

# ルツツ『利子論』についての覚書

木村 増三

## 1

本稿は、F・A・ルツツ<sup>(1)</sup>『利子論』の全体にわたる紹介ないし書評ではなくて、わたくしがさし当り関心をもった諸論点についての部分的な紹介およびそれに付随する覚書である。しかし、はじめにこの書物全体の構成について簡単にふれておくことも無駄ではないであろう。

この書物は第一部から第四部までの四つの部分に分かれている。著者は、Böhm-Bawerk 以来の利子理論の発展を大きく三つの線（利子理論の三つの型）に区分し、それぞれを第一部ないし第三部で展望・批判する<sup>(2)</sup>。第四部では著者自身の積極的な理論が提示される。

第一部では、第一の型の利子理論——「静的経済に対する利子理論」——の発展が、その主要な代表者たちの所論を軸として展望・批評される。ここでとり上げられているこの理論の代表者たちは、Böhm-Bawerk（第一章）、Knut Wicksell（第二章）、Gustaf Åkerman（第三章）、F. A. Hayek（第四章）であり、第一部の結論（第五章）で著者はつぎの点を指摘している。(a) この型の理論において用いられる「平均生産期間」の概念および「資本または生存基本」の概念は支持し難いものであつて、放棄されなければならない。(b) それらを放棄すれば、この型の理論に示されているような静的な利子理論は不可能であるという結論に達することになる。(c) この型の理論から学び取るべき点は、一般均衡分析の考え方と、生産ないし投資の時間的構造の分析とである。生産ないし投資の時間的構造の分析は、利子問題の解決にとって不可欠であ

(1) Friedrich A. Lutz, *Zinstheorie*, Zürich u. Tübingen, 1956.

(2) 著者は序文でつぎのようにいっている (S. 7)。——本書の意図は、Böhm-Bawerk 以来の利子論の発展の完全な学説史を与えることではなくて、その発展の大きな基本線をつかむことが眼目である。——

る。なぜならこの時間的構造は、投資のための資本需要を左右するものだからである。

ついで第二部においては、第二の型の利子理論——「発展的経済に対する利子理論」——が展望・批評される。ここでは、この理論の主要な代表者として、Léon Walras (第六章)、Irving Fisher (第七章)、F. H. Knight (第八章) がとり上げられ、第二部の結論 (第九章) ではつぎの諸点が指摘される。(a) 第二の型の理論の積極的貢献の一つは、第一の型の理論が静的経済における利子の解明を旨としたのと異なり、発展的経済における利子を問題にし、これに (明示的または暗黙に) 単位期間分析の方法を適用したことである。(b) もう一つの積極的貢献は、第一の型の理論では考慮されなかつた利子構造の問題を (Fisher がしたように) とり上げたことである。(第一の型の理論で利子構造の問題が取扱われなかつたのは、静的経済ではただ一つの利子率しか考えられないからである。)

つぎの第三部では、第三の型の利子理論——「貨幣的利子理論」——が展望・批評される。この型の理論は、投資と貯蓄を伴う発展的な経済を分析しているという点では第二の型の理論と同様であるが、貨幣的要因の重要性を強調する点において第二の型と区別される。まず、第三部の序章 (第十章) では、利子率に対する貨幣的要因の役割についてのさまざまな見解 (Böhm-Bawerk, Wicksell, Marshall, Schumpeter 等の所説) が概観され、つぎの第十一章では、所得および利子率の均衡水準に関する J. M. Keynes の理論が展望され、あわせて「資本の限界効率」の概念の吟味ならびにケインズ体系における貯蓄の役割の検討が行われる。続いて「ケインズ以後の議論」と題する第十二章では、利子率に対する貨幣的要因の役割についての J. R. Hicks, Franco Modigliani, Oscar Lange, A. C. Pigou, L. Metzler, A. P. Lerner 等の所論が、(1) 貨幣貸銀所与の仮定、(2) 伸縮的貨幣貸銀の仮定、(3) ピグー効果、(4) 実質貸銀所与の仮定、(5) 流動性選好説と貸付資金説、などの問題別にとり上げられ、第三部の結論 (第十三章) ではつぎの諸点が指摘される。(a) ケインズおよびそれに続く人々は、第二の型の理論と同じように発展的な経済を問題にし、一単位期間 (あるいは、より正確にいえば、一時点) につい

