

# 經濟論叢

第十二卷 第四號

---

- 金融政策の效果……………一 谷 藤 一 郎 1
- シュムペーターの帝國主義論……………静 田 均 24
- 十九世紀におけるアメリカ労働日思想  
についての一考察(=)……………小 林 英 夫 39
- 日本型賃金構造の分析視角……………西 岡 孝 男 53
- 

昭和三十三年十月

京 都 大 學 經 濟 學 會

# 金融政策の効果

——特に金利政策の効果をめぐる問題——

一 谷 藤 一 郎

## 一 金融政策の性格と重要性

金融政策は資本主義経済または自由主義経済を基盤として生成発展したものである。周知のように、資本主義体制においては、経済活動は原則として個人の自由意志に委ねられ、国家がこれに干渉束縛を加えることは差控えられている。従つて企業は利潤追求の動機に基づいて、いかなるものを、幾何、どのような方法をもつて生産し、販売するかを決定することが出来、家計はもっぱら財貨の効用または便宜を中心として、所得を考慮しながら、いかなるものを、いくら消費するかを選択することが許されているのである。しかしこのような資本主義経済は均衡水準に沿つて着実に成長し続けているのではなく、その成長は常に極めて激しい循環的変動を伴つているのであり、循環的成長こそ、資本主義経済の特徴とさえいえる。シュムペーター(J. A. Schumpeter)のように、迅速な成長は必然的に激しい変動を伴うものと見て、後者は前者のために払われなくてはならぬ犠牲であると解し、激しい変動の抑制または緩和の必要を認めない論者もあるが、多くの論者は激しい変動を出来るだけ抑えて、安定的成長の実現を図ることが、むしろ望ましいと考えているようである。

しかし激しい循環的変動を抑制緩和するといつても、資本主義経済の基本法則を変えない限り、個々の経済活動を中央計画機関によって直接統制する方法が採られえないことは自明の理である。従つて直接統制に訴へることなくして、しかも所期の目的を達しようとするならば、貨幣信用または金融の側面からの間接統制によるほかに途はないわけである。かくして間接的手法たる金融政策は量的統制を根本的な特徴として、資本主義経済の安定的発展を忠実に見守る唯一の「監督者」であり、自由主義的経済政策の最高位にあるものと見なされ、特に一九二〇年代においては、その効果に絶大の信頼がよせられ、企業も家計も安んじてその統制に服したのである。

ところで、金融政策の目的は、資本主義経済そのものの成長とこれに伴う経済理論の発展に従つて変化し、応急的・治療的・消極的な目的から、次第に恒久的・予防的・積極的な目的へと進展しているが、このことについてはかつて詳しく論じたから<sup>1)</sup>、ここには繰返さない。現在、金融政策の目的として挙げられるのは、(一)景気安定、(二)完全雇用、(三)経済成長の三つである。景気安定目的は既に一九二〇年代において確認せられていたが、これに対して完全雇用目的が要請されるに至つたのは、ケインズ(J. M. Keynes)が経済の均衡は過少雇用のものにおいても可能であるから、単なる景気安定よりも進んで完全雇用を政策目的として採るべきであると強調したことによるのである。さらに最近、ホイットルセイ(C. R. Whittlesey)は経済成長を最善の目的として選び出すべきであると力説している<sup>2)</sup>。これら三つの目的が簡単に調和しうるとは認め難い。互いに相容れぬ目的(conflicting objects)などといわれるのはこのためである。景気安定と完全雇用は、両者がともに短期目的であるという点において共通性をもっているが、ハンセン(A. H. Hansen)が主張するように、両者が容易に調和しうるとは考えられない。その理由は他の機会に詳しく述べたから<sup>3)</sup>、ここには省略することにする。経済成長は明かに長期目的であり、

短期目的たる景気安定や完全雇用と性質を異にすることは疑う余地がない。ところが景気安定と経済成長との調和は、少くとも理論的には不可能といえないにしても、完全雇用と経済成長特に安定的成長との調和は、理論的にも極めて困難である。何故なれば、前者はその時々々の生産能力の最大利用を目指すのに反し、後者は生産能力そのものを最適ならしめようと意図するからである。

金融政策は既に述べたように、一九二〇年代においては最も重要な経済政策として、その効果に多大の期待がかけられていたのであるが、一九三〇年代の世界的不況の際にはほとんど効果を挙げなかったもので、その信頼を全く失うに至つた。ところが第二次世界大戦後、金融政策の重要性が再認識せられ、特に金融政策の正統的手段として古くから知られている金利政策、詳言すれば、中央銀行が公定歩合（短期利率）を上下に動かして金融を統制し、所期の目的を達成しようとする政策が再び採用されることになった。すなわち第二次世界大戦後の四〇年代から五〇年代にかけて、多くの西欧諸国がインフレの阻止またはドル不足問題の解決のために、公定歩合を引上げて所期の目的を達することに成功したので、金利政策は漸くその声価を取戻しうるようになった。もちろん、金利政策に関する懐疑論が完全に消散したというわけではないのであつて、現在においてもなお信用抑制の効果を金利政策に帰さないで、選別融資、賦払信用の圧縮、貸出の直接制限などによるものと解する論者がかなりあるのである。

- (1) 拙著『金融統制の理論』増訂版、昭和一八年、二七一―三八頁。
- (2) 拙稿「景気上昇期における金融政策」、『金融学会報告』Ⅶ、昭和三二年、一九九―二〇〇頁。
- (3) 拙稿「景気安定と完全雇用」、『ペンキング』五〇号、昭和二七年五月、三五―三七頁。

