

## インフレーションの

## マネタリイファクター

— ハロッドのインフレ対策論をめぐって —

藤 沢 正 也

- I インフレの実物要因
- II インフレの貨幣要因
- III 金利は陳腐化されたか
- IV インフレに対する金利効果

## は し が き

金融当局が自から金利を変更することによつて、国民経済の運動を全般的に規制しようとする金利政策は、伝統的な金融政策の最も重要な手段と目されていた。だが管理通貨制度の現代では、金利政策は余り利用価値がないばかりでなく、いろいろと有害な副作用をとともなうとの根拠から、当局がこれを主たる武器として行使することについては否定的な意見が有力である。この問題はイギリスでは、戦前に不況対策の一環として争われていたが、戦後はインフレ対策として再び論争の的になつている。そして経済学者、特にポストケインジアン側からは、金利政策の復活には懐疑的な見解が強かつたにもかかわらず、当局は1951年以降金融引締のために、屢々公定歩合の引上げを行い、悪性インフレを喰いとめようとしているし、ラドクリフ委員会でも、フレキシブルな金利政策の制度化を勧告している。

しかし Harrod 卿は Policy Against Inflation (1958) において、インフレ対策として金融引締の必要を認めながらも、金利の引上のみが唯一の武器ではあり得ないこと、それは貨幣量を制限する手段と選択的に行使されるべきことを力説している。同書では、彼がケインズの管理通貨主義の筋を通そうとする意図は窺われるが、貨幣量を全般的に統制する具体的な手順は明らかにされていない。対策の力点は国有産業の合理化によつて公債（特に大蔵省証券）の発行を制限せよということにおかれていたが、それが不完全競争を是正する線で行われなければならないとすれば、やはり金利政策とは不可分の関係（金利体系の調整が根本）になるのではあるまいか。彼のインフレ対策論の不徹底を究明するためには、ケインズ利子論の再検討を必要とするように思われるが、ここでは同書の検討に力点をおきながら私見を述べてみたい。

## I インフレの実物要因

Harrodは第3章 Keynes's Ideaで、『一般理論』の価格論を確認して<sup>(1)</sup>、インフレを非貨幣的現象として説明できるものとしている。彼は財貨やサービスに対する需要が経済の供給能力を超過するとインフレになるとして、需要を重視している<sup>(2)</sup>。その場合、需給関係を測定する尺度は貨幣単位ではなく、賃銀単位でなければならない。賃銀単位は一定量の労働力を購入するに必要な貨幣量であるから、これを尺度とすれば、単なる名目的な貨幣報酬の上昇にもとづくコストインフレと、有効需要が供給を超過するデマンドインフレの区別が明確になるという。有効需要の決定要因は投資誘因と貯蓄性向（消費性向）であるが、資本の限界効率に導かれる投資誘因は、貨幣を調達するコスト（利子率）とは一応別問題である。ここで彼が貨幣要因を捨象するのは、経済活動における投資誘因の相対的独自性（彼は技術革新や販路の拡張を重要視している）を認識する方法論的必要によるばかりでなく、投資需要は状況によって利子率に反応しない場合が多いという根拠によるものである。また企業や個人も貯蓄すべき貨幣を入手し得なければ、もとより貯蓄はできない。したがって貯蓄性向は雇用や所得水準に依存し、利子率には殆んど規制されないという。このドグマはあとで検討しよう。

彼は更に一步を進めて、インフレ圧力が発生するのは、投資需要が現在の貯蓄供給を上回るからではなく、完全雇用に対応する貯蓄能力を超過するからであると力説する。貯蓄と投資は恒等であるから、完全雇用の場合は追加投資によって増加する有効需要の総和は、現在の物価で表示された総所得よりは大となる。この差額がインフレギャップであって、物価の引上圧力になる。彼はこ

(1) ケインズは一般理論の第21章価格の理論で、貨幣量と物価水準の関係を総括して、各種生産要因の報酬率が賃金単位と同じ割合で変化するとすれば、「失業の存する限り、雇用は貨幣数量と同じ割合で変化するだろう、而して完全雇用の存する場合には、諸価格は貨幣量と同じ割合で変化するだろう」（塩野谷訳p. 357）と公式化したあとで、貨幣量及び有効需要が増加しても、財貨やサービスの産出高（供給）が増加せず、徒らに物価騰貴を招来するに過ぎない場合を“真正インフレ”と規定し、不完全雇用の段階における貨幣の物価効果と区別している。

(2) Harrod, Policy Against Inflation. p.66.

のような投資需要が牽引する型のインフレ (demand pull inflation) を、要素費用特に賃銀が推進する型のインフレ (cost push inflation) と区別して、次の如き独自の見解を示している。すなわち開放性のデマンドインフレは物価を引上げるが、この上昇分は生産費に正常利潤を加算したもの (生産価格) の超過分にあたり、かつその超過利潤はインフレギャップを補填する分に等しい。

「この追加投資が実現されるためには、受取った代金の総額は生産費に正常利潤を加えたものを、インフレギャップを補填するに十分なだけ、すなわち追加投資を賄うに十分なだけ上回ることが必要である。デマンドインフレによる物価騰貴の本質的特徴は、物価をコストよりは吊上げることである。<sup>(3)</sup> これに対してコストインフレになると、賃銀の引上げが行われても、生計費が上昇するから、彼等の実質報酬は増加しない。賃銀労働者は賃上要求によっては、徒らに賃銀と物価の全系列を引上げるだけで、両者のギャップを圧縮することはできない。「超過需要は完全雇用貯蓄に対する追加投資という確定量であり、物価騰貴の総額はその確定した大いさになるだろう。(だが) 賃銀需要による物価騰貴の可能性は無制限であって、万事は賃銀労働者が最初の生計費上昇後如何に速かに賃銀の引上げを要求し獲得するか、それが如何に速かに生計費の上昇を招来するか等に依存する。<sup>(4)</sup>」彼がコストインフレよりはデマンドインフレの方が資本蓄積にとって好都合であると見做していることは、前者による物価騰貴は限度があり、確定的であるという意味で基礎的インフレ (basic inflation) であるが、後者による物価騰貴は無制限で不確定であるという意味で螺旋インフレ (spiral inflation) であると規定していることから明らかである。彼は以上の推理をとりまとめて「この理論は本質的に非貨幣的理論である。それはインフレ (またはデフレを、一方では生産者や配給業者が追加資本設備もしくはストックを需要し……他方では人々が年金や生命保険等を需要する結果であるとみる。経済学者の用語でいえば、それらは貨幣的原因とは別個の実物的原因<sup>(5)</sup>なのである」と説いている。

これについては三点から異論をさしはさんでおきたい。

(3) Ibid p. 81.

(4) Ibid p. 82.

(5) Ibid p. 84.

第一に経済が不完全雇用の状態にある場合には、追加投資が完全雇用貯蓄を超過しない限りは、インフレの不安がないというのは、ケインズ経済学の最もユニークでポピュラーなテーゼとされているが、投資の個人主義的自由が認められている社会では、投資並に有効需要が全般的に増加している段階でも、非自発的失業を避けることができないのではないか。好況期には不況期より雇用水準が増加することは明らかであるが、過大需要の発生するインフレの際にも、失業者特に潜在失業は減少しない場合も少なくない。なお Harrod はインフレ対策のための投資調整の指標としては、工場内の潜在失業や受注残高と納品日の関係等、諸般の操業度を参酌する必要があると述べている<sup>(6)</sup>。まことに不完全雇用は過剰設備の状態や原材料、製品在庫の大いさと密接な関連があると思われるが、**総投資需要の増加は必しも諸企業の生産要因の休息 (slack) を阻げない**。自己資本乃至借入能力の大きな企業は過剰設備や潤沢な流動資本を抱えながら、競争相手の実物資本の逼迫を犠牲にして投資を増加するのが実情だろう。諸生産要素の休息は、技術的隘路と不可分に、総投資需要の如何よりは、彼自身が嘗て述べていたように<sup>(7)</sup>、独占的不完全競争によって惹起される可能性が強い。單に遊休生産要素の現在高の集計量のみを以て、**投資需要を全般的に調整しようとする政策は、もし行われるとしても、個々の企業の投機的、独占的取引及びそれに伴う設備やストックのアトランダムな變動を封ずることはてきまい**。要するにプライスシステムのもとでは、有効需要の如何を問わず、雇用水準は変動するし、したがって完全雇用貯蓄などを正確に算出することも到底困難だろう。

第二に経済的諸要因の絡み合いで物価や取引高が螺旋的に伸縮すること、すなわち悪循環を呈するのはインフレ局面には止らない。それは正常な景気循環の過程でも周知の現象である。ところで Harrod は、前述のように螺旋インフレの契機を特に要素費用 (賃銀) の推進力に求めている。まことに資本家的見地からみた『悪性』インフレは賃銀と物価の悪循環として現われる。だがこの悪性インフレは凡そインフレ政策の結果なのであって原因ではない。生計費の

(6) Ibid, p. 231.

