

常に必ずしも可能ではなく、またそれが利用され得るとしてもその場合の利子が問題となるからである。従つて第一と第二の動機の強さは一部分はかゝる借入方法の利用可能性及びその費用に依存するであらう。(p. 196. 邦譯、二二七頁。)

(一〇) Keynes, General theory. pp. 171, 197. 邦譯、二〇四—二〇五頁、二三八—二三九頁。

(一一) ケインズもまた明かにこれを認めてゐる。經常産出物の數量を $O$ とし、その價格を $P$ とすれば、 $Y \parallel OP$ である。然るに $M_1V = Y$ であるから、 $M_2 \parallel O$ とすれば、 $MV \parallel OP$ となる。これは傳統的形式における數量説と殆んど異なるところはなう。 $M \parallel M_1$ と假定する限り、かゝる關係が見られる。(pp. 208—209. 邦譯、二五一—二五二頁。)

(一二) Keynes, General theory. p. 171. 邦譯、二〇五頁。 $L_2$ を利子率 $r$ の流動性函數とすればケインズは $M_2 \parallel L_2(r)$ であるとす。従つて $M \parallel M_1 + M_2 \parallel L_1(Y) + L_2(r)$ となる。然るに $M$ の變化は一般に $r$ の變化を伴ふ。即ち $r$ の變化は一部分は $M_2$ を變化せしめることによつて、また一部分は所得 $Y$ 、従つてまた $M_1$ を變化せしめることによつて、新しい均衡を成立せしめる。増加せる貨幣數量が如何なる割合を以て $M_1$ と $M_2$ との間に分たれるかは、 $r$ の低下に對する投資の感應性及び投資の増加に對する所得の感應性如何による。(pp. 199—201. 邦譯、二四一—二四二頁。)かくの如く $Y$ は一部分 $r$ に依存するから、ケインズはまた $M \parallel L_1(r)$ とする。(p. 168. 邦譯、二〇一頁。)  $L$ は一般の意味における流動性選好の函數である。ケインズが利子率を、或は全貨幣量と貨幣保有の欲求とを均等せしめる價格であると論じ、或は $M$ から $M_1$ を引いた貨幣量と投機的動機に基く貨幣保有の欲求とを均しからしめる價格であると説き、利子率と直接關係を有するのは $M$ であるか $M_2$ であるかについて、二様の解釋がなされ得るかやうに述べてゐるのは、かゝる事情によるのであらう。

(一三) Keynes, General theory. p. 173. 邦譯、二〇八頁。

(一四) 資本財の供給量と需要量とを均衡せしめるものは資本財の價格であつて、利子率ではない。利子率によつてもたらされるのは貨幣貸付即ち債權の需要と供給との間の均等である。(p. 186. 邦譯、二二三頁、註。) それゆゑ、利子率を

測るべきものは貸付證券の價格水準であつて、いはゆる參加證券のそれではない。従つてケインズは利子論において前者のみを問題とする。

これに對して、投資の將來の収益が市場の豫想よりも下にあるべく信するものは、流動的現金を保有する充分な理由をもつと考へられるかも知れない。即ち流動性の選好は現金と債權との間においてのみでなく、また現金と投資とに關しても行はれ、従つてこれによつても利子率は影響されると見られるかも知れない。その場合に株式よりも現金または債權が選ばれるべきことは明かであるが、しかし將來の利子率が市場の一般の豫想よりも高いと信ぜられない限り、現金が保有されねばならない理由は見出されない。債權を購入する方が一層有利だからである。(p. 170. 邦譯、二〇三頁、註。) この意味においてケインズは資本財の價格水準と流動性の選好との間には直接的關係を認めない。

(一五) Keynes, General theory. p. 201—202. 邦譯、二四三—二四四頁。



## 第二節 「一般的理論」の特徴

## 一 完全雇傭の前提の排除

「一般的理論」は、その公刊後間もなく、世界の學界に嵐の如き反響を喚び起し、四百頁内外の一著述がかくも世の視聽を集めたことは、恐らくは希有の例に屬するであらうと思はれるほど、到るところにおいて論議の的となつた。未だ知られざる途に沿うて進む著者が、不當に多くの誤謬を避け得るがためには、他の嚴正な批判に俟つの外はないとは、ケインズがその序文の中に述べてゐるところである。この點については、かくの如く多數の論評を聞くことを得て、著者は充分に報いられたことであらう。しかしこの書を著すまでにつゞけられてきたケインズの長い間の學問的争闘と人知れぬ苦心とは、新しい觀念への努力と云ふよりは、むしろ我々の心の隅々までしみこんでゐる古き觀念からの脱却にあつた。曾て、貨幣的理論の基本的諸問題への斬新な接

近の方法を提唱する、と自らうたつた「貨幣論」さへも、今にして思へば、長き歩みの途上における一里塚に過ぎなかつた。されば「一般的理論」を理解しようとするものは、何よりも先づそれがいはゆる古典的理論から如何に離れてゐるかを讀み取らねばならない。反對に、兩者の間に何等かの關聯を見出さうと努めても、そのやうな觀點からは、恐らくは多くの收穫を期待することはできないであらう。我々は最も根本的と思はれるところの三つの特徴を取り上げて見ることにしよう。

「一般的理論」は、需要と供給とによつて決定される價值に關する理論と、貨幣の數量によつて決定される價格水準に關する理論とが、その間に必然的關聯なしに並立せる從來の二元的經濟理論を統合しようとする一つの試みである。貨幣が單なるヴェールとしてではなく、内部構成に不可欠のものとして干與する經濟を對象とする理論が、靜態理論の埒外にあるとすれば、それはまた動態理論の組成への寄與と見らるべきである。もとより、「一般的理論」の中にふくまれるケインズの意圖が、かゝる理論的要求にのみ出づるものとは解されないのであるが、その所論が以上の如き側面をもつこともまた否まれないところである。

「一般的理論」の最も著しい特徴は、古典的理論が過少雇傭の不均衡状態は如何にして發生す



るかと思ふ形において問題を設定したのに反し、それが逆に完全雇傭の均衡状態は如何にして可能であるかと思ふ形において問題を提起し、これに一つの解答を與へた點にある。兩者の差は、一見行論上の相違に過ぎないかの如くであるが、實はそののみにはとゞまらない。前者の方法のみを正當とするハイエクの如き論者は、雇傭されないものの存在する状態はそれ自體一つの問題であり、従つてそれを理論的分析の出發點とすることは許されないとし、完全雇傭の状態を前提とするのであるが、しかしそれによつて不均衡への過程が解明されたとしても、それはたゞ一つの特異な問題に答へたに過ぎない。その場合における生産、投資、貯蓄、利子等の理論は、完全雇傭の前提の下においてのみ成立し得るのであつて、さうでないところの一般的な場合には適用されない性質のものだからである。ところが後者にあつてはかゝる前提を要求しないのであるから、その理論の適用が特殊な場合に限られることはない。ケインズが古典的理論を特殊の理論とし、一般的理論ではないと主張するのはこの意味に外ならない。尤もそれらの多くは、前述のハイエクの如く、完全雇傭の前提を自ら明かに表示してはゐないけれども、しかしその理論を成立せしめるがためには、意識せると否とにかかはらず、後に述べるやうに、この前提を必要條件とするのであるから、ケインズの古典的理論についての解釋は決して不當ではない。

ケインズは完全雇傭の状態を極限の場合と見るのであるが、それでは實際にかゝる状態に到達し得ないのは何故であらうか。それを阻止するのは利子率の作用である。ケインズによれば、若し利子率が常に完全雇傭に相應する投資率を許容する水準にあるとするならば、近代の技術的資源を備へた社會は僅か一代の中に資本の限界能率を殆んど零に近き點まで引下げ得るであらう。<sup>(二)</sup>實際において資本に向ほ稀少性が賦與されてゐるのは、利子率の作用によつてその増加が抑止されてゐるからであり、そのために雇傭量も制限されざるを得ないことになる。しかも利子率を左右する有力な要因は、上述の如き投機的動機に基づく流動性の選好である。貨幣に對するかゝる需要は、貨幣が價値の貯藏たり得ることから結果するものであり、従つて貨幣のこの職能こそ總ての問題を惹起せしめる源となる。このやうに經濟の動向は貨幣によつて本質的に條件づけられるのであるが、かくの如き貨幣の作用は古典的理論が從來殆んど顧みなかつたところのものである。例へばミルに従へば、<sup>(三)</sup>貨幣は一般の商品と同一の價値法則によつて支配され、また貨幣の介在はたゞ一つの交換過程を二つに分裂せしめるのみであり、従つて貨幣の導入によつて生ずる問題はたゞ商品と貨幣との間の交換比率に關してである。しかし、それは如何なる點においても經濟に本質的な影響を與へることはない。貨幣が高き價値をもつに至り、總てのものの價格が下落す



れば、多くの資本は金の採掘に向けられ、その生産量を増加せしめることとなる。また反対にその価値が下れば、鑛山の中には閉鎖されるものを生じ、かくて供給量の制限によりその価値はまた回復するに至る。ミルはかゝる適應が長い期間を要することを認めてはゐるが、しかしそれは生産費の法則が適用されないことを意味するのではない。即ちこゝでは貨幣は必要に應じて少くとも長期においては生産され得るものと見られ、またその生産を支配する法則も他の商品におけると同様であると考へられてゐる。かくの如き事情の下において、貨幣が能動的要因として作用すべき理由は毫も存しない。それは單なる交換手段として、また価値の表彰として、すでに確定せる關係を客觀的に表す職能をもつのみであり、その關係の成立に干與することはない。そこに見られるのは眞に「中立的」な貨幣に外ならない。

貨幣が一般的生産法則に従ふ以上、利子の水準が特異性をもつやうなことはあり得ない。利子率はこの場合、貸付資本の需要と供給とを均衡せしめる價格であると解されるから、その需要の根源たる利潤の大きさに従つて變動しなくてはならない。従つて利子の水準は常に從屬的に定められ、それは投資量に積極的に影響を與へることはない。反対に、投資量と利子率との間には常に均衡的關係が存し、新投資は利子率の側における適合によつて進められる。かくてそこには組織

の緊密性を破るべき何物も存しない。その世界において、經濟活動は同一軌道の上を循環するものと見られるから、將來についての豫想が問題となることはない。

ケインズの理論が古典的理論と根本的に異なる所以は、貨幣的要因の作用に關するこのやうな見解の相違によるものである。ケインズにおけるが如く、貨幣に對する特殊の需要からして利子率が獨自の水準を保つときには、他のあらゆる諸要因はこの利子率に適應しないわけにはゆかない。そのために經濟の全體は貨幣を中心として組織づけられることとなる。これに反して古典的理論における如く、貨幣が中立的なものとして組織の中に導入される場合には、それは常に從屬的要因たるにとゞまり、他の諸要因の動きに對して自らを適應せしめることとなる。

古典的理論が完全雇傭の状態を直ちに前提し得るのは、ケインズの重視するところの貨幣的要因の作用を認めないことの當然の結果である。従つて兩者の對立を別の言葉を以て表すならば、一は貨幣經濟を對象とし、他は實物經濟を對象とするものである。即ち一は貨幣の作用が經濟體制の構成にまで及ぶことを力説しようとするに反し、他は貨幣を單なるヴェールと解し、それを捨象することに聊かの不合理も認めないところのものである。ケインズの説くやうな貨幣の職能は、貯蓄を個々の放資家に任せ、生産を利潤を目的とする企業者に任せる、經濟の組織そのもの



に由来するのであつて、かゝる組織にあつては各人は總て對立的關係にあるから、個々人の經濟はあらゆる變化に對して自らの用意を必要とし、これなくしては經濟生活の安定は寸時も保たれ得ない。流動性の嗜好もかゝる用意の一つの現れと見られよう。

貨幣の經濟に及ぼす影響を重視する説は、勿論他にもその例が尠くはない。とりわけ、ミイゼス、ハイエク、ハッペルラフ、ストリーグル、マハルツプ等によつて代表される維納學派のいはゆる貨幣的景氣論はその典型とも見られる。これらの論者は、貨幣の作用を貨幣數量の問題として取扱ふ點において殆んどその軌を一にする。即ち均衡攪亂の原因を、銀行の非中立的行動に基づく附加的購買力の造出に求め、かくの如き貨幣數量の變化は、云はば需要の一方的變化を現し、それが供給における等しき變化によつて平衡されないことからして、均衡組織の緊密性が弛められると考へる。それらの代表的なものとして、我々は前にハイエクについてその説の内容を検討したのであつた。その場合に、利子率は附加的貨幣量を企業者に需要せしめるに足るだけ、均衡利率よりも低くあらねばならないが、しかし實際の利子率が均衡利率から乖離せるか否かは、一に流通貨幣數量によつて決せられる。換言すれば、銀行が純粹に信用媒介機關として行動し、流通貨幣數量を不變に保つときに成立すべき利率が均衡利率に外ならない。

「一般的理論」においてもこれとは異つた立場からではあるが、貨幣數量の變化の影響は、明かに認められてゐる。貨幣の數量が増加すれば利子率は一般的には低下する傾向を示すであらう。しかしそれには重要な條件がつけられるのであつて、その結果に達するまでには多くの陥穽のあることを見逃してはならない。

ケインズによれば、貨幣數量の増加は、他の事情にして等しき限り、利子率を引下げると豫想され得るとは云へ、社會の流動性の嗜好が貨幣の數量より以上に増大するならば、かゝる結果は見られない。また利子率の低下は、他の事情にして等しい限り、投資の量を増加せしめると考へられるけれども、資本の限界能率表が利子率よりも一層急速に低下するならば、その場合には投資は増加されない。更に投資量の増加は、他の事情にして等しき限り、雇傭を増加せしめるのであるが、しかし消費性向が減退するならば、結果はこれと異なる。また雇傭が増加するならば、諸價格は一部分は物的供給函數の形によつて、また一部分は賃銀單位の騰貴率によつて決せられる度合において騰貴する。ところが産出物が増加し、諸價格が騰貴するならば、これが流動性の選好に及ぼす結果として、一定の利子率を維持するに必要な貨幣數量は増加せねばならない。

反對に、貨幣數量が變らないときでも、流動性函數が變化すれば、利子率は變化するから、銀



行が中立性を保持することは、貨幣の中立性を保證することにはならない。流通貨幣數量または全貨幣數量が不變なときでも、經濟の機構が靜態均衡理論の對象とするが如き様相をとることはない。貨幣の作用はその數量の調整によつて全く中和され得るものではない。従つて貨幣の成立を必然ならしめた個人主義的經濟組織においては、利子率によつて完全雇傭の達成が阻止されることにもまた有機的關係が存せねばならない。

このやうに、貨幣の問題が貨幣數量の問題に限られないとすれば、貨幣統制による經濟統制に一定の限界の存すべきことは明かである。「貨幣改革論」の著者、ケインズが「雇傭の一般的理論」において、貨幣統制の外に國家による經濟統制の必要を説くに至つたのは、かゝる事情によるものと見られる。

ケインズのこの見解は、すでに「貨幣論」の中にもうかがはれ得るところであつて、基本方程式における投資と貯蓄との不均等は、流通貨幣量の變化となつて現れねばならない、とロバートソンやハイエクが主張したのに對して、ケインズが貨幣數量の變化なくして兩者の乖離は可能である、と應酬したことは、我々が前に述べた通りである。しかしその反批判は基本方程式の成立過程と矛盾しないものではなく、従つて未だ一般を説得するに足る確固たる根據をもつてはゐな

かつた。ところが、その見解は「一般的理論」では豫想の方法によつて基礎づけられ、一層明確な形をとつて表現されるに至つた。

- (一) Keynes, General theory. p. 220—221. 邦譯、二六五—二六六頁。
- (二) Mill, Principles of political economy. Chap. 7—9.
- (三) Keynes, General theory. p. 173. 邦譯、二〇七頁。

## 二 豫想の方法の導入

「豫想の方法」が最近、最も重要な役割をつとめてゐるのは、恐らくストックホルム學派の理論においてであらう。それは將來の諸價格についての豫想と不確かさの要因を、理論構成の中に取り入れることによつて經濟の動態を説明しようとする方法であり、この分野における開拓者としてリンダール、ミューダールの名が挙げられる。<sup>(一)</sup>勿論、ストックホルム以外において從來このやうな觀察方法が用ひられなかつたのではない。夙にフィッシャーはその利子論において、<sup>(二)</sup>ナイトはその利潤論において、<sup>(三)</sup>將來に對する豫想を重要な要因たらしめた。マーシャルの原論の



中にもこの點に關して數多くの興味深き暗示が見出され、ピグーの景氣變動論においてもこれについて多くの考慮が拂はれてゐる。しかし最近、特に豫想の問題が各方面において盛んに論せられるに至つたのは、一方ではストックホルム學派の影響と見られ、また他方では均衡觀念の再吟味が必要となつたためであると思はれる。今日において貨幣理論と均衡理論との關係はこの角度から最もよく検討されてゐると云ふことができよう。

ミュルダールは曾て、ケインズの「貨幣論」とハイエクの「諸價格と生産」の中に共通に見出される根本的缺陷は、それらの理論體系が豫想と不確かさの要因を取り入れ得なかつた點にあるとし、そのためにそれらの理論は事實上靜態的とならざるを得なかつたと論じた<sup>(四)</sup>。この批判に答へてハイエクは、豫想の役割を重視する點においては彼もミュルダールの見解と完全に一致せることを辯明し、何が企業者の豫想を決定するか、特に現在のある與へられた變化によつてその豫想が如何に影響されるか、の問題は、これを解くことが甚だ困難ではあるが、それだけにまた重要である、と述べてゐる<sup>(五)</sup>。しかしこの場合にも尙ほハイエクが豫想の正確であるかどうか、即ち豫想の根據にだけ、注意を向けてゐることを見落すことはできない。消費者の側で貯蓄の増加すべきことを示すものではないところの徴候にもとづいて、企業者が投資計畫をたてるならば、

双方の意圖の不一致からして、少くともその何れか一方の期待は水泡に歸するであらう、とするハイエク<sup>(六)</sup>の見解は、豫想を現實に基礎づけられるものとして取扱ふ立場によるのであつて、豫想の構造が獨自性をもつことを認めるものではない。このやうにハイエクにおいて、豫想の問題は正しい角度から受けとられてゐないと云はなくてはならない。ケインズのとつた態度はこれとは全く異つてゐた。

「貨幣論」においても、豫想利潤または損失が變化の主因とされ、企業者の行動は經驗と豫想との混合に基いてゐると説かれたのであるが、しかしこれについての考察が充分でなかつたことは、ミュルダールの指摘した通りであつた。ところが、「一般的理論」では、ストックホルム學派を超えらると思はれるほど、將來に對する豫想に重點がおかれるに至つた。

豫想の問題は先づ短期についてと長期についての二つに分たれる。短期豫想は、製造者が商品の生産に着手するに當つて、その生産が完了したときに得らるべき價格に關するものであり、また長期豫想は、資本設備を擴張するに當つて、その擴張によつて將來得らるべき収益に關するものである。市場の状態について充分な豫想をたてることは殆んど不可能であるにもかかはらず、企業者は常にこれをなさねばならぬ地位にある。従つて長期豫想は獨立變數と看做され得るので



あるが、しかし短期豫想は現在の價格と密接に關係づけられる。だから、消費財産業における經常的な生産活動は一應、現在の價格に依存するものとして取扱はれる。<sup>(七)</sup>

かくて長期豫想が全體の經濟の根本動力となるのであるから、従つて資本の限界能率は現在の収益とは直接何等の關係もたない。それは具體的には株式市場の相場から算定される利廻によつて現されるが如きものである。價值哲學の延長と解される維納學派の資本理論にケインズが承服し得ないのは、かくの如くその思想の本源に越えがたき距離が存するからであらう。エルスウォースは、「一般的理論」における資本の限界能率と株式市場の投機との關係についてのケインズの所説を、重要な、しかも從來忽にせられた問題にはじめて手をつけたものであると批評した。<sup>(八)</sup>それは「貨幣論」における金融的流通と證券市場との關係についての論述を、論敵ハイエクさへも、學界未墾の地を拓くものとして激賞したと照合さるべきである。

將來に關する豫想が決定的な影響を與へるのは資本の限界能率のみではなく、利子率についてもまた同様である。流動性の選好が行はれるのは、現在の市場に反映せる將來の利子率についての豫想が不確かだからである。従つて市場の利子率にて貨幣を貸付けることによつて、財貨に對する流動的支配力を失ふことは、常に多少とも貯蓄者に危懼の念を抱かしめるのであるが、自己

の豫想が市場の豫想と甚しく相違するものは、價值の貯藏として貨幣を需要するに至る。しかしかゝる目的のために使用され得る貨幣數量は、全貨幣數量と所得の水準が不變なる限り、自由に増減し得るものではないから、これに對する需要が變化するときは、利子率の變化となつて現れざるを得ない。されば投機的動機から保有される貨幣量が變化するときでも、その貨幣量それ自体は流動性選好の度合を測るものではない。恐慌時における如く、流動性の選好が鋭く高められるときには、利子率は急騰するけれども、保藏貨幣量にはそれほどの變化は現れない。このやうに豫想の變化は往々にして流動性函數に不連續的變化を生せしめ、それによつてまた利子率にも不連續的變化を惹起せしめる。

貨幣の生産に及ぼす作用が、ケインズにおいて、貨幣數量の變化にのみ歸せられないのはこれがためである。貨幣が價值の貯藏としての職能をつくすことは、餘りにも云ひ古された事柄であるが、それが經濟機構に如何なる影響を與へるかは、從來殆んど不問に附せられてきた。それが偶々問題として取り上げられる場合には、貨幣の流通速度を變化せしめるものとしてであり、従つてそれは結局貨幣數量の變化の問題に吸収さるべきものであつた。その限りにおいて價值の貯藏なる職能は、交換手段なる職能の靜止せる状態に過ぎないのであるが、かゝる觀點から投機的



動機に基づく流動性の選好なる現象を説明することは困難であらう。「一般的理論」の特色は、貨幣論の分野について云へば、それが価値貯蔵の職能に深い意味を與へた點にある。

ケインズの「貨幣論」の實際上の意義が金本位再停止以前の緊縮政策の批判にあつたやうに、「雇傭の一般的理論」の中にかがはれるケインズの所見が、其後における金融界の情勢と密接な關係をもつことは云ふまでもない。英吉利の貨幣制度が第一次歐洲大戰前におけるが如く完全な自動的機構から成り、信用の造出率が金の動きを忠實に反映してゐた時代には、一般の人々は如何なる原理が英蘭銀行の行爲を支配するか、また一定の事情にあつて何が豫期さるべきかを、極めて明白に了知してゐた。然るに戦後、公開市場操作が英蘭銀行の主要な政策となり、自動的制度に代つて貨幣統制が行はれるに及んで、從來のやうな豫見は最早や全く不可能となり、英蘭銀行の行動は「隠された手」によつて導かれるものと見られるに至つた。かゝる事情からして最近における低金利の成行について金融界の人々の抱いた不安は、恐らく過去においてその比を見出し得ないほどであつたであらう。その將來の見透しが重要な影響をもち、流動性の選好が問題となつたことは極めて當然である。ケインズがその理論構成の材料として用ひたのは、かゝる目前の事實であると想像される。利子率の上昇期における作用様式が殆んど説かれてゐないのもこ

れがためであらう。

しかしそのことは直ちに理論の基礎づけの弱點を意味するものではない。ケインズは、かゝる將來に對する不安を貨幣の本來の性質と關聯する一つの現象と見ることによつて、問題を更に一般化してゐる。

ケインズによれば、貨幣は長期においてもまた短期においても、貨幣當局は別として、私的企業の力の關する限り、その生産の弾力性が零であるか或は極めて僅かに過ぎないところのものである。こゝに生産の弾力性と云ふは、或る財貨の生産に用ひられる労働の量が、その財の一單位の支配すべき労働量の増加に對して有する感應性を意味する。貨幣は容易には生産され得ない。即ちその價格が賃銀單位との關係において騰貴するにつれてその數量を増加するために、企業者は任意に貨幣を生産すべく労働を向けることができない。貨幣に具はるこの條件は、不換統制通貨の場合には精確に滿される。しかしまた金本位通貨の場合においても、金採掘が主要産業である國を除き、このやうにして雇傭され得る労働量は、全體の中の甚だ僅かな部分を占めるに過ぎないと云ふ意味において略々さうである。

生産の弾力性を有する資産にあつては、その産出高の増加と共に限界能率は低下する。貨幣の



場合に利子率が容易に低下しないのは、貨幣當局による政策的増加を別とすれば、その供給が固定されてゐるからである。

また貨幣はその代用の弾力性が零であるかまたは殆んど零に等しいところのものである。このことは、貨幣商品（例へば金）が他の製品或は美術品にも用ひられる僅かな範囲を措き、貨幣の交換価値が上るときに他の要因をしてそれに代らしむべき傾向の存しないことを意味する。それは貨幣の效用が専らその交換価値から誘導され、従つて両者は相伴つて騰落すると云ふ貨幣の特性に由来するものである。

かくて貨幣は労働で表されたその価格が騰貴するとき、それを生産するために一層多くの労働を向けることが不可能であるばかりではなく、貨幣に對する需要が増加するときは、それが如何に高價となつてもその需要は他へ轉換されないから、貨幣は購買力を底知れず吸込むところの溜となる。<sup>(九)</sup> <sub>296</sub> <sub>278</sub>

流動性なる屬性は、この二つの特性と無關係ではあり得ない。供給が容易に増加され、或はそれに對する欲望が相對價格の變化によつて容易に轉換され得る財貨については、何人もこれを保藏すべき動機をもつことはないからである。<sup>(一〇)</sup> これに反して、供給が制限され、しかも他の何物を

もそれに代ふることを得ない必要品にあつては、その將來の價格に關する豫想如何によつてこれが保藏の對象となることは自然の理である。ケインズのいはゆる投機的動機も結局においてこの點に根ざすものと見られる。従つてそれは豫備の動機の發展せるものであり、豫備の動機が起らない場合にはその存在の意義を失はなくてはならない。換言すれば、市場で投機的動機から證券取引が行はれる結果、將來の利子率についての一般の豫想が知られることとなり、これによつて豫備のために現金を保藏すべき必要は甚しく減ずる。實際において豫備の動機的作用が著しくないのは、このやうに投機的動機がそれに代つて作用せるがために外ならない。従つて組織的市場の存在しない場合には、豫備の動機による流動性の選好は大に増加せねばならない。<sup>(一一)</sup> 此の意味においては、投機的動機に基く流動性の選好も、將來に對する用意に起因するものと考へられる。ケインズにおける豫想の要因の導入に對しては多くの異論がある。ロバートソンをして云はしむれば、流動性函數なるものは、我々が如何に的確な解釋をそれに與へるにしても、結局においてより幽靈的でない諸の力の反映に過ぎない。<sup>(一二)</sup> 他方、ケインズの最もよき理解者の一人であると思はれるハロッドに従へば、豫想を考慮に入れることは動態理論を特徴づけるものではない。靜態均衡といへどもそれによつて影響されるからである。従つてハロッドは「一般的理論」の體



系を尙ほ靜態的であるとする。<sup>(一三)</sup>レオンティエフの批評もまた略々これに近いものであつて、それによれば、ケインズが巧に用ひた「豫想の方法」は、靜態理論の型を適用することによつて、動態的現象の分析を簡單ならしめようとする一つの試みとして特徴づけられ得る。正統派の數理經濟學者における如く、豫想價格と豫想利率とを、現在或はむしろ過去の價格及び利率の函數と考へることなく、この方法はそれらを獨立の與件であるとする。しかしケインズがそのいはゆる「似而非數理的方法」に對して與へた批判は、この點に關しケインズ自身に返上さるべきもの如く思はれる。それは關係諸要因の間の嚴密な獨立性を假定すべからざるところにおいて假定し、論者をして現實の世界の複雑性と相互依存性を見失はしめる。<sup>(一四)</sup>更に、將來の諸價格に關する豫想が、現實の諸價格の外に、現在の需要を決定する獨立變數を形づくることを認めるロウゼンシュタイン・ロダンさへも、ケインズの見解を極端に走るものとする。<sup>(一五)</sup>

それでは從來、豫想の問題は如何に取扱はれてきたであらうか。ムーア、ヒックス、モルゲンシュテルン、等によつてすでに屢々指摘された如く、一般均衡理論の多くの文獻において、均衡の根本的前提條件が未だ曾て詳細に規定されたことのないのは、まことに不思議とも云ふべきである。豫想と均衡との關係についても最近に至つて漸く問題となつたほどであるが、稍々廣く支

持される說によれば、均衡分析に要請される假定は、すべての人が將來の事象に對して完全な豫見をもつと云ふことである。しかしその場合にはゆる完全な豫見が、ハイエクの説く如く、<sup>(一六)</sup>客觀的與件の變化のみでなく、すべての他の人々の行動をも含むものとすれば、そこには相互的に推定される反作用と、更にそれに對する作用の無限の連鎖を生じ、それが打切られざる間は均衡は成立し得べくもない。さればとて不完全な豫見と均衡状態とが兩立し得るとは考へられない。従つて豫見の完全と不完全とによつて、一般均衡と貨幣的均衡とを區別しようとする説は、<sup>(一七)</sup>支持されがたい、とするモルゲンシュテルンの如き意見の出ること<sup>(一八)</sup>は、當然と云はなくてはならない。結局、これまでの靜態理論はこの點に關して用意を缺いたものと見るの外はないであらう。しかしそれは決して偶然の結果ではない。その理論の對象は貨幣經濟ではなかつたからである。

ケインズは、將來についての變化しつゝある觀察が、現在の状態に影響を及ぼし得る組織に關する理論を、移動均衡の理論と稱し、これを靜態均衡の理論から嚴に區別する。その區別は、不完全な豫想と完全な豫想とによつて境界づけられると云ふよりは、むしろ變化する豫想と固定的な豫想とにもとづくものと解されるのであるが、「一般的理論」が前者に當るものであることは云ふまでもない。ケインズによれば、移動均衡の理論の對象は必然的に貨幣經濟でなくてはならな



いのであつて、我々は變化しつゝある豫想が現在の活動に及ぼす影響を、貨幣なる條件を描いては、論じはじめることすらできない。貨幣の重要性は貨幣がその本質上、現在と將來との間の連鎖たることから生ずるからである。<sup>(二九)</sup>「一般的理論」が貨幣經濟の理論たるべき要請の下に成つたものであることは、この所説からも知られるところであつて、従つてケインズにおける豫想の方法を、この要請との關聯において取り上げてゐない前述の諸評は、たゞその形式に囚はれたものと云ふべきであらう。

- (一) B. Ohlin, Some notes on the Stockholm theory of savings and investments. *Economic Journal*. No. 18—186. March-June, 1937. 参照。
- (二) その最初の文獻は I. Fisher, Appreciation and interest. *Publications of the American Economic Association*. Vol. 11, No. 4. 1856.
- (三) F. H. Knight, Risk, uncertainty and profits. *Post. & N. Y.* 1921. Repr. Lond. 1933.
- (四) Myrdal, a. a. O. S. 384—385.
- (五) Hayek, Profits, interest and investment. Lond. 1939. p. 155.
- (六) Hayek, Profits. p. 144 et seq.
- (七) Keynes, General theory. pp. 46—63. 邦譯、五六—六三頁。「貨幣論」において、消費財の價格水準に關しては、とまれ、貨幣の流れの分岐にもついで、基本方程式がたてられたのに、新投資財の價格水準については、同様な方法に

よつて方程式がたてられなかつたのは、前者の問題とするところは現在の状態であるのに反して、後者のそれは將來に對する豫想であると云ふ事情の存したためであらう。

- (八) P. T. Ellsworth, Mr. Keynes on the rate of interest and the marginal efficiency of capital. *Journal of Political Economy*. Vol. 44, no. 6. 1936.
- (九) Keynes, General theory. pp. 230—231. 邦譯、二七六—二七八頁。
- (一〇) Keynes, General theory. p. 241 n. 邦譯、二九一頁註。
- (一一) Keynes, General theory. p. 170. 邦譯、二〇四頁。
- (一二) Robertson, Alternative theories of the rate of interest: three rejoinders. II. *Economic Journal*. No. 187. 1937.
- (一三) Harrod, Mr. Keynes and traditional theory. *Econometrica*. Vol. 5, no. 1. 1937.
- (一四) W. Leontief, The fundamental assumption of Mr. Keynes' monetary theory of unemployment. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 51, no. 1. 19 6.
- (一五) P. N. Rosenstein-Rodan, The coordination of the general theories of money and price. *Economica*. New series. Vol. 3, no. 11. 1936.
- (一六) Hayek, Profits. pp. 139—140.
- (一七) 德文著 J. R. Hicks, Gleichgewicht und Konjunktur. *Übers. vom Frau M. Berger*. *Zeitschrift für Nationalökonomie*. Bd. 4, Hft. 4. 1933. 参照。
- (一八) O. Morgenstern, Vollkommene Voraussicht und wirtschaftliches Gleichgewicht. *Zeitschrift für Natio-*



Nationalökonomie. Bd. 6, Hft. 3, 1935.

