

J. M. ケインズの経済学—若干の側面

安 部 一 成

1 論 点

年単位の失業率を見てみると、日本では1955年以降3%を超えた年はなく、1960年代の平均値1.3%、70年代1.7%、80—87年2.5%と徐々に上ってきてはいるが、低率にとどまってきた。そして1987—88年の2.8%が1955年以来の最高を画するものであった。アメリカについては、1950年代4.4%、60年代4.6%、70年代6.1%、80—87年7.6%と、年代を追うごとに大きく高まり、1982・83年では9.5%と日本とは比較にならない程の高水準を記録した。日本、アメリカ双方において1980年に入ってから失業率が最も高かったのであるが、この点は他の主な先進国についても同じことがいえる。1980—87年間のイギリスにおける平均は10.6%、西ドイツは7.8%である。日本を除く先進国の多くで失業率が期を一にして戦後最高を記録したことは、注目に値する。

1988年になってからこれらの国の失業率は下落の方向を示している。日本は2.5%、アメリカ5.5%（89年に入ってからさらに低下している）、イギリスも8.0%（89年5月6.4%）、西ドイツ8.7%（89年5月7.6%）と目立って改善を見せている。このような失業率の低下が一時的な現象ではなくて、1950—60年代におけるような状況すなわち高失業と高物価上昇率の併存局面とは対照的な低失業と低物価上昇率の局面がもたらされるのかどうか、問われることになろう。そうだとということになると、日本では1955年頃から

1987年頃までを一つのサイクルととらえたうえで、1988年頃から新しいサイクルが始動しようとしているのだとみなすことができるのか、アメリカについては1950年代から80年代にかけてのサイクルが完結しようとしているのか、が問題とされてよいであろう。かかる見地を正当視できる根拠が明示されなくてはならないが、このことが可能であるとしてもサイクルの期間については必然性は認めにくいようである⁽¹⁾。かかる論点についてのわれわれによる解明は、別の機会に譲らざるをえない。

ところで、1970年代後半から80年代にかけて失業率が高まっていった時に、ケインズの経済学に対する批判が最高潮に達したのである。ケインズ『一般理論』に対する新古典派による反批判の姿勢が底流にあるとしても批判の視角はいちようではないのであるが、インフレーションの加速と「スタグフレーション」現象が、ケインズの基本的な考え方と理論体系をもととするとされるケインズ派政策に起因しているとの認識においては、多くの人たちの間で共通している。そしてインフレーション過程での高失業の発生であるから、もちろん「失業救済」を目指した需要拡大政策は発動できないばかりか、インフレーション抑制策が失業率を引き上げることとなった。いわゆる「スタグフレーション」自体は言われる程奇異な現象ではなくて、問題の根元は「インフレーションをともなった成長」にあり、そして問題となるのは「インフレーション的成長」へのケインズ派政策のかかわり方である。「インフレーション的成長」に大きい責任を負わなくてはならないのであれば、ケインズ派はスタグフレーションとの関連において一定の批判を受けるのを避けられないであろう。というのは、スタグフレーションは、「インフレーション的成長」の反動か、あるいはその調整過程と位置づけることができるからである。インフレーションの抑制策が、需要拡張速度を落すことによって失

(1) 日本においては30年に及んだ変動経路（その局面展開様式については、「スタグフレーションの一論点」『山口経済学雑誌』37巻，5・6号，1988年9月）が一つのサイクルを形成するかどうかは、これから後において同じような経路が継起するかどうかにもかかっていると見なくてはならないだろう。

業を生む（あるいは増やす）半面，インフレーションが独自の運動の累積性を内蔵する限り，直ちにインフレーション度合が低下することはいないものである。従ってインフレーション度の上昇は容認できないとの立場がある段階で反インフレ政策となって表面化することを前提とすれば，スタグフレーションは「インフレーション的成長」に継起する必然の現象というべきであろう。

ケインズとケインズ派に対する批判の高まりの過程で，ケインズの経済学を根底から見直そうとする営みが少なからず現われてきた⁽²⁾。われわれは，その全ての論点にコミットするつもりはなく，若干のポイントについての論評を試みてみることにする。ケインズ『一般理論』の核心部分に当たる「有効需要」理論についての支配的なとらえ方が正当性を有してはいないこと，ケインズの「投資関数」における論点は何か，それはどのように議論すべきなのか，がこの小論における中心課題となる。

