



Title	利子率と物價水準
Author(s)	伊藤, 俊夫
Citation	北海道大學 經濟學研究, 2, 1-21
Issue Date	1952
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/30981
Type	departmental bulletin paper
File Information	2_P1-21.pdf



利子率と物價水準

伊 藤 俊 夫

は し が き

一、均衡利子率の概念

二、市場利子率の問題

三、割引率と物價水準との關係

む す び

は し が き

周知のごとく利子理論の問題は、これを大きく分けると、利子成立の問題と利子變動の問題があると言えるのであるが、この兩者を通じて究明せらるべき點は言う迄もなく利子の本質は何であるかと言う點であると考えられる。

ところで利子論研究の歴史から見れば、先ず利子率即ち利子の高さがどのようにして決定され、どのような事情によつてそれが變動するかと言う問題がベエム・バヴェルク並にウィクセルによつて一定の生産構造を前提として展開され、利子率についての一側面が明かにされたが、利子そのものの本質については必ずしも深化せる見解に到達したものとはいふ難いと言わなくてはならない。このような利子率のいわば生産力的解明の欠點を補うものとして利子に及ぼす貨幣的作用若しくは干渉を強く主張するようになったは、ケインズ『貨幣論』以後のことであるといつてもい

いであらう。勿論ケインズ利子論の構想は、『一般理論』と『貨幣論』とでは若干の相違があることは明かであるが、利子及び利子率を貨幣的現象の一環と見るという點では本質的な相違は存在しないと言えるであらう。このような利子の貨幣的解明は、恐らく今迄の生産力的解明の欠陥を補うに足るものであり、利子論研究の進歩を示すものに外ならないが、利子の貨幣的解明が生産力的解明に代替して完全に利子論の主導的地位を占めるか、將又この兩者の綜合が利子論の眞の解明に役立つものであるかは、慎重に分析せられなければならない重要な問題である。

既に長い間利子論研究に沈潜され、いく多の貴重な文献を公にされている高田保馬博士は、その著『新利子論』（昭和二十二年）のなかで、利子の貨幣的解明の重要性を認める立場を新しき利子論と呼んで、利子の貨幣的解明に相當大きな比重を與えられたにも拘わらず、生産力的解明の上に基礎をおく博士のいわゆる勢力説を展開されている。博士の立場においては、利子の生産力的解明と貨幣的解明との綜合が意圖されているようにも見うけられるが、又それ程意識していないらしくも見うけられるのである。われわれはこのような利子論の二つの立場の綜合について分析する前に、なお利子の貨幣的解明において残されている多くの問題を取りあげなくてはならないであらう。本稿はかくのごとき利子論の貨幣的解明において究明せらるべき利子率と物價水準との關連を述べることにするもので、勿論これによつて利子成立の本質論に接近しようとするものではなく、單に利子率と物價水準との關連に關する序説的考察を試みようとするものに外ならないのである。⁽²⁾

- (1) 大石泰彦 ケムブリッジ貨幣理論の轉換、『金融經濟』第三號、（昭和二五年）三六頁。
- (2) 以下の所論においては トーマス、ホートレイ、ケインズの諸著に負うことが多い。

Rollin G. Thomas, Our Modern Banking and Monetary System. Volume 2, 1942
R. G. Hawtrey, Capital and Employment. 1937

—, Currency and Credit, 1950

—, A Century of Bank Rate, 1938

J. M. Keynes, A Treatise on Money, 1930

—, The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936

一 均衡利子率の概念

與えられた事情のもとで、すべての貨幣貯蓄が投資のために需要される利子率というものが存在する。そういう貨幣貯蓄と投資とを均等化せしめる利子率は、均衡利子率もしくは自然利子率として知られているものである。勿論ここでは實物經濟的均衡利子率や物價を上下せしめざる安定利率を意味しているものでないことは言う迄もない。このような均衡利子率には、貯蓄と投資の長期にわたつて均等化された水準を維持しようとする利子率と、景氣循環の種々なる段階において貯蓄と投資とを均等化せしめる短期均衡利子率とを區別することが出来るであらう。

一、長期均衡利子率 (The long-run equilibrium interest rate)

長期均衡利子率は比較的安定的な傾向をもつもので、それは他の價格と同様に貨幣に對する需給關係によつて決定される。即ち長期にわたつて投資に用いられる資本の供給は、種々の動機から現在の所得を消費に支出しない所得受領者の自發的貯蓄の結果に外ならないのである。このような自發的貯蓄の附加的數量は、ある限界を超えると容易でない *irksome*。そしてこの資本の限界單位の節約の *irksome* を克服するためにはそれに對する報酬 *Reward* が提供されなければならないのである。このような報酬がいわば資本の供給價格であつて、それがなければ需要を充すに

必要な貯蓄の増加は不可能となるであろう。このようにして與えられた條件のもとで、現在の貯蓄をふやそうとすればより高い利率の形でより大きな報酬が必要となるのは當然のことである。

