

| | |
|------------------|---|
| Title | 流動性選択説と信用需要供給説 |
| Sub Title | |
| Author | 千種, 義人 |
| Publisher | 慶應義塾理財学会 |
| Publication year | 1943 |
| Jtitle | 三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.37, No.10 (1943. 10) ,p.913(27)- 939(53) |
| JaLC DOI | 10.14991/001.19431001-0027 |
| Abstract | |
| Notes | |
| Genre | Journal Article |
| URL | https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19431001-0027 |

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

全般を推すことは出来ないし、またこれ等の關係も血縁的な關係から地縁的な關係への移行が一般的な傾向としてみられるであらう。しかも、このやうな紐帯とならんで、季節雇乃至は日雇労働が、勿論純然たる農業労働者によつて提供される場合もあるけれども、その多くは經營面積の小さい農業經營に於ける家計補充的な、所謂過剩勞力の對象化として行はれてゐるといふところに、とくにその勞賃關係を通じて示される、農業雇傭労働の性質がうかがはれるのである。

流動性選擇説と信用需要供給説

千種義人

流動性選擇説と信用需要供給説が二者擇一的利子理論であるかどうかは、最近の利子論争の中心の問題であつた。この論争の種が、他の多くのそののやうに、ケインズの「雇傭利子及び貨幣の一般理論」の中に蒔かれたことは云ふまでもない。彼はその著において古典的利子率論を覆して、流動性選擇説と呼ばれる新利子率論を展開したのである。この新説は經濟理論の分野に大旋風を捲き起し、その後數年間といふもの、この旋風はあらゆる理論經濟學者を捲込んでしまつた。然しこの旋風も次第に増大する抵抗に遭遇して、時代では全く中和されてしまつた。その抵抗となつたのは信用需要供給説又は貸付資金需要供給説と呼ばれるものである。一群の理論家、即ちオーリン、ロバートソン及びヒックス等はケインズ利子率論に對する批判を進めて行く中に、古典的利子率論を包攝するやうな一つの利子率論を構成した。そしてかゝる利子率論はケインズ説と矛盾するものではなく、それとは二者擇一的であると主張するに至つたのである。ケインズは最初の中こそ、「二つの理論は相互に根本的に對立する」と云ひ、自説の獨自性を固執し続けたのであるが、信用需要供給説に對する理解を重ねて行く中に、次第に讓歩を示すに至つた。かくしてケインズ旋風がおさまると共に、利子率理論は「一般理論」における利子率理論を越へて、より高度のもの

へと發展したのである。本論は先づ信用需要供給説の内容を明らかにし、次いでケインズの讓歩した箇所を説明し、最後に信用需要供給説と流動性選擇説が二者擇一的であるか否かを検討し、以つて利子率決定の根本原理を明らかにしようとするものである。

二 信用需要供給説

信用需要供給説とは、簡単に云へば、利子率は信用又は貸付資金の需要供給によつて決定されるとなすものである。かゝる利子率論の萌芽は既に古典派及びウィクセル等の貨幣利子率論の中に見出されるのであるが、これが明瞭に主張されたのは、オーリン、ロバートソン及びヒックス等によるのである。彼等はケインズ説を批判して行く中に期せずして等しく信用需要供給説を構成するに至つた。これらの各はもとより細部においては相違するけれども、その本質は共通する。これらの中、ケインズ讓歩、或はケインズ説の修正に直接の刺戟を與へたものはオーリンである。従つてこゝではオーリンによつて信用需要供給説の内容を述べることとする。

ストックホルム商科大学教授 Bertil Ohlin の利子率理論は一九三七年六月號の *Economic Journal* 誌上に於て「ストックホルム學派の貯蓄投資理論に關する若干の覺書 II」(Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investments II) と題する論文で初めて發表され、その後ケインズの反駁に對する答へとして同誌九月號の「利子率の二者擇一的理論」(Alternative Theories of the Rate of Interest) を著して再述べられたものである。

オーリンによれば、「利子率は(事後的に定義せられた)貯蓄の需要と供給、換言すれば投資と貯蓄を均等化せしめる條件によつて決定され得ない。何となれば貯蓄と投資は、如何なる利子水準が市場において存しようとも、定義により(ex definitione)等しからである。又利子率は計畫的貯蓄と計畫的投資を均等化せしめるとも云ひ得ない。

何となればそれは明らかにさうしないからである」(註1)。従つて貯蓄と投資の關係から利子率を説明しようとなない點は、ケインズと共通である。ケインズは、利子率は貯蓄投資を均等ならしめる價格であると看做す理論を古典的利子率論と呼び、之を排したのであるが、オーリンもこの點においては同様である。オーリンは單に事後的貯蓄投資から利子率決定を説明しようとなしのみならず、事前的貯蓄投資の關係からも之を説明し得ないとするのである。

然らば利子率の高さは如何にして決定されるか。ケインズが古典的理論を排して、利子率は貨幣に對する需要供給を均等ならしめる價格であると主張したに對し、オーリンは信用に對する需要供給によつて決定されるとする(註2)。

彼によれば利子率は信用の價格であつて、貯蓄に對する價格ではない。信用には一つ又は數箇の市場が存在し、そこで價格が成立するけれども、貯蓄に對してはかゝる市場もなければ價格も成立しない。従つて利子率も貯蓄の需要供給によつて説明することは不可能である。(註3)