最後に，ケインズの経済学から誘導できる不均衡分析に，インフレーションのとらえ方との関連で若干触れておくことにする。この点については，さらに本格的な追究を必要とすることを考えれば，この稿は輪郭のスケッチにとどまっている。

2 「有効需要論」

ケインズの『一般理論』における基本部分は，実にさまざまな形で集約されている。極めて一般的な体系として，次のようなものを掲示できよう。

$$Y = F(N)$$

$$\frac{\overline{W'}}{P} = F'(N)$$

(2) その代表的なものに，吉川洋『マクロ経済学研究』（東京大学出版会 1984年）。

$$I(\gamma_e) = S(Y)$$

$$\frac{\overline{M'}}{P} = L(Y, i)$$

$$\gamma_e = i$$

実質所得 Y ，雇用量 N ，物価 P ，期待利潤率 γ_e ，利率 i が未知数である。貨幣賃金率 W' と貨幣供給量 $\overline{M'}$ は，体系外で決まる。

かかるモデル化が，ケインズ「有効需要」の理論を正確に表現しているのか疑わしいというのが，第一の論点である。ケインズが実質値を誘導するに当たってのデフレーターとして貨幣賃金率を用いている点は，考慮外におくことにしよう。ケインズ体系のエッセンスをなしている「有効需要の原理」は，周知のように総供給関数と総需要関数によって構成されているが，この両者はここで示されたようなものではない。「企業家がそれだけの雇用を提供するのにちょうど値すると考える売上金額の期待」（ケインズ『一般理論』塩野谷祐一訳 25頁）と雇用量とを結びつけたのが総供給関数である。ここでの売上金額は，要素費用（賃金費用）プラス利潤である。 e をもって期待を表現することとすれば，

$$P_e Y_e = W'_e N + Z'_e$$

Z'_e は期待利潤額である。貨幣賃金も期待値となっているが，もし貨幣賃金率が契約によって何年間か固定化できれば企業にとっては好都合である。なぜならば要素費用の将来計算がそれだけ容易となるからだ。

一方，総需要関数は「企業者が N 人の雇用から受けとることができる期待する売上金額」（『一般理論』訳26頁）と雇用量とを関係づけたものである。総需要価格を D'_e で表わすと，有効需要点は $P_e Y_e = D'_e$ である。ケインズは，賃金単位でもってデフレートされた実質値でもって体系を組み立てているが，われわれは理論の性格がよりはっきりするという理由にもとづいて，各目値をとることにする。 N と Y との関係が上掲の伝統的生産関数によって

規定されるとすれば、

$$P_e = \frac{D'_e}{F(N)}$$

が成り立つことになる。

通俗的な解説におけるように、ケインズの体系が $Y=I+C$ 、従って $I=S$ (C , S は、実質消費需要と貯蓄を表わしている) でもって集約されると考えてはならない。ましてや $Y=D (=I+C)$ から、ケインズは「需要が供給を規定する」と考えたにとらえてはならないのである。有効需要点 は $Y=D$ ではなくて、 $Y_e = \frac{D'_e}{P_e}$ でなくてはならず、あくまでも期待次元の水準なのである。

ケインズの体系が、ケインズ自身が真に意図した「有効需要理論」の真髓から離脱して画かれるようになったのは何故であろうか。その原因のかなりの部分は、ケインズが負わなくてはならない。ケインズは二つの基幹となる関数を設定した後に示した有効需要理論の「諸命題要約」は、通俗解釈を許すような叙述となっているからだ。だからこそケインズの基本的な考え方は、「供給はそれ自らの需要をつくり出す」というセイの法則の裏返しであり、市場の不均衡（たとえば過剰生産）は起こりえないといった極端な解釈すら現われてきたのである⁽³⁾。

ケインズにおいては、実質タームでの需給均衡、すなわち $Y=D$, $I=S$ に対応する雇用水準が完全雇用に対応するとは限らない、いわば企業均衡が完全雇用均衡とは次元を異にすることというのが中心的な主張をなしていた。従って不均衡すなわち $Y \geq D$, $I \leq S$ の性格自体の明確な分析が、行なわれているわけではない。