次に資本に對する需要は、第一には資本の新しい投資が純收益を生ずるために實施される事業の豫想に依存するものである。而して報酬漸減法則の作用のため、生産方法並に生産組織の革新せられざる限り資本の限界收益は低くなり企業の利潤率は低下する。それ故にある點を超えると、企業家は資本がより低い利率で獲得される時に限り資本の利用を擴大するに至るものである。このような資本に對する需要と前述せる貯蓄の供給との長期にわたる均衡を維持することがごとき利率が、長期均衡利率であると言つていい。

なお茲で注意しなければならないのは、長期均衡利率においては、貯蓄と投資の間にロバートソンが認めたような時間要素がとりあげられていることと、貯蓄投資の事後的 (ex post) ⁽¹⁾ 分析が暗黙のうちに前提されていることである。又更にこのような貯蓄投資の均等は經濟の一般均衡のなかに包攝されているのではなく、單なる部分均衡であることも忘れてはならない。

二、短期均衡利率 (The short-run equilibrium interest rate)

短期均衡利率というのは、短期のもしくはその時々⁽²⁾の貨幣貯蓄とその時の投資とを均等化せしめる利率のことである。長期均衡利率が相對的に安定性を有するのに反して、短期均衡利率は甚だしく不安定的であるということが出来る。このような短期均衡利率の不安定性は、ケインズが指摘したように貨幣所得の水準の變化に照應する貯蓄數量の變化に基因するよりも寧ろ資本財への投資の期待に依存するところが多いと言わなくてはならない。從つて景氣循環の種々なる段階において生ずる利潤の期待の變化は、短期均衡利率の不安定性の根本原因であると言つ

て差支えないであらう。

ところが現實の利子率又は市場利子率は、常にこのような均衡利子率とは異つてゐるものであつて、そこに經濟構造の攪亂が發生してくるのである。市場利子率が均衡利子以下に低下すると、他の事情にして變化なき限り、投資が現在の貨幣貯蓄を超えて擴大し、そのため貨幣所得、物價及び產出量が増加してくる。反對に市場利子率が均衡利子率よりも高い場合には、いつでも投資は貯蓄以下に縮少し、貨幣所得、物價及び產出量は減少してくる。このような市場利子率と短期均衡利子率とがいかなる理由で一致しがたいかは、企業活動における循環運動の究明によらなくてはならないとしても、景氣循環過程の種々なる段階における非貨幣的原因を深く探求することなしに、企業の期待を變化せしめる一般的原因を追求すれば足りるであらう。そしてこのような投資の側の要因に加えて、貯蓄の側の要因とくに貨幣の退藏即ち不活動貨幣の性格を明かにすることが望ましいであらう。

- (1) D. H. Robertson "Alternative Theories of the Rate of Interest," *The Economic Journal*, September, 1937
——, "Savings," *The Economic Journal*, September, 1933

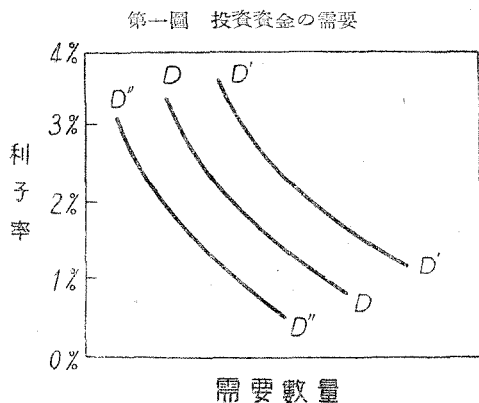
二 市場利子率の問題

現實の貨幣市場並に資本市場に行われている市場利子率の決定に參與する一般的要因を検討する前に、市場利子率には種々なる危險の程度、種々なる満期の貸付資本に應ずる多くの形態が存在していることを想起しなくてはならない。そしてこれらの市場利子率は現在の資本の借手及び貸手にとつては相互に固定した相關々係ではないけれども一定の適當な關係を以て維持されているものである。従つて若しも短期利子率が長期利子率に比して高すぎるような場

合には、長期の貸付資本を借りて、これを短期間他に貸付けるものが生じてくるのは當然のことである。もしも短期利子率が長期利子率に比して低すぎるような場合には反對の現象が生じてくる。

一、投資資金に對する市場需要

ある與えられた條件のもとにおける投資資金の需要は、次のごとく簡單な需要曲線によつて示すことが出来る。



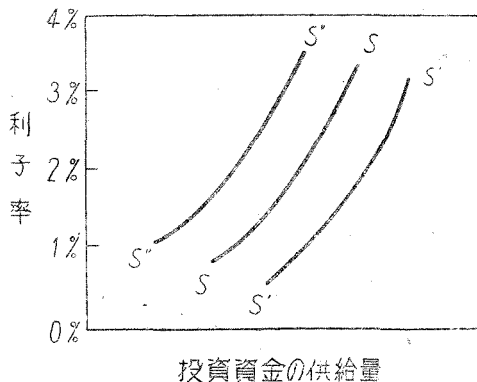
豫想は低く、資本の需要曲線は左側 $D''D'''$ に移動することになる。このような投資資金に對する需要曲線の位置の變化に