(一九) Keynes, General theory. pp. 293—294. 邦譯、三五四—三五五頁。

### 三 全體的觀察による理論構成

現在と將來とを結ぶところの連鎖たる貨幣の特性が、我々の考慮の中に入れられねばならないのは、社會の全經濟活動が變化しつゝある状態においてであつて、變動のない經濟を想定するならば、時間の要素を問題とすることはおよそ無意味であり、貨幣の能動的作用を重視することも必要ではないであらう。従つて貨幣經濟を對象とする動態理論が、その方法において、靜態理論と異らざるを得ないことは云ふまでもない。後者の取扱ふところは、經濟活動の或る一定の状態における經濟諸量間の相對的關係であり、經濟活動そのもの水準は與へられたものとして前提されてゐる。だから、ここでは價格の理論は個別價格の理論であり、またそれはその本質において相對價格の理論たるの性格をもつのである。價格が貨幣にて現されるときにも、その場合の貨幣

幣は單なる價値の單位であり、完全な中立性の保持者であつて、それ以上のものではない。もとより我々は、將來に關する我々の見解が固定してゐて、しかもそれがどの點から見ても信賴される世界において、資源の各種用途へのどのやうな分配が、正常的な經濟的動機の影響の下に成立する均衡と、一致するであらうかを、考察することはできよう。<sup>(二)</sup>しかし我々がこの單純化された初步的な階梯から、我々の豫想が動搖しがちの現實の世界の問題へ移るとき、こゝでは個々の相對的關係を超えて全體の絶對的大さが問題となり、個々の財貨についての需要供給の關係とは別に、總需要函數と總供給函數の分析が要求されることになる。ケインズが「一般的理論」を、全體としての產出物と雇傭の理論であると稱する所以もまたこゝに存するであらう。

このやうな全體的觀察による理論構成は、貨幣論の分野では、從來これを意圖するとしなむにかかはらず、これまで一般に行はれてきたところであるが、かゝる觀點から最初に貨幣による均衡の攪亂を説いたのはウィクセルであつた。一商品の價格が騰貴するときに、それが通常その商品に對する需要の増加または供給の減少に歸せられることから、ウィクセルが、すべての商品の價格即ち價格水準が騰貴するときにも同様な説明がなされねばならないと考へ、これを貨幣理論の課題として、すべての商品に對する需要の變化の原因を、自然利率と貸付利率との乖離の中



に求めたことは、我々が第一章においてすでに見たところである。すべての商品に對する需要はその供給によつて造られるのであるから、一般的生産過剰なるものはあり得ないとする古典派の立場から云へば、すべての商品に對する需要の獨立的变化と云ふことは全く言葉の矛盾に過ぎないが、これに意味を與へることによつてウィクセルは、相對價格の理論の外に絶對價格の理論の必要を明かにした。ストックホルム學派が全體的觀察を重視するのは、ウィクセル以來の傳統であると思はれる。

しかし貨幣論の分野においても、從來それが一般經濟理論の體系の中に包攝されることなく、常に部分的分析に終始した結果、時として種々の混亂を見ることがあつた。フィッシャーが、個別價格に關して用ひられる需要と供給なる言葉は、價格水準の變動を説明する上には何等の意義ももたないものであるとしたのは、ウィクセルの業績を無視した説とも解されないことはないのであるが、しかしその眞意はウィクセルと同じく相對價格と絶對價格との區別を力説した點に存したであらう。たゞフィッシャーは價格水準の動態を説明しようとする要請をもたなかつたために、かゝる見解をとらざるを得なかつたのであらう。これに對して、一般に物價は單なる個別價格の平均であり、具體的事實を要約するための、現實性を有しない便宜上の數字的概念に外なら

ない、と論ずるものがある。<sup>(三)</sup>即ち、物價は單一の、また獨自の原因によつて決定されるものではなく、個別價格を決定する個々の原因によつて間接的に定められるに過ぎない、従つて價格論の外に物價論なるものは存し得ない、と反駁する。

かゝる見解は、そのいはゆる個別價格が實際は相對價格であるにもかかはらず、名目上貨幣で現されてゐるため、また物價指數作成の方法が個々の價格に基けるために生じた錯覺と見られ、全體的觀察の意味を悟らないものと云はなくてはならない。物價指數は物價なる概念を具體的に現すための一つの方法であつて、すべての商品に對する需要の變化を示すものとしての物價の水準は、かゝる技術的方法によつてその概念を規定されるものではない。

問題はむしろ他の點に在る。即ち、一般的需要の變化を物價の變動によつて測ることが果して適當であるかどうか、假りに適當であるとして、フィッシャーの交換方程式によつて代表されるが如き數量説は、その目的に對して適合してゐるか、どうかである。これに對する解答は、二つとも否定的であらねばならない。ケインズによれば、數量説の成立し得るがためには、流動性函數が均衡状態において常に零であり、また完全雇傭の状態が前提されねばならない。従つて數量説の妥當範圍は極めて特殊な場合に限られる。今、假りに、未使用資源がすべて同質的であり、



その生産能率において代替可能であるとし、また限界生産費の中に計上される労働者の貨幣賃銀が、失業の存在する限り、變らないとすれば、完全雇傭の状態に到達するまでは、有效需要の大きさを表すものとしての貨幣數量の増加に比例するものは、物價ではなくて、雇傭量である。<sup>(四)</sup>勿論實際にはこのやうな假定は成立しないのであるが、しかしそれにしても、全體としての需要の變化を、物價の表面だけで測ることが、如何に困難であるかは、このことから容易に理解されるであらう。「一般的理論」において、總需要が企業者の豫期する収入によつて現され、それが雇傭人員の函數として示されてゐるのは、かゝる事情によるのである。

貨幣經濟の理論は、單に價格の水準のみでなく、その他の經濟諸量についても、その各々の全體としての大きさを問題としなくてはならない。

最近、全體的觀察の要求は、各方面より種々な形において高まりつゝある。經濟理論の貨幣論的再建への努力はその一であり、一般均衡理論における均衡概念の再吟味はその二であり、景氣論の外に經濟理論なしとする主張はその三である。これらの要求は、論者が直面するそれぞれの問題に關聯して各別に提起されたものであり、その視角は必ずしも統一されてゐないのであるが、しかし實はその何れも内面的に關聯をもち、雜然たる要求と見ることを許されない性質のものである。

ある。貨幣論が從來その對象の側から制約されて個別的觀察を行ひ得なかつた唯一の領域であつたことは、やがて貨幣論を經濟學の體系より遊離せる存在たらしめる不幸な結果をもたらしたのであつたが、近時における貨幣論を經濟學の體系の中へ不可缺の構成部分として包攝しようとする努力は、却て反對に經濟學の體系それ自體についての反省を促す機會を與へ、その結果として貨幣的考察の重要性が認められるに至つた。それは即ち全體的觀察の必要を意味するものである。そのために均衡理論がその性格について鋭い批判を受けねばならなくなつたことは、けだし自然の成行であらう。均衡理論は全體として變動しつゝある經濟現象を、その變動の止むべき一點において把へようとするものであるが、その場合に直ちに問題となるのは、かゝる變動への傾向を示さざる状態は如何なる規定をもつかである。その條件が明白な形において示されたことは未曾でなかつた。それ故に最近、例へば豫想の問題に關聯して、前述の如く、均衡の想定は再吟味の必要に迫られることとなつたのであるが、他方においてそれがあらゆる變動を捨象して一つの状態を前提することは、その分析を個別的相對關係にのみ局限することに外ならない。そこに從來景氣論が理論の貧困に悩まねばならなかつた原因が胚胎してゐる。均衡論的個別分析は結局において景氣現象の敘述以上に出ることを得ないからである。かくてまさにあるべき景氣論の成



立こそ、従來の經濟理論にとつて代るべきものであるとの主張を生むに至つたのであるが、それは個別的觀察方法による理論の限界を語る以外のものではない。しかしこれらの要求は、それぞれ一面的にとどまる限り、未だ問題の中心を把へたものとは云ひがたい。それらが統合されるところに、その成立と發展とが約束されてゐるものこそ、とりもなほさず、貨幣經濟の理論でなくてはならない。

かゝる事情の下においてケインズの「一般的理論」が學界の視聽を集めたことは決して偶然ではない。「一般的理論」は全體的觀察による新らしき理論構成の一つの型となり得るものであり、貨幣經濟の理論の輪郭を大膽に指示したものである。

(一) Keynes, *General theory*. p. 293. 邦譯、三五四頁。

(二) Fisher, *op. cit.* p. 180.

(三) この問題をめぐる諸説については、北山富久二郎「物價水準の理論」(昭和十一年刊)、二三一—二九頁、参照。

(四) Keynes, *General theory*. pp. 295—296. 邦譯、三五六—三五七頁。

#### 四 三つの特徴の吟味

「一般的理論」の主たる特徴と見られる以上の三つが不可分の關係にあり、その何れも他のものと結びつくことなしには、本來の意圖が實現されないことは、これまでの分析によつてすでに明かであらう。完全雇傭の前提を除いて、更に一般的に妥當する理論を基礎づけるために、何よりも先づ、完全雇傭以下のどの水準において均衡が見出されるかを、たしかめなくてはならない。そこで、企業者における長期生産計畫としての資本設備計畫に焦點がおかれることになるのであるが、その計畫が必然的に長期豫想によつて導かれるのは、短期豫想或は現在の事實は、たゞそれだけで、その計畫に對する信頼のできる指標とはなり得ないからである。他方で企業者の計畫は、利子率の高さによつて條件づけられてゐるが、その利子率を直接動かすものは、保藏性向であつて、貯蓄性向の反面としての消費性向ではない。現在における消費と貯蓄とへの所得の配分率ではなくて、將來に對する豫想によつて變ずるところの流動性の選好の度合が、利子率を決定する。かくして豫想の要因は二重に我々の考慮に入れられることとなる。不完全雇傭の理論は、



豫想の要因を中核として展開された投資論と利子論とによつて裏づけられねばならない。豫想の要因には、變化する状態においてのみ、意義が與へられるのであつて、従つてそこでの問題は、相互の関係ではなくて、全體の動きである。不完全雇傭の理論はまた當然に全體的觀察を要請するものである。

このやうに密接な關聯をもつところの「一般的理論」における三つの特徴が、高く評價されるべきものであることは、我々がすでに繰返し述べた通りである。たゞしかし、それらの特徴が他の重要な觀點の犠牲において強調されてゐないかについての吟味が、我々に残されてゐるわけであつて、それなしには「一般的理論」を正しく位置づけることはできないであらう。

完全雇傭なる概念を定義することは、一見容易の如くであるが、その實、決してさうではない。ケインズは非自發的失業の存在しない状態がそれであるとして、<sup>(二)</sup>被雇傭者の側からこれを規定し、その雇傭によつて生産される物の側は、これを重視してゐない。そのわけは、被雇傭者にどのやうな仕事が與へられるにせよ、それによつて賃銀の總額が増し、消費支出が増加すれば、生産は刺戟され、その雇傭の行はれなかつた場合に比べて、社會全體としての實質所得は増加する、と云ふことに問題の中心がおかれてゐるからである。もし大藏省が古い壺に銀行券をみだし、それ

を廢坑の適當な深さのところへ埋め、その上を都會の塵芥で表面まで一杯にしておき、個人的企業をしてその銀行券を再び掘出させるならば、最早や失業の存在する必要はなくなり、その反作用の助けによつて、社會の實質所得、従つてまたその富は、恐らく現に存するよりもはるかに大となるであらう。<sup>(三)</sup>この例證はケインズにおける問題の所在をよく表してゐるものと見られる。勿論ケインズはその場合に銀行券を採掘するよりは、例へば家屋を建てた方が賢明であることを認めてゐる。しかしその點は第二次的にしか取扱はれてゐないのであつて、こゝでの主題が消費性向に關してであることは否定されない。

ところで、このやうに被雇傭者の貨幣所得にだけ注意が向けられることになると、同じく完全雇傭と云つても、それは單一の状態を意味するものではない。その雇傭による産出物の種類と數量の異なるに従つて、その中には種々の状態が包含されるわけであつて、その相違はたとへ現在における消費需要への影響には現れなくても、將來における生産力には必然に影響せざるを得ないであらう。この點に關する分析が缺けてゐることは「一般的理論」の一つの缺陷であると云はなくてはならない。

不完全雇傭についてもまた同様であつて、ケインズにおいて雇傭の水準はその時々々の投資と貯



蓄との均等水準によつて表されるのであるが、しかしその水準の高さが同じであることは、次の瞬間における状態を一樣に規定するものではない。投資の中には、固定資本も經營資本も流動資本もふくまれ、貯蓄の中には、その用途の確定したものもあれば未定のものもあり、また用途の確定したものの中にも、短期のものと長期のものがある。その何れの投資と、その何れの貯蓄とが、均等せるかに従つて、變化の方向は當然に異らざるを得ない。かゝる内容を問ふことなしに、たゞ水準の變化だけから、何等かの結論を導き出さうとする場合には、特別の假定をおくことを要する。例へば、社會の消費率を十分の九とすれば、一の投資は一〇の所得増加をもたらすと云ふとき、その投資は流動資本の増加ではないことが假定され、またその場合の貯蓄は最短期のものでないことが假定されてゐる。若しさうでなく、その投資の中に、いつでも消費需要を満足得るところの最終流動財の増加もふくまれるとすれば、所得が一〇も増加することはなく、また貯蓄が最短期のもの、例へば次の所得期間に消費に支出されるものをも包含するとすれば、流動資本以外への一の投資は恐らく一〇以上の所得を増加せしめることになるであらう。

従つて投資と貯蓄との均等の意味をさぐることなく、しかもその均等の内容を問題としないときは、ケインズの説は特殊な場合にのみ妥當するに過ぎないことになり、その「一般的理論」

はいはゆる完全雇傭を前提とする理論に對比するならば一般的であるけれども、不完全雇傭の質的相違をも蔽ひ得るところの理論に對しては、特殊的たるをまぬがれないであらう。我々はこのやうな觀點から次節において更に乗數の理論を吟味しなくてはならない。

ケインズにおける豫想の要因の導入は主として、資本の限界能率とその資産の現在の収益率に依存するものでないことと、利率が貸付資本に對する實際の需要量と供給量との關係によつて決定されるものでないことと、二點を力説しようとするためであつた。これらに關するケインズの所説、わけても「長期豫想の状態」を論じた第十二章は、證券資本主義の弱點を抉つて白日のもとに曝したところの、その洞察力の並々ならぬことを物語つてゐる。しかし豫想と事實との間の距離が強調されたことは、反面においてその間の關聯をめぐる諸問題の重要性が見失はれようとする危険を伴つた。豫想はもとより事實の延長ではないけれども、たゞそれだけを主張するのみでは、單に否定の側を表示したにとゞまり、それによつて豫想とその豫想の形づくられる材料との間の關聯は少しも明かにされてゐない。「一般的理論」の中から、例へば、資本の限界能率と利率との間の相互の關係、或は參加證券の價格と貸付證券の價格との間の關係について、満足な解明の求められないのは、これがためであらう。ケインズは、現金の保有と直接に擇一的關



係におかれるのは、債権の買入であつて、投資物の買入ではないと説くのであるが、その理由は、投資物の豫想収益が市場の期待してゐるよりも低いであらうと信ずる個人でも、彼が更に將來の利子率は市場の豫想よりも一層高くなるであらうと信じない限り、現金の保有よりも債権の買入の方が選ばれるはずだからである、とする。<sup>(三)</sup>こゝでケインズは資本の限界能率が利子率と關係なく變動する場合を想定してゐる。しかもそのことは單にこれに限られるのではなく、長期豫想の状態を説く場合にも利子率は不變なものと假定され、専ら資本の限界能率だけが問題とされてゐるし、また流動性への誘因を論ずる場合には利子率だけが別箇に取扱はれてゐる。しかし兩者の間に必然的な關聯の存する場合もまた可能であつて、ケインズ自らも景氣循環に關する覺書の中では、資本の限界能率の崩壊に伴つて起る驚愕と將來についての不安とが、流動性選好の急激な増進を促し、利子率を騰貴せしめることを認めてゐる。<sup>(四)</sup>

利子率が資本の限界能率の變化によつて變化し得るのと同様に、資本の限界能率の變化もまた利子率の變化に起因することがある。尤もこの點についてはケインズも、利子率の將來における低落の豫想は、今日生産される設備からの產出物が、その設備の存續する期間の一部分の間、一層低い収益で満足する設備からの產出物と競争しなくてはならないから、資本の限界能率を低下

せしめるであらう、と述べてゐるが、<sup>(五)</sup>しかしそれは一つの場合に過ぎない。利子率の低下が經濟の安定を表徴するものと解されるときには、資本の豫想収益に關する確信の度は強められ、資本の限界能率は上昇することがある。

これらは、實際に株式相場と債券相場とがその變化の方向において、同一のこともあれば、相反することもあり、或は何れか一方だけ變動することもある、と云ふ現象からも容易に推測され得るところであらう。「一般的理論」において、それらの關係が不明に残されたのは畢竟、豫想がその材料としての諸の事實から殆んど絶縁されてゐることにもとづくものである。貨幣價值變化の豫想と利子率との關係についてもまた同様であつて、ケインズは前者が直接反作用を及ぼすのは、資本の限界能率であつて、利子率ではない、と説くのみで、たとへ間接にせよ、その間にどのやうな影響があるかは、究明されてゐない。しかしインフレーション下における流動性の選好が重要な一つの問題を提起することは、我々の經驗に徴しても明かなところである。

豫想と事實との關聯についての分析の不充分なことから結果するところの缺陷の中で、とりわけ看過することのできないのは、長期利率と短期利率との間の關係である。ケインズは、債権の期間が明確に特定されてゐる特定の問題を論ずるのでない限り、利子率は諸の利子率の複合を



意味するのが便利であるとして、それら利子率の相互の關係については少しもふれてゐない。しかし利子率の變化は長短利率の間の問題として取扱はれねばならない點があり、それをその間の關係が常に變らないところの一つの複合體と見ることは、解明を要する重要な問題をそのまま、假定し去るに等しい。従つて我々は次章において更にこの點を取り上げて追究しなくてはならない。

全體の量を對象とする理論の觀點が俯瞰的となるのは當然であるが、それが「一般的理論」では更に、變化の過程よりはむしろその後の見透しに重點をおくところの立場と結びついてゐる。企業者の豫期する収入  $D$  が、總供給價值  $Z$  よりも大であるならば、諸の力が兩者を均等せしめるやうに作用し、その均等した量において有效需要量が決定される、と云ふ場合に、ケインズが主として問題とするのは、 $D$  と  $Z$  とがどの水準において均等するかであつて、それがどのやうな過程を経て均等するかではない。投資と貯蓄との均衡、資本の限界能率と利子率との均衡、弱氣の賣と強氣の買との均衡、等についても、全く同じことが云はれ得るのであつて、「一般的理論」における全體的觀察は、概して過程の分析によつて内容づけられてはゐない。その上、これらの均衡はその本質上、靜態理論におけるやうな恆常的、安定的均衡ではなく、一時的、不安定的なものではなくてはならない。いなむしろ、それらは次の瞬間における變化への動因をそれ自らの中

に藏するものとして、特徴づけらるべきであらう。それにもかかはらず、「一般的理論」全體を通じて、それらの不安定性よりは、どちらかと云へば、安定性の方が重視され、従つて、完全雇傭の水準における均衡と、不完全雇傭の各水準における無數の均衡とが、あたかも同一系列に屬するものとして取扱はれ得るかのごとき印象が與へられる。それは完全雇傭の必然性を否定しようとして、不完全雇傭の或る一定の水準の持続性が強調され過ぎたがためであらう。我々が「貨幣論」から「一般的理論」へ移つたときに、後者には前者に見られるやうな短期理論的特徴が失はれたのみでなく、やゝ靜態理論化したかの如き錯覺に一時陥ることのあるのは、このやうに過程の分析を経ないで直ちに均衡の成立が豫想され、しかもその均衡がかなり安定的なものとして説かれてゐることによるのであらう。乗數の理論に對して、しばしばそれが靜態的であると云ふ非難が投せられるのは、一部分は均衡の不安定的側面の解明が充分でなかつたことに起因するものと見られ、またその利子論が現象の表面的觀察に終始して、確固たる基礎を缺くかの如く批評されることのあるのは、恐らくは弱氣の賣と強氣の買とが均衡するまでの過程の分析が缺けてゐるがためであらうと思はれる。全體的觀察方法は變化の過程の分析と相容れないものでは決してない。俯瞰的立場は對象が靜止してゐるときにのみ意義があるのでなく、むしろ反對に變化し



つゝある対象を迫及しようとするために、俯瞰的觀察が要求されるのである。我々はこの點を充分に考慮に入れて、乗數の理論と利子の理論とを更に展開することにしよう。

- (一) Keynes, General theory. pp. 15—16. 邦譯、一九—二〇頁。
- (二) Keynes, General theory. p. 129. 邦譯、一五四—一五五頁。
- (三) Keynes, General theory. p. 170 n. 邦譯、二〇三頁註。
- (四) Keynes, General theory. p. 316. 邦譯、三七八頁。
- (五) Keynes, General theory. p. 143. 邦譯、一七一頁。
- (六) Keynes, General theory. p. 167 n. 邦譯、二〇〇頁註二。

### 第三節 乘數の理論

#### 一 カーンにおける雇傭乘數

ケインズの「貨幣論」における基本方程式に親しんだものは、「雇傭の一般的理論」においてその觀點が著しく改變され、最早や基本方程式の中に展開された思想の線に沿つて問題が把へ得なくなつたことに、一度は物足りなさや愛惜の念を禁じ得ないであらう。それほど基本方程式は重要な、また應用の範圍の廣いものであつた。従つてその思惟形式は、ケインズ自らがそれを放棄したことは關りなく、今後も恐らくはその形式に依據して、問題への接近が企圖されることがあるに相違ない。基本方程式がこのやうに客觀的に獨立した意義をもつに至つたのは、もとよりその構成と表現の非凡であつたことによるものであるが、考察の様式から見て投資と貯蓄との乖離を經濟變動の主因としたことが、一般に容易に受け入れられる性質のものであつたこともまた



否まれないところである。そのことは反面において、我々がどれほど長い間、個別的・客體的理論の上に育てられ、それに慣らされてきたか、を物語るものに外ならない。従つてその立場から全體的・主體的なそれへの移行は、とりもなほさず、今日における支配的見解からの解放であり、それが情性的反抗に遭遇することは、むしろ當然であらう。勿論、投資と貯蓄との関係は、所得、投資、貯蓄、等の諸概念を如何に規定するかに従つて種々に表現され得るのであつて、その限りそれは單に形式の問題であり、内容に關することではない。しかし投資と貯蓄との均等または不均等なる形式を通じて、何を、如何なる角度から解明しようとするかを、換言すれば一定の形式が如何なる内容の特徴づけるかを究めるならば、問題はその範圍にとどまるものではない。投資と貯蓄との一見形式的な関係が、最近種々の方面において、また新らしく論議されるに至つたのも、かゝる事情の伏在するがためである。

實際、投資と貯蓄との關係についての「貨幣論」における見解と、「一般的理論」におけるそれとは、これを明確に區別することは困難であらう。それと云ふのは、基本方程式に關して二つの立場からの解釋が、それぞれ充分な理由の下に許され得るからである。その一は、方程式展開の過程を跡づけることによつて、その意味を理解しようとする立場であつて、それは結局貨幣の流

れの分岐を追及して行くことに重點をおく方法である。ケインズ自らの思想發展の出發點たりしものがまさにこれであつたことは、すでに述べた通りである。その二は、方程式展開の過程とは關係なく、その結論を經濟主體の種々の性向を中心として解明しようとする方法であり、この場合には貨幣數量の變化は從屬的な意義をもつに過ぎない。ケインズが「貨幣論」執筆中に最後に到達した思想もまたかゝる觀點に立つものであり、その到達點を更に出發點として構成されたのが「一般的理論」にはかならない。前述の如く、「貨幣論」が全體として統一を缺き理論的に混雜してゐるのは、この二つの立場が完全に整理されなかつたからである。従つて「貨幣論」と「一般的理論」における投資と貯蓄との關係についての所説の相違は、一部分はすでに「貨幣論」の中に相容れない思想としてふくまれてゐたわけである。基本方程式に對して異つた解釋が與へられ得るのはこれがためであるが、しかし「一般的理論」によつて引繼がれたその觀點に關する外に、「貨幣論」は不完全雇傭の状態を對象とする一般的理論としての用意を缺き、また全體的觀察の態度において徹底してゐなかつたために、基本方程式は遂に放棄されねばならなかつた。その弱點は、乗數の理論との比較において、最もよく表されるであらう。

貯蓄を資本形成の本源と見る説は古くから行はれてきたのであるが、社會全體における貯蓄が



年々如何にして發生し、その量が如何にして定められるかについては、最近に至るまで殆んど問題として提起されることさへもなかつた。それらの説に反對して、投資を伴はない貯蓄が空しく費されることを主張したケインズの「貨幣論」もまたその例外ではなかつた。もとより貯蓄を利子率の函數として取扱つた論者は多數に存し、「貨幣論」におけるケインズもまたその一人に數へられるのであるが、<sup>(三)</sup> 假りにかゝる見解が個人について妥當するとしても、それを以て直ちに社會全體における貯蓄の量を律することはできない。一個人における貯蓄の増減は當然に他の個人の所得を變化せしめ、従つてその貯蓄にも影響を及ぼさざるを得ないからである。このやうに貯蓄の理論が少しも展開されてゐなかつたことは、投資と貯蓄との關係についての學説を紛糾せしめた主たる原因であり、また信用造出の作用について誤れる見解を流布せしめた所以であると考へられる。投資の源泉として貯蓄を重視する説と、銀行信用の作用を強調する説とが、對立してゐたのも畢竟、貯蓄に關する考察の一方に偏せるがためであらう。

これに對して最初に投資と貯蓄との均等關係を明かにし、貯蓄の理論に新らしき展望を與へたのはカーンである。カーンはケインズの「貨幣論」の公刊後間もなく、失業對策としての公共事業の効果を、「貨幣論」の中に含まれる思想の型に従つて研究したのであるが、その間にかゝる事

業の金融の問題に關し、「貨幣論」を超える收穫を得たのであつた。即ち、政府は公共事業の遂行そのことの中に、調達さるべき資金の源泉をつくりつゝある、換言すれば貯蓄の量は常に投資の量によつて規定されると云ふ關係が見出された。この偶然の所産によつて、ケインズは「一般的理論」の構成上、一大支柱を與へられたと云つても過言ではない。<sup>(三)</sup> そこで、ケインズにおける乗數の理論に入る前に、先づカーンの説を取り上げなくてはならないであらう。

失業對策として公共事業を起すべきことを主張するものは、新らしく雇傭される労働者の賃銀からの支出が、有效な反應を生ずることを屢々力説するけれども、その反應を具體的に見積ることとは從來殆んど試みられなかつた。カーンは「國內投資の失業に對する關係」なる論文において、これまでゆるがせにされてきたこの問題について、その見積の方法の大體の方針を示し、かゝる公共事業の効果が一般に認められてゐるよりも一層大なることを證明しようとした。その方法は次のやうである。

増加せる投資に關聯して必要とされる増加せる雇傭を第一次雇傭と稱するならば、その中には直接の雇傭と、新投資に要する原料の生産及び運搬のための間接の雇傭とがふくまれる。ところで、第一次雇傭に伴つて生ずる賃銀と利潤からの増加せる支出に應ずるために、消費財の生産は



増し、こゝでもまた貸銀と利潤とが増加する。その影響は、強度においては減するけれども、次第に廣き範圍に波及してゆく。かくの如くして消費財の生産のために増加される雇傭を第二次雇傭と稱するならば、第一次雇傭に對する第二次雇傭の比が、いはゆる有效な反應の尺度である。

カーンは以下、政府の道路への支出を例にとるけれども、しかしそれは單に説明の便宜のためであつて、その所論は政府によつて直接行はれる投資だけにその適用が限定されるものでもなければ、また道路の開拓が特に望ましい投資形態であることを意味するものでもない。更に政府の活動による失業者の減少は、他の何れかの方面においてそれに等しい失業者の増加を伴ふであらうと云ふ反對説に備へるために、カーンはこれに必要な資金は課税によつてではなく、借入によつて調達されるものと假定する。これに對してはまた、かゝる借入は他の投資に利用され得る資金をそれだけ枯渇せしめるであらうと考へられるかも知れない。しかしその主張に何等かの意義があるとしても、それが普遍的には適用され得ないことは明かである。蓋し、正常的な投資の流れに對して少しも影響を與へることなしに、銀行は政府に對して道路の費用を前貸し得る能力を有するからである。若し政府が銀行からの借入によつて資金を獲得すると考へた方が理解し易いならば、そのやうに假定してもよい。しかし後に明かになるやうに、かゝる假定は實際に必要ではな