ケインズの「有効需要理論」によると、通常解釈におけるように $Y=D$ でもって均衡水準を表現するのは正しくはないのである。企業によって想定

(3) 古い本であるが、宮崎義一・伊東光晴『ケインズ一般理論、コメンタール』（1964年 日本評論社）88—89頁における宮崎義一教授のような発言が問題となる。

される総供給額 = 総需要額の売上額期待水準「(すなわち「有効需要点における期待売上額) と現実の売上額水準との間の均衡, 不均衡が問題となる。従ってある時点(年度)において生産関数が特定化されているとの前提の上に立てば—ここでは $Y = F(N)$ で与えられる— $D_e' = D'$, $P_e Y_e = PD$ が均衡点となる (P は現実の価格, D は現実の実質単位の需要量), 不均衡 $P_e Y_e \geq PD$ は, $P_e \geq P$ と $Y_e \geq D$ の2組みの不均衡が合成されたものとなる。従って $P_e = P$ を前提とする場合に限って, 不均衡は実質単位の需給乖離として取り扱われることになる。

ケインズにおいては $P_e Y_e < D_e'$ であれば, 企業家は両者が等しくなる水準まで雇用を拡大し, 逆に $P_e Y_e > D_e'$ であれば雇用を縮小するとして $P_e Y_e$ と D_e' との関係が問題とされている。しかしわれわれからすれば, $P_e Y_e = D_e'$ の有効需要水準が実際に実現できるのかどうかこそが追究されるべきなのである。そして $P_e Y_e \geq PD$ の不均衡の展開過程はどのようになるのかが, 明確にされるべきであったのである。そうすれば, ケインズの「有効需要論」はセイの法則の裏返しであるとの誤導の余地は, 生まれてはこなかったであろう。

有効需要点は, 期待次元の水準としてとらえられているが, それを要求水準として把握すればどのようになるであろうか。総供給価格のうちの価格を, 要求利潤 (\bar{Z}) に対応する価格すなわち要求価格水準 (\bar{P}) に置き換える。その他の条件を問わないとして, \bar{Z} が高くなれば有効需要点は低くなる。さらに $\bar{P} Y \geq PD$ において \bar{P} が下方硬直的であれば, $\bar{P} Y > PD$ における均衡化は数量調整に多くを依存せざるをえなくなろう。逆に $\bar{P} Y < PD$ において, 要求価格水準が上方にシフトすれば, Y の拡大従って雇用の増大は抑制されることになろう。

3 新古典派の第一公準とケインズ

ケインズは、古典派雇用理論の第1の公準である「(実質)賃金は労働の限界生産物に等しい」という仮説を認めている。 $Y=F(N)$ の上に立って利潤極大を前提とすれば、労働需要は実質賃金の減少関数となる。

古典派の雇用理論からすると、実質賃金率に依存する労働需給の均衡点が完全雇用水準であるから、労働力人口とその雇用人口との差は、主として自発的失業者となる。なぜなら実質賃金率を下げれば、企業は雇用を拡大できるのに「失業」が生じているのは、低賃金を受容しない労働者の自発的な選択によると見るべきとされているからだ。雇用水準が労働市場のみで決まるとする立場からすれば、当然の帰結とみなせるであろう。

しかし雇用水準は労働市場では決まらないというのが、ケインズの考え方のポイントをなしていたのである。ケインズの体系には古典派におけるような労働供給関係は存在していない。にもかかわらず何故労働需要関数を容認してかかったのであろうか⁽⁴⁾。

ケインズの理論についての支配的な考え方によれば、 $Y=D$ すなわち $I=S$ ならしめる Y の水準が雇用量を決めるのである。この点こそが重要なのであって、その雇用量に対応して実質賃金がどうなるかは体系にとって本質的な問題とはならないのである。従って通俗的な体系は、次のように改めることができる。

$$Y = F(N)$$

$$I(\gamma_e) = S(Y)$$

$$\bar{M} = L(Y, i)$$

$$\gamma_e = i$$

(4) このような問題提起をした論文として、J. F. Brothwell, "The Genesal Theory after Fifty Years," *Journal of Post Keynesian Economics*, VOL VIII No. 4. Summer 1986.

