

會學濟經學大國帝都京

# 叢論濟經

號一第 卷六十三第

行發日一月一年八和昭

## 新年特別號

- |   |             |
|---|-------------|
| インフレーションの財政策                              | 法學博士 神戸 正雄  |
| 人口に關する小論                                  | 文學博士 高田 保馬  |
| 社會的に妥當なる農業經營規模に關するベルンハルデイの見解              | 經濟學士 八木芳之助  |
| 操短と生産費                                    | 經濟學士 大塚 一朗  |
| 資本論と一般均衡論                                 | 經濟學士 柴田 敬   |
| 中央銀行役割の發展に就いて                             | 經濟學士 松岡 孝兒  |
| 預金通貨の貨幣的性質に就て                             | 經濟學士 中谷 實   |
| ケトレー直後の英佛統計學                              | 法學博士 財部 靜治  |
| 土佐の育子策について                                | 經濟學博士 本庄榮治郎 |
| 爲替心理説の批判                                  | 經濟學博士 谷口 吉彦 |
| 宇和島藩の蠟專賣                                  | 經濟學士 堀江 保藏  |
| 琉球農村共同體 <small>と我國民理想としての</small> 『國民共同體』 | 經濟學博士 石川 興二 |
| 地方財政の改革                                   | 經濟學博士 汐見 三郎 |
| 漁業組合論                                     | 經濟學士 蟠川 虎三  |
| 二ツのインフレーション                               | 經濟學博士 小島昌太郎 |

新着外國經濟雜誌主要論題

(禁轉載)

## 二つのインフレーション

小島 昌 太 郎

### 一

インフレーション、貨幣価値の變革、物價騰貴、實質勞賃の低下。かういふ事柄が目下、盛に新聞雜誌のトピックになつて居る。私も、この問題について若干の考察を加へて見たい。併しこれらのトピックは色々な題目の下に論議せられて居るけれども、要するに、總てインフレーションに歸着する。故に私もインフレーションを主題として、こゝにこれを論ずることにする。

インフレーションといふ言葉は、世間の議論に於て、色々な意味に用ゐられて居る。だから、こゝにこの問題を論ずるには、その意味を明かにして置くのが必要だと思ふ。先づ、インフレーションとは、通貨の膨脹状態であることについては疑がない。併し、次に述べるやうに、通貨の膨脹の總ての場合がインフレーションと言はるべきものではない。そして世間ではまた、この通貨の膨脹を惹き起すことを目的とする政策をもインフレーションと言つて居る。併し私は本論では、インフレーションとは、通貨膨脹の或種の場合の状態であるとして、政策の方は、これを特にインフレーション政策といつて、二者を區別することにする。

元來、インフレーション政策は、インフレーションと名づけられるべき通貨膨脹の状態を惹き起すことを目的とする政策であるから、インフレーションを惹き起さない政策は、インフレーション政策といひ得ないといふ見方もあるかも知れない。併し、政策を立て、これを行ふものに於て、或状態を出現させやうと思つて、それを行ふにしても、その政策の効果として、目的通りの状態が起らないこともあり得る所である。かやうな場合に於て、その目的とする状態、即ち例へばインフレーションといふ状態が出現しなくとも、その政策はインフレーション政策といはるゝのに少しも差支がない。それ故に、その効果としてインフレーションを惹き起し得なかつたインフレーション政策といふものもあり得る譯であり、従つてまた、インフレーションとインフレーション政策とは、世間ではときとして混同せられて居るけれども、明かに區別さるべきものである。

## 二

前に述べたやうに、インフレーションとは通貨の膨脹の状態であるけれども、通貨膨脹の總ての場合がインフレーションではない。

私の解する所によれば、インフレーションとは、これを學問的意義に於て言はゞ、要するに不換紙幣の増發による通貨の膨脹である。形式上、名義上は不換紙幣でなくとも、實質に於て不換紙幣たる所のものゝ増發により通貨の膨脹するは、やはりインフレーションである。即ち兌換の停止せられたる兌換銀行券の増發によつて、通貨の膨脹するは、インフレーションに外ならぬ。

かゝる意味のインフレーションは、通貨の膨脹そのことを目的として惹き起されたる場合と、他の目的の遂行のために、それに随伴して生ずる場合とがある。元來、インフレーション (Inflation) といふ言葉は、アメリカの南北戦争の際に、戦費調達の方法として、租税によることが出来ないため、不換紙幣を濫發してこれに充てたるにより通貨が、世間の需要とは無關係に膨脹して、その有様、恰も空氣を袋に吹き込んでこれを膨脹させるが如きに類似して居たがため、左様に名づけられたのだといふことである。かういふやうに、戦争の遂行といふ目的に随伴してインフレーションが惹き起さるゝ場合が、この後の方の例である。

また、通貨の膨脹といふことは、他の事柄が元のまゝならば、膨脹の程度に比例せずとも、ともかく何等かの程度に於て物價の騰貴を惹き起す。そして物價騰貴は、本當の景氣上昇期にも起る所である。その點より見て、通貨膨脹そのことを目的とする所の政策が、景氣振興策としてとらるゝことがある。これは、インフレーションが惹き起さるゝ前述二つの場合のうちの前者に屬する。

——序ながら、この場合の物價騰貴と本當に景氣の上昇する場合の物價騰貴とは、本質的に異なる所がある。それは景氣上昇の場合は、世間の購買力の一般的増進が先にあつて、物資に對する需要が増加する結果としての物價騰貴であるが、インフレーションの場合には、政府の購買力が先づ激増し、それを以て新たに支拂を受くるものが購買力を賦與せられ、それらのものが政府

に納付するために材料として消費する商品、並びに彼等の自己使用の商品の價格が騰貴するのであつて、それらの諸商品の騰貴によつて利益を受くる關係にあるものゝ生産的並びに消費的に使用する商品の生産に關與するものが順次に購買力を賦與せらるゝのである。そして、それらの賦與せられたる購買力が、生産的若しくは消費的に用ひらるゝならば、その程度に於て景氣が刺戟せられ、蓄積せらるゝならば、景氣の刺戟たる効果をもたないのである。而も、インフレーション政策が行はれたにしても、その道筋に當るものは購買力が増加せられるけれども、然らざるものは、物價の騰貴しただけ購買力を奪はれたと同じ結果となる。この奪はるゝものが少數のもので、與へらるゝものが大多數のものなるときに限り、インフレーション政策は、景氣振興策たるの意義をもつのである。