(7) Harrod, Economic Essays, 1952. Theory of Imperfect Competition revised, p. 186.

上昇に対応する賃銀引上げの要求、賃銀引上げの生計費その他の物価に及ぼす影響は確かに不確定である。だがこの不確定要因は他のあらゆる商品の市場価格の決定にも作用している。企業の供給価格は物価が上昇するという売手市場の雰囲気の中なかでは、決して尋常の生産価格（生産費プラス平均利潤）には満足しない。この営利的慾求には限界があるとか、賃銀引上げの動機より弱いと断定することはできまい。売手は費用価格の上昇分だけを買手に転嫁するわけではないから、二重計算を除去しても総取引価格の増加分は、当初の追加需要に対して乗数的に膨脹する可能性があろう。Brown は第二次大戦及び戦後のインフレ局面を実証的に分析して、インフレ過程はインフレギャップによって説明できるとしても、それが昂進する原因は公衆の物価に対する思惑に求められねばならぬと強調しているが、<sup>(8)</sup>『通貨逃避』の如き悪性インフレを誘発するモメントとしては、寧ろ諸商品を資本として取引する企業家の投機を特に注目すべきだろう。この投機が営利的慾求を満足させる条件は、全般的な物価騰貴ではなく、不均等な物価騰貴である。それは農産物と工業品のシエーレとか、小売物価と卸売物価の隔差とか様々な不等価交換によって実現されるが、根本的には労働力とその他の商品の狭状価格差だろう。そしてこのシエーレを実現させる主因は、貨幣的金融的要因にあると考えられる。利潤によって潤沢な自己資金と強固な信用力を蓄積し得るもののみが、不均等な物価変動に便乗して、超過利潤を取得することができる。インフレ政策が斯る不均等な物価騰貴を許さなくなると、それは資本蓄積にとって『不都合な悪性』インフレということになるろう。

第三に投資需要が所得を生むというが、その生産的效果や時差を考慮外にしては、インフレ、デフレは動態的に把握されない。厳密な意味の生産的投資、すなわち生産財であれ消費財であれ、社会的な有効物資をつくるという形式で価値の実現を保証される投資は、一時的に物価水準を引上げて（通貨の購買力を低下させても）、真正インフレの物質的な原因になるとは考えられない。Harrod がデマンドインフレの動機と見做している投資需要が生産的投資を意味するとすれば、その時の雇用水準がどうあれ物価をかなり長期にわたって全

(8) Brown, The Great Inflation, 1939~51. p. 16.

一般的に引上げる（通貨の価値を低下させる）必然性には乏しい。社会的に有用な商品の産出高を迅速に増加させる（資本の回転期間の短い）ような型の投資は、取引高を増加させるとしても物価水準を引上げるとは考えられない。もつとも商品の産出に長期を要する（特に生産期間の長い）ような型の投資は、物価水準を一時的に上昇させる可能性がある。これは投資の産出高が投資支出によって乗数的に増加する社会の購買力（名目的所得）に対して、時間的に立遅れるからである。この期間中は追加投資を行った企業は、明らかに投資に見合う価値を貨幣形態で回収していないし、況や貯蓄も造成しない。追加投資が自他の既存貯蓄（貨幣資本の蓄積）によつて賄われないとすれば、信用創造による通貨の造出が必要になる。追加投資による有効需要（物価の上昇）は、まさに斯る貨幣的金融的要因によつて支えられなければならない。しかし生産的投資を動機とする物価水準の上昇には狭い限界があろう。投下資本の生産力が上昇するにともなつて価値の低下した諸商品の供給は増加するし、貸付資本（信用）の回収にともなつて、商品市場に対する通貨の供給も減退するとみななければならない。時の経過と共に実物要因は貨幣金融要因と結びついて物価を引下げ、追加投資による再生産の社会的アンバランスを是正するだろう。この調整はドラステイックに行われる可能性があるが、経済が生産的投資と健全金融を原則とする限り（独占以前の資本主義のモデルがそうであった）、通貨価値の低下によつて物価水準が上昇する必然性はないといわなければならない。これに対して有効需要が財貨やサービスの価値を放棄するか凍結するための需要、すなわち不生産的投資需要によつて刺戟される場合には、物価水準は恒久的に上昇する可能性がある。このような需要は、アプリアリに民間資本の需要ではなく、財政需要であらう。斯る不生産的支出が、増税や民間の公債引受（貨幣貯蓄）によつて賄れない場合には、通貨当局を中心とする銀行組織の信用創造によつて補填されなければならない。この需要に対応する投資は、個別資本には収益をもたらそうと、社会的には有価物を増殖しないという意味で不生産的な投資である。斯る不生産的投資に対する金融は、個別的には健全金融に立脚しようと、社会的にはその価値を回収し得ないという意味で不健全金融である。この場合、貸手と借手の採算は通貨価値の犠牲によつて維持され

る。不生産的支出や投資の増加は単なる物価騰貴（通貨の購買力の低下）ではなく、本来の貨幣（正貨）に対する通貨の交換性を困難ならしめる（準備金の低下による）ため、爲書相場下落や金塊相場上昇となつて通貨価値の低下を招来する。したがってインフレ（デフレ）の実物要因は、貨幣金融要因と独立ではあり得ない。

## Ⅱ インフレの貨幣要因

Harrod は第1章金本位制度において、貨幣数量説にも一部の真理があるとして、次のように述べている。市中銀行の支払準備率を一定とすると、イングランド銀行が公定歩合の引下げや買オペレーションによって前者の現金準備を増加させれば、彼等は従来通りの金融ベースで貸出を拡張して預金をふやす。預金は銀行貨幣として有効な流通手段である。したがって「斯る貨幣の増加は、財貨の流れが従来と同様であるとする、それに働きかけて物価を上げる傾向があり、逆なら逆である。<sup>(1)</sup>」彼はこの素朴なアイデアにもつともらしい意味を盛りこんで、貨幣量増減の投資支出や消費支出に及ぼす効果を指摘している。たとえば消費者は分割払の信用を引締められれば消費財の需要を抑えるし、企業家は当座貸越を引締められれば、投資財の発注を控える。これによる需要の減退は、商社にとっては売上高の減小となり、したがってデフレ効果となる。「根本的なことは、経済組織の貨幣量が減小していることである。流通手段の需要が、物価の下落もしくはその他の事情によって減退するに至るまで、人々によっては何等かの有価証券を処分するとか、その他この種の資産をいつもよりは減らそうとすることによって、現金を補充しようとする傾向があるに相違ない。<sup>(2)</sup>」貨幣量の減小とは、イングランド銀行の金融引締を意味していて、それによる借入の全般的な不便さ (difficulty of borrowing) が有効需要を抑制することになるという。「イングランド銀行の操作によって惹起される金融逼迫は、何れかの企業に対してより有利な時期まで投資計画を繰延させるかも知れない。だがもっと強い力が『投資』といわれるものの水準、即ち資本勘

(1) Harrod, Policy Against Inflation p. 17.

(2) Ibid, p. 19.

定の支出に働き始める。このような支出は大抵の場合（いつもというわけではないが）、近い将来の予想売上高を考慮してきめられる。<sup>(3)</sup>」彼はこのように当局は貨幣増減の企業の豫想売上高に及ぼす影響を参酌することによつて、生産過程（雇用水準）を捨棄した古い數量説の欠陥を克服することができると説いている。

しかしポストケインジアンは貨幣數量説の根本的な誤謬からは免れていない。周知のように數量説の特色は、貨幣が流通手段のほかに果す諸機能、特に価値尺度という本質的な機能をネグレクトしたことである。ケインズは流通手段のほかに価値尺度や価値保蔵の機能を認めているが、これらの役割を果させる力（貨幣価値）を明確に規定していない。ポストケインジアンもこの点はイージイで、貨幣と非貨幣の境界は事情の力によつて移動させることができるものとみているようである。<sup>(4)</sup> 彼等は銀行組織の発達している国では、預金通貨が実存する通貨の大半を占めているという認識から、預金を造出する銀行の流動性を重視するが、その流動性は法貨としての銀行券を発行する中央銀行の保証物件の適格性原則（eligibility canon）に依存することになる。たとえば Dacey によると、「銀行資産を真に流動化する試金石は……資産の市場性や自動決済性とは関係がない。それはイングランド銀行に、銀行現金を形成する追加的銀行信用（銀行家預金もしくは銀行券）を造出させるような資産を保有することによつて与えられる力に依存している」という。<sup>(5)</sup> Harrod もこれと同様の観点から金本位制度を批判している。金本位制度とは、通貨当局が金地金の铸造価格（価格標準）を一定不変として、公衆の要求次第、地金と鑄貨の交換に応じ、かつ地金の輸出入も自由に放任する貨幣制度である。また貨幣表章もしくは信用貨幣としての銀行券や預金を造出する銀行も、正貨への兌換を維持する

(3) Ibid p. 20.