## 二 最近における金融政策をめぐる論争

イングランド銀行では一九五一年一月、過去二〇年間二%に据え置かれた公定歩合（一九三九年第二次世界大戦発生当時に一時的に四%に引上げられたことがある）を二・五%に引上げ、翌五二年四月に四%に引上げたが、当時この措置を「金融政策の革命的変化」または「伝統的金融政策への復帰」などと称し、その効果に多大の期待がかけられたのである。

このような事態に直面して、イギリスでは金融政策特に金利政策の効果に関する論議が俄然活発に行われるようになった。その中でまず最も注目せられるのは、一九五二年に二回に亘って行われたオックスフォード大学の金融政策に関するシンポジウムである。最初のシンポジウムには、ジョンソン(H. G. Johnson)とケネディー(C. M. Kennedy)が新金融政策の背景を解明するとともに政策に関連する最も重要な問題点を摘出する目的をもって、前者は「新金融政策と信用統制の問題」(The New Monetary Policy and the Problem of Credit Control)、後者は「金融政策と恐慌」(Monetary Policy and the Crisis)と題する論文をそれぞれ書き、この二つの論文を中心として、ケイン(F. W. Paish)、カーン(R. F. Kahn)、ロバートソン(D. H. Robertson)、ヒックス(J. R. Hicks)、ローレンツ(T. Balogh)、ハロッド(R. F. Harrod)などが討論に参加し、ヴァースウィック(G. D. N. Warwick)が各論著者の見解の一応の取まとめを試みているが、討論参加者の取上げた問題は甚だしく多岐に亘り、しかもその主張に著しい相違が認められる。第二回のシンポジウムには、ルーザ(R. V. Roosa)、フロスト(R. Frost)、モルガン(E. V. Morgan)、ロビンソン(J. Robinson)、ネヴィン(E. Nevin)が新たに討論に参加したほか、ボックス、カーンが再

び加わり、最後にジョンソンが前後二回に亙るシンポジウムについて、結論的な論評を書いている。

ところが同じ問題に関する甚だ注目すべき論争は再び一九五六年に起った。イギリスでは同年二月半ば以来、金融政策に関する問題が急に識者の関心を集め、議会においても熱心に討議せられたが、さらに同年四月、偶々同時に発表された二つの論文、すなわちデーシー(W. M. Dacey)の「短期債の問題」(“The Floating Debt Problem”, *Lloyds Bank Review*)とキング(W. T. C. King)の「流動性比率は規定せざるべきか」(“Should Liquidity Ratios be Prescribed?” *The Banker*)はこの勢に拍車をかけることになった。キング誌は「いまや金融統制の伝統的な原理と機構とを現在の要求に適應させるという問題をめぐって、活発な論議が沸き立っている」と判断して、同誌上に「金融統制論議」(Debate on Monetary Control)という欄を特設し、六、七、八月の三回に亙り、キング、ホルガン、ブルンナー、ブレイシ(R. F. G. Alford and F. W. Paish)などの互らに見解を異にする論説を連続掲載し、世人の関心を一層喚起したが、ウィルソン(T. Wilson)は之を遅れて一九五七年一〇月に *Oxford Economic Papers* に同じ主題の論文を発表してゐる。他方、アメリカにおいでた、スミス(W. L. Smith)とミンスキー(H. P. Minsky)とルーザなどが同じ問題を取扱える労作を公けにしてゐるのでもある。以下にならうて、これらの論議特にイギリスの論争を顧みながら、金利政策の効果の問題を再検討しよう。

- (1) “Monetary Policy: A Symposium”, *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics*, April & May 1952.
  - (2) “Monetary Policy Again”, *op. cit.*, August 1952.
  - (3) T. Balogh, “Dangers of the New Orthodoxy”, *The Banker*, June 1956.
- E. V. Morgan, “The Case for High Short Rates”, *op. cit.*, July 1956.
- R. F. G. Alford and F. W. Paish, “Basic Principles and Modern Mechanics”, *op. cit.*, August 1956.

- T. Wilson, "The Rate of Interest and Monetary Policy", *Oxford Economic Papers*, Oct. 1957.
- ④ W. L. Smith, "On the Effectiveness of Monetary Policy", *American Economic Review*, Sept. 1956.
- H. P. Minsky, "Central Banking and Money Market Change", *Quarterly Journal of Economics*, May 1957.
- R. V. Roosa, "Interest Rates and Central Bank", *Money, Trade and Economic Growth: in Honor of J. H. Williams*, 1951.

### 三 金利政策の根拠と効果

金利政策は割引政策とも称せられ、イギリスを母国として発展したものであるが、イギリスにおいて金利政策のみによって、初めて統制目的を達しようとして企てたのは、一八五七年の恐慌の際である。それ以後、金利政策は量的統制または間接統制の最善の手段と見なされ、金本位制のもとにおいて、イングランド銀行の金準備の増減に依りて、公定歩合を上下に動かすことがほとんど機械的に行われ、何びともこれを当然のこととして、敢て怪まなかつたのである。

一九一八年のカンリッパ委員会 (Cunliffe Committee) の報告は、一九一四年以前、すなわち金本位制が世界的に確立していた時期における金利政策の効果を二つに區別して確認している。その一は即時的または直接的な効果 (immediate effect) であり、短期資金の国際移動に及ぼす効果であるが、その二はより広汎に波及する根本的な効果である。前者の即時的効果について委員会の報告は貿易差額が逆調を示し、為替相場が不利となり、金の輸出が有利となった際に、金の流出が危険と認められるときは、イングランド銀行は常に公定歩合を引上げた指摘し、「公定歩合の引上げは、そうでなかったならば、海外に送金されたであろう貨幣をイギリスに留め置くとともに、