## 三

インフレーションといふことは、私の解する所によれば、前述の如く、學問的意味に於ては、不換紙幣の濫發のことである。然るに世間では、單なる通貨膨脹をインフレーションといふものがあり、また物價の騰貴する通貨の膨脹がインフレーションだといふものがある。併し通貨膨脹の總ての場合がインフレーションといふを得ないのは勿論のこと、物價の騰貴しない通貨膨脹といふものも考へられない。通貨膨脹には色々な場合がある。

第一に通貨の季節的膨脹はインフレーションではない。例へば日本銀行の兌換券發行高は、昭

和六年の十一月には、拾壹億圓であり、十二月には拾參億參千萬圓に増加し、超へて一月には拾壹億八千六百萬圓に減し、二月には拾壹億壹千萬圓となつて、十一月と殆ど同額に復して居る。また昭和七年十一月十九日には九億八千萬圓であり、廿六日には拾億參千萬圓、三十日には拾壹億五千四百萬圓、十二月三日には拾壹億貳千萬圓、十日には再び拾億六千萬圓に減じて居る。かやうに、年末若しくは月末に於ける増加は商取引の支拂慣習による所の貨幣需要に應じて増發せらるゝ季節的膨脹であつて、これはインフレーションなる概念に當るものではない。

第二に貿易關係によつて起る所の通貨膨脹もインフレーションではない。金の對外流出入の自由なる國に於て、輸出超過が繼續するならば、爲替が正貨輸送點に達して、外國より金が流入する。それは、兌換券を發行する中央銀行に於て兌換準備の増加となる。この場合に世間に於て、より多くの通貨の流通を需要するならば、その需要に應じて、この兌換準備を基礎として兌換券が増發せられ、通貨量が増加する。かやうな場合に、これを“Gold inflation”(金インフレーション)と名づけるものもあるけれども、これもインフレーションと特に名づくべきものではない。右の二つの場合については、それがインフレーションと名づくべきものでないことは、殆ど今日誰も異議のない所であらう。そして、第一のものは、金の國外流出入の自由なるときと禁止せられたるときとを問はず起る所であり、第二のものは、金の流出入の自由なるときにのみ起るものである。而もこの二つは、共に、世間の通貨需要の増加に應じて起る所の通貨膨脹である。

併しインフレーションといふのは、世間に於ける通貨に對する需要が何等増加しないのに、通貨量を増加せしむる政策の結果として生ずる所の通貨膨脹であつて、即ち通貨の注ぎ込み的膨脹であり、その點に於て前述の二つの通貨膨脹と頗る異なるものである。かくの如きは、金の國外流出が禁止せられたる状態の下に於て不換紙幣若しくはその實質に於て不換紙幣たる所の、兌換の停止せられたる兌換券を以て行はるゝ所である。そしてかゝる通貨膨脹を惹き起すことを目的とする政策が即ち、インフレーション政策である。

## 四

インフレーション政策には、主要なるものが二つある。

その一つは、低金利政策である。中央銀行がその割引率を引下げ、その割引を寛大容易にすると共に、市中銀行をしてこれに追従せしめ、預金利率の引下げ、貸付利率、割引利率の低下を行はしむるが如きはこれである。我國に於ても、昭和六年十一月以來、日本銀行の最低割引日歩は壹錢八厘であつたが、昭和七年三月には壹錢六厘に、六月には壹錢四厘に、また八月には壹錢貳厘に引下げられ、且つそれと共に政府の預金事業たる郵便貯金が年三步に引下げられたのは、即ちこの低金利政策である。

この政策は、資金を貸附けるといふ方法によつて通貨を膨脹せしめんとするものである。利率の安い資金を用ひ得るといふことは、資金コストの低下を意味する。即ちそれだけ生産費の低減

である。この生産費の低減によつて賣價が引下げられ、ヨリ多くの買手が現はるゝこととなるならば、生産が刺戟せられ、産業が興隆し、利潤は増加し、膨脹したる通貨は生産界に滞留することとなり、それからは、物價は漸騰し、景氣は上昇することとなるであらう。

併し乍ら、かくの如きは、その根柢に於て、利率の引下げが生産費の引下げとなるのでなければならぬ。利子も、もとより、生産費の一部分をなす。併し、その全部がなくなるのではなく、單に引下げられるのであるならば、頗る大巾の引下げが行はれるのでなければ、商品の取引單位當りとして、その生産費の減少は言ふに足る程のものとはならない。従つて、幾干も賣値の安くなるを望むことが出来ない。

殊に、生産が損失の下に行はるゝ場合には、——さういふことは、巨額の資本を固定せる産業に於ては、不景氣の際に常にある所である——借入資金の利子の低下は、生産費の減少とはなるけれども、それは生産者の損失を軽減するに止まり、賣値を引下ぐるに至らない。

いづれにするも、賣値が引下げらるゝに至らなければ、ヨリ多くの買手を見付けることも出来ず、従つて前述のやうな効果を生ずるに由がない。故に、低金利政策が産業振興の効果を顯はし得るのは、生産者が未だ損失に於て生産するまでに至つて居らず、且つ相當大巾の利下げの行はれたる場合に限る。而もこの場合に於ても、その賣價の増加といふことには、購買者側の購買力如何にも關する所である。世間の購買力の低下が未だ僅少の程度に止まるとき、即ち不景氣が未

だ甚だしくない間は、僅かの値下げも、購買者の數を増加し、販賣量の増大を見ることが出来る。併し、不景氣が既に深刻にして、世間の購買力が甚だしく低下するときには、賣値を大いに引下げなければ、その低下したる購買力の届き得る所に至らず、そして左程に賣値を引下げることが、到底利子の低下位では及び得る事柄ではない。

それ故に、低金利政策は、不景氣の極めて微弱なるときには、資金コストを低下し、更にその資金が生産の改良若しくは擴張のために用ひられることとなりて、生産を刺戟し、景氣を挽回する作用があるけれども、既に相當の不況に立至つて後は、資金コストの引下げも、賣値の低下を齎らすに至らず、また、生産の改良擴張に用ひらるゝ資金の供給ともならず、従つて、その不況を好景氣に轉換せしめるの作用をもつと見ることは出来ないのである。

然らば、低金利政策は、不景氣の際にこれを行つて如何なる効果を奏するか？

低金利政策は、註釋を加へるまでもなく、安き利子の資金を貸附くる政策である。而も、この資金は、不景氣が相當に深刻に立至つて後は、生産の改良擴張等に用ひらるゝ見込はない。それは要するに、舊債の整理に用ひらるゝに過ぎない。即ち、この比較的低利の資金を借入れて、それを以て比較的高利の従前の借金の返済に充つるのである。而も、不況深刻にして、賣行き頗る下賑なる場合には、その利子の低下は、生産者の損失を軽減するに止まり、未だ賣値を引下ぐる

