

經濟學叢論 每月一日發行  
 第四十卷第四號 昭和十四年十月一日發行  
 大正四年六月二十一日第三種郵便物認可

# 東京帝國大學經濟學會

# 經濟論叢

第十四卷 第九號

昭和十四年十月

(禁轉載)

## 論叢

利率決定者としての銀行……………文學博士 高田保馬  
 調査論……………經濟學博士 蜷川虎三

## 時論

稅制改革論……………經濟學博士 汐見三郎  
 戰時統制經濟下の産業組合……………經濟學博士 八木芳之助

## 研究

前漢書貨殖傳に見はれたる經濟思想……………經濟學士 穗積文雄  
 聖トマスの共同體思想……………經濟學士 澤崎堅造  
 十九世紀末葉の人口論者ハンセンに就いて……………經濟學士 青盛和雄

## 說苑

貨幣數量説の諸形態とその吟味……………經濟學士 青山秀夫  
 十六世紀の原價計算……………經濟學士 岡本愛次

## 附錄

彙報  
 外國雜誌論題

# 經濟論叢

第四十九卷 第四號 (通卷第貳百九拾貳號)

昭和十四年十月發行

## 論叢

### 利率決定者としての銀行

高田 保馬

本稿は「新利子論序説」を承けて、其續篇をなすと共に、其補完部分とも見らるべきもの、相合して一の論文を形成するものである。現代の複雑なる經濟組織にあつては銀行が其貨幣供給を通して利子を任意の高さに決定し得るといふ立場がある。さうすると、生産力の側、即ち財の側は利子歩合の決定者として全然無力のものとなり、銀行の作用に適應する受動的のものとなつてしまふかに考へられる。此點を如何に考ふべきであらうか。

現實の經濟組織にあつては、(1)節約の需給、詳言すれば節約によつて形成せられたる資本の用役の需要と供給とがあるばかりでなく、(2)各經濟主體に於ける貨幣保有量の變更即ち保藏と放出とが不斷に行はれ、(3)舊き證券の賣買もまた行はれつゝあり、(4)その上、銀行による貨幣の創造、又はその消滅が刻々に生ずる。

利率決定者としての銀行

第四十九卷 五三三 第四號

一

かゝる事情の下にあつては、資本用役の供給が行はれその需要がこれに對應する。ここに資本用役といふのは、或は信用といひ、或は貸付け得べき資金といつて表現せらるるものに外ならぬ。この資本用役乃至貸付け得べき資金の由つて來るところには種々なるものがある。最初にあぐべきものはいふまでもなく節約に由るものである。屢々これだけが資本供給としてとり上げられてゐたにもせよ、その他のものを看過すべきではない。次に數ふべきものは所謂自由資本である。即ち減價償却にむけたる貨幣にして、貸付け得べき資金として供給せらるるものである。或は減價貨幣デフリンエシヨシヤニイと稱せられよう。その次に貨幣の放出即ち保藏解除をあぐべきであらう。即ち貨幣保有量を減少せしむることによりて、貸付け得べき資金が成立する。最後に銀行による貨幣の創造を舉げねばならぬ。すべてこれらの何れに由來する資本用役即ち信用といへども、それは市場に於て需要をまつ爲に供給せられる。

これに對して、何が資本用役に對する需要、又は他の表現を用ふれば、資金に對する需要を形成するか。これを極めて概括的に二分し得ると思ふ。一は證券の賣であり、二は貨幣の新なる保藏である。一般には利子歩合を以て節約と投資といふ資本用役の需給を相等しくするところの價格であるといふ。けれども節約の行はれざる場合とても、利子歩合といふ價格は成立せざるを得ぬ、それは新に自由となれる資本用役の價格が成立するからである。それを離れて考へても、現實の經濟が動態に於てある以上、舊き證券の賣買が行はれ、此賣買に於て利子歩合が定まる。證券の供給即ち賣は資本用役の需要である。證券は今後の一定の時期に於ける支拂を伴ひ、其所有者にとつては収益の流入を意味する。これを賣るのは將來の収益を賣るのであり、將來の支拂を與ふるのであ

