

# 景気循環と利子論

阪口伸六郎

## 1. はしがき

公定歩合の引き上げや引き下げを行なうことによって、景気調整の手段を実施してきたわが国の金利政策に対して、一応の整理と反省をすることによって景気対策の金利理論とでもいふべきものを考えるのが本稿の目的であるが、併せて利子論の金融経済論における地位と役割を探究してみたいのである。

そもそも金利とは理論的にいえば、資金の需給関係によって決定せられ、資金の需給を調節する作用をもつべきものである。しかし戦後の日本経済の現実には、慢性的に資金の需要が供給を上回っている状況であったから、金利本来の調節機能を期待することが難しく、金利の資金の動きに対する効果や企業に対する影響を検討してみると、そこには問題として意識するなんらかの矛盾が存在しないでもない。

最近日本経済が当面する問題のなかで重要な事柄は自由化ということであろうが、自由化と金利の間には密接な関係がある。金利問題は一国の経済政策として、また銀行経営上よりみて極めて重要な意味をもっていることは今更いうまでもない。わが国の金利は従来主として経済政策的見地から規制せられてきたのであって、このような政策的見地は人為的に行なわれてきた傾向が強いのであるが、最近の自由化と経済の正常化の進展とともに、金利の正しいあり方ともいふべき金利政策のあるべき姿について、理論的にも検討を改めてなすべき段階に達したといふべきである。

各国の金利水準は、その国の経済発展の程度・資本蓄積の多少・利潤率の

高低などによって違うのである。わが国の現在の金利水準は欧米諸国に比してかなり高いといわれているが、これは敗戦によって国富が急減したためであり、日本銀行の貸し出しの形で経済発展に伴なう必要通貨を供給したことや、銀行の高い経費率が資金コストを引き上げているためである。

今日では世界各国は金利政策によって経済の安定的成長を達成せんと試みているのであるが、在来のわが国の金利政策を基本的に検討する必要がある。重ねていうが、金利は根本的には資金の需給関係によって自然に決定せらるべき性質のものである。現在わが国の金融機関の金利に関しては、臨時金利調整法によって法的に規制されているが（昭和22年12月13日法律181号による）、それ以前は明治以来利息制限法（明治10年9月11日太政官布告66号、明治31年法律11号、昭和29年5月15日廃止）が存したのみで、それ以外は全く法的規制を受けていなかった。

ところで景気対策としての利子政策ということであれば、それは動態分析にたよって行なわれねばならない。なんとなれば、現実の経済現象は常に動態的であるからである。殊に利子率というものは社会的・法制的・制度的なものである。終戦後経済統制が後退して、自由経済が復活するにつれて、金利の機能と金利政策の重要性とが再認識され、1950年頃から各国においては「通貨政策の復活」が見られるに至った。すなわち、金利政策を中心にした通貨政策が再登場してきたわけである。わが国では昭和28年秋以来景気調整のために金利政策を本格的に用いるようになったのである。

わが国の金融構造の特色は、周知の如く金利が資金需給の実勢に応じて自由に変動するというメカニズムが非常に制約されていて、金利の資金需給調節機能が著しく弱められていることである。金利が本来の機能を発揮するためには、自由な金融市場・資本市場の発達が前提となるのであるが、そのような市場は発達していないために、金利体系は著しいアンバランスを呈しているのである。この金利体系のゆがみは、逆に資金の流れをゆがめて市場の発展を阻害しているのである。さらに金利に対して種々の人為的な規制が市

場の発達を妨げ、金利体系のゆがみを深めている。自由化ということは経済統制の後退を意味するものであるならば、市場法則にのっとって資金の需給調節を行なうことが必要とされてくる。

それでは、通貨や資金の需要とかいうものは如何なるものであろうか。資金は資本と企業者によって動かされるものであり、通貨需給は金融と景気の結び目をなしているのである。日本経済の現実とその形態とを日本的特色として意識することと、そして近代通貨理論とか近代金融理論とかいわれる理論の手法によって、わが国の通貨需給の現実と理論とを追ってみる必要を痛感する次第である。

## 2. 景気循環の問題

わが国の経済の推移を振り返ってみると、景気論争が対立した議論を生んで常にその繰り返しを続けてきたが、必ずしも日本経済に即した理論ではなかった点を注意しなければならない。景気の動き方は、国により、時代によって異っている。日本経済の景気の動き方を、海外の景気理論でもってそのまま当てはめることはよくないし、その予測においても然りである。問題は現段階の日本経済の特色が、如何なる理論に妥当するかを見極めることにあるのである。