より高い利子率を利用して海外からの送金を誘導し、かくして金の流出を抑え、進んでその流入を促すというような直接的効果をもっていた」ことを認めている<sup>1)</sup>。しかし金本位制が世界的に崩壊せる現在、このような効果を期待し難いことは改めていうまでもない。

しかし金利政策のより重要な効果は、第二の根本的な効果に見出される。カンリッフ報告は「公定歩合の引上げと、市場においてそれを有効にするためにとられる措置とは、必然的に利子率の一般的上昇と信用の制限をもたらしした。従って新しい企業は繰延べられ、建設材料並びにその他の資本財に対する需要は減少した。その結果として起る雇用の減少は消費財に対する需要を減少せしめたが、他方、主として借入金をもって持ちこたえて来た商品在庫の所有者たちは、たとえ借入の更新が事実上、困難でなくとも、利子負担の増加と物価下落の予想に直面して、弱気市場に彼らの商品を無理に押し込みがちであった。その結果は国内市場における一般物価の下落であり、従って輸入の抑制、輸出の促進となり、困難の主たる原因であった貿易差額の逆調を是正することになった」と述べている<sup>2)</sup>。このような根本的な効果が、たとえ素朴な形においても、既に早くソントン (H. Thornton) によって確認せられていることは注目に値する。彼は一八世紀末の銀行券の兌換停止時代に利子率と利潤率との關係に注目し、利子率を利潤率以上に引上げることが可能となれば、信用需要を抑制しよう<sup>3)</sup>と強調しているが、一九世紀初めの地金委員会 (Bullion Committee) の報告もまた同様な結論に到達しているのである<sup>4)</sup>。

公定歩合の引上げの効果についていえることは、必要な修正を加えるならば、逆の場合、すなわち公定歩合の引下げの場合にも妥当する筈である。しかし従来、信用需要の抑制とその喚起とでは難易に差があり、後者は前者に比べてより困難と認められているのである。

ところで、第一次世界大戦以前の時期、すなわち金本位制が世界的に確立していた時期の状態は、このような金利政策が効果を發揮するに甚だ適していた。というのは一方、公定歩合の変動の基準となる金準備は、原則として自由な貿易並びに金の自由な国際移動に従って増減し、他方、公衆は短期利率の変動に対して現在よりも遙かに敏感であり、特にその短期債務は主として為替手形または商業手形から成っており、また銀行の「現金に近い資産」(near-cash assets)のすべてでないし大部分を占めていたのは、商業手形またはこれを担保とする貸付であつて、商業手形の数量は短期利率の変化に対して銀行貸出利率よりも一層感応度が高かつたからである。かくて公定歩合の引上げは銀行組織外の手形保有を増加せしめて、それだけ銀行預金を減少せしめるとともに、手形の供給そのものの減少を促すことによつて、銀行の流動資産を圧縮し、統制の目的を容易に達成することを可能ならしめたのである。

しかし従来、すべての論者が金利政策を万能なものと思はしていたわけではないのであつて、その效果に疑問を抱く論者も決して少くなかつたのである。いまこれに関連して二つの問題、すなわち(一)中央銀行の公定歩合はその他の金融機関の短期利率に対して支配的な影響を与えうるか否か、(二)仮りに与えうるとしても、短期利率の変化が物価並びに景気の動向に重大な影響を与えるか否かという問題を設定して、論者の見解を顧みてみよう。

第一の設問は古くから論議の対象とせられていたものであるが、市中銀行の中央銀行への依存性を否定する論者、例えばウィザース(H. Withers)<sup>5)</sup>のごときは暫く別として、その依存性を認めるにかかわらず、公定歩合が市中銀行の短期利率に支配的な影響を与え難いとする論者がある。バゲット(W. Bagehot)<sup>6)</sup>、ローレンス(J. S. Lawrence)<sup>7)</sup>などがその例である。これに反して、ホートレイ(R. G. Hawtrey)は公定歩合の変化が一種の信号として市中銀

行に与える心理作用を重視し、それによつて公定歩合の支配的な影響力を認めようとするのであつて、彼はこのよ  
うな市中銀行の心理作用は益々強化されこそすれ、決して消え去るものではなく、もしそれが弱化したたり、消散す  
るような危険が感じられるならば、公定歩合をさらに激しく変化させればよいと主張している。<sup>9)</sup>

第二の設問については、ウィタセル (K. Wiksell) は短期利率の変動が物価並びに景気に重大な影響を与える  
ことを率直に認めている。<sup>9)</sup> ホートレイも異なる観点から異なる論証によつて、ほぼ同様な結論に到達しているの  
である。<sup>10)</sup>

ところがケインズは既に『貨幣論』(A Treatise on Money, 1930)において、短期利率のもたらす作用を無条  
件に認めようとする見解を斥けて、景気と密接な関係を有する投資が短期利率の変化に対して必ずしも敏感なもの  
でない<sup>11)</sup>と断定し、従つて景気の変動が短期利率によつて惹き起されたり、回避されたりするかを疑問としている。  
一九三八年におけるオックスフォード大学経済学者の研究グループの調査によれば、短期利率とその変動は、費用  
要因としては旧式化の危険に比べると、無視しうるほどであるので、住宅建築のような長期に亙る投資計画の場合  
を別とすれば、企業者の投資計画においてはほとんど注意が払われない<sup>12)</sup>と云ふことであり、カレツキ (M. Kalecki)  
も同様な結論に到達しているのである。<sup>13)</sup>

(1) *First Interim Report of the Committee on Currency and Foreign Exchange after the war*, 15 August, 1918 (Cmd.  
9182); reprinted in T. E. G. Gregory, *British Banking Statutes and Reports*, Vol. 2, pp. 336—7.