る。一面よりいへば資本用役即ち信用を需要し、それと引きかへに將來の収益を讓渡する。現在の貨幣に對して將來の貨幣への要求權を渡すのである。要するに證券の賣は信用の需要であるが、その必然の結果として、證券の買、即ち需要は信用の供給に外ならぬ。此の如く證券の需要供給が一面から見ると信用の供給需要を意味する。かくて節約がなく、又減價償却によつて新に解放せられたる自由資本がなくとも、なほ市場に於ては古き證券の賣買の間に一定の利子歩合が成立する。

證券の賣買に於て二のものが區別せらるることを要するであらう。其一は新しき證券の賣買である。公債社債と株式との區別はあるけれども、何れにせよ、それが應募せらるることはそれが新に需要せらるること、従つて信用の供給せらるることを意味する。信用の供給である所以は證券價格が後一定期間中に支拂はるる元利配當等の諸収益によつて支拂はるることに存する、信用は結局支拂の猶豫である。従つてこれらの證券の發行は信用の需要といふことになる。其二は舊き證券の賣買である。此場合に於ては、證券の發行者自らが信用需給の主體となるとは考へがたい。信用の供給者は之を以て證券を買ふ。彼は證券の保證する元利の償還、配當の受領まで支拂を猶豫したといふことになる。たゞ此際その信用を直接に受くるものはや證券の發行者、例へば會社自體ではなくしてその賣却者である。證券を賣るものについて考ふると、猶豫せられたる支拂をひきかへに、いはゞ將來の一定期間に於て支拂はるる収益を引渡して其代りに資金を得る。いはゞ信用を與へられたるわけである。たゞ貸借といふ形に於ける信用の授受とことなるところは次の點に存する。これにあつては、信用を受けたるものが後日の支拂のすべての責任を負ふ。證券の賣買に於ては證券の賣手、信用の受領者は一定の權利を引渡すと

ともに、即ち證券の引渡と共に、後日の支拂の直接なる責任を負はぬ。信用を買ふに後日の収益の権利を以てしたのであり、此權利に伴ふ債務上の責任を負ふことはない。

信用の需要の他の一の方法は、貨幣の保藏に外ならぬ。これは寧ろ信用の自己需要ともいふべきもの、信用の供給者自身が之を供給することをやめ、現金の形態に於てそれだけの貨幣價值を保有することをいふ。或はこれを擬制的に、信用の供給者が同時にその需要者となり、それを貨幣の形に於て保有することとも見るべきであらう。それゆゑに、資金と信用とを嚴密に解して之を區別しようとするれば、而して信用を以て他人に與へ得る支拂の猶豫となし、資金を以てこれから消費以外の用途にむけ得る貨幣價值量とするときには、資金が證券を買ふ用途にむけらるるときに信用であり、然らざるときには信用でないと見るべきであらう。たゞ如上の擬制的意義に於て、資金は常に信用であり、それは貨幣保藏の目的にむけらるるとき一種の自己需要を形づくる。

## 二

さて資金の需要と其供給とを分析した。此二の關係から利子歩合は如何なる點に於て定まるであらうか。まづ信用の需給乃至證券の賣買について考へよう。新しい證券が消費用途の資金の需要のために、又は單なる金融のために發行せらるることを否定しない。けれどもその最も主要なるもの、従つて代表的なるものは投資用途の資金需要の爲に發行せられる。かゝる用途にむけらるる限り、利子歩合は一に投下せらるる資本用役の限界生産力に於て定まる外はない。こゝに利子歩合と財の側即ち生産力の側との密接にして不可離なる聯結がある。單なる社債である限り、此事態は容易に認識せらるるであらう。株式の拂込に關しては、企業に伴ふ危険報償と利子と

を併せたところの配當が見込まれるのであるが、此利子もまた限界生産力に應ずるものと見る外はない。何となれば、此生産力が利子よりも大又は小ならば、企業は其資本の伸縮を計畫して二者を一致せしむるに至るであらうから。而して新しき證券に對して供給せらるる資本用役が皆かゝる價格即ち利子をもつことは、それが節約に由來すると、減價貨幣たると、創造信用たるとによつて差異あることではない。而して新しき證券が投資以外にむけらるるものといへども、それは此限界生産力に於て定まるところの利子歩合を伴ふであらう。此利子歩合が、例へば消費用途にむけて發行せらるる證券についていふ時には、支拂ふところの利子といふ犠牲と財の消費に於ける時差との相等しきやうに定まつてゐるはずである。