に役立たない。従つて、生産者の従来よりの借金負擔を輕減せしめる効果をもつに止まる。

かくて、安き利子を以て中央銀行より貸出されたる資金——その通貨——は、市中銀行を通じて、生産者に貸附けられ、生産者はそれを高利債權者への返済に充てるのである。債權者はこの返済を受けた資金たる通貨を如何にするか？

彼は、自ら生産事業を營むものでもなく、縦しやこれを營むものであつても、かゝる際に於ては、生産の擴張は何等の有利性がないから、これをその擴張に充つることなく、やはり他に貸附ける口を見付けんとするに相違ない。併し、既に市中利率は引下げられたのであるから、前の借主に對すると同じ利率ではこれを借り受けるものはない。その引下げられたる市中利率に追隨したる利率に於てのみ、その借手を見付け得るのである。

そして、その借手は、やはり前の場合と同様に従來の高利債の返済に充つるものである。従つて、ここにも貸金の返済せられる貸手が生ずる。前の貸手にしても、この貸手にしても、適當なる借手を見出し得ないときは、有價證券を買入るるか、銀行に預金するかの外はない。ここに於て、利率の低下は有價證券、殊に公社債の價格の騰貴を惹起す。有價證券に向はない資金は、大抵銀行の定期預金となる。この定期預金は、更に貸出されて舊債の整理借換に働くこととなり、廻り廻つて、また定期預金となつて銀行に還り來る。かくて、市中銀行定期預金の増加となる。

公社債を買付けたるものは、それを保有することとなるは言ふまでもないけれども、これを賣り放ちたるものは、その受取りたる資金を如何にするか？ 彼が、かかる場合にこれを手離すのは、多くの場合、これを買入れたときの價格よりも高き價格にて賣放ち得たからである。單に證券投資者たる立場に於ては、證券を保持するままの利廻りよりも、賣却後の運用利廻りの方が縦し低くとも、一方に於て賣却利益があるのだから、運用利廻の差損が、この賣却利益を以て埋め盡す以前に、再び證券市價の低下する機會が來り、そのとき、先の買入値段に近き價格で買戻し得るといふことを考へるならばこれを賣放つのである。然る機會なしと考へるならば、賣放たずに持ち續けるのである。故に公社債を賣放ちたるものはその受取代金を、運用利廻は低くとも確實安全なる方法に放資する。それは、大體に於て、定期預金または通知預金である。故にかゝる場合には預金の利子が引下げられて居つても、これを銀行に預け入れることとなる。即ち、これの關係よりしても亦定期預金またはその他の預金の増加を來すこととなる。

かくて、いづれの途よりするも、市中銀行の定期預金並びに通知預金は増加する。そしてかゝる不況の場合——この低金利政策は不況打開策として行はれるといふ假定の下にある——その預入を受けたる銀行もかやうに増加したる定期預金通知預金を確實さと有利さとを以て悉く貸出すことは不可能である。故に、當該銀行が、中央銀行より割引貸附を受けて居るならば、これを返濟し、然らざる場合には、中央銀行の預金とする。いづれにするも、資金は再び中央銀行へ歸

還するのである。

それ故に、不況打開策としての低金利政策に於ては、低利を以て中央銀行より資金即ち通貨を放出するけれども、その通貨は世間に滞留して、通貨量を増加することなく、一通り金融のコースを廻ぐつて再び、中央銀行へ歸還することとなる。即ち、インフレーションたる結果を生ずることとはならないのである。世間ではこれをインフレーションの空廻りと言ふて居る。然し正確に言へばインフレーション政策の空轉である。

## 五

右に述ぶるが如く、低金利政策はインフレーションを惹き起す作用をもたない。併し、それは景氣政策としては何等の意味をもたないか？

前に述ぶるが如く、低金利政策は、不況の相當深刻なる場合には、これによつて、生産費の引下げ、賣値の引下げ、販賣量の増加といふ道筋を通つては、景氣を刺戟する作用はない。併し、他の方面に於て、景氣を刺戟する若干の効果あるを否定し得ない部分もある。それは、前述の如く、有價證券所持人が賣却利益を擧ぐる點である。尤も、この場合公社債の所有者は、賣却利益を得ると共に、他方に於て、その運用利廻が低下するのであるから、その賣却利益が全部、彼にとつて利益と認むべきものであると言ふことは出来ないものであるけれども、而も、大部分は利益と認めて差支はない。故にその程度に於て、彼はこの低金利政策によつて購買力を増加させて

貰つた譯である。従つて、彼は、自己の資力を害することなくしてそれを支出することが出来る。若し果してかくの如き地位にあるものが、かゝる利益を支出に充つるならば、それだけ、消費を増加し、生産を増加することとなり、産業界の刺戟となり、その程度に於て、景氣を好化することとなり得るのである。

併し實際問題としては、かかる公社債所有者の如き資本家達は、消費について左程寛容なるものではなく、寧ろ甚だしく、利殖と、資本増殖とに熱心なるものである。故に彼等によつて消費が増加し、生産が刺戟せらるることは殆ど困難といはなければならぬ。

## 六

低金利政策は、インフレーション政策としてはその效なきものである。即ちそれのみにては通貨量の増加を結果しないからである。併し乍ら、低金利政策は、他の政策によりて惹き起されるインフレーションに對して、寧ろその調節を行ふに役立つ働きをなし得るものである。そのことは後に論述する所である。ここでは、インフレーション政策として行はるるものの吟味を尙少し續けて行かねばならぬ。

インフレーションを惹起することを直接の目的とする政策といふものは、單に不換紙幣若しくは兌換停止せられたる兌換券を發行することである。併し、紙幣の發行は、何等の目的なくして行はるゝものではない。政府若しくは中央銀行が主體となつて行ふ所の、資金の貸付か、支拂か、

そのいづれかでなければならぬ。資金の貸付は、即ち前述の低金利政策に外ならぬ。従つて、ここに再論の要はない。支拂ひとすれば何のたのに支拂ふか、無償の支拂といふことは、單純なる話としては、考へられ得ない譯ではないが、その實行の方法は頗る困難である。理想的に於ては對岸は認め得るけれども、それに至るブリツヂがない。下手なブリツヂを作れば、弊害百出、後の收拾殆ど困難である。故に支拂は有償にて行ふの外はない。