(2) J・ロビンソンはカンリッパ委員会の報告は、金利政策が失業を創り出すことによつてのみ作用することを明かにしたが、  
失業が継続するのでなければ、貿易差額の好調が維持し難い理由を明かにしなかつた指摘し、カンリッパ報告によれば、マ  
ンパランスの改善は投資の減少を伴う物価下落であるから、もし雇用が以前の水準まで回復するならば、貿易差額の逆調が再

の現われざるをいふと誤解せらる。(J. Robinson, "Comment", *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics*, August 1952, p. 283)

- (3) H. Thornton, *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, 1802, pp. 287—8.
- (4) E. Cannan, *The Paper Pound of 1797—1821*, 2 ed. 1925, p. 25.
- (5) *The English Banking System*, National Monetary Commission, Senate Document, N. 492, 61 Congress, 2nd Session, 1910, p. 18.
- (6) W. Bagehot, *Lombard Street*, 14 ed. 1915, pp. 110—11.
- (7) J. S. Lawrence, *Stabilisation of Prices*, 1928, pp. 304—20.
- (8) R. G. Hawtrey, *A Century of Bank Rate*, 1938, pp. 249—50.
- (9) K・ウィタセルはいう、「市場における他の事情にして変化しない限り、金融機関の側よりする利子率の引下げは、それがいかに僅少であらうとも、持続的な場合には、商品価格の一般的水準の連続的な、多少とも均斉的な、従って結局いかなる程度をも超えるような上昇を惹き起す筈である。また同様に——ただ正に反対の仕方で——利子率の引上げは、それがいかに僅少であらうとも、ただ十分に長く持続されさえすれば、もちろん、すべての商品および用役の価格の連続的な、結局いかなる限界以下にも下るような低落を惹き起すであらう」と。(K. Wiksell, *Interest and Prices*, 1935, p. 100) ウィタセルによれば、ほとんどすべての企業の活動が何らかの形の借入資本に依存している限り、利子率の僅かな引下げまたは引上げが企業の存続には拡張縮小、従って景気の動きに重大な影響を与えるのである。
- (10) R・G・ホートレイの論証はウィタセルのそれと著しく異なっている。ホートレイは生産者の費用に関する限り、利子率の変化が及ぼす影響は極めて微々たるもので、企業の存亡または拡張縮小を惹き起すに足るものではないとして、結局、利子率が重大な影響を与えるのは商人の商品ストック保有の資本、すなわち経営資本 (working capital) であり、経営資本の増減こそ、物価従つてまた景気の動きに注目すべき影響を与えるものとしてゐる。(R. G. Hawtrey, *A Century of Bank Rates*, 1938, pp. 250—2)

(11) J. M. Keynes, *A Treatise on Money*, Vol. 2, 1930, pp. 130—47, 363.

(2) *Oxford Economic Papers*, No. 1.

(3) M. Kalecki, "A Theory of the Business Cycles", *Review of Economic Studies*, Feb. 1937.

#### 四 金利政策の機能の弱化

イギリスにおける金利政策をめぐる論争を通じて、多くの論者が共通に指摘している点として注目せられるのは、公定歩合したがってまた短期利率の統制的機能が著しく弱化したということである。そしてその主張は企業または信用需要の側面からすると、銀行または信用供給の側面からするとに大別することが出来る。

企業または信用需要の側面から短期利率の統制的機能の弱化または欠陥を強調したものは、パローである。彼は常に新しい発展の希望に燃えている企業者はその必要とする資金の獲得が可能な限り、利率が高いという理由で信用需要を差控えるようなこととはないと見ている。というのは、彼は企業者の投資計画において利率は全く何らの役割を果さないか、或は単に従属的な役割を果すに過ぎないものと解しているからである。彼は一九五五—五六年において、公定歩合が再三上げられたのみならず、さらに割引市場もイングランド銀行の支配下に置かれ、長期利率も公定歩合に追従して著しく引上げられたにもかかわらず、旺盛な信用需要を抑制しえなかつたことが、右の事実を証明していると断定するのである。彼は進んで当時、公定歩合を一層引上げて企業者の期待を変化させ、信用需要を厳しく制限しなければならぬと主張する論者がほとんどなかつたのは、そのような公定歩合の水準は単に国際収支の改善に止まらず、さらに有効需要を減退させ、激しい失業を誘発するほど高いものであることを認識していたからであると力説する<sup>1)</sup>。他方、パローは仮りに金利政策が何らかの効果を挙げうるとしても、それは企業の

合理的な費用計算に基づくのではなくて、企業者の期待にそれが与える心理的ショックによるものと断定し、このような性格をもつ金利政策は、単に現在の経済状態に必要な変化をもたらす確からしさにおいて欠けているのみでなく、また直接的な貸出制限よりも遙かに大きな社会的に不公平や夥しい失業を惹き起す危険を含んでいるものであるから、金利政策よりも、直接的な貸出制限に訴えるのが、信用需要の抑制にとって遙かに優れた対策であると結論するのである。なお第二次世界大戦以後の高率課税を、公定歩合または短期利率の統制的機能の弱化的原因として挙げる論者（例えばデーシー）もある。