舊き證券については、少しく趣を異にする。支拂はるべき將來收益の見込は大體に於て與へられてゐる。證券は一方此收益の見込に従ひ、他方將來の利率の見込に従ひ、一定の價格に於て之を需要する。これは將來の收益を信頼して買手に信頼を與ふる所以である。賣手が之を賣るのは此與へたる信用を自己の手に受領する所以である。即ち此信頼を今は與へずといふ態度をとる所以である。此場合にあつては、收益の豫想は略ぼ一定してゐても、その價格が定まらぬ、價格は利子歩合を基準とする。基準となる利子歩合は投資用途に於ける生産力により定まるものに外ならぬ。何となれば同一の資本用役が、或は投資即ち新證券の購入、又は舊證券の購入の何れにも向けられ得るものであるから。もとより、限界生産力が豫想收益の還元に於ける利率を決定するといふことは云ひ過ぎであるにしても、二者の間の開きをなくする傾向は作用するものと考へねばならぬ。

舊き證券の價格をどこまで支拂ふかはいふまでもなく其購入によつて得らるる收益率によつて定まるであら

う。即ち一方に於て將來の收益が豫想せられる。他方に於て現在の利子歩合が見込まれ及びそれに基いて豫想せらるる將來の利子歩合が見込まれる。これを基礎として、更に其他考慮に入るべき因子をとり入れて算出せらるるその資本價值が、現在の價格より高き限り之を需要しようとする。之を他面より云はう。將來の豫想收益と證券の價格變動をも計算に入れたるときの總収益率が、利子歩合よりも高き限り之を需要する。大體から觀察すると、投資従つて新證券の價格は資本用役の限界生産力によつて定まる。舊き證券の價格は豫想收益と豫想利子こゝとに利子變動の豫想によつて定まる。勿論一定の信用のある部分には新證券の購入に向ひ他の部分は舊き證券の購入に向ひ、雙方に於ける利廻即ち信用の利率を均等ならしめようとするものの、前者のそれは限界生産力に於て後者のそれは前述の總収益率に於て定まるのであるから、此二者が相等しくなるやうに、一定の信用總量、換言すれば一の單位時期に於ける信用の流れが此二の用途に振り分けられる。更に約言すれば一方に於ける限界生産力が他方に於ける限界收益率と相等しくなるやうに、信用が二の用途にむけられる。かくて形式的にみる限り、限界生産力によつて利子歩合が定まるともいひがたく、限界收益率によつて定まるともいひがたい。たゞ理論的にこれだけのことは云ひ得られる。限界收益率といふものは利子歩合を前提とせずしては考へられ得ぬ。然るに限界生産力といふものは利子歩合を前提とすることなくして成立し得る性質のものである。それゆゑに、利子歩合が根本的には限界生産力に一致するやうに定まるとともに、限界收益率は利子歩合に一致するやうに定められようとする。

前にも述べたるが如く、資金は證券の購入にむけらるとともに、また貨幣の新しい保藏にむけられる、即ち

保有貨幣量の増加にむけられる。而して資金が如何なる由來から流れ來るにせよ、それがどこまでかゝる用途にむけらるるかは、一に次の事情によつて定まるであらう。一方に於て貨幣の保有によつて利子が失はれる。他方に於ては此貨幣の保有によつて種々なる理由からの便宜又は效用を得る。此便宜はもとよりこゝに於ては、家計のそれとして理解せらるることを要する。かゝる便宜の内容としてあげられたるもの、一方には安全と便宜といふものがある。他方にはその動機に溯つて、取引動機、豫備動機、投機動機の三をあぐるものがある。此二の見解の交渉を如何に考ふべきであらうか。こゝには何れが靜態に於ても認められうるものであり、何れが動態に於てのみ作用するものであるかの區別については考へぬことにしよう。取引動機にもとづく取引貨幣はすべて取引の上の便宜の爲に保有せらるるものといひ得るであらう。若干の危険乃至起りうべき事象に備ふるための豫備貨幣は安全の爲に保有せらるるものである。投機動機にもとづくところの投機貨幣に至つては、主として證券價格の變動の機會をつかむが爲、従つて利子歩合の變動を利用せむがためのものであり、従つてそれは安全、便宜といふことに役立つよりも寧ろ、収益をあぐるに役立ち、證券を買ふことによりて利子を得るよりも機會をつかむことによつて利子以上の収益を得るのに役立つ。これが利子の低きほど多く、高きほど小にして、いはゞ利子歩合の函數であることが主張せられてゐる。利子歩合の低いほど低率の變動もなほ證券資本價值の上に強く影響しそのことが投機的なる収益獲得の機會を多からしめる。此點からいふと、投機貨幣保有の動機は直接には效用と關することはない。その保有範圍は一に収益の事情によつて定まり、従つてそれは企業に於ける營業貨幣の保有事情と別に異なることはない。たゞ此場合にあつては主體が家計であるといふことから、安全並びに便宜を求む