(4) たとえば Sayers は Central Banking After Bagehot I で「資産の貨幣性（money-quality of assets）は人々の取引慣習によつて附与されるべきものである。それは程度を異にしていろいろな資産につきまどっている。貨幣性は時の経過によつて全く予想外に変えられるし、変っている。貨幣の供給は通貨当局によつてきめられたルールによつて変動すべきものであるから、あるものを貨幣と銘打つことは動揺する砂地に刻印するようなものである。……以上の困難は貨幣とそうでないもの間に確固たる境界が存しないという事実によるものである。」(p. 5)

(5) M. Dacey, British Banking Mechanism, 1959. p. 90.

に必要な準備金を保有しなければならない。これによって通貨の価値は相対的に安定したが、物価水準や景気の変動を防止することはできなかつた。彼は物価の変動が金の供給に依存するものとみて、金の供給増加→物価上昇をインフレ、逆をデフレと同一視している。「おそらく金の価値は、その潤沢さにかかっている。それは金のストックが、取引対象の財貨の流れより速かに増加するかしないかに左右される傾向があつたようである。<sup>(6)</sup>」彼はこのように**貨幣の一般的等価物としての本性にもとづく価値尺度と流通手段の機能を區別することなしに、存在する金はすべて流通手段に轉化されると假定しているばかりでなく、金の価値はその代替物としての紙券の流通高によつて規制される**とも述べている。「銀行券、小切手及び商業手形等は、流通過程では金の代替物として機能している。したがつて諸国は、如何なる動機にせよ、紙券の金に対する交換性を維持しながら、一定量の金準備を基礎にしてより多量の紙券を流通させるような措置を講ずることができれば、金の価値は物理的に存在する数量によつてではなく、金の代替物として役立ち、金に交換される紙券の数量に依存する傾向とならう。<sup>(7)</sup>」以上は金本位による通貨主義的金融制度を導き出した Ricardo の論法と同様であるが、彼は更に準備金そのものを人為的に統制する管理通貨制度を擁護する。<sup>(8)</sup>

金本位制度では準備金が低下すると、通貨は収縮せざるを得ないが、こうした『貨幣量の減小』の正貨準備を恢復する操作は、物価水準を引下げる効果よりは、労働や資本の失業を激化させる弊害の方が大きかつた。これは Harrod によると、需要の価格弾性及び需要の所得弾性が、古典派の假定していたほど強力なものではなかつたためである。彼はこの原因を、**資本主義の不均等發展や商業的、金融的取引の不完全競争に求めることなしに、ケインズと同様通貨価値の安定を、デフレの悪循環によつてしか維推し得ないという金本位制度そのものの欠陥に求めている**。彼はこの欠陥を、金よりは人為的に伸縮し得る通貨の量的調整によつて克服できるものと考え、そうした管理通貨制度の

(6) Ibid. p. 27.

(7) Ibid. pp. 27~8.

(8) リカード、貨幣銀行論集、小畑訳 pp.208~9.  
同、経済学及び課税の原理、小泉訳 p. 347.

モデルとして、アメリカの連邦準備銀行制度を高く評価している。彼は第2章の Managed Currency において、1923年の連邦準備制度の年次報告は、イギリスの1810年の地金報告と共に金融理論の金字塔であると讃えている。すなわちアメリカは第一次大戦後世界の金を集中したが、インフレ対策のため意図的に金を凍結して金融を引締めたし、大恐慌後はデフレ対策のため大胆にドルの金平価を切下げ、金融を緩和した。人が金の主人となる (Man is the master of Gold) 制度は、金本位の假面のもとに逸早くアメリカによって成功裡に実証されたのであり、またこの制度は諸国間の協力によって国際的にも適用することができるという。

しかし実際は『ドル本位制』も、1929年のウォール街のクラッシュを予防できなかったし、1930年代の失業問題を打開することもできなかった。またイギリスの1930年における為替平衡勘定による『ポンド管理』も、不完全雇用の解決には殆んど役立なかった。両国とも過剰生産恐慌及び金融恐慌の不安を除去するためには、単なる通貨管理ではなく、不生産的なスペンディングを『自由化す』経済政策が必要であった。だがそれは単に通貨の交換性を制限するばかりではなく、一般的等価物としての金との交換比率を浮動させることによって、通貨の価値を不安定にさせた。しかも金平価は事前に公然と引下げられるのではなく、中央銀行が赤字財政によつて増發されていた公債の買オペレーションをデリバレーティブに強化する結果、少くとも公衆には無意識の裡に引下げられる。これこそインフレの貨幣的要因にほかならない。<sup>(9)</sup> このようなインフレ政策は、経済がたとえ不完全雇用の状態にあつても、それ故に通貨の購買力が目立って低下しなくても、通貨の価値を傷つける可能性がある。蓋しそれは商品の価値を廃棄もしくは凍結したための通貨の増發であつて、一般的等価物としての必要貨幣量を充すための通貨の増發ではないからである。この場合通貨の減価は、内外の交換性が制限されればされるほど、自由市場における金塊相場や為

(9) マルクスはインフレの貨幣的要因を次のように明確に規定している。「こうして、紙券の数量の増減—紙券が排他的流通手段をなしているばあいのそれ—にともなう諸商品価格の騰落は、流通する金の量は諸商品の価格によって、流通する価値章標の数量はそれが流通で代理する金鑄貨の数量によって規定されているという法則が外部から機械的にやぶられた場合に流過程によって強力的になしとげられるところのこの法則の貫徹にほかならない。」経済学批判、国民文庫版、p. 114

替相場の下落に皺寄せられる。

さすが Harrod はこの矛盾に寒心を抱いている。彼はイギリスが1932年に為替平衡勘定によって為替管理を実施した動機が、国内の金融事情を国際的浮動資金 (funk money) の出入から中立化す狙いにあったが、そのためにはポンドの対外価値 (為替相場) を、イギリスの経済力に応じて長期的均衡を維持するに必要な程度に変動させざるを得なかったことを認めている。戦前この変動為替レート制度は、金利政策の対外的効果を切崩すおそれがあったが、<sup>(10)</sup> しかもイギリスではスターリングバランスに比して当局が豊富な金及び外国為替準備を集中的に保有することができたから、為替不安に問題はなかった。しかるに戦後はこの関係が逆転して正貨準備は屢々クリティカルポイントを割っている。このような情勢のなかで変動レートによってポンドを完全に自由化すと、市場の弱気によってポンドは不当に過小評価されて、所謂為替インフレを惹起するおそれがあるし、斯る為替不安は第二線準備金 (公定歩合の引上げによって外国手形を換貨する可能性) を排除してしまう。したがって彼は次のような論拠からイギリスはなお当分固定レート制によって交換性を維持することが得策であると述べている。「よく考えてみると、通貨はいかなる場合でも全面的に市場のなりゆきにまかされるということはないであろう。なぜかといえば『平衡勘定』というものは、季節的または偶然的な相場を処理することを要求されるものであるが、この場合下降圧力がたまに一時的な原因によるものであるかどうか、また当局の買支えによって相殺すべきものなのかどうか、あるいはそれが真の不均衡の兆候であるかどうかを判断するための裁量の余地をもたねばならないからである。端的にいえばそれは市場と『平衡勘定』の両方があいたずさえて、模索と試行をくりかえすことにより、真の均衡相場を求めて行こうとす

---

(10) これについて Dacey は次の如く述べている。「この機構 (公定歩合の資金調整のメカニズム) は、為替相場の安定について、紛れもない信頼が寄せられていることに大いに依存していた。これこそ真の金本位制の本質であった。もし外国バランスの保有者が、投資先の通貨が減価する危険があると感ずれば (現買先売をすることによって)、自分の立場をかけ繋ぐ傾向があり、そしてこれは通貨の先物を割引く結果になるだろう。それは投資から得られる金利収入の控除となる。……したがって、先ず公定歩合の引上げによって導入されたバランスがかけ繋がれ、それが通貨の先物を減価させれば、公定歩合をどんなに極端に引上げても、さほど資金を導入することはできないだろう。」 Dacey, Ibid. p. 127~8.