有償支拂による不換紙幣の若しくは兌換停止の兌換券の發行、それは、インフレーションを本來の目的として、それに附隨の目的が付け加へらるゝことである。例へば、土木事業を起し、その支拂に不換紙幣を以て充つるが如きは之れである。

このインフレーションそのものを目的として有償支拂による不換紙幣の増發をなすことは、政府が、何等かの目的を遂行することを主眼として、それに要する資金の財政調達の途なきにより不換紙幣を發行することゝなりたる場合に比べて、本來の目的を異にするに止まり、その手段、その效果に於て全く相等しきものである。故に、インフレーションを論ずる立場に於ては、二者を一にして取扱ふことが出来る。そして、要するにそれは、支拂のためにする不換紙幣の増發であつて、これをこゝで私は、假に支拂インフレーション政策と名づくることゝし、前に述べた低金利政策は、貸附の方法によるものであるが故に、それを貸附インフレーション政策と名づけて、議論の便宜上、區別用語として置く。

さて、貸附インフレーション政策と支拂インフレーション政策との異なる要點は、前者は貸附であるが故に、返還を伴ふもの、後者は支拂であるが故に、返還を伴はない所にある。故に前者には、前に述べたる如く、政策が空廻轉することがあり、目的とする所の通貨量の増大が起らずして、發行せられたる不換紙幣若しくは兌換券が再び中央銀行に還流する結果を來すこともあるけれども、後者には然ることなく、その大部分は、世間の流通界に滯留することとなるのである。これより後者について詳述することにする。そして、不換紙幣の場合を先づ述べることとし、兌換停止の兌換券の場合を後にする。

政府が、その政務若しくは國策遂行に要する資金を、租税を以て調達せず、公債を以ても調達せず、不換紙幣を以て直ちに支拂に充つる場合にあつては、一應その全量に於て通貨量を——正確に言へば、紙幣發行高を——増加する。併し乍ら、政府より支拂を受くるもの、中、俸給若しくは勞賃の受領者以外のもの、即ち政府の工事を請負ひ、製品の納付をなしたる第一次の企業家は、殆どその受領金額の大部分を取引銀行に預け入れるのであるから、通貨が流通界に於て、紙幣發行高通りに膨脹するものではない。その一部分は、一應中央銀行に還流する。

そして、直接政府より支拂を受くる第一次企業家とそれよりまた支拂ひを受くる關係にある第二次企業家との間の支拂は、小切手であり、第二次のもの、並びにそれ以下にありても、企業家相互の取引は多くは小切手を以て決済せられる。故に、政府の發行したる不換紙

幣が、そのまゝ流通界に滞留して通貨量を膨脹せしめるのではない。

併し乍ら、第一次企業家に於ても、また第二次企業家以下順次のものについて見るも、彼等はいづれも、取引企業家に對する支拂の外、俸給及び勞賃の支拂をなさねばならぬ。従つて前位企業家より受けたる小切手の金額に當る全額を以て、次位企業家に對して小切手支拂をなし得るものではない。俸給及び勞賃の支拂は現金を以てせねばならぬ。そして、最終位の企業家は、殆どその支拂を俸給と勞賃とのための支拂に充つるのである。故に、政府の支拂ひたる不換紙幣は、その大部分が中央銀行に一應歸還するけれども、各企業が俸給勞賃の支拂をなす毎に、また紙幣に次第に分解するのであつて、最終の企業家が俸給勞賃の支拂をなすことを以て、最初政府の支出額の全額が世間に滞留する紙幣となり、通貨流通量を膨脹することとなるのである。

## 七

不換紙幣によらずして、兌換の停止せられたる兌換券を以て政府が歳出支辨をなす場合も、結局に於ける効果は、不換紙幣の場合と同様である。たゞ異なる所は、不換紙幣にありては、初めより兌換せられないことが明かであるが兌換停止の兌換券は、將來いづれの日にか、兌換せらるゝ立前のものであるといふこと、及び、不換紙幣は政府が發行する所であるけれども、兌換停止の兌換券は中央銀行の發行する所であるといふ點にある。

従つて、政府が兌換停止の兌換券を以て、その支拂に充つる政策をとるがためには、先づ政府

が中央銀行をして政府のために兌換券を支拂はしめ得るの素地を作らねばならぬ。そしてその方法たるものは、政府が中央銀行に對し借入金をなすことである。この借入金を引當に政府のために兌換券を以てする支拂をなさしむるのである。借入金は、當座貸越、借上金、または公債引受等の形式がある。

我國は、衆知の如く、今日、インフレーション政策をとつて居る。そして現實に今日行はれて居る所のインフレーション政策は、前述の貸附インフレーション政策と、支拂インフレーション政策とが同時に並行せられて居る。換言すれば、不況打開のために、生産資金を豊富にし、金融を緩漫ならしめ、以て生産費たる資金コストを低下せしむるを直接の目的とする所の低金利政策と、國策遂行及び匡救施設を実施するに隨伴する所の資金調達手段としての、謂はゆる公債政策とが並行的に行はれて居る。

低利金政策については、既に述べた所である。併しそれが謂はゆる公債政策と並行せらるゝ所に特殊の意味があり、特殊の効果を認め得るのであるが、その説明は後に譲り、先づ謂はゆる公債政策に就いて述ぶる。

この公債政策が、即ち兌換停止の兌換券を以て行ふ支拂インフレーション政策たることは今更解説するまでもない。今昭和七年度豫算及び昭和八年度豫算案に従つてこの支拂インフレーション政策なるものを具體的に説明することにする。即ち昭和七年九月二日貴衆兩院を通過して成立

した一般會計實行豫算によれば、年度内に新規公債發行豫算額は七億八千貳百萬圓であつて、その中、六億七百萬圓は日銀の引受けとなるものである。また十一月廿五日閣議で正式に決定した八年度一般會計豫算案によれば新規公債（交付公債を除き）は八億九千六百萬圓に達し、廿五日關西銀行大會に於ける藏相の演説として傳へらるゝ所によれば、『これらの公債の發行方法は今後の金融情勢如何により、適宜決定する豫定であるが、大體一應日本銀行に引受けさせ、出來得る限り金融界に對する壓迫を緩和するの方針である』とのことである。

これによると、政府は、昭和七年度及び八年度に於て、凡そ拾七億圓程の公債を發行し、それを日本銀行をして引受けしめ、それを引當てに歳出の支拂をなさんとするものである。即ち、それが私の謂はゆる支拂インフレーション政策である。従つて、それはそのまゝ行はるゝとせば、結局に於て、兌換券發行高を昭和七年九月中旬現在よりも、凡そ拾七億圓程増加する傾向がある。九月中旬に於ける日本銀行週報によると、兌換券發行高は週平均九億七千萬圓であるから、この豫算案通り發行せられるものとせば、八年度を終りて後に於ては、我國の兌換券發行高は、凡そ、その二倍半となる傾向がある。