これに反し、銀行または信用供給の側面から短期利率の統制的機能の減衰を強調するものの根拠は必ずしも同じではない。まず銀行の流動資産の内容の変化を重視するものから始めよう。イギリスの市中銀行特にロンドン手形交換加盟銀行（十一行）は、「健全銀行主義」（Sound Banking Principle）を堅持し、法的強制がないにもかかわらず、資産の収益性を若干犠牲にして、常に一定かつ多額の現金準備および流動資産を保有することに努めているのである。総預金に対する現金準備（手許現金とイングランド銀行への預け金）の保有割合を現金比率（cash ratio）<sup>(1)</sup> といひ、一九四六年一月以降はイングランド銀行の勧告によって成立せる協定に基づき八%となっている。そして総預金に対する流動資産（liquid assets）の保有割合を流動性比率（liquidity ratio）と称し、現在では三〇%が慣習的最低比率となっている。流動資産は（一）現金準備、（二）コール・ローン、（三）大蔵省証券（Treasury bills）、（四）商業手形（other bills）から成っており、（一）、（二）、（三）、（四）がらわゆる「金融市場資産」（money market assets）であり、第一線の現金準備に対して第二線準備を形成してゐる。証券投資（investments）と貸付（advances to customers）は危険資産（risk assets）と呼ばれてゐる。

ところで、第二次世界大戦以後、大蔵省証券が激増して銀行の流動資産の大半はこれによって占められることになり、商業手形がその全部または大部分を占めていた、かつての状態は一変することになった。この大蔵省証券は元来、利子率の変化に対して不感応なものである。というのは、英国大蔵省は利子率が高いからといって、短期債または一時借入金 (floating debt) による借入を圧縮しようとはしないし、また大蔵省はそれを外国からの借款に切換えようともしないからである。従つて金利政策すなわち公定歩合の引上げは、銀行組織外の流動資産の保有を増加せしめて、それだけ銀行預金を減少させるか、市中銀行の営業方針にそれが与える心理的な影響によってのみ、銀行の流動性を圧縮し、預金を減少させうるに過ぎないというのが、イギリスの最近の情勢である。ところが注意すべきことは、イングランド銀行が定める公定歩合の水準においてなお信用需要が増加するような場合に、銀行の流動性比率に余裕がある限り、そのような需要に応じないように、銀行を拘束することが困難であるということである。何故なれば、イングランド銀行が最終の貸手であり、またそうでなくてはならぬ限り、市中銀行は常に信用拡張を支えるために必要な附加的現金を獲得することが出来るからである。このようにして信用統制を阻害する根本原因は、銀行の流動資産の内容が一変して、大蔵省証券がその主要部分を占め、しかもそれが利子率に対して全く不感応であるというところに求められるのであって、さらに大蔵省証券の供給が季節的に著しく変化することとは、こうした傾向を一層激化するものといえる。このような主張はキングとデーシーに共通に認められる。

次に右と同様に信用供給の側面に着目しながら、短期利率そのものを統制手段とするに適しないという主張について見よう。アルフォードおよびペイシュは自由市場においては、短期利率の変動は長期利率の変動よりも一層激しいと信ずべき理由があるが、しかし實際上、短期利率の変動の幅はたとえ或る場合には長期利率よりも大であり

うるとしても、先験的な根拠から期待されるよりも著しく小であると断定している。これは概して貸手が常に長期利率についての期待と一致すると思われる水準よりも低い率をもって、短期貸付を行おうとすることに基づくのである。というのは、多くの場合において流動性の慣習は、現金並びに短期投資を長期投資に切換えることによって確保される資本の価値増加の機会を失うことを顧みることなく、ほとんど一定しており、他方、借手は短期借入によって長期投資を賄うために、非流動化の危険に陥ることを欲しないからである。このように推論することによって、彼らは短期利率を統制手段として過度に利用することは、イギリスの伝統に全く反するものと断定し、さらにこのように銀行が利子率を金融政策の手段として利用することを差控えることこそ、利子率の変化が企業者の決意に重大な影響を与えるという誤れる見解を斥けるに足るものと解しているのである。彼らによれば、短期利率が企業の方針に重大な影響を与えるほど激しく銀行によって変化せしめられない限り、企業の方針が短期利率の変動によって実質的に何らの影響を受けないということは、少しも不自然なことではないのである。彼らがこのようにして短期利率を通ずる統制を排撃するに反し、中期利率並びに長期利率による統制の必要性を認めていることは注目値する<sup>5)</sup>。

- (1) T. Balogh, "Dangers of the New Orthodoxy", *The Banker*, June 1956, pp. 351-2.
- (2) T. Balogh, "Comment", *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics*, April & May 1952, pp. 163, 165.
- (3) W. M. Dacey, "The Floating Debt Problem", *Lloyds Bank Review*, April 1956, p. 25.
- (4) W. T. C. King, "Should Liquidity Ratios be Prescribed?", *The Banker*, April 1956; W. M. Dacey, *op. cit.*, p. 25.
- (5) R. F. G. Alford and F. W. Paish, "Basic Principles and Modern Mechanics", *The Banker*, August 1956, pp. 479

なおデューシーは短期利率と長期利率との間には必ずしも密接な関連があるわけではなく、むしろ二つの利子率は全く異なるパターンに従って変動していることに注目して、短期利率の統制的機能の弱化的原因をここにも求めているのである。(W. M. Dacey, *op. cit.*, pp. 25, 31).