い。道路の開拓と同じ歩調で、資金は道路の費用を支拂ふに要するだけ、種々の源泉から解放されるからである。しかし銀行の聰明な協力を要することは勿論である。中央銀行の目標は、金本位の維持と一致する限りの雇傭の最大量を達成するにあると假定される。雇傭の増加から結果すべき銀行券流通の増加と經營資本に對する需要の増加とを口實にして信用の制限が行はれるならば、雇傭を増加すべきあらゆる試みは無効となるであらう。尙ほ失業者減少の結果として、また失業者減少に伴ふ物價騰貴の結果として、貨幣貸銀が引上げられることはないと假定する。

今、雇傭される各労働者の受取る賃銀をWとし、また労働者一人が雇傭される毎にそれに伴つて生ずる利潤をPとし、更に労働者一人の雇傭に伴ふ原料と未完成財の輸入増加額をRとする。問題を簡單にするために、WとPとは第一次雇傭についても第二次雇傭についても同一であると假定する。

労働者が一人雇傭される毎に、労働者の賃銀から  $nW$  の、またその雇傭に伴つて増加せる利潤から  $nP$  の、國內において生産される消費財への支出額の純増加を來すとすれば、その増加の合計は  $nW + nP$  である。この増加が直接更に幾何の雇傭量を附加し得るかと云ふに、時間的關係を問題外に措き、總てが落着いた終局の状態においては



$$\frac{mW + nP}{W + P + R} \lambda$$

$$= \frac{m}{W + P + R} \frac{W}{W + P + R} + \frac{n}{W + P + R} \frac{P}{W + P + R} = (\text{例へば}) k \lambda \dots \dots \dots (1)$$

である。従つて第一次雇傭の各労働者に對し、第二次的に雇傭される労働者の數は

$$k + k^2 + k^3 + \dots$$

$$= \frac{k}{1 - k}$$

である。されば第二次雇傭の第一次雇傭に對する比は

$$\frac{k}{1 - k} \dots \dots \dots (2)$$

である。

失業者の消費支出は、失業保険基金、地方當局、慈善、借入、友人親戚等からの補助、過去における自己の貯蓄等、種々の源泉から出るものであるが、その源泉の如何を問はずこれを假りに失業手當と呼ぶならば、失業者が雇傭されるときは失業手當は節約される。しかしこゝではその節約は社會の他の成員の消費を増加せしめる結果をもたないものと假定する。失業者の支出、即ち

失業手當をUとし、失業者が雇傭されたときの所得の増加額の中で、m'の割合だけが國內において生産される消費財の購入に充當されるとするならば

$$m'(W - U) = mW$$

$$\text{即ち } m = m'(1 - \frac{U}{W}) \dots \dots \dots (3)$$

これからして、道路の開拓に雇傭される總ての労働者につき、第二次雇傭は、第一に失業手當の貸銀全額に對する割合、即ちU/Wが小なれば小なるほどその量が大なること、第二に雇傭される労働者がその所得の増加額の中で、國內生産品に充當する割合、即ちm'が大なれば大なるほどその量が大なること、第三に生産の増加に伴ふ利潤の増加額の中、國內において生産される消費財に費される割合、即ちnが大なれば大なるほどその量が大なること、第四に増加せる生産の必要とする原料品の輸入の割合が小なれば小なるほどその量が大なることが知られる。(五) されば一國が封鎖經濟に近づけば近づくほど、第二次雇傭の第一次雇傭に對する比は大となる。極限の場合として、完全な封鎖經濟組織を想定し、更にそこには失業手當なるものが全く存せず、且つ生産の増加に伴ふ利潤の増加がその額において無視され得るほど小であるか、或はそれが總て消費



に充てられるものとすれば、道路開拓のために一人の労働者が雇傭されるときは、残餘の失業者は全部第二次雇傭に採られることとなるであらう。

第一次雇傭の人員をNとすれば、全體の雇傭の増加は方程式(2)によつて

$$N\left(1 + \frac{k}{1-k}\right) = \frac{N}{1-k}$$

となる。

雇傭される各労働者について、失業手当の節約はUであり、原料及び未完成財の輸入増加額はRであり、新らしく雇傭された労働者の支出から結果する完成財の輸入増加額は $(1-m)(W-U)$ であり、未消費利潤の増加額と新らしく生ずる利潤から購はれる完成財の輸入増加額との和は $(1-m)P$ である。これ等を合計すれば次の如くである。

$$U + R + (1-m)(W-U) + (1-m)P$$

$$\text{方程式(3)により} \quad = W + P + R - (mW + nP)$$

$$\text{方程式(1)により} \quad = (W + P + R)(1-k)$$

然るに前述の如くN人が第一次雇傭に採用されるときは全體の雇傭の増加は $\frac{N}{1-k}$ であるから、

以上の項目の全體における總計は $(W + P + R)(1-k)$ に $\frac{N}{1-k}$ を乗じたもの、即ち $N(W +$

$P + R)$ であらねばならない。それは第一次雇傭の生産物の價值、換言すれば政府が道路に投じた費用に外ならない。そこで次の如き關係が成立する。

投資の費用 = 失業手当の節約 + 輸入の増加 + 未消費利潤の増加

失業手当の支拂はマイナスの貯蓄である。従つて失業手当の節約は貯蓄への附加と見られる。また輸入の増加はケインズの「貨幣論」におけるいはゆる外國投資の減少、従つてまた全投資の減少を意味する<sup>(六)</sup>。更に未消費利潤の増加は貯蓄への附加に外ならない。即ちこの式の現すところは投資と貯蓄との均等關係である。

カーンによれば、この關係は無限幾何級數の總和を求めた單なる論理的歸結ではなく、現實に自明の性質をもつものであり、ミイドの云ふところの一般的關係、即ち供給が完全な弾力性をもつことなく、従つて雇傭の増加に伴つて物價の騰貴する場合をも包括する關係の一つの特殊な場合である。最も一般的な形式におけるミイドの關係は次の通りである。

投資の費用 = 失業手当の節約 + 輸入超過の増加 + 未消費利潤の増加 + 物價騰貴による貯蓄額の減少



この関係は、政府によつて道路開拓者に支拂はれる貨幣は、方程式の右邊における諸項によつて示される袋小路の一つに達するまでは手から手へと流通しつゞけると考へることによつて、演繹的に推論され得るところである。これを基礎として利用することによつて、消費財の供給の弾力性がどのやうであるときにも適用され得るところの、第二次雇傭の第一次雇傭に對する比についての公式を演繹することが可能であらう。

この関係は、道路の費用を支拂ふために使用され得る貨幣的源泉について苦惱する人々に、直ちに慰藉と安堵とをもたらすであらう。輸入超過の増加は、金が目立つて流出しないとすれば、外國への貸出の減少に等しい。従つて銀行制度以外に人がその源泉を求めらば、それはまさに必要なだけ供給され得ることになる。道路の費用は、失業手当の節約と外國貸出の減少と未消費利潤の増加との和から、貯蓄<sup>(七)</sup>の減少を差引いたものに等しいからである。

我々の當面の問題たる投資と貯蓄との關係に還り、失業手当と國際流通に關する項目を除外して、以上のカーンの所説を要約すれば、先づ方程式(1)は次の如くなる。

$$\frac{W+nP}{W+P} = \frac{W}{W+P} + n \frac{P}{W+P} = k$$

$n$ の値は専ら $n$ に、即ち利潤の幾何が消費に支出されるかに依存する。

未消費利潤 $(1-n)P$ はこの方程式からして、 $(W+P)(1-k)$ に等しいことになる。従つて $N$ 人が第一次的に雇傭されるときには、その總計は $N(W+P)$ となる。かくて未消費利潤、即ち貯蓄は投資に等しい。たゞ利潤が全部、消費に充てられるときは $n=1$ であり、従つて貯蓄は零である。この場合には第二次雇傭の第一次雇傭に對する比は無限大となる。しかし個々の企業者の利潤の中で、如何に僅かでも、消費に支出されない部分があるとすれば、全體の投資と貯蓄とは等しくなる。 $n$ が大になれば $n$ も大となり、 $(1-n)$ は小となるのであるが、しかしそれだけ $\frac{1-n}{1-k}$ の値は大となり、従つて貯蓄の總額 $N(W+P)$ は $n$ 、従つてまた $n$ の値によつて動かされることはないからである。

カーンにおける貯蓄の源泉は企業者の利潤に限られたのであるが、しかし理論上其他の所得形態が排除さるべき理由は存しない。ケインズにおける消費性向は、これを更に一般化して、主體の側から規定した概念に外ならないのであつて、それは即ちカーンの $n$ に相應するところのものである。

(一) その一例として我々は、中山伊知郎「發展過程の均衡分析」(昭和十四年刊)を挙げる事ができる。この勞作は、投



資と貯蓄との均等によつて、発展をふくむ経済均衡なる概念を規定しようとする試みであるが、これについては我々は後に若干その内容を吟味する機会をもつであらう。

- (二) Keynes, Treatise. Vol. 1. p. 201. 参照。
- (三) ケインズはすでに「繁榮の道」The means to prosperity. Lond. 1933. の中でこの乗数の理論を採用してゐる。
- (四) R. F. Kahn, The relation of home investment to unemployment. Economic Journal. Vol. 41. June, 1931. pp. 173—198. 尙ほ Kahn, Public works and inflation. Journal of the American Statistical Association. Vol. 28, New Series No. 181 A. 参照。

(五) カーンはクラフクによつて提供された英吉利に關する統計的材料に基いて (C. Clark, National income and outlay. Lond. 1937. 参照) 以上の諸方程式の中に含まれる諸量について概算を試みる。先づ第一に  $\frac{R}{W+P+R}$  を十分の一と見積り、次いで  $\frac{P}{W+P+R}$  を十分の七、 $\frac{P}{W+P+R}$  を五分の一とする。また失業者が雇傭されるとき、その所得の増加額の六分の一を輸入完成財の購入に充當し、従つて  $m$  は六分の五であると見る。更に失業手當の貸銀全額に對する割合、即ち  $\frac{U}{W}$  は二分の一よりは小なるべく、また  $n$  は少くとも三分の一以上であると推定する。

次の表は最後の欄における第二次雇傭の第一次雇傭に對する比の値が、 $\frac{U}{W}$  及び  $n$  の値の異なるに従つて如何に變ずるかを表したものである。

カーンによれば、第一列は恐らくは過大であり、また最後の列は恐らくは過小であらう。實際においてその比は四分の三よりも稍大なるものの如くである。

以上は消費財の供給が問題となる範圍において完全な弾力性を有することを假定した場合についてであるが、しかしその假定は事實に一致しないものであるから、この點、若干の斟酌を要する。しかしカーンによればこれがために比の値が

著しく變化するが如きことはない。

$\frac{U}{W}$	$n$	$m = m'(1 - \frac{U}{W})$	方程式(1)により	$\frac{k}{1-k}$
$\frac{3}{7}$	$\frac{3}{4}$	$\frac{10}{21}$	$\frac{29}{60}$	$\frac{29}{31} = .94$
$\frac{3}{7}$	$\frac{2}{3}$	$\frac{10}{21}$	$\frac{7}{15}$	$\frac{7}{8} = .88$
$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$	$\frac{5}{12}$	$\frac{47}{120}$	$\frac{47}{73} = .64$
$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{3}$	$\frac{5}{12}$	$\frac{43}{120}$	$\frac{43}{77} = .56$

(六) Keynes, Treatise. Vol. 1. pp. 131—132. 参照。

(七) ここにはゆる貯蓄は、基本方程式における  $S$  に相當するものであつて、「一般的理論」における貯蓄を意味するものではない。

## 二 被乗數としての純投資



カーンにとつてはじめて経済理論の中に導入された乗数なる概念は、投資財産業における第一次雇傭の一定の増加量に伴ふ全雇傭の増加量の比率を表すものであつて、ケインズはこれを $\lambda$ とし雇傭乗数と呼んでゐる。即ち投資の増加量 $\Delta I$ が投資財産業において第一次雇傭の増加量 $\Delta N_1$ を伴ふとすれば、 $\Delta N_1$ と全體の雇傭の増加量 $\Delta N$ との關係は、 $\Delta N = \lambda \Delta N_1$ によつて示される。この雇傭乗数 $\lambda$ と「一般的理論」における投資乗数 $k$ とが一般的に相等しかるべき理由はない。一部門の産業における雇傭の増加量が、それを生ぜしめた需要の増加量に對する比率は、他の部門の産業におけるその比率と必ずしも同一ではなく、従つて各種産業について、總供給函數の關聯部分のそれぞれの形は、それが同じである場合におけるが如きものである、と假定するわけにはゆかないからである。しかし、こゝに含まれる中心の觀念を明かならしめるためにケインズは便宜上、 $k = \lambda$ なる單純化された場合を取扱つてゐる。

このやうな二つの乗数の間の、云はば技術的な問題は別としても、尙ほそこには看過しがたい相違がひそんでゐる。カーンの關心は専ら乗数の値に向けられ、投資の効果の量的確定が中心の論點となつてゐる。従つて一方では、被乗数は常に與へられたものとして假定され、その量的或は質的變化は問題外におかれると共に、他方では、時間的経過を跡づけることなく、たゞ終局

の状態だけが考察されてゐる。そのために、カーンにあつて投資と貯蓄との均等は、結局において成立する關係となるのであつて、それはすべての要因が作用しつくしたときに、はじめて見られるところのものに外ならない。この點からして、カーンの説は靜態的であると云ふことができよう。それに反してケインズは、あらゆる瞬間に繼續的に、時の遅れなしに、妥當する論理的な關係と、時の遅れを伴ひ、ある期間を経て後に完全な影響の現れる、實際上的結果とを區別する<sup>(三)</sup>。この場合の乗数の理論は、投資の効果を測らうとする實際的な要求の外に、貨幣經濟における變動が必然的にとるところの一つの基本的形式を把へようとする理論上の要請をもつものである。従つてその形式としての投資と貯蓄との均等は、單に終局の状態においてのみではなく、變化のあらゆる過程において成立するものでなくてはならない。こゝではその理論は動態的性格をもつのであつて、乗数の値と共に被乗数の構成が問題となる。

カーンにおいて、乗数は種々の統計から推定されるにとゞまり、これを規定する要因は究明されなかつたのに反して、ケインズがそれを消費性向なる概念と理論的に關聯づけようとしたのも、このやうな相違の存するがためであらう。たゞケインズの説くところは、理論上の性格についても實際上的金融との關係についても、甚だ不充分であつて、そこには以上の如き觀點からの修正



と加工の餘地が残されてゐる。

投資と貯蓄との均等は、直接乗数の理論とかかはりなく、一應は「一般的理論」における諸概念の定義からも、當然に導き出される關係である。前述の如くここでは、所得は經常産出物の價值に等しく、經常投資は經常産出物の中で消費されない部分の價值に等しく、また貯蓄は所得の中で消費を超える部分に等しいと定義されてゐるから、これを基本方程式の符號で近似的に表すならば

$$E = \pi \cdot O = P \cdot R + P \cdot C$$

$$I (= P \cdot C) = \pi \cdot O - P \cdot R$$

$$S = \pi \cdot O - P \cdot R$$

となり、従つてIとSとは相等しい。このやうに投資と貯蓄との均等が常に成立するのは、所得が基本方程式における如く生産費と相等しいものではなく、更に企業者の所得即ち利潤をも含むからであるが、しかしそれは單に表面的な相違に過ぎない。それ以上に内面的な意義を見出すためには、かゝる均等が如何にして成立するかをその過程について吟味することを要する。

そこで例へばある産業部門で資本設備の擴張が行はれると假定しよう。その價值をIとすれば、

それによつて資本財部門の企業者及び生産參與者の所得はそれと同額の $E_1$ だけ増加する。資本財でも、消費財でも、すべて生産物の價值は、假りにその中の三分の二が持續的資本財から移轉された部分であるとすれば、Iだけの價值が新らしく造出されて純投資となるためには、資本財の總生産高即ち總投資はその三倍に上らねばならない。換言すれば、それだけの總投資が行はれるときにはじめて、資本財部門における所得は $E_1$ だけ増加することになる。その所得の一部は貯蓄され( $S_1$ )、残りは消費財の購入 $P \cdot R_1$ に充てられる。今、均衡的な場合を想像すれば、消費財部門の企業者はかゝる需要の増加を完全に豫想することを得て、それに應ずべく豫め自己の部門における生産の増加をはかるであらう。しかしその場合の増加高は資本財部門からの第一次附加的需要を満すだけでは不充分である。何故なれば、その生産の増加は消費財部門における生産參與者の所得を増加せしめるばかりでなく、消費財の生産に必要な資本財の購入によつて資本財部門における所得をも第二次的に増加せしめ、更にそれによつて消費財部門の所得が第二次的に増加され、以下そのやうな過程が反復されるからであり、その都度、消費財に對する需要が附加されるからである。總ての需要を充すに足る増加量は、消費財部門の企業者の收支が均等する點における生産量でなくてはならない。ところで、その支出の第一は資本財の購入に對してであるが、



それだけがまた資本財部門において第二次以下の所得となるためには、その三倍に相當する總投資が必要とされる。支出の第二は、消費財部門における生産參與者に對する報酬の支拂である。これら二つの支出は何れも所得 $E_2$ となつて、その一部 $P.R_2$ は消費に向けられ、残りは貯蓄 $S_2$ となる。従つて企業者の支出はそれ自體収入を伴ふのであるが、しかし、それは單に一部分に過ぎないのであつて、貯蓄 $S_2$ に相當するだけは、企業者のもとに還流しない。ところがその収入は、 $P.R_2$ の外に、資本財部門からの第一次需要 $P.R_1$ が加へられるのであるから、貯蓄 $S_2$ と第一次需要 $P.R_1$ とが相等しければ、企業者の収入と支出とは相償ふことになる。それ故、消費財の均衡増加量は、 $P.R_1$ に等しい附加的貯蓄 $S_2$ を生せしめるだけの附加的所得 $E_2$ を與へることによつて生産され得る量であらねばならない。 $P.R_1$ が $S_2$ よりも大であるならば、消費財に對する資本財部門からの第一次需要 $P.R_1$ と、兩部門からの後次需要 $P.R_2(=E_2-S_2)$ との和は $E_2$ よりも大となり、消費財部門の企業者は利潤を得ることになるのであるが、それは供給が尙ほ需要に及ばないことに外ならないからである。反對に $P.R_1$ が $S_2$ よりも小であるならば、 $P.R_1$ と $P.R_2$ との和は $E_2$ よりも小となり、供給が需要を超過するため消費財部門の企業者は損失を蒙る。今假りに社會の貯蓄率を平均して所得の十分の一とすれば、 $S_2$ を $P.R_1$ に等しからしめるためには、 $E_2$ を $E_1$ の九倍

だけ増加せしめることを要する。 $P.R_1 = \frac{9}{10}E_1 = S_2 = \frac{1}{10}E_2$ となるからである。換言すれば、消費財部門の企業者は、最初の純投資の九倍に當る生産費を支出して消費財の生産を増加することによつて、即ち第一次所得の九倍に相當する後次の所得の發生によつて、はじめて消費財に對する需要の増加に完全に應ずることができる。然るに $I = E_1 = P.R_1 + S_1$ であり、また $P.R_1 = S_2$ であるから、 $I = S_1 + S_2 = S$ となり、投資と貯蓄とは均等する。かゝる關係が成立するのは、以上に見た如く、所得がこのやうな關係を成立せしめるやうに變動するからである。公衆が彼等の増加せる所得の一部を消費しようとするため、増加せる投資に充分に相當するだけの貯蓄の餘裕を、所得の新しい水準が供するまで、産出高は刺戟されるであらう、とケインズが述べてゐるのはこの意味であり、また貯蓄と投資との間の均等を保證するものが利子率ではなく、所得の水準であることを主張する點に自説の本來の斬新さがあると述べてゐるのも、以上の如き關係を力説したものと解される。

以上は何れも、資本の價值が完全に維持され、また消費財部門における生産活動が、企業者の完全な豫想によつて、資本財部門における生産活動と時間的開きなしに歩調を合せて増減する場合であるが、實際においてはもとよりかくの如く均衡的たるを得ない。例へば、資本財部門の一



企業者が生産參與者に對する報酬を一〇〇支拂つて、三〇〇の價値の資本財を生産して、これを他の企業者に賣却しその代金を受取つたにもかかはらず、何等かの理由からして、その生産のために生じた資本の減價二〇〇を補填しなかつたとすれば、企業者の手には二〇〇の貨幣資本が残ることになるのであるが、その場合に一方では三〇〇の新投資が行はれるけれども、他方では二〇〇の資本價値の減少を生ずるから、全體としての純投資は一〇〇に過ぎない。それと同様にまた例へば、消費財部門の一企業者が既存の資本設備を一層集約的に使用することによつて、増加せる需要に應じ、このやうにして得た代金の中で資本勘定に屬するものを現金の形態で保有し、資本設備の價値減少をそのまま放置するとすれば、それは負の投資に外ならないから、全體としての純投資を計算するときには、他の企業者における正の投資からそれだけが差引かれなくてはならない。假りに各企業者における正の投資だけを合計したものを全投資と稱するならば、實際において被乗數となるのは全投資ではなくて純投資であり、全投資から負の投資を現すものとしての貨幣資本の増加高を差引いたものである。従つて、實物資本の貨幣資本への、また貨幣資本の實物資本への、轉化の遲速は、當然に被乗數の變化とならねばならない。ところで、社會全體から見て、貨幣資本の實物資本への轉化は、それだけの貨幣が所得となることであり、反對に實

物資本の貨幣資本への轉化は、それだけの貨幣が消費に向けられたことを意味する。それゆゑ、前者から後者を差引いたところの、實物資本の増加量、即ち純投資は、所得から消費を差引いたところの、貯蓄に常に等しくなくてはならない。

次に、消費財の供給が需要と一致しないときに、投資と貯蓄との均等は如何にして保證されるであらうか。前例において消費財部門の企業者が投資活動の變化を全く豫想しないで、從來通りの生産を行ふ場合を假定して見よう。この場合には附加的需要  $P_2$  に應ずるだけの消費財が生産されてゐないため、一方では消費財の價格が騰貴し、他方では消費財の正常的在庫高即ち流動資本が減する<sup>(六)</sup>。その減少高の原價を  $L$  としよう。消費財の價格が騰貴する限り、その消費財がその期の生産にかゝるものであると否とにかかはらず、その部門の企業者は利潤を得るのであるが、その利潤が消費されないならば、直ちにそれだけは貯蓄の増加となる。またその利潤の一部または全部が消費財の購入に充てられるならば、消費財の價格は一層騰貴し、その在庫高は一層減少するが、しかし結局においてそれは消費財部門の何れかの企業者の利潤となつて貯蓄されるか、或は  $L$  の値を大ならしめることとなるのであるから、個々の企業者がその利潤を如何に處分するにしても、全體としての企業者の附加的貯蓄  $S'_2$  と  $L$  との和の大きさが變ずることはない。  $S'_2$  と  $L$  と



は消費財に對する需要の増加から結果するものであるから、その和は常に  $P.R_1$  に等しい。 $L$  は實物資本が貨幣資本に變形したことを現すものであるから、それが貨幣資本の形にとゞまる限り、直接には所得、従つてまた貯蓄に影響することはない。さればこの場合に一方において新投資  $I$  は流動資本の減少  $L$  を伴ふから、純投資は  $I-L$  であり、他方において附加的貯蓄の合計は  $S_1 + S_2$  である。然るに前述の如く  $P.R_1 = L + S_2$  であるから、従つて  $I = E_1 = S_1 + P.R_1 = S_1 + S_2 + L$  即ち  $I - L = S_1 + S_2 = S$  となり、投資と貯蓄はこの場合にもまた均等する。

流動資本の減少は、それが減少しないときよりも、被乗數の値を小ならしめ、そのうへ、價格の騰貴によつて、消費者の側の限界消費性向が一時減退し、それが企業者の側の消費支出の増加によつて平均されないとすれば、乗數もまたその正常値より低下することになり、その結果、少くとも以上の範圍に關するかぎり、所得の膨脹率は前の場合におけるよりも、はるかに小であらう。

(一) Keynes, General theory. pp. 115—116. 邦譯、一三八—一四〇頁。

(二) Keynes, General theory. p. 122. 邦譯、一四七頁。

(三) Keynes, General theory. p. 63. 邦譯、七七一七八頁。

(四) Keynes, General theory. p. 117. 邦譯、一四一頁。

(五) Keynes, Alternative theories of the rate of interest. Economic Journal. Vol. 47, June, 1937. pp. 249—250.

(六) Keynes, General theory. pp. 123—124. 邦譯、一四八頁、並に Harrod, The trade cycle. pp. 71—73. 参照。

### 三 純投資の變化の多様性

乗數の理論における投資と貯蓄との均等なる關係には、以上によつて明かなる如く、二つの觀念がふくまれてゐる。即ち、一は新投資と貯蓄との均等であり、二は純投資と貯蓄との均等である。換言すれば前者は資本の維持が完全に行はれ、生産物の正常的在庫高に變化なく、専ら所得の變化によつてもたらされる均等であり、後者は所得の外に貨幣資本の數量の變化を伴ふところの均等である。しかしその何れの場合にも投資と貯蓄との關係は「貨幣論」における如き單なる名目的、貨幣的のものではなく、財貨の數量の變化をその中に反映してゐる。そのことは第二の場合に殊に明白に現れ、そこでは全體の投資財の數量の増減によつて、一方では純投資が測られ、他方では貯蓄高の變化が示されるために、投資と貯蓄との均等が利潤または損失の發生と兩立し



得ることとなる。

前述の如く第一の場合における投資と貯蓄との均等は均衡的に成立するものであり、一般にこれが乗数の理論の本體と見られがちであるが、それは一部分は理論を性急に實際に應用しようとする欲求によるのであらう。しかしこの場合の投資と貯蓄との均等は、その成立の條件が満たされる可能性が理論的には解明され得ない。かゝる均等が成立し得るためには、資本の價值移轉部分が正確に測られ得るのみでなく、それが補填さるべき財貨の單位の價值の丁度倍數であること、また消費財部門の企業者が消費財に對する需要量の變化を完全に豫見し得るか、或は新投資の影響が貯蓄率の變化によつて相殺されることを假定せねばならないのであるが、何れにしてもそれは單なる假定であつて、理論的に基礎づけられた條件ではない。この意味に解される乗数の理論は、基本的經濟諸量の相互の關係を圖式的に表示するにとゞまり、そのまゝの形で直ちに變動過程の分析に役立ち得る性質をもつものではない。動態觀察の有力な手がかりとなり得るのは、乗數と共に被乗數の量的、質的變化を考慮するところの、後者の觀念に導かれる乗数の理論でなくてはならない。それによれば、投資と貯蓄との均等はどのやうな場合にも成立する關係であつて、それは最早や單なる假定ではない。この一般的形式を通じて行はれる全體的觀察によつてはじめ

て、個別的觀察の立場をとる論者の目にはとまらない、或は理解することさへ困難な、重要な關係、例へば、投資を増加するために借入をなした企業者の意圖は、公衆が彼等の貯蓄を増加しようとして決意するよりもより早くは實現され得ない、と云ふことが把へられる。この意味における均等は、利潤または損失の發生を伴ひ、實物資本と貨幣資本との相互の轉化の遲速を現すものであるから、その状態はそれ自體の中にすでに次の瞬間における變化の要因をふくんでゐる。従つてそれは同じく均等と云つても、第一の場合の如く多少とも安定せる均衡状態ではなく、變化への過程にある一時的状態に外ならない。それでは、その變化は如何なる方向をとるか云へば、それは一定の條件の下では、第一の場合におけるが如き均等への方向であらう。新投資の結果、消費財に對する需要が供給を超えるならば、消費財部門の企業者はその生産の増加をはかるために、必要な資本財を買入れ、労働者を新たに雇傭するに至るであらう。即ち第一の場合には豫見によつて投資活動と歩調を揃へて行はれた消費財生産活動が、この場合には價格の騰貴と在庫品の減少によつて現實に表れた需要の増加に刺戟されて、投資活動より一步おくれ進められることとなる。その限り、第一の場合における均衡状態こそ、この場合における消費財部門の企業者の増産計畫の基準となり、合理的な判斷のための材料を供するものでなくてはならない。この點から



すれば、不斷に成立する云はば不均衡的な投資と貯蓄との均等は、均衡的な投資と貯蓄との均等への運動の要因をその中に藏する、方向の與へられた状態として特徴づけられるであらう。それはそれ自體としては均衡化への方向をとる運動となるのであるが、しかしその影響においては必ずしも均衡的ではない。例へば消費財生産の變化が新投資への誘因を更に變化せしめることとなるならば、消費財に對する需要と供給との不一致は縮小しないで、反對に擴大することもあり得るからである。一般的に云つて、その運動の結果が第一の場合における如き投資と貯蓄との均等に當然達すべき理由は少しもない。資本の限界能率、限界消費性向、流動性選好の度合が、その間不變なるべきことは保證されないのであるから、完全な豫想の下に新投資と歩調を合せて消費財の増産が行はれるときと、それが一步おくらせて行はれるときとは、その結果において異らざるを得ないであらう。

さうであるとすれば、更にこの過程の最初に遡つて、變化が常に第一の場合における如き方向をとると想定するわけにゆかないことは、全く同じ理由から、容認されなくてはならない。我々が前に、一定の條件の下では、と云ふ保留を附したのは、これがためである。一般的に成立する投資と貯蓄との均等は、變化への方向をもつところの状態ではあるけれども、その方向は均衡化

へのそれと限られるのではない。反對に、それが均衡化の方向であるかどうか、現在の瞬間における均等が次の瞬間においても持續するかどうか、の點に考察の焦點がおかれねばならないのであつて、例へば、一企業者の行ふ新投資の將來性について、一般の見解が否定的に傾くとするならば、その企業者に資本財を賣却する企業者、或はその新投資によつて需要の増加を見る消費財部門の企業者は、それを有利に在庫品を減少せしめる絶好の機會であると考へて、生産の擴張はおろか、資産の減價さへも故意にそのまま、放置し、暫くは貨幣資本を實物資本に轉化することなしに保有することがあり得るであらう。そののみでなく、その新投資に雇傭される生産參與者も、事業の永續性に疑問を抱くならば、失業の日を慮つて、現在の所得の中からつとめて多くを貯蓄しようとするであらう。このやうな場合に、新投資に發する有效需要の波及作用は、前述の第一の場合におけるとは全く異り、しかもその相違は時の遅れに歸すべき性質のものではない。政府による失業救済のための公共事業の効果が、その事業の影響についての一般の豫想に少からず依存することのあるのは、かゝる事情によるのである。問題は、投資と貯蓄とが如何なる様式において均等するか、新投資と純投資との乖離が如何なる要因にもとづくか、新投資に對應するものが貨幣資本の數量であるか、それとも新らしい貯蓄であるか、それらの貨幣は何人によつて保有