欧米の先進国に比較して、近代化合理化しなければならない分野が沢山残っているわけであり、投資の機会が多いし、社会資本の充実を計画しなければならない。日本経済の成長率が世界に誇るべき所以の一端も、投資の機会が多いためだといってよい。技術革新においても欧米なみに接近せんとして、企業心が旺盛である点はその原因の一つであろう。更に一方において、長い間貿易の管理と統制によって、封鎖的な経済によって高度の成長が行なわれたことも理由として挙げるべきであろう。景気循環を消極的悲観的に受取るマルクスの恐慌論もケインズの停滞論も、現段階の日本経済を説明するには到底当てはまらない。シュムペーターの発展理論<sup>(1)</sup>が顧みられるべきでは

なかろうかと思われる。最近の世界経済の動きとして、欧州共同市場の如き地域がある。交通・運輸・通信の非常な発達と技術革新により、国際経済の問題も非常に深刻になってきている。第二次大戦後の世界経済は一本調子の発展をとげてきたが、昭和37年春以来、世界経済の曲り角とか停滞とかが論議され始めたのである。国際金融の面からは金融協力が要請せられ、国際収支の均衡を図るために緊縮政策を採用する結果、自国の経済成長を圧迫せざるをえない。1950年代に比して、世界経済は一つの調整期にあるとってよいであろう。第二次大戦後の世界経済の特色は、第一に経済の構造変化とそれに伴う技術革新の進展である。19世紀の古典的資本主義の時代は国内消費を犠牲にして投資を強行したが、現在では国内の消費水準の上昇が投資の拡大を可能にしているから、窮乏化理論は現在では妥当しない。従って、生産性の向上は失業をもたらすものではなく、完全雇用を持続しつつ経済成長が可能である。第二に、企業における経営と所有との分化の進展である。ここに各企業の経営計画も、全産業のそれと調整して行われることになり、19世紀の自動調整作用に代って、均衡破壊から均衡回復作用の活動が働く所以である。

今日の経済停滞には国際流動性の不足が原因であるといわれているが、アメリカやイギリスはドルとポンドが国際通貨であるために両国の経済負担は大きく、自由諸国においてはバーゼル協定によって協力してその負担を除去せんとする申合せができたのである。更に今後の世界経済は経済援助を通じて低開発国経済の発展に向けられるであろうから、60年代の経済そのものは新しい展開が考えられて然るべきであろう。

1958年欧州経済共同体が結成されて、6ヶ国の相互間の関税の引下げ・域内貿易依存度の高揚・域内技術交流・資本提携の高度化・植民地後進国の共同開発を行って、経済の統合と政治の統合を目的とするに至り、他方では英国を中心に7ヶ国は貿易連合体が計画されている。一言にしていえば、西欧資本主義は変貌しつつあるとってよいであろう。西欧の経済社会はマルク

スのいう19世紀的資本主義から脱却してしまっただのである。マルクス死後80年資本主義社会は変わりつゝある。変質した資本主義においては、マルクスが予想したような労働者の絶対的窮乏化理論は再検討されるべきである。中産階級は増大しているし、福祉国家は実現されつゝあり、国有化企業の再吟味も必要である。恐慌の防止と完全雇用の実現や独占と階級国家観の脱皮などを認識することが大事である。最近の世界経済は岐路に立っているといわれているが、1958年の世界景気は戦後最大の後退に見舞われた。それは1957年から58年にかけてアメリカはリセッションのため鉱工業生産指数は前年より7%も減少し、ヨーロッパにおいては一般的に経済活動が低下したことによるのである。59年になるとアメリカ・イギリス・西ドイツ・イタリアなども好況に恵まれ、自由世界の鉱工業生産は驚異的な伸びを示した。60年にはヨーロッパは未曾有の好況に恵まれるに至ったが、アメリカは60年後半から61年の始めにかけリセッションに見舞われている。問題はアメリカ・イギリス・西ドイツの経済成長の停滞であり、フランス・イタリアも近い将来停滞がおこると憂慮されてきたことである。この先進工業国の経済停滞に二つの型がある。英米型では巨額の対外短期債務の重圧におされて、積極的な経済刺激策をとりえない状態であり、西独型は高成長に伴う労働力不足が原因となって経済成長の鈍化がおきていることである。