投資資金に對する需要は、一般的に見ると資本財需要を反映するもので、資本は報酬漸減の法則又は生産力漸減の法則に従うので、他の事情にして渝らない限り、利子率に反比例することは言う迄もない。而して與えられた利子率の schedule で、企業家が必要とする資本の絶対額は所有者にとつての新資本の一般的生産力の豫想に依存するものである。従つて新しい發明とか新しい資源の開發とか又は人口の増加もしくは雇傭の増加が繼續する場合には、資本の一般的生産力の水準は上昇し、圖で示すように需要曲線そのものの位置が右側に移動することになり、 $D'D'$ は新投資の有利性を示すことになる。しかし乍ら、需要の曲線の位置の變化にとつて

基本的な意義をもつのは、利潤豫想の變化であると言わなくてはならない。好景氣の際には、新投資よりの利潤の豫想は高く、資本の需要曲線は

鋭く右側に移動するのに反して、景氣沈滞の際には、新投資よりの利潤の

第二圖 投資資金の供給



重大な影響を與える經濟的要因としては「物價水準の變動」のあることを銘記しなくてはならない。即ち景氣循環が發生すると、それに伴つて生ずる物價變動が、利潤豫想の變化の發生原因には何等かわりなく、利潤豫想の變化に拍車をかけることになり、かかる變化を累積的に大ならしめるものである。このような資本に對する需要の激しい變動をひき起す要因は根本的には均衡利率の變動をひき起す要因と同一の性質のものであると言つて差支えないであらう。

二、投資資金に對する市場供給

與えられた時に、投資にふりむけられる資金の數量は、固定した數量ではなく利率とともに變化するものである。それ故に投資資金の供給曲線は第二圖に示せるごとく上向で右に傾斜する他の供給曲線と類似せる傾向をもつてゐる。

投資資金の基本的な源泉は言う迄もなく所得受領者の自發的な貯蓄である。しかしこれらの貯蓄は利率に無關係に投資に提供されるものではなく、低い利率は却つて貯蓄の意欲を減退せしめるものである。このように貨幣の貯蓄者には、利率の高低に應じて貯蓄を投資したり或は投資をさし控えるのが見られるわけであるが、その主なる理由をあげると凡そ次の三つに歸することが出来るであらう。

(1) 第一には資本の貸付乃至投資には、ある程度の費用と厄介が伴うも

のであつて、約束される収益率又は豫想される収益率が、投資活動に要する失費を超えるのでなければ、貯蓄者は單にその貯蓄を現金で保藏しておくことが賢明である。

(2) 第二には多くの私的投資において、所得もしくは元本を失うという危険がある程度避け難いものである。従つて豫想される収益(利潤)が貸付をなす費用を超過するは勿論この危険を補償するに足るものでなければ、貯蓄は投資されることなく、却つて保藏せられることになるであらう。

(3) 第三に問題となるのは、將來の利子率という問題である。前述せるごとく支配的な現行利子率が危険をカヴァーするに十分な程高くても、近き將來における利子率が騰貴する見込みのある場合においては、長期の投資は抑制されざるをえないのは當然のことである。この理由は簡單であつて、待忍 *waiting* の費用が利子率増加によつて得られる収益よりも少いと考えられる場合には、いつでも利子率が上昇してくる迄貨幣を休息せしめておくことが有利となるからである。投資を繰延べるこのような動機の強さは次の二つの要因に依存するのが普通である。

(一) 現行利子率と將來の利子率との差額

(二) 利子率騰貴が實現されると期待される時間の長さ

かようにして、期待される利子率の騰貴が比較的小さく或いは又待忍の期間が比較的長いと豫想される場合には、投資繰延の動機は消極的とならざるを得ない。これはケインズが流動性選好において最も重要と考えた投機的動機 *Speculative Motive* と呼んでいるものに外ならない。⁽¹⁾ ケインズにおいてはこのような流動性選好の基礎となる投機的動機は、將來の動きに關し市場よりもすぐれた知識をもつことによつて利益を得ようとする行爲であると定義されているが、とくにこの種の動機は公債の賣買について明瞭に看取されるものである。即ち利子率が騰貴すると豫想される場合には、公債價格の下落から投資を差し控え現金を手許に保藏しようとするし、反對に利子率が下落すると豫想