ここでの \bar{M} は実質貨幣供給量となる。さらには、生産関数が上掲の形をとらなくてはならない理由はないのである。通俗的な解釈によれば、 $D=Y$ で Y が決まり、実質所得 Y と雇用量 N とを関係づけるなんらかの式があればよいのであって、古典的な生産関数でなければならない理由はなんら存在しないのである。

ケインズが、古典派の第1公準を認めたために、労働供給関数はどうあるべきなのかについて、ケインズにとっては不毛としか言いようのない論争がかつては繰り返されていたのである。そのためにケインズ理論の核心があいまいになってしまった。というのは、賃金率の下方硬直性はケインズの失業とは関係がないのに、すなわち実質賃金率が引き下げられても需要の拡大が期待されない場合には雇用増は起こりえないのに、逆に実質賃金が固定化されていても需要拡大が期待されれば雇用増が生ずるのに、賃金率の下方硬直性がいかにもケインズ体系にとっての不可欠な前提条件をなしているかのような捉え方の正当性が争点をなすに至ったからである。

一般的な見地に立つときには、実質賃金率は体系においてある役割を果たす。雇用の増大にともなう実質賃金率の動向は、特に注目に値する。それは労働分配率の規定因となり、消費性向に影響を及ぼすからである。資本ストックや技術水準などが不変という状況想定のもとで古典派の公準を許容してかかる限りでは、それは生産関数の形状いかに依存することになる。ケインズ自身は分配率が消費性向に関係することを認めてはいたが、この問題が体系の核心部分には入っていなかったし、完全雇用均衡の達成を困難にする事由として強調されていたわけではない。

4 ケインズ「投資関数」をめぐる問題

ケインズ体系におけるもう一つの重要な論点は、投資関数にある。今日的な観点からすると、ケインズの投資関数は単純にすぎるとの評価が成り立つ

かもしれないが、しかしこれを体系の枢要な地位にすえた功績は極めて大きい。

「投資が期待利潤率の減少関数である」というのは、「投資が資本ストックを拡大することによって資本ストックの限界生産力の低下をもたらす」ことを意味しない点で著るしくユニークである。すなわちケインズは「資本を生産的なものとして語るよりは、その存続期間を通じて原価を超える収益をもたらすものとして語るほうがはるかに望ましい」と述べ、さらに収益を生むという予想を与える唯一の理由は「資産が希少だからである」と考えている。従って資本ストックにおける希少性の低下が、期待利潤率を引き下げる根因をなしていることになる。そうだとすれば、資本ストックの蓄積が巨大な水準にある「豊かな社会」、すなわち資本主義の成熟段階においては、低位の期待利潤率が基調となって投資は抑制されざるをえなくなる。競合に立つ「貨幣に付せられる利子率」を、貨幣の希少性を減少させることによって引き下げることができても、それに下限が画されることもあって、投資の制限は不可避となる。ケインズにおいては、金本位制度下における利子率の下方硬直性は、窮極的には貨幣用金の希少性に起因するととらえるべきであろう。だからこそケインズは、「金本位制」からの離脱、通貨供給の自由裁量を非常に重視したのである。

しかし問題は、期待利潤率の低下を引き起こすとされる希少性の希薄化とはいったいどのような形をとって現われるのかである。ケインズは、さまざまな理由づけを行っているが、かならずしも十分に説得的であるとはいえない。ケインズが提示した例証を要約的に引用してみよう。「今日生産される設備からの産出物は、その存続期間を通じて、おそらく改善された技術によって生産される設備からの産出物と競争しなくてはならないだろう。後になって生産される設備は、その産出物に対してより低い価格で満足できるから、その産出物の価格がその満足する低い水準に低下するまで設備の量が増加するだろう。そのうえすべての産出物がいっそう安く生産できるようになれば、新旧いずれの設備であれ、そこから生ずる利潤が低下するであろうと

いう事態の推移がありそうなこととして予想される限り、あるいは単に可能なこととして予想される限りでも、今日生産される資本の限界効率はそれに相応じて低下する」(『一般理論』邦訳141—142頁)。わかり難い説明である。この解説通りだとすれば、投資は極めて行われにくいことになる。とりわけ技術進歩が早い状況のもとでの革新的投資は、期待利潤率が急激に低下すると予想されざるをえないから、むしろ停滞を余儀なくせしめられることとなるろう。

「投資の期待収益率が投資の増加につれて低下するだけではなくて、技術革新が進むにつれて低下するから、投資関数は社会が進むにつれて十分に拡大するのを妨げられる」という見解が織り込まれたケインズの総需要のメカニズムに立っているからこそ、消費の奨励や公共投資の推進がおこなわれるのだと、投資関数論を真向から批判・非難してきたのが、故柴田敬氏であった⁽⁵⁾。柴田氏にとっては、すくなくとも技術革新が期待利潤率を下げて、投資を押さえるとはとても考えられないことである。技術進歩は、革新型投資競争を活発にしてコストを引き下げ利潤率を上げていくとみなされているからである。一般的に言って、投資の活発化によってある時点における期待利潤率を下げる効果を有したとしても、コストの引き下げにより、あるいは需要拡大によって、実際の利潤率を高めることになるかもしれない。期待利潤率の低下をとまなうとされる投資の拡大が現実の利潤率を引き上げるという結果をもたらした場合、期待利潤率が修正され、投資促進効果を発揮することになるかどうかとも問題とされなくてはならない。