されるやうになつたか、にあるので、投資と貯蓄との均等は、變化への要因をそれ自體の中にふくむ状態と云ふよりは、或はむしろ、すでに變化の過程にある關係として特徴づけた方が、一層適切であるかも知れない。その均等の様式は變化の方向を表示するばかりでなく、投資と貯蓄の水準もまたそれによつて決定されることになる。

ケインズがこの均等の様式に二つあることを認めながら、それらの結局における一致を説くのに急であつたことは、乗數の理論の十分な展開を阻害する結果に終つた。被乗數は時間の経過と共に、常に新投資の大きさに等しい値をとるやうになり、變化は常に均衡化の方向をとる、と云ふ推定は特殊であつて、一般的ではない。純投資と貯蓄との均等は、あらゆる瞬間に成立するけれども、しかしその均等の様式と均等する量とはあらゆる瞬間に變化し得るものであり、しかもその變化は決して一様ではない。

投資概念と貯蓄概念の規定も、この基本的關係に照らして、その意義が問はるべきであらう。ケインズにおいて投資は、あらゆる資本設備の増分として定義され、その中には固定資本、經營資本の外に、流動資本もふくまれてゐる。<sup>(三)</sup>しかし流動資本の増減は他の投資におけるそれとは異り、企業者によつて計畫されなかつたところの投資の變動たることがあり、その場合にはそれは

事後において結果として生ずるものに過ぎない。このやうに、ケインズの投資概念の中には積極的投資と消極的投資とが無差別的に包含され、かくすることによつてはじめて投資と貯蓄との均等が認められるのであつて、若しホウトレイが提議した如く、<sup>(四)</sup>流動資本における變化が除外されるやうに投資概念を規定するならば、投資は最早や貯蓄と等しくはなく、貯蓄が投資を超えることは在庫高の豫期されなかつた増加を意味することになるであらう。かゝる在庫高の増減は企業者がその生産量を決定する上に一つの指標たり得るものであり、ケインズもそれが消費財部門の企業者の行動を律する上に重要な役割を演ずることを認める。<sup>(五)</sup>それにもかかはらず、ケインズが包括的な投資概念をとるのは、ホウトレイの如く貯蓄と乖離し得るものとして投資を概念することとは、生産活動を變化せしめる諸の要因の中の一つのみを重視する結果となり、その全部を蔽ふものではないからである。換言すれば、流動資本の増減の中に反映されるのは有效需要の變化の一部であつて、その全部ではなく、全體としての雇傭量と産出量の決定を問題とする「一般的理論」の立場からすれば、全有效需要の變化に重點がおかれねばならないからである。在庫高の變化は、企業者の短期豫想に關する問題であるが、その外に更に企業者の行動を左右するものには、長期豫想の變化がある。例へば、固定資本設備の遊休部分が増加するならば、それによ



つて資本財に對する需要は影響されざるを得ないであらう。また固定資本への投資と經營資本への投資とは、有效需要の波及過程が異なるであらうし、それが資本財部門においてであるか、消費財部門においてであるか、によつてもその影響には相違を生ずるであらう。ホウトレイの如き觀察方法を押し進めるならば、これらをそれぞれ細別することを要し、投資なる概念は結局において、各個別資本の概念に解體せざるを得ないことになる。しかし、このやうな投資概念の分割は全面的な經濟活動の變動の要因を求めの上に役立ち得るものではない。個別概念によつては、各種資本の變動の相關關係を統一的に把握することはできないからである。資本の複合體としての投資概念は、量としてはそのときどきに單一の値をもつのであるが、しかしその量は質的變化を反映するものであるから、意味においては單一ではない。かゝる構成によつて、經濟活動の水準とその變化の方向とを同時に表示し得る點に、総合的な投資概念の意義がある。たゞそれは變化の多様性を認める立場からであつて、變化の一樣性を説く立場からは、このやうな意義は與へられないであらう。

貯蓄概念についてもまた同様であつて、その源泉、動機、形態、期間、等がそれぞれ異るところの貯蓄がすべて、一つの量の中に統合されながら、その量が各場合に應じて異つた意味に受けとられるところに、その概念の特徴がある。それに何等かの限定を附することは、かへつて混亂を惹起することになるであらう。例へばハッペルラーの如く、貯蓄を一所得期間に費消されぬ所得部分とし、未消費所得を貯蓄とその所得期間内に消費されるべき部分の二つに分つことは、一所得期間を超えて貯蓄される所得の割合が、常に豫め確定され得る不變のものであるかの如き暗示を與へる點において誤解に導きやすい。企業者について云へば、それは利潤が豫め確定せるところを意味するに等しい。

ハッペルラーに限らず、貯蓄を固定的なものと思へることは、一般の通念のやうであるが、それは恐らく、すでに投資されたものを貯蓄一般と見ることによるのであらう。これに對して、保藏もまた貯蓄の主要形態であることを思ふならば、貯蓄の固定性は否定されねばならないであらう。更に投資された貯蓄にしても、その流動性が失はれるのは、社會全體としてであつて、個人的には決してさうではない。投資が證券によつて代表されてゐるならば、個人的には、例へば造船所への投資を一瞬にして發電所への投資に換へることも、或はそれを現金化して消費に向けることも、容易に可能であり、それが今日の經濟の特徴でもある。貨幣經濟における貯蓄の本質は、長期的に見てその用途が確定されない點に存するであらう。



- (一) Keynes, General theory. pp. 82—83. 邦譯、一〇二頁。
- (二) ケインズは、資本部門における雇傭の増加が全く豫見されなかつたときでも、時間の経過するにつれて、消費財部門における雇傭がやがてそれと並行して進むやうになる場合だけを念頭においてゐる。(General theory. pp. 123—125. 邦譯、一四八—一四九頁、參照。)
- (三) Keynes, General theory. p. 75. 邦譯、九四頁。
- (四) Hawtrey, The art of central banking. Lond., etc. 1932. p. 346 et seq. 並し Hawtrey, Capital and employment. Lond., etc. 1937. p. 176 et seq. 參照。
- (五) Keynes, General theory. p. 76. 邦譯、九四頁。
- (六) G. v. Haberler, Prosperity and depression. New ed. Geneva 1939. p. 174.
- (七) 未消費所得をこのやうに分つならば、投資と貯蓄との關係を考察するに當つては、それに對應して在庫品なる概念も當然修正さるべきであり、當該期間内に販賣さるべき消費財の高はその中から控除されねばならぬことになるであらう。何れにして、投資と貯蓄との均等關係の成立がそれによつて動かされることはない。
- (八) Keynes, General theory. p. 153. 邦譯、一八三頁、參照。

#### 四 貯蓄と資本市場

投資と貯蓄との間の均等關係の認識は、全體としての貯蓄の大きさの決定について直ちに解答を與へ得るものであり、これに關して何等明確な見解をもつことなく、例へば利子率の變更或は貯蓄運動によつて個人的貯蓄の量を變化せしめ得るならば、全體としての貯蓄も自由にその大きさを變じ得るかの如く考へる誤れる常識に對して科學的批判を下すことができる。個人における貯蓄性向の變化が影響を與へ得るのは、國民所得の量であつて、國民貯蓄の量ではない。

投資と貯蓄との間に直接關聯を認めないで、反對に兩者の乖離のみを重視する論者は、屢々貯蓄が投資となり得ないことを強調する。「貨幣論」におけるケインズの主張が即ちそれであつたことは、我々がすでに見たところである。そこで個人的貯蓄の増加は消費財生産者の側における損失と相殺されて全體としての富は少しも増加することなく、たゞ富の移轉が行はれるだけであると説かれたのは、實は、投資に變化なき限り個人的貯蓄の増加は全體としての貯蓄の量を動かし得ないことを指したものに外ならない。當時ケインズが、貯蓄の全量は何等かの獨立せる存在をもつ一要因ではなく、その額は所得受領者が彼等の所得の中の幾何を消費に費すべきかに關する彼等の自發的決意によつて影響され得ないと見ることを、逆説的であると考へたのは、<sup>(一)</sup>「貨幣論」における觀察方法が未だ完全に全體的ではなく、尙ほ多分に個別的なそれが残されてゐた



め、全體としての相關關係を把へ得なかつたことによるのであるが、しかしそれは單にこの場合にのみ限られることなく、一般に投資と貯蓄との乖離を問題とし得る立場に共通な點であつて、若し全體としての貯蓄が如何にして發生するかを思ふならば、「貨幣論」におけるケインズの所説の如く、貯蓄は如何にして投資となり得ないかを問題とすることは、問題の設定それ自體がすでに正しき角度におかれてゐないことが了解されるはずである。個人的貯蓄の増加が消費財の價格に對して不利な影響を與へ、それによつてその作用がつくされるにしても、それは貯蓄と投資との間に關聯の存しないことの理由とはならない。反對に個人的貯蓄の増加が社會的に空費されることのあるのは、貯蓄が投資と均等を保ち、それ以上でもそれ以下でもあり得ないことを示すものであつて、個人における自發的貯蓄が全體としては常に一定の制約の下にあることを意味するものに外ならない。従つてこの場合に問題を正しく提起するならば、貯蓄された資金は何れへ流れるか、それは直接または間接に投資部門へ流れ入る必然性をもつか、と云ふことになる。かゝる必然性はもとより存しない。しかしそのために生ずる影響は消費財市場に於けるそれとは別個に考察さるべきものであつて、それは金融市場乃至資本市場に關する問題である。

投資と貯蓄との間に均等關係が認められるのは、企業者がすでに資本財の生産をはじめた後の

ことであつて、企業者が實際に投資を行ふに先立つてその計畫をなし、それにまさに着手するまでは、もとよりそれに対応する貯蓄は未だ發生してゐない。ところで企業者は投資を行ふ前に先づ金融上の準備を整へておかねばならない。即ち投資の決意がなされるときから、相關的な投資と貯蓄とが實現するまでの間の時間的開きをつなぐための金融上の處置が講せられることを要する。實際においてそれはその時々々の事情に従つて種々の形をとり得るのであつて、或は株式の募集、社債の發行によることもあれば、或は銀行からの借入によることもあり、時としては自己資本をこれに充當することもある。しかしその何れによるにせよ、結局において銀行信用が造出されない限り、その新投資は他の方面における經常投資を阻止することとなり、投資の増加となることはない。例へば資本家が銀行預金を引出して株式または社債に應募するときに、その預金を引出された銀行がそれに相當するだけ貸出を差控へるならば、從來その貸出によつて運轉資金の融通を受けてゐた他の企業者はそのために經營資本の縮小を餘儀なくされることとなり、一方における投資の増加は他方における減少によつて相殺されるに至る。企業者が自己資本を用ひる場合もこれと異なるところはない。従つて我々が新投資金融を圖式的に要約して見るときに、それが専ら銀行によつて賄はれると想定することは、決して不當ではないであらう。



しかし何れにしても銀行は短期金融機関であるから、新投資を計畫した企業者は他日證券の發行によつて長期資金を借入れ、それによつて銀行からの借入金を返済しなくてはならない。従つてこの場合に銀行によつて造出される信用はその本質上回轉資金たるものであつて、貯蓄によつて供給される資金の如く特定の投資に固着することを要しない。とまれ、我々の圖式に従へば、企業者は投資を決定するときに金融上二つの點において満足な状態におかれねばならない。一は彼が資本財生産期間中銀行から充分な短期金融を受け得ること、二は彼が近き將來において、銀行からの短期債務を満足な條件にて證券化し得る見透しがついてゐること、これである。そこで單純化した様式において資金の規則的な循環を假定すれば、銀行からの借入金が企業者によつて支出されるに従つて、投資と相關的にそれと等しき貯蓄が生じ、その貯蓄が證券放資によつて再び企業者のもとに還り、かくして銀行からの借入金が返済され、銀行はまた新らしき投資金融を行ひ得ることになる。勿論、實際においてその過程は一層複雑であり、例へば先づAなる企業者が銀行からの借入金によつて投資を行ひ、次いでBなる企業者が直ちに社債發行によつて投資資金を調達するとすれば、Aの投資と相關的な貯蓄はBに供給され、Bの投資と相關的な貯蓄は後日Aの起債に應募する資金となることがある。また企業者によつて支出された資金が企業者の發

行する證券に放資され得る状態に達するまでには相當の期間を要し、個々の投資について見れば證券の發行も銀行への返済も幾回かに分割して行はれることがある。しかし投資の流れに變化がなければ、これらの事情によつてその過程が如何に複雑となるにしても、以上の如き流通機構が本質的な點において攪亂される結果とはならない。

前述の「貨幣論」におけるが如き立場からすれば、かゝる過程こそ貯蓄が投資となる場合である。しかしそれは以上によつて明かな如く、貨幣流通の表面のみを、しかもその後の半分のみを問題としたものに過ぎない。資本財の生産は貯蓄資金が投資部門へ流れ入ることでもなければ、或はそれによつてはじめて可能となることでもなく、實際は資本財生産が先行することによつてのみ、かゝる資金の還流を見ることができるのである。いはゆる貯蓄が投資となると云ふことは、その貯蓄と相關的な資本財生産を云はば社會的に確認することに過ぎないのであつて、それによつて新らしく生産された資本財の物的状態には何等の變化も生ずることはない。

それでは、資金の循環がこのやうに圓滑に行はれず、いはゆる貯蓄が投資とはならないで、例へば一時銀行預金として保有されるに至るならば、それは如何なる結果をもたらすであらうか。その場合には先づ第一に銀行の回轉資金がその回轉を中止することとなり、その後の新投資は金



融上一頓挫を來さざるを得ないであらう。もとより銀行全體として見れば、投資資金が支出されるや否や、それは生産參與者の所得、或は他の企業者の貨幣資本となり、それが消費されるにせよ、貯蓄されるにせよ、或は生産に用ひられるにせよ、結局その大部分は銀行へ還流し、従つて銀行資産の流動性は速かに回復され、銀行はそれを再び回轉資金として用ふることを得る状態におかれるのであるが、貯蓄者の側において保藏性向が高まるならば、銀行はそれに全然關りなく従來と同様に新投資金融を行ひ得るものではなく、通常はかゝる金融を手控へることになるであらう。

しかし貯蓄者が證券放資よりも銀行預金の方を愛好するのは絶對的のものではなく、若し貯蓄者にとつて満足な點まで起債條件が變更されるならば、むしろ預金よりも債券の方が選ばれるに至るであらう。たゞ實際には起債技術の上からして條件の逆轉は容易ではなく、相當の期間をおかねばならぬことが多いから、その間は銀行の貸付は凍結せざるを得ない。また株式にしても發起人において引受けた株式が市場で充分に下落した相場で取引されるに至るならば、貯蓄者の中には預金を引出して株式に放資するものも現れるであらう。起債條件の逆轉は流動性選好の度合の高まれることによる利子率の上昇であり、また株式相場下落はその投資の將來の収益につい

て市場一般の見解が弱氣に傾いたためであり、それは即ち資本の限界能率の變化したことを現すものである。何れにしても企業者の豫想は裏切られ、その投資は企業者の期待通りには社會的に確認されないため、その價值は低下せざるを得ない。これに反して流動性選好の度合が低下し、既發債券にプレミアムを生ずるが如き状態においては、企業者は豫想外に有利な條件にて社債を發行し得るであらう。勿論、利子率の低下するときには新貯蓄者の中には證券放資よりも銀行預金の方を選ぶものを生ずるであらうが、他方においてまた舊貯蓄者の中には銀行預金を引出して社債に應募するものも現るべく、起債條件が適當なる限り、平均して新らしく増加した貯蓄高に相當するだけが企業者、従つてまた銀行に還流するであらう。株式についても同様であり、市場で新投資の將來の収益性が樂觀的に豫想されるならば、企業者はプレミアムつきで株式を募集し得べく、これらの場合には新投資の價值が企業者の期待以上に社會的に評價されることとなる。

このやうに、「貨幣論」においてはゆる貯蓄が必ずしも投資を導かざることの論證として擧げられたところは、貯蓄性向の變化が消費財市場に如何なる影響を與へるかに過ぎなかつたが、しかしそれよりも更に決定的な要因は資本市場における流動性選好の度合、或は資本の限界能率の變化であらねばならない。それが變化せざる限り、増加せる貯蓄は消費財價格に對して如何なる



影響を與へるにせよ、それとは直接關係なく、當然その全部に相當するだけの貨幣が投資財部門に流入すべきはずである。ところがさうでなく、實際にはそれが或は既存證券の購入に向けられ、或は保藏されることのあるのは、新投資に對する市場の評價が企業者の期待に反するに至るからである。それによつて新投資の費用價值と市場價值との分裂を生じ、實物資本から轉化せる貨幣資本の量と貯蓄高との合計は、新投資の市場價值よりも大となる。これがとりもなほさず、貯蓄が投資とならないといはれることの實相である。その觀念が如何に正鵠を失したものであるかは、これによつて明かであり、それは畢竟全體としての關聯を考察する立場がとられなかつたがためであらう。<sup>(五)</sup>

(一) 拙譯、ケインズ貨幣論、第一分冊、日本版への序、二八一—二九頁、參照。

(二) Keynes, "The 'ex-ante' theory of the rate of interest. Economic Journal. Vol. 47. Dec., 1937. p. 664.

(三) 實際にはむしろ反對に銀行の警戒によつて所得者の保藏性向が高まる場合が尠くないであらう。

(四) 従來、貯蓄の作用として論ぜられたところによれば、貯蓄は一方において消費財生産のために用ひられた生産諸要因を従來の用途から解放し、他方において資本財部門の企業者にそれらの生産諸要因を吸引すべき資金を供給することによつて、一層高度の生産方法を遂行せしめるものであつた。しかし以上に照らして明かな如く、かゝる貯蓄の作用は論者の意味する如く均衡的なものではない。生産諸要因を吸引し得るのは貯蓄の供給に固有な作用ではなく、むしろ貯蓄資金に

よつてかゝる用途の變更が行はれるのは、資本の限界能率とその貯蓄と相關的な以前の投資と異なるため、その間に選擇が行はれた結果であり、それは即ち擾亂的な場合である。均衡的な場合としては新たに銀行信用が與へられなくてはならぬ。

(五) 發展過程における經濟均衡の成立を擾亂するものとして投資と貯蓄との不均等を強調するところの、中山博士の説(「發展過程の均衡分析」昭和十四年刊)もまた、同じ批判の下に立たねばならぬであらう。それは、「貯蓄の投資への轉化」を問題とする點において、ケインズの「貨幣論」における觀點と異なるところはなく、またその「轉化」が支障なしに行はれ難き第一の事情を退藏に歸し、「退藏の經濟的效果は直接には貨幣の流通高の減少に外ならず、従つて又之に伴ふ物價の下落に外ならない。」(同書、三二五頁)と説く點において、前述のロバートソンやハイエタの數量說的見解とその軌を一にするものである。

## 五 乗數の理論の性質

我々は乗數の理論を、全體としての投資、貯蓄、消費、所得、等の經濟諸量の動態における相關關係を表示するものとして理解し、またその點に第一次的な意義を認めただのであつた。それは經濟變動の云はば一般的形式の理論であつて、特殊な内容によつて裏づけられるところの理論で



はない。經濟變動の具體的様相が如何に多様であらうとも、それは一定の枠の中での相違に過ぎないのであつて、その枠の形を規定したのが、とりもなほさず、乗數の理論である。我々はこのやうに解釋したのであつた。この解釋は、乗數の理論に一定の内容を與へようとしたケインズの意圖にも反し、またその内容を重視してそれから直ちに實踐的意義を問題にしようとするひとびとの期待にも反するものであるかも知れない。しかし新投資の量と限界消費性向とが與へられたときに、たゞそれだけによつて所得の増加量を算出することが、充分な理由をもち得るためには、幾多の條件が滿されることを要し、従つて若し乗數の理論がこの範圍に終始するものであるとするならば、それは極めて特殊な場合にのみ妥當する理論であつて、一般的理論ではあり得ない。乗數の理論が往々にして靜態的であると評されるのは、けだしこのことを指したものに外ならぬであらう。その特殊性から解放するため、我々はそれに一定の内容を與へることなく、經濟變動における基本的關係を表示するところの、形式の理論として、それを受けいれようとしたのであつた。

經濟における個人と全體との關係についての考察は、經濟の動きを把へる上に最も重要であるにもかかはらず、これまでそれに充分な注意が拂はれてきたとは云はれ得ないであらう。その間

題の所在さへも認められないで、たゞ常識的に片づけられた場合も決して尠くはなかつた。社會的現象はすべて個人の活動に根據をおくものである、とはしばしば説かれるところである。それが、全體は常に個別的事物の集積によつて形づくられる、と云ふ觀念にもとづくものであるならば、またそれが、個人の活動はそのまま、全體の動きの上に反映され、従つてまた全體の動きは個人の活動から類推され得る、と云ふことを意味するものであるならば、そのやうな見方からは、事象の推移について、時として全く見當違ひの判斷が下されることになるであらう。個々人の活動は、全體としての經濟運動の形式がそれを許容しない限り、集積されないで相殺されることとなり、全體の動きの上に反映されることはないからである。例へば個々の消費者が一齊に貯蓄を減少しようと決意したとしても、それが企業者の投資に關する決意と矛盾するならば、その實現は不可能である。全體としての經濟の基本的關係は個人の意思によつて破られるものではない。個人における經濟行爲の自由は、全體の大きな枠の中での自由であつて、行爲は自由ではあるが、その行爲の誘因を發生せしめたり消滅せしめたりするものは、全體における相關關係である。個人の行爲はその實、それによつて常に制約され、全體としてはいつも一定の枠の中に入れられ得るやうに調整されてゐるわけである。經濟の秩序とは、この相關關係の存在を客觀的に表現した



ものと云ふことができよう。

このやうに、個人の行爲が全經濟の動きの上に如何に現れるかは、全體としての經濟における相關關係をたしかめることなしには、解明され得ない問題であるが、それを解き得る理論構造をもつものとして、我々は乗數の理論を位置づけようとするのである。

しかし個人の行爲は全體の關係から制約されてゐると云ふことについての認識は、努めてこれを回避しようとする態度のとられることが多い。ピグーはその態度を一種の本能から生ずるものであると述べてゐるが、そのことは、我々がこれまで個人中心的な經濟觀に如何に根強く囚はれてきたか、また個別的觀察の如何にきびしい訓練を受けてきたか、を物語る以外の何物でもない。我々が個人的に貯蓄する場合に、その貨幣を必ず投資に向けねばならぬ義務を負ふのではなく、手持の現金をそれだけ増すこともできれば、また銀行へそれを預けることもできる。個人にとつてのこのやうな自由は、社會全體についてもまた同様であらねばならない。かゝる見方をあくまで貫かうとする努力がなされるのは、畢竟以上の如き事情によるのであらう。その一つの例として、我々はロバアトソンの説を擧げることができる。

ロバアトソンは極めて短い時間から成る所得期間を想定して、それを假りに「日」と呼び、

或る「日」に受取られた所得は、次の「日」でなければ處分され得ないものと假定する。そこで貯蓄とは、處分され得る所得、即ち前「日」の所得から、翌「日」消費に支出される額を差引いたものとして定義される。所得は投資と消費とへの支出から發生するのであるから、それらの各、が毎「日」同一であるならば、前「日」投資されただけが翌「日」貯蓄され、従つて翌「日」の貯蓄と投資とは相等しいことになる。しかし實際にはその各々の支出は毎日變化し得るのであるから、貯蓄と投資とが必然的に均等を保つべき理由は存しない。ロバアトソンは、價格水準の動きが依存するのは、まさにその兩者の差である、と論ずる。<sup>(三)</sup>

このロバアトソンの説は、それ自體として、論理的ではあるが、しかし問題はそれによつて何が解明され得るか、である。ロバアトソンにおいて投資と貯蓄とが不均等であり得るのは、投資支出と消費支出が變化するためであるが、それらの支出が變化すると云ふことは、他の側から見れば、所得が變化することに外ならない。ピグーが明かに指摘してゐるやうに、第二「日」における投資を超える貯蓄の過剰とは、第一「日」の所得が第二「日」の所得よりも超過したことを、別の言葉で表現したものに過ぎない。その所得を規定する諸要因の全體における關聯が不明のまま残されざるを得なかつたところに、ロバアトソンにおける觀察方法の弱點が示されてゐる。



その特異な所得期間の想定は、推移の過程を明確ならしめるための手段と見られるが、およそこの種の理論的装置は、それがその分析の結果に本質的な影響を與へない限りにおいて容認され得るものであつて、若しそれによつてその結果が條件づけられるやうなことがあれば、その分析の一般的な妥当性は否定されなくてはならない。ところで實際、所得期間は各經濟者について一様ではなく、その上、信用機構の發達に伴つて所得の受領と支出とは次第に同時的となる傾向があり、そのやうな事態をあるがまゝの姿において取扱はねばならぬところに、まさに我々の苦心を要するわけであつて、若しロバアトソンにおける如く所得の受領期とその支出期とが明白に分たれ得るならば、多くの問題は自然と消滅するはずである。投資と貯蓄との乖離が重視されるのは、かゝる規定からの歸結に過ぎないのであつて、それとは反對に、所得の受領と支出とが完全に同時的であるとすれば、ロバアトソンにおいても投資と貯蓄とは必然的に相等しからざるを得ないことになる。<sup>(四)</sup>

ロバアトソンの説に若干類似したものにオーリンの説がある。それによると、回顧的に見れば投資と貯蓄とは常に均等を保つのであるが、展望的に見れば両者が均等すべき理由は少しもない。企業者は豫想利潤にもとづいて新投資計畫をたて、消費者は主として豫想所得にもとづいて消費

計畫、従つてまた貯蓄計畫をたてるのであるが、計畫された新投資と計畫された貯蓄とが相等しくないことからして、經濟過程に變動を生じ、その結果、實現した所得や貯蓄や新投資は、それぞれ豫想されたものとは異なるに至り、かくして投資と貯蓄とは事後的に均等することになる。<sup>(五)</sup>

新投資の計畫と貯蓄の計畫とを、オーリンの如く、同一範疇に屬するか如く取扱ふことには疑問がないことはないが、しかしその點は暫く措くとして、この場合に展望的考察と回顧的考察とを區別することによつて、一體オーリンは何を明かにし得たであらうか。單に事實は豫想と異ると云ふことを説くにとゞまるのではなからうか。我々が究明を要するのはむしろ、豫想が如何にして現實化しないのか、豫想における投資と貯蓄との不均等が如何にして事實における均等にまで歸着するか、その間の關係でなくてはならない。個人の豫想が裏切られるのは、結局その個人が豫想しなかつたところの、他の個人の側に於ける計畫が實現され、その影響を受けるからであり、従つて一方における豫想と事實との不一致は、その豫想が充分な根據をもたない場合は別として、他方における豫想と事實との一致を意味するものである。そこでその一致と不一致との間の關係が我々の重要な問題となるのであつて、オーリンのやうに不一致の側だけを強調するのは、豫想と現實とを相互に何等の關聯ももたない、隔絶された二つの世界と見るものであり、そ



の立場からは不一致を説くことさへも無意味となるであらう。

豫想と現実との一致が、他面でその不一致を伴ふことは、全體としての經濟が常に一定の枠の中に入れられねばならぬことの必然の結果であり、その關係は、前述の如く、個人の行爲が全體としての經濟の動きの上に投影される場合の形式によつて支配されるものである。従つてそれを對象とするところの乗數の理論は、回顧的でもなければ展望的でもなく、強ひて云へば、兩者の間の連結は圖らうとするものである。

カーンの雇傭乗數の理論も、ケインズの投資乗數の理論も、ロバートソンの述べるやうに、それが投資の第一次過程によつて生ずる消費財部門における第二次雇傭のみを取扱ひ、消費財部門における活動の結果としての投資財部門における第二次雇傭を問題外におくものと解されるならば、全體としての第二次雇傭量の決定に關する理論としては、尙ほ補整さるべき點を残すものと云はなくてはならない。中山博士が、乗數の理論は投資の全作用を把握し得るものではない、と批判されるのも、これと同じ理由によるのであらう。博士によれば、乗數の理論の靜態的性質をそのままに固執する限り、投資の作用が一方的に消費の領域に作用することを認め、逆に消費の領域から投資の局面に及ぼす反作用を無視することを要するのであるが、投資の作用を一方的に

追及せんとするかくの如き構想によつては、それ自ら相互的なる現象の本質を捕へることはできない。<sup>(七)</sup>

しかし我々における乗數の理論がかくの如きものでないことは、すでにこれまでの敘述によつて充分に明かにされたところであらう。それは相關關係を示すものであつて、一方的關係を追及するものではない。中山博士やロバートソンによつて解釋されたやうなケインズの所説における、投資活動から消費の領域への一方的作用と、一般に加速度の原理と稱せられるところの、消費財需要から投資活動への一方的作用とを、有機的綜合において把へ得る一般的形式についての構想こそ、本節において我々の課題としたところに外ならなかつた。新投資が純投資となり得るがためには、消費財部門の企業者における、實物資本から轉化された貨幣資本が、更に再び實物資本に轉化されることを要し、それが投資財に對する需要の増加となつて現れることは前述の通りである。こゝに加速度の原理は正しく位置づけられることになるのであるが、他方においていはゆる新投資の完全な効果は、かゝる第二次投資活動を伴ふことなしに、實現されることはない。もとより、貨幣資本の實物資本への再轉化が常に均衡的に行はるべき理由はなく、企業者の豫想如何によつてあるときは資本の維持以上に及び、またあるときはそれ以下のこともある。我々が前







味をもち得るものではない。

(五) Ohlin, Some notes on the Stockholm theory of savings and investment. 1. Economic Journal. Vol. 47. March, 1937. p. 58 et seq.

(六) Robertson, op. cit. p. 120.