併し乍ら、日本銀行が公債を引受け、政府がそれを引當に支拂をなしたとしても、それと同時に兌換券發行高が、その額だけ増加するものと速断してはならない。政府の支拂が兌換券となつ

て世間に出るには、若干の時間の経過を必要とする。即ち政府が、この新規事業のためにする支拂は、主として、政府に對して、工事を請負ひ若しくは製品を納付したる企業家に對してなすのである。そして、その支拂は、政府の日本銀行宛の小切手を以てなされる。この點、前述の不換紙幣發行の場合と異なる。

政府と直接取引をなす企業家即ち第一次企業家の受領するこの小切手は、この企業家によりて、その取引銀行に預入れられる。ここに於て、それは、この企業家の預金となり、且つその小切手は、市中銀行より日本銀行に納付せられて、その銀行の日本銀行に對する借入金金の減少となるか、または、預金となる。ただ、政府が俸給その他の人件費として支拂ひたる小切手は、直ちに、直接若しくは間接に日本銀行に呈示せられて、その大部分は兌換券と引換へられ、それだけ兌換券の發行高を増加する。

企業家が政府より受取りたる小切手は前述の如く、その取引銀行の預金となるけれども、その第一次企業家と雖も、この預金の全額をそのままに保有し得るものでなく、それを以て彼自らの支拂に充てなければならぬ。即ち彼が政府に納めたるものの代金、若しくは請負ひたる工事に用ゐたる材料の代金として、彼がそれらを買入れたる企業即ち數人の第二次企業家に對する支拂に充てなければならず、また彼が使用したる人々の俸給及び勞賃として支拂はねばならぬ。それは、前に述べたる不換紙幣の場合と同様である。この場合、俸給及び勞賃として支拂はるるものだけ

が、兌換券を以て支拂はれるけれども、第二次企業家への支拂ひは小切手を以てなされる。

第二次企業家も亦、第一次企業家より受取りたる小切手を一應その取引銀行に預金する。その小切手は、第一次企業家の取引銀行と第二次企業家の取引銀行とが同一ならば、單に當座口の振替へとなるだけであるけれども、多くの場合に於ては取引銀行を異にするものであるから、その小切手は手形交換所を通じて、受取銀行の交換尻を増加することとなる。ここに於て政府支拂の小切手は、その一部分の金額、多くの場合に於ては大部分と言つてよい程のものが、第一次企業家の小切手となりて、手形交換高の増加を惹き起すこととなる。

かくて第二次企業家は、彼が第一次企業家より受取りたる小切手を以て一應その取引銀行に於ける自己の預金となし、更にこれを以て、彼の使用したる人々に對する俸給及び勞賃の支拂ひをなすと共に、彼の取引先たる第三次企業家に對する支拂ひにも充てなければならぬ。前者は兌換券を以て支拂はれ、後者は小切手を以て支拂はるること、その場合に兌換券の發行と、手形交換高の増加とを惹き起すことは、第一次企業家と第二次企業家との間の場合に於けると全く同じことである。

第三次企業家が第四次企業家に對する支拂關係並びにそれより後次の企業家相互の關係も亦、全く、これと同一である。ただ政府に直接接觸する第一次企業家の數は比較的少いにしても、その第一次の企業家は、それぞれ數人の第二次企業家と取引があり、第二次企業家も亦、各々數人

の第三次企業家と取引があり、以下總てかくの如くであるから、小切手の枚数は次第に多くなると共にその一枚の小切手金額は次第に少なくなるのであつて、最後に、俸給若しくは勞賃として支拂はるるもののみとなりたるときには、小切手は用ゐられず、總てが兌換券を以て支拂はるることとなるのである。それ故に、日本銀行引受の公債は、徐々に兌換券に分解するのであつて、それが全額に於て兌換券に分解し終る道程に於ては實に數倍の小切手の交換、即ち謂はゆる預金通貨の膨脹となつて現はれるのである。

## 八

今これらのうちの若干の關係を、最近の例によりて説明するには、昭和七年十一月廿五日、四分五厘公債二億圓が發行せられたる前後の状態を以てすることが便利である。この公債は日本銀行が全額引受をなしたるものであつて、それが日本銀行の計算に及ぼしたる變化は次の如くである。

	十一月十二日	十一月十九日	十一月廿六日	十二月三日	十二月十日	十二月十七日
日銀所有公債	三六七、五六二 <small>千円</small>	三〇七、五六二 <small>千円</small>	四五〇、五六二 <small>千円</small>	四五〇、五六二 <small>千円</small>	四五〇、五六二 <small>千円</small>	四五〇、五六二 <small>千円</small>
政府一時貸金	七五、四六七	二五、四六七	二五、四六七	二五、四六七	二五、四六七	二五、四六七
政府當座預金	一〇一、八五六	七九、一四六	一七六、九二二	一一二、二九六	八六、六六一	六二、七四九
一般預金	一九二、九二三	二〇二、八六一	一七四、一〇三	二〇五、六二五	二五八、四九九	二九九、六八七
割引手形	六四三、〇六二	六五三、八〇〇	六六三、三一九	六六二、六五九	六五五、〇七五	六五六、五〇九
貸付金	三〇、八二三	三〇、〇八〇	三〇、一五五	二七、一〇八	二七、三〇三	二七、一三三
兌換券發行高	九六六、〇五〇	九九八、七七七	一、〇七六、六七六	一、一〇八、八三九	一、一〇〇、九四九	一、一三五、三三五

これによりて見ると、十一月十九日に於て、既に、日本銀行所有公債は前週に比して四千萬圓増加して居り、その代り政府預金は一千二百萬圓増、政府貸金は五千萬圓減となつて居る。廿五日、二億圓の公債の發行引受けられたる翌日とその前週との比較に於ては、所有公債は凡そ一億五千萬圓増となつて居るに對し、政府預金は凡そ一千萬圓増、兌換券は七千八百萬圓増となつて居る。