アメリカの経済成長の鈍化した要因は設備投資の上昇の弱化・企業利潤の縮小傾向・株価の低迷状態による企業の投資増勢の抑制・在庫投資増勢の鈍化・消費者支出の頭打ち傾向などによるのである。このように国民総生産の構成要素の動きが上昇率を鈍化せしめたのであるが、ただ政府支出のみが活発な増勢を続けたけれども暗い要因を相殺する程の力を出すに至らなかったのである。国際収支においては、政府の輸出信用保険制度の創設やバイ・アメリカン政策の強化に通商拡大法の成立などと、種々の輸出促進措置や最近の西欧のコスト・インフレ傾向によるアメリカの相対的有利さによって今後の見通しは明るいのであるから、物価も雇用も金融事情も余裕ある設備と労

働力から判断すると、アメリカ経済には現状において需要・インフレもコスト・インフレも起らないであろうと判断されるであろう。

イギリス経済の回復上昇において、戦略的役割を果たしているのは輸出の増大である。世界の貿易の動きには、イギリスの輸出は非常に敏感であるから、戦後幾度かストップ・アンド・ゴー政策を採りつづけてきた。景気回復のペースは輸出の伸びに規定されていて、景気を動かす構造要因は輸出と在庫投資と消費者支出にあった。

西ドイツ経済の発展は、60年をピークとして以来低下傾向にある。賃金・物価の上昇は著しくて国民に不安を与えているので、政府当局は成長よりも安定に重点をおいた経済政策をとろうとしている。過剰需要と労働力の不足が賃金・物価の上昇の原因であるから、政府は需給の均衡を図り価格の安定を目指すのである。

ソ聯の政策の目標は、軍事的に東西の均衡を保ちつゝ経済的に資本主義諸国を追いこすことにある。1947～50年間には鉱工業生産は大きな伸びを示したが、以来かなり著しい鈍化傾向がみられている。経済規模が年々大きく膨張しているから、生産の絶対量は年々増加しているが、上昇率の増加を阻む要因は軍事費の膨張と、後進諸国援助費の増大にある。重工業重点政策は膨大なシベリア開発計画を推進しつゝあり、予算において膨大な投資計画が計上されている。企業の合理的利潤や価格体系の再編成の必要は、経済政策の大きな転換期に際会していることを示すものといつてよい。

以上の如く、世界経済は現在停滞期にあるも、1930年代のような深刻な段階にあるのではない。東西対立の融和によって東西貿易の拡大がみられ、軍備縮少が可能となれば低開発国援助に自国経済の繁栄に、そして世界経済の停滞の打開にと努力することに専念しうるであろう。景気循環の中心は国内にしる世界にしる、投資にあるといえる。景気の動因としても、波及過程においても、その転換にしても、重要なのは投資であるからである。

### 3. 景気循環の金融的メカニズム<sup>(2)</sup>

マネーフロー分析よりみたる日本経済の構造的な問題として、法人企業部門の資金不足・個人部門の資金余剰があげられているが、この両者は景気の局面に応じて独特の動きをしている。景気の上昇期では、なによりも法人企業の投資活動によって循環の動きがもたらされたのであり、法人企業の資金不足は比較的循環的に表われているが、個人の資金余剰は比較的なだらかな足どりを示しているのである。景気上昇の初期と景気の後退期では、個人の資金の余剰の方が法人企業の資金不足を上回って大きく、景気上昇が本格化した時期は反対に法人企業の資金不足の方が大きい。政府部門にあっては、景気上昇の初期と景気の後退期には税収の相対的減少のために資金余剰は減少し、海外部門では国際収支の好転のために資金不足を示す。景気の上昇期殊にその後期には、税収の増大と国際収支の悪化によって政府海外両部門ではその資金余剰は増大するのである。要するに景気の回復は輸出の増大（海外部門の資金不足）によって促され、上昇するとともに法人企業の投資活動が次第に活発化し、過熱化の段階に進むにつれて、法人企業の資金不足は個人の資金余剰を上回り、税収の増大のため財政は引き揚げ超過、輸入増大のため国際収支は支払い超過になる。そして景気の調整期後退期に至って法人企業の投資活動は鈍化しているのである。