## 五 金利政策の有効性

金利政策の効果に関する以上のような懐疑論ないし否定論に対し、金利政策を新しい角度から見直して、その有効性を強調する論者がある。その一は公定歩合が信用需要に与える間接的影響(直接的影響ではない)を重視するものであり、その二は公定歩合が資産価値(asset values)に与える影響に着目し、しかも主として供給側の事情に力点を置くものである。まず前者から。

ヒックスは『価値と資本』(Value and Capital, 2 ed. 1946)においては、短期利率は短期投資に対してはもろろん、長期投資に対してもそれほど著しい影響を与えるものと認めていないが、彼は前述のシンポジウムにおいて、公定歩合が投資計画に与える間接的影響を重視し、金利政策の有効性を容認する態度を明かにしている。ヒックスは金利政策が投資に影響を与える正常な仕方は、企業者の期待(一般にいわれるような不安または不確実さの期待ではなくて、特殊な確からしさの期待)に与える作用を通じてであると見ている。彼によれば、従来の伝統的理論が利子率の投資計画に与える直接的影響を誇張し過ぎていたことが、事実の研究によって明かになったけれども、しかしこのことは、その間接的影響が極めて重大であると主張することと少しも矛盾することにはならない。というのは、たとえ企業者は公定歩合が四%であろうと二%であろうと、それほど意に介しないにしても、公定歩合が正常な仕

方で金利体系に影響を及ぼすならば、企業者の投資計画を少くとも暫くの間停止させるような何らかの公定歩合水準がないとは信じられないからである。ヒックスは進んで、もしこのことが認められるならば、イングランド銀行はただ正に必要な限りのことをなす意志と能力とを示さざればよいのであり、正常時においては、イングランド銀行がこのような意味での予備力 (reserve power) をもつてゐることを、随時思い起させればよいのであって、現実には公定歩合を破局的な水準まで引上げる必要は全くないという。彼はこのような予備力に訴えることが可能な限り、連続的に物価が騰貴するという期待は不可能となるのであり、この「不可能」という期待によって、企業者の投資が抑制されるのであって、現実には課せられる利子率の高さによるのではないと力説する。そしてヒックスがその効果の及ぶ部面として特に期待しているのは、投資面では政府の保護を受けない私的投資であり、消費面では耐久消費財の賦払信用買である。<sup>2)</sup>

次に公定歩合そのものよりも公定歩合が資産価値に及ぼす影響を重視して、金融政策の有効性を論証するものに移ろう。ウイルソンは短期利率を統制手段として用いることを非難する論者の主たる問題点は、明かに利子率の上昇がそれ以上の利潤率の期待を困難ならしめることによつて、投資を圧縮しうるか否かにあるように見えるが、真に重要な点はむしろ資産価値の下落の効果にあるように思ふと述べている。モルガンも金融政策のさまざまな方法は総じて利子率に関連して論じられてゐるようであるが、しかし利子率の上昇は資産価値の下落の兆候に他ならぬのであり、資産価値の変化は利子率そのものよりも一層根本的な役割を果すものといつてゐる。<sup>3)</sup>

まず資産価値の変化が投資にいかなる影響を与えるかを見よう。利子率に焦点を置いてこの問題を取扱う場合には、信用統制の可能な効果を過小評価する誤りに陥り易い。企業者の旺盛な信用需要は高い利子率によつて抑え難

いという、前述のバローの見解は正にその適例である。しかし銀行が総預金を増加することが出来ず、甚だしい損失を蒙ることによって初めて資産を売却しうるような立場に置かれるならば、銀行は利子率がどうであろうと、企業に対する総貸付を増加しないであろう。そうであるとすれば、企業者は必要な資金の調達を他の方法に訴えなければならぬ。企業が新証券の発行によって資金を調達することは、証券価格が一般的に下落している際には甚だ不利であるばかりでなく、著しく困難である。また所有証券を売却することも損失を避けることは出来ない。銀行からの借入でもなく、新旧証券の売却にもよらずに、果してどれだけの資金を確保し得るかは推定し難いとしても、それによって調達しうる資金が相当の額に達するものとは到底考えられない。というのは、大きな犠牲を払わなければ、自己の資金を回収しえないものが敢えてそれを実行し、進んで貸手になろうとはしないからである。しかしここに注意しなければならぬことは、新旧証券の売却によるにせよ、その他の方法によるにせよ、銀行以外のところから資金を調達する場合の実効利子率が銀行の貸出利率よりも遙かに高く、投資計画を繰延べずに急いで実行することを欲する企業者に対して、実質的に極めて重大な負担を与えるということである。<sup>4)</sup>

次に資産価値と消費との関係について考えよう。資産価値特にその下落が資本利得よりも資本損失を誘発する場合には、消費の減少を促すことになるであろう。社会総資本の大部分が比較的少数の人々の手に帰しているとすれば、それらの人々の激しい消費の変動は、経済全体に重大な影響を与えずにはおかないであろう。<sup>5)</sup>これとともに資産価値の下落に伴う銀行の貸出能力の低下が、消費に影響を与えることも見逃しえない。<sup>6)</sup>

さらに進んで資産価値と流動性選好との関係を検討しよう。資産価値の下落は銀行の投資方針に反映し、銀行はより多くの流動資産を保有しようとするであろう。というのは、銀行が流動資産を好んで保有するのは、その売

却が常に甚だ容易であるからである。金融当局は銀行の流動資産の価値を低下させることによって、銀行の流動資産に対する需要を刺激することが出来るが、それは流動性比率を上げるのと正に同じ効果をもたらすものといえよう。しかし流動性比率の引上げは単に銀行のみに影響を与えるに過ぎないのに反し、資産価値の下落にさらに一層広汎な影響を与えるのである。