るものであろう。<sup>(11)</sup> まことにイギリスでは屢々この平衡勘定の買支えによって辛くも対米2.8\$を維持してきたばかりでなく、ポンドの交換性を再開することができた。しかしこの固定レート制による交換性は、資本勘定の自由化を伴わないし、為替管理を不可欠とするという意味で金本位制とは根本的に異っている。当局が非居住者のポンドを自由化するためには、固定レートを維持するために必要な金、及び外国為替準備を集中的に保有しなければならない。彼は「今日のようにポンドが弱いと思われている時代にそれが比較的大きな力をもっていた30年代の自由変動レートの幸運な経験<sup>(12)</sup>をとりいれることが賢明であるとは思われない」と述べているが、ポンドの価値を脆弱化した根本的原因は、彼の非難する国際的投機師や経済学者の悲観的言動よりは、寧ろイングランド銀行が金利の実勢を無視して、最後の貸手たる機能を無制限に發揮した事情に求められるべきだろう。

### Ⅲ 金利は陳腐化されたか

ケインズは『一般理論』において、利子率は消費性向や資本の限界効率とならんで経済変動の独立要因として重要な機能を果すものとみていたが、ポストケインジアンは異句同音に、それは経済政策の手段としては『陳腐化された武器』であるとみて、利子率の政策的効果を疑問視する傾向が強い。この証拠として、屢々オクスフォードのアンケートが挙げられる。当時(1938年10月)英米では、30年代の不況を克服しきれないまま、新しい恐慌の不安に脅えていたが、公定歩合や市中銀行の貸出金利の引下げについて如何なる態度をとるかとの照会に対して、大半の実業家は利子率には関心をもたないとの解答が圧倒的に多かつたという。これとは逆にインフレ圧力の強い1955~6年になされた同様のアンケートの結果について、Lydalは「重要なことは金融引締の取引決定に及ぼす影響は、借手としての企業の資金コストの上昇、もしくは資金量の不足の直接的作用によるものではなかつたということである。……われわれのインタビューの印象でも、企業家の作戦要素は金融引締そのものではなく、

(11) ハロッド、現代のポンド、東京銀行訳、p. 120.

(12) Harrod. Ibid. p. 60.

引締の機能をなすいろいろの制限措置が何等かの産出物需要を減退させるだろうとの期待にあることが判明した<sup>(1)</sup>と述べたあとで、次のようなレッスンを引出している。「正常な金融政策の範囲内における公定歩合の変動が製造工業の投資決定に及ぼす影響は、主として予想売上高と資金調達の便利 (availability) を媒介として作用する。高金利の影響は直接には微弱である。だからインフレ・デフレを招来するデリケートな手段として公定歩合を利用することは現実的でない。<sup>(2)</sup>」ケインジアンは、このように利子率が経済的效果を失っているのは、本来的に予想 (expectation) が不確実なためであると説明している。市場利率が企業の流動資本のみならず設備資本の投資決定にも余り影響しないのは、投下資本の予想収益率が不確実なためであるし、通貨当局のきめる利子率 (公定歩合) が市場利率特に長期利子率を規制し得ないのも予想利子率が不確実なためである。彼等は斯る社会心理的動機を捨象した Hawtrey を批判の好餌にして、金利政策の利用価値を割引いているわけである。

Hawtrey は伝統的な金利政策の効果を次のように正当化していた。すなわち公定歩合は専ら短期利率 (手形割引歩合) を規制するが、商社 (trader) の前貸資本は主として手形割引に依存する在庫投資からなっているから、公定歩合の引上げに応じて割引歩合が上昇すれば、資金コストを考慮して仕入を控え、余分の在庫を減らす。こうして生産者の受注も減り、全産業の雇用及び物価水準の低下が招来される<sup>(3)</sup>。彼は以上のように述べたあとで、消費者所得 (consumer's income) は消費財や生産財需要の源泉をなすものであるが、貨幣が何れかのレヴェルで拘束されるか、遊離されると、その流れが攪乱されて、経済活動の変調を来す。この戦略的なレヴェルは僅かな自己資本で多額の商取引を行い、したがって売買のマージンと金利に最も敏感に反応する商業資本でなければならないとみていた。これに対してケインジアンは、商業資本の回転は速いから、割引歩合の変動による資金コストの変化は実際にはネクリジブルであって、その他の流通費たとえば保管料、保険料、陳腐化のコスト等に較べ

(1) Lydal, The Impact of the Credit Squeeze on Small and Medium sized Manufacturing Firms, The Economic Journal, September 1957. p. 427.

(2) Ibid., p. 431.

(3) Hawtrey. A Century of Bank Rate. pp. 35~6.

るととるに足りない。在庫投資の決定要因は、寧ろ保管期間中の予想価格である。Harrod の Trade Cycle (1936) によると、「在庫高は利子率よりは商品の回転率や価格変動の予想によってより強い影響を蒙る。何等か特定商品の価格は、一般物価水準よりは変動の可能性が大きいということも銘記されなければならない。」<sup>(4)</sup>この Hawtrey 批判は彼の Tward a Dynamic Economics でも繰返されて<sup>(5)</sup>いて、多くのケインジアンによって支持されている。では設備投資に対してはどうか。当局が金融の長期期待を楽観的に改訂させることに成功すれば、長期金利を引下げる。こうした低金利は実物資産の需要価格を供給価格（生産費）より引上げ、したがって追加投資を刺戟するようにみえる。しかしポストケインジアンによると、設備の新設拡充による生産力効果は明らかでも、その産出物が有利に実現されるかどうかは別問題である。Sayers の前掲書によると、「企業の見透（予想収益）を曖昧にする不確定性は、利子率変動の効果という問題に多大の実際的関連をもっている。企業家の期待は必ず高度の推測にもとづくもので、この大巾な誤差に較べると、利子率の僅かな変動は考慮に値しないとみてよい。」<sup>(6)</sup>Harrod もこの点は同様である。彼は長期利子率も景気対策には役立たないとして、Towards a Dynamic Economics では、「長期間にわたる反応はこの問題（景気循環の処理）には役立たない。独断を犯したくはないが、長期利率の変動があつた直後には、資本支出の大巾な増加は期待できないという多数者の説を尊重したい<sup>(7)</sup>」と述べていたが、インフレ対策論の第3章でも、借入コストとしての利子率の投資に及ぼす影響は限られたものであるとして、次のように説いている。すなわち利子率が10%から15%に上昇しても、あらゆる投資項目の限界効率が15%以上であれば、投資は抑制されない。これに対して借入コストに敏感な投資計画が多数存在すれば、利子率の変更によって投資を規制することもできよう。「明らかに借入のコストを媒介として投資に影響を及ぼそうとする金融政策の力は、投資需要選好が弾力的

---

(4) Harrod. Trade Cycle. 1936. p. 122.

(5) Harrod. Towards a Dynamic Economics. p. 119.

(6) Sayers. Modern Banking. pp. 180~1.

(7) Harrod. Ibid., p. 120.

な場合には一層大きい。<sup>(8)</sup>」この命題は投資需要に弾力性がないとすれば、インフレ対策としても金利操作とは別に借入を不便ならしめる引締が必要であるという主張の伏線になっている。

ポストケインシアンは、このように投資の予想収益、もしくは投資需要の弾力性が不確実であるという根拠から、金利武器の陳腐化を強調しているが、これは貸付資本家と機能資本家の区別を原理的に無視することになるといわなければならない。たとえ現代における最高の資本が、両者を統一的に駆使する金融資本として君臨しようと、その支配下にある機能資本家が投資決定の主因として豫想収益率に不確定要因の危険度を折りこまないはずはない。それは事後的にどう修正されようと、企業家の念頭には明確な数値をとる。低金利が目立つて投資を刺戟しないとすれば、それはリスクやプレミアムを参酌した豫想収益率が不確実なためではなく、収益率の悪化が豫測されるためではないか。<sup>(9)</sup> 将来の利子率は同様の不安を免れないとしても、現実の市場利率は投資決定の際より客観的に明確な数値をとって現われている。市場利率による彼の金利負担はあくまで資金コストなのであって、資本のコストではない。機能資本家の資金需要と投資の関係については、
$$\frac{\text{売上価格} - (\text{生産費} + \text{流通費})}{\text{自己資本}}$$
の期待値が利子率を上回れば、借入によって投資をふやし、下回れば投資を控えるとみるのが自然だろう。商社の在庫投資についていえば、完全競争のもとでは商品の仕入価格はほぼ売上価格に平行するだろうから、その実質的マージンは通常金利負担を無視し得るほど大きいものではあるまい。産業の設備投資の比重が飛躍的に増加している現代では、Hawtreyのいうように、商業資本の投資が経済活動全般を左右するかどうかは疑問だが、利子率が産業資本をふくめた全機能資本に対して、短期的にせよ在庫調整の効果をもっていることは否定し難い事実だろう。過剰生産の際の低利の在庫繋ぎ資金は、現代でも shock absorber として役立つものと考えられる。また過剰設備による支払不能、資産の強制処分危険は屢々長期低利資金の融通によって回避されている。それにもかかわらず、投資の金利弾性が低下しているのが実情だとすれば、この原因は心理的な動機とは

(8) Harrod. Policy against Inflation. p. 71.