される場合には、公債價格の騰貴を豫想して證券の投資を助長するものである。

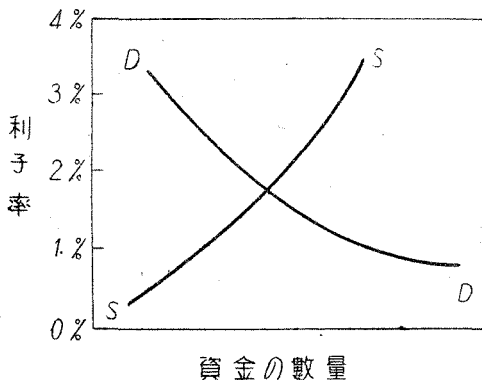
扱て現在の經濟社會においては、近代的なフレキシブルな銀行制度の發達によつて、新しい貸付資本の源泉は、所得受領者の自發的貯蓄のみに限定されるものではない。銀行の支拂準備によつて規定される一定の限界内で、銀行は要求拂預金の造出によつてその貸付及び投資を擴張しうることを周知のごとくである。⁽²⁾このような銀行における信用創造は、貯蓄と投資の不均衡を來す有力な原因の一つであるという意味で、それは市場利子率に影響を與えるけれども、信用創造は逆に市場利子率によつても支配されることを認めなくてはならない。

それは兎も角、投資にふり向けられる資金の供給曲線の一般的な形態は、既に述べたように危險要因、投資費用、將來の利子率などによつて左右されるが、供給曲線の位置そのものは貯蓄及び信用創造によつて調達される投資資金の供給によつて一義的に決定される。第二圖に於て見られるように、所得増加は貯蓄増加に導き供給曲線は右側 S' に移動することになる。これに反して所得減少は、貯蓄の減少をきたし、供給曲線を左方 S'' に移動せしめるものである。又銀行における支拂準備の増加は、銀行における貸出及び投資力を増大せしめるが故に、供給曲線を右方に移動せしめ、これに反して支拂準備の減少は供給曲線の位置を左方に移動せしめるものである。従つて輸出超過その他貿易收支の黒字による金の輸入、中央銀行による債券の買入若しくは中央銀行再割引率の減少はいずれも貸付資金の供給曲線の位置を右方に移動せしめるものであり、これに反し、金の輸出、中央銀行の債券の賣出、若しくは再割引率の引上げは、投資活動を制約することになり、供給曲線の位置を左方に移動せしめるものである。

三、市場利子率の決定

市場利子率は以上の事實から明かなように、供給曲線と需要曲線の交叉點で決められることになる。(第三圖参照)

第三圖 市場利子率の決定



もしも投資資金の需要が少い場合には供給曲線と需要曲線の交叉は低い利子率のところで行われるであろう。しかし乍らこのような利子率では、投資するよりも貨幣を現金で保有した方がよいと考えるものもあるであろう。このような場合には短期貸出の減少と證券投資の損失危険のあるために、銀行は貯蓄者の現金保有を中和するような貸出擴張が不可能となり、遊休保藏 *Idle Hoards* が増大することになる。そのような低い利子率でなく、投資を促進しうる市場利子率の引下げは中央銀行その他の貨幣政策による支拂準備の増大によつて可能となるのが普通である。そしてこれは支拂準備の法定せられている場合でも、然らざる場合でも、ひとしく適用される方法である。しかし乍ら新資本の需要がひどく減少すると、市場利子率を均衡利子率に強制的に引下げることが、殆んど不可能となるのである。

これに反して、好景氣においては、資金需要が急激に増加して需要曲線の位置も右方に移動し、貯蓄と資本財投資とを均等化せしめる均衡利子率も上昇せざるを得ない。このような場合には、市場利子率は現在の貨幣貯蓄のすべてを利用せしめるに足るだけ騰貴するであろうけれども、そういう貯蓄が資金需要を完全に充足する點迄増加するようなことはないと考えられる。それは兎も角利子率の騰貴は投資市場に新しい資金の出現を齎らすであろう。先ず第一に市場利子率の騰貴は、これ迄投資されなかつたふり貯蓄を示す遊休貨幣の保藏を放出 *Disboarding* せしめるであろう。更に又銀行が過剰準備 *Excess Reserves* をもつてゐるとすれば、銀行は貸出及び預金を擴大して資金需要の増加に應ずることは容易である。

と考えられる。このような場合、均衡利率以下で銀行が貸出を行わんとすれば、商業貸付による短期形態の投資と證券投資による長期形態の投資を一層助長することになるであろう。

四、市場利率の均衡利率よりの乖離

現實の貨幣市場もしくは金融市場において機能する市場利率は、一般に均衡利率もしくは自然利率と一致しないことが見られる。それが原則であると見てよいかもわからぬが、兩者の乖離状態に對しては内在的な均衡回復の作用が自動的になされるかどうかは一義的には決定しがたいであろう。今假りに貨幣數量増加のために、市場利率が均衡利率以下に下り、そのために新投資が増加し、銀行信用が擴大され物價水準が上昇するものと想定しよう。