る爲の效用とこの保有によつて得らるる収益の可能とが、均衡の位置に置かれるといふことはある。

### 三

私見によれば、信用はその由來又は源泉の如何なるものであるにせよ、それは如何なる用途にも需要せられる。従つて新に保有貨幣の中から放出せられたる貨幣が投資にむけらるると同じく、節約によつて得られたる資金といへども、また新なる保藏即ち保有貨幣の増加にむけられ得る。ところがこれについては異論がある。今全社會を通じてみるに、貨幣はいつも何人かの保有にかゝるものである。いはゞ保有せられざる貨幣はない。それゆゑに、社會に保有貨幣の増加があるとせよ、即ち保藏の放出に對する超過額即ち新保藏があるとせよ。それは貨幣の創造なくして全然あり得ざることである。これが私の批評しようとする意見の大要である。即ちそれは貨幣の創造なくして新しき保藏なしといふに盡くる。ところが此理路を推しつめて行けば、社會に於て流通しつゝある貨幣の一部分を誰かゞ節約し、節約したるものを流通から引き上げて保藏するにしても、そこには以前に於ても存在したりし貨幣數量だけしか保有せられてゐず、従つて保藏の増加はないといふことになる。これはいふまでもなく背理でなくてはならぬ。即ち誰かゞ保藏しても保藏は増加せずといふのであるから。この逆説は如何にとかるべきか。畢竟次の如くに考ふる外はない。保藏といふのは貨幣が誰かの手にあるといふことではない。むしろ貨幣即ち個々の具體的なる貨幣が流通から引き上げられてゐるといふことである。引き上げらるるのは一經濟期間の全部に亙ることもあり三分の一、五分の一に亙ることもある。従つてそれは程度を許す概念である。だから貨幣數量は一定であつてもそれは如何やうにも變化する。即ちその程度といふのは流通速度の反面を示

すものといふほかはない。だから貨幣數量は一定であつても保藏は増加する。同時に、貨幣の創造が行はれずとも貨幣の保藏は増加し得る。即ち節約せられたる部分が保藏にむけらるることも當然に可能であるばかりでなく、刻々に行はれつゝある事實でなくてはならぬ。貨幣の創造なくしては貨幣の新なる保藏なしといふ見解が直に、投資と節約とは相等しといふ結論に導き易い。若し資金の供給を節約と貨幣の創造との二から來るものと認むる場合に於ては、貨幣の新なる保藏が貨幣の新なる供給なくしてあり得ずと見る限り、節約の需要供給即ち節約投資は常に必ず相等しからざるを得ずといはざるを得ぬ。何となれば資金の需給は常に相等しからざるを得ず而もその需要の一定の部分はその供給の一定の部分によつてみたさるることの明である限り、需要の他の一定の部分は常に必ず供給の他の一定の部分によつてみたされてゐるはずであるから。

さて本論に立ちかへる。注意を舊き證券の流通に集中しよう。資金が舊き證券の購入にむけらるるとき、それは金融投資と云はるべきものに屬するその賣買に於て、一定の資金乃至信用が供給せられる。證券の賣手は之を以て別の舊き證券を買ふか、之を保藏するか、新しき證券にむけ産業投資の用途に供するか、又は消費にむけるか、その何れかの用途に用ひ得るわけである。而してこれらの各用途間の選擇は一面から見ると一の經濟主體が一定の時期に於て其所有するところの全貨幣價值量、いはゞ其富をそれ〴〵如何なる用途に割りあてるか、即ち配分するかによつて定まる。これを消費と保有、即ち生計と資産とに分割するであらう。而して資産の中に於てどれだけかを貨幣の形に於て、また證券の形に於て保有しようとするであらう。此保有内容の變更の過程に於て或は舊き證券の賣買が行はれ、新投資が行はれる。舊き證券の賣買に向へる資金の大部分はまた同様なる賣買に