(9) 拙著 現代の金融問題 p. 259. 註18参照。

別の物質的、制度的な諸事情に求められなければならない。それは紛れもなく**経済力の集積、集中にもとづく独占や寡占の作用によるもので、全般的に物価の機能が硬直化し、利潤率の均等化を実現すべき競争が不完全になつていることを意味するものである。**こうした不完全競争のモメントとして、賃銀カットや人員整理に対する労働組合の抵抗、農民団体その他小生産者の同業組合等による価格維持の圧力が挙げられるが、それにもまして投資及び商取引における**ビッグ・ビジネス本位の『自主調整』を重視すべきだろう。**過剰生産が価格の引下げなしに操業短縮によって処理されたり、財貨の供給が不足しても、価格を引上げることなしに現品の納入期日を繰延べることによって調整されるのは、**重要な生産手段を大量的に所有する個別資本間の独占的な協定が存在すること、及びこのような『紳士協定』を可能ならしめる程度に独占利潤の蓄積、ならびに蓄積の潜在的能力（信用度）が増加していることを物語る。**こうした大資本の物価調整力（価格管理）が強化されればされるほど、社会的にも予想収益に対する意見の分裂（不安）は少くなる。しかし予想収益の確実性は、それ自体金利政策の効果とは直接に関係はなく、選ばれた有力な企業の借入金利を硬直化すに過ぎない。**投資の金利弾性の低下は、アプリアリに期待の不確実性によるものではなく、資本の自由移動を制約する外部要因が体制的に固められるに至つたためと解される。**金利の決定については流動性選好説を強く支持している M. Dacey も、British Banking Mechanism において、第7章の公定歩合の作用を綜括して次の如く述べていることは興味深い。「公定歩合を引上げて、予想利潤が市場利率を上回れば、所得の上昇を阻止し得ないだろう。しかし市場利率の上昇が予想利潤の上昇によって追越されないならば、それは代数的にはまさに（企業の）信頼の程度が不変なのに、利率が低下するというのと同じことである。『利率の上昇』が期待利潤の全般的な水準の上昇に対して相対的に上昇することを意味するものと規定すれば、そのような利率の上昇は必ず経済活動を抑制するし、逆の場合は逆転させるだろう。同様に市場利率の操作は、もしその運動が予想利潤の水準の変動と正確に歩調を合わせれば、必ず経済を円滑に運行させるだろう。」<sup>(10)</sup>

(10) Dacey. British Banking Mechanism. pp. 140~1.

しかしポストケインジアンは、金利政策を制約する要素として、ほかに金利体系の変動をあげている。長期金利は公定歩合や手形割引歩合に反応しないで独立に変動する場合が多い。Sayersによると「利子率の将来に関する公衆の意見は、長期市場では極めて有力な一つの要因であって、単に短期利率を引下げるだけでは、この意見をあまり訂正することはできない。そして意見が訂正されなければ、当局が市場で大がかりな操作を用意しても、長期利率には殆んど刺戟を与えないだろう。……したがって短期利率の変動が長期利率に及ぼす効果は、人々が近い将来の長期利率の在り方にかける期待によって強く制限される。」<sup>(11)</sup>なお彼等は長期利率を支払能力の確実な債券の利回りと同一視しているから、現在の利子率は将来の債券価格に対する思惑によって左右されるとの同義反復を固執することになる。T. Robinsonは、これが循環論法であるとの批判に対して、「もし利子率が靴紐にぶぶらさがっているならば、ピカソの絵の値段もまたそうである」<sup>(12)</sup>と答えているが、貨幣請求権(有価証券)は、骨董品とは価格決定の仕組みを異にするのではなからうか。HazlittはThe Failure of New Economicsにおいて、金融市場の常識を擁護して、「不況期に債券価格が下落するのは、現金の選好が強すぎるためではなく、債券から得られる利子の継続性と元本価値の安全性に関する信頼が低下するためであるし、……景気回復の初期や中間期に債券価格が上昇するのは、現金選好が弱まるためではなく、利子の継続性と元本の償還能力に関する信頼がたかまるためである」<sup>(13)</sup>と述べている。元利の償還能力(安全性)は、疑もなく貸付資本の対象化された資産の収益性に依存する。つまり不況期には、好況期に発行された証券の利回りが現行金利水準からみて低目になったり、元利の支払能力に不安感をもたられるため、資本価値そのものが低評価されざるを得ないし、好況期には不況期に発行された証券の利回りが現行の金利水準からみて高目になったり、元利の支払能力が確実視されるために、資本価値そのものが高評価されることになる。**何れの場合でも現行金利水準を規制する要因は、既発行証券(擬制資本)の価**

(11) Sayers. Ibid., pp. 172~3.

(12) Robinson. The rate of Interest. p. 19.

(13) Hazlitt. The Failure of New Economics. p. 192.

格ではなく、現に資金を需要するものの經營的ポジションに對する金融當事者の社會的な評価だろう。債券や株式の利回りに表象される長期利子率が、手形や銀行貸出の利率に表象される短期利子率と乖離するのは、前者が貸付収益の長期期待によって評価されるのに、後者はその短期期待によって評価されるという時差の問題に過ぎない。両者に共通の金利決定要因は、借手たる機能資本家の予想収益から企業家としての利得を満足させる報酬を控除したものにはかならない。この報酬率に對する資金需要の弾力性は無限に大きいが、貸手の供給し得る資金量には勿論狭い限界がある。資金の供給量は企業家の報酬率を牽制しながら、収益率によって最高限を画される利子率のより現実的な決定要因になる。好況期に予想される収益率の上昇ほど、金利が上がらないのは、貯蓄資金そのものの増加や貨幣の流通速度の上昇（特に金融流通の加速化としての信用創造）によるものだし、不況期に予想される収益率の低下ほど、金利が下がらないのは、貯蓄資金そのものの減小や貨幣の流通速度の減退（特に信用収縮）によるものである。このような資金供給の増減も、Hazlitt がいうように、理論の一般的レヴェル（巨視的次元）では貸付資本家の流動性選好 ( $L_2$ ) よりも、景気変動そのものに対する独自の期待により強く左右されるものとみてよい。確かに Keynes がいうように、現実の投資量が変動すれば、所得水準の変化を通じて、貯蓄の供給も増減すると考えられるが、与えられた時点における資金需給曲線の形状は無差別ではなく一定だろう。これを評価するのは市場の業者（金融機関）であつて、彼等は与えられた時点では、金利水準による貯蓄資金供給の弾性を評価し、また金利水準による投資需要の弾性を評価して夫々一定の曲線を想定する。だがこれらの曲線はより抽象的なレヴェル（巨視的な次元）において、総資本の予想収益率によって規制される関係にたっている。

Keynsian は利子率決定のプロセスと、決定された利子率が投資や貯蓄（資本蓄積）に影響するプロセスの有機的な連関をたち切っているために、金利効果を過小評価せざるを得ない。前述の手順によって決定された現在の市場利率は、体系的に擬制資本（有価証券）の価格や証券投資に影響を與えるばかりでなく、直接に實物投資にも作用し、かつ實現された貨幣所得を貯蓄資金に動員