景気循環に伴なって各部門の流動性の増減のメカニズムはどうであろうか。景気の上昇期には、取り引き量の拡大に従って、法人企業部門の流動性は銀行からの借入金によって増加する。法人企業の運転資金が増加するにつれて、給与の支払いが個人部門に流出し、法人税や輸入代金の支払いを通じて政府部門や海外部門に流出する。景気上昇過程がある時点に至ると、法人企業部門の流動性増加テンポは低くなりその資金繰りは窮屈になる。一方、銀行は信用創造機能を活用しながら法人企業部門に通貨を供給する結果、景気の上昇テンポが進行するにつれて、銀行部門の流動性は減少し始めて金融

市場は窮屈になり、金利の上昇や日銀貸出金の増大となって、このために法人企業部門の資金繰りが悪くなるのである。こうして法人部門の投資活動は圧縮され、所得の減少・輸入削減・輸出振興へと向い、国際収支の黒字転と法人部門の流動性の回復となって均衡破壊の回復へと調整されるに至るのである。在庫投資の回復を経てやがて景気回復をみる。流動性の回復が景気後退より上昇へと進み、法人への銀行貸し出しの増加となる。

日本経済において経済の動向に対して積極的に銀行の流動性が働くのは、何故であろうか。銀行の流動性の大きさは、個人部門の現金需要や財政と海外部門の動向に左右される。これらの動向は物の経済の動きの反映であって、その動きは景気変動の波を循環的に起すものである。銀行の流動性は法人の投資活動を規制すると同時に、物の経済の動きに規制を受けるからである。銀行の流動性の作用は、モノからカネへの受動的とカネからモノへの能動的の二側面を媒介として変動するのである。銀行の流動性が基準となって、カネの経済とモノの経済とが相互に規制しあう関係がみられるといい得るのである。それ故に日本銀行の金融政策は、銀行の流動性（現金準備）を規制して、もって銀行の貸し出し能力や通貨供給力を調節してきたのであった。そしてその結果各部門間の流動性の動きは調整されて、景気波動の波もある程度なだらかな姿を呈するに至ってきたのである。つまり景気循環と金融の繁閑とは、絶えず繰り返されて信用経済の現実の姿を示している。

以上のマネーフロー分析は金融経済の巨視的観察法であるが、金融市場のバロメーターともいべき金利の動きをとらえる必要がある。金融取引は個々の経済主体の貸借関係が基礎であるから、その貸借関係における価格である金利の動きをとらえて、各経済主体のビヘイヴィアである微視的な観察もあわせて重要である。

今日欧米各国の金利政策は景気対策として予防的に運営されていることが、金利政策の基本的な特徴として挙げなければならない。さらに自由化に即応して、国際間の金利差をねらって移動する資本移動を調整することが、

根本的な色彩として国際協力を強調しておかねばならない。

金利政策は19世紀の金本位制のもとにおいては、中央銀行の唯一の信用調整手段であった。第一次大戦後、自動的調節作用をもっていた金本位制の機能が円滑を欠いたため、金利政策の作用は弱体化し、その後ケインジアンによって専ら財政政策が力説された。第二次大戦後、諸国において財政政策に失敗するにつれ「貨幣の再発見」が主張されたのであった。金利政策による景気変動の緩和は、好況の初期に予防的に調整することが根本であり、中央銀行の公定歩合の変更政策の発動に俟つこと大である。

景気政策の二大支柱をなすものは、金融政策と財政政策である。金融政策は景気上昇期に弾力的に信用制限を行なう点で効力を有するが、下降期には信用拡張策としては役立たない。景気の発生は過剰投資が根本的要因であるから、信用拡張を制限する金融政策を用いると同時に、不況において刺激的信用膨張のために財政政策が有効である。

次節においてわれわれは、マネフロー分析を採用して利子論の理論的性格を吟味し、景気政策としての利子論のもつ理論的立場を明らかにしたいのである。

#### 4. 金利政策と利子論

政治的理由のために経済理論と関わりのない経済政策を行なうと、失敗に終る場合が多い。政策は万能薬ではないことを、とくと知らねばならない。第一次大戦までの世界経済は金本位制度の理論が妥当したが、管理通貨制度が主張されてからは、統制経済が自由に代わって表面的に好況を持続したのであった。第二次大戦後は通貨にとって再び自由経済の時代となり、通貨の安定の重要性が再認識されてきた。通貨価値の安定ということは、具体的には物価水準と外国為替相場の変動をできるだけ避けるということであるが、それは一般消費者の生活の安定の確保と企業の採算の基礎確立とを結果するからである。中央銀行が公定歩合の上げ下げによって市中金利を左右して、