われわれは、ケインズの投資関数は次のような展開方式をとるべきではなかったかと考えている。企業は、それだけの投資をするに値いする売上金額増大期待額を考え、他方で投資によって受けとることができる売上金額の拡大を予想する。この両者によって投資が決定されることになる。前者は総供給関数、後者は総需要関数に即応している。売上期待額を E_e とすると、

(5) 例えば柴田敬『転換期の経済学』(1978年、日本経済評論社)。

$$\Delta E_e' = \Delta W_e' + \gamma_e I'$$

$Z_e' = \gamma_e I'$ であり、 $E_e' = P_e Y_e$ である。そして $\Delta E_e' = \Delta D_e'$ が投資水準を決める。もちろんこの売上期待額が実際に実現される確証は存在しない。

ここでの $\Delta E_e'$ は、一時点のものではありえない。雇用量決定の際におけるよりもはるかに長期にわたる期間を通しての期待額でなければならない。それがどれ位の期間となるかは、たとえば競争条件などに依存する。技術進歩速度が早くて、革新投資が競争的に展開されているような状況のもとでは、この期間は短縮化せしめられるであろう。だからといって投資が押さえられるとはいえない。

上記の式において $\Delta W_e'$ を問わないとすれば、 $\Delta E_e'$ と $\gamma_e I'$ の関係が問われることになる。すなわち投資額 (I') の拡大にともなって、 $\Delta E_e'$ が減少すると期待せざるをえないということであれば、期待利潤率 (γ_e) は下がる。その理由としていかなることが考えられるであろうか。所与と仮定する投資財価格にもとづいて実質投資を求めたうえで、 $I = \nu_m \Delta H$ 、 $\theta_m = \Delta Y / \Delta H$ から (ΔH は能力産出高、 ν_m は限界資本係数、 θ_m は設備資本の限界稼働率)、

$$\Delta Y = \frac{\theta_m}{\nu_m} I$$

投資は産出高拡大効果を有するから、投資の増大は産出高拡張率を大きくする。そのような状態のもとで出現可能性があるのは価格低下の予想であり、もう一つは、稼働率 (θ_m) 低下の恐れである。いずれにおいても期待利潤率は押して下げられることになろう。

われわれは、このケインズ的な考え方をさらに進めて、利潤率を「欲求」ないしは「要求」水準と規定する。「最低目標水準」とみなすのが現実的であろう。完全競争以外の市場組織が、その対象となる。ケインズの言う「値いする」は、ここでの「欲求」に対応しているとみなすことができるから、完全競争と両立できるのかは疑わしい。「要求」となりうるのは、例えばプライスリーダーのように市場支配力を有している企業が存在している産業に

ついでのみあてはまる。

要求利潤率($\hat{\gamma}$)が高いと、他の条件を問わないとして、それに対応した価格(\bar{P})は高位に設定されることになる。従って ΔE の要求水準が引き上げられることになる。そしてもちろん価格の下方硬直性が強められるし、 θ_m の低下は防止されなくてはならない。 $\hat{\gamma}$ の高位性にもとづく要求価格水準を高く保とうとすれば、 Y の拡大を押さえなくてはならず投資は消極化せざるをえなくなる。われわれはこのような観点から、投資は要求利潤率と負の関係にあるとみなすことができると考えてきたのである。

ケインズの有効需要理論においては、投資関数が基幹的地位を占めていて、従って資本の期待利潤率が極めて重要な働きをなしているとは見なくてはならない。ケインズが憂慮した投資の停滞傾向は、資本主義の成熟段階における資本の期待利潤率の低位性に起因しているのであって、「流動性のわな」などによるものではないことを確認しておくべきである。