する程度にも影響する。Keynes は取引動機及び予備的動機が貨幣収支のギャップを補填するための現金需要であつて、流動性選好 ( $L_1$ ) は所得水準の従属変数であるとみていたようであるが、現金を入手する便利が与えられれば、 $L_1$  は低下するという事実を否定しなかつた。「すべてこれら三つの動機の強さ (所得、営業、予備) は、部分的には現金が必要となつた際に、何等か一時的借入の形式、殊に当座借越またはそれと同等の方法によつて現金を獲得する方策の安価な程度、並に信頼し得る程度に依存するであろう。何故ならもし現金が必要となつた際に、より困難なく現金が獲得できるならば、間隙を架橋するため無駄な現金を保有する必要はないからである。」<sup>(14)</sup>つまり低利資金の融通を受ける便宜があれば、そのようなアヴェラビリティによつて  $L_1$  が低下する可能性があるという。だが彼は  $L_1$  の低下によつて従来取引を維持するのに余分の現金は、直接に消費支出や投資支出に向けられることなしに、投機的流動性選好 ( $L_2$ ) を満足させるルートに向けられるものと假定していた。ところが実際は、低金利というアヴェラビリティによつて人々 (特に企業家) が余分の現金を金融市場に向ける前に、*spending* を増加させる可能性はないだろうか。貨幣支出によつて得られる満足 (投資の収益率) が一定であるとしても、それが債券投資や銀行預金の利回りより大きいとみられる限りは、実物投資や商取引の規模を拡大しようとするのは必然だろう。勿論実物投資や証券投資において、損失のリスクが大きいと考えられる場合には、産業流通においても金融流通においても、貨幣保蔵 (*hoard*) は増加するだろう。だがこの損失不安は予想収益には折込まれている。根本的なことは貨幣資本を譲渡することによつて得られるサープラスの如何であつて、予想される収益が増加すればするほど産業流通、金融流通両面の貨幣保蔵も減小し、貨幣の流通速度は上昇するだろう。貨幣供給の増減のみでは投資及び経済活動を規制し得ないし、金融機関も無条件に金利を操作して投資や経済活動を規制し得ないのはこのためである。ラドクリフ委員会の報告書も、金融当局が総支出 (総需要) を規制するのは、通貨の供給 (*money supply*) よりも経済の流動性を左右することによつてであると繰返し述べたあとで「利子率の変動は流動性をかえる上で中心的役割を

(14) ケインズ 一般理論 塩野谷訳 p. 237.

果す」ことを認めている。この点に関する同書の説明によると、<sup>(15)</sup> 利子率の変動は資金コストの変化として、企業、個人及び政府の支出に直接作用する刺戟的効果 (incentive effect) をもつばかりでなく、一般流動性効果 (general liquidity effect) においても主役を演ずる。全体の流動性ポジションは通貨の供給のみならず、多分に資金調達の便利 (availability) によって左右される。アヴェラビリティは「一方では使用者の資産構成とその借入能力とにより、他方では他のものの支出に対し融資しようとする金融機関その他の融資方法、態度、資金源によって決まる。<sup>(16)</sup>」かくて金融機関の貸出態度が戦略的なポイントと見做されているわけであるが、それは中央銀行の決める実効金利の影響を受ける金利体系と密接な連関があるから、「金利の変更が金利操作において自由に行われうるものとすれば、当局は全流動性ポジションに強力な影響を及ぼすだろう<sup>(17)</sup>」という。全般的流動性もしくは資金のアヴェラビリティが、当局の金利政策と密接な関連をもっているという主張は、おそらく Sayers の見解にもとづくものと推察される。彼は Modern Banking の第7章 The Rate of Interest, The Supply of Loanable Fund and Economic Activity において次の如く説いていた。すなわち利子率が需要を刺戟する効果は、ある意味で限られているが、「しかも利子率の変動は、それが通貨当局によって操作される際に金利の変動をともなう資金のアヴェラビリティが実際に変化するということによって屢々重要な補強を受ける……われわれが当局は低金利を強行していると考えるのは、事実このように市場を貨幣で飽和させることによってである。いまや金融機関や企業は異常に高い現金残高を保有し、それを政府債券に『投資』するのをいやがるようになると、彼等は時がたつにつれて別種の考え方にとりつかれる。彼等は債券の価格は高く利回りが低くいから買いたくはないが、その貨幣を『すべて遊ばせておく』よりは、およそ高い収益を生む何等かの全くはつきりした投機的事業に手を出した方がよいと決意するだろう。ともかく彼等は若干の貨幣について大胆に支出するようになるだろう。<sup>(18)</sup>」以上のよ

(15) ラドクリフ委員会報告 日本銀行訳 上 p. 100.

(16) 同 書 p. 104.

(17) 同 書 p. 110.

(18) Sayers, Ibid., p. 182.

うに Post Keynesian の一派は古い貨幣数量説を活かして『陳腐化された』利子率の挺入をはかっている。だが Harrod の線はこれとは若干異つている。

#### Ⅳ インフレに対する金利効果

前述のように Harrod は、インフレの根本的原因はマネタリイファクターにはないと断定しているが、しかもインフレ対策のためには金融引締 (monetary squeeze) が必要であると強調している。そしてこの引締は他の Post Keynesian が主張するような信用の質的統制とか支払準備制度を強化する方法によってではなく、貨幣の供給を制限する手段によって行われることがのぞましい。貨幣量が減少すれば、有効需要を支える借入が全般的に不便になる。そのためには通貨当局の主たる保証発行充当物件になっている大蔵省証券の発行を適当に抑制しなければならない。何れにせよインフレに対する金融政策としては、必ずしも利子率 (借入コスト) の引上げのみに依存する必要はない。近代的金融当局は、公債管理によって貨幣量を統制する手段か、それとも金利操作によって資金コストを調整する措置を選択的に行使できる。これが彼のインフレ対策論の『金融的原理』である。ところで借入の不便さ (difficulty of borrowing) という概念は、資金を調達することが困難な程度をあらわすものであって、それは彼によると必ずしも利子率には比例しない。「この二つの現象 (後者は精確に規定されるが、前者は莫然として不明確で、いろいろな形で表現される) は、相互に関連はあるとはいえ、必ずしも正確な相関関係はない。かくて利子率は、資金を調達する不便さが何等か同程度に加わらなくても強く上昇する場合があるし、また逆の場合もあり得る。」<sup>(1)</sup> 彼はこのようにマネタリイファクターを利子率と資金量に分け、貨幣支出 (特に投資) は利子率 (借入コスト) よりも資金量によって規制される場合もあるから、金融当局は状況によって両者の重点を変え、選択的に操作することが望ましいと説いている。

だがこの二元論は健全な金融組織にもとづく完全競争の段階には適用されない。利子率と資金量の関係がきれ、両者の経済的效果が遊離するにいたつたのは、やはり独占資本主義の金融制度的諸要因に求められなければならない。こ

(1) Harrod. Policy against Inflation. p. 198.

れに関して Sayers は、Modern Banking の旧版（1953年）第13章 Some Reflection for the Monetary Theorist において次の如く述べている。「今世紀におけるイギリス銀行組織の重要な変化は三点にしばられる。すなわち普通銀行業務が少数の巨大なしかも相競争する業者の手中に帰したこと、政府証券が充満するとともに、普通銀行の貸出需要が相対的に減退していること、及び現金準備を統制するイングランド銀行の方式が改められたことである。その他の変化はすべてこれら三つの変化の何れからか派生している。」<sup>(2)</sup> 上記の第一点は次のように解される。商業手形はかつて金融取引の自由化を促進した最も重要なインストロメントであったが、企業の集中や銀行合同にともなうその出回りは減退し、今日ではもはや往年の如き短期金融の優位を取戻すことは絶望視されている。銀行貸出でも手形割引に代って当座勘定による貸付が増加しているが、その担保物件は公開市場では益々評価し難いものになっている。証券市場に上場される債券や株式も少数の大銀行と大企業の融合によって、同様の運命を辿っているようである。高度金融筋のイニシアティブによる諸般の金利協定は、擬制資本（特に手持公債）の価格を維持する線に沿って行われているために、資金需給の調整は必然的に選別統制に傾かざるを得ない。第二及び第三点は市場利率の機能を制約するとともに、インフレの直接的なモメントになっている。今次大戦後はどの国でも戦時に累積された龐大な赤字公債を抱えたまま財政支出をふやした。したがって企業の租税負担は金利負担を圧倒するほど増加したが、しかも政府債務の膨脹は避けられなかった。公債費を節約するためには市場利率の引下げがのぞましいが、このためには直接間接通貨当局の保証発行を増加しなければならない。インフレの金融対策を困難ならしめたのは、まさにこの財政操作（fiscal policy）にほかならない。

イギリスにおいても第二次大戦後たえずインフレ圧力に悩まされているのは、通貨当局が最後の貸手たる分別を無視して、政府証券を引当とする貸付条件（実効金利その他の適格条件）を一方的に緩和したためである。所謂低金利政策の転換が行われた1951年以降も、イギリスの金融組織は Orthodoxy に復

(2) Sayers. Modern Banking (1953) p. 299.

