本蓄積率の実現値との関係を考察する。とくに、投資の減退による利潤の実現条件の悪化と負債構造の脆弱化との悪循環が生じ、負債比率を引き下げようとする借り手と貸し手の意図に反して実際の負債比率が上昇する可能性のあることを示す。第4節では、日本の国民経済計算のデータを使って、負債比率の不安定性に関する若干の実証分析を行い、投資の利子弾力性に依拠するラヴォアの「負債の逆説」モデルを実証的に吟味する。第5節では、上記の「負債の逆説」にかかわる論点を中心として、ミンスキーの金融不安定性仮説、および同仮説を応用した従来の諸研究の意義と問題点を明らかにする。第6節では、まとめと結論を示す。

## 第2節 負債比率と利子率を含む有効需要制約

金融不安定性と有効需要の関係を考察するための準備として、企業者利潤と利子への利潤の分割、および、負債による投資資金の調達を考慮に入れて、利潤の実現条件すなわち有効需要制約（貯蓄と投資の均等条件）を拡充しなければならない。最初に、ラヴォアによる「ミンスキー=シュタインドルのモデル」<sup>8</sup>にもとづいて、負債比率と利子率を含む有効需要制約を組み立てよう。

債券の発行によって資金を調達して実物資産のみを保有する非金融企業部門を考える。以下の議論では、債権者(貸し手)と債務者(借り手)をそれぞれ「債券保有者」、「借り手企業」で代表させる。借り手企業の貸借対照表は、資本ストック( $K$ )=負債[発行済み債券残高]( $L$ ) + 自己資本[発行済み株式+内部留保]( $E$ )<sup>9</sup>となる。債券保有者の正味資産は保有債券残高のみから成ると考える。借り手企業の負債比率( $l$ )を総資産(資本ストック)に対する負債の割合、すなわち、 $l = L/K$ と定義する。債券利子率<sup>10</sup>を  $100i\%$  とすれば、借り手企業の粗利潤( $IL$ )は債券保有者への利払い( $iL$ )と企業者利潤( $IL-iL$ )に分割される。借り手企業の内部留保率を定数  $s_f$  ( $0 < s_f < 1$ ) で表すと、企業者利潤は内部留保( $IL-iL$ )・ $s_f$  と株主への配当( $IL-iL$ ) ( $1-s_f$ ) から成る。ここで、株主の貯蓄率を定数  $s_s$  ( $0 < s_s < 1$ )、債券保有者の貯蓄率を定数  $s_b$  ( $0 < s_b < 1$ ) で表すと、経済全体の貯蓄( $S$ )は、

$$S = (IL-iL) \cdot s_f + (IL-iL) \cdot (1-s_f) \cdot s_s + iL \cdot s_b \quad (1)$$

の右辺の各項、すなわち、借り手企業の内部留保、株主の貯蓄、債券保有者の貯蓄から成る。株主の貯蓄は新株購入に向けられると仮定する。また、債券保有者の貯蓄は債券の追

<sup>8</sup> Lavoie(1995), p.164. ここでミンスキーの名が付けられるのは、投資関数と貯蓄関数の両方に利払いと負債比率が導入されるからである。また、シュタインドルの名が付けられるのは、「負債比率を引き下げようとする努力が、より高い値の負債比率をもたらす」(Ibid., p.174)というマクロ経済の逆説に関する Steindl(1952)の分析視角が導入されるからである。

<sup>9</sup> 資本ストック、負債、株式はすべて不変価格表示とする。

<sup>10</sup> 以下では、利子率は、通貨当局によって有効需要制約から独立に決定される外生的な変数であると仮定する。

加購入に向けられると仮定するので、債券保有者の貯蓄率( $s_b$ )は貸し手の債券保有意欲を意味する。貯蓄の相対的規模を  $g^S=S/K$ 、利潤率を  $r=I/K$  と表し、(1)式の両辺を資本ストック  $K$  で割ると、次の貯蓄関数が得られる。

$$g^S=[s_f+(1-s_f)\cdot s_s]\cdot r+\{s_b-[s_f+(1-s_f)\cdot s_s]\}\cdot i\cdot l \quad (2)$$

利潤率( $r$ )と資本ストックに対する利払いの比率( $i\cdot l$ )の係数をそれぞれ  $s_r, s_l$  とおくと、貯蓄関数は次のように表される。

$$g^S=s_r\cdot r-s_l(i\cdot l), \quad s_r=s_f+(1-s_f)\cdot s_s(>0), \quad s_l=[s_f+(1-s_f)\cdot s_s]-s_b \quad (3)$$

{内部留保率( $s_f$ ) + [配当率( $1-s_f$ ) × 株主貯蓄率( $s_s$ )]}が債券保有者の貯蓄率( $s_b$ )よりも高い場合、 $s_l>0$  となり、利子率( $i$ )の外生的上昇にともなって貯蓄( $g^S$ )は増加する。貯蓄の大きさは借り手企業、株主および債券保有者のそれぞれの貯蓄態度に左右される。

借り手企業の投資態度は次の投資関数で表現される。

$$g^I=\gamma+g_r\cdot r-g_l(i\cdot l), \quad \gamma>0, g_r>0 \quad (4)$$

左辺の  $g^I=I/K$  は資本ストック ( $K$ ) に対する投資 ( $I$ ) の比率、すなわち資本蓄積率である。資本蓄積率は利潤率( $r$ )の増加関数と想定され、資本ストックに対する利払いの比率( $i\cdot l$ )は借り手企業の「金融脆弱性」の指標<sup>11</sup>と見なされる。 $\gamma$ は「将来の販売高について予想される趨勢を反映するパラメータ」<sup>12</sup>である。また、負債比率と資本蓄積率との関連に議論の焦点をおくので、設備稼働率は内生変数には含まれていない。

(3)(4)式により、有効需要制約(貯蓄と投資の均等、 $g^S=g^I=g$ )にしたがう利潤率と資本蓄積率の均衡水準は、それぞれ次のようになる。

$$r^*=\{\gamma+(s_l-g_l)\cdot i\cdot l\}/(s_r-g_r), \quad g^*=\{s_r\gamma+(s_l g_r-g_l s_r)\cdot i\cdot l\}/(s_r-g_r) \quad (5)$$

$l$  と  $i$  を定数と見なすと、均衡点( $r^*, g^*$ )の安定条件は、 $r-g$  平面で投資関数の傾きが貯蓄関数よりも緩やかであり、利潤率の変化に対する投資の感応性が貯蓄のそれよりも小さいこと、すなわち、

$$s_r>g_r>0 \quad (6)$$

である<sup>13</sup>。

負債比率と利子率を含む有効需要制約(5)および安定条件(6)のもとで、利子率( $i$ )の外生的上昇にともなう利潤率( $r$ )と資本蓄積率( $g$ )の変化方向を調べることができる。 $l$  を定数と見なして(5)式の  $r, g$  を  $i$  で微分すると、

<sup>11</sup> ラヴォアは、「ミンスキー的な枠組み」のなかでは、投資は「金融脆弱性」の指標としての利払い—資本ストック比率( $i\cdot l$ )の減少関数になると指摘する(Lavoie, *op.cit.*, p.166)。しかし、第4節で見ると、実証的には係数  $g_l$  の符号を確定することは難しいので、(4)式では  $g_l$  の符号は特定されていない。なお、「投資の決定は債務を増やすか、あるいは流動性を減らすことを決めることである」(Minsky (1975), p.89, 訳 140 頁)と考えるミンスキーの観点からすれば、実物資産と負債だけでなく金融資産も含む貸借対照表上の意思決定を考察すべきであろう。

<sup>12</sup> Lavoie (1995), p.149.

<sup>13</sup> 条件(6)はマーグリンとバドゥリのモデルでの「ロビンソニアン安定条件(Robinsonian Stability)」(Marglin and Bhaduri (1990), p.165, 邦訳 179 頁)に相当する。この条件のもとでは、現実の利潤率( $r$ )が貯蓄と投資の均等と両立する利潤率の水準( $r^*$ )から乖離した場合、資本蓄積率( $g$ )の変化幅が貯蓄の相対的規模( $g^S$ )の変化幅よりも小さいので、現実の利潤率の均衡水準( $r^*$ )からの乖離は縮小に向かう。この種の安定条件については、本章第6章第4節でも詳論してある。

$$dr/di=(s_l-g_l)\cdot l/(s_l-g_r), \quad dg/di=(s_l g_r-g_r s_l)\cdot l/(s_l-g_r) \quad (7)$$

となる。条件(6)のもとで(7)式の符号を調べればわかるように、

$$s_l > g_r(s_l/g_r) \quad (8)$$

の場合に、 $dr/di > 0, dg/di > 0$ 、つまり、利子率( $i$ )の外生的上昇にともなって利潤率( $r$ )も資本蓄積率( $g$ )も上昇する<sup>14</sup>。(3)式での $s_r, s_l$ の定義からわかるように、利子率の外生的変化にともなう利潤率と資本蓄積率の変化方向は、借り手企業の行動に関する係数 $g_r, g_l, s_f$ だけでなく、債券保有者の貯蓄率〔つまり貸し手の債券保有意欲〕( $s_b$ )と株主の貯蓄率( $s_s$ )にも依存する。

利子率の外生的上昇にともなって利潤率も資本蓄積率も上昇するのは、借り手企業の内部留保率( $s_f$ )が高く、債券保有者の貯蓄率( $s_b$ )が低く、しかも、負債比率の上昇にともなう金融脆弱性に対する借り手企業の警戒感が比較的低い場合<sup>15</sup>である。逆に、借り手企業の内部留保率( $s_f$ )が低く、貸し手の債券保有意欲( $s_b$ )が高く、しかも、金融脆弱性に直面した借り手企業の投資行動がいつそう慎重になる<sup>16</sup>結果として、条件(8)とは逆の不等式 $s_l < g_r(s_l/g_r)$ が成立する場合には、利子率の外生的上昇にともなって資本蓄積率と利潤率の両方が低下する場合もありうる。このように、利潤率・資本蓄積率と利子率のあいだの逆行関係が成立するか否かは、借り手企業の投資行動・配当政策だけでなく貸し手の債券保有意欲にも依存する。利潤率と利子率の関係という古くから議論されてきた問題<sup>17</sup>の本質は、資本蓄積の実物面と金融面の連関にほかならない。念のために言えば、総資本利潤率、企業者利潤率および負債比率のあいだの恒等的関係<sup>18</sup>をどのように操作しようとも、資金の貸し手の資産選択、借り手企業の投資行動・利益処分などの経済主体の行動様式が考察されなにかぎりは、平均利潤の企業者利潤と利子への分割という問題に対する経済学的な回答にはなりえない。利子率の外生的上昇にともなう利潤率と資本蓄積率の変化方向を決める条件(8)は、次節で見るように、負債比率の安定性を吟味するとき重要な役割を演じる。

本節では、有効需要制約(貯蓄と投資の均等条件)のなかに負債比率と利子率を導入し、利子率の外生的変化にともなう利潤率と資本蓄積率の変化方向、および、その背景にある資金の借り手と貸し手の行動について考察した。

### 第3節 負債比率と資本蓄積率の決定機構

負債による資金調達を含む資本蓄積の正常な進行は、過去に約定された負債契約を履行するに足る十分な大きさの利潤が実現されるか否かにかかっている。実現利潤の決定要因に

<sup>14</sup> より正確には、 $g_l > 0$ のもとで、(i)  $s_l < g_l < g_r(s_l/g_r)$ のとき  $dr/di < 0, dg/di < 0$ 、(ii)  $g_l < s_l < g_r(s_l/g_r)$ のとき  $dr/di > 0, dg/di < 0$ 、(iii)  $g_l < g_r(s_l/g_r) < s_l$ のとき  $dr/di > 0, dg/di > 0$ である。

<sup>15</sup>  $-g_r(< 0)$ の絶対値が小さい、あるいは、 $-g_l$ が正に転じる場合を指す。

<sup>16</sup>  $-g_l(< 0)$ の絶対値が大きい場合を指す。

<sup>17</sup> 利潤率と利子率の関係をめぐるリカード、マルクスの見解については、本章第7章第2節で検討されている。

<sup>18</sup> 総資本利潤率(=利潤/充用総資本)を $r_k$ 、企業者利潤率(=利払い後利潤/自己資本)を $r_E$ 、負債比率(=負債/充用総資本)を $k$ とするときの $r_k = (1-k) \cdot r_E + k \cdot i$ という関係を指す。

関するカレツキー(M. Kalecki)の視点から明らかにされるように、発達した信用制度を備え、生産能力と労働力人口の過剰を抱える経済においては、現在の実現利潤の大きさを決めるのは現在の投資である。資本家の蓄積需要は将来の実現利潤に関する期待に依存すると考えられるので、結局、将来の実現利潤に関する期待に左右される現在の投資の大きさが、現在の実現利潤を介して、過去に約定された負債契約が正常に履行されるか否かの鍵を握るのである。以上の論点は、ミンスキー(Hyman Minsky)の枠組みでは、投資が実現利潤を決定する関係をつうじた「企業負債の有効化(the validation of business debts)」<sup>19</sup> という問題に該当する<sup>20</sup>。そこで、前節の分析枠組みのなかでも、借り手企業と貸し手(債券保有者)のあいだで約定される負債比率が、有効需要制約にしたがう資本蓄積率・負債比率と照応するか否かを検討しなければならない。本節では、有効需要制約にしたがう資本蓄積率・負債比率の実現値と、借り手企業と貸し手(債券保有者)のあいだで約定される負債比率とを同時に扱う分析枠組みのなかで、利子率の外生的上昇にともなう負債比率と資本蓄積率の変化方向を考察し、負債比率の不安定性を引き起こす要因を理論的に明らかにする。利子率の外生的上昇が起きたときの負債比率の約定水準の変化方向、および、有効需要制約のもとで資本蓄積率とともに決定される負債比率の実現値の変化方向、が問題の核心である。こうした観点から負債比率の安定性を吟味すると、借り手企業が負債比率を引き下げようとして投資支出と借入を削減すると、利潤の実現条件の悪化をつうじて、実際の負債比率がかえって上昇するという事態——「負債の逆説」——が生じる条件が明らかになる。