(七) 中山伊知郎、前掲書、三〇九—三一頁。

## 第四節 消費性向の作用

### 一 所得の増加と流通速度

乗数の理論は、被乗数たる投資の量が興へられるならば、所得の増加量は乗数たる限界消費性向に依存することを、我々に示した。個人の消費と全體の所得とはこのやうな關係に立つのであるが、そのことの意味は、限界消費性向が一以下であると云ふ前提、即ち各所得者における消費の増加量は所得の増加量よりも小であると云ふ前提なしには、理解されないところである。限界消費性向が一以下であるがために、投資に伴ふ所得の増加の波及範圍は限定され、従つてそれがどの範圍にまで及ぶかをたづねることが、意味をもつわけである。さうでなく、限界消費性向が一であるとすれば、投資の影響は無限に波及し、最早やその範圍を問ふことが無意味となる。貨幣經濟を特徴づけるところの、失業の恆常的存在の原因の一つは、限界消費性向が一以下である



ことに外ならない。

このやうに個人の消費と全體の所得との間の以上の如き関係は基本的なものであり、貨幣の流れもこの関係によつて規定されるのであつて、決してその逆ではない。それにもかかはらず、乗数の理論に反対する論者の殆んど全部は、貨幣の流れ、殊にその流通速度に關する方面から、これを非難してゐる。我々の見た通り、ロバートソンもまたその例外ではなかつた。それは畢竟、貨幣經濟の性格を省察することなしに、流通現象の表面だけを追ふことの結果である、と云はなくてはならない。従つて乗数としての限界消費性向の作用とその意味が、如何に理解されてゐないかを明かにするならば、それは乗数の理論に側面から照明を投ずることになるであらう。我々は先づカーンの説に對するナイサーの反駁を取り上げて見ることにしよう。(二)

ナイサーによれば、第一次雇傭の金融が貨幣の流れを増加することによつて行はれるならば、一單位時間(例へば一週)の間に、第一次的に雇傭されるものの賃銀と利潤とを現すところの、新らしい貨幣の或る一定量 $\Delta M$ が幾度か流通し費されることによつて、カーンの方程式(2)に示される第二次雇傭の數を生せしめることは明かであるが、しかしそれはそれぞれ次の時間においてである。けだし、同一量の貨幣 $\Delta M$ は、第一次雇傭の開始された後の第一週に第二次的に雇傭された

々(に等しいと假定する)の一週間の所得として、またその第二週において $k$ の所得として役立つからである。これを級數の諸項の下に時點 $t$ を附すことによつて示すならば次の如くである。

$$1 \quad k \quad k^2 \quad k^3 \dots k^n \dots$$

$$k_0 \quad k_1 \quad k_2 \quad k_3 \dots k_n \dots$$

ところで、「失業の減少」とはあらゆる時點における存在量の減少を意味するのであるから、カーンの公式は、永續的な第一次雇傭によつて方程式(2)における最初の人員の解雇が避けられると假定することによつてのみ用ひられ得るに過ぎない。従つて我々は、失業者の數が如何ほどであらうとも、新らしい貨幣を充分に流通に投じ、またその新らしい貨幣の第二次雇傭の範圍以外における總ての使用を防止するならば、それらの失業者は雇傭されるに至るであらうと結論し得る。しかしその場合に、貨幣の流れが無限に増加するにもかかはらず、貨幣にて表される賃銀率及び労働者一人についての利潤は不變に保たねばならない。その結論は反駁され得ないのであるが、しかしこの前提は到底現實化されないところのものである。

カーンはこのディレンマを「 $\pi$ 」と假定することによつて逃れようと努める。それは第二次雇傭の推定された有限値に略し、到達するまでに經過する期間を著しく縮減する。一より甚しく小さ



いふについては、級数の後の方の項に属する人員は間もなく甚だ僅小となるからである。しかしそのことは實際上、第二次雇傭は政府が印刷機を使用することによつて、第一次雇傭の金融を行ふ限り繼續すると云ふ結果の重要な特徴を變ずるものではない。この結論は公共事業計畫の反對者の意見を確認するものに外ならない。

カーンにおける貨幣組織が通常の組織と異なるのは、それが常に貨幣を流通外に喪失しつゝある點である。勿論、一時的な喪失の可能性は否定され得ないのであるが、しかしその喪失をあらゆる單位時間において永續的確定的分數であると假定することによつて、カーンは一方では第二次雇傭量を甚しく過小に見積り、また他方では總ての公共事業政策の中に見出さるべき若干の重大な問題を隠蔽したのである。

然らば一人の労働者が確定的に第二次雇傭に採られるがためには、貨幣膨脹によつて金融される第一次雇傭はどれだけの期間繼續されねばならないであらうか。換言すれば、貨幣に關して自立し得る第二次雇傭の組織を造り出すためには幾何の貨幣が投入されねばならないであらうか。これに對してナイサー自らは次のやうな解答を與へる。

附加的貨幣がたゞ所得の基礎としてのみ職能をつくすとするならば、問題の量は所得期間の長

さに依存する。所得が貸銀だけから成るとすれば、第一次雇傭において支出される一週間分の貸銀は、第一次雇傭が一週間に限られたとしても、第二次雇傭において永續的に一人の労働者に仕事を與へるであらう。その理由は、この貨幣は第一次雇傭労働者によつて一週に消費された財貨に等しき價値の財貨を生産する一人の労働者を、一週に雇傭するために用ひられ、またその次の一週には最初の第二次雇傭労働者によつて一週の間に消費された財貨の代りを造る一人の労働者を雇傭するために用ひられるであらう。以下同様な過程によつて、最後にはその貨幣は最初の第二次雇傭労働者のもとに還流するのであるが、その流通期間の長さに関りなく、このやうにして一人の労働者を永續的に雇傭するからである。

この結果は所得の他の形態を考慮に入れるときにも決して變ることはない。平均所得期間を略一ヶ月とすれば、一、〇〇〇に等しき貨幣量の正味増加は、一二、〇〇〇の附加的年所得を生ずるものと見られる。この數字を労働者一人の雇傭について生ずる年所得にて除すれば、第二次雇傭量が算出される。

このやうにナイサーに従へば、第二次雇傭量は單に貨幣流通量に依存するに過ぎない。失業者の數を $n$ とし、労働者一人の雇傭について生ずる年所得を $i$ とし、所得期間を一ヶ月とすれば、



失業救済に必要なことはたゞ、 $\frac{1}{2}$ だけ貨幣數量を増加するにある。公共事業の効果は貨幣の流れの正味増加に精密に比例するから、大藏省證券またはその他の短期證券の銀行への賣却、或は貨幣を直接に印刷すること以外の總ての方策はこの場合、全く無効である。ナイッサのかゝる見解は一旦、政府によつて市場に投せられた貨幣は、永久に流通から回収されることはないと言ふ觀念にもとづくものである。もとよりナイッサは保藏や銀行からの借入金<sup>(1)</sup>の返済によつて、一時貨幣量の減少することを認めてはゐるが、しかしそれには一定の限度があり、無限に繼續されることはないとする。かくてナイッサは投資の増加にもかかはらず、貨幣流通量が増加しつゞけることのないカーンにおける機構を全く理解することを得なかつた。しかし、このやうな觀察は、決してナイッサのみに固有なものではない。例へばケインズの「貨幣論」においても、完全には脱しきれなかつたかゝる方法のために、多くの混亂が惹起されたことを否定することはできない。所得流通速度に關するその所説は、前述のナイッサのそれよりも一層精密ではあるが、しかしそれはナイッサにおけると同じ缺陷を免れ得なかつた。

ケインズは年々の所得をRとし、所得が年々支拂はれる度數を $\alpha$ とし、また所得は一所得日と次のそれとの間に一律な割合で費され、たゞ各所得期間の終に繰越される額だけ變化するものと

假定し、その平均繰越額を $\bar{R}$ とすれば、所得貨幣の平均水準は $\frac{R}{\alpha + 1}$ であり、その流通速度は $\frac{\alpha + 1}{R}$ であるとする。<sup>(2)</sup>これによつて見れば所得はその全部が早晚消費支出に充てられるかの如くであるが、しかしかく解するならば貯蓄の發生すべき餘地は存しないこととなるから、<sup>(3)</sup>

この矛盾を除くためには、Rを年々の所得の中で消費に費さるべき額と規定することを要する。しかし問題が、社會全體の所得を決定するものは何であるか、一定量の投資によつて幾何の所得が發生し得るかにある場合に、Rを以上の如く與へられたものとして取扱ふことは、説明を要する中心問題を假定し去ることに外ならない。所得期間の逆數と解される所得貨幣の流通速度なる概念は、所得貨幣の年流通量と一時點におけるその平均存存量との間の單なる比率を現すに過ぎないのであつて、所得の變動と直接關係をもつものではない。一所得期間中の支出の遅速や次期繰越額の多少をも斟酌した流通速度についても全く同様である。それによつて第二次雇傭量を算出しようとすることは、最初から主要な論點を逸したものと云はねばならない。それは、貯蓄性向の減退によつて、消費支出が貨幣量より一層大なる割合で増加するときの物價騰貴を、貨幣の流通速度の増大に歸因するものであると説く、誤れる見解の延長とも見られる。

前述のナイッサの擧げた例について云へば、一、〇〇〇の投資によつて二二、〇〇〇の年所得を



発生せしめるためには、如何なる条件を必要とするかが先づ第一に究明されねばならない。それはナイサーの論ずるやうに所得期間の長さや貨幣造出量によつて規定されるものではない。年所得は所得期間の長さによつて増減することはなく、また貨幣の流れは始終一定の幅を持続するのではない。前例における如く所得期間を一ヶ月としても、 $1,000$ の投資によつて生ずる年所得は $12,000$ ときめられるものではなく、均衡的な場合を想定し、消費性向を十分の九とすれば、 $10,000$ となり、また二十分の十九とすれば、 $20,000$ となる。このやうに所得期間が所得決定の上に、影響を及ぼすことはあり得ないにもかかはらず、ナイサーにおいてこれが決定要因であるかのやうに見えるのは、ナイサーは實際において所得の全増加量ではなく、一年の中に實現されるだけの増加量を問題にしてゐるからであり、それをロバートソンと同様に、貨幣は一期間にはたゞ一度限り所得として受取られると云ふ假定の下で解かうとしたからである。換言すれば、ナイサーが關心をもつたのは、級数の総和ではなくて、一定の時間内に級数はその第何項までで打切られねばならないか、であつた。

しかしこのやうにナイサーが、所得の全増加量に注意を向けることなく、時間的限定のみを取扱つたことには、理由がある。そこでは一旦流通に投せられた貨幣は、いつまでも流通しつゞけ

るものと想定されてゐるため、一の投資も無限大の所得の増加をもたらすので、その全體の総和を問題とすることは無意味であり、従つて時間的な區切りを設けること以外には、考察の方法がなかつたからである。ナイサーは、第一次雇傭のために投せられた賃銀は、第二次雇傭において一人の労働者の永續的就業を保證し得る、と述べてゐるが、この場合に所得期間が一週間であることは、必要な条件ではない。それが一日であつても、一時間であつても、或は一分であつても、同じ關係が成立すべきはずである。

このやうな結論に達せざるを得ないのは、ナイサーが貯蓄の作用を全く考察の外においたためである。貯蓄を偶然的な第二次的な要因としたことは、貨幣經濟の機構が一以下の限界消費性向によつて條件づけられてゐることの意義を認めなかつたからであらう。 $M_1$ と $M_2$ との差違は、程度のそれではなくて、本質的である。

新投資の影響の實際における時間的經過は、具體的な信用組織に依存するところ大であり、その時々事情に応じて追究されねばならぬであらう。しかしそれが實際にどのやうな經過をたどらうとも、個人の消費と全體の所得との間の基本的關係は、それらのあらゆる場合を通じて成立するところのものであり、従つてそれは時間的制約を超えて俯瞰的觀點から考察するべきである。



- (1) H. Neisser, Secondary employment: some comments on R. F. Kahn's formula. The Review of Economic Statistics, Vol. 18, 1936, pp. 24—30. 尙ほ Kahn, Dr. Neisser on secondary employment: a note, Neisser, A rejoinder. The Review of Economic Statistics Vol. 18, 1936, pp. 144—148. 及 Neisser, Commentary on Keynes. III. The multiplier. Social Research, Vol. 3, 1936, pp. 467—470. 参照。
- (11) Keynes, Treatise, Vol. 2, p. 26.
- (12) ケインズによれば、各所得期間の終に繰越される額は所得期間よりも一層長い期間を置いてなされる支拂、例へば四分の一年毎の地代、半年毎の地方税、クリスマスにおける餘分の出費等に對する準備としてであつて、貯蓄に充てられるものはなし。(Keynes, Treatise, Vol. 2, pp. 27—29. 参照。)

## 二 銀行信用の役割

貨幣の流れは、主體の意思によつて規定されるから、その意思を反映するものとして意味づけられなくてはならない。流通現象をそれ自體として觀察する立場からの、形式上論理的な歸結が、その實、矛盾をふくむことがあるのは、客體の機械的な動きは同一であつても、その意味は異り得るからである。それが同じ意味に受けとられるのは、客體の動きに囚はれて、觀察者の位置が

絶えず移行してゐるからに外ならない。消費性向なる要因をとり入れてゐない貨幣の理論において、それを基礎づけるに當つて恣意的な觀點の轉換が無意識の中に行はれることがあるのも、かかる事情によるのであつて、それは畢竟、貨幣經濟の性格についての基本的考察を缺くがために、觀察の角度が正しく定置されてゐないことを現すものである。我々が前章において批判の對象としたハイエクの景氣論を、この點からもう一度分析して見るならば、その間の消息が一層よくうかがはれるであらう。

ハイエクによれば、前述の如く、自發的貯蓄による生産構造の變化は持続性を有するのに反し、附加的信用によるそれは持続性をもたない。後者の場合に消費者は資本財を生産する企業者との競争によつてその消費を減すべく強ひられる。即ち彼等が消費を節減するのは、彼等の自發的意思に基づくのではなく、一定の貨幣所得に對して得られる消費財が減するからに外ならない。従つてその貨幣所得が増加するや否や、消費の量を以前の水準に戻さうとするに至ることは當然であり、その結果、生産構造もまた舊に復せねばならぬこととなる。例へば一定の單位時間に生産される消費財の價值と中間生産物の價值が、それぞれ四〇對八〇において均衡してゐるときに、附加的生産信用が四〇與へられ、そのために消費財需要と生産手段需要との比が四〇對八〇から四



○對一二〇に、即ち一對二から一對三に變化したとしても、消費者がその消費支出の割合を自發的に變へようとしなければ、その比はやがてまた一對二に、即ち五三・三對一〇六・七に戻らねばならない。従つてハイエクによれば、附加的信用は投資の眞の増加を導くものではない。それのみではなく、かゝる生産構造の變化は常に恐慌の形をとつて現れる。<sup>(二)</sup>

しかし附加的信用が四〇與へられるときに、消費財需要と生産手段需要との比が一時四〇對一二〇に變化すると云ふハイエクの見解は吟味を要する。資本財部門の企業者はその信用の全部を一度に使用するのではなく、新投資には相當の時間を必要とするから、その進行につれて企業者の支出は徐々に増加して行くのである。それに伴つて生産參與者の貨幣所得も増加して行くから、消費財需要も新投資に四〇の貨幣が費された後に急激に増加するのではなく、最初から次第に増加して行くものと考へねばならない。ところで、所得の中で、消費に費される割合は均衡状態におけると變ることなく、均衡状態では消費財需要と生産手段需要との比は一對二、即ち消費性向は三分の一であると假定されてゐるのであるから、四〇の新投資は六〇の貨幣所得の増加をもたすべく、その中の三分の一、即ち二〇が消費財需要の増加となる。従つて消費財需要と生産手段需要との比は、四〇對八〇から四〇對一二〇となり、更に五三・三對一〇六・七に變化すると

云ふが如きことはなく、四〇對八〇からやがて六〇對一二〇に變化せねばならないであらう。信用造出の作用を生産構造の變革にまで深刻化することなく、物價變動の表面において把へようとしたウィクセルの眞意もまたこのやうな見方に近いものと解される。勿論、この場合の新投資は、後に見るが如き個人的貯蓄の増加を伴ふ場合のそれに比すれば、生産手段の價格騰貴のため、貨幣額は同一であつてもその量においては遙かに小であらう。しかし附加的信用による企業者の支出は、その過程においては、常に消費財需要の増加に一步づつ先ずるのであるから、ハイエクの言ふ如く結局においてそれが單に名目的變化に終るものとは考へられない。

ハイエクは、貨幣數量の變化することのない自發的貯蓄による場合には、生産構造は消費と貯蓄に關する個々人の決意に應じて改造されるのであるから、その中には附加的信用による前の場合におけるやうな不安定性がふくまれることはないとする。前述の例において、消費者がその所得の四分の一に相當するだけ貯蓄し投資するに至つたと假定する。消費財需要と生産手段需要との比は四〇對八〇から三〇對九〇に、即ち一對二から一對三に變化する。中間生産物に支出される附加的貨幣一〇は、消費財の最終産出物が、それらの購入に用ひられる三〇に減じた貨幣額に對して損失なしに賣られ得るやうに使用されねばならない。それは即ち消費財に對する需要に



比して中間生産物に對する需要が増加したと同じ割合を以て、生産迂回の平均的長さが延長される場合に外ならない。ハイエクはこゝで流通貨幣數量とその流通速度の變化しないことを假定してゐる。<sup>(三)</sup>

この例において、從來消費に費された四〇の貨幣が今や三〇に減じ、一〇は貯蓄されて中間生産物の購入に充當される。この貨幣の流れの分布の變化が、それに相應する種々の生産段階への財貨の分布を伴ふ限り、貨幣形態における貯蓄は、實物形態における貯蓄と同じ作用をなすものと見られる。實際、消費性向の減退による財貨の餘剰が、生産目的のために適當に各段階に分たれるとするならば、その結果は全くハイエクの説くが如くであらう。しかし貨幣經濟の機構においてかゝる財貨の再分布が如何にして可能であるか。その過程が圓滑に行はれ得るがためには、消費支出の減少によつて資本財部門の企業者に全體として從來よりも一層多くの貨幣が供給されるに至ること、即ち消費性向の減退が全體としての貯蓄量の増加を伴ふことを必要とする。然るに消費支出の減少は産業的流通における貨幣數量を減ずるのみであつて、全體としての貯蓄量を増加せしめるものではない。そのことは消費財生産者間における流通を考へれば容易に理解されるであらう。ハイエクは單線的生産構造を前提してゐるから、實物資本の貨幣資本への轉化を

こゝでは暫く問題外に置くならば、消費減少のために一消費財生産者の賣上高が減じ、その収入が減ずる場合に、その影響は他の消費財生産者の貨幣受取高に波及するを免れないであらう。即ち消費支出の減少は消費財部門における企業者の總所得を減少せしめるのみであつて、全體の貯蓄量は投資量が變化せざる限り變化することはない。前例において消費者の側における一〇の貯蓄の増加は、消費財生産者の側における一〇の損失によつて相殺され、全體としての貯蓄量は少しも増加しないのであるから、生産手段需要が一〇だけ増加するが如きことはあり得ない。消費財生産者とその損失を避けんがために生産を縮小すれば、消費財需要は更に減退し、生産手段需要を不變と假定すれば、消費財需要と生産手段需要との比が二六・六對八〇に達したるときに初めて均衡を得るに至る。消費性向は消費財需要が四〇のときに三分の一であつたから、それが三〇になれば四分の一となるからである。従つてこの例において消費支出の減少と貨幣流通量を不變とする假定とが兩立し得る唯一の場合は、消費財生産者とその損失を填補するために有價證券其他の資産を處分し、貯蓄者とその貯蓄を以てこれを買入れるときに限られ、ハイエクの説くやうな意味ではそれは最初から兩立し得ないところのものである。

かくの如き矛盾はハイエクにおいて貯蓄についての考察が周到ならざること<sup>(三)</sup>に歸因する。即ち



貯蓄の變化を問題とする場合に、時としてそれは消費性向の變化を意味し、また時としてそれは全體の貯蓄量の變化を意味してゐる。例へばハイエクが貯蓄活動の増加は一方において消費財に對する需要を減少せしめ、その價格を下落せしめると説く場合に、それが消費性向の變化に關してであることは明かであるが、またかゝる貯蓄活動の増加は他方において生産手段に對する需要を増加せしめ、その價格を騰貴せしめると云ふとき、それは社會全體における貯蓄量の増加に關してである。<sup>(四)</sup>勿論、個人について云へばその所得の不變なる限り、消費性向の變化は即ち貯蓄の變化に外ならないのであるが、社會全體に關しては、この兩者は嚴密に區別されねばならない。

この點についてハイエクの説が成立し得るかに見えるたゞ一つの場合は、貯蓄量が零のとき即ち消費性向の一のときを出發點とし、それとの比較において貯蓄の發生即ち消費性向の一以下への變化の影響を見ようとするときである。この場合においてのみ消費性向の變化が全體の貯蓄量と關聯をもつからである。前例において、均衡状態の消費財需要が四〇であり、次いで貯蓄が行はれる場合に一定期間における消費者の所得の四分の一を一〇とし、それだけが消費支出の減少となると假定されてゐる點からすれば、消費者の全所得は四〇であり、均衡状態においてはその所得の全部が消費され貯蓄は全然行はれないかのやうである。ハイエクが、消費財需要と生産手

段需要の比の變化は、經濟主體の意圖せる貯蓄によつて惹起されると述べ、意圖せる貯蓄の増加とは述べてゐないところから推測すれば、ハイエクは或はかゝる場合を想定してゐたかに解されないことはない。しかし若しさうであるならば、その場合に八〇の生産手段需要の存在することは矛盾であらねばならない。その上、消費性向が一であるならば、消費財需要は無限大となるはずであり、それが四〇と限定さるべき理由も存しないわけである。このやうに、消費性向の作用を考慮に入れることなく、その一の場合と一以下の場合との區別について全く無關心であり得たのは、ハイエクもまたナイサーと全く同様に、この二つの場合の間に本質的相違の存することを看過したために外ならない。消費性向の一のときに、消費財需要を四〇と限定し得るためには、前述のロバートソンにおけると同じやうな貨幣の流通速度についての特殊な假定を要するであらう。實際ハイエクが自發的貯蓄の効果を論ずるに當つて、流通貨幣の數量とその流通速度は變らないものと假定してゐることは、單なる假定たるより以上の意義をもつのであつて、一〇の貨幣が消費節約によつて消費財部門から資本財部門へ移行されるかのやうに見られるのは、たゞその假定に従ふからである。その關係は全く機械的であつて、それ自體として意味をもつものではない。ハイエクは一見、主體の決意と生産の構造を關聯づけようとしてゐるが、しかしその關聯は



ハイエクにおいては、貨幣數量の規定によつてのみ見られるに過ぎないのであつて、外側から無理におしつけたその枠を外してしまへば、兩者の間には最早や何のつながりもないことになる。ハイエクは、内面的相關關係ではなく、外面的機械的關係だけを考察したのであつた。

このやうにハイエクは、消費性向の不變な場合の附加的信用の作用を、消費性向の變化した場合の自發的貯蓄の作用と對照してゐるのであるが、消費性向の變化した場合の附加的信用の作用には觸れることなく、それが如何なる影響を及ぼすかについては何等説くところがない。それは不當な取扱ひ方であり、觀點の恣意的な移行と云はなくてはならない。今、假りに一方において消費性向が三分の一から四分の一に減じ、他方において銀行が一〇の生産信用を造出したとする。消費財需要は銀行が信用を造出しないときには前述の如く二六・六となるのであるが、この場合には一〇の信用造出の結果、三・三の消費財需要が増加し、全體で三〇となる。従つて消費財と生産手段とに對する各需要の比は、四〇對八〇から三〇對九〇に、即ち一對二から一對三に變化する。それはまさに消費者の意思に合致するものであるから、ハイエクの立場からしてもこの新しい生産構造が動搖すべき内在的原因は存しないはずである。かくの如き關係は、資本財産業部門の企業者が銀行から許與された附加的購買力によつて、從來消費財生産に従事してゐた諸要

因を自己のもとに誘引する場合に見られるところである。消費財部門の企業者はこれによつてその生産を縮小せざるを得ない状態におかれるから、かゝる信用造出は消費支出の減少に伴ふ消費財生産者の損失を未然に防ぐ結果をもたらし、生産構造の變革を圓滑に遂行する上に有效な手段となるであらう。消費者の側の貯蓄は、消費性向が減退するだけの場合とは異り、消費財生産者の側の負の貯蓄と相殺されることはないから、全體としてそれだけ増加することになり、消費財部門で不必要となつた資金と共に資本財部門へ流入し、前に行はれた信用造出はこれによつて直接間接置換されるに至る。従つてそれは、消費財部門の一部の企業者が社會の消費性向の變化する直前に資本財生産者に轉向する場合、または消費性向の變化を豫見して生産諸要因を解放すると共に、從來の營業資金を今後貸付資金として運用することに決し、資本財部門の企業者がその資金を借入れて、解放された生産要因を自己のもとにおいて使用する場合と、結局において異なるところはない。しかしこのやうな轉向も豫見も、實際には容易に行はれ難く、従つてこれに代るものとしての信用の造出は、その作用が他の場合にはたとへ攪亂的であるとしても、簡單に非難さるべきではない。

これら何れの場合においても、消費性向の變化に應じて生産構造の適當な變化が現實化し得る



ためには、ハイエクの説く如き自發的貯蓄の作用のみでは不充分である。それのみによるときは、生産設備擴張に要する資金を資本財部門に移行せしめることを得ないからである。

(I) Hayek, Preise, S. 53—58.

(II) Hayek, Preise, S. 50—53.

(三) ハイエクは「貨幣論と景氣論」において自ら、貯蓄の供給とその供給の變動を決定する事情を顧みなかつたことを認め、これらの吟味は將來の研究に残された囑望すべき分野であると述べてゐる (Monetary theory, p. 206)。しかし「諸價格と生産」においても貯蓄の理論は少しも展開されてゐない。

(四) Hayek, Monetary theory, pp. 216—217; Preise, S. 75.

(H) Hayek, Preise, S. 49.

### 三 生産構造の規定者

歴大な資本設備の下で生産が行はれる今日の經濟體制においては、年々の總生産量と純生産量との間に、大いなる差の存することは云ふまでもない。その差に相當するものは、既存資本の價值移轉部分に外ならない。従つて生産方法が高度化すればするほど、その差は大となり、純生産

量の總生産量に對する割合は小となる道理である。この點からすれば、消費財需要はそれ自體の中に資本財需要をふくみ、前者の中に占める後者の割合は次第に増大する傾向にある、と見なくてはならない。需要の増加に應じて生産を増加する消費財部門の企業者は、それによつて生じた資本價値の減少を補填するために、資本財を買入れねばならぬからである。しかしその場合に從來通りの資本財を補ふことは必要ではなく、實際にはその機會に從來よりも一層能率の高い資本財に置換されることが少くない。即ち資本の維持はしばしば新投資と同時に進行はれるのであつて、それがどのやうな形をとるかに従つて、生産構造に及ぼす變化も一樣ではない。従つて消費財部門における雇傭量の變動は、直接にはこの企業者の選擇に依存するのであつて、消費性向の増大に應じて、固定資本の集約的使用、従つてまたその補給によつて増産がはかられるならば、資本財部門における雇傭量は増加するが、消費財部門では増加しない。また若し労働が集約化されるならば、その結果はこれと全く反對となるであらう。勿論、全體としての雇傭増加量と所得増加量は、企業者がどの方法を採用するにして異なることはない。逆に云へば、消費性向と直接關聯をもつのは、全體の雇傭増加量であつて、各生産部門におけるその比ではない。従つて前述のハイエクにおける如く、單純に個人的な消費と貯蓄との割合が、生産構造を規定すると見るわけ



にはゆかない。消費財部門における純生産量の増加が、必然的に資本財部門における純生産量の減少を伴ひ、生産方法の低度化を現すのは、各部門におけるそれぞれの雇用量が、その何れか一方が増加すれば他方は減少せざるを得ない関係にあるときに限られ、それはハイエクが殊更に前提してゐるところの、完全雇傭の場合に外ならない。そのやうな相殺的な関係の存しない不安全雇傭の場合には、兩部門における雇用量も純生産量も共に増加し得るのみでなく、時としては何れか一方の部門において増加し、他方は不変の状態を持續することさへ、可能である。それは直接には企業者の選擇する生産方法によつて決定され、消費と貯蓄との割合に依存するものではないからである。

その場合に何れの部門においても、企業者の選擇の基準となるものは、一方においては賃銀の水準であり、他方においては利子の水準であらう。賃銀率が利子率に比して相對的に高い水準にあるならば、企業者は新たに労働者を雇傭するよりも、むしろ資本設備の増強の方に重點をおいて、増産計畫を進めるであらう。従つて若し消費性向の減退が、賃銀率と相對的に利子率を低下せしめる作用をもつならば、消費性向を生産構造の規定者とするところのハイエクの説も成立し得るであらう。それはまた、ハイエクが、個人的貯蓄の増加は一方で消費財價格水準を下落せし

めると共に、他方で資本財價格水準を騰貴せしめる、と説いたことの別の表現とも見られるであらう。この見解は、消費性向の變化を以て、經濟の運動の根本的要因となす經濟觀に出づるものと云はなくてはならない。

しかし生産構造が單線的ではなくて、複線的である今日の體制では、資本財部門における生産活動はその全部が、消費財部門における生産活動によつて條件づけられるものでないことは、明かである。資本財に對する需要は、消費財部門の企業者に限られるのではなく、資本財部門の企業者もまたその買手となる。資本財部門における生産物はその尠からざる部分が、同一部門内で需要され、供給されてゐる。その限り、資本財部門は自立性をもつのであつて、消費財部門への依存性は薄弱となる。投資活動は結局における消費の目的に役立つものとしてではなく、それ自体を目的として推進されるわけである。それはしばしば資本主義經濟體制なる言葉によつて特徴づけられるのであるが、更に深くその根ざすところを究めるならば、それはとりもなほさず、貨幣經濟の性格の一端の現れと見なくてはならないであらう。

もとより、投資活動の自己推進力は、それが持續し得るために、消費財部門からの若干の刺戟を必要とする。しかしその刺戟は、實は投資活動につれて労働者の側の消費需要が増加すれば、



それから當然に派生するものであつて、この場合にも消費活動が能動的要因となるのではない。その上、消費需要の増加の影響が、資本財部門において幾倍かに擴大されるものであることは、いはゆる加速度の原理の教へる通りである。たゞ加速度の原理は、それだけに独自の意義が與へられるならば、消費活動があたかも經濟の運動の能動的要因たり得るか如き暗示をふくむこととなり、誤解に導きやすい。消費量の決定は主として事實に依存し、正常の場合には所得が實現した後に、或は少くともそれが確實となつた後に、確定されるから、その變動の幅は事實によつて限定されてゐる。更に消費欲求は、富に對する欲求に比べて、はるかに狭い範圍にとどめられる。これに反して、投資は豫想に依存し、豫想上の可能は事實上の可能の領域を跳び超えて擴大されがちであるために、その變動は甚だ大となる。それを裏づける動機となるところの、富に對する支配慾は殆んど無限であり、それを喪失することに對する警戒の念は極めて強い。従つて投資活動は時として飛躍的な伸長をつゞけることもあれば、また時として萎微し、硬直状態に陥ることもある。消費財部門からの資本財に對する需要の増減は、たゞ企業者における豫想をたしかめる意味をもつに過ぎないのであつて、投資計畫が専らその事實から割り出されるやうなことはない。

このやうに資本財部門は消費財部門に依存するのではなく、むしろ逆に、消費財部門の方が資本財部門に依存してゐる。或は少くとも資本財部門はかなりの範圍において自立性をもつてゐると云はなくてはならない。それは畢竟、消費性向の度合は直ちに放資性向を現すものではなく、利子率は消費財價格水準との直接の關聯において規定されるものでないことに歸せられるであらう。消費の反面は放資ではなくて、貯蓄であり、放資と擇一的關係にあるのは、保藏に外ならない。これらの諸要因を正しい位置において、それらの基本的關係を解明することが、我々の乗數の理論の課題としたところであつた。