然るに、その後更に三週間を經過したる十二月十七日に於ては、所有公債高及び政府貸金には變化なく、政府預金は壹億壹千五百萬圓を減じ、民間預金の六千五百萬圓増、割引手形の七百萬圓減、兌換券の四千八百萬圓増となつて居る。即ち、政府は、この公債を以て、廿六日以後の三週間に、壹億壹千五百萬圓の支出をなし、それが、民間預金の六千五百萬圓増、手形割引の七百萬圓減、及び兌換券の四千八百萬圓増のうちに現はるることになつて居るのである。この民間預金増及び割引手形減は、市中銀行に於ける各第一次企業家の預金増の反映であり、その預金は第二次以下の企業家への支拂に充てらるるに従つて、手形交換高の増加となり、俸給勞賃として支拂はるゝに従つて兌換券の増發を惹き起す。かくして、公債は終に兌換券に分解せられる。

今、全國の手形交換高については、

各週のその増加を示す最近の統計を、利用し得ないから、月割統計によりてこれを見るに、九月以降、次第に下の如く増加して居る。

年 月	全 國		東 京		大 阪	
	枚數 <small>千枚</small>	金額 <small>百萬圓</small>	枚數 <small>千枚</small>	金額 <small>百萬圓</small>	枚數 <small>千枚</small>	金額 <small>百萬圓</small>
七年九月	二、六四五	四、一三三	九七一	二、〇九六	七四三	一、二八九
十月	二、七三九	四、三一九	一、〇〇八	二、一九七	七三三	一、二四六
十一月	二、九〇〇	四、五九九	一、〇九二	二、三三二	八四四	一、二九八

これらの手形交換は、十一月廿五日發行の二億圓公債發行以前のものが、多く働きて、この數を表はすに至つたものである。

更に、十一月廿五日以後に於ける手形交換状態を、東京、大阪、神戸、京都、名古屋、横濱の六大都市について見るに、左の如くであつて、十二月初旬に於て、特に交換高の増加して居るのは、政府放出資金が顯著に影響せるものと認めることが出来る。併し、兌換券發行高は、同初旬に於ても、左程の影響を未だ認めることが出来ない。

日	手形交換高(單位千圓)					兌換券發行高(單位千圓)	
	東京	大阪	神戸	京都	名古屋		横濱
十一月二十一日	七、四三三	五〇、三七〇	一四、八九一	五、〇四三	九、七七七	三、一四四	一、〇六、六八二
二十二日	八、〇八	五三、四七三	一三、九〇〇	四、一八七	一三、二一九	三、八七六	一、〇二九、三五五
二十三日	—	—	—	—	—	—	—
二十四日	一八、三四三	四六、一六四	一、九七三	三、二八一	一〇、九六七	六、四九四	一、〇四九、三六三
二十五日	八四、五五三	五六、六一九	一三、一一三	三、七五三	一三、八二二	四、四二四	一、〇六八、三三一
二十六日	九七、七六三	四九、六八六	九、八九〇	二、三八七	七、七九二	三、一〇一	一、〇七六、六九五
二十七日	—	—	—	—	—	—	—
二十八日	七四、一五九	六一、〇三三	三、一七七	三、一七六	九、五〇四	四、六五五	一、一〇六、七八九
二十九日	八九、三三八	五六、四九七	二六、〇一八	四、二八九	九、八〇三	五、一六五	一、一四一、九一一
三十日	一〇一、〇五九	七五、八四一	三〇、八二三	一〇、〇三八	一一、四五一	六、〇三七	一、一五四、六五七

十二月一日	三〇、八三	一三八、九六六	三三、五七五	一四、〇九四	一七、四四四	五、七二〇	一、一四六、一〇三
二日	一八四、〇〇七	八七、六三三	一九、八九六	七、七七七	二二、三三七	四、七三六	一、二一九、五三三
三日	一三三、八四三	四八、三六六	一四、五三七	三、九三三	一〇、一八六	三、九一九	一、一〇八、八三八
四日	—	—	—	—	—	—	—
五日	一三四、〇九二	六八、三四〇	一一、〇九五	六、五八八	一〇、九七三	四、五六三	一、一〇四、一〇一
六日	一七五、五四五	六一、四八一	一五、〇七八	六、六九八	一一、四三〇	四、八六三	一、〇九一、五七一
七日	二二二、八二二	六三、三六七	一八、一五七	五、七三三	一〇、七九六	四、三三七	一、〇七三、〇三七
八日	一〇〇、〇六七	四八、八六三	一〇、六二八	四、一八〇	一〇、一三七	四、三三一	一、〇六三、七六七
九日	八九、四〇五	四三、七三三	九、四六七	四、三四	九、九六一	四、〇三二	一、〇〇〇、四二九
十日	一〇一、七九三	六四、六七四	一〇、六九三	四、七三三	九、八九	三、六三三	一、〇六〇、九四九
十一日	—	—	—	—	—	—	—
十二日	八九、三四六	五七、九七一	二二、六九四	五、四四九	一一、三三六	四、一八二	一、〇六七、三四八
十三日	一一八、四八六	六三、〇九八	一四、九六一	四、六一五	一一、六五六	四、三五	一、〇七七、〇四九
十四日	八三、七八	五六、八六二	一八、〇二八	五、二五五	一一、七四九	四、五一	一、〇八九、九八九
十五日	九七、七三〇	六八、〇三〇	一五、九九五	六、一〇九	一三、三〇六	四、四八四	一、一〇三、五七二
十六日	九四、五四三	六三、四九二	一五、九七六	五、九三八	一一、五七三	四、二四〇	一、一一八、一九一
十七日	七三、五四四	四三、五六六	一〇、五六九	七、一七六	九、四六〇	三、六六七	一、一二五、一三四
十八日	—	—	—	—	—	—	—
十九日	八四、九七二	五五、五七四	一六、七六七	四、八〇六	一二、五八一	四、四三六	一、一四八、四八九

二つのインフレーション

第三十六卷

二七七

第一號

二七七

二十日	104,401	六八,100	一八,二七九	七,040	一六,075	五,488	一,161,053
二十一日	130,198	九三,438	一五,001	五,188	三,二八六	三,333	1,107,736
二十二日	126,186	六七,438	一三,058	四,892	一三,493	五,262	1,133,307

私の謂はゆる支拂インフレーション政策による手形交換高の増加は、市中銀行の預金増加を來すことは、前述の如くであるが、今、これを、全國銀行勘定に見るに、昭和七年十月の預金は同年一月に比して一億三千七百萬圓を増加し、貸出は二億一千四百萬圓減となり、預金貸出の差引に於て二億四千七百萬圓より、五億九千九百萬圓の増加となつて居る。即ち次表の如くである。