帰したわけではなかった。T. Wilson によると最近の金融引締は、公定歩合の引上げにも拘らず、それを効果的ならしめるための売オペレーションをとまなっていないばかりでなく、公定歩合の引上げに前後して裏口での買オペレーションさえ屢々行われているという。「1951年に公定歩合が引上げられてから、市場は『裏口』を通じて資金を入手することを屢々拒絶され、イングランド銀行に追込まれた。特別仲買人による買操作はなくなったが、後者のテクニック（表口の操作）はその後この問題の論議において益々大きな関心を惹くようになった。だが事態は通常そうなっていない。銀行の所要現金はイングランド銀行の業務部で毎日計測されている。……これは銀行の資金需要が、イングランド銀行の仲買人の活動を通じて円滑かつ適度に充足されるようにするためである。この手綱は度々上から引締められる。市場は僅かな限界資金量を求めて屢々表口に追込まれることがあるが、あまり厳しく圧力をかけられるおそれはない。銀行券の流通高は需要によって決められている。この点では、イングランド銀行は受身の立場を維持しているのである。<sup>(3)</sup> 銀行組織の必要とする現金（銀行券もしくはイングランド銀行預金）を充足させる操作の対象物件は、いうまでもなく大蔵省証券である。したがって信用や通貨膨張のマネタリイファクターを除去するためには、通貨当局による大蔵省証券の優遇を撤廃することが先決問題であることは明らかであるが、Harrod は政府（大蔵省）と市場（特に割引商会）に対する『配慮』から、インフレ対策としては、次のように『きめの細かいテクニック』を提唱する。

Harrod によると、1955年の金融引締が徹底しなかったのは、大蔵省証券の過大発行によるものである。「割引市場は政府が毎週発行する大蔵省証券の残余分を最後の避難所として消化しなければならないことになっているから、イングランド銀行はその市場の情状を酌量すべきである。もし同行が1955年に実際に過激な金融引締を行っていたとすると、割引商会を再起不能な立場(impossible position)に追いやっていただろう。<sup>(4)</sup> 引締による業者の倒産を防止するためには、貨幣供給を全般的に減小させる伝統的手順（公定歩合の引上

(3) T. Wilson. The Rate of Interest and Monetary Policy. Oxford Economic Papers. Vp. pp. 240~1.

(4) Harrod. Ibid. p. 181.

げと売オペレーション)とはうらはらに大蔵省証券の発行を制限すべきであった。彼によると、前述のように金利の上昇は、企業の借入れを制限する一因に過ぎないから、利子率の引上のみによって金融引締を行おうとすると、金利に最も敏感な割引市場だけを本当に萎縮させることになる。「わが銀行組織の制度的仕組によって、総貨幣量の減小はこの専門化された市場の貨幣をより強く減小させることになるから、市場における貨幣量減小の効果は、借入を全般的に困難にさせるよりは借入のコスト、すなわち市場の明確な利子率により強い影響を及ぼすことになるだろう。<sup>(5)</sup> 実際1955年の引締は国内の借入を阻止するというよりは、政府の資金と国際資金を取扱うこの特定市場の金利を一方的に上昇させ、公債費とスターリングバランスの金利負担を不当に増加させる向きがあった。当時のインフレはデマンドインフレの性格をもっていたから、企業の資金需要を量的にチェックする必要はあったが、それほど厳しい高金利は適当でなかった。こうした情勢に対処するためには、当局者としては、「貨幣の供給量を制限するとともに、それに比例して市場に対して毎週放出される大蔵省証券の流れを制限する」<sup>(6)</sup> 手段が残されていたはずである。彼は以上のように、金融引締における金利効果の不完全さは公債管理によって補完できるし、補完すべきであると強調している。

だがこのような Harrod のテクニクは、やはり重大な制度的障壁にぶつかるといえる。彼はインフレ対策のために大蔵省証券の公募を機動的に制限せよというが、この種の本格的な fiscal policy (黒字財政) は、彼も自認するように短期的な景気対策としては手遅れになるし、デマンドインフレ対策としても適当でない。そこで彼は戦後のイギリスにおいて特に政府債務膨脹の槓杆と目されている国有産業の投資そのものを制限したり、その独立採算性を強化せよと力説している。この主張は、不生産的な財政投融资がインフレの実物的要因であるという意味において的を得たものであるが、インフレ対策としてはもっとデリケートな金融プロパーの手段を講ずる余地が残されていないだろうか。もしその可能性があるとするならば、中央銀行の態度、特にその金利政策だろう。い

(5) Harrod. Ibid. p. 200.

(6) Harrod, Ibid. p. 249.

うまでもなく当局は経済の全般的流動性の基礎となる債務の究極的決済手段(法貨)を造出する力を与えられている。それはこの力によって政府に対すると同様に民間に対する最終の貸手となっている。それは銀行資本であるから一国の通貨を増減する(管理)するといっても、市場法則を無視することはできない。当局が**インフレ対策のため貸付先を質的に選別するような直接統制を好まず、市場のルールを尊重しようとするれば、結局は尋常の手段によつて公定歩合を引上げ、それを効果的ならしめるように公開市場操作を行う以外に通貨管理の方法はあるまい。**

King はこの古典的操作が管理通貨制度の現代でもなお利用価値をもっているとみて、次のように説いている。「中央銀行の手形割引もしくは手形貸付は、金利措置と不可分であるばかりでなく、金利を引上げる程度に応じてのみ信用量を減小させることができ、かつその反面において銀行に対する流動資産の総供給を減小させるか、もしくは銀行に流動比率の引上をよぎなくさせるのである。<sup>(7)</sup> 手形の売オペレーションによつて市場利率は公定歩合に接近するが、その公定歩合を積極的に引上げて借入を不便ならしめなければ、金融引締の効果は全般的には波及しない。だがもしここで公定歩合その他の実効金利を引上げれば、先ず適格手形の市場利率が上昇し、預金利率との巾がひろく。したがって銀行の顧客は預金から手形に乗替え、預金払戻によつて銀行の流動比率も急激にスクイーズされる可能性も生ずる。「この要点が理解されれば、流動比率に圧力をかけることは、信用量を統制する新起軸でもなければ、公定歩合の引上や中央銀行の『公開市場』での売オペレーションの如きその他の方法に代り得るものでもないことが明らかになる。それ(金利)は統制の唯一の行程なのであり、これを通じてその他の装置が動き出す手段なのである。」<sup>(8)</sup>

Harrod は短期債を長期債に借替えても、後者が市場で消化されなければ、政府機関の脊負込みになる(名目的な借替におわる)か、政府の信用を傷つけるほど長期債の価格を暴落させるおそれがあるとして、インフレに対する funding の効果を疑問視している。<sup>(9)</sup> しかし King によると、funding は単一の

(7) King. Should Liquidity Ratios be prescribed. Banker. April, 1956. p. 189.

(8) King. Ibid. p. 188~9.

(9) Harrod. Ibid. p. 185~6.

市場が整備されれば金融引締の重要な手段になる。それは資本市場から引揚げた資金を貨幣市場に放出するだけで、総資金の供給を変えるわけではないが、銀行の流動資産をしぼるとともに、長期金利を上昇させることになる。したがって銀行の証券投資に不安感を抱かせ銀行の流動性選好を強化させよう。「借替鉄の切れ味は両刃が動くか、何れか一方が静止するかの程度によるだろう。したがって金縁市場は一定の状況下では、何人も買いに出ないから証券を消化することはできないという主張は借替技術の無力な証明になるのではなく、逆に銀行が流動性を脅かすものの性質に敏感である限りは、まさに有力な証拠にほかならないのである。<sup>(10)</sup>」

なおここで金融引締の効果を全うするためには、能動貨幣を凍結して貯蓄預金 (saving deposit) を増強する特別の処置、すなわち預金利率の引上げが必要だろう。それは銀行の預金払戻にそなえる自衛策としても行われる可能性がある。預金の利上げは勿論銀行の資金コストの上昇になるが、手形や貸出金利の引上げが同時に行われるならば、銀行の利鞘はさほど悪化しないだろう。これも金融引締は高金利を必要としないという見解に対する一つの批判点である。すなわち funding に照応する証券価格の変動によって、銀行の預金バランスは証券の買手から売手に移動するが、売手が入手した資金で資本財、消費財何れにせよ財貨を買えば、デイスインフレの効果は相殺されてしまう。証券の賣上手取金を貨幣貯蓄として凍結するためには、貨幣を購買力として支出する利益を壓倒するに足るだけの預金利率のフレキシブルな引上げが不可欠であると考えられる。

以上の原則がラドクリフ委員会でも承認されたことは興味深い。同報告書の『イングランド銀行が経済に影響を及ぼす操作』によると、同行は market operator として通貨を管理しなければならないから、「利子率とその利子率で保有される政府債務の量の両方を選択することはできない。……いいかえると同行は金利体系と債務構成の両方を同時に選択することはできない<sup>(11)</sup>」という。戦後に経済の流動性が全般的にたかまり、直接統制が緩和される過程で、

(10) King. Ibid. p. 194.