しかし利子率が消費の側から、或は貯蓄の側から、直接決定されるものでないことについての我々のこれまでの所説は、云はば側面からの論證に過ぎない。そこで我々は次にそれを正面から取り上げ、批判と展開とによつて以上の敘述を擴充しなくてはならない。



第三章 貨幣的現象としての利子



## 第一節 數量說の見解の一側面

### 一 貸付資本に關する需要供給説の構造

從來、利子論において主として問題とされたのは、利子が如何なる源泉から派生するか、その不斷の流れは何にもとづくか、に關してであつて、利子の水準がどのやうにして決定されるかはなかつた。後者の問題は前者の問題さへ究明されるならば、それに答へることは容易であるとして、簡単に片づけられてきた。即ち、利子率は貸付資本に對する需要と供給との關係によつて定められる、換言すれば、利子率は投資と貯蓄とを均衡せしめるところの價格である、と云ふ觀念がその骨子となつてゐた。

この利子論はいはゆる古典的經濟理論の中核を形づくるものであつて、これとの關聯において解釋されなくてはならない説が少くない。例へば、我々が前に吟味したところの投資・貯蓄の不



均等説の如きが先づ第一にそれである。この利子論によれば、個人の貯蓄行爲は常に利子率を低下せしめ、それによつて新投資を當然に刺戟する。その場合に利子率は貯蓄の増加に等しい投資が行はれる水準にまで低下する。同様に附加的投資の行爲は、それが貯蓄性向における變化によつて相殺されない限り、利子率を必然的に上昇せしめる。即ち利子率は、その利子率における新投資のための貯蓄に對する需要を、その利子率にて社會の貯蓄性向から結果する貯蓄の供給に等しからしめるところの均衡化の要因である。このやうに投資と貯蓄とが利子率の變化によつてはじめて均等し得るためには、投資も貯蓄も利子率に從つてそれぞれその量を變じ得るものでなくてはならない。さうでなく、投資と貯蓄とがそれ自體ですでに均等關係に立つとすれば、利子率にかゝる作用を認めるわけにはゆかない。投資・貯蓄の不均等説がどのやうな志向によるものであるかは、これによつて明かであらう。それはこの利子論の外郭たるの意味をもち、利子率を均衡化の要因とする見解を支持すべき役割を演ずるものに外ならない。

またこの利子論は、古典的生産論乃至資本論の重要な一環をなしてゐる。各生産部門に最早や供給の弾力性の存しない状態を想定し、かゝる状態において生産の増大は如何にして可能なりやの問題に答へようとするのがこの利子論だからである。それによれば、この場合に生産の増大は

生産手段の充用方法を變ずることによつて、即ちそれらを一層長い生産迂回の方法に従はしめることによつてのみ實現される。ところで、生産迂回の程度は消費財に對する需要と資本財に對する需要の比率に相應して決定され、消費財に對する需要が相對的に増加するときは生産過程はそれにつれて短縮され、また反對に資本財に對する需要が相對的に増加すれば生産過程はそれに應じて一層迂回的となる。從つてこれを決するものは貯蓄に依存するところの利子率に外ならない。貯蓄が増加し消費財に對する需要が相對的に減すれば、利子率の低下によつて一層高度の迂回生産が行はれることとなり、資本財の生産過程は延長される。かくて貯蓄の増加による利子率の低下は生産量を増加せしめる要因であると見られる。

この説において新投資が行はれ得るがためには、從來消費財生産に従事してゐた生産諸要因の一部を、その生産から解放することを絶対必要條件とする。こゝでは新投資に要する生産諸要因はこれを他に求めることを得ないからである。その生産諸要因の移行を成就せしめるものとして貯蓄、從つてまた利子率の作用が重視されてゐるのであるが、それはあたかもロビンソン・クルソーの場合におけるやうである。<sup>(一)</sup>ロビンソン・クルソーが從來よりも一層豊富な食料を得る目的を以て弓と矢を作らうとするためには、これまで例へば十時間費して蒐めた木の實を消費



してゐたのを節約して九時間分の木の實で満足し、かくて一時間の勞働を消費財生産から解放することを必要とするからである。この意味において貯蓄は投資を可能ならしめる本源であると考えられ、社會經濟においてそれを媒介するものとして利子率が考へられてゐる。

勿論、貸付資本についての需要供給説とも稱せらるべきこの利子論も、最近の形態においては、その決定要因として單に投資と貯蓄の二つだけを取扱ふのではなく、その内容は一層複雑になつてゐる。例へば供給の側では、貯蓄の外に一方で銀行の信用造出作用を認め、また他方で貨幣の保藏を考慮するが如き、これである。しかしそれが結局において貸付資本の數量の問題に歸せられる限り、それは古典的理論の修正ではなくして、單なる附加に過ぎないであらう。貨幣の數量に適當に保たれるならば、それは中立化され得るとする見解は、貨幣の作用を組織に根ざすものとは考へない結果であらねばならない。貨幣的景氣論と稱せられるものも、その多くは實物經濟學たる古典的理論に基礎をおく學説であつて、それと別個の領域を有するものではない。いはゆる均衡利率なる觀念はこの間の消息を明かに語つてゐる。その説に従へば投資需要表に應ずべき供給の源泉には二つある。その一は本來の貯蓄であつて、古典的理論の専ら取扱へるものは即ちこれである。その二は貨幣數量の増加によつて公衆に課せられるいはゆる強制的貯蓄である。

かゝる觀點からして均衡利率なる觀念が導き出され、それは投資を古典的理論における貯蓄に均しからしめるところの利子率であると定義される。景氣變動を惹起せしめる根本的原因是、貸付利率の均衡利率からの乖離にある。従つて本來の貯蓄を超えて投資が行はれ得ないやうに、換言すれば貸付利率と均衡利率とが一致するやうに、貨幣數量があらゆる状態において不變に保たれるならば、景氣變動は除去されるであらう。かくの如くこの説において均衡利率と稱せられるものは、古典的理論における貸付資本の需要曲線と供給曲線とによつて決定される利子率に外ならない。即ちこの説は根本において古典的理論をそのまま援用し、その基礎の上に附加的に景氣論を展開するものと見られる。このやうな景氣論が行はれるやうになつたことから、逆に古典的理論において均衡化の要因として利子率が如何に重要な役割をもつたか、またそれに經濟運動の調節者としてどれほど多くの意義が認められてゐたかがうかがはれるであらう。

これまで利子論において、多くの場合に、種々の利子率が區別されることなく、あたかもそれが單一のものであるかのやうに取扱はれてきたことは、我々が先づ第一に問題としなくてはならないところの事柄である。その取扱ひ方が正當なものとして受けいれられるためには、數多の利子率の中に基本となる一つの利子率があつて、他の利子率がすべてその利子率と常に一定の關係



を保持してゐなければならぬ。基本的利子率が何であるかは恐らく各國の金融制度に従つて異なるであらうが、例へば中央銀行の公定利率がそれに當るものとして、實際にかつての英吉利における慣習のやうに、普通銀行の預金利率がそれよりも一・五パーセント下に、手形仲買人へのコールの利率がそれよりも一・五パーセント下に、公開市場の割引歩合がそれよりも凡そ〇・五パーセント下に、定められるとすれば、その限りではそれらの利子率を理論上區別して取扱はねばならぬ理由は存しないのであるが、しかしその場合にも一部の利子率に限つてそのやうな關係が保たれるに過ぎないのであつて、すべての利子率がさうであるのではない。基本的利子率を想定することなく、種々の利子率を一の複合體と見るときにも、それらの利子率の間の關係に問題がひそむことに關しては少しも變りはない。

財貨の價格についても、消費財と資本財とはそれらを一律に論ずることができないやうに、利子率についても少くとも長期利率と短期利率、或は證券利率と銀行利率とを區別することが必要であらう。證券利率とは長期貸付證券の相場によつて測られるところの利廻であり、銀行利率は通常、銀行における商業手形の割引歩合を指すのであるが、我々はこゝでは便宜上その中にコール利率をもふくめることにしよう。割引歩合は制度的要素に拘束されることが多く、従つてコ



欠

**MISSING**



## 二 ウィクセル説の前提

ウィクセルによれば、信用造出は實際の貸付利率が正常利率よりも低い場合にのみ行はれ得るのであつて、その結果は物價の騰貴となつて現れる。しかしこゝにはゆる貸付利率が主として長期利率を意味するものであることは、これと比較される正常利率が實物利率を直接表現する貸付利率に外ならず、またその正常利率は新らしく造られる固定資本の豫想収益に相應するものであること(一)から推定され得るところである。短期利率と物價との關係についてはウィクセルは次のやうに述べてゐる。

三ヶ月拂の手形と引換に商品を買つたものがその手形を割引くときに、割引歩合が四分から三分に引下げられたとすれば、商品の現金價格はそれだけ騰貴したこととなり、その取引は從來よりも一層多くの貨幣を流通内に投じたこととなる。しかしその騰貴は正常價格の僅か四分の一パーセントに上るに過ぎない。その上、賣手は恐らくその餘分の利潤の全部を獨占することはできないであらう。他の賣手との競争上、その一部を買手に分たねばならないからである。従つて割



引歩合の偶然的・一時的變更はそれ自體としては物價に著しい影響を及ぼすことはない。この點に關する限り、リカードオと反對に、銀行の割引政策は物價の形成に關して大なる重要さをもたないといふ主張したトウクの説は全く正しい。

これによつて明かな如く、ウィクセルにおいても短期利率の水準は直接には物價に對して重大な影響を與へ得るものではない。割引歩合の一時的變化が物價を變動せしめる程度は些少なものであるが、しかしそれにもかかはらず、ウィクセルによれば、利率の僅かな下落でさへ直ちに物價の大なる騰貴をもたらし得る場合がしばしばある。即ち信用によつて獲得される財貨に對しては、信用が與へられる期間が長ければ長いほど、一層高い價格が支拂はれ得るであらう。例へば市場へ賣出される財貨を作り上げるまでに、一年、二年、三年、或はそれ以上の年月を要する生産に用ひられる原料または勞働給付について見るならば、利率の一パーセントの下落は極端な場合にはそれらの原料または勞働給付の價格を、一、二、三パーセント或はそれ以上騰貴せしめるであらう。更に建物、鐵道、耐久機械等の場合における如く永久的投資が行はれるときは、價格の騰貴し得る程度は著しく大である。鐵道會社が四パーセントの代りに三パーセントで社債を發行し得るに至るならば、他の事情にして等しい限り、殆んどその全必要品に對して三十三パーセント

三分の一だけ從來よりも多く支拂ひ得ることとなるであらう。一億マアクの四パーセントは、一億三千三百萬マアク三分の一の三パーセントに等しいからである。かくの如き長期投資のために需要される原料及び勞務の價格の激しい變化及び其他の商品の價格に對するその反作用を度外視するならば、利率の適度の變更も物價に極めて僅かな影響を與へるに過ぎないやうに思はれるであらう。<sup>(三)</sup>

このやうにウィクセルにおいては、貸付利率はそれが長期についてのものであればあるほど、物價に大なる影響を及ぼすことになる。利率の變化は流通信用の場合にはせいせいその差だけ物價を動かすに過ぎないのであるが、資本信用の場合にはその差が資本化された額だけ需要價格を高め得るからである。それでは、物價にかゝる大なる變動を生せしめるところの長期利率の變化は、何によるのであらうか。これについてウィクセルは、銀行利率の引下げが充分に長く持續されるならば、その結果として證券利率も低下するものと見てゐる。<sup>(三)</sup>即ち長期利率が短期利率の水準に應じて定められることが、ウィクセルの物價論の前提條件となつてゐる。銀行の貸出は主として短期資金に限られるのであるが、短期利率と長期利率との間に存する密接な關聯によつて、銀行の割引歩合の變更はそれが相當の期間續けられるならば、物價に全般的影響を與へるに至る。



ウィクセルの見解はこのやうに解されるのであり、長期貸付利率の決定に關しこれ以上説くところはならない。その全體の所論を不透明ならしめるのは實にこの點である。

もとより一定の事情の下において、長期利率が短期利率とその動きを共にすることのあるのは否定され得ないところであらう。またそれを實證するかに見える若干の統計も存しないではない。そのことは短期貸付を長期放資に變へ、或は長期貸付を短期放資に變へる精緻な機關を具備せる今日の金融市場において敢て怪しむには足らない。長期證券の利廻が短期借入金に對して支拂はれる利率に比してはるかに高いならば、證券を買入れるために短期資金を借りる人を生ずることもあれば、また商人の中には營業上保有する現金を證券に變へ、現金の必要あるときはその證券を擔保として銀行から借入をなすものも現れるであらう。更に銀行を始め、保險會社、信託會社、其他の金融機關は、短期證券の利廻が甚しく低下するときは、その収入の減少すべきことを恐れて長期證券に乗換へる場合が稀ではない。これら諸種の原因からして長期證券に對する需要が増加するならば、その價格は騰貴し、長期利率は短期利率の水準に順應して低下の傾向を示すことがある。

しかしそれにもかかはらず、かくの如き長期利率の隨伴的運動は必然性を有するものではない。

長期證券を保有せしめるに至る最も有力な動機は、現在の利廻ではなく、將來におけるその證券の價格だからであり、將來、その價格が下落するならば、現在の高利廻による利得の如きは忽ち抹消されるのみでなく、更にその上に資本勘定において損失を蒙らねばならないからである。従つて現在の利率よりも將來の利率に重きがおかれる状態において、前述の如き平準化が必ずしも常に行はれないことは明かである。コール市場における持續的な軟調が、しばしば起債市場の活況を伴はないことの主たる原因は、かくる事情の中に求められるであらう。また貨幣統制上、中央銀行の割引政策の外に公開市場政策が重視されるに至つた所以も、割引歩合の變更によつては容易に長期利率を動かさし得ないことが實證されたためである。

このやうに、長期利率が銀行の行動とは別に全く異なる他の要因によつて決定されるとすれば、ウィクセルにおける全體の理論構造、即ちたとへ銀行が一時利子率を任意の水準に定めるとしても、貸付利率は結局において實物資本の量によつて規定されるから、長きにわたつてその任意の水準を維持することは不可能であり、この意味において貨幣はまた結局ヴェールに過ぎないと云ふ思考上の連鎖はこの點で中斷されざるを得ない。長期利率と短期利率との間に必然的關聯が存しない以上、銀行の短期利率の變更が常に新投資を増減せしめることはなく、従つてまた銀行は



短期利率の決定について殆んど完全な支配力を有し、實物資本の量によつて制約されることはないからである。それではその場合に、長期資金について正常利率に一致しない貸付利率とは抑、何を意味し得るであらうか。兩者の間に若しウィクセルの説く如き乖離を認めようとするれば、總ての長期資金の供給が銀行によつて行はれ、貯蓄者はその資金を證券放資其他の形式にて直接企業者に貸付けることなく、専ら銀行預金とする場合を想定せねばならないのであるが、しかし銀行がその資金を固定せしめることに不安を感じない状態において、貯蓄者だけが流動性を愛好することは、實際に資本市場に特殊の事情の存するときは別として、少くとも理論上充分な根據をもつものではない。實際におけるやうに、長期貸付資金の大部分が貯蓄者から供給されるならば、如何なる貸付利率も正常利率以外のものではあり得ないはずである。かくして物價變動の主因を兩者の乖離に求めようとしたウィクセルの説は遂に證明され得ないこととなる。

信用の造出を經濟變動の最も根本的な要因として重視するのは、金融理論の最近の傾向と見られるところであるが、その多くはウィクセルの理論をその出發點とするものである。ウィクセルの觀點は我々が前章で關説したやうに、後のいはゆる貨幣的景氣論者のそれに比すればはるかに正鵠を得たものであつたが、しかしその主張の積極的部分、即ち不變な消費性向の下における投

資率の變動を銀行の行動に歸するその觀念は、短期利率と長期利率との間の關係についての考察の充分でないため、換言すれば正常利率と貸付利率との乖離なる意味を長期利率について把握することの困難なため、以上に見た如く必ずしも明白ではない。銀行が長期貸付を意圖するにあらざる限り、銀行利率の低下は企業者にとつて投資の誘因たり得るものではない。銀行信用は企業者に新投資の手段を供する意味においては重要な職能をつくすものではあるが、しかし年々の投資率を決定するのは銀行以外の事情である。貯蓄が證券に放資される以前に、新投資の資金が銀行信用によつて造出され得るがためには、少くとも一方で長期貸付利率の將來に關してその上昇が市場で豫想されることなく、また他方で貨幣の還流過程に異變の生じないことを必要とする。ところが、この二つの條件はともに貯蓄者の側における保藏性向が高まらない場合においてのみ完全に充される。従つて投資率を決定する眞の要因は市場の側に存するのであつて、銀行の行動は單にこれに追従するものに過ぎない。銀行の受動性を認めるその結論においては、我々はウィクセルと變らないのであるが、しかしウィクセルはその受動性を長期利率と短期利率との一致に歸するのに反して、我々はむしろその二つの乖離を重視するのである。貨幣的景氣論者は、ウィクセルにおける物價の變動を景氣の變動にまで發展させるものであるが、その場合に一方で長期



利率と短期利率との關係についてはウィクセルの見解をそのまま踏襲しながら、他方では銀行の能動性を説くのであるから、まさに二重の誤謬をおかすものと云はねばならない。

信用造出の作用を常に攪亂的として特徴づけるのは結局、貨幣數量の變動に問題の中心をおくことに外ならない。その立場からすれば、財貨に對する貨幣的需要がその供給に超過しまたは不足するのは、貨幣數量が銀行によつて或は貯蓄者の保藏によつて増減されるからであり、従つてそれが不變に保たれるならば、セイの販路の法則によつて代表される古典派の理論の説く如く、すべての所得は、それが消費されるにせよ或は貯蓄されるにせよ、有效需要たる點において異るところなく、従つてすべての賣手はまた買手であり、需要は供給によつて造られるのであるから、兩者の間の均衡が破られることはなく、物價の變動（ウィクセル）も、景氣の變動（ハイエク）も起り得ない。

かゝる思想は、保藏性向の度合は保藏貨幣の數量によつて表現され得るものではなく、その如何なる數量もその時々々の保藏性向の強度に應じて如何なる長期利子の水準とも結びつき得ることを看過したものであつて、そこに想定されてゐるのは、將來に關する豫想が現在に何等の影響も及ぼすことなく、貨幣における價値の貯藏なる職能に何等の意義も認められない世界である。従

つてそこでは短期利率の決定様式以外に、利率の他の決定様式があり得ようはすはなく、理論上長期利率と短期利率とが區別されなくてはならない理由が見出されないわけである。しかしそのことのために理論の崩壊を來すのは、たゞにウィクセルの場合に限られるのではない。

(一) Wicksell, Vorlesungen, S. 218—220.

(二) Wicksell, Geldzins, S. 83—85. 邦譯、一三三—一三六頁。Vorlesungen, S. 222—223.

(三) Wicksell, Geldzins, S. 68, 84. 邦譯、一〇九頁、一三六頁。Vorlesungen, S. 223.

(四) 例へば、W. W. Rieber, Money rates and money markets in the United States, N. Y. & Lond. 1930.

参照。

### 三 時の遅れによる變化

利率が商品の價格と同様に、資本に對する需要と供給によつて決定されると云ふ觀念は、今日極めて根強く一般の見解を支配し、それは殆んど公理の如く認められてゐるが、しかし個別商品に關する需要供給説の型に倣つて、利率論を構成することに何等の疑點も存しないのでは決し



てない。個別商品について、その生産量の増加は當該商品の價格を下落せしめると云ふ命題は、増加せる生産に伴ふ、生産參與者の増加せる所得が、實際において當該商品に對する需要を直接増加せしめることなく、またその需要が増加するにしても、生産量の増加に比して甚だ小であると豫想されるから、問題なく容認されるのである。しかしかくの如き需要と供給の獨立性の條件は、個々の商品についてのみ完全に滿され得るのであつて、全體としての商品を對象とするときは、その觀點は自ら異らざるを得ないであらう。貸付資本の場合においても同様であり、需要としての投資と、供給としての貯蓄の關係によつて、利子率が定められると云ふ説が成立し得るためには、投資と貯蓄とが相互に無關係にその大きさを變じ得ることを前提とする。従つて投資と貯蓄との間に、常に相關關係を認めるところの我々の乗數の理論からすれば、かゝる需要供給説の意義は著しく限定されることになる。それは個別的觀察方法と全體的觀察方法とが如何に相違するかを如實に現すものに外ならないのであるが、その間の事情を明かにするために、我々はこのやうな需要供給説の位置をたしかめなくてはならないであらう。

投資はそれが完了すれば最早やそれについての金融を必要としないのであるから、利子率との關聯において第一に問題となる投資は、計畫されて未だ完了しない事前の投資である。ところで

大體において、銀行から供給される事前の投資のための金融資金には、既に完了した投資から解放された資金が充當されるから、投資の流れが一樣な率で進むときには、事前の投資と事後の投資とは相等しく、従つて資金に對する需要は變らない。しかし投資率が變化し、事前の投資が事後の投資と異つた大きをもつに至るならば、新投資のために要する資金に對する需要は變動せざるを得ない。投資が貯蓄に比して増加するならば利子率は上昇すると説かれるのは、先づ第一にかゝる場合を指すものと見られる。しかしそこで比較されてゐるのは事前の投資と事後の貯蓄とであつて、その時期を異にするものであるから、兩者が必然的に對應せねばならぬ關係に立つこととはない。若し時間的に比較を行ふとすれば、比較さるべきものは事前の投資と事後の投資とであつて、投資と貯蓄とではない。換言すれば、計畫された投資のために云はばイヤー・マアクさるべき資金と、既に完了した投資によつて解放された資金との間の相違が問題となるのであつて、貯蓄の大きさはそれには少しも干與しない。

投資計畫が増加するとき、銀行がそれに應じて附加的信用を與へないならば、企業者の中で自己の計畫せる投資の収益性に照らして貸手にとつて比較的有利な條件を申出るもののみが必要資金を獲得することとなり、その資金が何れの方面から供給されるにせよ、他の事情が變らな



限り、短期利率は上昇する。反對に投資計畫が減退するにもかかはらず、銀行がすでに投資の完了によつて解放された資金に相當するだけの貸出さうとするならば、從來よりも資本の限界能率の一層低い投資にも貸出條件の緩和によつて金融が行はれることとなり、それによつて新投資が刺戟されるかどうかは別として、とにかく短期利率は低下するであらう。勿論、銀行が投資計畫の増減につれて金融を加減するならば、かゝる利率の變動は起り得ないのであるが、しかしその場合にも尙ほその後の過程において利率の變動を見ることがある。投資と貯蓄との不均等から利率の變動を説明しようとする説は、また時としてこの第二の場合を指すことがある。

今、新投資計畫を實行するために資本財部門の企業者Aが銀行から附加的資金の供給を受けたと假定しよう。その資金が支出されるにつれて、一部は資本財部門の他の企業者 $B_1$ の貨幣資本 $L_1$ となり、また一部はこの部門全體における所得 $E_1$ となる。消費性向を平均して十分の九とすれば、 $E_1$ の中で十分の一は貯蓄され( $S_1$ )、十分の九は消費に充てられる( $C_1$ )が、消費財の生産が従来通りに行はれてゐたとすれば、 $P.R_1$ は消費財部門の企業者 $B_2$ の貨幣資本 $L_2$ とその所得 $S'_2$ に分解される。その場合に企業者 $B_1$ と $B_2$ が従来銀行から運轉資金の融通を受けてゐたとすれば、 $L_1$ によつて一時それを返済することもできるし、また若しそれが自己資本であつたとすれば恐らく附

加的所得と共にその當座銀行へ預金されるであらう。従つて銀行全體としては資産の流動性は短期間に回復されるのであるが、しかしその状態において企業者Aが銀行からの短期債務を長期債券に振替へようとするときに、Aに供給され得る資金は $S_1$ 、或はせいせい企業者 $B_1$ の利潤 $S'_1$ と $B_2$ の利潤 $S'_2$ をそれに加へたものに過ぎないのであつて、他のものは未だその段階に達してゐない。企業者 $B_1$ も $B_2$ も直ちに増産に着手するであらうが、その場合の資金が $L$ と $S'$ とに限られるならば、第二次の所得増加による消費財需要の増加 $P.R_2$ に相當するだけは消費財、従つてまた資本財の供給が尙ほ不足する。消費財の供給は前述の如く $P.R_1$ の九倍だけ増加するときにはじめて需要と均衡を保つに至るのであるが、それは即ち第二次附加的貯蓄 $S_2$ が $P.R_1$ 等しくなるときであり、また企業者Aが證券發行によつて攪亂を惹起することなしに資金を吸収し得るときである。もとより資本財と消費財の増産が常に必ずこの均衡點まで行はれると云ふのではない。企業者 $B_1$ と $B_2$ が生産の擴張をその中途でとゞめ、貨幣資本の實物資本への轉化を差控へることを有利とする何等かの事情が発生するならば $S_2$ が未だ $P.R_1$ に達しないときでも、その不足分は企業者 $B_1$ と $B_2$ の $S'$ と $L$ の中から供給され得ることになるから、企業者Aは $S_2$ が $P.R_1$ に等しくなつたときと同様に必要なだけの長期資金を獲得することができる。勿論、それは長期利率について資金供給者



の側の豫想が變らない場合においてである。そこでもし  $S_2$  が  $P.R.$  に等しくなり、或は  $S'$  と  $L$  が 實物資本への轉化を中止するときよりも早く企業者 A の債券が發行されるならば、その條件が應募者にとつて、從來よりも有利でない限り、その全部は市場で消化されず、一部分引受業者の手持となつて残らざるを得ない。それが引受業者の自己資金によるものであるならば、その引受業者の銀行預金と企業者 A への銀行の貸出とが同時に消滅し、またそれが銀行からの借入によるものであるならば、企業者の短期債務が結局引受業者によつて肩代りされることとなる。長期利率はそれによつて直接變化することはないけれども、起債市場は一時閉止状態に陥るから、それによつて將來に對する豫想に動搖を來たし、保藏性向は強められるであらう。また若し發行條件が變更されるならば、舊貯蓄者の中には不活動預金を引出してそれに應募するものが現れ、條件如何によつてはその證券は市場で消化されるのであるが、しかしその場合には明かに長期利率が上昇する。何れにしても證券發行がその時機を得ないときには、長期利率の變化は免れないのであるが、それは純投資に等しい貯蓄は存在しても、新投資に等しい貯蓄は未だ發生しないからである。投資と貯蓄との不均等によつて、利率が變化すると云はれるときに、このやうな場合が念頭におかれてゐることがある。かゝる利率の變化は全く起債技術上の齟齬によるものであつて、

それ以上の原因にもとづくものではない。純投資の大きさが新投資の大きさに等しくなるまで、或はその純投資の大きさが變化しなくなるまで、起債が延期されるならば、その變化は避けられ得るところのものである。しかし、それは投資と貯蓄との均等を認める見地に立つてはじめて解明され得るところであり、たゞ兩者の乖離だけを注意する立場からはこの關係を把握することは困難であらう。後者は投資と貯蓄のそれぞれの大きさをその時々と與へられたものとして受けとるのみであつて、その間の關聯による變化の方向については、それを豫想し得べき如何なる基礎もまたないからである。

貸付資本に關する需要供給説は、かゝる時間的開きによる長期利率の變化を取扱ふものとして、僅かにその意味をもち得るに過ぎないのであつて、しかもその變化の性質については何事も語り得ないところのものである。その需要供給説において利率の函數として、投資に對應せしめられる貯蓄が、全體としての貯蓄の量であるか、或は貯蓄性向であるかは必ずしも明かではないが、それはこの二つを分つことなく個人的貯蓄の増加は全體としての貯蓄の増加に外ならないとしたことの當然の結果であらう。しかし個人的貯蓄は一定の所得の範圍内で假りに利率の變化によつてその量が増減し得るとしても、全體の所得は個人的貯蓄の量によつて動かされるのであるか



ら、全體については所得を一定とするわけにはゆかない。従つて全體としての貯蓄の量は利子率の變化につれて直接増減し得るものではない。それが投資と相關的にのみ決定されることはすでに述べた通りである。そのことが考慮されるならば、貸付資本の需要と供給とによつて決定される長期利率がどのやうなものであるかは、容易に理解されるであらう。貯蓄性向が變化するならば、それが利子率に及ぼす影響は、それに伴ふ事情の異なるに従つて一樣ではないが、しかし資金の數量關係のみから云へば、貯蓄性向の變化は直接消費財に對する需要、従つてまたその價格の變動を結果し、少くとも消費財部門における生産活動はそれに影響され、その活動の變化に伴つて貨幣に對する需要も變化を免れない。その結果は先づ短期利率の變化となつて現れるであらう。他方において貯蓄性向の變化はまた長期貸付に向けられる、貨幣の流れの速さの變化に外ならないから、そのために長期資金たり得る貯蓄の發生する時期が移動し、起債の時期がそれに應じて變更されない限り、長期利率には一時的變動を生ずるであらう。従つて貯蓄性向が高まるならば、貸付資金の供給量が絶對的に増加するからではなく、一方では取引上の動機からの貨幣に對する需要を減少せしめることによつて短期利率を下落せしめ、他方では長期資金供給の時期を従来よりも早めることによつて、長期利率を低下せしめることになる。

#### 四 保藏性向と保藏數量

利子率が投資と貯蓄との關係、即ち貸付資金に對する需要と供給との關係によつて決定されるとする説は、以上に見た如く、利子率變動の原因を結局において、銀行の行動と、資金回流の時の遅れに求めようとするものである。もとより、この二つが實際において利子率を、即ち前者は主として短期利率を、後者は主として長期利率を、變動せしめることがあるのは、否定され得ないところであらう。しかしそれは金融技術的な實際上の支障による變動に過ぎないのであつて、それによつて利子率變動のすべての場合がつくされるものでもなければ、またそれが利子率變動の本體でもない。それらは貨幣經濟機構そのものに内在する要因ではなく、従つてその觀點にとどまる限り、經濟變動の規定者をこゝに求めることはできないであらう。従來、利子率の變動はそれ自體として、經濟の動きに作用する力をもつものではなく、その水準は生産の側からむしろ受動的に定められる、と説かれてきたのは、これがために外ならない。

このやうにそこで取扱はれてゐる利子率變動の性質が顧みられなかつたのは畢竟、投資と貯蓄



との乖離だけを問題とするところの、個別的觀察方法による結果と云はなくてはならないであらう。投資と貯蓄とを個別的に觀察して、それらがそれぞれ獨立の大きさをもち得るものとして、ただその相對關係だけを注意する立場からは、その時々、利子率の變動が前後との關聯なく把へられるのみであつて、その變動が經濟の性格に照らして、理論上回避され得るものであるかどうかについて、判斷されるはずはなく、その區別のあることさへも氣づかれないからである。相對關係の變化は、相對關係の分析からは推測され得ないのであつて、全體としての經濟活動の位置をたしかめることなしには、その見透しはたてられない。個別的觀察方法が利子論上において役立ち得ない所以はこゝにある。