ふりむけられる。勿論その一部分が別の用途例へば貨幣の保藏にむけらるゝことはあるにしても、特殊の事情がない限り、同時にその他の用途例へば節約の中から流入するものがある。而して、一定期間を通じて見るに、變動はしてゐるがある大きさの資金がそこに回轉しつゝあるのを見ることが出来る。別して證券を純然たる投機動機から保有する人々の賣買資金はつねに投機貨幣の範圍を出でがたい。勿論一々の資金の由來から考へると、一の舊き證券の價格として支拂はれたる資金が再び同一の用途にむけらるゝことが乏しい場合に於ても、證券流通の全場合を一括して考ふるときには、資金の一部はたえずそこに流通し、それが利子歩合に等しき限界收益率を求めて動きつゝあることを見るであらう。

若し此舊き證券の賣買のために回轉する資金を大體一定してゐると見るときに於ては次の如き結末に到達せざるを得ないであらう。貨幣保有數量が一定してゐる限り、節約と自由資本との兩者は大體上投資にむけられる。節約と新しき投資とは相蔽ふはずである。たゞ經濟の事情が新しき投資を阻止する場合に於ては、別して物價がなほ低落をつゞけるといふ豫想の下にあつては、節約が直に投資にむけらるゝことはなく、保藏貨幣の増加となる。然らずとすれば貯蓄貨幣の増加となるといふ表現によつて示さるゝことのあるが如く、一たび證券の購入にむけられ（定期預金）、その資金が投資にむけられずして銀行準備の増加又は信用貨幣の消滅となる。また物價の豫想が逆の場合にあつては貨幣の創造の生ずることも、明である。とにかく、貨幣保有數量が大體一定して居り、而も貨幣數量の増減も亦行はれぬといふ事情の下にあつては、節約が新しき證券に代へられ、それによつて移轉したる資金は何かの方法によつて投資せられてゐるはずである。節約が投資に等しいといふのは、節

約を今まで述べ來れるやうに解する限り、かゝる複雑なる制限の下に於てのみ實現し得る。節約に由來する資金がたゞび證券にかへられ、而もその資金が投資せられず、又貨幣保藏の増加とならずといふ事態にあつては貨幣乃至信用の消滅が生ずる。それは不況に於て屢々見らるゝところである。

#### 四

上に述べたところを前提として、利子歩合の決定に於ける銀行の作用を分析しよう。まづ銀行が貨幣の創造消滅について、何等能動的なる作用に出でざるものとする。かゝる條件の下にあつては信用乃至資金の需給は自ら一定の利子歩合に導くであらうし、そこまでに落ちつかずとしても、かゝる傾向を内在せしむるものと見得るであらう。かゝる一定の利子歩合といふものは如何なるものであるか。

まづ資本用役乃至資金の種々なる用途について、考ふことを要するであらう。それは一方に於て保有貨幣の形態をとる。それにあつては、利子だけが失はれる。この利子の損失と貨幣保有の效用、詳言すれば便宜と安全との效用との相等しきところまで、保有數量が伸縮せらるゝわけである。それはまた證券を買ふことにふりむけられる。それは一定の利子をもたらずからである。勿論、證券保有量と貨幣保有量との限界は以上の事情によつて限らるゝであらう。たゞさうなると、此資金が消費にむけられずにあるのはどういふ事情に基くか。それは現在消費にむけること、又は消費財購入にむけることから得らるゝ效用と、資産の所有に伴ふ效用とを比較して兩方の限界效用の均等なる點まで伸縮調節せらるゝはずである。そこで一方では利子の效用と貨幣保有の效用の均等他方では消費と資産所有の效用の均等、この二が刻々に主體によつて追求せられてゐると見ねばならぬ。資産

所有の效用といふものが複雑なる性質をもつてゐる。その利廻を計算することによつて現價を考へ、それに證券又は其他の資産の價格變動から來る危険と収益等をも考慮して、その現價に修正を加へる。かく修正せられたる現價と保有貨幣とを比較し二者の限界を伸縮せしむることによつて、兩者の效用の均等が求められた。