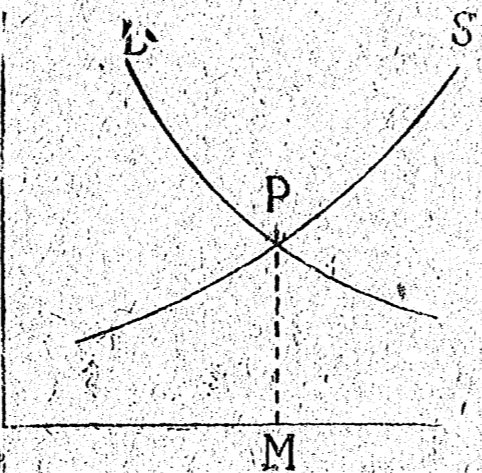
ケインズは、信用の需要供給は市場において如何なる利子率が存しようとも定義により等しいとの理由で、オーリン説を古典的利子率論と同視しようとした(註4)。然しオーリンはかゝる見解に強く反對して云ふ。即ち「事後において貯蓄及び信用に對する夫々の需要供給の間に商品に對すると同様、常に均等が存すると云ふ事實は、信用の價格又は商品の價格が、自由市場においてこの價格で需要供給が等しくされる條件によつて決定され得ないことを證するものではない。ケインズが誤つてゐるところはこゝであると思ふ。人は一方において實際に與へられる信用量と、他方において信用の需要供給曲線とを鋭く區別しなければならぬ。前者は單に曲線の交點である。價格理

論において、一商品の価格は需要供給によつて決定されると云はれる場合、その意味することは、それが需要及び供給曲線によつて決定されると云ふことである。これら曲線は將來の一定期間中における種々の可能なる価格での計畫的販賣と購買を示す。それら曲線は事前の概念であつて、二者擇一的な賣りと買ひの計畫を示すものである。同様にして信用の価格は、信用に對する、或は同じことであるが、「請求權」に對する需要供給曲線によつて決定される。因果的推理は事前的である」と。(註5)

信用の需要供給曲線は貯蓄の需要供給曲線と同じではない。先づ信用の計畫的供給は計畫的貯蓄の供給とは異なる。「貯蓄を計畫し、貸付をしないで現金量を増加しようと計畫し得る。又人は自己の現金量を減少せしめようと欲するならば、計畫的貯蓄以上に新信用を擴張しようと計畫し得る。更に人は「解放せられた資本 (capital made free) 即ち「減價償却金」(depreciation money)を再投資しないで信用を擴張しようと計畫し得る」(註6)。同様に信用に對する計畫的需要は計畫的新投資と等しくはない。「保有現金を變化せしめ、豫想された損失を償ひ或は消費に金融づけようとする欲求」が存するからである(註7)。

然しこれらは相違の單なる一面に過ぎない。「他の面は、人は舊資産の買入の爲、即ち金融的投資(financial investment)の爲に信用を得ようと計畫し得るといふことである。これは貯蓄と關聯するその産業部門の新投資には何の關係もない。人は又例へば或家屋の賣却によつて「金融的負の投資」(financial disinvestment)を計畫し、その手取金を、例へば家を買ふ人に對し、新信用を擴張するに用ひようと計畫し得る。第三に銀行組織は信用量を増加又は減少しようと計畫し得る。」(註8)

かくして信用供給曲線は計畫的貯蓄のみならず、計畫的な退職放出、解放せられた資本、銀行からの貨幣量造出

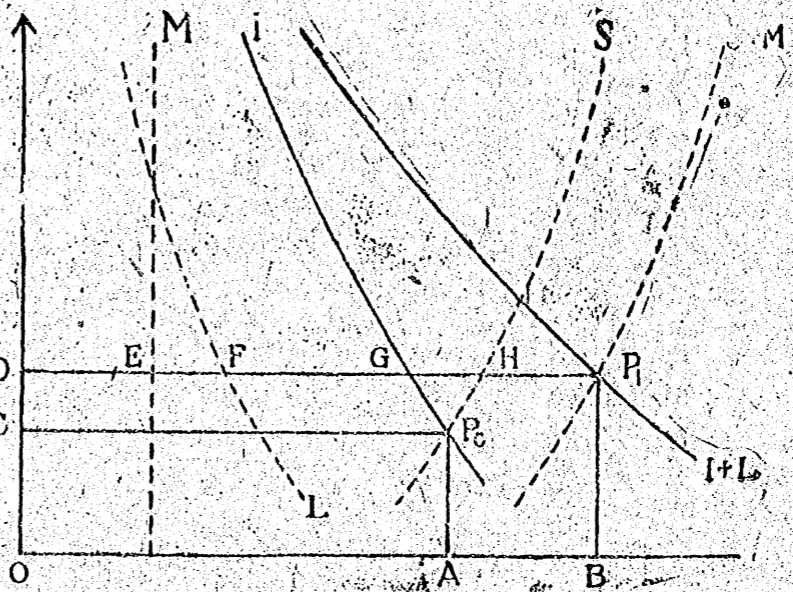


及び金融的負の投資を含み、之に對し信用需要曲線は單に計畫的投資のみならず、豫想損失及び消費の爲の準備、計畫的退職、貨幣量縮少、及び金融的投資から成り、利率はこの兩曲線の交點によつて決せられる。即ち上圖において、縦軸に利率、横軸に信用量を示せば、利率は信用供給曲線Sと需要曲線Dとの交點Pにおいて決定する。その際與へられる信用量はOMである。S及びD曲線は計畫的貯蓄と投資を夫々含むけれども、貯蓄投資の曲線と同一ではない。

かゝるオーリン説はラーナーによつて示された次圖の中に一層正確に表現されてゐる(註9)。この圖はラーナーが古典的利率論から踏み出て近代的利率論に進む第一歩の利率論として掲げたものであるが、これ

そオーリン説の正確な表現であり、且つ信用需要供給説の代表的形態であると看做され得るものである(註10)。上圖においてSは各利率(縦軸に測る)で如何程貯蓄(横軸に測る)されるかを示す貯蓄の供給曲線であり、Iは各利率で如何程投資(横軸に測る)されるかを示す投資曲線である。これら二曲線はPで交はる。Lは各利率で行はれるであらう純退職額を示す曲線である。即ち信用供給の一部を成す退職放出と信用需要の一部を成す退職との差額である。この差額は必しも正とは限らず、負となることがあり得る。その場合Lは縦軸の左側に描かれる。Mは貨幣の増加量を示す。嚴密には貨幣量増加額と減少額の差を示す。若し増加額よりも減少額が大ならば、M曲線は縦軸の左側に描かれる。M曲線は單純化の爲に利率に依存しないものとして横軸に垂直に描かれてゐるけれ