有効需要制約(貯蓄と投資の均等,  $g^s = g^l = g$ )にしたがう資本蓄積率( $g$ )と負債比率( $l$ )の関係は、(3)(4)(6)式により、

$$g = s_r \gamma / (s_r - g_r) + [(s_r g_r - g_r s_r) \cdot i / (s_r - g_r)] \cdot l, \quad s_r > g_r > 0 \quad (9)$$

と表される。(9)式を  $l-g$  平面に描いたものを有効需要(ED)曲線と呼ぶ。利子率( $i$ )を定数と見なして(9)式を  $l$  で微分すると、 $dg/dl = (s_r g_r - g_r s_r) \cdot i / (s_r - g_r)$  となる。(8)式が満たされる [ $s_l > g_r (s_r/g_r)$ ] 場合、 $dg/dl > 0$  であるから、利子率( $i$ )の外生的上昇にともなってED曲線は、点  $[0, s_r \gamma / (s_r - g_r)]$  を中心に上方に回転して、より急な右上がり曲線になる。(8)式が満たされない [ $s_l < g_r (s_r/g_r)$ ] 場合には、その逆となる。

債券保有者の貯蓄率と(9)式により、有効需要制約のもとでの負債比率( $l = L/K$ )の変化率を考察することができる。負債比率の変化率は、 $\dot{K} (= dK/dt) = I$  により、

$$\dot{l}/l = \dot{L}/L - \dot{K}/K = \dot{L}/L - g \quad (10)$$

と表される。債券保有者の貯蓄( $i \cdot L \cdot s_b$ )の全額が債券の購入に向けられると仮定すると、負債残高の変化率は、利子率( $i$ )と債券保有者の貯蓄率( $s_b$ )との積、

$$\dot{L}/L = i \cdot s_b \quad (11)$$

に等しい。(9)・(10)・(11)式により、負債比率の変化率は、

<sup>19</sup> Minsky(1982), p.81, 邦訳 128 頁。

<sup>20</sup> 投資、実現利潤および負債の「有効化」との関連をミンスキーは次のように要約する。「資本主義経済がうまく機能するための要件とは、現在の資本所得および期待される資本所得が十分に大きいので、投資と資金調達に関する過去の意思決定が有効化される(past decisions to invest and finance are validated)ということである。」(Ibid., p.81, 前掲邦訳 128 頁。訳文は必ずしも邦訳にしたがっていない——以下同様。)

$$l/l = s_b \cdot i - \{s_r \cdot \gamma + (s_r \cdot g_r - g_r \cdot s_r) \cdot i \cdot l\} / (s_r - g_r) \quad (12)$$

と表される。有効需要制約にしたがう負債比率の変化率は、借り手企業の投資行動・配当政策だけでなく、貸し手の債券保有意欲と株主の貯蓄率にも依存する。

次に、借り手企業と貸し手(債券保有者)のあいだで約定される負債比率の水準について考察しよう。もっとも具体的な分析枠組みであれば、実物投資とその資金調達をめぐる貸借対照表上の意思決定について何らかの仮説が導入されるであろう。しかしここでは、ラヴォアの枠組みにしたがって、上記の有効需要制約のもとで「長期的に成立するであろう負債比率」<sup>21</sup>とちょうど等しい水準に負債比率が約定されると考えよう。(12)式で変化率をゼロ( $\dot{l}/l=0$ )とする  $l$  の水準を負債比率の「長期的水準」( $l^*$ )と定義すれば、

$$l^* = \{s_b \cdot i \cdot (s_r - g_r) - s_r \cdot \gamma\} / \{(s_r \cdot g_r - g_r \cdot s_r) \cdot i\} \quad (13)$$

となる<sup>22</sup>。これを  $i$  について微分すると、

$$d l^* / d i = (1/i^2) \cdot s_r \cdot \gamma / (s_r \cdot g_r - g_r \cdot s_r) \quad (14)$$

となる。(8)式が満たされる場合、利子率( $i$ )の外生的上昇にともなって負債比率の長期的水準( $l^*$ )は上昇する。(8)式が満たされない場合には、その逆である。

負債比率の長期的水準( $l=l^*$ )が安定的であるのは、

$$d(\dot{l}/l) / d l = -(s_r \cdot g_r - g_r \cdot s_r) \cdot i / (s_r - g_r) < 0 \quad (15)$$

の場合である。(6)式で  $s_r \cdot g_r > 0$  であるから、(8)式が満たされる場合、負債比率の長期的水準は安定的である。(8)式が満たされない場合には、 $d(\dot{l}/l) / d l > 0$  となり、現実の負債比率がいったん長期的水準を上回り(下回り)、 $l > l^*$  ( $l < l^*$ )となると、1に向かって上昇する(0に向かって低下する)。

ラヴォアのモデルで導入される負債比率の「長期的水準」( $l^*$ )と利子率( $i$ )のあいだの以上の関係は、借り手企業と貸し手(債券保有者)が利子率の外生的上昇に直面したときの負債比率の約定水準の変化を表すものと解釈することができる。貯蓄関数(3)での係数の定義、 $s_r = [s_r + (1-s_r) \cdot s_b] - s_b$  と投資関数(4)の係数  $g_r$  の大きさに注意し、また議論の単純化のために、借り手企業の内部留保率( $s_r$ )と株主の貯蓄率( $s_b$ )は不変であると想定しよう。すると、条件(8)が成立するか否かは、債券保有者の貯蓄率( $s_b$ )つまり貸し手の債券保有態度と、金融脆弱性に対する借り手企業の投資行動の慎重さ( $g_r$ )との大小関係に依存することになる。したがって、利子率の外生的上昇に直面する借り手企業と債券保有者のあいだで約定される負債比率の動きについて、次のような仮定をおくことになる。

[A] 条件(8)が満たされる [ $s_b > g_r(s_r/g_r)$ ] 場合(安定的な場合)、すなわち、債券保有者の貯蓄率( $s_b$ )が低い、金融脆弱性に対する借り手企業の投資行動の警戒感が小さい場合<sup>23</sup>には、利子率の外生的上昇にともなって負債比率の約定水準は上昇すると仮定される。言い換えれば、貸し手の債券保有意欲は低い、借り手企業の設備投資意欲が高い場合には、利子率の外生的上昇にともなって、より高い負債比率が約定される、という仮定である。

[B] 逆に、条件(8)式が満たされない [ $s_b < g_r(s_r/g_r)$ ] 場合、すなわち、債券保有者の貯蓄

<sup>21</sup> Lavoie (1995), p.168.

<sup>22</sup> 定義上、 $0 < l^* < 1$  でなければならない。

<sup>23</sup>  $-g_r (< 0)$  の絶対値が小さい、あるいは、 $-g_r$  が正に転じる場合を指す。

率( $s_b$ )が高く、金融脆弱性に直面して借り手企業の投資行動がいつそう慎重になる場合<sup>24</sup>には、利子率の外生的上昇にともなって負債比率の約定水準が引き下げられると仮定される。言い換えれば、貸し手の債券保有意欲は高いが、借り手企業の設備投資意欲が低いので、利子率の外生的上昇にともなって、より低い負債比率が約定される、という仮定である。

より具体的な分析枠組みを立てるためには、投資資金の調達方法(借入金の増加、新株発行、および内部留保)がとりうる組み合わせについて、立ち入った考察が必要であろう。しかし、ここで問題の核心は、利子率の外生的上昇にともなって、借り手企業と債券保有者のあいだで約定される負債比率が、有効需要制約にしたがう負債比率の実現値と一致するかどうか、つまり、ミンスキーの表現を借りると、約定された負債比率が有効需要制約のもとで有効化されるか否かにある。そこで、借り手企業の内部留保率( $s_p$ )と株主の貯蓄率( $s_s$ )は不変であると引き続き仮定して、前掲[A][B]のそれぞれの場合について、負債比率の約定水準と、有効需要制約にしたがう資本蓄積率・負債比率の実現値との関係を推論すると、次のようになる。

[A] 条件(8)が満たされる $[s_l > gr(s_l/g_r)]$ 場合<sup>25</sup>。貸し手の債券保有意欲は低い、借り手企業の設備投資意欲が高い場合には、利子率の外生的上昇にともなって、より高い負債比率が約定される。この場合、第2図<sup>26</sup>のように、有効需要制約を表す $l-g$ 平面の有効需要(ED)曲線は右上がりである。利子率の外生的上昇( $i_1 < i_2$ )にともなって、有効需要曲線は最初の $ED_1$ 線からより急な $ED_2$ 線へと上方に回転し、かつ、約定される負債比率は $l_1^*$ から $l_2^*$ へと上昇する。負債比率と資本蓄積率の最初の水準が点 $A_1(l_1^*, g_1)$ であったとしよう。利子率の外生的上昇にともなって負債比率( $l_1^*$ )に対応する資本蓄積率は $g_1$ から $g_1^*$ へと上昇する。負債比率の新たな水準( $l_2^*$ )は安定的であるから、利子率の上昇にともなって、資本蓄積率は $ED_2$ 線に沿って $g_1^*$ から $g_2$ へと上昇し、経済は新しい均衡点 $A_2(l_2^*, g_2)$ に到達する。このように、貸し手の債券保有意欲は低い、借り手企業の設備投資意欲が高い場合には、金融脆弱性に対する借り手企業の投資行動がいつそう楽観的になるので、より高い負債比率を有効化するのに十分な大きさの実現利潤が得られる。

[B] 条件(8)が満たされない場合 $[s_l < gr(s_l/g_r), g_l > 0]$ <sup>27</sup> (利子率の外生的上昇にともなう投資の減退に起因する負債比率の不安定性; ラヴォアの「負債の逆説」の場合)。貸し手の債券保有意欲は高いが、借り手企業の設備投資意欲が低いので、利子率の外生的上昇にともなって負債比率の約定水準が引き下げられる。この場合、第3図<sup>28</sup>のように、負債比率と資本蓄積率の最初の水準が点 $B_1(l_1^*, g_1)$ であるとしよう。利子率の外生的上昇( $i_1 < i_2$ )にともなって、有効需要曲線はいつそう右下がりの $ED_2$ 線へと回転し、かつ、約定される負債比率は $l_1^*$ から $l_2^*$ へと低下する( $l_1^* > l_2^*$ )。利子率の外生的上昇にともなって、最初の負

<sup>24</sup>  $-g_l (< 0)$ の絶対値が大きい場合を指す。

<sup>25</sup> [A]項では、利子率の上昇に対する資本蓄積率の感応性は負( $-g_l < 0$ )であると想定する。

<sup>26</sup> Lavoie, *op. cit.*, p.169, Figure 5 に加筆修正して作成。

<sup>27</sup> [B]項では、利子率の上昇に対する資本蓄積率の感応性が負( $-g_l < 0$ )であると想定し、条件(8)が満たされない場合として $0 < s_l < gr(s_l/g_r)$ および $s_l < 0 < gr(s_l/g_r)$ の場合を考える。条件(8)が満たされないもう一つの場合として、利子率の上昇に対する貯蓄の相対的規模( $g^s$ )と資本蓄積率( $g^l$ )の両方の感応性が正( $-s_l > 0, -g_l > 0$ )であり、かつ、 $s_l < gr(s_l/g_r) < 0$ となる事例があるが、これについては後ほど言及する。

<sup>28</sup> *Ibid.*, p.171, Figure 6 に加筆修正して作成。

債比率( $l_1^*$ )に対応する資本蓄積率が  $g_1$  から  $g_1^*$  へと低下する。しかし、今度は(8)式が満たされないので、有効需要制約のもとで資本蓄積率とともに決まる実際の負債比率は、新しく約定された水準( $l_2^*$ )をいったん上回ると、1 に向かって上昇する。それゆえ、有効需要制約のもとで資本蓄積率は右下がり曲線  $ED_2$  に沿って低下し、負債比率は  $l_1^*$  から 1 に向かって上昇して、経済は点  $B_2(1, g_2)$  へと接近する。このように、貸し手の債券保有意欲は高いにもかかわらず、借り手企業の設備投資意欲が低い場合には、金融脆弱性に対する借り手企業の投資行動がいつそう慎重になるので、より低い負債比率を有効化するための必要な大きさの実現利潤でさえも確保できないのである。要するに、借り手企業が負債依存度を下げようとして、設備投資を控えれば控えられるほど、利潤の実現条件がますます悪化するので、負債比率の有効化はますます困難になる。このように、投資の減退にともなう実現利潤の縮小と負債構造の脆弱化との悪循環は、まさに「負債の逆説」と呼ぶにふさわしい。

安定的な場合[A]に見られるように、利子率の外生的上昇にともなって負債比率がより高い水準に約定される場合であっても、借り手企業の投資意欲が十分に高ければ、負債約定を履行するのに十分な大きさの実現利潤が得られるので、より高い負債比率も有効化される<sup>29</sup>。逆に、不安定な場合[B]に見られるように、借り手企業の投資意欲が減退すると、利子率の外生的上昇にともなって負債比率の約定水準が引き下げられる場合であっても、利潤の実現条件がますます悪化するので、より低い負債比率でさえも有効化されないばかりか、負債比率の実現値が結果的に高まるという事態も起こりうる。投資意欲の減退と利潤の実現条件の悪化に起因するこうした負債比率の不安定性は、シュタインドルによって「現実に実現される資金調達力比率(gearing ratio)が、つねに、企業家が実現しようと望んでいる比率と一致しない」ことに起因する「不均衡」、あるいは、「企業家の意図に反して増大する相対的負債度」「強制的債務(enforced indebtedness)」の発生<sup>30</sup>として特徴づけられた。また、借り手企業が負債比率を引き下げようとして投資支出と借入を削減する結果として、利潤の実現条件の悪化と実際の負債比率の上昇が起きるという事態について、ラヴォアは、「節約の逆説」と並ぶ有効需要の原理に基づくもう一つの「マクロ経済の逆説」<sup>31</sup>であると特徴づける。

<sup>29</sup> 利子率の外生的上昇にともなって、約定される負債比率と有効需要制約にしたがう負債比率の実現値がより高い水準で一致する事例に関連して、Lavoie and Godley (2001)は数値シミュレーションを提示している。そこでは、家計は借入をせず銀行預金と株式で資産を運用し、非金融企業は銀行借入と株式発行で設備投資のための資金を調達すると想定されたうえで、利子率の外生的上昇が起きた後に負債比率と資本蓄積率などの変数がたどる時間径路が計算される。そのなかで注目したいのが次のような事例である。(1)受取利子の増加により家計の可処分所得が増加する。(2)家計は可処分所得の増加分を株式の購入に充てるので、株価は押し上げられ、(銀行借入+株式発行額)/資本ストックとして定義される非金融企業部門の「 $q$ 比率」が上昇する。(3)  $q$ 比率の上昇は資本蓄積率(=設備投資/資本ストック)の上昇および実現利潤の増加をもたらす。結果として、負債比率の実現値も上昇する(以上、Lavoie and Godley (2001), p.300-301 を要約したもの)。なお、制度部門別貸借対照表と部門間取引表にもとづいて内生的貨幣供給と資本蓄積との構造連関に関する数値シミュレーションを行った研究に、Godley (1999)がある。

<sup>30</sup> Steindl (1952), p.118-9, 邦訳 149 頁。

<sup>31</sup> Lavoie, (1995), p.164.