対外面において金の流出入を調節する一方、対内面においては投資を押えたり奨励したりするのが金利政策である。

現在貨幣的分析の方向を新しい理論として前進せしめるためには、利子および景気循環の領域において行なわれねばならない。この領域の克明な業績はポエーム・バヴェルクの生産力説およびヴィクセルの理論に待たねばならないのである。

ポエームによれば<sup>(3)</sup>、剰余生産物は資本の特殊な生産力に帰せられ、その生産力から利子が説明されるというのである。すなわち、資本は利子を生産したから利子を生ずるといっている。このことは、資本すなわち有用な道具や機械を使って行なわれた労働は、資本の助力のない場合に比べて一層良い生産物を生産するという周知の経験的事実から出発しているのであって、資本の技術的生产力が資本利子の基礎であるといっているのである。社会主義の立場では、資本財・機械・器具・原料などは労働によって生産されたものであるから、生産的作用は究極的にすべて労働に帰せらるべきであると考えて、ポエームの生産力説を批判している。ポエームでは、資本利子の存在に対して労働価値を援用することは、物事の理論的説明にならないと考えているのである。何となれば経験上、資本利子は資本家の行なった労働に全く比例していないから、合理的に資本のうちに資本利子の説明原理を求めることはできないというのである。彼の主張によれば利子論の主要問題は、生産に資本を使用することによって生ずる収益に関するものであって、彼はそれを本源的資本利子といっている。この本源的資本利子の概念は、「貨幣は被覆である」ということと、「貸付利子は実物資本の供給と需要とによって定まるという経済」とを前提としなければならない。現実の貨幣経済においては、貸付利子は貨幣資本の供給と需要とによって定まるのであって、それが金利に外ならない。そしてこの金利は、必ずしも本源的資本利子の指標として利用することができないのである。彼によれば資本利潤とは本源的資本利子であると称せられている。貸付利子は消費信用の利子と生産信用の利子と

に分けられるが、生産信用の利子は資本利潤から支払われるのであるから、それは所謂派生的利子である。

ポエームは資本利潤を静態的なものと考え、その資本利潤こそ経済発展に関係するものとみている。静態は発展の終りに確定した利潤率を受け継ぎ、それを永続的に持続するから、そこでは資本量・人口数・生産技術が同一であるから、利潤率の変化する原因は存在していない。従って彼の見解は、資本利潤存在の根拠を諸条件の相対的変化の中に求めているとあってよい。かくして問題は諸条件の相互的数量関係を経験的に確めることに帰着するのである。技術革新・新発明の事実、すなわち生産期間の延長する新発明の絶えざる出現が、生産迂回の剰余収益性の原則の支配を受ける可能性を与えるのである。しかも、彼は生産期間の延長と資本集約性の増大とを同一視して論証を進めて、生存資料存在量が労賃を限定することこそ利潤決定のメカニズムであると考え、利子は最終の限界的に許される生産延長の剰余収益によって決定されることになるかと説くのである。

ウィーン学派の景気理論はポエーム・バヴェルクの生産力説に基礎をおいている。すなわち、資本制再生産過程を技術革新的物質代謝過程の視角から迂回生産過程として把握している。迂回生産過程の延長は益々多大なる収益を産出し、自由経済である限りより大なる消費需要を生ぜしめるのである。

貨幣的景気理論において、物価の周期的変動からくる社会的惨害を防禦すべく努力したのがクヌート・ヴィクセル<sup>(4)</sup>である。彼は景気循環を物価的現象として把握し、物価の規制者としての金利を考えて、貸付利子は物価に対して全く中和的であり、財貨の価格を高めたり低下せしめたりする傾向をもっていない利子を自然的資本利子というのである。従って、それは自然の形態における実物資本が貸付けられる場合、需要供給によって決定せられる利子率である。