このような場合、市場利率と均衡利率のバランスを回復するためには次の二つの現象のうちの孰れかが生起しなくてはならない。即ち一つは市場利率が上昇して均衡利率に相等しくなるか、他の一つは均衡利率が市場利率の水準迄低下するかでなければならない。後者即ち均衡利率の低下は、貯蓄數量の増加か、新資本の収益力の低下かいずれかの條件が伴わなければならない。しかしこれらの變化のいずれも、市場利率の低下から直接的に結果するものではないであろう。蓋し投資及び信用の擴張から結果する *windfall profit* は投資の希望を益々増大せしめることによつて、貯蓄能力を抑制するであろうと考えられるからである。物價水準の上昇の利潤に及ぼす影響は極めてデリケートであつて、それは資金増加による報酬漸減の傾向を少くとも一時的には隠蔽してしまうこともありうるであろう。従つて均衡利率は引下げられる傾向をもつよりは寧ろ引上げられる傾向をもつのである。その結果は均衡利率を引下げて市場利率と一致せしめることは甚だしく困難となる。このような均衡利率の性質に鑑みて、ウィクセルは、市場利率と均衡利率（自然利率）との一致は恐らく主として市場利率の上昇に俟たなく

てはならないであらうと述べている。⁽³⁾

それにも拘わらず聽て均衡利率の引下げが可能となるのは、凡そ次の事情にもとづくものである。第一には、投資率増加の衝撃をうけて所得が増加するにつれてやがて貯蓄率も増加してくるものと考えられる。第二には、投資率の増加は、究極において完成財生産力の恒常的な増大の形をとるものであつて、その當然の歸結として物價水準の上昇を抑制するに至るものである。このような事實は、ブームの時期に起りうる非能率及び Waste の増加とちちあう場合には、利潤のマージンは縮少し新投資の利益は失われることになるのである。

次に市場利率と均衡利率の乖離の調整は、市場利率そのものの變動によつて行われることも尠くない。例えば市場利率が均衡利率以下に下落した場合に惹起される投資活動擴大は、銀行側の準備率の涸渇に導き、このことから市場利率低下には一定の限界がおかれることになる。このような場合市場利率を引上げない迄も支拂準備を増加するために新規貸出を抑制したりもしくは既存の貸出の回收を早めることは、屢々われわれのよく經驗するところである。しかし乍ら信用擴張のある段階においては、支拂準備の不足と市場利率の引上とが、市場利率と均衡利率の一致を回復するような場合もないわけではない。尤も金融逼迫のためというよりは、寧ろ利潤の見込みの減退従つて均衡利率の下落をひき起す企業の思惑違ひのために、好景氣の持續期間が短縮されてしまうような場合も稀ではない。

以上の説明は、均衡利率以下に下落せる市場利率の増加を考察してきたわけであるが、市場利率の低下が相對價格乃至一般物價水準にいかなる作用を與えるかについては觸れるところがなかつたのである。⁽⁴⁾この問題の詳細は別の機會に論及することにした。

ところで市場利率が均衡利率よりも高く上昇する場合は、前述せる場合と全く反對の現象が見られることを注

意しなければならぬ。即ちこのような場合においては、貯蓄が投資を超過し、所得、物價及び企業活動は沈滞するであろうと考えられる。利潤見込の悪化は更に兩利子率の較差に拍車をかけ不況は累積的に悪化するにいたるのである。このような場合、もしも市場利子率が適當な貨幣政策によつて急激に引下げられるならば兩利子率の較差は是正されデフレーションの傾向は阻止されるであろう。しかし乍ら急激な不況や恐慌の場合には、資本の限界生産力は零にひとしくなることも免れ難く、従つて均衡利子率の引上げなしには景氣の回復は困難となる。そして新しい短期投資が再び必要となる點まで、既存の Inventory Stock の利用が行われ、その結果、より生産力の大きな資本形態が必要となつてくるのである。このような不況の繼續は、一方では所得減少↓貯蓄率減少を通して、均衡利子率を引上げる動因が生じてくるとともに、他方においては銀行支拂準備の過剰を惹起して市場利子率の下落を招き、やがてこの二つの利率の均衡をもたらすに至るものである。

五、均衡利子率と經濟的均衡

自然利子率もしくは均衡利子率という概念の初めの意味には、貯蓄と投資の均等化をもたらすものを指していたばかりでなく、經濟的均衡をも指していることがあつた。このような廣義の概念の妥當性については多くの疑問があり、筆者自身は先にも述べたようにそれは一般的經濟均衡の條件というよりは寧ろ部分均衡と見るべきものと考えている。しかしながら市場利子率が自然利子率にひとしく維持される限り物價は恐らく安定的であり企業活動の變動が回避され、生産諸要素の完全雇傭が實現されるであろうと見る立場も尠くない。自然利子率もしくは均衡利子率にはたしてこのような物價水準安定の作用がありうるかどうかは疑問である。