ども、若し銀行が利子率の高さに應じて貨幣量を増加せしめるとすれば、M曲線は右上りとなるであらう。然しこの相違は議論の本質に影響するものではない。



尙オーリンは信用供給側に含まれるものとして、貯蓄、退職放出及び貨幣量増加の外に「解放せられた資本」、金融的負の投資を擧げ、信用需要側に含まれるものとして、投資、退職及び貨幣量減少の外に、豫想された損失を償ふ爲及び将来の消費金融の爲の需要及び金融的投資を擧げてゐる。然しハバリーの云ふやうに「解放された資本」を再投資しないことは負の投資として取扱はれ得、従つてそれは信用の供給に加へられず、I曲線から控除され得る。又豫想損失を償ふ爲、及び将来の消費金融の爲の需要は計畫的負の貯蓄であつて、従つて需要曲線に加へられることなく、供給曲線から差引かれ得る(註11)。同様に金融的負の投資はI曲線から差引かれ、金融的投資はI曲線に加へられ得る。かくしてオーリンの意味する信用の需要供給はすべてこれらM、L、I、S曲線で示される。

さて曲線MとSを水平的に加へれば、信用の總純供給を示すS+M曲線が新に生ずる。又曲線IとLを加へると、信用に對する總純需要を示

すI+L曲線が生ずる。二つの新曲線はP₁で交はる。利子率はBP₁の高さに決定され、信用の需要供給は共にOBとなる。

(註12)

さて利子率が信用に對する價格であるといふことは、反面から見れば、請求權(claims)又は資産(assets)に對する價格であることを意味する。即ち信用に對する需要は請求權の供給であり、信用の供給は請求權に對する需要である。従つて利子率は又請求權に對する需要供給によつて決定されると云つても同じである。オーリンは次のやうに云ふ。

「信用の需要供給を支配するものは何であるか。二つの推理方法が可能である。一つは純(net)であつて、たゞ新信用のみを取扱ふ。他は粗(gross)であつて、未済の舊信用を含む。一定期間中、各種の請求權及び他の種の資産の保有を増加しようとする或個人々の志向からそれらのもの、保有を減少しようとする他の人々の志向を差引いたものは、その期間中における各種新信用に對する供給曲線を與へる。各人が供給しようとする量は當然利子率に依存する。換言すれば、その計畫は二者擇一的な買と賣計畫の性質を有する。同様に新請求權の總供給から舊請求權の未済額の減少を控除せるものは、その期間中における各種信用に對する需要——従つて利子率の函數——を與へる。これら各種請求權に對し市場で決定される價格——従つて利子率——はこの需要供給によつて普通の方法で支配される。同じ種類の推理は勿論粗に適用され得る」と(註13)。

利子率が請求權の價格であるといふことは、その決定が貯蓄投資の活動、従つて經濟の全過程と關聯することを意味する。何となれば請求權の需要供給は貯蓄し及び投資しようとする人々の意志と能力によつて影響されるからである。例へば「建築活動における投資の減少は、後に至つて所得、貯蓄及び請求權に對する需要を減少せしめ得るに

も拘らず、請求権の供給を減少せしめ、その価格を騰貴せしめ、従つて長期利子率を低落せしめる傾向を有するであらう。(註14)

ではこのやうな信用需要供給説とケインズ説との間に根本的差異は存するであらうか。オーリンは兩者の間に矛盾を認めないのである。即ち云ふ、「私が展開する理論は、利子率は『現金を保有する利益と現金への繰延請求権を保有する利益を均等化する』といふことを論駁するものではない。その説明と、利子率は信用の価格であると云ふ見解、即ち各種請求権に對し市場で決定されるといふ見解との間に何等の矛盾もない。現金と請求権との交換が『利益の均等化』が行はれるやうな方法で、爲されるのはこの市場においてである。且又ケインズが所得水準の變化は貯蓄投資の均等を保證する助けとなると強調する時にも、ケインズの理論と私の理論の間に何等の矛盾もない。利子率の低落は、所得の増加、従つて非自發的貯蓄の増加、そして後には又計畫的貯蓄の増加を通して、投資従つて貯蓄事後を増加せしめる」と。(註15)

然らばケインズの利子率論とオーリンの利子率論は全く同じものであるか。オーリンは兩者の差を、「ケインズが現金量に中心的地位を與へるに對し、私の見解では請求権の量が正しく根本的な役割を演じ、その量が貯蓄、投資及び全經濟過程と直接の結びつきを與へると云ふ事實に」求める(註16)。

以上がオーリンによる信用需要供給説の概要である。

(註1) Ohlin, Some Notes, p. 221.

(註2) Ohlin, *ibid.*, pp. 221 ff.

(註3) Ohlin, *Alternative Theories*, p. 424.

(註4) Keynes, *Alternative Theories of the Rate of Interest*, *the Economic Journal*, Vol. 47, 1937, p. 241.

(註5) Ohlin, *ibid.*, pp. 423-4.

(註6) Ohlin, *ibid.*, p. 425. 『解放せられた資本』の詳細なる意味については高田保馬博士「利子を決定するもの」(經濟學五十六卷第四號九十一頁)參照。

(註7) Ohlin, *ibid.*, p. 425.

(註8) Ohlin, *ibid.*, p. 425.

(註9) A. P. Lerner, *Alternative Formulations of the Theory of Interest*, *the Economic Journal*, June, 1938, p. 214.

(註10) Haberler, *Prosperity and Depression*, 1940, p. 184, 186. 安井琢磨助教授「ヒックスと利子理論」(經濟學集第十三卷第一號第九三頁)參照。

(註11) Haberler, *ibid.*, p. 184.

(註12) Lerner, *ibid.*, pp. 214-5.