彼は景気循環を物価現象に吸収して、物価の周期的変動として理解するのである。そして周期的物価現象の原因を掘り下げるに当って、その原因解決

の方法は商品の世界と貨幣の世界とを観念的に分離して、この二つの世界の相互関係において考えたのである。彼においてはその相互関係を更に資本制的生産関係の再生産機構から説明するというようなことはしていない。彼の景気循環についての説明は、先ず貨幣的要因のみを重要視し、一步を進めて貨幣的要因を排除すれば安定せる物価の世界を確保しようと考えたのである。彼は周期的物価変動を貨幣的要因から説明する場合に、組織的信用理論に基礎を求めているが、このことは貨幣的要因を支配する資本制再生産関係における貨幣の本質まで探究していないといわれる所以である。彼は自由経済にあっては自然的資本利子より貸付利子が低いことが、必要充分なものとして強調している。何となれば、企業者にとって自然利子より貸付利子が低いことは費用低下利潤増大を意味し、必然的に生産拡張をなすに至るからである。貸付利子が低い原因としては、銀行の金利政策をあげるのであるが、金利の引き上げは企業者の利潤を失い生産を縮少し、その結果物価水準が下落すると説明している。景気循環過程にあっては自然利子と貸付利子との間の均衡攪乱は、技術の発展などによる商品側よりの原因によって自然利子が高くなっても、貨幣の信用創造は弾力性をもつ結果、自然利子の上昇に順応して貸付利子が上昇しないから、従って現実の物価変動が起るのである。かくして彼は、金利の相対的低下が物価の上昇に導くと理解しているのであるが、逆に金利の引き上げは企業者の利潤を奪い生産を縮少するから、物価水準は下落すると説いている。従って、もし貨幣利子と自然利子とが一致するならば、そのような物価運動は起り得ないであろうという考え方に到達したのである。

以上のポエームおよびヴィクセルの貨幣的景気理論に対して、社会主義学派からは資本制生産機構を基礎として本来信用制度が貨幣制度の上層建築である以上、貨幣資本の創造が産業資本に終局的に規定されるのであるという批判があるが、ポエームは景気理論を理論経済学の最終の課題と考えて、その命題の合理的主張を唱えており、ヴィクセルの自然金利にあっては、資本

の供給が行なわれるならば生産は均衡すると考えているのであるが、わたくしはボームとヴィクセルの利子論はネットのマネーフローの局面において妥当するものと思っている。この局面に生産力説や自然利子論を採用して金利の決定を考える所以は、そもそも投資の生む生産力や利潤が中心になって投資と貯蓄がつり合うような金利を目途しているからである。この局面における資金の需給は、売買関係では相殺されないし貸借関係では相殺される分であって、正に所得分析と金融分析とが結合する場所である。要するに投資の経済活動によって経済界は発展するものであって、周知の投資・貯蓄の所得決定理論に従って、貯蓄を越える投資は国民所得を増大し景気は上昇し、その逆は国民所得を減少せしめ景気は下降する。そしてこの行程が行きつくところまで進めば、投資と貯蓄は均等になり所得水準が決定されるのである。

この局面を更に煮つめるとネット中のネットともいうべき、ぎりぎりの資金需給に達する。資金の需給をぎりぎりの段階まで掘り下げて考えるのが近代金融論の特色であって、資金需給の繁閑緩急は通貨そのものの需給にある。通貨は交換の媒介手段として需要されるだけでなく、価値の保蔵手段としても需要されるのである。資産のうち財貨と証券と通貨は流動的なものであるが、その中で通貨は最も流動的なものである。通貨当局は現金通貨を商業銀行は預金通貨を供給するが、供給される通貨と流動性選好によって需要される通貨との間の、通貨需給はネット中のネットの需給ともいうべきであって、相殺関係のない通貨の需給に即した利子論としてのケインズの<sup>(5)</sup>流動性選好説の妥当する局面である。

ケインズはヴィクセル理論を出発点として物価安定政策を提唱するのである。彼は物価安定政策によってのみ失業を救い得ると考えている。彼の物価安定政策の理論的基礎は基本方程式と景気理論である。彼が安定を期しようとした物価とは貨幣の購売力を指している。貨幣の購売力は消費財価格群に反影されているから、彼は経済均衡状態において貨幣の購売力が如何なる要

素によって規定されるかを分析しているのである。彼は貨幣の購売力の均衡条件として、貯蓄と投資の価値の均等、市場利子と自然利子の均等なることが必要であることを前提としている。彼の景気循環過程の分析をみるに、シュムペーターに倣って景気循環の起動力を投資の変動に求め、ブームとは投資が貯蓄を越える期間、不況とは投資が貯蓄以下に低落する期間として説明している。彼は貯蓄と投資の乖離する理由を自然利子率をめぐる市場利子率の変動に求め、市場利子率が自然利子率より高い場合には投資を減退せしめ、逆に市場利子率が低い場合は投資を増大せしめるというヴィクセル理論を支柱として解釈して、景気循環の本質を資本の限界効率の循環的変動に求めている。彼は「貨幣論」においては貨幣価値の安定が理論分析の実践的目標であったが、「一般理論」にあつては貨幣価値の安定ではなくして完全雇用、従つて際限なく上昇してゆく好景気、すなわち上昇してゆく物価状態が理論的分析の実践的目標であつたのである。