それは兎も角として、既に述べたように短期均衡利子率は、企業の豫想とともに動搖するので極めて不安定的で、

好景氣のときに高く、不況のときに低いのは當然であるが、それは更に景氣變動に伴う所得水準の變動によつても大いに左右されると言わなくてはならない。従つて所得及び企業豫想の與えられた事情の下で貯蓄と投資の均等をもたらし均衡利子率は基本的な意味で市場利子率がその周邊を動搖しつつもいつもそこへ回歸しようとする均衡利子率であると言えないことになるであらう。その意味ではロバートソンが與えられた時期の自然利子率のことを準均衡利子率 Quasi-equilibrium rate と名づけたのは當を得たものと言つて差支えない。⁽⁵⁾

市場利子率と自然利子率との均等は企業活動の不安定を除去するのみでなく、完全雇傭をもたらしうるとの見解に對しては充分批判の餘地のあることを忘れてはならない。蓋し現在の貯蓄と投資を均等化する利子率は、企業活動を現在の水準に安定化するものにすぎないので必ずしも生産諸要素の完全雇傭を伴うものと見ることはできない。このことは短期の均衡利子率についてよく妥當するが長期均衡利子率については如何であらうか。ケインズも指摘しているように、十九世紀においては、人口増加と發明の發達、新しい土地の開發及び平均十年毎に起つた戰爭などによつて富の所有者達が心理的に容認し得るに足る高きの利子率と兩立するかなり満足な平均雇傭水準を可能ならしめる資本の限界効率が存在していたのである。しかもこのような年代においても賃銀單位及び勞働の能率はいずれも増加していたにも拘わらず雇傭の平均水準は完全雇傭よりはかなり低かつたことが指摘されている。⁽⁶⁾しかし乍らケインズが續けて指摘しているように現代の經濟社會においては、自然資源のフロンティアの涸渫とか經濟的成熟などのために、資本の限界効率は十九世紀におけるそれに比して遙かに低い。そういう場合には投資を超える貯蓄の過剰は、貯蓄が丁度投資に一致する迄所得、物價、產物及び雇傭を減少せしめることを餘儀なくするであらうと思われる。従つて他の事情にして渝らない限り、低い雇傭水準で均衡が達成され、新投資を支持するための政府支出なしには漫性的な沈滞は不可避となるであらう。従つて完全雇傭を實現しうる見込みの長期均衡利子率は十九世紀におけるよりも

低くなるべきであるが、バジヨットが引用している十九世紀の諺にもある通り、「ジョン・ブルは大ていのことは我慢するが、しかし二分の利子では我慢できない」のであるから、貨幣政策による流通貨幣量の操作だけでそれがよくなしとげられるかどうかは疑わしいこととなるであらう。

- (1) J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936. pp. 170—174.
- (2) 信用創造については、歴々フィリップス Phillips の『銀行信用論』*Bank Credit*, 1921 が引用されるが、これに對する批判として、栗村雄吉教授の『價格の一般理論』（昭和十六年）は多くの示唆を與えるものである。
- (3) Knut, Wicksell, *Interest and Prices*, 1936. pp. 93—101.
- (4) 森川太郎『金融經濟論』（昭和十一年三版）三八三頁以下參照。
- (5) D.H. Robertson, "Industrial Fluctuation and the Natural Rate of Interest," *Economic Journal*, December, 1934.
- (6) J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936. pp. 307—309.

三 割引率と物價水準との關係

市場利子率と自然利子率もしくは均衡利子率の乖離せる場合においては、市場利子率が投資水準、企業活動及び物價水準に變動を與えることを述べたが、それは長期市場利子率の場合であつて、短期市場利子率の作用にふれるところがなかつたのである。しかし乍ら貨幣數量の變動が企業活動及び物價水準によく影響しうるのは寧ろ短期市場利子率の變動を通じてより直接的であることを認めなくてはならない。このような短期利子率は普通割引率 *Discount rate* と言われているものであつて、國際金本位制度の作用を説明する場合に最もよく引用されるものである。即ち國際收支の良好のために金の輸入が行われる場合には、その國內物價水準に及ぼす影響は銀行信用の擴大を通してで

あつて、その際銀行による割引率の下落がそれに伴うことが前提條件であることを見逃してはならないのである。又金本位制度の場合に典型的に見られる現象であるが、貨幣政策によつて企業及び物價水準の安定を圖らうとする場合には、先ず第一に支拂準備率の大きさを變動することにより貨幣の供給量を變化せしめそれに應じて更に割引率を變更せしめることによつてそれが實現されるものである。このような割引率の企業活動及び物價水準に及ぼす影響は第一にそれが直接的な影響と第二に間接的な影響とに分けて考察することができるのであつて、前者は割引率の變化が直ちに投資に敏感に影響するかどうかという問題であり、後者は割引率の變化は、長期利率に及ぼす影響を通して間接に投資活動を左右するかどうかと言う問題であると言つていい。先ず前者から説明することにした。