上に述べたところは家計についてのことである。企業について見ると、其保有貨幣は保藏乃至所謂貯藏用役の效用の爲に行はるゝに非ず、一に其収益力の爲に行はれる。而して此収益力と利子歩合とが均等となるところに保藏の限界があると見るべきである。なほ家計と企業とを通じて投機貨幣のことが考へられる。これは一に資産價格を利用して収益をあげようとするもの、その見込の収益率と利子歩合との均等を眼ざして保藏限界が定められる。企業の投資の爲に需要する資金については、其限界生産力と利子歩合との均等の求められてゐることいふまでもない。たゞ注意すべきことには利子歩合が此限界生産力によつて定まると單純に云ひ去るべきものではなく、それと均衡の地位に置かれようとすることを求むる極めて多くのものがある。それと間接的に均衡の地位に立つものは姑く措くとしても、貨幣保有の效用、舊き證券の現價乃至利廻、投機貨幣の収益力、消費所得の效用と云ふが如きものは皆然り。これを通じて、保有貨幣の數量、證券の取引數量もまた利子歩合の上に影響を及ぼすこととなる。今まで、消費、保藏、投資の三方面に於ける資金乃至貨幣の限界效用の均等といふことが考へられてゐたけれども、此均等は更に廣き範圍に亙つてゐる。此限界效用と均衡を保つことになつてゐる利子歩合（例へば利子歩合の喪失といふ犠牲と保有貨幣の安全便宜の效用との等しきが如く）と新投資の限界生産力が等しく、舊き投資の證券價格に於ける割引率乃至現價が等しく、資産の賣買に於ける限界収益力が等しく、投機貨幣の収益力も亦

等しきことを求める。利子歩合は實にかゝる複雑なる事情によつて制約せられながら、其落ちつく所に落ちつかうとする。

たゞ上に述べたる所は、銀行による貨幣の創造消滅の作用を捨象してゐる。これをとり入れて考ふるときには狀況が全く一變する。今たゞ貨幣の創造の場合のみを考へてみよう。銀行は一應のところ、新投資の生産力とは異なるところの利子に於て貨幣を創造し、之を供給することが出来る。銀行が貨幣數量を一定に保つ限り、利子歩合はその他の經濟事象と相均衡する地位に落ちつかうとする。貨幣數量の任意に増加せらるゝ場合に於てかゝる傾向が存するや如何。一方には任意に選擇せられたる利子歩合に於て必ず新なる均衡が到達し得らるゝとする意見がある。それは新に定められたる利子歩合が直に資本用役の需給を均衡せしむる價格であるといふのではない。利子歩合によつて投資が動き、それにつれて所得が影響せられ、此所得からの節約がまさしく投資に等しくなるに至る。かくの如くに主張するのである。それゆゑに利子が所得を動かすそれからの節約と投資とを等しからしめる、均衡の作用者は利子ではないが所得である。さてかういふ見解に對して、私は次の如くに考へざるを得ぬ。此主張は次の前提に立つ限り、肯定せられうるであらう。それは銀行が其供給する資本用役の價格としての利子即ち金利を如何なるところに定めても、又どれだけ新しき貨幣の供給を行ふにしても、資本用役の需要曲線、換言すればその生産力曲線には變化がないといふことである。即ち資本用役の生産力曲線の一定といふ前提である。これが一定してゐるならば、利子歩合を動かすとそれに應ずる高さに投資數量が定まり貨幣の創造による供給も定まる。而して、これに應じて所得も定まる。經濟的時期の繰返さるゝうちには所得も増加し、それ

からの節約がまさしく投資數量と相等しきに至る。所得の變動によつて均衡が確立せられる。而して利子の決定については財の側に何の能動性もない。一に貨幣供給者の欲するところに於て均衡に達する。けれども銀行が金利を如何なる高さに置くにしても、投資函數即ち資本用役の需要曲線が全く變化せずといふことは、全くあり得ざることである。次に述ぶるが如く、金利の低下は資本財價格を高めるであらうし、此騰貴は必ず投資函數を變化せしめる。さうすると、金利の變動から均衡に導く作用はいづこに存してゐるか。