ウィーン学派の景気循環論はボームの資本制生産理論に基礎をおいている。すなわち、資本制生産過程を財貨的従つて技術的物質代謝過程の視角からみて、迂回生産行程として把握する見解に基礎をおいている。ウィーン学派景気論は金利を均衡利子に一致せしめることにより、企業者は迂回生産行程を延長し得ると考えているのである。ウィーン学派景気理論における信用理論はリカード的概念に基づくものであるが、ケインズ景気理論においてはマクロウド的概念に基づいている。投資の変動、従つて雇用量の変動を中心として景気循環を理解しようとするケインズは、恐慌とは思惑的投資が将来について不安を感じ、その結果資本の限界効率が崩壊する時であると考えている。ケインズは後に至つて人口増加率遞減の傾向、技術の資本節約的なものへの転化から長期的経済沈滞論をも説いているが、このような景気観は暗いものであつて、ウィーン学派の均衡論的考えこそ寧ろ自由経済に妥当するのではなからうか。

さて資金を動かす中枢は資本であり企業者であるから、企業は資金を調達

し貸銀を支払い生産財を購入する。労働者は消費財を買い、生産財や消費財を売った企業は、その代金でまた生産財や消費財を買ったり貸銀の支払いをする。かくして国全体としてのグロスのマネーフローの局面における資金需要は最も広い意味の資金需要であって、アーヴィング・フィッシャー<sup>(6)</sup>の交換方程式によって表わされる局面である。

金融市場に現われる一切の資金需給および供給の要素を全部総合した金融を考える金利論が、D.H.ロバートソンの<sup>(7)</sup>資金需給説である。グロスのマネーフローの局面、ネットのフローの局面、ネットの中のネットの局面のすべての段階の資金需給を包括したものである。

ロバートソンは固定資本財、ことに生産設備・建築・鉄道・船舶などへの投資の不安定性に景気循環の根本的原因を求めるのである。彼は現代産業機構に内在する過剰投資要因を重視して、利子率は貸付に供される貨幣形態の需給によって決定されるというのである。資金需給説と流動性選好説とは一見相容れないようであるが、J.R.ヒックス<sup>(8)</sup>は資金需給説も流動性選好説も結局は同一の結果に帰すると論じている。広く資金需給というときの需給の中には、見合ったり相殺されたりする部分が多く、通貨そのものの需給分だけは相殺関係がない。この点からいって流動性選好説こそ金融論や利子論の中で最も最新の通貨理論であるといつてよいであろう。

## 5. む す び

利子固有の機能は資金需給の調整にあるも、資金需給の媒介者たる金融機関は金利について最も深い理解を有するから、でき得る限り金融機関の自主的な意向を反映せしめ得るものでなければならない。他方現在「臨時金利調整法」以外の金利決定機構に委ねられる金利として開銀・輸銀・商工中金の金利、郵便貯金利率、国債金利などがあり、それぞれ単行法その他に基づいて独自にそれらの金利を決定し得ることとなっている。この結果は各種金利間の有機的関連を乱して、経済界に摩擦を投げかけているのである。均衡せ

る金利体系の確立こそは、国民経済の安定と進歩のために必要である。

現在における金利政策の効果と限界として次の点があげられている。第一が企業の新規の投資計画の実施を繰り延べることの効果を期待し得る点である。弾力的に金利を繰り返し下げると、新しい計画を低利になる時期迄延期することができるからである。第二は公定歩合と有価証券の価格との関係であって、公定歩合を引き上げると、原則として証券の価格が低落する。第三に他人資本にたよって思惑投機を行なわんとする者に対して、金利を引き上げて阻止し得る。第四に国際的な資本移動の調整が可能となる点である。