(註13) Ohlin, *Some Notes*, pp. 224-5.

(註14) Ohlin, *Alternative Theory*, p. 426.

(註15) Ohlin, *ibid.*, p. 426.

(註16) Ohlin, *ibid.*, p. 427.

三 流動性選擇説の「仕上げ」

上述した如く、オーリンは信用需要供給説と流動性選擇説との間に根本的對立を認めず、寧ろ前者の中に後者を包攝せんとする立場をとるのである。ヒックス及びロバートソンもこの點は同じである。然らば之に對してケイン

ズは如何なる見解を有するであらうか。彼は、最初兩説が二者擇一的であると、いふ見解に對して極めて挑戦的な態度に出た。彼はこう云つてゐる。「私自身と、利子率は『それが貯蓄に對する需要とその供給を均等ならしめる條件に換言すれば貯蓄投資を均等ならしめる條件によつて決定される』と云ふ理論を放棄することにおいて私に賛成すると主張する一群の經濟學者との間に極めて重要な一つの隠れた見解の差異があると思ふ。……オーリン、彼のグループのスウェーデン經濟學者、ロバートソン、ヒックス及び恐らく多くの他の人々によつて主張された二者擇一的理論は、簡単に云へば、利子率をば各種利子率での信用、或は交替的に(同じことを意味するのであるが)貸付の需要供給に依存せしめる。これらの學者の或者は、私の理論は彼等の理論と全般的に同じものであり、大體、幾分異つた方法でそれを説明するに過ぎないと信ずる。それにも拘らず私は兩理論は、相互に根本的に對立すると信ずる」と。(註一)

然しこのやうな挑戦的態度は次第に捨て去らねばならなかつた。何となれば「兩理論は相互に根本的に對立する」と信じたのは、オーリン説に對する誤解に基いてゐたからである。彼は、信用の需要供給は、結局、貯蓄の需要供給と正確に同じものであり、従つて信用需要供給説は古典的理論へ完全に復歸すると考へた(註二)。然し間もなくオーリンによつて、上述した如く信用の需要供給は貯蓄のそれと異なることが明瞭に示された。それ故にケインズの反駁は何等根據なきものとなつてしまつたのである。

ケインズの挑戦的態度を放棄せしめたもう一つの理由として、オーリン説がケインズ説の改善に資するところ極めて大なることがあげられる。彼はこう云つてゐる。「オーリンは以前私が目落してゐた因果的連鎖に於ける重要な連結に私をして注意せしめ、且つ私の分析に重要な改善を爲さしめる」と(註三)。ケインズはオーリン説に暗

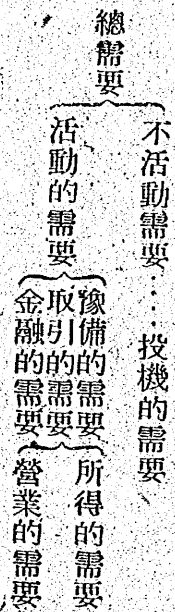
示せられて「一般理論」において展開した流動性選擇説に或種の改善を加へようとする。かゝる改善をケインズは流動性利子率論の仕上(coping stone)と呼び、かくして仕上げられた流動性選擇説と信用需要供給説との間に或一致を見出さうとするのである(註四)。

然らばケインズは如何なる點で自説の改善を暗示せられたのであらうか。彼は「一般理論」において掲げた流動性選擇の諸動機の外に、もう一つ重要な動機の存することに氣がついたのである。

「一般理論」において、ケインズが流動性選擇の動機としてあげたのは、取引動機——これは更に所得動機と營業動機に分れる——、豫備的動機及び投機的動機の三つであつた。然るにこれらの外に他の動機に基く新たな現金需要がある。それは企業家が投資をしようとする決意をなしてからその投資を實現するまでの間に需要する現金準備である。即ち企業家は實際に投資を遂行する前に、例へば資本財を買入れる爲に、一定額の現金を前もつて保有しておかねばならない。かゝる現金準備をケインズは、その時の投資決意によつて要求される『金剛』(finance)と呼ぶ(註五)。それは計畫的投資又は事前の投資が必要とする信用であつて、かくの如き需要が利子率決定に重要な役割を演ずることをオーリン説によつて教へられたのである。

このやうに計畫的投資によつて需要される現金需要を利子率決定の一要因として加へることが、ケインズ説の改善となることは云ふまでもなからう。然し注意しなければならぬのは、このことは單に現金需要の新動機を一つ附加したことを意味するに過ぎないのでなくして、「一般理論」において展開された利子率論の重要な修正を意味するといふことである。ケインズは、「一般理論」の中で現實の——計畫的ではない——雇傭の増加、従つて投資の増加が流動性選擇表を高める傾向を持ち、従つて他の要因にして不變なれば、利子率を騰貴せしめるであらう

ことに明らかに言及してある(註6)。即ち取引的及び豫備的動機から保有される現金量——これは活動的現金保有と呼ばれるものである—— M_1 が利率の決定に影響することを認めてある。然し M_1 は直接利率に依存するものではなく、それは所得水準従つて雇傭の大いさを通して間接に依存するのである。従つてケインズによれば活動的現金需要は直接利率の決定とは関係がない。之に反して投機的動機を充たす爲に保有される現金量——これは不活動的現金保有と呼ばれる—— M_2 は直接利率に依存する。従つて「一般理論」において、利率は主として投機的動機からの現金需要と貨幣供給の二つから説明された。そこにケインズ利率論が貨幣的利率論であるとの非難を一般の人々から受けた理由があつたのである。ケインズは貯蓄投資の實物的活動が間接に利率に影響することを確に認めてある。然し直接にはこれら實物的活動から離れて、投機的現金の需要供給から利率の決定を説明したのである。即ち利率の決定をば、活動的現金需要からではなく、専ら不活動的現金需要から根據づけたのである。然るに計画的投資によつて需要せられる現金は明らかに活動的現金である(註7)。しかも後述するやうにかゝる需要を利率に直接關聯せしめることは、利率を不活動的現金の需要供給からばかりでなく、活動的現金供給からも併せ説明することになり、貨幣的利率論と呼ばれたものからの重要な轉向を意味するのである。後述する如く、かゝる轉向はオーリンに對する讓歩であり、且又ケインズ説とオーリン説の接近に役立つものである。かくして現金に對する總需要は次の如く分類される。