問題をしばらく長期利率に限ることにしよう。長期利率の變動には、いはゆる投資と貯蓄との乖離によつて説明され得ない場合があり、また金融技術上の齟齬だけでは説明されないとこの重要な場合がある。銀行が新投資を刺戟することもなければ抑制することもなく、その金融について順應的な態度を持し、また長期資金の需要される時期と供給され得る時期とが一致し、企業の需要するだけの資金は所得者の側でまさに貯蓄され、所得者がそれを供給しようと欲すれば、供給することのできる状態にあるとしても、長期利率には尙ほ變動の餘地が充分に残されてゐる。

それは保藏性向の變化するときである。

保藏性向の作用を理解するためには、我々は何よりも先づ保藏性向の變化と保藏貨幣數量の變化との相違を明かにしなければならぬであらう。保藏貨幣の數量は大體、不活動預金の數量によつて測られるのであるが、不活動預金の數量は云ふまでもなく全預金の數量から活動預金の數量を差引いたものに相當する。従つてそれは、活動預金の數量が變化するか、それとも全預金の數量が變化するのなれば、變化しない。その何れの場合にも社會全體の所得の變動を伴ふのであるから、所得に變動のない限り、保藏貨幣の數量は變らない、と云ひ得るであらう。ところで、全體としての所得は、利子率を一定とすれば、我々が前にケインズについて見たやうに、資本の限界能率か或は消費性向が變化すれば、それに従つて變動する。従つて保藏貨幣の數量もこの二つの何れかによつて變化し得るわけである。ところが、保藏性向はその何れが變化しても、直接それによつて變化することはない。極端な場合をとつて云へば、保藏貨幣の數量が變化するのは、保藏性向が變化しないことによるのである。保藏性向が高まつて利子率が上昇すれば、たとへ資本の限界能率が上昇しても、投資は増加することなく、従つて所得も増加しないため、保藏貨幣の數量が増加することはないからであり、またたとへ消費性向が増大しても、利子率の騰



貴によつて投資が減退するならば、所得は増加することなく、この場合にも保藏貨幣の數量が増加することはないからである。勿論、実際には保藏性向が變化しても、保藏貨幣數量の變化し得ることが多いのであるが、しかしその間に必然的關聯が存するのではなく、兩者の變化の方向は異り得るものである。換言すれば、保藏性向の度合は保藏貨幣の數量によつて測られ得るものではない。

然るに、長期貸付に供せられる資金は、保藏貨幣數量の多少によつて異らざるを得ない。従つて利子率がその需要と供給とによつて決定されるとする説によれば、保藏貨幣の數量が變化すれば、それによつて直接に利子率は變化することになるのであるが、保藏貨幣の數量は投資の側を一定とすれば、前述の如く消費性向に依存するから、それは結局、利子率は消費性向によつて決定される、と云ふに等しい。ロバートソンやハイエクにおいて、貯蓄が投資を超えるときは、一方で消費財の價格水準が下落し、他方で資本財の價格水準が騰貴し、利子率が低下する、と説かれたのは、まさにかゝる思考過程によるものに外ならなかつた。

それは保藏性向の作用を認めない立場を表明するものであつて、換言すれば、豫想の要素が理論の中にとり入れられてゐないことを示すものである。利子率は貸手と借手との競合する事實に

よつて定められるのであつて、現實における貸付貨幣の數量がその場合の決定的要因である。これがその立場の根本的な觀念である。我々が前に、これらの論者は銀行利率の決定様式だけを見つめてゐる、と述べたのは、このことを指したのであつた。割引歩合にしても、コールの日歩にしても、實際に貸借が行はれ、それだけの貨幣が現に動くのでなければ、それらに變化を見ることはないからである。しかし我々が一たび目を債券市場に轉ずるならば、そこではこれと全く異つた様式で利子率が決定されてゐることを知るであらう。そこで競合してゐるのは、最早や貸手と借手ではなく、賣手と買手である。勿論、借手は賣手となつて必要な資金を獲得し、また貸手は買手となつて自己の欲する放資をなすことができるけれども、しかしこゝでは貸借の行はれることが必ずしも取引の成立する條件とはなつてゐない。起債市場は時として半年以上も閉止状態をつゞけることがある。その間、新規債券は一枚も發行されず、長期資金の貸借は杜絶してゐる。それにもかかはらず、債券の相場がたたない日はなく、利子率が定められない日とはない。利子論において現實の貸付だけを問題とする論者は、この事實を如何に説明し得るであらうか。

その上、長期利率の決定には、短期利率の場合と異り、取引の多少とそれに伴ふ貨幣の移轉は、本質的な要素ではない。債券の賣買が行はれるのは、賣手はその相場を高すぎると考へ、買手は



その相場を低すぎると考へ、兩者の見解が一致しないことによるのであるが、それが一致する場合を想定すれば、理論上取引なしに長期利率が決定されることも十分に可能である。假りに一人の賣手または買手が或る相場を唱へたとして、その相場がすべての人にとつて高すぎも低すぎもしないとすれば、それに對して買手も賣手も現れず、取引は成立しないのであるが、しかし長期利率はその點で定められたと見ることができるからである。實際にはこのやうに各自の見解が完全一致することはないから、多かれ少かれ取引が行はれるのであるが、しかしその取引の數量と長期利率の變動との間は直接何等の關聯も存するものではない。

すでに繰返し述べたやうに、債券の保有者は常に保藏よりも債券の方を愛好するのではなく、また價值の貯藏としての貨幣の保有者は常に債券よりも保藏の方を愛好するのではない。流動性選好の度合の變化如何によつて前者が後者へ、また後者が前者へ移るのであるが、これを社會全體として見れば、すべての貯蓄者のそれぞれの選好が満足される點において、即ち保藏性向の度合に應じて債券の價格が定められる。その選好の基礎を動搖せしめるやうな報道がもたらされるならば、その材料について市場の意見が一致する限りは債券の價格、即ち長期利率の水準は不連續的に、突發的に變化し得るのであつて、換言すれば、その材料を織り込んだ新しい状態にお

いて、流動性選好の度合が變化するにもかかはらず、その變化を充分に相殺し得る點まで長期利率が變動することによつて、その變化した状態において強氣と弱氣の勢力の均衡が保たれねばならない。<sup>(二)</sup>かくの如き長期利率の變化は銀行の行動にもとづくものでもなければ、また貨幣の流れにおける時の遅れによるものでもない。市場の豫想が變化すれば、現實に貸付貨幣の數量に少しの變化も起らないでも、長期利率は變化し得るのであつて、こゝに今日の經濟機構の不安定性がひそみ、またこゝに利子率の變化が經濟に變動をもたらす要因たり得る所以が見出される。

これに對して、保藏性向の變化ではなく、保藏貨幣の數量の變化だけを問題とする立場は、貨幣數量が不變に保たれるならば、經濟に變動を生ずることはない、と云ふ機械的經濟觀にもとづくものであつて、利子論の上に現れた數量說の見解の一側面に外ならない。しかしこのやうな貸付資本に關する需要供給説は、貨幣經濟の現實に對して目を蔽ふものと云はなくてはならないであらう。

(1) Keynes, General theory, pp. 198—199. 邦譯、二三九—二四〇頁、参照。



## 五 ケインズ説の缺陷

「ケインズは利子率決定のすべての要因を流動性の選好或は貨幣に對する需要と云ふ一點に投影することに依つて、一舉にしてこれを把へようとしたのであるが、それはどのやうな結果に到達したであらうか。それをこゝで一應、吟味しておくことは、我々のケインズ説からの距りを測り、以下の諸節の理解を助けることになるであらう。幾度かの論争の後にケインズは自らの見解を要約して次の如く述べてゐる。」

利子率は現金または流動的資源に對する全需要と全供給とによつて決定される。その需要は二つの部分に分たれる。一は富の所有者の側における確信と豫想の状態による不活動的需要であり、他は企業者の決意によつて確立される活動の水準による活動的需要である。活動的需要はまた二つの部分に分たれる。一は企業者の決意の起始と遂行との間の時の遅れによる需要であり、他は一般の人々における所得の受領と處分との間の時の遅れ及び企業者における賣上代金の受領と賃銀等の支拂との間の時の遅れによる需要である。活動の増進は先づ第一にこれらの流通における

時の遅れの中の前者に對して用意をするために、次いでその後者に對して用意をするために、現金に對する需要を高める。その活動の完了した後に新らしい活動が相次ぐのでなければ現金に對する需要は減退する。一定量の現金は活動の一樣な流れに對して回轉資金を供するが、しかし流れの大きが増すならば水路を満しておくためにその量は増加されねばならない。活動の増進に導くべき決意がなされるときには、その影響は第一に「金融」のための一層多くの現金に對する需要の中に感得される。この理由からして私は貨幣に對する活動的需要の中の「金融的」成分に以前におけるよりも一層重點をおき、そのことが相異なる接近の線を一致せしめるのに役立つやうにと希望したのであつた。しかし私は流通における第二の時の遅れを無視するつもりではなかつた。それは私がこれまでの機會に充分に強調したところである。

このケインズの辯明は「一般的理論」における利子論の一部修正であり、古典的理論への若干の讓歩であると思はれるかも知れない。「一般的理論」において利子率決定の主要因として擧げられてゐるのは、貨幣數量を一定とすれば、前述のいはゆる現金に對する需要の中で不活動的なものであると解されるからである。もとより現金に對する活動的需要の利子率に及ぼす影響がそこでは全く説かれてゐないと云ふのではない。全體の貨幣量  $M$  を利子歩合  $r$  と關係づけるに



$L(\cdot)$ なる式は、例へば投資の増加による貨幣需要の増加が利子率を上昇せしめる場合をもふくみ得るものである。またケインズは雇傭の増加が取引の動機にもとづく流動性選好表を高める傾向のあることにも明かに言及してゐる。<sup>(四)</sup>しかしそれにもかかはらず、 $M$ を更に分析した式、 $M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$ において、<sup>(五)</sup>利子率の函數たるものは投機的動機を満すために保有される貨幣量 $M_2$ であり、取引上の動機及び豫備の動機を満すために保有される貨幣量 $M_1$ は主として所得の水準 $Y$ に依存し、 $M_1$ と $r$ とは直接に關聯をもたないと見られることこそ、「一般的理論」全體を通じてのケインズの立場を最もよく特徴づけるものである。利子率は、富を現金の形において保有しようとする欲求を、現金の使用され得る數量に均衡せしめるところの價格である、と云ふときに、ケインズが現金として本来念頭においたものが $M$ でも $M_1$ でもなくて $M_2$ であることは、他の箇所において、<sup>(六)</sup>利子率はある一定の個々人の側における現金を保有しようとする欲求を、投機的動機のために使用される現金の量に等しからしめる水準において定められねばならない、と述べてゐることからしても明かである。従つてケインズが今、雇傭のすべての増加は流動的資源に對する需要を増加し、それ故に、他の諸要因にして變化しない限り、利子率を上昇せしめると云ふ事實は、私の理論において常に重要な役割を演じてゐた、<sup>(七)</sup>と述べるときに、それを言葉通り

に受取るならば、その利子論の特徴は全く見失はれ、それは結局において貸付資金に關する需要供給説たる從來の利子論の交代的形式に過ぎないものであり、流動性函數なるものは我々がそれに如何に的確な解釋を與へるにしても究極のところはより幽靈的でない力の反映である、と批評したロバートソンの言葉がこゝに裏書きされたかの如く感ぜられるであらう。若しかゝる見方が正當であるとするならば、「一般的理論」はその中央の支柱を失ふこととなり、それによつて全體の構造はたちまち崩潰せざるを得ないであらう。従つて利子率を特別な意味において貨幣的現象であるとするケインズの説がその獨自性を保つためには、あくまで貨幣に對する不活動的需要を中心として理論構成が行はなくてはならない。我々の立場はどこまでもその線を追求しようとするものに外ならない。

ケインズがこのやうに一步後退を餘儀なくされたのは、如何なる事情によるのであらうか。恐らくその最大の理由は、ケインズが諸の利子率を一の複合體とし、從來の理論におけると全く同様に、長期利率と短期利率とを區別して取扱はなかつたことに存するであらう。何人も、利子率決定に二つの様式があることを認め、更にその間の交渉を究めることなしに、利子現象の本質にふれることはできない。その二つの様式の中の一つは、豫想の支配する世界に關するものであ



り、他は事實の支配する世界に關するものであるから、長期利率と短期利率との交渉をたづねることは、豫想と事實との關係を明かにすることである。ケインズは正當にも豫想の要素の重要性を力説したのであるが、しかしその構成材料についての分析を缺いたために、豫想の意義が理論的に基礎づけられることなく、單なる經驗の範圍を脱しないものとなつた。従つて、不活動貨幣に對する需要にもとづくところの利子率の變化と、活動貨幣に對する需要によるところの利子率の變化との間の關聯が問題にされることなく、利子率は結局、雜然たる種々の要因によつて決定されるものとならざるを得なかつた。そのことは、流動性の選好について、投機的動機も豫備の動機も或は取引上の動機も、同一平面の上におかれてゐることからも、うかがはれ得るところである。このやうにケインズの立場は、利子率の現實における動きを、たゞそれとして、觀察するのみで、その動きの中にふくまれる本質的なものと、然らざるものとを、判別しようとする要請をもつものではなかつた。

ケインズの利子論におけるかゝる缺陷を補ふためには、先づ第一に長期利率と短期利率とを區別し、更に長期利率の變動を、前述の如く、貨幣の流れにおける時の遅れによる一時的變動と、保藏性向の變化による水準的變動とに分つことが必要であらう。前者は受動的であつて、起債上

の支障によつて惹起される長期利率の變動であり、從來の利子論は主としてこれを取扱つたのであつた。これに對して後者は能動的であつて、保藏性向の度合の變化によつて生ずる長期利率の變動であり、我々が重視するのは即ちこれである。過少雇傭の状態において尙ほ均衡點が見出され得るのは、長期利率が他の制約によつて受動的ではなく、それ自らにおいて、ある一定の水準を保ち、それが投資の限界を劃するからである。この點からして利子率變動の中で本質的なものは、流動性の選好の度合の變化による能動的なそれであり、他の變動は從屬的な意義をもつて過ぎない。

ケインズの所説の積極的部分は、以上の如く、修正と加工とを要する幾多の點をふくむのであるが、しかしその消極的部分については我々は躊躇することなく、その見解に與するものである。投資と貯蓄とが利子率の媒介なしに均等する以上、一般に需要と供給との關係によつて價格が定められると云ふのと全く同じ意味において、投資と貯蓄との關係によつて利子率が決定されると云ふことはできない。これがケインズをして古典的利子論を放棄せしめた主たる理由であつた。利子率がいはゆる投資と貯蓄との不均等によつて變動するに過ぎないならば、その變動は技術的受動的のものであつて、利子率の作用に深い意味は見出されない。従つて完全雇傭への途が如何



にして遮断されてゐるかは、その立場から解明さるべくもないであらう。否、むしろそれは最初から、かゝる全體としての經濟の動きを把へようとするものではないのであつて、それなればこそ投資と貯蓄とが不均等なる關係において問題となり得るのである。このやうな觀點から離脱することの必要を示した點に、ケインズの所論の消極的な、しかし看過することのできない意義がある。

- (一) Keynes, Comments on Robertson's "Mr. Keynes and 'finance.'" *Economic Journal*. Vol. 48. June, 1938. pp. 319—320.
- (二) このことは「金融」finance とは、投資計畫を實行するために要する現金を準備することである。(Keynes, *Alternative theories of the rate of interest*. *Economic Journal*. Vol. 47. June, 1937. pp. 246—247. 参照。)
- (三) Keynes, *General theory*. p. 168. 邦譯、二〇一頁。
- (四) Keynes, *General theory*. pp. 248—249. 邦譯二九九頁。
- (五) Keynes, *General theory*. pp. 199—200. 邦譯、二四一頁。この式において、 $L_1$ は所得 $Y$ に對應する流動性函數であつて、 $M_1$ を決定し、 $L_2$ は利子率 $r$ の流動性函數であつて、 $M_2$ を決定する。
- (六) Keynes, *General theory*. p. 171. 邦譯、二〇四頁。
- (七) Keynes, *Comments*. p. 320.
- (八) Robertson, *Alternative theories of the rate of interest*. II. *Economic Journal*. Vol. 47. pp. 432—439.

(九) この利子率の變化は、實際上も重要ではない。通常、資本市場はこの種の變化に對して極力防衛されてゐるからである。本章第二節の二、参照。



## 第二節 實物經濟學的立場の批判

## 一 生産力への從屬性の検討

利子は利潤から派生する所得であり、従つて利子率は資本の限界生産力或は収益率によつて定められる、と云ふのが今日の支配的見解である。利子率が生産的事情を外にして決定されるといふことは考へ得られないところである、とされてゐる。しかしこれは、利子の源泉と利子率の決定要因とを混同した見方であつて、貨幣經濟における利子率の作用を充分に認識したものではない。利子の不斷の流れの源泉が利潤であることについては、もとより異議はない。さればと云つて、利子率が専ら利潤率に従ふものと見ることはできないであらう。全體を平均して、利潤率が利子率を超えると云ふことは、平均されるその全體の投資量が利子率によつて限定されてゐる以上、むしろ當然の事柄であつて、何故に利子率がそれ以外の點で定められなかつたかについて、

直接解答を與へ得るものではない。逆説的に云へば、利子は利潤をその源泉とするが故に、利子率が利潤率の變動に従ふことはないであらう。若しその變動に従ふとすれば、利子率は全く從屬的受動的要因となり、經濟活動の制止機たる作用をもたないものとなるからである。

生産の優位を強調するこの説も、その實、數量說の見解に出づるものであることを、我々は容易に見抜くことができるであらう。保藏貨幣の數量が所得に依存することは、前節で述べた通りであるが、所得は消費性向を不變とすれば、資本の限界能率の變化につれて變動する。従つて資本の限界収益率によつて利子率が決定されると云ふ見解は、保藏貨幣の數量によつて利子率が決定されると云ふ見解と、全くその立場を同じくするものである、と云はねばならない。

企業者が利潤の上昇を見越して、新投資に必要な資金を需要するときに、長期利率は必ずしも常に騰貴するのではない。我々が前節で述べたやうに、企業者がとりあへず銀行に短期貸付を求め、銀行がその要求に應じ、適當な時間をおいてその短期借入を返済するために長期債券が發行されるならば、長期利率には變化を生じないことがある。従つて長期利率が企業者における資金需要の増加によつて、たゞそのみによつて變化するのは、銀行が貸付の要求に應じないか、或は起債の時期が適當でないか、その何れかによるものである。生産の側に利子率決定の最大の要



因を求め論者は、その志向とは逆に、實際はこのやうに銀行の行動と金融技術上の齟齬だけを重視するものに外ならない。

我々は勿論、それらによつて長期利率が變化することを否定しようとするのではない。我々の強調したいことは、それは長期利率が變化するたゞ一つの場合に過ぎないのであつて、しかも、實際にはそのやうな場合が如何にしばしば起るにせよ、貨幣經濟の理論の上から見れば、それは重要でない一つの場合に過ぎない、と云ふこと、これである。

利率を生産の側に從屬せしめようとする觀點は、恐らくウィクセルの自然利率なる概念との關聯において、最もよくその角度が測られ得るであらう。ウィクセルは自然利率を或る箇所、貨幣取引が行はれることなく、實物資本が實物のまゝ貸付けられる場合に、需要と供給によつて決定されるはずの利率である、と定義してゐる。<sup>(三)</sup> この定義は、利率の成立は貨幣經濟に固有な現象ではなく、實物經濟においても充分に可能である、と云ふ暗示をふくんでゐるが、それが展開されるときに、利率は貨幣の作用を全く抽象しても、資本の生産力の存立するところ、存立せざるを得ない事柄である、<sup>(三)</sup>と主張されることになり、貨幣的現象としての利率が全く考察の外におかれるやうになる。

自然利率のこの定義に對してはすでに多くの異論が提起されてゐる。貨幣利率に對應するものとして實物利率を想定し、實物資本の物的生産力を以て均衡基準たらしめるためには、たゞ一つの生産要因とたゞ一つの生産物とが存在し、しかもその兩者の物的性質が同一であることを、豫想しなければならぬ。このやうな假定が許されないことは云ふまでもないが、假りにそれによつて個別的な實物利率が定められるとしても、それらが相互に同一であるべき理由は存しないから、統一的な貨幣利率に對應せしめ得るところの、統一的な實物利率の成立は不可能である。これによつても利率が貨幣經濟に固有な現象であり、<sup>(四)</sup>貨幣なき世界においてそれに相當するものが表象され得ないことは明かである。これに對してウィクセルは、生産財と生産物との等質性の假定は、固定せる相對價格の假定によつて置き換へ得る、と考へたやうにも見える。<sup>(五)</sup>しかしそれは一の矛盾から免れるために、他の矛盾に陥るものと云はなくてはならないであらう。あらゆる生産財の間の相對價格及びそれらとあらゆる生産物との間の相對價格が固定せる場合には、利子は發生しないからであり、利子を對象とする限り、そのやうな假定は許されないからである。<sup>(六)</sup>しかし我々のこゝでの關心は、貨幣經濟と實物經濟との云はば形式的な相違ではなく、むしろ貨幣利子と實物利子との實質的な相違にある。そこで我々はしばらく理論的嚴密性を無視し、假



例によつて後者の相違を鮮明ならしめることにしよう。或る實物經濟を想定し、そこでは企業者は實物資本たる米を資本家から借入れ、貸銀、地代、等を米で支拂ひ、米の生産を行ふものとする。借入資本の返済期限は二十年後とし、企業者は毎年收穫米の一部で利子を支拂ふと假定する。更に米は品質が變じ易く、保存に耐へ得ないものとしよう。この場合には、米利率は全く「生産的事情」によつて決定されることになる。若し企業者が一〇〇石の米を借りて、それで貸銀、地代、等を支拂ひ、毎年平均して一〇五石の收穫をあげ得る見込であるならば、企業者は他の企業者との競争の結果、年五分の利子を支拂はねばならないであらう。豫想收穫が増加し、一〇六石になるならば、米利率は上昇して六分となり、反對にそれが減少して、一〇四石となるならば、米利率は低下して四分となるであらう。何れにしても、米利率は豫想收益率によつて定められ、その利子率で全部の資本が生産に投下されるわけであるから、過少投資のために失業が発生するやうなことはない。換言すれば、米利率は生産に對して能動的となることなく、常に受動的な地位におかれる。従つてこゝでは米利率は正數に限られるのではなく、零以下に下り、負數となることもまた可能である。例へば、起り得べき旱魃、水害、其他の事情を考慮して、企業者が年々の收穫を平均して、九五石と豫想するならば、米利率はマイナス五分となるであらう。資本家は

現在、米に對して消費欲求をもたず、さればと云つて時日の経過に伴つてその價值が急激に減少してゆく米を保藏するわけにもゆかないから、たとへ米利率がマイナスであつても、それが保藏による價值減少よりも小である限りは、その米利率で資本を供給するであらう。

それでは、米が完全に保藏に耐へ得るものであるとし、その保藏には少しの費用もかゝらないと假定するならば、その場合には米利率の動きにどのやうな變化を生ずるであらうか。云ふまでもなく、零以下の米利率はあり得ないことになるであらう。資本家はマイナスの米利率で貸付を行ふよりは、當然に價值の減少しない保藏の方を選ぶからである。そのみでなく、例へば五分の米利率を申出る企業者があるとしても、資本家が近い將來における米利率の上昇を確信し、現在の米利率で長期貸付を行ひ資本を固定せしめることによつて他日有利な放資の機會を逸することを欲しないとすれば、それに應ずることはないであらう。資本家の満足する米利率が最低六分であるとするならば、結局において六分以上の收益率を期待し得る企業者だけが資本を借入れて生産を行ふことになり、他の企業者とその企業者の下で生産に參與することを得たであらう。労働者其他は、現實の經濟活動の圏外に放置されざるを得ないことになる。即ち全體としての生産量は米利率の水準によつて限定されるから、こゝでは米利率は最早や受動的なものではない。従つ



て企業者の側における豫想収益率が一般的に低下するとしても、資本家の側における豫想がそれに伴つて變化しない限り、その結果は利子率が低下するよりも、より多く投資量の減少となつて現れるであらう。その場合に保藏量は増加するが、しかし利子率がそれと直接關係づけられることはない。

以上、米利率の假例について見た二つの場合の相違が、實は實物利率と貨幣利率との相違に外ならないことは、すでにこれまでの敘述で明かであらう。この例で後の場合に米について假定した性質は、貨幣を措いてはこれをそなへてゐるものはないからである。價值の貯藏としての貨幣の存在する經濟における利子率が、このやうにはゆる生産的事情によつて直接支配されることなく、獨自の大きさをもち得ることこそ、我々がこゝで殊更に利子率を貨幣的現象として特徴づける所以である。

利子率を生産力に從屬せしめるのは、一方では貨幣を名目的なもの、表面的なものと觀念し、それによつて蔽はれた實體を想像して、その實體を捉へようとする態度の現れであり、他方では現象の動きの據りどころを、安固なもの、確定なものに求めて、自らの安心を得ようとする欲求に出づるものであると見られる。我々はその態度と欲求に對して理解をもたないのではない。し

かしこの場合における資本の限界生産力乃至限界収益率が果してそれに應じ得るものであるかどうかについては、尙ほ反省の餘地が残されてゐる。貸付資本に對する企業者の需要は、現在の資本の収益率ではなく、將來における収益率にもとづくものであり、事實ではなくて、豫想によるものである。従つてそれには多分に不確かさの要素が入りこんでゐる。しかもその豫想が可能であるためには、價值の貯藏なる職能の反面と解されるところの、計算單位なる職能における貨幣によつて媒介されねばならない。かくの如き事情の下にあつて、貨幣的要因から區別されたものとしての生産的要因が、利子論上どれほどの意義をもち得るかは、我々が疑問とせざるを得ないところである。

(一) 中山伊知郎、「ケインズ一般理論解説」(昭和十四年刊)、前書、一二頁、参照。

(二) Wickseil, Geldzins, S. 93, 邦譯、一五一頁。

(三) 高田保馬、「新利子論研究」(昭和十五年刊)、二九頁、参照。

(四) G. Halm, Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 70, 1926, S. 7, 参照。尙ほシュムメーターが、利子は貨幣に附着し、利子の貨幣形態は外設ではなく、核心であると述べてゐることは、注意されるべきであらう。(J. Schumpeter, Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2. Aufl. Münch. & Lpz. 1926, S. 272 ff. 中山伊知郎、東畑精一、共譯、「經濟發展の理論」(昭和十二年刊)、四六五頁以下、



参照。)

(H) Wickseil, Geldzins, S. 91—95. 邦譯、一五三頁、参照。  
(K) Myrdal, Der Gleichgewichtsbegriff, S. 392. 参照。

## 二 資本の限界能率變化の影響

資本の限界能率の變化につれて、長期利率が丁度それと同じだけ變化するものと假定すれば、投資財の價値に變化を生ずることはなく、従つて投資財生産が擴張または縮小さるべき刺激を受けることはないであらう。逆に云へば、若し投資量が常に與へられた大きさを保つとすれば、長期利率は資本の限界能率に従つて定められるであらう。長期利率がそれと異つた點において決定されるならば、投資量は當然に變動し、それを不變とする假定と矛盾することになるからである。投資量、従つてまた所得量の變動との關聯を問題としない利子論が、如何に歪んだ形をとるものであるかは、これによつても知られるのであるが、このことはまた、利子率が生産の側に依存することを強調するところの見解が、本來どのやうな觀點にもとづくかを、容易に理解せしめるであらう。

使用される生産諸要因の數量が與へられたものとして假定され、たゞそれらが如何なる用途に向けられるか、それらの相對的報酬は如何にして決定されるかが、問題として取上げられるに過ぎない場合に、利子率は前述の如く、單に受動的にきめられることになる。古典派の利子論の說くところはまさにこれに外ならない。もとより近時においては、ウィクセルの影響を受けて、銀行の貸付利率の作用が重視されるやうになり、その所論はこのやうに單純ではないが、しかしその作用は一時的であつて、やがて反作用を生じ、結局は實物資本の側の要因が支配的である、とされるのであるから、その理論の基底は古典派におけると少しも變るところはなく、たゞその分析が精密となつただけである。資本の限界能率或は正常利率と、貸付利率との間の乖離は、時の遅れと見られる性質のもので、それらは早晩一致すべきはすであり、相反する方向に動くやうなことはない。ここでは貸付利率は本來、獨自の大きさをもつ要因ではあり得ない。即ち正常利率からの乖離によつて、それが影響を與へるのは、各産業部門間の相對關係であつて、全體としての雇傭量に對してではない。この場合にも、使用され得る生産諸要因の數量の變動は、問題外におかれてゐる。



このやうな前提が恣意的でなく、一定の根據をもち得るためには、雇傭量は、全體としての産出物の供給の弾力性が零になる點に到達するまで、換言すれば完全雇傭の状態に達するまでは、その均衡點を見出すことはない、と云ふ命題の上に立つものと解せねばならぬであらう。さうでなければ、何故に雇傭量の限定されたその状態において、均衡が保たれるかを問はれるからである。従つてこれらの理論では、所得は完全雇傭に相應する水準において定められ、その假定の下で利子率が取扱はれたのであつた。ウィクセルやハイエクが、完全雇傭の前提を明かにうたつてゐるのは、それらの所説が論理的には一貫せることを示すものであり、その前提を意識しない他の論者に比べて、理論の透徹せることを思はせるのであるが、しかしその前提は、現實には満されることのない性質のものである。従つて完全雇傭以下の状態において、均衡が保たれ得る現實の經濟體制、換言すれば、所得の水準が一定ではなく、常に變動しつゝある體制においては、これらの利子論は云はば問題の解明に必要な一つの方程式を缺くものと批判されなくてはならない。強ひてこれを現實の體制に適用しようとするならば、それは勢ひ矛盾に陥らざるを得ないことになる。利子率が資本の限界能率と直接關係なく、独自の値をもち得るのでなければ、雇傭量の變動することはないからである。かくの如く、生産的事情を力説するところの利子論は、實は完全

雇傭の状態を前提とする特殊理論に外ならないのであつて、一般的理論として成立し得るものではない。

勿論、資本の限界能率の變化が、利子率に何等の影響も及ばさない、と云ふのではない。反對に我々は、それを利子率決定の一つの要因と見るのであるが、しかしその兩者の關係は特殊理論たる性格をもつ利子論が教へるやうな單純なものではない。その影響は、變化の方向において相反し得るのみでなく、變化の程度においても確定的ではない。資本の限界能率の騰落は常に利子率の騰落によつて相殺され、投資財の價値が變らない場合を正常的と考へるわけにはゆかない事情がある。例へば資本の限界能率の低下が豫想され、市場の意向が悲觀的に傾くときに、保藏性向が減退し、利子率が低下すべき理由は少しも存しないからである。實際は逆に、一方を悪化せしめる状態は、他方をも悪化せしめる傾向がある。資本の豫想収益について悲觀的氣分が濃厚となれば、その同じ事情から保藏性向も増進し、通常利子率も騰貴するであらう。これに反して景氣がその沈滞の底をつき、資本の限界能率の回復が期待されるやうになれば、強度の流動性の選好もやはらぎ、利子率は却て反落することがある。これらは我々が經濟の動態において實際に經驗するところであつて、これによつても利子率を資本の限界能率の從屬的要因とする説が、如