国民経済が過熱した時に金融政策は調整のため働くのである。わが国の経済の推移をよく検討したならば、明るい景気循環が論理として働いてきた。不況期の均衡の回復、発展期の均衡破壊、資金需給関係よりみたる日本の特色、預金を含めた全需給、オーバー・ローン現象の吟味など数々の金融上の問題を考えて今こそ焦点をしぼらねばならない。自由な金融市場による資金需給調整・景気調整機能・銀行の信用創造の規準の確立・市場的変動が金利に表われるような正常な需給関係の形成・通貨の再発見・投資競争の是正・秩序原理の形成・金利機能の復活・自由経済の中心は通貨たるべきこと等々と解決すべき問題を考える時、景気循環を調整する金利政策の基準とすべき原理をルールともプリンシプルともしなければならない。均衡回復促進と景気行き過ぎ是正のために、金利の果たす役割は極めて大きなものである。現下の低金利政策の狙いは、金利政策の弾力的運用と長短金利のバランス回復にあるらしい。低金利政策を推進せんとすると、金利水準は資金の需給関係によって決定されるものであるから、資金の供給を増加させるならば、次第に金利は低下するであろう。金利の弾力化によって、マネーフロー分析を援用して資金需給のルートを整序すべきである。

今後の金融政策は、景気の激変に対処し得る弾力的なものでなければならない。従って金利の上げ下げは大いに弾力的に行なわれなければならない。長期政策として低金利政策をとっていくとしても、短期的対策としては弾力

的に引き上げることもあり得るのである。企業が社債を発行して長期の安定した資金を十分に調達できるようになるためには、長短金利の調整が必要である。起債市場が自由化されて社債の利回りがもっと高くならねば、正常化に近づく可能性がでてこないのである。銀行の預金貸金ともにその金利が弾力的に動くということであれば、資金効率の向上を考え構造的長期的に蓄積助長策としての金利政策が期待されるであろう。金利について政治政策としてよりも経済政策として、もっと経済的に考えるべきである。

わたくしは本稿ではマネーフロー分析を援用して、景気対策としての利子理論を三局面に適合せしめて一つの研究ノートとして考えたのであった。

日本経済の現状分析に対して、わたくしは従来ウィーン学派の貨幣景気論<sup>(9)</sup>を援用してきた。代表者ヴィクセルは古典派経済学における貨幣数量説に修正を施こして、物価変動と貨幣利子率との関連から、所謂貨幣的景気理論の新分野を開拓した。自然利子は貯蓄と投資の高さを等しからしめる利子率であり、信用創造の行なわれる要因として貸付利子を重要視し、この作用を中心として銀行の供与する信用量と物価の変動を説く内生的景気理論である。貨幣的景気理論のうち強力に貨幣的要因を主張する貨幣作用は、(一) 貨幣数量の増減として働く場合、(二) 価格の騰落として働く場合、(三) 利子率の高低として働く場合の三つの形に要約することができる。彼は比較静態論的分析を展開し、貨幣的要因が実物過程に攪乱を与えることによって、景気変動の累積過程を生み出すと説いている。彼は純粋な信用経済を想定して、預金通貨の流通をとり上げ、その供給量は銀行の信用政策により定まると考える。交接方程式  $MV = PT$  における  $V$  が大となる程価格は高くなり、流通速度を動かす要因として貨幣利子率と自然利子率との相対的關係をとり上げている。彼の自然利子の理論こそ、リカード理論よりの暗示によって新しい定式化を加えたものであるが、これが後にケインズに暗示を与えたものであることを、われわれは銘記しておかねばならない。マネーフロー分析を通じて利子論を考察するとき、第一にフィッシャー、次にポエムとヴィクセル

ル、第三にケインズに注目しなければならない。殊に景気対策として利子論が政策の理論的基礎をなしていると思われるからである。

(昭和38.5.13記)

- (1) 本誌, 第13巻第3号, 1962年11月, 拙稿164頁を参照せられたい。
- (2) 石田定夫著 マネーフロー分析 (日経文庫) 129頁—156頁によって考察した。
- (3) Böhm-Bawerk, *Geschichte und Kritik der Kapitalzins-Theorien*. 4. Aufl. 1921.
- (4) Knut Wicksell, *Geldzins und Güterpreise*, 1898.
- (5) Keynes, J. M., *General Theory*, 1936.
- (6) Fisher, I., *The Purchasing Power of Money*, 1911.
- (7) Robertson, D. H., *Money*, 4th Ed. 1948.
- (8) Hicks, J. R., *Value and Capital*, 1939.
- (9) 本誌, 第12巻第4号, 1962年2月, 拙稿53頁以下を参照せられたい。