[C] 条件(8)が満たされない場合 $[s_l < g_r(s_r/g_r), g_l < 0]$  (利子率の外生的上昇にともなう外部貯蓄の増加に起因する負債比率の不安定性). 負債比率の安定条件(8)が満たされない不安定な場合として, [B]項で見た $0 < s_l < g_r(s_r/g_r)$ および $s_l < 0 < g_r(s_r/g_r)$ のほかに, ラヴォアが想定しないもう一つの場合がある. それは, 利子率の上昇に対する貯蓄の相対的規模( $g^s$ )と資本蓄積率( $g^l$ )の両方の感応性が正( $-s_l > 0, -g_l > 0$ )であり, かつ,  $s_l < g_r(s_r/g_r) < 0$ となる場合である. この場合には, 与えられた水準の利潤率のもとで, 利子率( $i$ )の上昇にともなう資本蓄積率( $g^l$ )の上昇幅が貯蓄の相対的規模( $g^s$ )の上昇幅よりも小さい. 利潤率に対する貯蓄と投資の感応性に関する安定条件(6)に注意して,  $-s_l > 0, -g_l > 0, s_l < g_r(s_r/g_r) < 0$ の条件のもとで前掲(7)式の符号を調べると,  $dr/di = (s_l - g_l) \cdot l / (s_r - g_r) < 0, dg/di = (s_l g_r - g_l s_r) \cdot l / (s_r - g_r) < 0$ である. つまり, 利子率の上昇にともなう資本蓄積率の上昇幅が貯蓄の相対的規模の上昇幅よりも小さい場合には, 利子率の上昇にともなって利潤率( $r$ )も資本蓄積率( $g$ )も低下する. [C]の場合には,  $l-g$ 平面の有効需要( $ED$ )曲線は[B]と同様に右下がりであり, 利子率の外生的上昇にともなって負債比率と資本蓄積率[B]と同様に不安定な動きをとる. 次節で見るように, 実際の国民経済計算のデータで検証すると, 計測期間によっては利子率に対する資本蓄積率の感応性は正值をとるが, その場合でも利子率の外生的上昇に対する貯蓄の相対的規模の感応性の値しだいでは, 負債比率の安定条件(8)が満たされない場合もありうる. しかし, 負債比率の不安定性の要因は[B]と[C]では異なる. [B] (ラヴォアの「負債の逆説」)の場合には, 利子率の外生的上昇にともなう投資の減退に起因する負債比率の不安定性であって, そこでは, 利子率の上昇・負債比率の上昇に対する資本蓄積率の減少幅が貯蓄の相対的規模の減少幅を上回る. これに対して, [C]の場合には, 利子率の上昇・負債比率の上昇に対する貯蓄の相対的規模の増加幅が資本蓄積率の増加幅を上回る. したがって, [C]タイプの負債比率の不安定性は, 利子率の外生的上昇にともなう外部貯蓄の増加に起因するものであると言える.

以上の分析枠組みに見られるように, 利子率の外生的上昇にともなう負債比率と資本蓄積率の安定的な動きをするかどうか, また, その不安定性が利潤の実現条件の悪化と負債比率の上昇との悪循環——「負債の逆説」——の形をとるかどうかは, 利子率や負債比率の変化に対する資本蓄積率と貯蓄の相対的規模の感応性に依存している.

#### 第4節 負債比率の不安定性に関する検証

利潤の実現条件の悪化と負債比率の上昇との悪循環につながる構造的な要因は, はたして現実の経済のなかに検出できるであろうか. もちろん, こうした問題に実証的な回答を与えるためには, 前節までの分析枠組みをもっと拡充しなければならないであろう. しかしながら, 上記の問題への第一次的接近として, 有効需要制約の構成要因を現実のデータで検証する試みはけっして無意味ではない. そこで, 本節では, 日本の国民経済計算を用いて有効需要制約の構成要因を計測し, 前節で見た負債比率の安定性の条件が満たされるか否かの検証を試みる.

有効需要制約にしたがう負債比率の実現値と, 借り手と貸し手のあいだで約定される負債比率とが一致するための条件(8)は,  $s_l = s_f + (1-s_f) \cdot s_s - s_b$ であるから,

$$s_f + (1-s_f) \cdot s_s - s_b - g_l(s_r/g_r) > 0 \quad (16)$$

と表される。単純化のため、条件(6)を満たす  $s_r, g_r$  と株主の貯蓄率 ( $s_s$ ) が一定であるとすれば、条件(16)の成立は、借り手企業の金融脆弱性の指標としての利払い／資本ストック比率 ( $i \cdot D$ ) に対する投資の感応性 ( $g_i$ )、内部留保率 ( $s_f$ )、および、債券保有者の貯蓄率 ( $s_b$ ) のあいだの關係に依存する。金融脆弱性に対していっそう慎重になる投資態度 ( $g_i > 0$  の上昇)・内部留保率の低下・債券保有者の貯蓄率の上昇の組み合わせのもとでは、条件(16)が破れる可能性は高い。借り手と貸し手の意図に反した負債比率の上昇と資本蓄積率の低下は、金融変数に対する設備投資の感応性、借り手企業の内部留保政策、貸し手の資産選択態度 (ここでは債券保有者の貯蓄率) のあいだの不整合性から説明しなければならない。たとえば、利子率の外生的上昇に直面して、借り手企業の投資意欲は萎縮するが、外部債権者が債券の買い増しを同じ歩調で続けるならば、実物資産の蓄積と金融資産の蓄積との不整合性は累積し、最終的には、前節で見たように、有効需要制約にしたがう実際の負債比率と約定された負債比率との不一致が拡大する。こうした資本蓄積の実物面と金融面の不均斉の拡大についてシュタインドルは、実質資本蓄積の動きに対する「外部貯蓄」(金利生活者の貯蓄や配当からの貯蓄など) の「非弾力性」に起因する「資金調達力比率」(=総資産／自己資本)の累積的上昇として説明する<sup>32</sup>。

以上の分析枠組みにしたがえば、負債比率の不安定性を検証するためには、その経済の持つ有効需要制約の特質を調べればよいことになる。そこで、本節では、金融不安定性への実証面からの第1次的接近として、日本のマクロ経済データを使って、利潤率と利払い／資本ストック率の変化に関する投資と貯蓄の感応性を計測し、負債比率の安定条件(8)が満たされるか否かを検証する。条件(8)は負債比率 ( $D$ ) を定数とおいて導き出されるので、利子率 ( $i$ ) に対する貯蓄の相対的規模 ( $g^s$ ) の感応性と資本蓄積率 ( $g^I$ ) の感応性を、それぞれ、利払い／資本ストック比率 ( $i \cdot D$ ) に対する貯蓄の感応性 ( $s_I$ ) と投資の感応性 ( $g_I$ ) の指標と見なすことができる。

貯蓄関数(3)と投資関数(4)に関する次の推定式を用いる。

$$GS = a_0 + a_1 \cdot PR_{-1} + a_2 \cdot RINT_{-1} \quad (17)$$

$$GI = b_0 + b_1 \cdot PR_{-1} + b_2 \cdot RINT_{-1} \quad (18)$$

ここで、 $GS$ =名目貯蓄／名目資本ストック、 $GI$ =資本蓄積率 (=実質民間企業設備投資／実質資本ストック)、 $PR_{-1}$ =前期の利潤率 (=名目利潤／名目資本ストック)、 $RINT_{-1}$ =前期の実質利子率 (=名目利子率－物価上昇率) である<sup>33</sup>。第1表に計測結果と貯蓄関数・

<sup>32</sup> 「外部貯蓄が相対的に非弾力的であれば、すなわち、実質資本蓄積の変動に対して、外部貯蓄の蓄積が内部蓄積ほど敏感に調整されないとすれば、最初の実質資本の成長ないし減退は、さらにこれ以上の実質資本成長率の増大または減退を招来するであろう」(Steindl, *op.cit.*, p.114-5, 邦訳 143 頁)。

<sup>33</sup> 国民経済計算と民間企業資本ストック (全産業・全企業、取付ベース) については経済企画庁(2000a)(2000b)による1990年基準、内閣府経済社会総合研究所(2001a)(2001b)による1995年基準の季節調整済み四半期データを用いる。1960Q3-73Q4, 1974Q1-84Q4, 1985Q1-98Q4の計測期間(Qは四半期)では1990年基準、1990Q3-2000Q1の期間には1995年基準の国民経済計算・資本ストックのデータを用いる。期末の資本ストック残高と民間企業設備デフレータとの積について、(前期末+今期末)÷2を名目資本ストックとする。国民可処分所得の四半期データがないので、要素費用表示の国民所得を用いて、名目利潤=国民所得－雇業者所得－個人企業所得、および、名目貯蓄=国民所得－民間最終消費支出(名目)と定義する。名目利子率と物価の指標として、日本銀行(2001)による国内銀行貸出平均金利と卸売物価指数(1995年基準、

投資関数の係数  $s_r, s_b, g_r, g_l$  との対応が示してある。この暫定的な計測結果から、次の点が確認される。

第1に、どの期間でも利潤率の変化に対する貯蓄の感応性が投資の感応性よりも大きく ( $s_r > g_r > 0$ )、条件(6)が満たされる。

第2に、実質利子率の変化に対する資本蓄積率 ( $GI$ ) の感応性は 1974Q1-84Q4 の期間には負、他の期間には正である。利払い/資本ストック比率 ( $i/l$ ) に対する資本蓄積率の感応性 ( $g_l$ ) の符号は、実証的には特定し難いと考えられる。

第3に、貯蓄の相対的規模 ( $GS$ ) の推計結果に見られるように、利潤率と実質利子率の変化に対する貯蓄の感応性の差 ( $s_r - s_l$ ) が 1960Q3-73Q4 の 0.613 から 1990Q3-2000Q1 の 1.067 へと拡大した。これは、前節の枠組みにしたがえば、債券保有者の貯蓄率 ( $s_b$ ) の上昇<sup>34</sup>を意味する。また、株主の貯蓄率 ( $s_s$ ) を一定とすれば、利潤率の変化に対する貯蓄の感応性 ( $s_r$ ) は内部留保率 ( $s_f$ ) と同じ変化方向を持つ<sup>35</sup>。第1表では、 $s_r$  の値が 1960Q3-73Q4 の 1.120 から 1985Q1-98Q4 の 0.850、1990Q3-2000Q1 の 0.722 と低下している。株主の貯蓄率が一定という条件を付ければ、 $s_r$  の動きのなかに内部留保率 ( $s_f$ ) の低下傾向が読みとれる。

第4に、実質利子率の変化に対する貯蓄の相対的規模 ( $GS$ ) の感応性 [ $-s_l$ ] と  $g_r s_r / g_r$  の計測値を比べると、負債比率の安定条件(8)についておよそその判定をすることができる。1960Q3-73Q4 には  $s_l (=0.507) > g_r s_r / g_r (= -0.406)$  であって「安定」と判断される。これに対して、1990Q3-2000Q1 には  $s_l (= -0.295) < g_r s_r / g_r (= -0.227)$  となり、「不安定」と判断される。ただし、実質利子率の変化に対する資本蓄積率 ( $GI$ ) の感応性 ( $-g_l$ ) は正であるから、1990Q3-2000Q1 の計測結果が示すのは、利子率の外生的上昇にともなう投資の減退に起因する負債比率の不安定性 (前節[B], ラヴォアの「負債の逆説」) ではなく、むしろ、利子率の外生的上昇にともなう外部貯蓄の増加に起因する負債比率の不安定性 (前節の[C]) を意味する。実質利子率の変化に対する貯蓄の感応性 ( $s_l$ ) は、1960Q3-73Q4 の 0.507 から 1990Q3-2000Q1 の  $-0.295$  に低下した。このことを前節の枠組みのなかで解釈すれば、1960Q3-73Q4 には利子率の外生的上昇に反応して貯蓄の相対的規模が減少する傾向にあったが、1990Q3-2000Q1 には逆に利子率の上昇に反応して貯蓄の相対的規模が増加する傾向にある、ということになる。利子率の外生的上昇に対する貯蓄の変化方向が減少 ( $-s_l > 0$ ) から増加 ( $-s_l < 0$ ) に転じた背景には、債券保有者の貯蓄率 ( $s_b$ ) の上昇、および、内部留保率 ( $s_f$ ) の低下があると考えられる。

言うまでもなく、以上の検証結果は暫定的なものである。かりに計量分析上の問題を措くとしても、投資の減退による利潤の実現条件の悪化と負債構造の脆弱化との悪循環として定義される「負債の逆説」が、以上の検証結果によって否定されたと結論づけるのは、あまりにも早計である。以上の検証結果が示すのは、ラヴォアのモデルで仮定された投資の利子弾力性 (すなわち、利子率の外生的上昇に対する資本蓄積率の負の感応性) が実証的には確認されないということである。けっして金融不安定性と有効需要との関連の存在

---

総平均) を用いる。

<sup>34</sup> 貯蓄関数(3)の係数から、 $s_r - s_f = s_b$  である。なお、第1表で 1974Q1-84Q4, 1985Q1-98Q4 には、有意でない回帰係数が含まれるので、 $(s_r - s_l)$  および  $g_r s_r / g_r$  の値を算出することができない。

<sup>35</sup> (3)式では  $s_r = s_f + (1 - s_f) \cdot s_s$  と定義され、 $\partial s_r / \partial s_f = 1 - s_s > 0$  である。