一、割引率變化の直接的影響

割引率變化の直接的な影響は言う迄もなく限界的企業に對して最も敏感であると言ふことができる。しかし乍ら限界的企業以上の企業に對してはどうであらうか。例えば短期利率の五%から四%えの下落は、企業の規模を直ちに擴大せしめるであらうか。蓋し平均的な企業における總生産費において占める短期貸出利率の大きさはそれ程大きくはないからである。これは正確な論據かどうかは分らないが一企業の固定資本と流動資本との比が一對一であり、流動資本の半分は銀行貸付であるとすれば、總資本のわずか四分の一が割引率の變化に左右されるにすぎないことになる。五%から四%えの割引率の引下は、流動資本を獲得する費用を1/10だけ引下げ、總資本の平均費用を1/20だけ引下げることになる。従つてもしも資本費用のこの變化が他の經常費と一緒に平均化される場合には、企業者の投資活動の擴大についての判斷は甚だしく困難となるに相違ないのである。

このように割引率の變化は、一般企業に對して必ずしも明瞭な作用を波及せしめるとは限らないが、投機市場に對

しては一層はつきりした影響を與えるものと考えられる。即ち割引率の引下は投機的借入資金を増加せしめ、割引率の引上げはかような投機資金の需要を減退せしめるものと考えられる。而して本位貨幣數量が何等かの理由によつて増加される場合には、割引率の引下が投機市場を刺激し、有價證券價格の騰貴と有價證券の發行の促進をもたらし、このような投資活動擴張の結果として消費者所得が増加し、流動性選好が變化なき限り貯蓄率も増加し、銀行の支拂準備も増大してくるであらう。銀行は企業への投資も行うが同時に有價證券投資も行いかくして證券價格の騰貴を可能ならしめてゆくであらう。割引率の引下げはこれと反對の現象を惹起することは言う迄もない。このような割引率の直接的な作用を高く評價しているのはホートレイであるから次に簡単に彼の見解を述べることにしたい。

二、割引率に關するホートレイの見解

ホートレイは割引率の變化が企業活動及び物動水準に直接的な影響を與えると見る點で、後述するケインズと對蹠的であると言えるのである。彼は一般の製造業においては、割引率の變化に對して敏感であるとは言い難いけれども卸賣業においてはその保有する Inventory の價值に比較して利潤のマージンが少く、その上これらの商品の手持は主として借入資金によつて賄われているが故に、勢い短期利率の變化に極めて敏感である。従つて短期の割引率の引上げは現在の在荷量を維持する利益を引下げるので、新たな在荷の仕入を見合わせることにになり、このことは製造業の產出量の大きさに影響を與え、それによつて更に製造業者の銀行に對する信用需要にも影響を與えることになる。又ホートレイは割引率の急激な引上げは物價水準の上昇による將來の利潤の効果を減殺するかもしれないと見てゐる。蓋し物價水準の上昇から利潤をえるためには、平常よりも長い期間商品を保有しなければならず、かくして不確實な投機的利益を得るためには、若干の失費の増加を餘儀なくされるかもしれないからである。

次にホートレイの指摘しているのは短期貨幣利子率と有價證券との密接な關係であるが、要するに彼の見解の基礎は、貨幣數量の變化は銀行の支拂準備率を左右し、支拂準備率の變化は更に短期利子率の變化を惹起し、それによつて卸賣業その他の仲買業は商品への投資を變化せしめ、それはやがて製造業部門の產出物の變化をもたらし、その結果消費者所得及び支出の變化と物價水準の變化をもたすといふのである。勿論ホートレイは、長期利子率の變化が長期投資の數量を變化せしめ、それを通して消費者所得及び物價水準を左右するといふ事實を否定しているわけではないが、しかし彼は割引率の變化が比較的短かい期間においてか企業活動及び物價水準に影響を與えるかに一層關心をもつていたものである。彼は割引率と企業活動とに關する自説の論據としてコープランド Copeland より引用せるところによると、雜貨卸賣業では販賣の總利潤は賣上の一一・一二％、純利潤は四・六％、利子は一・五―一・七％、藥品卸賣業では、總利潤は賣上の一七％、純利潤は〇・七―一・一％、利子は一・九―二・四％、乾物卸賣業では、總利潤は賣上の二四・九％、純利潤は一・五％、支拂利子は二％であつて短期利子率は純利潤に大きな影響を與えるものと論じている。

三、割引率に關するケインズの見解

割引率に關するホートレイの見解は、それが物價水準と即時的な密接な關連をもつてゐるのに對して、ケインズの見解は、兩者の間に間接的迂回的關連を認めてゐるにすぎない。即ちケインズによれば第一に短期貸出利率の變化はそれに比べて程度は少いがそれに照應した長期貸出利率に變化を與えるものであり、第二に長期利率の變化は、耐久財及び證券から得られる所得が資本化される利率の變化を意味してゐる。かくして割引率の引上げは、長期利率の引上を通じて收益財産の資本化された價值の減少を惹起するのである。