銀行が所謂自然利子又は均衡利子以下の金利に於て信用の創造を營むとせよ。此金利によつて將來の收益が還元せられ資本財價值が高められる。信用の創造はその需要増加を來す。かくしてその價格が騰貴する、生産の擴張が行はれる。價格の騰貴はやがて他の方面に及び、物價の騰貴を來す。これは自ら收益の上昇を伴ひ投資函數の上昇をもたらす。之を他の言葉を以て表現しよう。金利の低下は投資の増加生産の擴張を來すのみならず資本用役の生産力函數の變化をもたらす。それは新しき均衡に向つて進ましむるよりも、かへつて攪亂の程度を強くする。所謂累積過程と稱せらるゝのはこれである。勿論、此見解に對しては豫想を重視する立場からの異論がある。かゝる累積過程が起り得るためには今の諸價格從つて物價が將來も存続するといふ豫想あることを要する。若しさうでないならば金利が自然利子よりも低位に置かるゝにしたところで、かゝる結果をもたらすことはないであらう。或は同様の事態を次の如くに表現する立場もあり得る。信用創造の結果物價が騰貴するにしてもその豫想の弾力性が小なりとすれば、即ち將來の諸價格がそれほど騰貴せずと考へらるゝときには、累積過程が生ずるといふこともないはずである。私はかういふ見解に對しては次の批評を下し得ると思ふ。自然利子の

概念はすべて將來の價格豫想を織りこみ、それからの収益を考慮に入れてはじめて成り立つものである。價格豫想を離れたるいは、現在の價格のみによつて定まる自然利子といふものはあり得ない。従つて將來の價格豫想が如何なるものであらうとも、金利が自然利子よりも低位に置かるゝといふことは、心理的因子の影響を外にしていふ限り、投資増加信用需要の増加を來すものであり、銀行が之に應じて信用創造を營む以上は物價が相對的に見て、いはゞ豫想せられたるものに比して高位に引上げらるゝこととなり、それだけ自然利子の上昇を來すはずである。累積過程は行はれざるを得ぬ。これから來る結論は何であるか。

貨幣利子が低位に置かるゝときには、投資需要の側に於て限界生産力のこれに對應する低下があり、需要價格の減少があるといふことならば、そこに均衡への傾向を認め得るであらう。この表現は二のことを意味し得るはずである。資本金役に對する生産の側即ち新投資の側からの需要曲線が信用供給の増加に拘はらず依然として變化せざるか、又は進みて需要價格としての生産力の低下を示す意味に於て下降するならば、投資の増加はある點に於て停止し、低位に置かれたる貨幣利子と投資用途に於ける限界生産力との相等しき點に於て均衡しようとするであらう。ところが事實はこれに反する。即ち一たび貨幣利子が低く置かるゝことによつて、豫想價格もまた騰貴し、投資曲線は上方に移動する。供給が増加するほど需要が増加する、これでは均衡に向ふ傾向ありとは云はれがたい。銀行が如何なる高さに利子歩合を定むるにせよ、それに應ずるやうに所得が調節せられ均衡に到達するといふ見解のとり難い點はこゝにある。所得が増加して節約のみにより需要せらるゝだけの投資をまかなひ得るためには、信用供給の増加に拘はらず、投資函數の變動せざることを要する。此點前に述べたところであ

る。

勿論資本用役の需要は投資用途即ち新しき證券の賣に限るものではない。貨幣保藏の用途、舊き證券の取引の用途が別に考へられる。ところで、貨幣利子を低位に置かざり信用の増加によつて物價が上昇する限り、又恐らくは生産の擴張につれて所得がある時期以後にあつては實質的にも増加する限り、貨幣保有數量は増加せざるを得ぬ。證券價格も低き金利のゆゑに上昇するであらうし、その上、諸價格の變動はその賣買を多からしむると見ねばならぬ。これらの事情は舊き證券の賣買にむけらるゝ資金の増加を必要とするであらう。資金の投資需要の増加に對抗して、之と相殺する傾向にあるものは何もない。云はゞ投資需要の側から均衡に復歸せしめようとする傾向はなく金融需要の側からさういふ作用を營むものもない。資本用役の側は供給に影響せられてそれと同一の方向に動く。