が否定されたわけではない。しかし、負債比率の不安定性へのアプローチについては根本的な問題が残される。それは、利率の外生的上昇のような外的ショックに対する資本蓄積率や負債比率の変化方向を推論する比較静学分析だけに依拠することはできないということである。投資、実現利潤、負債による資金調達、および、既存の負債契約の履行のあいだの内生的な相互連関を考察するための分析方法を開発しなければならない。この課題に対して直ちに回答を提出することはできないが、本節までの議論を踏まえて、金融不安定性と有効需要との相互連関をめぐる研究動向を再検討することは決して無意味ではない。

### 第5節 「負債の逆説」の観点からの金融不安定性の解明

前節までの分析枠組みで考察されたのは、利率の外生的上昇にともなう負債比率の約定水準、および、有効需要制約のもとで実現される負債比率の変化方向である。もちろん、金融不安定性と有効需要との内的連関を明らかにするためには、外生要因の変化に反応する負債比率と資本蓄積率の変化方向に関する比較静学分析だけで満足することはできない。金融システムの制度的変化を考慮に入れたうえで、景気循環の各局面における資本蓄積率、実現利潤および負債比率のあいだの内的関連を理論的・実証的に説明しなければならない。しかしながら、すでに本章では負債比率と資本蓄積のあいだのマクロ経済的な構造連関として、ラヴォアのモデルで「負債の逆説」と特徴づけられた悪循環——借り手企業が負債依存度を下げようとして設備投資を控えるにつれて、利潤の実現条件が悪化するのので、引き下げられた負債比率の有効化でさえもますます困難になること——が生じる可能性を明らかにしている。そこで、分析手法をさらに仕上げていくための準備作業として、上記の「負債の逆説」にかかわる論点を中心として、金融不安定性に関する従来の理論の意義と限界を明らかにしておきたい。

よく知られているように、ミンスキーの金融不安定性仮説 (Financial Instability Hypothesis)<sup>36</sup> で中心となる論点は、「金融恐慌に陥りやすい財務構造を資本主義経済がどのようにして内生的に生み出すのか、また、金融市場の正常な機能が、その結果として好況を迎えた経済のなかで、金融恐慌の引き金になるのはどのようにしてか」<sup>37</sup>にある。「経済がうまくいっていない時期でさえも、予想キャッシュフローが約定負債支払額を賄うであろう何らかの安全性の余裕 (margin of safety)」を基準として「容認できる負債構造 (acceptable liability structures)」を考えようとして、ミンスキーは、好況期において非金融企業部門の負債構造の脆弱性が次のように高まっていくと考えた。(1) 既存の負債契約が正常に履行され、また、負債依存度の高い企業のほうが高い収益をあげるようになると、負債構造における「安全性の余裕」についての判断がますます楽観的なものになり、借り手企業と貸し手の銀行のあいだの負債約定において「容認できる負債額」が増加する。さらに、「こうした負債による資金調達によって資本資産の市場価格は上昇し、投資は増加する」<sup>38</sup>

<sup>36</sup> ミンスキーの金融不安定性理論をめぐる最新の研究動向については、Nasica (2000) が詳しい。

<sup>37</sup> Minsky (1982), p.65, 邦訳 108 頁。

<sup>38</sup> *Ibid.*, p.66, 邦訳 108 頁。

と指摘されるように、負債による資金調達に依存する資本蓄積の進展にともなって借り手企業の資本資産の市場価格が上昇すると考えられている<sup>39</sup>。(2) 借り手企業の負債構造において、「ヘッジ金融(hedge finance)」[利子率の水準にかかわらず、借り手企業の事業活動からのキャッシュフローの現在価値が約定負債の元利支払額を十分に上回る状態]の比重がしだいに下がり、「投機的金融(speculative finance)」[利子率がある一定水準よりも引き上げられると、キャッシュフローの現在価値が約定負債の元利支払額を下回ることがありうる状態。ただし、キャッシュフローの現在価値は約定負債の利払い額を上回っている。]の比重、さらに「ポンツィ金融(Ponzi finance)」[利子率の水準にかかわらず、キャッシュフローの現在価値が約定負債の元利支払額を下回る状態。しかも、キャッシュフローの現在価値は約定負債の利払い額をつねに下回っている。]の比重が高まり、借り手企業の全体としての負債構造が利子率の上昇に対してますます脆弱なものになる<sup>40</sup>。

第3節で見たように、ミンスキーは、将来の期待利潤に左右される現在の投資の大きさが、現在の実現利潤を媒介として、既存の負債契約が正常に履行されるか否か(負債の有効化が成功するか否か)の鍵を握ることを明らかにしている。負債の有効化と利潤の実現条件に関するミンスキーの論理には、本章で見た「負債の逆説」を示唆する論点も含まれている。投資に左右される実現利潤、既存負債に対する元利支払額、および、借り手企業と貸し手の銀行によって計画される投資資金の調達方法のあいだの関係について、以下のようになりに凝縮された形で説明されている。

「資本主義経済の金融過程は、静穏な状態(a tranquil state)を上向きに不安定なものにすることによって不安定性をもたらし、しかも、こうした上方への拡張に対して伸縮的な限界を設定する。しかし、外部金融に対する制約があるので、虚弱なあるいは脆弱な金融状況が現れざるをえない。投資の減退によって利潤は減少するので、既存負債に対する支払約定額がそうした支払に充てることのできる粗資金に対してますます高い比率を占めるようになり、また、今期の投資のうち外部から資金を調達しなければならない部分の比率が高まる。利潤が増加すれば、銀行家と企業家は、負債によって投資の資金調達を行うつもりであっても、その必要はなくなる。ちょうどこれと同じように、利潤が減少すると、負債依存度を引き下げようとする銀行家と企業家の試みは挫折する」<sup>41</sup>。

投資の減退にともなって実現利潤が減少すると、既存負債に対する元利支払額が利用可能な内部資金に比べて過大になる。この場合、借り手企業と貸し手の銀行が負債依存度を引き下げようとしても、そうした試みは実現されない、というのがミンスキーの主張である。たしかに、以上のミンスキーの推論においても、借り手企業と貸し手の銀行のあいだで約定される負債比率と、有効需要制約にしたがう実際の負債比率とのあいだの関係が、

<sup>39</sup> 利潤の実現条件が良好で既存の負債契約が正常に履行されるという静穏な時期が続くにつれて、借り手企業も貸し手の銀行も将来の利潤の実現条件についてますます楽観的な期待を持つようになり、気がついてみると脆弱な負債構造が形成されている。このように静穏な時期が連続するがゆえに脆弱な負債構造が内生的に形成される事態を、ラヴォアは「静穏の逆説(paradox of tranquility)」(Lavoie(1999), p.831)と呼ぶ。

<sup>40</sup> 「ヘッジ金融」「投機的金融」「ポンツィ金融」のより正確な定義については、Minsky(1986), p.335, 邦訳 415 頁以下の「付録 A」を参照。

<sup>41</sup> Minsky(1982), p.84, 邦訳 133 頁。

少なくとも記述的には扱われており、「負債の逆説」が起きる可能性も示唆されている<sup>42</sup>。けれども、有効需要制約と負債依存度との構造連関を説明するうえで、ミンスキーの推論にはもちろん、前節までに示した「負債の逆説」の論理のなかにも、まだ不明確な点が残されていることは否定できない。

第1に、負債依存度の引き下げと設備投資の減少との関係が明確でない。負債依存度の指標として、設備投資額のうち負債による資金調達に依存する部分の割合を考えよう。負債依存度を引き下げる方法として、既存負債の返済、および、新規の設備投資とそれにとともなう新規の借入の削減が考えられる。与えられたキャッシュフローのもとで借り手企業が既存負債の返済を優先するならば、仮に十分に高い期待収益が見込まれる投資プロジェクトが存在したとしても、新規の設備投資計画が採択されない可能性があるものと考えられる<sup>43</sup>。既存負債の存在が新規の設備投資計画に及ぼしうるこうした負の影響を、マクロ経済での実現利潤の決定機構との関連のなかでどのように説明するのか。この問題に取り組むための分析枠組みが必要とされる。

第2に、非金融企業部門の負債比率(=負債/自己資本)と資本蓄積率が景気循環の各局面でとる動きを説明するためには、借り手と貸し手のあいだで約定される負債構造の脆弱化と利潤の実現条件との相互関係を立ち入って分析する必要がある。ミンスキーの推論によると、借り手企業の負債構造がますます脆弱になる(ヘッジ金融の比重よりもよりも投機的金融、ポンツィ金融の比重のほうが高くなる)につれて、利子率の上昇に直面して資本資産の現在価値(将来収益の系列の割引現在価値)が負債残高を下回る危険性がより高くなるという<sup>44</sup>。投資の減退にもなって利潤の実現条件が悪化すれば、当初は「ヘッジ金融」

---

<sup>42</sup> ミンスキーの著作におけるカレツキー的な利潤理論(投資が実現利潤を決定するという考え方)の位置づけについてキングは、「カレツキーの利潤理論に関しては、ミンスキーの初期著作のどれを見ても、そのわずかな痕跡すら見つけることができなかった」(King (1996), p.69)が、「1977年までに、ミンスキーは、投資が犬で貯蓄が尾であるという明確な意見を持っていた。」(Ibid., p.70)と指摘する。

<sup>43</sup> 新規投資に対して融資を行う貸し手の債権が既存債権に対して劣後する場合に、正の予想純収益を持つ投資プロジェクトが存在するにもかかわらず、既存債権の返済義務の優先性・既存債権の劣後性のために、新規投資が断念される、という事態は、「過剰債務問題(debt overhang problem)」として知られている。既存債権の債務減免(いわゆるバランスシート調整)によって上記のような新規投資を可能にして、投資意欲を回復させようとする政策提言も出された。これに対して、負債による借り手企業の経営者の規律づけ効果を強調する論者は、「行政による債務減免の可能性が予想されれば、安易な借り手がふえるが、これは貸し手の承知するところとなり、結局は信用市場をかえって収縮させてしまう危険性が高い」(大瀧(2000), p.215)と指摘し、「『過剰債務問題』は経営者の規律づけに不可避な社会的費用である」(同, p.216)と主張する。新規投資を計画する企業者、新規投資に融資をする金融機関、および、既存債権者のあいだの利害対立は、負債構造と資本蓄積との関係を考察するうえで重要な論点の一つである。しかし、負債による借り手企業の規律づけ効果のみに焦点をあてる微視的アプローチと、投資と実現利潤とのマクロ的連関とを何の媒介もなしに直結することはできないと考えられる。主流派経済学の「情報の非対称性」アプローチとミンスキー(Hyman Minsky)の金融不安定性論とのあいだの分析視角の異同については、Dymski(1998), Fazzari(1999)で吟味されている。

<sup>44</sup> 将来収益の割引現在価値として定義される「資産価値」と負債残高との大小関係の観点から資本構成の各段階は次のように特徴づけられる。ヘッジ金融の場合には、「利子率の急激な上昇によって、資本資産の現在価値が負債の簿価を上回るという不等式が逆転することはいえぬ」(Minsky(1982), p.25, 邦訳 51 頁)。投機的金融の場合には「低い利子率のもとでは資産価

と特徴づけられた健全な負債構造でも、「投機的金融」や「ポンツィ金融」へと劣化する可能性があると考えられる<sup>45</sup>。ただし、ミンスキーの金融不安定性仮説でも、利潤の実現条件と非金融企業部門の負債構造との関連について、操作可能な分析枠組みが与えられているとは言い難い。

第3に、経済活動水準と非金融企業部門の負債構造の循環的変動パターンを実証データで検証する作業が必要である。前掲第1図で見たように、日本の非金融法人企業の負債／自己資本比率(1990年基準のデータ)には1984年末から1989年末にかけての低下が観察される。負債比率のこうした動きは資本資産の現在価値の上昇を反映したものであると考えられるが、適切な指標の選択にもとづいて計量分析を実行しなければ、確定的な結論を出すことはできない。ラヴォアとセカレシアは、ミンスキーの金融不安定性仮説においてプロサイクリカルな負債比率(好況期に上昇して不況期に低下する負債比率)が前提におかれていると解釈し<sup>46</sup>、1962年から1998年までのカナダの国民経済計算データを用いて、負債比率(=負債／自己資本)がプロサイクリカルな動きをとるかどうかを検証する<sup>47</sup>。負債比率を被説明変数、実質GDP成長率、財政赤字/GDP比率、実質利率、個人貯蓄率を説明変数とする回帰分析にもとづいて、「(ミンスキー効果の大きさを測るために導入された)GDP成長率は概して有意であることがわかったが、その係数の符号は一貫して負であった」<sup>48</sup>という結論が出される。つまり、上記期間のカナダのマクロ経済データでは、プロサイクリカルな負債比率の動きを検出することはできない、というのである。こうした実証分析の試みは興味深いけれども、いぜんとして次の問題が残る。第1に、もし負債比率がカウンターサイクリカル(countercyclical)な動き——好況期に低下して不況期に上昇する——をとると結論づけるならば、好況期には負債残高の増加に比べて資本資産の現在価値(将来収益の割引現在価値)の増加のほうが著しくなる傾向にある理由を説明しなければならない。資本資産の現在価値の決定要因——将来収益の期待値の系列、および、割引率としての利率の水準——を考慮に入れた計量分析が必要とされる。第2に、カウ

---

値が負債価値を上回るようなキャッシュフローの時系列であっても、高い利率のもとでは、資産価値が負債価値を下回るかもしれない。」(Ibid., p.27, 邦訳 53 頁)。ポンツィ金融では、「利率の上昇は負債残高の増加率を高めるので、正の現在価値が負に転ずることもありうる。」(Ibid., p.28, 邦訳 55 頁)。すなわち、ポンツィ金融では、利率の上昇によって資産価値(=将来収益の割引現在価値)が負債残高を下回る可能性がある。

<sup>45</sup> 「最初はヘッジ金融を行う主体でも、所得が低下するにつれて投機的金融、さらにポンツィ金融を行う主体にもなりうる。」(Minsky, *op.cit.*, p.33, 邦訳 62 頁)という文章に見られるように、ミンスキーも、必ずしも明示的な形ではないが、利潤の実現条件の悪化をつうじて負債構造が脆弱化する可能性を指摘している。

<sup>46</sup> 1920年代の米国経済における負債構造のデータを分析し、ミンスキーの金融不安定性仮説の実証的妥当性を検証する試みとして、Isenberg (1994)がある。アイゼンバーグは、ミンスキーが用いた1920年代の米国経済のデータを見るかぎり、負債を最も著しく増加させたのは非金融企業部門ではなく家計部門であるので「ミンスキーが提出した少ない量のデータから見るかぎり、金融不安定性仮説は大恐慌と関連を持たない」が、「産業における負債による資金調達量のものから、信用関係の全体としての連関へと強調点を移す」ならば、金融不安定性仮説は大恐慌を説明するうえで「たいへん有用である」と主張する(Ibid., p.204)。

<sup>47</sup> 「ミンスキーのプロサイクリカルな負債比率(procyclical leverage ratio)は彼の金融脆弱性仮説の決定的に重要な側面でもある。」(Lavoie and Seccareccia (2001), p.85.)