ケインズは「遊休残高」(idle balances)の所有者は、それを貨幣以外の他の資産の貨幣価値の下落に対する予備として(予備的動機に基づく貨幣需要、すなわち $M_1$ の一部分)か、または所有者がこのような下落を期待するならば、将来において一層安く他の資産を買入れて、利益を獲得しようとの希望をもって保有する(投機動機に基づく貨幣需要、すなわち $M_2$ )ということを教えた。ロバートソンは貨幣が因果関係を破壊したり、金融当局の目的を阻害したりするような規模において、地下に没し去ったり、地上に浮び上ったりするようなケインズの危険(Keynesian peril)と云っているが、それは正にこの遊休残高の作用を指しているのである。そしてイギリスでは遊休残高は相当巨額に達しており、キェスロ(R. Khusro)の測定によれば、五〇億ポンドに上るといふことである。

ところで、証券価格が上昇し続けているときには、その下落に対する準備の必要は少くなり、証券の買入が増加するに依りて、遊休残高は減少しよう。もちろん、証券の売手がその受取った貨幣をそのまま保有するならば、売手と買手との間に単なる資産の交換(貨幣と証券との交換)が発生するだけで、全体としては何らの変化も起らないわけである。しかし証券の売手が受取った貨幣を消費または投資のために支出するとすれば、売却された証券の新旧にかかわらず、貨幣は遊休残高から活動残高に移り行き、貨幣の流通速度は迅速化し、インフレ圧力は強化されることにならう。証券価格が騰貴している際に行われる信用供給の抑制は、常に既存貨幣の流通速度の迅速化によ

つて無効にせられ易いのであって、一九五五年のイギリスの経験がこのことを立証している。従つてこのような場合には、遊休残高の解放をいかにして抑制するか、また解放された資金を、それが財貨サーヴィス市場に影響を与えないように、いかにして吸収するかということが主要な問題となるであろう。

ブームが一度び破綻して資産価値が下落し始めると、予備的動機は非常に強くなり、投機的動機は証券よりも貨幣を保有することを促すようになる。遊休残高の所有者はそれを減らすよりも増加することを欲し、従つて貨幣の流通速度は緩慢化することになるであろう。いかなる程度の資産価値の下落が支出に対し、一定の影響を与えるために必要であるかを正確に測定することは不可能である。しかし重要なことは、その下落がたとえ徐々であるにしても、かなり長い期間に亘つて持続するという一般の期待がなければならぬということである。そうでなければ、市場に対する不徹底な抑制は新しい買手の購入意欲を刺激して、ブームの再発足を促すことになる危険がある。それ故に金融当局は公定歩合をさらに引上げるか、激しい公開市場売操作を実行するか、或は両者を同時に併用して、時期尚早の景気的好転を適当に抑制することが必要となるのである。

このように利子率特に短期利率の変動そのものよりも、それによつて誘発される資産価値の変化を重視する論者は、利子率の均等な一般的上昇は短期資産よりも長期資産に一層激しい影響を与える筈であるから、利子率よりも資産価値が重要な意義をもっている限り、短期利率は長期利率よりも一層激しく変動することを要するということになるが、イギリスでは一九世紀の半ばから一九三〇年までの間に、短期利率が長期利率に比べて、常に三倍ほど大きな振幅をもつて変動しており、このことは現在においても、なお正当と認められると結論しているのである。

② J. R. Hicks, *Value and Capital*, 2 ed. 1946, pp. 225—6.

- (3) J. R. Hicks, "Comment", *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics*, April & May 1952, pp. 158-9.
- (3) E. V. Morgan, "The Case for High Short Rates", *The Banker*, July 1956, p. 401; T. Wilson, "The Rate of Interest and Monetary Policy" *Oxford Economic Papers*, Oct. 1957, p. 250.
- (4) E. V. Morgan, *op. cit.*, pp. 402-3; T. Wilson, *op. cit.*, p. 251.
- (5) E. V. Morgan, *op. cit.*, p. 403; T. Wilson, *op. cit.*, p. 251.
- (6) 一九五三—五五年におけるイギリスのノームは本文の場合とは逆に、資産価値に数十億ポンドをつけ加えた。もちろん、その大部分は単なる紙上利潤に過ぎないものではあるが、その中の若干は市場において現実<sup>に</sup>活動している人々の実質利得となり、これらの中の或る部分は明かに消費のために支出されている。社会総資本の市場価値の増加は極めて大であるから、インフレーションに大きな差をもたらすためには、極く僅かな%の消費増加で充分であるといえる。
- (7) E. V. Morgan, *op. cit.*, pp. 401-3; T. Wilson, *op. cit.*, pp. 252-4.