次に「金融」は如何にして供給されるかを見よう。ケインズは次のやうに述べてある。「投資への企圖とその遂行との中間期に要求される金融は、投機家によつて特に流動的金融の回轉資金を組織し且つ管理するところの銀行によつて、主として供給される。何となれば『金融』は本質的に回轉資金であるからである。それは何等の貯蓄も使用しない。それは社會全體にとつて帳簿上の取引に過ぎない。それが支出されるといふ意味において『用ひられる』や否や、流動性の缺乏は自動的に補はれ、そして一時的に非流動的にならうとする志向は再び利用され得る。中間期を充たす金融は、銀行によつて一層限られた文脈で使用される言葉を用びると、中間期の終りに於いて、社會全體として見れば、必然的に『自己返済』(self-liquidating)してゐるのである」と(註8)。

之によつて見れば、金融は投機家(或は新發行市場)及び銀行によつて主として供給される。而して社會全體について云へば、金融は、それが支出されるや否や自動的に返済され、その返済された資金が又金融として貸出されるのである。即ち金融は回轉資金である。何故さうであるかについてケインズは明瞭な説明をしてゐない。ロバートソンの如きも「私はこの見解に對して何等の基礎づけを見ることは出來ない」と云つてゐる(註9)。然しケインズはさう述べてゐる。主として、現在の事前投資によつて要求される新金融の流れは、現在の事後投資によつて解放せられた金融によつて供給される」と(註10)。之によつて判斷すれば、次のやうになると思はれる。即ち一期間の初めにおいて甲が投資決意をなし、十萬圓の金融を借り受ける。その期の終りに於いて甲は新資本財を買入れる爲にその十萬圓を支出する。即ち事後投資をする。すれば十萬圓の金融は解放された譯である。この解放された十萬圓は資本財の賣却者乙の手許に至る。乙はこの十萬圓を前期に銀行から借受けた金融の返済に當てる。銀行はこの返済された十萬圓を更に金融として新投資決意者丙に貸付ける。さうして一定額の資金が次々に回轉して行くのである。

以上の分析から次の如き結論が生れる。即ち「投資の流れが一定率であり、従つて事前投資の流れが事後投資の流れに等しい時には、金融の總ては、流動性状態に何等の變化なしに、以上のやうな方法で供給され得る。然し事前投資の現在率が事後投資の現在率に等しくないといふ意味において投資率が變化しつゝある場合には、問題は更に考慮を必要とする。…即ち公衆(企業家的投資家から區別して)の流動性選擇及び銀行のそれが不變であるならば、現在の事前生産高(「投資」と書くことは必要でない。何となれば以前に計畫されねばならないところの如何なる生産高について同じことが眞理でをるから)によつて要求される金融が現在の事後生産高によつて解放される金融を超過することは、利子率の騰貴に導くであらう。そして減少は低落に導くであらう」と(註11)。

ケインズは云ふ。この結論こそ「利子率の流動性理論の仕上であり」且つ「私とオーリンの間の間隙を、そして恐らく私として利子率への決定的影響を銀行貸付額の變化に附着せしめる人々との間の間隙を橋渡しするに役立つ得るであらう」と(註12)。

上述の如きケインズの立場を彼自身次のやうに要約してゐる。この引用はケインズ説の修正の正しい理解に役立つであらう。

「利子率は現金又は流動資源の總需要と總供給によつて決定される。總需要は二つの部分から成る。一は富の所有者の側における確信と豫想の状態に基づく不活動的需要であり、他は企業家の決意によつて確立される活動の水準に基づく活動的需要である。活動的需要は更に二つの部分に分たれる。一は企業家の決意の始まりと遂行との間の時の遅れに基く需要であり、他は公衆による所得の受領と處分との間の時の遅れ、及び企業家による賣上代金の受領と貸銀等の支拂との間の時の遅れに基く部分である。活動の増加は、最初にこれら流通上の時の遅れの第一のものに

對して準備する爲に、次いでその第二のものに對して準備する爲に、現金に對する需要を高め。その後或新しい活動がその完了した活動に續くのでなければ、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の流れに對して回轉資金を供給する。然し流れの率が增大するならば、その水路を満たす爲に現金量の増加が必要である。活動の増加に導くであらう決意が爲される時には、その影響は先づ「金融」の爲の一層多くの現金に對する需要の中に感知せられる。この理由の爲に私は貨幣に對する活動的需要の中の「金融」成分を以前よりも一層重要視する。そしてこのことが相異なる接近方向を一致せしめるに役立つであらうことを希望する。然し私は流通上の第二の時の流れを無視しようとは思はなかつた。それを私にこれまでの機會に充分に強調した」と。(註13)

(註1) Keynes, *Alternative Theories of the Rate of Interest*, the *Economic Journal*, Vol. 47, 1937, p. 241.

(註2) Keynes, *ibid.*, pp. 244-5.

(註3) Keynes, the "ex-ante" Theory of the Rate of Interest, *E.J.* Vol. 47, 1937, p. 663.

(註4) Keynes, *ibid.*, p. 667.

(註5) Keynes, *Alternative Theories*, p. 247.

(註6) Keynes, *General Theory*, pp. 248-9. 藤野谷九十九氏譯一九九頁

Keynes, *Comments on Robertson*, the *Economic Journal*, June, 1938, p. 320.