何に現實から遠いものであるかが、うかがはれるわけである。もとより、資本の限界能率と利子率とは常に相反する方向に動くのではなく、時としてはその變化の方向を同じくすることもある。資本設備の擴張が相次ぎ、金融が引きしまるときはこれである。しかしその場合にも資本の限界能率の上昇にもとづき、貸付資本に對する需要が増加し、それによつて直ちに長期利率が騰貴する、と見るのは、資本市場の實際からかけはなれた見解である。起債條件が變更されるのは、それによつて格別の變化を生じないまでに、すでに市場の情況が推移してゐることを前提とするのであつて、即ち資本市場における將來に關する豫想によつて保藏性向が高められ、そのために騰貴した長期利率がすでに相當の期間その水準を保つてゐなくてはならない。若しさうでなく、變化しやすい資本の限界能率につれて自由に起債條件が變更されるならば、換言すれば、長期利率が長期資金に對する需要供給の關係によつてきめられるならば、資本市場は全く安定性を欠き、その秩序は保たれないことになる。現實の長期利率にそのやうな變化が見られないことは云ふまでもない。新投資のための長期借入の量は、直接には、證券發行者或は引受業者の態度に依存し、債券の價格が下落しつゝあるときには、企業者がたとへ貸手にとつて有利な條件を申出るにせよ、その借入の要求は拒絶され、或はしばらく時期を俟つやうに勸告されることがある。

證券業者はこのやうな場合には極力新規證券の發行を抑止することによつて、市場の安定をはからうとするからである。何れにしても、資本の限界能率と利子率とが變化の方向を同じくするのは、多くの變化の中の一つの場合に過ぎないのであつて、それによつて全般が蔽はれるのではない。しかもその場合においても利子率が資本の限界能率に追従するのではなく、資本市場の獨自性がそこなはれない限りにおいてのみ、起債條件の變更が許容されるのであるから、決定權は常に金融の側にある。金融は産業に従ふものではない。

資本の限界能率と利子率との關係は、利子率決定の要因が單に資本の限界能率の動きに限られないことからして、一層複雑となる。両者が變化の方向において一定でないばかりでなく、その程度においても異り得るのは、それがためである。利子率に影響を及ぼす他の要因については、後に述べる機會をもつであらう。

すべての財貨が消費財の如く短期間に消耗され、社會の富の大部分が過去からの蓄積ではなくて、年々の新生産物から成るものとすれば、資本の限界能率の變化は恐らくは利子率の上昇に決定的な影響を及ぼし得るであらう。その場合には債券はすべて短期のものとなり、資本家の行動が豫想によつて支配されることは著しく減じ、特殊な事情を除けば、保藏には最早や效用が認め



られないことになるからである。しかし現實におけるやうに投資財の壽命が長期にわたり、經濟活動が過去において蓄積された資本を基礎として、また將來におけるその蓄積を目ざして、行はれつゝあるときには、時間の要素は看過され得ないところの重要性をもつやうになる。とは云へ、豫想は確定的な、計算可能の形態において與へられるものではなく、危険はそれについて保險技術的算定をなし得るものではない。また將來の不確實性は、蓋然率の計算によつて、確實性と同等に取扱はれ得るやうになるものではない。しかも經濟者はこれらの事實を一切無視して、計畫をたてねばならぬ地位におかれてゐる。<sup>(二)</sup>そこで、できるだけ正確な豫想をたてるために、何よりも材料が重視され、資本家は資本の限界能率についての市場の評價に深い關心をもつわけである。しかしその注意は資本の限界能率の變化それ自體ではなく、その變化までの経過に向けられてゐる。何等かの意味において將來の成行を暗示し得るのは、その経過に外ならないからである。それによつて豫想は或は修正され、或は改變される。即ちこれまでの豫想が行き過ぎであつたことが判明して訂正される場合もあれば、或はこれまで氣づかなかつた新たな材料の出現によつて從來とはその内容の異つた豫想のたてられる場合もある。資本の限界能率の上昇にしても、その上昇の段階と程度とが問題であつて、それらが異なるに従つて保藏性向に及ぼす影響もまた一樣で

はない。このやうに資本の蓄積が大となればなるほど、資本の限界能率と利子率との間の關係は直接的ではなくなり、利子率の貨幣的性格は著しくなる。利潤からの派生所得であるところの利子が、利潤とはかかはりなく獨自の動きを示すことは一見、矛盾してゐるやうではあるが、しかしまさにそのことのために、資本の蓄積が歴大となるにつれて、景氣の變動はますます激化する傾向にあつたことを、我々は想起しなくてはならない。

(1) Keynes, *The general theory of employment*. Quarterly Journal of Economics. Vol. 51. Feb., 1937. P. 212 et seq. 参照。

### 三 取引上の動機による貨幣需要

資本の限界能率が測られる場合のいはゆる資本は、その具體的形態としては、ある財貨を生産するために有機的に組成される一團の諸財貨から成るのであつて、土地とか動力設備とか器具とかがそれぞれ個別的にそれに相當するのではない。ケインズが資本の限界能率を説くに當つて、



資本財なる言葉を避けて資本資産と稱してゐるのはこれがためであらう。たゞその場合にも主たる内容をなすものが固定設備であることは云ふまでもないところで、我々がこれまで長期利率との關聯において問題としてきたのも、固定資本への投資に外ならなかつた。しかし、生産の側からの利子率への影響が論せられるのは、たゞにそれに限られるのではなく、時としてはまた經營資本或は流動資本への投資に關してのことがある。ケインズにとつて躓きの石となつたものは、まさにこれであつた。我々はこゝでまたケインズの利子論にふれねばならない。

前述の如く、ケインズによれば、全貨幣數量の中から、取引上の動機と豫備の動機とによつて吸収される貨幣數量を差引いただけが、投機的動機による流動性の選好を満すために利用されるのであるが、利子率は、現金を保有しようとする弱氣筋の欲求を、この投機目的のために利用され得る現金の量にまさに均等せしめる水準において定められねばならない。そこで今、資本の限界能率が上昇し、投資目的のために充當される貨幣數量、即ちケインズのいはゆる取引上の動機によつて吸収される貨幣數量が増加するならば、全貨幣數量を一定とする限り、投機目的のために利用され得る貨幣數量は減少することとなり、流動性函數を不變とすれば、利子率は騰貴しなくてはならないであらう。さうであるとすればケインズの説は、貸付資本に對する需要を増加

せしめる投資の増大は利子率を高めると云ふ古典的理論を、たゞその裏面から表現したにとゞまり、生産活動の利子率に及ぼす影響を否定するものではない。このやうに解することによつて、ロバートソンは、ケインズの理論を通説の反駁ではなくて、それを他の形式に翻譯したものに過ぎない、と批評してゐる。<sup>(二)</sup>ケインズの應酬の中に却て、この批評が無視され得ないやうな點がふくまれてゐることは、前に述べた通りである。

取引上の動機からの貨幣に對する需要は、主として、因子費用或は仕入代金の支拂と、販賣代金の受取との間の、時間的間隔をうめる必要にもとづくものであるから、營業活動の量が決定された後には、需要されるのはたゞ支拂手段としての貨幣のみであつて、他の何物もこれと擇一的關係におかれることはない。従つてそれは貨幣に對する需要ではあるが、本來の意味における流動性の選好が行はれる結果ではない。しかもその需要は實際の必要に出づるものであつて、それを促すのは確定的な事實である。このやうな需要が長期利率に對して直接的影響をもたないことは明かである。勿論、短期利率はこれによつて動かされるであらう。實際においてその需要を満すのは通常、銀行であり、多くは手形割引、當座貸越、等の形式で信用が與へられるから、取引繁忙のときには、それらの日歩は上昇する。しかし後節に述べるやうに、短期利率の騰貴は必ず



しも常に長期利率を騰貴せしめるものではない。何れにしても、いはゆる貨幣に對する活動的需  
要と長期利率との間の關係は、直接的でもなければ、また確定的でもない。

このやうに、生産的事情に依存するのは、長期利率ではなくて、むしろ短期利率であり、短期  
利率の決定には貸付資金に對する需要と供給との關係が支配的要因となるのであるが、この事情  
を看過したために、生産の側を重要した從來の利子論は、長期利率についての固有な理論を缺く  
ことになり、また貨幣の側を重視したケインズは、その固有な説を貫き通すことができなくなつ  
た。

それでは、ロバートソンの解したやうに、貨幣の相對的數量の變動によつて、即ち活動貨幣の  
數量が増加するに従つて、不活動貨幣の數量は減少し、それによつて長期利率が騰貴すると見る  
ことができるであらうか。

これに關して、貨幣總量の中から取引上及び豫備の動機にもとづいて需要される貨幣數量を差  
引いただけが、投機的動機にもとづく流動性選好を充すために使用される、と云ふ表現は、前者  
の數量が決定された後に、その結果としてはじめて後者の數量が與へられるかの如き暗示を與へ  
る點において、誤解を生じやすい。それらの數量は、云ふまでもなく、同時にしかも相關的に定

められる。しかしケインズがこのやうな表現を用ひたのは、それに引きつゞいて、利子率は若干  
の個々人の側における貨幣を保有しようとする欲求が、投機的動機のために使用され得る現金の  
量に精密に等しくなる水準において決定されねばならない、と云ふ場合の、投機的動機のために  
使用され得る現金の量、を規定しようとしたからであつた。ところで、利子水準の決定に關する  
この命題は、それ自體として内容的に多くを語るものではない。それは單に保藏貨幣の數量が與  
へられたときに、一定の利子率が成立することを述べたまでであつて、その觀察は敘述的であつ  
て、構成的ではない。そればかりではなく、こゝでは保藏性向の變化よりも、保藏數量の變動の  
方に重點がおかれてゐるやうにも見える。ロバートソンの解釋もあながち無理とは云へないであ  
らう。保藏性向と保藏數量の問題については、すでに前節で論じたところであるから、こゝで再  
びそれを繰返す必要はないが、たゞケインズにおけるこの二つの結びつきに關して、附言してお  
くことにしよう。

ケインズに従へば、利子率は保藏性向に變化がなければ、貨幣數量に依存し、また貨幣數量に  
變化がなければ、保藏性向に依存する。即ち、貨幣數量の増加は、他の事情にして等しい限り、  
利子率を低下せしめると期待してもよいけれども、若し公衆の流動性選好が増すならば、さうは



ならない<sup>(三)</sup>。ケインズの利子論がこのやうに二元的となつたのは、いはゆる貨幣に對する需要の中には、本質的に異なるものがあるにもかかはらず、それらが同一範疇に入れられたからであり、それは畢竟、流動性の選好の材料についての考察が充分でなかつたことに歸せられるであらう。將來に對する豫想によつて利子率が動かされる、と云ふだけで、その豫想を方向づける諸要因が解明されるのでなければ、分析が著しく進められることはなく、貨幣に對する需要と供給との關係についても不明の點が残されざるを得ないことになる。ケインズにおいてその説の展開がはばまれたのは、このやうな事情によるものと見ることができよう。貨幣の數量は、如何なる場合にも、金融政策の動向の示唆、資本の限界能率乃至短期利率の變化の何れかを伴はずに、増加され得るものではなく、これらは直接に保藏性向を動かすところの要因に外ならない。貨幣數量が變化すれば、保藏性向は必然に變化するのであつて、従つて他の事情の等しいことはあり得ないはずである。一方、保藏性向は貨幣數量の變化しないときにも、變化するのであるから、長期利率の變化は保藏性向なるたゞ一つの要因においてとらへられねばならない。數量說的見解を完全に排除する我々の立場は、まさにこれではなくてはならない。

ケインズが「貨幣論」以來幾多の葛藤を経て尙ほ、利子論上貨幣數量を第一的の要因として認

めねばならなかつたのは、恐らく中央銀行の公開市場操作の影響を考慮したためであらう。ケインズによれば、公開市場操作が利子率に影響を及ぼすのは、二つの通路によるのであつて、一は貨幣數量の變化を、他は流動性函數の變化を通じてである<sup>(四)</sup>。しかしケインズ自らも述べてゐるやうに、一九三三年乃至三四年の合衆國における公開市場操作はそれが短期證券に限られたので、長期利率に對しては殆んど何等の反作用も及ぼさなかつた。貨幣數量と云ふ點から見れば、操作の對象が長期證券であつても短期證券であつても、その結果において變ることなく、従つて若し貨幣數量と長期利率との間に直接的な關聯があるとすれば、保藏性向の變化がその影響を完全に相殺することはないであらうから、この場合にも當然に長期利率に何等かの變化を生じなくてはならないはずである。それが實際にさうでなかつたのは、兩者の間に直接的關聯の存しないことについての一つの證明と見られるであらう。

保藏目的のための貨幣に對する需要は、その性質上、生産活動のための貨幣に對する需要とは異り、貨幣の新しい供給によつて滿されるものではない。それは、債券價格が低下し、その利廻によつて測られるところの長期利率が上昇すべきことの期待の表現に外ならないのであつて、従つて保藏のために用ひられ得る貨幣數量の増加によつて直接それに應ずることはできないわけ



である。公開市場操作はその期待を變化せしめることを主たる目的とすべきものであつて、貨幣數量の調節が要求されるのではない。貨幣に對する需要が、新投資或は取引上の動機によるものに限られるならば、問題は簡單であらう。その場合には貨幣數量が支配的要因となるからである。しかし實際におけるやうに、巨大量に上るところの既存債券の價格との關聯において、はじめて新規債券の發行が可能とされるときには、前者の決定要因たる保藏性向の變化が壓倒的作用をもつことになり、他のすべての要因はそれを通ずることによつてのみ、長期利率を動かす得るに過ぎない。

(1) Robertson, Some notes on Mr. Keynes' general theory of employment. Quarterly Journal of Economics, Vol. 51, Nov., 1936, pp. 182—183.

(二) Keynes, General theory. p. 171. 邦譯、二〇四頁。

(三) Keynes, General theory. p. 173. 邦譯、二〇七頁。

(四) Keynes, General theory. p. 197. 邦譯、二三八—二三九頁。

#### 四 豫想の長短と危険の大きさ

長期利率は、長期貸付に用ひられ得る貨幣の保有者が、その流動的支配力を手離すことを欲しない程度を表すところのものである。流動性の喪失を欲しないのは、それにいろいろの危険が伴ふからである。その危険の中で最も主要なものは、長期利率の騰貴による資産價値の減少である。四分利付の長期債券を買つた人が、一年後に現金が必要となり、その債券を賣らねばならなくなつたときに、若し長期利率が五分に上つてゐたとするならば、その人は元金において二割を失ふことになり、一年間の利子を加へても資産價値は放資前の八割四分に減少する。たとへ現金に換へる必要に迫られなくても、一年待てば、その人は一層有利な放資の機會をとらへ得たはずであり、その利益は現金を一年間無利子で放置することの不利を償つて餘りがある。だから、長期利率が將來、上昇することが豫想されるならば、流動的支配力を手離すことの危険は増し、それを補償するために現在の長期利率も勢ひ騰貴せざるを得ない。このやうに將來の長期利率は現在の長期利率の上に反映されるのであるが、それは市場における一般の豫想にもとづくものであつて、全體としては、流動的支配力を手離すことの危険と利益、換言すれば、保藏の安全と不利益とが釣合ふ點において、即ち資産の流動價値の變化率が零の點において、現在の長期利率が定められなくてはならない。勿論、個々人の豫想はそれぞれに相異り、現在の相場で債權に放資しよ



うとするものは、資産の流動価値の増價を期待してゐるであらうし、また反對にむしろ保藏を愛好するものは、現在の相場での放資は資産の流動価値の減價をもたらすべきことを豫想してゐるであらう。實際の長期利率は、その二つの見解の勢力が均衡する點できめられるのであつて、従つてそれらの見解を平均すれば、その利率で債券へ放資しても、或は現金を保藏しても、資産の流動価値の變化率には差違を生じないことになる。つまり流動性の喪失にはそれだけ危険が見積られてゐるのであり、若し債券への放資が常に資産価値の増加をもたらすものであるとすれば、保藏がそれと擇一的關係におかれることはあり得ないわけである。

このやうに將來に對する豫想は現在を規定するのであるが、しかし個々人における豫想は直ちに積極的行爲に導くのではない。最善の努力の結果得られた豫想は、然らざるものに比べて、蓋然性の高いことはあるが、それが高いことは不確かでないことを意味するものではない。その上、豫想は蓋然率を計算すべき科學的基礎を缺く場合にも尙ほ要求される。従つて豫想が實踐に移されるのは、豫想の科學性よりは、むしろ豫想がどの程度の確信と結びつくかによるものである。ところで確信の度合は、大體において、時間的距りの大となるにつれて、減する傾きがある。一年後の豫想よりは一月後の豫想の方に、また一月後の豫想よりは一日後の豫想の方に、一層多く

の確信がもたれるのが通常である。だから、積極的行爲へ導くところの確信の度合は、逆に豫想の長さによつて測られ得るわけで、確信が強ければ強いほど、遠い將來まで豫想されることになる。それは豫想の裏切られる可能性が少く見積られるからであり、その場合は豫想の線がより遠くまでつゞけられることができ、その延長化が阻止されないからである。確信が弱ければ、極めて近い將來についての豫想さへ疑問視され、況んや遠い將來のことは問題とはなり得ないから、その行爲は勢ひ消極的となる。それは否定の側における確信とも云へよう。

いはゆる強氣は弱氣よりもより強い確信をもち、その豫想が一層遠い將來まで及ぶところのものである。その意味で強氣は云はば理想主義者であり、弱氣は云はば現實主義者である。弱氣は強氣の豫想に不信の態度を表明することによつて、消極的に自らの豫想を形づくるに過ぎない場合が少くないのであつて、將來における利子率の動きよりは、むしろ現實における強氣の行動に注意を拂ひ、それを批判して自己の行動を律してゐる。それは豫想に確信をもち得ないからに外ならない。たゞに個人のみでなく、市場全體のその時々状態についてもまた同様のことが云へる。即ち市場はその全體が時には強氣に傾き、また時には弱氣に傾くことがある。強氣の市場では豫想される期間が延長されるから、そのために資産の流動価値減少の危険が少く見積られるこ



となり、その危険の補償たる長期利率は低下する。その間の事情は次の通りである。

資産の流動価値と云ふ點から見れば、利子はその減價に對する準備金たる性質をもつてゐる。従つて長期利率の上昇が豫想されても、そのために生ずる資産の減價が準備金で補填され得る限りは、保藏が選ばれることはない。例へば、現在長期利率が四分であるとすれば、單利で計算して二十五年後には元金に等しい準備金が積立てられることになるのであるが、將來長期利率が上昇してその年數が短縮されるにしても、一年後に二十四年に、二年後に二十三年に、三年後に二十二年になると豫想されるならば、現在四分で放資しても、資産の流動価値に減少を來すやうなことはない。一年後にその年數が二、四年になると云ふことは、長期利率が四・一六六分になることであるが、その場合に四分利債券の價格は現在の九割六分となり、それだけ資産の流動価値は減するけれども、一年後には四分の利子が受取られるから、それを加へると結局資産の価値は變らないことになる。二年後、三年後、其他についても同様である。

そこで豫想が三年先までにとゞめられるときには、資産に減價を生せしめないで騰貴し得る最大限の長期利率は、三年後において四・五五五分であるが、若し豫想が延長されて十年先にまで及ぶことになれば、それは十年後において六・六六六分まで上り得ることになる。だから、今

後一年だけが豫想の圏内に入り得るほどの弱氣の市場では、長期利率の僅か二厘の變動でも問題とされるのであるから、放資の危険は甚だ大きく見積られる。それが三年先まで延びれば、危険の保證される幅が五厘餘となり、更に十年先までも見透されることになれば、その幅は二分六厘餘に擴大され、危険の見積は著しく小となる。假りに二十五年先までも豫想されるとすれば、危険は零となるであらう。危険の存しない場合には、長期利率も短期利率と全く同じ様式において、即ち數量上の出合によつて定められざるを得ない。保藏性向の作用を認めず、實物の側の要因だけを問題とする利子論が、如何なる世界を對象としてゐるかは、これによつて明かであらう。貨幣經濟において二十五年或はそれ以上先までの豫想を前提とすることは、その實、將來を問題としないことに等しい。そこに想定されてゐるのは、時間なき世界に外ならない。

もとより豫想の長期化が望ましくないと云ふのでは決してない。反對に、經濟の發展はそれなしに達成し得られるものではない。長期利率の水準が低下すればするほど、豫想の長さが變らない限り、放資の危険についての評價は大となるからである。二分の長期利率が十年間に保證し得る危険は〇・五パーセントに過ぎない。その上、保藏貨幣にいくらかでも利子がつけられるならば、その幅は一段と縮小することになる。この場合には資産の流動価値はその利子だけ年々増加



して行くから、若しその價值がそれ以下であるならば、それは損失と見做される。例へば當座預金に日歩一厘の利子がつけられるならば、資産の流動價值は年〇・三六五パーセントだけ増加するから、長期利率が四分であつてもそれが保證し得る減價率は三・六三五パーセントであり、一年間に長期利率は四・一五分まで、十年間に六・二八四分までその騰貴が許容されるに過ぎない。更に長期利率が二分のときには、十年間にそれが二・三九分以上に騰貴することが豫想されるならば、保藏の方が有利とされるであらう。従つて純然たる貨幣經濟の體制においては、長期利率の低下に自ら限度があり、こゝに一つの重要な問題がひそんでゐる。これに對して長期豫想を簡単に假定するところの立場からは、かゝる問題の所在さへも氣づかれることはないであらう。

(1) Hawtrey, *Capital and employment*. Lond. 1937. pp. 190-191. 参照。

## 五 資産の流動價值と實質價值

放資の危険は、資産の流動價值についてのみでなく、その實質價值に關しても、考慮されなく

てはならない場合がある。流動價值が名目上變らなくても、物價變動の甚しいときには、その實質價值に變化を來すから、それもまた放資に伴ふ危険の一つに數へられるであらう。この點はフィッシャーによつて早くから問題とされたところである。

フィッシャーによれば、例へば或る人が一年後に一〇五弗を得ようがために、今一〇〇弗を貸すとすれば、彼は實際において一年後に文字通り一〇五弗の貨幣を得ようがために、文字通り一〇〇弗の貨幣を犠牲にするのではなく、一〇五弗の價值のある他の財貨、例へば食料、衣服、住宅または遊覽旅行、等を獲得するために、一〇〇弗の價值のあるそれらの財貨を犠牲にするのである。貨幣の價值が變らないとすれば、貨幣にて表示される利率も、財貨にて表示される利率も同一であるが、しかし貨幣の價值が變化し物價が變動すれば、兩者は最早や同一ではない。例へば一〇〇弗が一年後に一〇五弗となつて返済されるならば、貨幣にて表示される利率、即ち貨幣利率は年五パーセントであるが、しかしその間に物價が二パーセント騰貴するならば、一年後に一〇五弗の貨幣にて支配し得る財貨の量は、現在一〇〇弗の貨幣にて購ひ得る財貨の量よりも、約三パーセント増加するに過ぎないから、財貨にて表示される利率、即ち實物利率は約三パーセントである。反對に物價が二パーセント下落するならば、貨幣利率は五パーセントであるが、



實物利率は約七パーセントとなる。

それでは物價騰貴の甚しいときには、實物利率は零またはマイナスになるかと云ふに、さうではない。例へば貨幣利率が年四パーセントのときに、小麥の價格が年四パーセント騰貴するならば、小麥にて表示される利率は理論上零とならねばならぬはずであるが、しかし零またはマイナスの利率は實際上は殆んどあり得ない。貨幣利率が年四パーセントのときに、小麥の價格が年四パーセント騰貴することが確定的に豫知されるならば、小麥は保藏されることになり、需要増加の結果、その現在價格は騰貴し、それと一年後の價格との間の開きは四パーセント以下に縮小すべく、かくして小麥にて表示される利率が零となることは阻止されるからである。従つて貨幣利率が四パーセントのときに、小麥の現在價格が一〇〇弗で、一年後の何人にも豫知される價格が一〇〇弗である、と云ふやうなことは起り得ない。何故なれば、若しかゝる價格が可能であるとすれば、貯藏の費用其他はしばらく問題外におき、小麥の保有は確實に一割の収益をもたらずからである。この場合に小麥の現在における可能な最低價格は、一一〇弗を年四パーセントで割引したもの、即ち約一〇六弗であらう。このやうに、利子率が理論上零以下には低下し得ないと云ふ限界は、同時にまたあらゆる財貨についてその豫知される價格騰貴の可能な率に關する理論的

限界を示すものである。<sup>(二)</sup>

ケインズはこのフィッシュァの説をかう批評してゐる。若し貨幣の價值の變化が豫知されないとすれば、現在の事象には何の影響もないであらうし、また若しそれが豫知されるとすれば、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等しくなるやうに、現存財貨の諸價格がたちどころに調整されて、貨幣保有者が貸付期間中における貨幣の價值の豫想的變化を相殺するため、利子率を變更すべき餘地は最早や残されてゐないであらう。このディレンマから逃れる途はない。誤謬は、貨幣の價值の豫想的變化が直接反作用を及ぼすのは、與へられた資本量の限界能率に對してではなく、利子率に對してである、と假定されてゐる點にある。<sup>(三)</sup>

しかしケインズのこの批評は、フィッシュァの説の正しい理解にもとづくものではない。フィッシュァは、物價が騰貴しつゝあるときに、利子率の上昇する傾向があることを認め、物價變動の豫想が現在の利子率に影響を與へることを説いてはゐるが、それと同時にその利子率の上昇は物價の騰貴を償ふに足るほどのものでないことを注意してゐる。日常、貨幣の價值は安定せるものと考へられがちであり、一弗は時の経過に關りなく一弗として取扱はれることが多いから、利子率の適應は甚だ緩慢であり、かつ不完全である。物價が年に三パーセントの率で騰貴してをり、



そのやうな物價の變動のない場合の正常利率を五パーセントとすれば、實際の利子率は八・一五パーセントになるべきはずであるのに、通常はそこまで上昇することはないであらう。それは例へば六パーセントになり、後に七パーセントに達するぐらゐである。<sup>(三)</sup>このやうにフィッシャーは、ケインズの解する如く、物價變動の豫想が専ら利子率に反作用を及ぼすものとは見てゐないのであつて、反對にはゆる實物利率が零またはマイナスになることはない、としてゐるところからすれば、むしろ將來における物價變動の豫想が主として現在の利子率ではなくて、現在の物價に影響を與へることを重視してゐると云はなくてはならない。従つて、物價騰貴の豫想のもつ促進的效果は、それが利子率を高めるからではなく、資本の限界能率を高めるからである、とするケインズの見解は、それと對立的ではなく、却てそれに甚だ近いものである。

物價變動の豫想が必ずしも常に利子率を同一方向へ變化せしめないのは、充分に理由の存することである。沈滞期から物價が徐々に回復しはじめるときは、確信の度合がいくらかづつ強められて行き、それにつれて豫想が延長されるから、放資による資産の實質價值減少の危険の増大よりは、その流動價值減少の危険の減退の方が、はるかに大きく見積られ、利子率は低下の傾向を示すであらう。これに反して物價が下落の一途をたどるときは、豫想が短期化され

るために、資産の流動價值喪失の危険が著しく大となり、その實質價值の増加傾向は過少評價を免れない。このやうに放資家は一般に、資産の流動價值に関する危険の方を、實質價值に関するそれよりも、一層重視するのであるが、それは貨幣が價值の貯藏たる職能をつくすものである以上、當然のことであらう。資産の實質價值には大した變化を生ずることはないと云ふ安心がなければ、貨幣は時間的な價值尺度として用ひられないからである。従つて物價變動の豫想を直接多少とも利子率の變化と關聯づけようとするフィッシャーの見解は、餘りに合理主義的であると見ることができよう。多くの場合に放資家には、現在と將來における單なる貨幣額の比較だけが問題である。

しかしそれにもかかはらず、物價變動の豫想と利子率との間に何等の關聯をも認めようとはしないケインズの説は、一面的であると云はねばならない。例へばインフレーションの時代に、貨幣が最早や價值の貯藏として用ひられなくなり、それに代つて財貨が保藏されるやうになれば、流動性の選好は質から量へ移行せざるを得ないであらう。その場合にはあらゆる財貨の流動性が高まるのであるから、選擇はその中で實質價值即ち相對價格の豫想騰貴率の最も大なるものに向けられねばならない。保藏性向を満すのは貨幣ではなくて、そのやうな財貨であり、従つて保藏



の安全はこゝでは資産の實質價值が保證されることに外ならない。だから、放資の危険は主として物價の豫想變動率によつて測られ、利子率はそれによつて支配されることになる。インフレーション下においては、ケインズの説くやうに、物價騰貴の豫想は現在の物價だけに影響を與へるのではなく、また前述のフィッシャーの例におけるやうに、貨幣利率が變らないで小麥の現在の價格だけが騰貴するのでもない。危険が増大するのであるから、その補償たるべき利子率も上昇せねばならぬであらう。實物利率が零またはマイナスとならないのは、物價が騰貴するばかりでなく、貨幣利率も騰貴するからである。この二つが双方とも變化するために、何れか一つだけが變化する場合に比べて、その幅は縮小される。フィッシャーの前例について云へば、小麥の現在價格だけが騰貴するとすれば、それは一〇〇弗から一〇六弗になり、また貨幣利率だけが變化するとすれば、それは四分から一割に上騰するであらう。ところが一方で小麥の價格が例へば一〇三弗となり、他方で貨幣利率が七分に上れば、略、その點で兩者の均衡が保たれることになり、小麥の價格も貨幣利率もそれ以上に變化することはないであらう。

これは物價變動の豫想が利子率に反作用を及ぼす特殊な場合に過ぎないのであるが、更に重要なのは、それによつて資本の限界能率が變じ、そのために短期利率が上昇して長期利率を動かす

場合である。貨幣の價值の變動と利子率との間の關係は、ケインズにおけるやうに、これを看過し得るものでもなければ、またフィッシャーにおけるやうに、單純なものでもない。我々は長期利率と短期利率との一般的な交渉を問題とすることによつて、はじめてその關係を究明することができらうであらう。

(1) Fisher, The theory of interest. N. Y. 1930. pp. 36—44. 氣賀勲重、氣賀健三譯、「フィッシャー利子論」(昭和十年刊)、三八—四七頁。

(2) Keynes, General theory. p. 142. 邦譯、一七〇頁。

(3) Fisher, The purchasing power of money. pp. 57—58.