<sup>48</sup> Ibid., p.92.

ンターサイクリカルな負債比率の動きと利潤の実現条件との相互連関を扱うことのできる分析方法が必要とされる。とくに、投資の減退による利潤の実現条件の悪化と負債比率の意図せざる上昇とのあいだの悪循環について、操作可能な検証方法を開発しなければならない。

## 第6節 結び——産業・金融・労働の利害対立の解明に向けて

本章では、投資の減退に起因する利潤の実現条件の悪化と非金融企業部門の負債構造の脆弱化との悪循環——「負債の逆説」——が起きる可能性を中心として、金融不安定性と有効需要との関連を考察した。有効需要と資本蓄積に関する従来のポストケインズ派のモデルのなかに金融的側面（負債比率と利子率）を導入したラヴォアの分析枠組みにしたがって、「負債の逆説」の背景にある有効需要制約の特徴を調べた。貸し手の債券保有意欲は低い借り手企業の投資意欲は十分に高い場合には、利潤の実現条件が良好であるので、より高い負債比率でさえも正常に有効化される。これに対して、借り手企業が既存負債の返済を優先して設備投資意欲を減退させると、利潤の実現条件が悪化するので、結果的には、実現される負債比率の意図せざる上昇を招きかねない。こうした「負債の逆説」の背後にある有効需要制約の特徴は、借り手企業の減退する設備投資意欲に対して貸し手の債券保有態度が非弾力的であること、つまり、借り手企業の投資意欲に対する外部債権者の貯蓄行動の非弾力性にある。したがって、投資の減退による利潤の実現条件の悪化と負債構造の脆弱化との悪循環、つまり「負債の逆説」の背後にあるのは、現実資本の蓄積と貨幣資本の蓄積との不調和<sup>49</sup>、さらには、産業と金融との利害対立<sup>50</sup>である。1997-98年の金融危機以降の日本経済で最も危惧されるのは、金融機関による不良債権処理の進展にともなって有効需要の収縮がいつそう進み、いったん正常債権と判断された貸出債権が劣化する

<sup>49</sup> 現代経済の金融脆弱性に関する野口真氏の次の指摘は、きわめて重要である。「金融脆弱性の問題の根源は、ユーフォリアそれ自体にあるのではなく、負債累積のリスクを甘く見る投資のユーフォリアを支えると同時にやがてはそれを萎縮させてしまう資本蓄積と金融の構造のなかにある。」(野口(2002), 25頁)。

<sup>50</sup> ストックハマーは、1980年代以降の先進資本主義諸国で観察されてきた企業統治の変容(株主価値を重視する経営方針への転換、成長よりも収益を重視する投資決定など)を「金融化(financialization)」の概念でとらえ、「金融化が黄金時代以降の蓄積の停滞の原因になった」(Stockhammer(2000), p.11)という仮説の検証を試みる。「非金融企業についての金利生活者の分け前(rentiers share of non-financial businesses)」( $RSNF$ )の指標として、(非金融部門の利子・配当支払額)÷(非金融企業部門の付加価値)が用いられる。非金融部門の資本ストックの増加率( $ACCU$ )を被説明変数、非金融企業部門の利潤分配率( $PS$ )、非金融部門の資本生産性を指標とする設備稼働率( $CAPUT$ )、(短期利子率×投資財価格指数÷1人あたり労働費用)を指標とする資本コスト( $CC$ )、および $RSNF$ を説明変数として、投資関数 $ACCU=f(CAPUT, PS, CC, RSNF)$ が計測される。予想される符号条件は、 $f_{CAPUT}>0, f_{PS}>0, f_{CC}<0, f_{RSNF}<0$ である(Ibid., p.12)。ドイツ(1963-90年)、フランス(1978-97年)、イギリス(1970-96年)、アメリカ(1963-97年)について、自己回帰分布ラグモデル(autoregressive distributed lag model)によって投資関数が推計される。その結果、上記4カ国のうちアメリカについては、非金融企業部門の利子・配当支払額/付加価値の比率( $RSNF$ )が資本蓄積率( $ACCU$ )に対して負の影響を持つことが報告されている(Ibid., p.29)。

ることであるが、これは本章で示した「負債の逆説」の顕在化にほかならない。当然ながら、不良債権処理にかかわる貸し手金融機関と借り手企業との利害対立、金融監督当局（金融庁、預金保険機構、整理回収機構を含む）の政策<sup>51</sup>とマクロ経済との相互関連については、詳細な歴史的記述が必要とされる。さらに、金融不安定性と有効需要不足との悪循環、あるいは、「負債の逆説」に陥りかねないマクロ経済状況のなかから、産業—労働—金融の力関係の再編を基軸とする現代資本主義の構造変化を検出しなければならないが、これらは今後の課題とせざるをえない。

---

<sup>51</sup> 1995年以降の日本における金融機関の破綻事例と預金保険制度・整理回収銀行（1999年4月以降は整理回収機構）の機能拡充については、Ishikura(2000)にまとめてある。

図1 負債／自己資本比率と資本蓄積率（1956-2000 暦年）

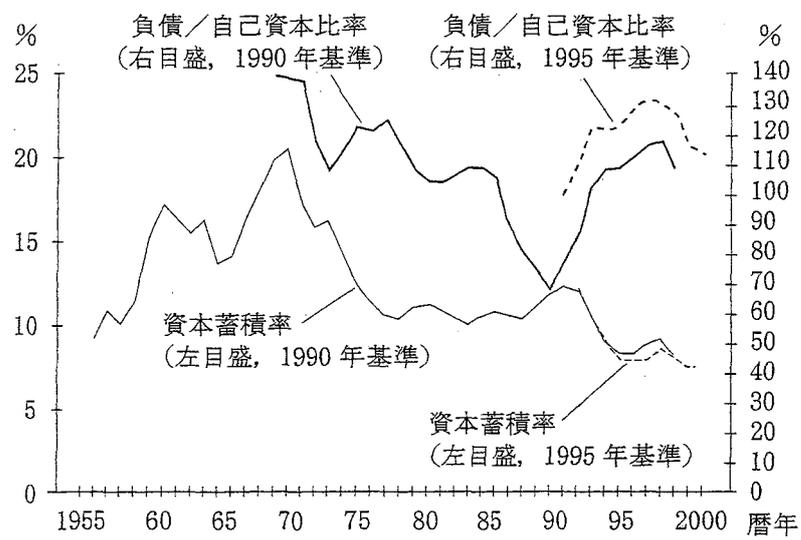


図 2 利子率の ( $i$ ) 外生的上昇にともなう負債比率 ( $l$ ) と  
資本蓄積率 ( $g$ ) の動き [ 安定的な場合 ;  $s_r - g_r (s_r/g_r) > 0$  ]

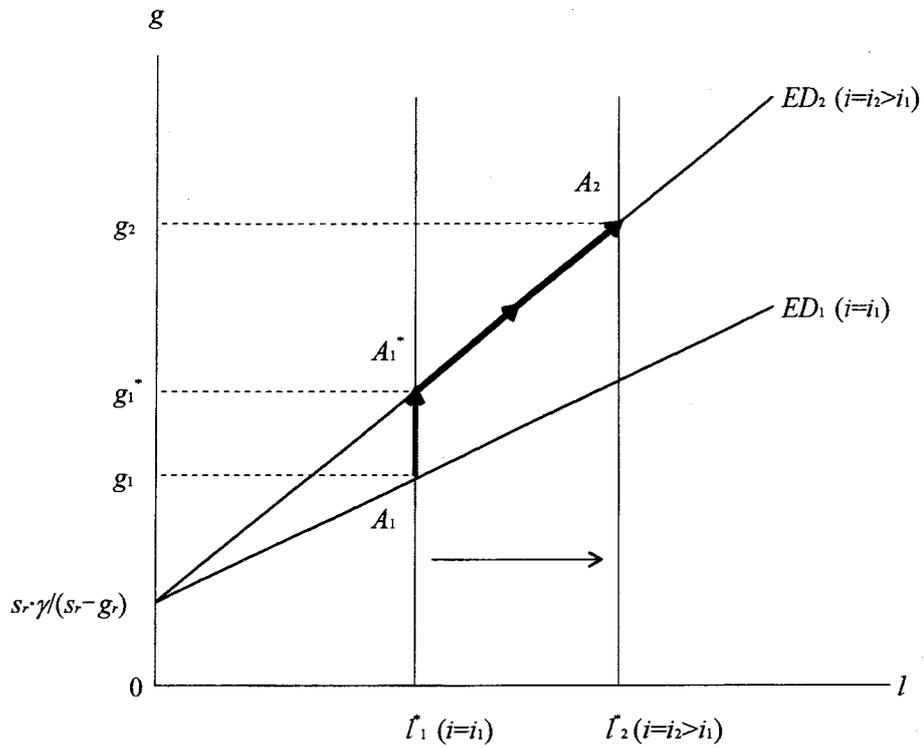


図3 利子率( $i$ )の外生的上昇にともなう負債比率( $l$ )と資本蓄積率( $g$ )の動き [不安定な場合;  $s_1 - g_1(s_1/g_1) < 0$ ]

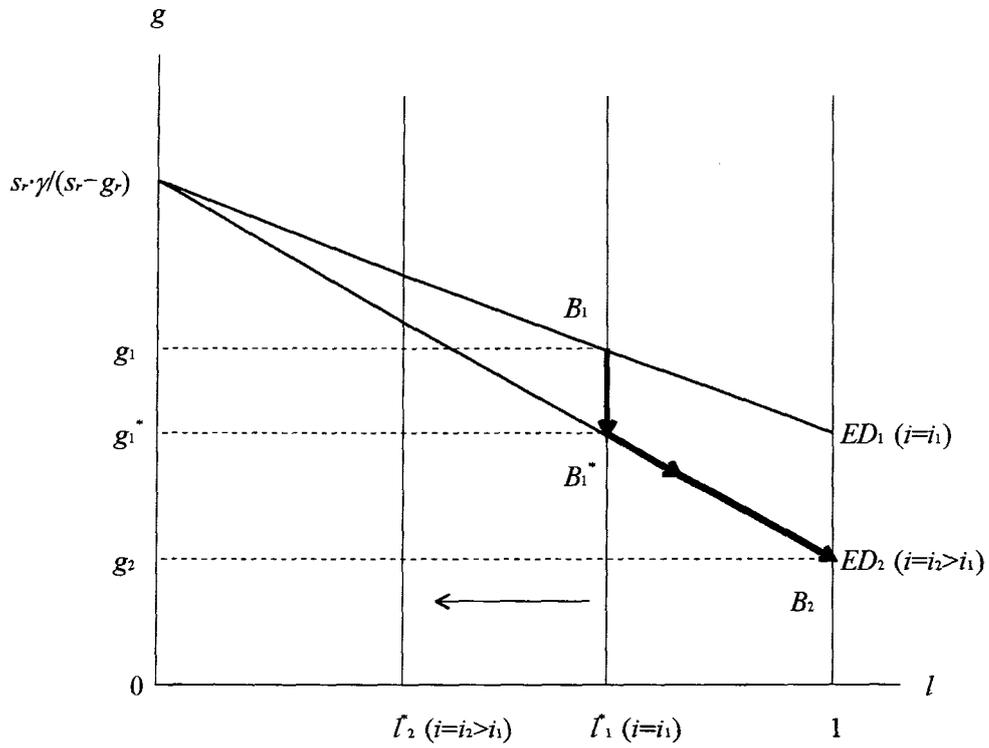


表 1 有効需要曲線の計測

	1960Q3-73Q4 (n=54)	1974Q1-84Q4 (n=44)	1985Q1-98Q4 (n=56)	1990Q3-2000Q1 (n=39)
貯蓄関数 (GS)				
定数項	8.456* (4.687)	19.841* (4.842)	3.564* (6.902)	4.764* (8.810)
$PR_{-1}$ [ $s_r$ ]	1.120* (14.003)	-0.072 (-0.226)	0.850* (11.235)	0.772* (7.438)
$RINT_{-1}$ [ $-s_l$ ]	-0.507* (-3.534)	-0.334* (-2.235)	0.129 (1.481)	0.295* (2.451)
$\bar{R}^2$	0.827	0.1320	0.845	0.857
$D.W.$	2.255	2.288	2.278	2.082
投資関数 (GI)				
定数項	4.513* (3.636)	11.687* (5.832)	4.452* (10.293)	3.504* (10.549)
$PR_{-1}$ [ $g_r$ ]	0.679* (12.350)	0.081 (0.522)	0.634* (9.997)	0.628* (9.854)
$RINT_{-1}$ [ $-g_l$ ]	0.246* (2.495)	-0.213* (-2.913)	-0.020 (-0.276)	0.185* (2.497)
$\bar{R}^2$	0.736	0.219	0.776	0.896
$D.W.$	0.750	0.317	0.573	1.170
$grs_r/g_r$	-0.406	—	—	-0.227
$s_r-s_l (=s_b)$	0.613	—	—	1.067

(注)  $\bar{R}^2$ =自由度修正済み決定係数,  $D.W.$ =ダービン・ワトソン比,  $n$ =標本数。  
 ( )内は  $t$  値。\*のついた値は有意水準 5% で有意である。 $PR_{-1}$ ,  $RINT_{-1}$  の係数はそれぞれ  $s_r$ ,  $-s_l$  と  $g_r$ ,  $-g_l$  に対応する。データの出所は注 33 を参照。

## 終章—本論文の結論と今後の課題—

本論文で展開した内容を手がかりとすれば、剰余価値の生産と実現を目的とする  $M-C-M'$  (*money-commodity-more money*) 循環を特徴とする現実の資本主義経済の動態に対する基本的な分析視角について、次のような暫定的な結論が得られるであろう。