(註7) ケインズは *Alternative Theories*, p. 247. では「金融」の爲の現金保有を「活動的保有と不活動的保有の中間に位置するもの」を看做してゐるが、the "ex-ante" Theory, p. 668. 及び *Comments*, p. 319. では「之を活動的保有の中に分類してゐる。」

流動性選擇説と信用需要供給説

用の需要側にはあらゆる動機よりする貨幣保有が含まれ、供給側にはあらゆる源泉からの貨幣供給が含まれる。

第三に相違するかのやうに見える點は、退蔵と貨幣増加額との關係についての用語の差である。ケインズによれば退蔵(貨幣需要)は貨幣量増加(貨幣供給)に等しい。社會全體として見れば貨幣増加額以上に退蔵することは不可能である。ラーナーによつてもさうである。即ち「或個人による退蔵は、貸付、以上の貯蓄Sの超過部分、或は投資I以上の借入bの超過部分を示すのが常である。Sは所得Yから消費Cを差引いたものに等しい。故に退蔵(「 $Y - C - (b + I) = (Y + b) - (C + I + I)$ 」)は總貨幣収入に等しく、 $(C + I + I)$ は總貨幣支出に等しい。後者以上の前者の超過部分。即ち退蔵と呼ばれる部分は、保有貨幣量の増加である」(註2)。このやうに定義せられた退蔵と貨幣量増加が等しいことは自明である。

然るにラーナーが古典的の利率論から脱出する第一歩として掲げた前圖において、退蔵は貨幣量増加と等しくない。即ち退蔵は貨幣量増加をFF(これはGHに等しい)だけ超過してゐる。従つてラーナー流の定義に従ふ限り前圖は矛盾を犯してゐると云はなければならぬ。

然し退蔵について他の定義が行はれてゐる。それは、ラーナー流の退蔵額の中から、活動的貨幣需要を差引いた額、即ち不活動的貨幣保有を意味する。かゝる定義によれば、退蔵とは不活動貨幣保有の増加に外ならない。退蔵をかゝる意味に解釋するならば、それは貨幣量の増加なくして可能であり、又貨幣量増加以上にも達し得る。即ちそれは前期に存在した活動的貨幣保有の中から供給され得るのである(註3)。オーリン説における退蔵とはかゝる意味の退蔵に外ならない、従つてラーナーの圖において退蔵額が貨幣量増加よりもFFだけ大であるのは、前期における活動的貨幣保有の中からFFだけが不活動的貨幣保有に轉じたことを示すのである。

第四は貯蓄投資の定義に關聯する。ケインズによれば貯蓄と投資は如何なる利率水準が存しようとも均等であるが、ラーナーの圖によればP₁といふ均衡點において貯蓄は投資をHGだけ超過する。然しかくの如き對立も結局定義上の差に過ぎない。即ちケインズの貯蓄投資は事後的の概念であり、前圖のそれは事前的性質を有するものである。事前の状態を示すI及びS曲線はP₁の高さで交はることを要しない。蓋し信用の需要供給曲線は事前的性質を有するものであるが、それらの交點は「實際に與へられる信用量」、即ち事後的信用量を示してゐるからである(註4)。即ちP₁は事後的状態を示すものであり、この點で事前の貯蓄投資曲線が交るとは限らない。

以上は用語上の差違であるが、次に内容の問題に立入らう。即ち貯蓄投資と利率の關係を如何に解するかの問題である。

先づ投資と利率の關係から見よう。オーリンによれば利率は請求權の價格であり、従つて利率の決定は貯蓄投資の活動、それ故に經濟の全過程と關聯する。ケインズにおいてもさう云へるのである。「一般的には、ケインズは利率を貨幣側の要因からのみ考察し、利率の決定と經濟の全過程との關聯を無視してゐるとの批評が行はれてゐるけれども、事實はさうではない。流動性選擇説も根本においては、オーリン説と同じく、利率と經濟の全過程との密接なる關聯を認めてゐると云はなければならぬ。その理由を明らかにしよう。

ケインズによれば、企業家によつて投資増加の計畫が企てられるならば、所謂「金融」の爲の現金需要が起る。そして「公衆の流動性選擇及び銀行のそれが不變であるとすれば、現在の事前生産高によつて要求される金融が現在の事後生産高によつて解放される金融を超過することは、利率の騰貴に導く」のである。かくして計畫的投資の大きさは利率に直接影響することゝなる。かゝる事實を認めることが流動性選擇説の仕上を意味し、且つオーリ

ン説との間の橋渡しとなることは前述したところである。

このやうに計畫的投資が利子率に影響するのみならず、現實の投資活動の大きさも亦利子率に作用する。即ち現實の投資活動が増加すれば、取引的及び豫備的動機に基く流動性選擇が増加し、従つて他の事前にして等しければ、利子率の騰貴に導く。このことをケインズは「一般理論」の中で明らかに認めてゐる。ケインズは資本の生産力が利子率に及ぼす影響を明瞭に示してゐない（註5）といふロバートソンの非難に答へて、ケインズは次のやうに反駁してゐるのである。即ち「雇傭の何等かの増加は流動性資源に對する需要を増加せしめ、従つて他の要因にして不變ならば、利子率を騰貴せしめるであらうと云ふ事實は、常に私の理論において重要な役割を演じて來た」（註6）。

然らば投資の大きさを決定するものは何であるか。ケインズによればそれは資本の限界効率表である。投資は資本の限界効率が利子率より大なる限り進められ、利子率と等しくなるに至つて停止する。かくして投資の大きさを決定する一要件は資本の限界効率である。資本の限界効率は投資の大きさへの影響を通して利子率の決定に間接に作用する。ケインズは「一般理論」において、利子率を資本の限界効率から導き出すことは循環論に陥ると云つて、かゝる試みを拒否する。然し彼と雖も資本の限界効率が間接的に利子率に作用することを、否定し得ないであらう。殊に流動性選擇説の仕上げにおいて、事前の投資の大きさが直接利子率決定に影響することを認める場合には、資本の限界効率が利子率決定に及ぼす役割を明らかに重要視したものと云はねばならないであらう。何となれば事前の投資の規模を決定する最も重要な要因は資本の限界効率であるからである。