そこで再び均衡をよびもどす作用が信用供給の側にあるかを考へねばならぬ。今まで信用の供給に於ける無限の弾力性を想定した。即ち銀行は同一の利率を以てどこまでも信用創造を行ふものと假定した。けれどもこれはあり得べからざることゝいはざるを得ぬ。銀行は二の仕方に於て其貨幣創造を營むことを得る。廣義に於ける貸出と證券の購入とである。前者は或は新なる證券の買であり、或は手形の割引である。後者は買市場操作といはるゝものに外ならぬ。此等のいづれの過程をとるに拘はらず、銀行が同一の利率に於て貨幣の供給を續け得ざる事情を生ずる。一體貨幣の供給弾力性は頗る大であると見られる。ところで市場に於ける現金取引と小切手乃至當座預金取引が一定の比率をもち、これが變化するとしても、一定の範圍に於てのみ動き得ることは、争ひ難きと

ころである。そこで、預金貨幣の創造が進行するうちには、市場に於て益々多くの現金が必要とせられ、従つて現金が銀行から引き出さるゝ傾向あることを免れぬ。かくて次の結果を生ずる。信用の創造の進行につれて、貸付の振替による當座預金の數量が増加し、これが銀行の準備を低下せしめる。更に銀行から現金の引出さるゝことが此傾向を助長する。銀行の支拂準備は著しく低下せざるを得ぬ。現在の金融機構にあつて、これは必然の運命であり、従つて貨幣供給の弾力性は信用創造の數量につれて、又はその時間的經過につれて急に低下する。貨幣供給の弾力性の低下こそは失はれんとする均衡を回復せしむる有力の事情である。

準備率を高めようとして銀行は其貸出を縮小し又は證券の賣操作を實行せざるを得ぬ。かくて現金の回收と預金の縮小との兩方から、準備率が上昇するはずである。ところで此運動は貨幣利子の上昇をまちでのみ行はるゝであらう。このことは一方に於て資金の供給を縮小するのみならず、同時にその需要を縮小せしむるに役立つ。此點からいへば、貨幣利子を自然利子にまで引き上ぐるのではない。貨幣利子にかゝる變動を與ふことは今までの豫想に變化を與ふことになる。諸價格の騰勢一定の貨幣利子を前提として打ちたてられたる豫想が急に方向を變ずる。此豫想の變動によつて自然利子が低下する、詳言すれば資金の需要函數そのものが低下する。貨幣利子の上昇によつて、これと限界生産力との開きが縮小し、均衡の方向に接近しようとする。要するに、貨幣供給の側に於て、銀行の貨幣利子決定の作用に抵抗して、之を生産力の方向に接近せしめ均衡を回復しようとする傾向乃至動力がある。而して此新に成立するところの均衡に於ける物價の地位が、銀行の金利決定につれて上昇したるまゝの地位であるといふことは出来ぬと思ふ。貨幣の供給の減少によつて物價騰貴の見込がつかなくなる

と、資本財をはじめ諸財の需要價格が低下に向ふであらう。従つて貨幣供給の減少は若干とも物價を引下げることによつて新しき均衡を回復せしめようとするであらう。要するに、貨幣供給の側に存する制度的事情こそは、貨幣側からする利率の恣意的決定を許さない。

勿論現實の經濟に於ては、財の側にあつても均衡の方向に向ふものが全くないとはいへぬであらう。それは利子歩合の低下が必然に、生産財に於て最も重要な意義を有する勞働の價格即ち勞銀を引き上ぐることである。たゞ勞銀の安定的なる性質を考ふるときは、その上昇によつて自然利子が急速に引き下げらるゝといふことは出來ぬであらう。價格の歸屬はつねに不十分である。けれどもその均衡回復作用は次の如き迂回を経て進む。それは生産の擴張に於ける知識の不足である。これが社會の生産財數量に對比して過度なる擴張計畫を生み、これが遂に或る種の生産手段の不足を來し、計畫の一部分が拋棄せられざるを得ざるに至る。資本用役に對する需要函數の變動、即ち需要曲線の低下がこゝにはじまるけれども、この財の側からの均衡回復作用が一に資本主義生産の無政府的性質、競争に於ける知識の不足に由來することを記憶しなければならぬ。

(紙數の都合により最後の二節を削除した。この部分はある機會に於て公表したいと思ふ) (昭和十四年八月末郷里にて)。