第1に、 $M-C-M'$ 循環を特徴とする資本主義経済を説明するための最低要件は、商品価値の貨幣的実現が商品所有者の目的として把握されることである。第1編で見たように、マルクス貨幣論では、等労働量交換に従う諸商品の価値関係を前提において一般的等価物としての貨幣（ただし、これは貴金属に代表される商品貨幣）の本源的機能が導かれるが、その場合でも、商品価値の貨幣的実現を商品所有者の目的として把握するためには、一般的等価物としての社会的機能から生じる貨幣の独特な使用価値を含む分析枠組みが必要である。商品所有者の間での欲望の不一致に対処するための交換の媒介物としてのみ貨幣を説明する中立的貨幣観に固執するかぎり、予め生産過程で確定された産出量を複数の経済主体が分け合うという単純な分配関係、それゆえ、生産と分配が互いに独立であるような世界しか説明することができない。しかし、 $M-C-M'$ 循環を特徴とする現実の資本主義経済では、生産の決定権を握る経済主体（資本家）が同時に、分配上の結果（労働者によって発揮される努力水準、あるいは実現利潤の大きさ）を自分にとって有利な方向に誘導しようという立場にあるという意味で、生産と分配は互いに独立ではありえない。さらに、生産と分配の二分法が成立しない現実の資本主義経済の動態を説明するためには、商品貨幣を基礎とする分析枠組みに留まることはできず、購買力の新規創出が許容される信用貨幣を基礎とする分析枠組みが必要である。購買力の新規創出が定義上排除された商品貨幣モデルに固執するかぎり、新規に生産される商品の販売を通じた貨幣的利潤の実現を説明することは不可能だからである。

第2に、生産と分配の二分法が現実の資本主義経済で成立しないことは、労働努力の水準をめぐる雇い主と労働者の対立関係のなかに確かめられる。第2編で見たように、雇い主は、労働現場への参加資格に関する決定権の強さを武器として、労働者による努力水準の発揮態度を自分たちに有利な方向に誘導しようという立場にあるからである。仕事の遂行のために必要な熟練度や代替的な人材の見つかりやすさを背景として、労働者の行動様式を決める誘因には多様性が認められるけれども、一方の主体が他方の主体を雇う社会関係が存在するかぎり、労働現場への参加資格に対する雇い主の決定権を無視することはできない。

第3に、発達した信用制度および遊休生産能力・失業労働者が存在する資本主義経済には、投資から実現利潤への決定関係が存在する。第3編で見たように、全体としての資本家階級は、生産面（実物投資）の決定権を握っていると同時に、銀行組織による信用創造の仕組みを動員して、将来の実現利潤を先取りする形で、分配上の結果（実現利潤率）を自らの投資決定に合わせて動かすことができる。より高い利潤分配率をより高い資本蓄積率と結びつくか否かは、利潤分配率の変化に対する資本家の投資態度・貯蓄態度に依存する。また、非金融企業と金融機関の区別を考慮に入れて実現利潤の決定機構を分析すると、利潤率と利子率は必ずしも単純な逆行関係にないことがわかる。投資資金の調達条件を

ぐる非金融企業と金融機関の対立と協調の関係に応じて、投資から実現利潤への決定関係を通じて、実現利潤の総額が伸び縮みするからである。さらに、資本蓄積過程を不可逆的な歴史的時間軸のうえで考察すればわかるように、過去に投資資金調達のために約定された負債契約が現時点で正常に履行されるか否かを決めるのは、現在の投資決定に依存する実現利潤の大きさであり、しかも将来の不確実な期待利潤が現在の投資実行額を左右する。こうした不可逆的な決定関係が資本主義経済に埋め込まれているという事実は、1990年代に世界的に顕在化した金融不安定性に対してきわめて重要な分析視角を提供する。

本論文の各編を通じて、資本主義経済の動態を解明するうえで中立的貨幣観、および、生産と分配の二分法の克服が急務であることの確認から出発して、資本主義的労働過程における雇い主と労働者間の権力関係に関する考察を経て、歴史的時間軸のうえで展開する資本蓄積・実現利潤および負債構造の間の相互連関を分析するための基礎的な手がかりをようやく得たばかりである。本論文のタイトルを「貨幣経済と資本蓄積の理論」としたのは、中立的貨幣観、およびそれと表裏一体の関係にある「生産と分配の二分法」を克服する必要性を痛感しつつ、資本蓄積と実現利潤および負債構造の間の相互連関に関心を寄せてきたからにほかならない。当然ながら、貨幣経済の特質と資本蓄積の動態に関して本論文で突きとめた論点は極めて限られたものであって、すぐに気がつくかぎりでも、次のような課題が残されている。第1に、信用貨幣を基礎とする経済モデルのうえで剰余価値の生産と実現を説明するための分析枠組みを自ら構築すること。第2に、資本主義的労働過程に内在する権力関係の構造をより厳密に分析し、さらに労働過程以外の領域として特に金融市場における経済主体間の権力関係に対する分析視角を得ること。第3に、資本蓄積・実現利潤および負債構造の内的連関に関するより一貫したモデルを構築し、さらに資本蓄積過程に関する実証分析の方法を開発すること。さらに第4に、本論文で得た分析視角を現代経済の制度編成のなかに位置づけること。以上のほかにも残された課題は数多いが、回り道を厭わず今後も研究を重ねていきたい。

本論文を作成するための素材となった既発表論文は次のようである。

1. 「マルクス貨幣論と貨幣的生産経済—ケインズの経済システム類型論との関連で—」  
『経済学研究』（一橋大学研究年報）第45号，2003年9月，151-195頁（第1章）
2. “Marx's Theory of Money and Monetary Production Economy,” *Hitotsubashi Journal of Economics*, Vol.45, No.2, December 2004, pp.81-91.（第1章）
3. 「価値形態の移行について」  
『経済学研究』（一橋大学研究年報）第37号，1996年3月，1-74頁。（第2章）
4. 「交換過程における貨幣の必然性」  
『経済学研究』（一橋大学研究年報）第35号，1994年5月，207-336頁。（第3章）
5. 「市場と経済的権力—ボウルズ＝ギンタスの「抗争交換」モデルを中心として—」  
『一橋論叢』第121巻第6号，1999年6月，40-61頁。（第4章）
6. 「市場と経済的権力再考—政治経済学アプローチの「構成的」性格をめぐる—」  
『経済理論学会年報』（経済理論学会）第40集，2003年9月，107-121頁。（第5章）

7. 「資本蓄積と所得分配——利潤分配率と貯蓄・投資の関係——」  
『経済学研究』(一橋大学研究年報)第39号, 1998年3月, 149-205頁. (第6章)
  8. 「資本蓄積と金融——実現利潤の決定機構と利子率との関係——」  
『経済学研究』(一橋大学研究年報)第42号, 2000年10月, 221-265頁. (第7章)
  9. 「インフレ目標論の批判的検討——貨幣的経済分析の立場から——」  
『金融構造研究』(全国地方銀行協会)第26号, 2004年5月, 32-37頁. (第7章補論)
  10. 「インフレ目標論と貨幣的生産経済—クルーグマンの『流動性の罫』論の批判的検討—」  
『経済学研究』(一橋大学研究年報)第47号, 2004年9月, 203-246頁. (第7章補論)
  11. 「金融不安定性と有効需要——「負債の逆説」の理論と実証——」  
『経済学研究』(一橋大学研究年報)第44号, 2002年11月, 189-226頁. (第8章)
- ただし, 以上の論文でかなりの部分は, 本論文を作成する過程で, 加筆, 修正, あるいは再構成されている。

最後になるが, 本論文の作成に至るまでにお世話になった方々に御礼を申し上げたい。松石勝彦氏(一橋大学名誉教授, 大妻女子大学教授), 種瀬茂氏(前一橋大学学長)には学部と大学院を通じてマルクス経済学の理論研究についてご指導を頂いた。関恒義氏(一橋大学名誉教授)には大学院の演習でご指導を頂き, 高須賀義博氏(前一橋大学経済研究所教授)にも論文指導をして頂いた。現在, 教育・研究活動を共にしている福田泰雄氏(一橋大学経済学研究科教授)には長年にわたりご助言を頂いている。また寺西俊一氏(一橋大学経済学研究科教授)にも日頃から研究・教育上のご助言を頂いている。平井規之氏(前一橋大学経済研究所教授)と都留康氏(一橋大学経済研究所教授)には, 各種研究会に出席させて頂いたほか, 海外研究を準備する過程でたいへんお世話になった。美濃口武雄氏(一橋大学名誉教授)と西沢保氏(一橋大学経済研究所教授)には経済学史の領域についてご助言を頂いている。渡辺雅男氏(一橋大学社会学研究科教授)からもより広い学問領域にわたってご助言を頂いている。以上の方々をはじめ一橋大学の多くの先生方からのご指導に対して心より感謝申し上げます。

次に, 1998年度にケンブリッジ大学政治経済学部で客員研究員として研究に従事する機会を与えてくださった一橋大学後援会に心より感謝申し上げます。ケンブリッジ大学では, 客員研究員として受け入れて頂いたロバート・ローソン(Robert Rowthorn)教授に特に感謝申し上げます。さらに1999年度にはマサチューセッツ大学アマースト校(University of Massachusetts, Amherst)経済学部で客員研究員として研究に従事させて頂いた。マサチューセッツ大学では, 客員研究員として受け入れて頂いたジェイムス・クロッティ(James Crotty)教授, ジェラルド・エプシュタイン(Gerald Epstein)教授のほか, 大学院講義(Institutional Economics)への参加をお許し頂いたサミュエル・ボウルズ(Samuel Bowles)教授, Political Economy Workshopへの出席・報告の機会を頂いたクロッティ教授・エプシュタイン教授・ロバート・ポーリン(Robert Pollin)教授, デヴィッド・コッツ(David Kotz)教授には改めて御礼を申し上げたい。ケンブリッジ大学とマサチューセッツ大学で世界レベルの政治経済学研究の最前線を体験できたことは, 現在の研究・教育活動で大いに役立っている。また, 海外研究中にご助言を頂いたゲアリー・ディムスキー(Gary Dymnski)教授(カリフォルニア大学リバーサイド校), ラモン・フェルナンデス(Ramón Fernandez)

教授（ブラジル，パラナ州立大学）のほか多くの研究者の方々にも感謝申し上げます。

2000年3月に帰国後，佐藤良一氏（法政大学経済学部教授）には同大学比較制度研究所の研究会における報告の機会を頂いた。本論文の第7章と第8章の原型になった拙稿はその研究会で報告され，佐藤良一氏と植村博恭氏（横浜国立大学大学院国際社会科学研究所教授）からは詳細なコメントを頂いた。さらに上記の研究会と平行して佐藤良一氏と笠松学氏（早稲田大学政治経済学部教授）には，*Duncan Foley and Thomas Michl, Growth and Distribution, Harvard University Press, 1999*（佐藤良一・笠松学監訳『成長と分配』日本経済評論社，2003年。）の翻訳作業（同書の第4，11，16章を担当）に参加させて頂き，本論文の作成にとってたいへん有益であった。さらに，2002年から本年にかけて，野下保利氏（国士舘大学政経学部教授）・渡辺良夫氏（明治大学政経学部教授）を中心とする「貨幣的経済理論研究会」において，*Colin Rogers, Money, interest and capital: A study in the foundations of monetary theory, Cambridge University Press, 1989*（貨幣的経済理論研究会訳『貨幣，利子および資本：貨幣的経済理論の基礎』日本経済評論社，2004年）の翻訳作業（同書の第2，9章を担当）に参加させて頂くことを通じて，ポストケインジアン の貨幣的経済分析の視座を詳しく知ることができ，本論文の第7章と第8章の作成にとってたいへん有益であった。また，野下氏と渡辺氏には2003年10月25日の金融構造研究会（地方銀行協会）で共同報告の機会を与えて頂いた。本論文の第7章とその補論，および第8章の内容は，経済理論学会（第48回大会，高知大学，2000年10月21日；第49回大会，駒沢大学，2001年10月20日；第51回大会，武蔵大学，2003年10月18日）で報告され，野口真氏（前専修大学経済学部教授），建部正義氏（中央大学商学部教授）ほか多くの方々から有益なコメントを頂いた。学外の研究会や学会でお世話になった以上の方々に対しても，心より御礼を申し上げます。

2004年12月1日

石倉雅男

## 参考文献

- Akerlof, George A. and Yellen, Janet L. (1986). *Efficiency Wage Models of the Labor Market*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Alchian, Armen and Demsetz, Harold (1972). "Production, Information Costs, and Economic Organization," *American Economic Review*, Vol.62, No.5, pp.777-95.
- Aoki, Masato (2001). "To the Rescue or to the Abyss: Notes on the Marx in Keynes," *Journal of Economic Issues*, Vol.35, No.4, pp.931-954.
- 荒 憲治郎 (1976). 『近代経済学(セミナー経済学教室 13)』 日本評論社.
- Asada, Toichiro (1999). "Investment and finance : A theoretical approach," *Annals of Operations Research*, No.89, pp.75-87.
- (2000). "Dynamics of Debt : A Post Keynesian Approach," in Y. Aruga and Jafee, *Evolutionary Controversy in Economics*, Springer-Verlag, Tokyo.
- Asimakopulos, A.(1983). "Kalecki and Keynes on Finance, Investment and Saving," *Cambridge Journal of Economics*, Vol.7, No.3/4, pp.221-233.
- 遊部久蔵 (1964). 『労働価値論史研究』 世界書院.
- Bellofiore, Riccardo (ed.) (1997). *Marxian Economics: A Reappraisal, Essays on Volume III of Capital*, Macmillan.
- Bénassy, Jean-Pascal (1986). *Macroeconomics : An Introduction to the Non-Walrasian Approach*, Academic Press. (辻正次訳『マクロ経済学——非ワルラス経済学入門——』多賀出版, 1990年.)
- Bharadwaj, Krishna and Schefold, Bertram (eds.) (1990). *Essays on Piero Sraffa : Critical Perspectives on the Revival of Classical Theory*, Unwin Hyman.
- Binswanger, Mathias (1996). "Money Creation, Profits, and Growth: Monetary Aspects of Economic Evolution," in Ernst Helmstädter and Mark Perlman (eds.), *Behavioral Norms, Technological Progress, and Economic Dynamics: Studies in Schumpeterian Economics*, Ann Arbor: The University of Michigan Press, pp.413-37.
- Bowles, Samuel (1985). "The Production Process in a Competitive Economy : Walrasian, Neo-Hobbesian, and Marxian Models," *American Economic Review*, Vol.75, No.1, pp.16-36.
- Bowles, Samuel and Boyer, Robert (1990). "A Wage-led Employment Regime: Income Distribution, Labour Discipline, and Aggregate Demand in Welfare Capitalism," in Marglin and Schor, *The Golden Age of Capitalism*, 1990.
- Bowles, Samuel and Edwards, Richard (1985). *Understanding Capitalism: Competition, Command, and Change in the U.S. Economy*, 1st edition, Harper & Row, New York.
- (1993). *Understanding Capitalism: Competition, Command, and Change in the U.S. Economy*, 2nd edition, New York: Harper & Row, New York.
- Bowles, Samuel and Gintis, Herbert (1976). *Schooling in Capitalist America: Educational Reform and the Contradictions of Economic Life*, New York: Basic Books, 1976. (宇沢弘文訳『アメリカ資本主義と学校教育——教育改革と経済制度の矛盾——』岩波書店, 1986-7)

年.)