## 六 結 言

利率率の変化が投資に及ぼす直接の影響が無視しようということからして、金利政策の効果はもっぱら貸手または供給者の決意に与える影響に求められなければならないという見解が、最近盛んに行われている。例えばルーザはパローが利率率が借入費用に及ぼす作用に力点を置いて、金利政策の効果を論議していることを非難し、貸手の決意に与える影響を重視すべきであると強調して、進んで総需要の圧力が極めて大であり、その充足がインフレ傾向を不可避的に激化しような際に、金融政策は主として銀行準備、貨幣供給並びに信用の आवेरीराピリテयीの増加を制限することによって、貴重な貢献をなしようものと認められると述べている。ロビンソンもカンリッフ委員会以来、利率率が投資に与える影響についてしばしば論議されて来たが、現在においては利率率の変化が投資に

及ぼす作用は無視しうるほどであり、利子率の上昇の与える影響の重点は信用のアヴェーラビリティにあるといっている<sup>6)</sup>。費用要因の中に利子率とその変動の占める割合が極めて軽微であり、公定歩合の変化が借手の決意に重大な影響を与えるものでない限り、貸手の決意に与える影響を重視することは誤りではない。しかし、そうであるからといって、貸手の決意または信用のアヴェーラビリティの変化のみに注意を向け、借手の事情を全く度外視することは一方的に偏するという非難を免れ難い。というのは、信用のアヴェーラビリティが完全に弾力性を失うほど嚴重に統制されるものでない限り、借手の事情を全然無視することは不当であると思われるからである。

公定歩合の引上げが借手と貸手の双方に、何らかの不安と利子率が将来低下するという期待を与えるために、借手は借入計画を全く放棄するか繰延べざるをえなくなり、貸手は貸付条件を引締めることとなつて、その結果、信用制限が可能になると解すべきである。言い換えれば、このように借手並びに貸手に与えられる不安と期待の二要因は、従来、利子率の変化が投資に与える影響を強く制約するものと見なされていたのであるが、今やそれらの要因は転じて金利政策を有効ならしめるための変数になつたと解せられるのである。さらに金利政策の有効性を強化するいま一つの要因として、金融当局がその欲する成果を挙げるために必要な限り、どこまでも推進する用意をもつてゐるといふ暗黙の脅威 (implied threat) またはヒックスのいう予備力を挙げるべきである。もつともかような暗黙の脅威または予備力が完全雇用政策その他の政策の遂行のために甚だしく弱められることは否定しえない。

ところで、金利政策の有効性を資産価値の変化に関連させて強調する論者は、総じて公定歩合の引上げに基づく資産価値の下落が投資並びに消費に対し、正にそれに相応する重大な影響を与えるものと見てゐるが、果してそのように簡単に断定することは妥当であろうか。資産価値の下落のために銀行の貸出能力はそれだけ減少することは

認められるとしても、そのために利子率の限られた範囲の上昇が常に必ず投資一般に即応的な抑制作用をもたらすか否かは甚だ疑わしい。投資といつても在庫投資か設備投資かによつてその反応を異にすること、さらに最近増加の傾向をたどる公的投資が総じて利子率に不感応であることなどを考慮に入れるならば、短期利率の変動が常に必ず投資の上に著しい影響を与えるとはいえなくなると思われる。消費についても同様なことが当てはまるが、特に社会総資本の大部分が比較的少数の人々の手に帰しているから、それらの人々の激しい消費需要の変動が経済全体に顕著な影響を与えるというようなことは到底認められない。ただ耐久消費財の賦払信用買が或る程度抑制されることは認められる。

金融政策の効果を全面的に否定することは誤りであるにしても、単に資産価値の変動が投資並びに消費に著しい影響を与えるものと推定して、金利政策の完全な有効性を強調することは、事態の推移を正しく理解していないという非難を免れ得ないのではなからうか。資本主義経済の機構が甚だしく複雑化し、計画性が多分に導入されている現在においても、なお金融政策の完全な効果を、金利政策や公開市場操作のような伝統的な量的統制のみに求めることはほとんど不可能であつて、選別融資その他の質的統制を必要に応じて随時併用することが必要である。

ところでハンセン(A. H. Hansen)は資本主義経済の発展に伴ひ、金融政策のみによつて所期の効果を挙げることは困難となり、特に抑制目的を金融政策のみによつて達しようとするときは経済を急降下状態に陥れ易いので、財政政策と協同することが必要であると説いている。しかし金融政策と財政政策とは極めて密接な關係をもつているものの、両者の性格は必ずしも同じではない。従来、金融政策は伸縮性に富み、しかも事情の変化に順応する速さにおいて財政政策よりも優れていると見なされている。いまW・L・スミスに従つて、すべての政策に関連して問

題となる「遅れ」を三つに分けると、(一)政策の必要と必要の認識との間の遅れ (recognition lag)、(二)必要の認識と政策の実行との間の遅れ (administrative lag)、(三)政策の実行とその効果との間の遅れ (operational lag)となる。第一の遅れは二つの政策には直接関係のないことであり、従って両者の間に差異はない。第二の遅れは明かに金融政策の方が総じて短い。ところが第三の遅れは多くの場合において財政政策の方が短い。というのは、財政政策は所得の流れに直接かつ強力に作用するに反し、金融政策は所得の流れに対して間接に、従ってやや遅れて影響を与えうるに過ぎないからである。このようにして金融政策と財政政策とが多少とも性格を異にしている限り、両者をいかに協同せしめるかについて問題があるわけであるが、財政政策、特に租税政策が景気安定目的以外のおさまぎまな目的を顧みなければならぬとするならば、金融政策と財政政策との協同の問題はさらに複雑さを増すものといわなければならぬ。

- (1) R. V. Roosa, "Comment", *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics*, August 1956, pp. 256, 261.
- (2) J. Robinsan, "Comment", *op. cit.*, p. 282.
- (3) A. H. Hansen, *Monetary Policy and Fiscal Policy*, 1949, p. 161.
- (4) W. L. Smith, "On the Effectiveness of Monetary Policy", *American Economic Review*, Sept. 1956, pp. 605—6.

付記 本稿は本年五月三十日、京都大学経済学会大会の公開講演会における講演要旨に若干加筆したものである。

—一九五八・八・一〇—