ケインズによれば資本財の需要價格は何に依存するかと言へば一つは貨幣を以て測られる固定資本よりの將來の見積純收益であり、一つはこの將來の純收益を資本に還元するために用いる利子率である。⁽²⁾従つて將來の純收益そのものに變化なしとするも利子率に變化があるとすれば、資本財の需要價格は變化せざるを得ないのである。ところでケインズに依れば短期の銀行利率即ち割引率の變化は長期の銀行利率即ち證券利率に影響を與えるものであつて、割引率一%の引上げは證券利率1.8%の引上を伴ひ、その代りそれは新固定資本の價格の平均12%の下落をもたらしものである。このことは必然的にかかる固定資本財の生産を躊躇せしめることになるけれども、やがては將來の供給不足によつてそれらの收益の價值を騰貴せしめて高められた利子率の効果を減殺するに至るものである。

このように割引率の引上げは間接的に資本財價格水準に影響を與えるが、そのことは又貯蓄の増加を伴うものであるとともに流動的消費材の購買に向けられる所得の流れの減少を意味し、従つて又消費材價格の水準も下落を餘儀なくされるであらう。尤も利子率の引上げが同時に豫想される資本收益の引上げ（物價騰貴による）や貯蓄率の減少と相殺される場合には、新しい固定資本の價值の下落を來さなくて済むであらう。しからざる割引率の引上げは流動的消費材の購買のために使用される資本財生産者の所得の減少によつて、投資率が減少し、貯蓄が投資を超過するよな結果になる。このようにして資本財價格水準も消費財價格水準も低落する結果雇傭量の減少が起り、失業が發生してくるわけである。

このようにケインズは割引率の變化が、間接的に長期利子率に影響を與え、それによつて投資財の價格水準の變化を惹起するものと見たわけであるが、茲で問題となるのは何と言つても短期利子率と長期利子率との關連性の問題であつて、ケインズの前提の妥當性は一にこの問題の理論的並に現實的分析にかかつていると言つても差支えないのである。この兩利率は相互に密接な關連性をもつてゐることは、短期の貸出と長期の貸出が容易に轉換しうる事實によ

つても推定することができる。⁽³⁾例えば短期利子率が下落する場合には、ある人々は短期で借りて長期でこれを他に貸付たり證券投資を行つたりするであらうし、又他の人々は短期貸出によつて長期借入を繰延るようなことも行うであらう。更に又銀行とか保險會社とかの金融機關は、債券保有量の割合を増加することがあるかもしれない。そしてこのような種々の變化の結果長期利子率又は債券利率がいくらか引下げられるようなことが起り得るかもしれないのである。反對に短期割引率が引上げられる場合には長期利子率もその影響をうけ、短期で借りて長期に貸付ける有利性は著しく減少することになるであらう。

しかし乍ら短期利子率と長期利子率とは、ケインズが信じたように必然的に同一の方向に動くものではなく、又短期利子率の變化は將來の長期利子率を豫測する唯一の材料でもない。長期利子率の變動はヒックスが述べたように、⁽⁴⁾短期利子率の平均と考えられるものではなく、そこに危險若しくは不確實性の要素が極めて多いことを認めなくてはならない。このように二つの利子率の間の關係は理論的にも又實際的にも複雑な様相を示すものであり、兩者の裁定を行う金融市場の動向やその効果も一義的に決定しがたいと言わなくてはならない。

- (1) R. G. Hawtrey, *Currency and Credit*. Fourth Edition. 1950. pp. 24—27.
- (2) J. M. Keynes, *A Treatise on Money*, 1930. Vol. I, pp. 200—209.
- (3) 鬼頭仁三郎、『貨幣と利子の動態』（昭和十七年）三八三頁。
- (4) J. R. Hicks, *Value and Capital*, 1939. p. 152.

ひ す び

利子の貨幣的解明は近代利子論の中心的な命題と考えられているが、ケインズ以後におけるその發展は未だ端緒に

ついたばかりであると考えられる。その意味ではなおケインズ、ホートレイ、ロバートソン、ヒックス、ハロツドなどの利子論は十分再吟味されなくてはならないであろう。⁽¹⁾ その場合利子率の代表的なものは長期利子率であるかそれとも短期利子率であるか、又この兩者の經濟的關連性如何ということも吟味されなくてはならない。本稿はこのような問題に對する問題提起を試みたにすぎないものであつて、一層詳細な分析は次の機會にゆづることにしたい。

(1)

ケインズ利子論については、ロバートソン、ホートレイ、オーリンとの間に論争の展開されていることは周知のごとくでありラーナー、ハンセンのごときケインズ派においても必ずしもケインズ理論をすべて肯定しているとは限らない。わが國においても高田保馬博士の『ケインズの利子理論』(『新利子論研究』所收、昭和十五年)以來注目すべき文献が少くないが、樋口午郎教授の『近代利子論の吟味』(『金融經濟』七・八號、昭和二六年)はケインズ利子論における利子率は利廻であつて包括的な利子率と見るべきでないとの鋭い批判を加えていることを附言しておきたい。(昭和二七年四月一日)