最後に貯蓄と利子率の關係について考察しよう。

オーリンによれば貯蓄の増加は必しも信用の増加とならない。前に引用した如く「貯蓄を計畫し、貸付をしないで現金量を増加しようと計畫し得る」のである。貯蓄の増加は信用増加の一條件であるけれども、貯蓄額が退蔵されるならば、それは信用の供給となり得ない。この點はケインズも同様である。ケインズによれば各個人が所得處分に關して行ふ心理的選擇には異なる二組の決意を必要とする。第一は所得の如何程を消費し、如何程を貯蓄するかである。これは消費性向と呼ばれる。第二はこの貯蓄額を如何なる形態で保持しようとするかの決意である。即ちそれを現金の形態で保持するか、債權の形態で保持するかを決意である。若し各個人が之を繰延請求權の形態で維持しようとするならば、それ、貨幣の供給増加となり、若し之を現金の形態で保有しようとするならば、貨幣の供給増加となり得ない。かくして結局オーリンによつてもケインズによつても貯蓄の増加は、それが退蔵されざる限り、信用の供給増加となつて利子率を低落せしめる。

更にケインズによれば貯蓄の増加、即ち消費支出額の減少は、その貯蓄が投資されざる限り、投資需要を減少せしめ、従つて雇傭量を減少せしめるのであるが、オーリンと雖もかゝる點を否定するものではなからう。

では貯蓄の大きさを支配するものは何であるか。之についてのケインズの説明は極めて明瞭である。古典的理論によれば、貯蓄の大きさは利子率に依存するのであるが、ケインズは、所得を一定なりと假定する限り、この依存關係を認める。然し所得一定の假定を除去するならば、貯蓄を利子率に依存せしめることは無意味である。何となれば所得の大きさが變化すれば、貯蓄の大きさも必然的に變化するからである。オーリンはたとへ古典的利子理論に立脚するとは云へ、この點においてケインズと同じく古典的理論から前進してゐることは、ケインズが所得水準の變化は貯蓄投資の均等を保證する助けとなると強調する時にも、ケインズの理論と私の理論の間に何等の矛盾もな

「」といふ前述のオーリンの言葉から推察され得るであらう。

このやうに貯蓄と利子率の關係についての兩説の見解には根本的差異はないのであるが、まだ問題は一つ残る。即ち同じ貯蓄と云つても、オーリンの意味する貯蓄は事前的であり、ケインズのそれは事後的である。ケインズは、事前の貯蓄が利子率の決定に參與するといふオーリンに強く反對する。即ち「事前の投資は重要な眞正の現象である。何となれば現實の投資過程に先立つて決意が爲されねばならず、及び信用又は『金融』が供給されねばならないからである。信用の需要は計畫される投資額に必しも等しくないけれども。然し個人にとつては、企業家の投資決意と同時に、將來所得の如何程を貯蓄せんとするかを決定する必要は何等ない。先づ彼等は彼等の所得が如何程になるかを知らない。特にそれら所得が利潤から生ずるならば。然したとへその點で豫備的な考へを幾分持つとしても、第一に彼等は（投資家が爲さねばならぬやうに）明確なる決意をなす必要に迫られない。第二に彼等は同じ時にそれを爲さない。第三に彼等の大部分は、疑ひもなく一般に、それから貯蓄しようとする所得を受取るに先立つて、投資家が『金融』の調達を必要とする日に、その投資家に『金融』を與へるやうに、丁度現存する現金を放出しない。最後に、たとへ彼等がその豫想的貯蓄に對して借りる準備をすることも、附加的現金は、銀行政策の變化の結果としてより以外には、このやうな方法では用ひられ得るやうになり得ない。事前投資によつて要求される信用又は『金融』が事前の貯蓄によつて主として供給されないこと位確かなことはない」と（註7）。

然しオーリンの意味する事前の貯蓄は、ケインズが考へるやうに、單なる個人の心理的決意ではなくして、寧ろ將來の一期間中に爲されると豫想される貯蓄額である（註8）。従つて「個人にとつては、企業家の投資決意と同時に、將來所得の如何程を貯蓄せんとするかを決定する必要は何等ない」けれども、それにも拘らずオーリンの意味

における事前の貯蓄はあり得る。若し計畫にして變化しないならば、或は完全なる豫見が行はれるならば、事前の貯蓄は、そのまゝ事後の貯蓄となり得る。

このやうにケインズの非難の一部は事前の貯蓄の意味に對する誤解に基いてゐるけれども、反面、彼の云ふ如く「事前投資によつて要求される金融が事前の貯蓄によつて主として供給されないこと」は確かである。事前投資は直ちに「金融」を必要とするが、それを充たすべき貯蓄はまだ現はれて來ない。「金融」を充たすものは事前の貯蓄ではなくして既に存在する貯蓄でなければならぬ。このことはオーリンの事前分析に内在する一つの缺陷であると云はねばならぬ。而してこの缺陷を補ふものは、ロバートソンの期間分析に外ならない。ストックホルム學派の事前分析は、若し論理的に徹底せしめるならば、ロバートソンの期間分析に極めて接近するといふことは、既にルツ及びハーパーによつて指摘されてゐるところである。（註9）

ロバートソンは「一日」(a day)と呼ぶ期間を假定する。この一日とは「人が一定日に受取る所得が、その日の中に或特定用途に割當られ得ないやうなそれ程短い」期間である。今日處分し得べき所得は昨日得られた所得であつて、今日得られた所得ではない。今日得られた所得は明日處分し得べき所得である。而して貯蓄とは特定日に處分し得べき所得から同じ日の消費支出を差引いたものである。（註10）

オーリンの利子率決定論は、ラーナーの前圖から明瞭なる如く、計畫に何等の修正も行はれないやうな極めて短い期間を想定してゐる。何となれば若し途中で計畫が修正されるならば、あのやうな一義的な信用需要供給曲線及び貯蓄投資の曲線は成立し得ないからである。従つてその期間はロバートソンの「日」に相當するものと云はねばならぬ。現實の利子率決定に參與する事前の貯蓄とは、今日得られた所得からの貯蓄ではなくして、今日處分し得