	預金合計	貸出合計	預金合計	貸出合計
	千圓	千圓	千圓	千圓
昭和七年一月	五,五四六,四八四	五,二九八,八六七	五,五三二,八八一	五,091,一五〇
二月	五,五〇六,七三三	五,三〇〇,〇八八	五,四四五,〇七七	五,130,122
三月	五,三七三,一九一	五,一〇二,五九八	五,五七八,〇三五	五,155,九六八
四月	五,三四四,六四五	五,一四六,三六八	五,六〇三,五三三	五,096,八五六
五月	五,四三七,四四五	五,一七二,〇六一	五,六八三,五七六	五,084,九二〇
六月			五,五二二,八八一	五,091,一五〇
七月			五,四四五,〇七七	五,130,122
八月			五,五七八,〇三五	五,155,九六八
九月			五,六〇三,五三三	五,096,八五六
十月			五,六八三,五七六	五,084,九二〇

また、これを大阪手形交換所加盟銀行のみについて見るに、昭和七年十二月十七日現在に於て、一、四五二、一一五、千圓となり、今日までの最高記録たる昭和四年六月末の一、四三七、〇〇〇、千圓を突破し、七年三月十九日に比較すると、この九ヶ月間に二億圓以上の激増を示した。然るに貸出は、十二月十七日に於て一、三四三、四六三、千圓で、九ヶ月前と殆ど變らず、従つて、二三ヶ月前には、貸出超過であつたものが、十七日には一億圓以上も預金超過となつて居る。

政府の日銀宛小切手を以てする支拂ひが、兌換券となるは、それが直接に（官吏及び政府使用人の場合）若しくは間接に（政府より支拂ひを受くる企業の従事員及び労働者の場合）俸給若しくは勞賃として支拂はるる場合であつて、然るときに日本銀行引受の公債が初めて兌換券に分解し、その増發の姿を現はすのである。政府の支拂金額が、企業相互間の取引決済として働いて居る間は、小切手を以て授受せられるのであるから、手形交換券高の増加となるに止まり、未だ兌換の發行を誘發しない。従つて、政府支拂の總てが直ちに兌換券の増發を惹き起すものではなく、それが縦にまた横に、多數の企業の手を潜りて俸給及び勞賃として支拂はるときに至つて、兌換券に分解し、その増發となる。それ故に公債の發行がその全額に於て兌換券に分解するには常に必ず若干の時の経過を必要とする。

一回の政府支拂が總て兌換券に分解するまでに要する時間の長短は、政府がその支拂ひをなす事業の種類によりて異なる所である。例へば土木事業の如く、材料の供給關係に於て多數の企業が介在することなく、その經費の大部分が勞賃として支拂はるる場合には、兌換券に分解することも早い。併し、政府の支拂が、製品の購入に向けられ、その製品は、原料より完成品となるまで

に、多數の企業がその間に介在するものなるときは、公債が兌換券に全部分解するには、相當永き時の経過を要するものといはねばならぬ。例へば、政府の支拂が船舶の如き、その完成品となる際の直接の生産費に於て、勞賃よりも材料代の方が大なる部分を占むる精製品製造のために支出せらるるものなるときは、公債が兌換券に分解し終るまでには相當長き時の経過を必要とする。

また土木事業にありても、土地の買上げのために多くの部分の経費が充てらるるときは、地主の手取金は彼が土地の代りに有する財産を構成するものとなり、消費に充てらるることがないから、前に、低金利政策の場合に述べたる公社債所有者がその手持公社債を賣却したる場合と同様に、土地賣上代金を以て、或は公社債を買入れ、或は定期預金となし、それらは結局また廻り廻りて、中央銀行に還流することとなり、通貨量の膨脹を來すこととはならないのである。

また如何なる種類の事業のために支出せられたるにせよ、企業家は、これによつて利益を擧ぐるのであるから、この利益の中にて、自己の生活費に要するものを除きたる殘餘は、大抵、その資本の増殖として用ゐられる。故に、この蓄積せられたる資本は、生産の擴張改善等に用ゐられない限りは、銀行の預金となり、これも中央銀行に還流することとなる。

要すに、公債支辨による支出が、生産若しくは消費活動に用ゐらるゝ道筋に流れ出たるときは、結局に於て兌換券となるものであるけれども、蓄積せらるる道筋に流れ出たるときは、再び中央銀行に還流して、兌換券とはならないで終るのである。

かくの如く、私の謂はゆる支拂インフレーション政策となる所の政府支出は、結局に於て兌換券に分解するのみならず、その道程に於て、手形交換高を數倍の金額に於て増加することとなるものであり、現金及び預金通貨の膨脹を惹き起す。それが、小切手を以てする企業間の支拂として働く間は、原料、材料若しくは卸賣商品の物價を騰貴せしむることとなり、兌換券となりて、不俸給又は勞賃に支拂はれたるときは、日用小賣商品の物價を騰貴せしむることとなる。殊に、不換紙幣若しくは兌換停止の兌換券の増發は、貨幣の對内並びに對外價値の下落であるから、對外的には爲替相場に鋭敏に影響してその下落を惹起し、輸入品の價格を騰貴せしむることとなり、その關係からも國內物價はまた騰貴することとなる。

今、日本銀行調査による大正三年七月基準の物價指數と、ドイツ聯邦統計局調査の一九一三年基準の物價指數の動きを見るに、次表の如く、七月以來我國獨り漸騰の傾向を辿りつつあるを見る。

	東京				東京						
	倫敦	紐育	パリ	ドイツ	倫敦	紐育	パリ	ドイツ			
一月	二六・八	九・八	六・四	四・四	九・七	七・月	一七・五	九〇・八	七・〇	四〇・四	九五・九
二月	二六・三	一〇・二	八・〇	四・三	一〇〇・一	八月	二三・九	九三・五	八・四	三九・四	九四・八
三月	二六・〇	九・六	八・二	四・七	九三・三	九月	一三・一	九六・六	八・五	三九・七	九四・八
四月	二三・五	九・七	七・四	四・四	九二・二	十月	一四・五	九四・一	八・〇	—	九四・〇
五月	二九・五	九・六	七・七	四・二	九六・四	十一月	一四・五	九四・一	七・九	—	九四・〇
六月	二六・四	八・八	七・二	四・八	九六・二						