(11) ラドクリフ委員会報告 (日本銀行訳) 上. p. 92.

インフレーションが表面化すにいたったのは、イングランド銀行が政府債務の構成よりは、大蔵省証券レートの安定維持を選好せざるを得なかったからである。『銀行信用の有効な基礎が現金の供給から流動性に代った (cash ratio より liquidity ratio の重視)』のもこのような理由によるものであると述べている。したがって同書は前述のように、利子率は流動性を変える上で中心的な役割を果たすことを認めている。利子率の貨幣支出に及ぼす影響については、同委員会は実業界からは懐疑的もしくは否定的な意見しか得られなかったが、人々(13)は一般に利子率について過去の経験から割出した基準金利 (norm) に照らし、「高い」「中位」「低い」の三段程度の判断力はもち、それによって貨幣支出の態度が変わることを認めた。また短期金利と長期金利の関係についても、「短期金利は全金利体系が異常に高いと考えられているときにのみ長期金利を上回りうるし、また一方全金利体系が異常に低いと考えられているときにのみ長期金利を大きく下回っている」とみた。(14)このように利子率の反応は、人々の期待要因によって多少とも制限されるが、イギリスのようなピラミッド的金融機構においては、金融機関の流動性が経済全体の流動性を規制する戦略的な立場にあるから、斯る貸手の貸出意欲に影響を及ぼす金利ギアの引締はインフレ対策としては特に重要であると認識しているようである。もつともこの点(アヴェラビリテイの統制に関する問題)では、同報告書の記述に曖昧な点があるが、エコノミスト誌は、報告書における『他の理由から当局が金利の操作を自由になし得ないとすれば、単に通貨供給に対する規制のみによっては多くを期待できない』とのテーゼを重視し、「利子率の現実的な力は金融機関の貸

(12) 同書 p. 93.

(13) 同書『1951~58年における金融政策の効果』 pp. 145~185.

(14) 同書 p. 155.

(15) 報告書は制御の難しい長期の期待要因について次の如く述べている。「……インフレ状態は黒字財政と高金利との組合せを必要とするだろう。これら両政策は様々な方法で需要を抑制する。……(不幸にして)長期債市場は将来の価格に対する期待により支配されることとなり、したがってまた価格の動きに対してとかくひねくれた反応を示すことも大いにありうる。……しかし本委員会の見解では、期待という要因は独立的な市場要因としては過大評価されてきたし、また時にはこれら期待要因に対する当局自身の影響力が、これに応じて過小評価されてきたと考える。」同書、下、pp. 273~4.

(16) 同書の第6章『金融政策の影響』におけるg項の原則論とh.i項の修正論の関連が明らかでない。

出意慾に作用することにある」と解釈している。そして同誌によると、「この主張それ自体は委員会の金融理論と金融機構への接近において決定的な重要性をもつものであって、通貨の供給を重視する接近のしかたとは多小鋭い対照を示しているように思われる。<sup>(17)</sup>」経済に対して積極的な影響を与える貨幣要因は、銀行券でも銀行預金の現在高でもなく、「人々が如何に多くの貨幣を入手し得るものと考えているかということである。したがって利子率は貸出機関の流動性に打撃を与えることによって作用するし、利子率は確かにそうすることができるということになる。この論理は、全体として信用の単一市場を認めているようであり、利子率の投資意慾に及ぼす効果には疑問があるとしても、利子率をもっと大胆に活用せよと主張している。<sup>(17)</sup>」

だが利子率による資金需給の均衡を基礎として金利政策を大胆に実行するためには、金融業者間の競争をより自由化さなければならぬ。この意味でイギリス銀行組織の機能的な核心をなす割引市場の在り方が特に問題になる。これについて Harrod は、「割引商会は、(大蔵省証券の)入札に際しては一緒に行動するが、その仕組が根本的に独占的であるというのは間違っていると考える。彼等は供給を需要に均衡させるような値段をつけるに相違ない。これは本質的に競争的な手順である<sup>(18)</sup>」と述べている。事實は果してその通りだろうか。Sayers によると、大蔵省証券の入札の手続については、割引商会、市中銀行及び金融当局の間に慣習を守るといふ高度の諒解が成立しているといふ。その慣習は1930年代以来のものであるが、市中銀行は自分の計算では直接に入札に加わらず、競争は割引商会とアウトサイダーの間にだけ行われることになっている。アウトサイダーに対立する市場の業者はシンジケート (Syndicate) として「一つの協会をつくっており、その会員は協定価格で (on the basis of an agreed price) 入札している。<sup>(19)</sup>」

彼等は発行された証券すべてを消化する (カバーする) 義務があり、応募額を会員の資本金等によって予め割当てている。したがって協会は、シンジケート

(17) The Economist. August, 22. 1959. pp. 554~5.

(18) Harrod. Ibid. p. 181.

(19) Sayers. Modern Banking. 1958. p. 55.

といわれるものよりは遙かに強い業者間の競争要因を拘束することになっているという。<sup>(20)</sup>ともあれ割引市場の機能は現在では益々 restrictive なものになっていて、カルテル的秩序を維持していることは間違いない。<sup>(21)</sup>そして斯る不完全競争は、割引商会自体の集中した資本の独占力によるというよりは、市中銀行や金融当局の組織的な圧力による点が少くない。たとえば協会がアウトサイダーに対して最低価格について協定しているという手続の背後には、市中銀行が市場に放出するコールレートに『諒解』<sup>(22)</sup>があり(さらにその裏には預金利率の協定がある)、またイングランド銀行が最後の貸手としての機能を拡げて、常時裏口で操作しているという事実がある。そして前述のように、こうした当局の裏口操作こそ、インフレに対する利子率の効果を制約する顕著な制度的要因になっていると考えられるが、それはもともと大蔵省が公債の金利体系を低目に維持する必要にせまられ、イングランド銀行に要請したものだろう。

ところで Harrod は斯る現行の制度もしくは慣習を変えることなしに、全般的な金融調整が可能であるとの見解をとっているわけであるが、ラドクリフ委員会の報告書はこの種の現状維持論には必しも満足していない。同書は金利政策によってインフレギャップを封ずるためには、原則として当局の『人為的操作』を撤廃する必要があることを認めている。現在では大蔵省証券の価格支持を行わなければその利回りが大巾に変動するとか、それはまた長期債の発行条件をドラスティックに悪化させるとかいう可能性は『疑問にさらされている』という。また銀行の金利協定等が破棄され、それによって「短期市場におけるカルテル協定および秩序ある状態を打ち破るおそれがあるとしても、これに対して警報を鳴らすべき何らの理由も見出せない」<sup>(23)</sup>ともいつている。だが奇妙にも同報告書はその言葉のすぐあとで、アウトサイダーはシンジケートの

(20) Ibid. note. 1.

(21) 藤沢 現代のロンバード街 商学討究 第9巻第2号 pp. 14~15.

(22) 藤沢 現代の金融問題 p. 249.

なお、この点について日本銀行の調査によると、p. 20「加盟銀行の割引業者に出すコールは、その約半分が公定歩合にリンクした基準レートで出され、この部分はコールといっても引続き継続されて、銀行は手許資金に不足してもこれを引揚げることはない。」同 海外経済資料 34年6月1日号 p. 20.

(23) ドラクリフ委員会報告 下 p. 299.

『制度的な慣行』によって、たとえ不利な立場におかれているとしても、割引市場は現在効果的に業務を遂行しているのであるから、『本委員会は現行制度を徐々に変革する何らの必要もないことを勧告する』と結んでいる。エコノミストはこの論理的な不首尾を鋭く突いて、これは『シンジケートがシンジケートとして振舞ってはならない』ということであり、『よろめきはここにおいて委員会を奇妙な立場に到達させてしまった』と皮肉<sup>(24)</sup>っている。委員会はインフレ対策の金融措置として、Harrod の主張するような貨幣供給説を理論的に批判して金利問題の核心に迫っているが、その利子率が機能する場は昔と今では一変しているという制度的なバリアーにぶつかって、インフレ対策の金融措置、もしくは金融正常化の勧告としては、Harrod と同様に理論を現実は無理に妥協させているといわなければならない。その現実とは、報告書の言葉によると『金融情勢における二つの長期的な変化—公共部門の増大と商業手形の減小—であって、それらは両々相俟って、古い制度への復帰を不可能にしている』というわけだろう。

November, 1959. M. F.

---

(24) The Economist, August 22, 1959. p. 557.