5 インフレーションとスタグフレーション

ケインズの投資関数はなお考究すべき問題を多く含んでいる。その減少関数としてとらえることの是非は別として、投資を期待利潤率と結びつけ、その不安定性を強調した点は大きく評価してよいであろう。投資のかかる特性が資本主義経済独特のたえざる不均衡の主因をなしていると考えられるべきであり、従って完全雇用均衡はケインズにおいてはまったく必然性を有してはいないし、完全雇用均衡を基準として議論を組み立てることはできないのである。それは、賃金や物価が伸縮性を失っていることに基づくのではなくて、完全雇用が求める投資が実現するとは限らないからなのである。

完全雇用に至るまでは雇用・産出高が変動し、完全雇用を超えると極端な想定として需要増加に対する生産の弾力性がゼロになるからいわゆる「真性インフレーション」の世界となる。従って、完全雇用以上の雇用拡大を目指

す政策は全く無意味であるから、本来ならばかかる政策が展開されるはずはないのである。完全雇用水準から出発して、失業率を下げようとする施策を想定し、それが所期の効果をあげえないという「証明」が、ケインズに対する有効な批判とはなりえないことはいうまでもない。

ところでケインズにおいては、景気変動の全過程における運動の様式は分析の対象となっていない。好況、不況の過程は不均衡現象である。上昇、下降いずれにおいても、運動は不均衡の所産としてとらえることができるからに他ならない。景気上昇力の加速化は、不均衡の累積化を意味する（もちろん下降についても同様のことが言える）。完全雇用近傍さらにはそれ以下の局面で均衡化が起こらないで⁽⁶⁾、完全雇用を超えて拡大が続くことがある。抑制策がとられない限り、物価上昇がスピードアップしていく。

「自然失業率」仮説についての通俗的な解説書によると、自然失業率以下に失業率を引き下げようとする生産拡大は物価の急角度な上昇をとめない、やがて自然失業率に回帰する動きを必然化するとしている。われわれからすると、第一に、このことを認めたとしても自然失業率を超えた下降運動が生起しないのはなぜなのかという疑問は消すことはできない。このような問題を、物価、賃金の伸縮性による調整作用という視角に矮小化してとらえてはならないと考える。第二は、なぜ自然失業率に帰ろうとするのか、そのメカニズムが極めて作為的であるといわざるをえない。むしろ物価・賃金の悪循環的な上昇運動が強められていく（つまりギャロッピング・インフレーションが発生する）とみなすべきであろう。

ケインズの『貨幣論』の焦点は、『一般理論』とは異なって物価の動態にあった。「基本方程式」は、コスト要因とディマンド要因を合成している。前者は、 $W'N/Y$ 、後者は $(I-S)/Y$ で表現される。ケインズは $W'N/Y$ の自発的な変化を認めているが、 $I > S$ による（ディマンド・プルによる）

(6) 完全雇用以前に下方への逆転が起こる循環的上昇は、「弱い循環」と呼ばれることがある。

価格上昇が誘発するケースをも重視している。すなわち $I > S$ の不均衡が続けば、物価上昇は継続しそれが賃金を引き上げ、賃金コストの高騰が価格を上げ、さらに賃金を押し上げるというコスト・プッシュがディマンド・プルに重ねられてくることになる。

金本位制度のもとでは物価の累積的高騰過程は無限とはなりえない。金本位制度の自己否定に帰結することは別として、市場金利の上昇にもとづいて $I > S$ が保たれなくなり、価格動態は逆転せざるをえないことになる。

現在においては、通貨供給の支持的な拡張が維持される限り、インフレーションは加速的に継続するにちがいない。しかし実際問題としては、インフレーション抑制策が発動されるようになる。 $W/N/Y$ を直接コントロールできないから、いわゆる金融引締め政策や財政支出の圧縮によって、需要拡大を押さえることによって物価の高進を抑制しようとする。ケインズの「基本方程式」を援用すると、価格高騰へのコスト・プッシュ要因の寄与度が大きくなっている状況のもとでは、かかる施策の価格上昇度引き下げ効果は、短期をとればとる程限定的なものとならざるをえない。もちろん産出高成長度は押さえられ、失業率は上昇していく。「スタグフレーション」現象が現われてくる。

「スタグフレーション」は、もちろんケインズの射程外にあった。しかし「インフレーションをともなった成長」から「低率の成長をともなったインフレーション」への推転、そして「スタグフレーション」への転化の過程において、ケインズの「有効需要の理論」とりわけ投資の態様が重要なかわりを有していることを認めなくてはならない。反ケインズ派においては、資本主義的動態の主役である投資が消されている理論展開が多いことに注目すべきである。