- (1990a). “Contested Exchange: New Microfoundations for the Political Economy of Capitalism,” *Politics and Society*, Vol.18, No.2, pp.165-222.
- (1990b), “Reply to Our Critics,” *Politics and Society*, Vol.18, No.2, pp.293-315.
- (1992). “Power and Wealth in a Competitive Capitalist Economy,” *Philosophy and Public Affairs*, Vol.21, No.4, pp.325-353.
- (1993a). “The democratic firms: an agency-theoretic evaluation,” in Samuel Bowles, Herbert Gintis and Bo Gustafsson (eds.), *Markets and Democracy : participation, accountability and efficiency*, Cambridge University Press, pp.13-39.
- (1993b). “The Revenge of Homo Economicus : Contested Exchange and the Revival of Political Economy,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.7, No.1, pp.83-102.
- (1998). *Recasting Egalitarianism: New Rules for Communities, States and Markets*, edited by Erik Olin Wright, London: Verso. (遠山弘徳訳『平等主義の政治経済学——市場・国家・コミュニティのための新たなルール——』大村書店, 2002年.)
- (1999a). “Power in competitive exchange,” in Samuel Bowles, Maurizio Franzini, Ugo Pagano (eds.), *The Politics and Economics of Power*, Routledge, pp.13-30.
- (1999b). 「資本主義経済における富と力」(野口真訳), 横川信治・野口真・伊藤誠『進化する資本主義』日本評論社, 1999年, pp.53-77.
- Burawoy, Michael (1979), *Manufacturing Consent: Changes in the Labor Process under Monopoly Capitalism*, Chicago: University of Chicago Press.
- Burawoy, Michael and Wright, Erik Olin (1990), “Coercion and Consent in Contested Exchange,” *Politics and Society*, Vol.18, No.2, pp.251-66.
- Carmichael, Jeffrey and Stebbing, Peter W. (1983). “Fisher's Paradox and the Theory of Interest,” *American Economic Review*, Vol. 73, No. 4, pp. 619-30.
- Cippola, Francisco Paulo (1997). “Interest Rate Changes in Marx's Theory of the Industrial Cycle,” *International Journal of Political Economy*, Vol.27, No.1, pp.73-84.
- Coase, Ronald H. (1988). *The Firm, the Market and the Law*, The University of Chicago Press. (宮沢健一・後藤 晃・藤垣芳文訳『企業・市場・法』東洋経済新報社, 1992年.)
- Crotty, James (1985). “The Centrality of Money, Credit, and Financial Intermediation in Marx's Crisis Theory: An Interpretation of Marx's Methodology,” in Stephen Resnick and Richard Wolff (eds.), *Rethinking Marxism: Struggles in Marxist Theory*, New York: Autonomedia, pp.45-81.
- (1993). “Rethinking Marxian Investment Theory: Keynes-Minsky Instability, Competitive Regime Shifts and Coerced Investment,” *Review of Radical Political Economics*, Vol 25, No.1.
- (1994). “Are Keynesian Uncertainty and Macrotheory Incompatible?: Conventional Decision Making, Institutional Structure, and Conditional Stability in Keynesian Macromodels,” in G. Dymski and R. Pollin (eds.), *New Perspectives in Monetary Macroeconomics*, Ann Arbor: University of Michigan Press, 1994, pp.105-139.
- Crotty, James and Dymski, Gary (1998). “Can the Global Neoliberal Regime Survive Victory in

- Asia? The Political Economy of the Asian Crisis,” in Philip Arestis and Malcolm Sawyer, *Money, Finance and Capitalist Development*, Edward Elgar, 2001, pp.53-100.
- Deleplace, Ghislain and Nell, Edward (1996) *Money in Motion : the post Keynesian and circulation approaches*, St. Martin Press.
- Dutt, Amitava (1990). *Growth, distribution, and uneven development*, Cambridge University Press.
- (1992). “Rentiers in Post Keynesian Models,” in Philip Arestis and Victoria Chick, (eds.), *Recent Developments in Post-Keynesian Economics*, Edward Elgar, p.95-122.
- (1995). “Internal finance and monopoly power in capitalist economies: a reformulation of Steindl's growth model,” *Metroeconomica*, Vol.46, No.1, February, pp.16-34.
- Dutt, Amitava K. and Edward J. Amadeo (1993), “A Post-Keynesian Theory of Growth, Interest and Money,” in Mauro Baranzini and G. C. Harcourt (eds.), *The Dynamics of the wealth of nations : growth, distribution, and structural change : essays in honour of Luigi Pasinetti*, New York, St. Martin's Press, pp.181-205.
- Dymski, Gary (1998). “Disembodied Risk or the Social Construction of Creditworthiness? : An Inquiry into the New Keynesian Microfoundations,” in Roy Rotheim (ed.), *New Keynesian Economics/Post Keynesian Alternatives*, Routledge, 1998, pp.241-261.
- Dymski, Gary and Pollin, Robert (1994). *New Perspectives in Monetary Macroeconomics : Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*, University of Michigan Press.
- Epstein, Gerald (1994). “A Political Economy Model of Comparative Central Banking,” in Dymski and Pollin (1994), pp.231-277.
- Fazzari, Steven M (1999). “Minsky and the Mainstream: Has Recent Research Rediscovered Financial Keynesianism?,” Working Paper, No.278, The Jerome Levy Economics Institute.
- Fisher, Irving (1930). *The Theory of Interest*, New York, Macmillan. (気賀勘重・気賀健三訳『利子論』日本経済評論社, 1980年.)
- Foley, K. Duncan and Michl, R. Thomas (1999). *Growth and Distribution*, Harvard University Press. (佐藤良一・笠松学監訳『成長と分配』日本経済評論社, 2003年.)
- 藤本義昭 (1990). 「マルクス貨幣形態生成論の論理」『経済学雑誌』第90巻第5・6号.
- 藤野正三郎 (1965). 『日本の景気循環』勁草書房.
- 福田泰雄 (1992). 『現代市場経済とインフレーション』同文館.
- Fleetwood, Steve (2000). “A Marxist theory of commodity money revisited,” in John Smithin (ed.), *What is Money?*, London: Routledge, pp.174-193.
- Gintis, Herbert and Ishikawa, Tsuneo (1987). “Wages, Work Intensity, and Unemployment,” *Journal of the Japanese and International Economies*, No.1, pp.195-228.
- Godley, Wynne (1999). “Money and credit in a Keynesian model of income distribution,” *Cambridge Journal of Economics*, Vol.23, No.2, pp.393-411.
- Gordon, David M. (1995). “Putting the horse (back) before the cart : disentangling the macro relationship between investment and saving,” Gerald A. Epstein and Herbert M. Gintis (eds.), *Macroeconomic Policy after the Conservative Era*, Cambridge University Press, pp.57-108.
- 花田功一 (1986). 「価値形態論」種瀬茂編著『資本論の研究』青木書店, 所収.
- Harris, Donald J. (1978). *Capital Accumulation and Income Distribution*, Stanford University Press,

1978. (森義隆・馬場義久訳『資本蓄積と所得分配』日本経済評論社, 1983年).
- Hicks, J.R.(1974). *The Crisis in the Keynesian Economics*, Basil Blackwell, Oxford (早坂忠訳『ケインズ経済学の危機』ダイヤモンド社, 1977年).
- 平井俊顕 (2003). 『ケインズの理論：複合的視座からの研究』東京大学出版会.
- Isenberg, Dorene (1994). “Financial Fragility and the Great Depression: New Evidence on Credit Growth in the 1920s,” in Gary Dymnski and Robert Pollin (eds.), *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*, Michigan University Press, pp. 201-229.
- 石川経夫(1991) 『所得と富』岩波書店.
- 石倉雅男 (1994a). 「価値形態論の一基本問題—『相対的価値形態の内実』の論理」『一橋論叢』第112巻第6号, 53-74頁.
- (1994b). 「交換過程における貨幣の必然性」『経済学研究』(一橋大学研究年報)第35号, 207-336頁.
- (1996). 「価値形態の移行について」『経済学研究』(一橋大学研究年報)第37号, 1-74頁.
- (1998a). 「電子マネーと決済システム」(松石勝彦編著『情報ネットワーク経済論』青木書店, 1998年4月, 215-55頁)
- (1998b). 「資本蓄積と所得分配—利潤分配率と貯蓄・投資の関係—」『経済学研究』(一橋大学研究年報)第39号, 149-205頁.
- (1999). 「市場と経済的権力—ボウルズ＝ギンタスの「抗争交換」モデルを中心として—」『一橋論叢』第121巻第6号, 1999年6月, 40-61頁.
- (2000). 「資本蓄積と金融—実現利潤の決定機構と利率との関係—」『経済学研究』(一橋大学研究年報)第42号, 221-265頁.
- (2002a). 「負債とマクロ経済の不安定性」『経済理論学会年報』(経済理論学会)第39集, 73-88頁.
- (2002b). 「金融不安定性と有効需要—「負債の逆説」の理論と実証—」『経済学研究』(一橋大学研究年報)第44号, 2002年11月, 189-226頁.
- (2003a). 「市場と経済的権力再考—政治経済学アプローチの「構成的」性格をめぐって—」『経済理論学会年報』(経済理論学会)第40集, 107-121頁.
- (2003b). 「マルクス貨幣論と貨幣的生産経済—ケインズの経済システム類型論との関連で—」『経済学研究』(一橋大学研究年報)第45号, 151-195頁.
- (2003c). 「(書評) 大石雄爾編『労働価値論の挑戦』」『歴史と経済』(政治経済学・経済史学会), 68-9頁.
- (2004a). 「インフレ目標論の批判的検討—貨幣的経済分析の立場から—」『金融構造研究』(全国地方銀行協会)第26号, 32-37頁.
- (2004b). 「インフレ目標論と貨幣的生産経済—クルーグマンの『流動性の罍』論の批判的検討—」『経済学研究』(一橋大学研究年報)第47号, 203-46頁.
- Ishikura, Masao (2000). “The Banking Crisis in Japan: Causes and Consequences,” (paper prepared for Political Economy Workshop, University of Massachusetts, Amherst, on February 15, 2000.)

- (2004). “Marx’s Theory of Money and Monetary Production Economy,” *Hitotsubashi Journal of Economics*, Vol.45, No.2, pp.81-91.
- 伊藤隆敏 (2001). 『インフレ・ターゲティング』 日本経済新聞社.
- 岩井克人 (1993). 『貨幣論』 筑摩書房.
- Kalecki, Michal (1971). *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933-1970*, Cambridge University Press. (浅田統一郎・間宮陽介訳『資本主義経済の動態理論』, 日本評論社, 1984年.)
- 金井雄一 (2004). 『ポンドの苦闘——金本位制とは何だったのか』 名古屋大学出版会.
- 金尾敏寛 (1997). 『価格・資金調達と分配の理論——代替モデルと日本経済』 日本経済評論社.
- Kregel, Jan A. (2004). “Krugman on the Liquidity Trap: Why Inflation Will not Bring Recovery in Japan,” in Richard Arena and Neri Salvadori (eds.), *Money, Credit and the Role of the State: Essays in Honour of Augusto Graziani*, Ashgate, pp.225-238.
- Krugman, Paul (1998a). “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, No.2, pp.137-87.
- (1998b). “Japan: Still Trapped,” <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap2.html> (中岡 望 訳「畏から抜け出せない日本」『恐慌の畏』中央公論新社, 2002年, 161-82頁.)
- 河上肇 (1984). 『資本論入門 (上)』 (『河上肇全集 (続2)』 岩波書店, 1984年; 原著は改造社, 1932年).
- 経済企画庁総合計画局編(1987). 『経済成長と所得分配』 大蔵省印刷局.
- 経済企画庁(2000a). 『国民経済計算年報』, 大蔵省印刷局.
- (2000b). 「68SNAによる民間企業資本ストック速報」(2000年9月11日).
- Keynes, J.M. (1933). “A Monetary Theory of Production,” in *Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung: Festschrift für Arthur Spiethoff*, reprinted in Keynes (1973), pp.408-11.
- (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 7, 1973. (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)
- (1937). “The General Theory of Employment,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.51
- (1973). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 13 (The General Theory and After: PART 1 Preparation), edited by D. Moggridge, London: Macmillan.
- (1979). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 29 (The General Theory and After: A Supplement), edited by D. Moggridge, London: Macmillan.
- King, John E. (1996). “Hyman Minsky: The Making of a Post Keynesian,” in Steven Pressman (ed.), *Interactions in Political Economy: Malvern After Ten Years*, Routledge, pp.61-73.
- 久留間敏造 (1957). 『価値形態論と交換過程論』 岩波書店.
- Lavoie, Marc (1992). *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Edward Elgar.
- (1993). “A Post-Classical View of Money, Interest, Growth and Distribution,” in Mongiovi and Rühl (1993), pp.3-21.
- (1995). “Interest Rates in Post-Keynesian Models of Growth and Distribution,” *Metroeconomica*, Vol.46, No.2, pp.146-177.