併し乍ら、今日に於ては、手形交換高は前掲表の如く、全國に於て九月と十一月との比較に於て既に、四億三千七百萬圓増加を見て居るのに、兌換券發行高は尙ほ九月以來十億圓を上下するの程度にあり、十月廿九日十一億三千萬圓に達したけれども、また懸て九億圓となり十二月三日再び十一億八百萬圓に上るに至つたが、十日には更に十億圓台に下るの状態であつて、現實には膨脹となるに至つて居ない<sup>1)</sup>。それ故に、某所調査による大阪卸賣物價指數と全國生計費指數とを比較するに、前者の昭和六年十一月、一〇二・七より、七年十一月、一四一・〇への騰貴、即三八・三の騰貴率に對し、後者の同期間に於ける一五八・六より一六三・五への四・九(前者の九分の二)の騰貴率に過ぎないことは、この間の消息を物語るものである。即ち次表の如くである。

## 大阪卸賣物價

## 全國生計費

自大正二年七月	至大正三年六月	大正三年七月	一〇〇・〇
昭和六年十一月	一〇二・七	一五八・六	
十二月	一〇八・三	一六〇・八	
昭和七年一月	一九・七	一六四・七	
二月	三三・六	一六六・三	
三月	三〇・一	一五五・九	
四月	二三・五	一四七・七	
五月	二〇・八	一四三・九	
六月	一七・八	一三九・八	
七月	一〇・八	一三六・八	

## 一〇

我國は、前述の如く、私の謂はゆる貸附インフレーション政策と、支拂インフレーション政策とを並び行つて居る。前者は、インフレーション政策といつても經濟界不況の時代には現實にインフレーションを惹き起す効果なきものであるが、後者は、到底、インフレーション即ち注ぎ込み的通貨の膨脹を惹き起さずには止まないものである。

1) 十二月中旬以後の一億五六千萬圓程度の膨脹は、季節的膨脹と見るべきであらう。

八月 三・四  
九月 三六・六  
十月 三九・六  
十一月 四二・〇

一三・七  
一三・五  
一三・一  
一三・五

然るに、我國の今日に於て、預金通貨を現はす所の手形交換高は増加し、全國の預金も増加して居るのに兌換券發行高の増加して居ないことは、

前述の如くである。これは何事を意味するか？

それは、一つには私の謂はゆる支拂インフレーションの政策が尙ほその端緒にあるに過ぎざるためである。そして、も一つは、この支拂インフレーション政策と共に低金利政策の並び行はれて居ることである。即ち低金利政策は、通貨調節のために市中に放出せられたる兌換券を、再び中央銀行に回収する政策をとる場合、甚だこれを助くるの効果を表はすものである。何となれば一旦發行せられたる兌換券を回収するためには、謂はゆるマーケット・オペレーションを行ひ、中央銀行若しくは政府が、その手持公債を民間に賣放つ方法をとるの外はないのであるが、それは、公債市價が高位にあるを必要條件とするからである。

今日まで、兌換券發行高の増加して居ないについては、このマーケット・オペレーションが行はれたのではないかとも考へられるけれども、發表せられたる數字の上からは、その痕跡を見出すことが出来ない。日本銀行の公債保有高は十一月廿五日以來四億五千萬圓を維持して減少を示さず、預金部保有の有價證券は八月の合計二十七億三千九百萬圓に對し、十一月のそれは、二十七億五千萬圓となりて、寧ろ一千一百万圓増となり、全く賣出の跡が見えない。

併し乍ら、兌換券の發行高の増加は、日常小賣商品の物價を高めるのであるから、その結果に於て、民衆一般はむしろ購買力を減ぜられたるに均しい。一方に、政府より支拂を受ける側において、企業利益として、また勞賃として、購買力を直接に賦與せらるるもののあるのに、他方に於て、その購買力を減ぜらるるもの存するは、社會政策上頗る考慮すべき所である。もとより、最初一部のものに與へられたる購買力は、それが購買力として働く限り、次第に廻り廻つて、間接に他のものに及ぶこととなるであらうけれども、而も確定收入の俸給生活者の如きは、その温さに容易に浴し得ない地位にある。故に、兌換券は、政務若しくは國策遂行のため、一旦發せらるる結果となるにしても、かかる隨伴的現象たるインフレーションは、これを甚だしきに至らしめないことが良策である。即ち、政府支出のため一旦兌換券の増發となるにしても出来るならばマーケット・オペレーションによりて、これを收縮せしむべきである。殊に、爲替相場の下落を防ぐ上から言つても、これは必要である。日本銀行副總裁深井英五氏の談として新聞紙上に傳へらるる所によるも、『公債増發によつて、將來通貨の膨脹は免れず、大勢的には爲替にも悪影響を與へるかも知れぬので、事情が許せば通貨の増發を最小限度に止めたい。このため金融市場で、遊金が多くて困るといふ時期を選んで公債の賣出しを行ふ意向である。』とのことである。

日本銀行が、手持公債を賣出せば、それだけ兌換券の收縮は出来る。併しまたそれだけ公債市

價を壓迫することとなり、公債市價が下落の傾向を來す。然る場合には、公債賣出が困難となり若くは不可能となる。故に公債賣出しは、金融市場に於て、公債が飽和状態に達して居ないときにのみ可能である。若し飽和状態にあるならば、このマーケット・オペレーションは行ふことが出来ない。然るときは、インフレーションの弊害を救ふことが出来ない。

そこで、この飽和状態を緩くすることが必要となる。それは即ち、金利の一層の引下げである。低金利政策に拍車を加へることである。然るときは確定利付證券たる公債の價格は引上げられ、金融市場に於て、尙ほ公債増加を許す餘裕を作ることとなる。それ故に、支拂インフレーション政策には、更に貸附インフレーション政策即ち低金利政策が並行して居ることが必要なのである。併し乍ら、金利の引下にも限度がある。今日一錢二厘の割引率は更に、一錢に、八厘に、六厘に、四厘に、二厘に引下げることが出来やう。郵便貯金の利子も三步を二歩五厘に、更に二歩に更に、一步五厘に、更に一步に、五厘に。併し、それからはどう引下げることが出来やうか？殊に、若しも、かくの如く、頻繁に度々引下げらるゝならば、最早や拍車たる效力をもたなくなり、公債市價の維持は愚かその下落さへ見るに至るかも知れない。然るときは、兌換券を收縮することが不可能となり、インフレーションは止まる所を知らざることとなるであらう。

如何なる政策も最善のものではない。如何なる政策も最悪のものではない。事情に適應して行

ひ、事情に適應して轉換してこそ、眞實に民衆を救ひ生かす政策となるのである。

我國のインフレーション政策も、甚だしきに至るものでなきことを確信する。それ故に、低金利政策を以てインフレーションの餘弊を矯めることが最も肝要である。そして然る中に、また他の政策に轉換するの機會を見出すべきであらう。