べき所得（即ち昨日得られた所得）から今日の消費支出を差引いたものである。

このやうに事前の貯蓄は昨日得られた所得から行はれるものとするならば、「事前投資によつて要求される金融は事前貯蓄によつて主として供給され得る」のである。オーリンは、「正しく、三%証券の価格——従つて長期利率は田舎市場における卵や苺の価格と同じ方法で、需要供給曲線によつて証券市場において決定される」と云ふのであるが註11)、事前の貯蓄を將來において得られる所得からの貯蓄であると解する限り、それは信用の供給を構成し、証券市場に影響し得ない。何となればかゝる貯蓄は現在まだ存しないからである。それ故にハベーラーの結論するやうに、「オーリン教授の事前貯蓄概念の最も合理的解釋は處分し得べき所得からの貯蓄である」と云はねばならぬ註12)。このやうに解してのみ、事前分析は現實的意味を有し、且つケインズの反駁から免かれ得るのである。そしてこのやうに解した場合においてのみケインズの事後分析とオーリンの事前分析の調和が可能となるのである。

かくの如く信用需要供給説と流動性選擇説は、各種の方面から見ても二者擇一的の利率理論であると云はねばならぬ。而して以上の推理から利率の決定に關し次のことが明確に斷言出来る。

利率は單に消費しないことに對する報酬ではなくして、それは又流動性を手放すことに對する報酬である。それは他の諸價格と同様、貨幣（又は信用）の需要供給によつて決まる。貨幣の需要は活動的及び不活動的のあらゆる需要から成る。従つてその需要は投資活動及び投機行為等のあらゆる經濟的要素に依存する。貨幣の供給は貯蓄（これが貸付に用ひられる限り）、退職放出及び貨幣の創造等から成る。従つてこの供給も亦全經濟過程に依存する。かくして結局、利率は、全經濟過程との關聯において、即ち一般均衡において決定されるものと云はねばならぬ。

この結論は利率が單に貨幣の供給側からのみ決定され得ないこと、及び貨幣的要素からのみ或は實物的要素からのみ決定され得ないことを示す一般的原理である。然しかゝる原理は餘りにも自明であり且つ利率のみに特有なるものでもない。従つて利率論はかゝる原理に立脚して、その上で利率に特有なる現象を分析しなければならぬ。一定の社會、一定の經濟組織においては、利率の決定に特に強く作用する要素があるであらう。我々は以上の一般原理を認めつつ、かゝる特殊の考察を爲さねばならぬ。この意味では利率決定理論も、自由主義經濟と統制經濟においては、可成相違したものとならねばならない。マーシャル價格論における例は價格決定の根本原理を示すものであるが、それだけでは現實を説明し得ず、従つてその原理の上に立つて、現實の價格決定の根據をより深くより特殊的に考察する必要があるのと同様である。

前にも一言した如く、ケインズ利率論は一般的には貨幣的理論であると看做されてゐる。ケインズは確に實物的要素よりは貨幣的要素に重點を置いてゐる。然しそれは從來の理論が貨幣的要素を無視したことに對する反動であり、且又貨幣要素があらゆる面で經濟の指導的地位を占めてゐた第一次世界大戰後の經濟組織の反映であると解せられるのである。彼の利率理論は貨幣側の要素のみならず實物側の要素からの作用を包攝し得べき構造を有する。彼は原理的には利率は貨幣的要素と實物的要素の両面から決定されることを認めてゐる。たゞ當時の經濟組織及び經濟理論の事情が彼をして貨幣的要素を強調せしめたのである。

又一部の學者からは、ケインズは一般均衡論を否定してゐるかやうに非難されてゐる。勿論彼はヒックスのやうに明瞭なる一般均衡方程式を組織してゐない。然し根本において一般均衡論に立脚してゐる。利率が全經濟過程との密接なる關聯によつて決定されることを認める以上は、オーリン説と同じく、一般均衡論の上に立つてゐる

と云はざるを得ぬ。彼は之を肯定しつつも、尙當時の經濟において、雇傭量決定の本質的要因を求めたのである。従つて現在における利子率論は、その根柢において一般均衡論を是認しつつ、又貨幣側と實物側の両面を考慮し、その上で現下の統制經濟に特有なる利子現象の分析に進まねばならぬのである。

(註1) Keynes, *Alternative Theories*, p. 241.

(註2) Lerner, *ibid.*, p. 217.

(註3) Haberler, *ibid.*, pp. 200-2.

(註4) Ohlin, *Alternative Theories*, p. 423. Haberler, *ibid.*, p. 187.

(註5) Robertson, *ibid.*, p. 317.

(註6) Keynes, *Comments*, p. 320.

尙ほ鬼頭仁三郎教授はこの引用文を「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従來の利子論の交代的形式に過ぎない……」と云はれ(同教授「貨幣と利子の關係」三四〇—一頁)「あへて不活動的需要を中心として理論構成を進められる。筆者の見解は之を全く反對である。

(註7) Keynes, the "ex-ante" Theory, pp. 653-4.

(註8) Shaw, *ibid.*, p. 844.

(註9) Lutz, The Outcome of the Saving Investment Discussion, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 52. Aug. 1938, p. 604. 拙稿「貯蓄投資の均等説をめぐる論争」三田學會雜誌第三十四卷第七號)八七頁參照
Haberler, *ibid.*, p. 188.

(註10) Robertson, Saving and Hoarding, the *Economic Journal*, Vol. 43. 1933, p. 399. 拙稿「貯蓄投資の均等説について」(三田學會雜誌第三十四卷第三號)一一頁以下參照。

(註11) Ohlin, *Alternative Theories*, p. 424.

(註12) Haberler, *ibid.*, pp. 189-190.