- (1996). “Monetary Policy in an Economy with Endogenous Credit Money,” in Deleplace and Nell (1996), pp.532-545.
- (1999). “Paradoxes,” in Phillip Anthony O'Hara (ed.), *Encyclopedia of Political Economy*, Routledge, pp.829-832.
- Lavoie, Marc and Godley, Wynne (2001). “Kaleckian models of growth in a coherent stock-flow monetary framework: a Kaldorian view,” *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.24, No.2, pp.277-311.
- Lavoie, Marc and Seccareccia, Mario (2001). “Minsky's Financial Fragility Hypothesis: A Missing Macroeconomic Link?,” in Riccardo Bellofiore and Piero Ferri (eds.), *Financial Fragility and Investment in The Capitalist Economy : The Economic Legacy of Hyman Minsky*, Volume II, Edward Elgar, pp.76-96.
- Lianos, Theodore P.(1986). “Marx on the Rate of Profit, the Rate of Profit of Enterprise and the Rate of Interest,” *Acta Oeconomica*, Vol.37, No. 1/2, pp.123-128.
- (1987). “Marx on the Rate of Profit,” *Review of Radical Political Economics*, Vol.19, No.3, Fall, 1987, pp.34-55.
- McCracken, H.L. (1933). *Value Theory and Business Cycles*, New York: Falcon Press.
- Marglin, Stephen A.(1984). *Growth, Distribution, and Prices*, Harvard University Press.
- Marglin, Stephen A. and Bhaduri, Amit (1990a). “Profit Squeeze and Keynesian Theory,” in Stephen A.Marglin and Juliet B.Schor, *The Golden Age of Capitalism*, Clarendon Press, 1990. (磯谷明德・植村博恭・海老塚明監訳『資本主義の黄金時代』東洋経済新報社, 1993年).
- (1990b). “Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies,” *Cambridge Journal of Economics*, Vol.14, No.4, pp.375-393.
- (1991). “Profit Squeeze and Keynesian Theory,” in Edward J. Nell and Willi Semmler (eds.), *Nicholas Kaldor and mainstream economics: confrontation or convergence?*, Macmillan Academic and Professional, 1991.
- Marx, Karl (1867). *Das Kapital*, Erster Band, Erste Auflage,1867. (岡崎次郎訳『資本論第1巻初版』国民文庫, 1976年).
- (1964). *Das Kapital*, Bd.1, Berlin: Dietz Verlag.
- 松石勝彦(1993). 『資本論の解明』青木書店.
- (1994). 「相対的価値形態の内実と労働——武田信照氏の批判にお答えして——」『一橋論叢』第112巻第6号.
- Meade, James (1975). “The Keynesian Revolution,” in : Milo Keynes(ed.), *Essays on John Maynard Keynes*, Cambridge University Press. (佐伯彰一・早坂忠訳『ケインズ 人・学問・活動』東洋経済新報社, 1978年に所収).
- Menard, Claude (eds.) (1997). *Transaction Cost Economics: Recent Developments*, Cheltenham: Edward Elgar. (中島正人・谷口洋志・長谷川啓之監訳『取引費用経済学—最近の展開—』文眞堂, 2002年.)
- Messori, Marcello (1991). “Financing in Kalecki's theory,” *Cambridge Journal of Economics*, Vol.15, No.3, pp.301-313.
- Mill, John Stuart (1967). “On Profits and Interest,” in *Essays on Some Unsettled Questions of*

- Political Economy* (1844), reprinted in *Collected Works of John Stuart Mill*, Vol.4, University of Toronto Press.
- 美濃口武雄 (1980). 「現代経済学への若干の疑問——ケインズ理解との関連で——」『一橋論叢』第 84 巻第 5 号, 91-108 頁.
- Minoguchi, Takeo (1981). “The Process of Writing the *General Theory* as ‘A Monetary Theory of Production’,” *Hitotsubashi Journal of Economics*, Vol.22, No.2, pp.33-43.
- Minsky, Hyman P. (1975). *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, 1975 (堀内昭義訳『ケインズ理論とは何か』岩波書店, 1988 年).
- (1982). *Can “It” Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, New York: M.E.Sharpe. (岩佐代市訳『投資と金融——資本主義経済の不安定性——』日本経済評論社, 1988 年)
- (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press. (吉野 紀・浅田統一郎・内田和男訳『金融不安定性の経済学』多賀出版, 1989 年.)
- 見田石介 (1972). 『価値および生産価格の研究』新日本出版社.
- 宮沢俊郎 (1993). 『価値と資本概念形成』青木書店.
- Mongiovi, Gary and Rühl, Christof (1993), *Macroeconomic Theory : diversity and convergence*, Edward Elgar.
- Moore, Basil J. (1988). *Horizontalists and Verticalists: The macroeconomics of credit money*, Cambridge University Press.
- Moseley, Fred (1995). “Marx’s economic theory: true or false? A Marxian response to Blaug’s appraisal,” in Fred Moseley (ed.), *Heterodox Economic Theories: True or False?*, Aldershot: Edward Elgar, pp.88-118.
- (2004). “Money and Totality: Marx’s Logic in Volume I of *Capital*,” in Riccardo Bellofiore and Nicola Taylor (eds.), *The Constitution of Capital: Essays on Volume I of Marx’s Capital*, New York: Palgrave Macmillan, pp.146-69.
- 鍋島直樹 (2001). 「国家・市場・権力へのエージェンシー理論的接近」『経済理論学会年報』第 38 集.
- 内閣府経済社会総合研究所 (2001a). 『国民経済計算年報』, 財務省印刷局.
- (2001b). 「民間企業資本ストック速報」(2001 年 9 月 7 日, [www.esri.cao.go.jp](http://www.esri.cao.go.jp)).
- (2001c). 「平成 12 年度国民経済計算 (93SNA) 確報」(2001 年 12 月 25 日, 同).
- Nasica, Eric (2000). *Finance, investment and economic fluctuations : an analysis in the tradition of Hyman P. Minsky*, translated by Cecile Dangel, Edward Elgar.
- 日本銀行 (2001). 『2001 主要経済・金融データ CD-ROM』, ときわ総合サービス.
- 西村閑也・深町郁彌・小林襄治・坂本正 (1991) 『現代貨幣信用論』名古屋大学出版会.
- 野口真 (1990). 『現代資本主義と有効需要の理論』社会評論社.
- (1999). 「資本主義経済の原理と資本主義制度の進化 (1)」『専修経済学論集』第 34 巻第 2 号.
- (2003). 「資本・技術・労働——その結合様式の多型性——」(佐藤良一編『市場経済の神話とその変革』法政大学出版局, 所収, 229-266 頁.)
- 野下保利 (2001) 『貨幣的経済分析の現代的展開』日本経済評論社.

- 大庭 健 (2004). 『所有という神話—市場経済の倫理学』岩波書店.
- 大石雄爾 (編著) (2000). 『労働価値論の挑戦』大月書店.
- Onaran, Özlem and Yentürk, Nurhan (2001). “Do Low Wages Stimulate Investment? An analysis of the relationship between distribution and investment in Turkish private manufacturing industry,” *International Review of Applied Economics*, Vol.15, No.4, pp.359-374.
- 大瀧雅之 (2000) 『『バランスシート調整』とモラル・ハザード——負債による規律づけの重要性——』, 吉川他 (2000) 所収, 215-226 頁.
- 大谷禎之介 (2001). 『図解 社会経済学』桜井書店.
- Pasinetti, Luigi L. (1977). *Lectures on the Theory of Production*, New York: Columbia University Press. (菱山泉・山下博・山谷恵俊・瀬地山敏訳『生産理論』東洋経済新報社, 1979年.)
- Pivetti, Massimo (1990). “On the Monetary Explanation of Distribution,” in Bharadwaj and Schefold (1990), pp.432-464.
- (1991). *An essay on money and distribution*, Macmillan Press.
- Plasmeijer, Henk W (1997). “Marx on the Natural Rate of Interest: Did Marx Hold a Monetary Theory of Income Distribution?,” in Bellofiore (1997), pp.233-253.
- Pollin, Robert and Justice, Craig (1994). “Saving, Finance and Interest Rates : An Empirical Consideration of Some Basic Keynesian Propositions,” in Dymski and Pollin (1994), pp.279-308.
- Resnick, Stephen and Wolff, Richard (eds.) (1985). *Rethinking Marxism : Struggles in Marxist Theory*, New York: Autonomedia.
- Ricardo, David (1951). *On the Principles of Political Economy and Taxation*, Volume 1 of *The Works and correspondence of David Ricardo*, edited by Piero Sraffa with the collaboration of M.H. Dobb, Cambridge University Press.
- Robinson, Joan (1962). *Essays in the Theory of Economic Growth*, Macmillan (山田克巳訳『経済成長論』東洋経済新報社, 1963年).
- Rogers, Colin (1989). *Money, interest and capital: A study in the foundations of monetary theory*, Cambridge: Cambridge University Press. (貨幣的経済理論研究会訳『貨幣, 利子および資本——貨幣的経済理論の基礎——』日本経済評論社, 2004年.)
- (2002). “Keynes, Money and Modern Macroeconomics,” in Philip Arestis, Meghnad Desai and Sheila Dow (eds.), *Money, Macroeconomics and Keynes : Essays in honour of Victoria Chick, Volume One*, London: Routledge, pp.56-67.
- Rowthorn, Robert (1982). “Demand, Real Wages and Economic Growth,” *Studi Economici*, Vol.18, pp.3-54. (横川信治・野口真・植村博恭訳『構造変化と資本主義経済の調整』学文社, 1994年, 第1章に所収.)
- Samuelson, Paul (1957). “Wages and Interest: A Modern Dissection of Marxian Economics,” *American Economic Review*, Vol.47, No.1, pp.885-912.
- Sardoni, Claudio (1987). *Marx and Keynes on Economic Recession: The Theory of Unemployment and Effective Demand*, Brighton: Wheatsheaf Books.
- 佐藤良一 (1996). 「US ラディカル派と新古典派」(伊藤誠, 野口真, 横川信治編著『マルクスの逆襲——政治経済学の復活——』日本評論社, 1996年, 所収, 143-164頁.)

- (2003). 「市場と権力—“It doesn't matter who hires whom. Really?”—」(佐藤良一編『市場経済の神話とその変革』法政大学出版局, 所収, 135-156 頁.)
- Searle, John R. (1969), *Speech Acts: an Essay in the Philosophy of Language*, Cambridge: Cambridge University Press. (坂本百大・土屋 俊訳『言語行為——言語哲学への試論——』勁草書房, 1986 年.)
- 千田純一(1982) 『利子論』, 東洋経済新報社.
- Shapiro, Carl and Stiglitz, Joseph (1984), “Equilibrium Unemployment as a Discipline Device,” *American Economic Review*, Vol.74, No.3, pp.433-444.
- 清水敦(1997). 『貨幣と経済—貨幣理論の形成と展開—』昭和堂.
- 下平尾勲 (1974). 『貨幣と信用』新評論.
- Smith, Adam (1950). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, edited by E.Cannan, 6th ed., London: Methuen, 1950.
- Spencer, David A. (2000), “The demise of radical political economics? : An essay on the evolution of a theory of capitalist production,” *Cambridge Journal of Economics*, Vol.24, No.5, pp. 543-64.
- (2002), “Shirking the Issue? Efficiency wages, work discipline and full employment,” *Review of Political Economy*, Vol.14, No.3, pp.313-27.
- Sraffa, Piero (1960). *Production of Commodities by Means of Commodities : Prelude to a Critique of Economic Theory*, Cambridge University Press. (菱山泉・山下博訳『商品による商品の生産』有斐閣, 1978 年.)
- Steindl, Joseph (1952). *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Oxford, Basil Blackwell. (宮崎義一・笹原昭五・鮎沢成男『アメリカ資本主義の成熟と停滞』日本評論社, 1962 年.)
- Stiglitz, Joseph (1987), “The Causes and Consequences of the Dependence of Quality on Price,” *Journal of Economic Literature*, Vol.27, March, pp.1-48.
- (1993). “Post Walrasian and Post Marxian Economics,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.7, No.1, pp.109-114.
- Stockhammer, Engelbert (2000). “Financialization and the Slowdown of Accumulation,” Vienna University of Economics and Business and Administration, Working Paper No. 14, November 2000.
- 杉原 茂・三平 剛・高橋吾行・武田光滋 (2000). 「金融政策の波及経路と政策手段」経済企画庁経済研究所『経済分析』第 162 号, 2000 年 12 月, 119-435 頁.
- 高須賀義博(1985). 『マルクスの競争・恐慌観』, 岩波書店.
- 武田信照(1982). 『価値形態と貨幣』梓出版社.
- (1994). 「価値形態・呪物性・交換過程 (上)」『経済論集』(愛知大学) 第 134 号.
- 玉垣良典(1985). 『景気循環の機構分析』岩波書店.
- 建部正義(1994). 「貨幣・金融論の現代的課題」『経済理論学会年報』第 31 集, 青木書店.
- Taylor, Lance (1991). *Income Distribution, Inflation, and Growth: Lectures on Structuralist Macroeconomic Theory*, MIT Press.
- Thompson, Paul. (1989), *The Nature of Work: An introduction to debates on the labour process*, 2nd edition, London: Macmillan. (成瀬龍夫・青木圭介ほか訳『労働と管理——現代労

働過程論争——』啓文社, 1992 年.)

富塚良三 (1975). 「価値形態論と交換過程論」『増補 恐慌論研究』未来社, 1975 年所収.

内田和男 (1988). 『経済不均衡と貨幣』勁草書房.

植村博恭 (1991). 「レギュレーション/SSA 理論のマクロ経済動学の解析」『経済理論学会年報』第 28 集.

宇仁宏幸ほか (2004). 『入門社会経済学—資本主義を理解する』ナカニシヤ出版.

宇野弘蔵 (1977). 『経済原論』(著作集第 1 卷) 岩波書店.

渡辺良夫 (1998) 『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.

Williamson, Oliver E (1975). *Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications*, Free Press. (浅沼萬里・岩崎晃訳『市場と企業組織』, 日本評論社, 1980 年.)

—— (1993). “Contested Exchange Versus the Governance of Contractual Relations,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.7, No.1, pp.103-108.

横川信治 (1996). 「政治経済学の復活—構造的段階論の視点から—」(伊藤誠・野口真・横川信治編著『マルクスの逆襲—政治経済学の復活—』日本評論社, 1996 年, 所収).

吉田紘 (1988). 『商品範疇と貨幣生成の論理』梓出版社.

吉川洋・通商産業研究所 (2000). 『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新報社.

頭川博 (1980). 「価値形態と交換過程——商品と貨幣とへの商品の二重化——」『金融経済』第 182 号.