て利子を解明しようとした。(b) 貨幣賃銀が伸縮的である場合には、それ以前の利子理論においてそうであったように、(ピグー効果を考慮外におけば) 利子率は実質的諸要因によつてのみ決定されるという結論になる。——ただし、完全雇用の均衡利子率が、利子率がそれ以下には下がり得ない水準よりも低位にあるときは、伸縮的な貨幣賃銀の場合であっても、貨幣賃銀の低下が完全雇用均衡をもたらすことはできず、貨幣的要因は利子率に影響を及ぼすことになる。(c) ケインズがしたように安定的な貨幣賃銀を仮定するならば、貨幣的要因は(ピグー効果を見捨ててもなお) 雇用、国民所得および利子率に一の影響を及ぼすという結論に導かれる。ただしこの場合でも、貨幣的要因——貨幣量と流動性需要——のみが利子率を決定するのではなく、それとならんで資本の限界効率曲線および貯蓄も利子率の決定因である(利子率がその最下限に達した場合を除いては)。(d) ケインズおよびその後続者たちの主要目的は、利子の解明ではなくて、所得と雇用の問題の解明であった。それゆえ彼らは、第一の型の利子理論が試みたような投資過程(投資の時間的構造)の詳細な分析を行うことなく、(重要な欠陥のある)資本の限界効率という分析用具をもつて満足したのだと考えられる。また、彼らが利子構造の問題を取扱わなかつたということも、同様の理由によるものと考えられる。(e) 彼らの理論に投資過程の精緻な分析をとり入れ、もつて第一の型の利子理論の成果を継承することには、何の妨げもない。また、利子構造の問題を彼らの分析の中で考慮することも容易である。<sup>(3)</sup>このようにしてわれわれは、三つの型の利子理論の融合に達することができる(もしもわれわれが、このように把握された課題を、伸縮的賃銀の場合に対しても固定的賃銀の場合に対しても果しおおせるならば)。

以上三つの型の利子理論の検討を終えたのち、著者は第四部「利子論についての結論的考察」において、みづからの積極的な分析の輪廓を提示する。<sup>(4)</sup>まず

---

(3) Joan Robinson, "The Rate of Interest," in *The Rate of Interest and Other Essays*, London 1952, pp. 1~30 は流動性選好説の立場からする利子構造の問題への一步の接近だと思うが、ルッツのこの書物ではとくにとり上げられていない。

(4) 第四部の冒頭で著者は、つぎのようにいっている(S. 156)。——この部分で独自の完全な利子論を展開しようとは思わない(それだけで一冊の書物が必要である)。ここでは、われわれの考え方を明らかにし、同時にその中における上述三\*

第十四章「方法論的前書」では、短期的視点と長期的視点の問題、その他方法論上の若干問題が考察される。それにもとづいて、「所得受領者の処分行為」(第十五章)ならびに「企業者の投資計画」(第十六章)の分析が行われ、第十七章で「利子率の決定」が論ぜられる。最後の第十八章では、「純粹」理論の範囲外に出て、「實際的な」研究領域における問題の一つ——「投資の利子弾力性」——が検討される。利子問題のこのような「實際的な」側面の研究は、利子の「純粹」理論の一層の研究よりもさらに緊要であると思う、と著者は結んでいる。

## 2

2・1 著者が「資本の限界効率」の概念について述べているところは、つぎのとおりである (S. 124~126)。

資本の限界効率は、耐用資本財の限界単位からその存続期間中に得られると予想される粗収益 (Quasirenten) —— 総収入マイナス経常費用 (可変費用) —— の系列の割引現価を、その限界単位の供給価格に等しからしめる割引率に相当するものであり、別のことばでいえば、耐用資本財の限界単位の内的収益率 (interne Ertragsatz) である。たとえば、存続期間3年の一機械の予想粗収益が1年目の末に  $Q_1$ 、2年目の末に  $Q_2$ 、3年目の末に  $Q_3$  であるとすれば、その機械の内的収益率は次式の  $r$  によって与えられる。(  $C$  はその機械の供給価格を示す。)

$$C = \frac{Q_1}{(1+r)} + \frac{Q_2}{(1+r)^2} + \frac{Q_3}{(1+r)^3}$$

ケインズはこのような概念をもとにして「資本の限界効率表」を構成し、それと利子率との関係から投資量決定の問題を解くのであるが、この解決方法は明らかに不十分なものである。その最も重要な欠陥はつぎのとおりである。

(1) 資本財は確定した存続期間をもつと仮定されていること。資本財の存続期間はどのように決定されるべきかという問題が考慮されていない (また

\* つの型の利子理論の本質的な貢献を位置づけるのに必要な限りにおいて、利子問題解決への道を提示するだけにとどめざるを得ない。——

序文にも同様の趣旨が述べられている (S. 7)。

は、それはすでに解決されたものと仮定している)。

- (2) 運転資本が度外視されていること。粗収益の計算において、耐用資本財を用いて行われる生産過程は何らの運転資本をも必要としない——すなわち、労働や原料への支出はただちに完成生産物の産出に導く——と仮定されている。

運転資本を導入するならば、資本の限界効率表は利子率から独立でないという、ケインズの全理論にとつて想定されなかつた結果が生ずる。耐用資本財に帰属される粗収益を計算するためには、労働や原料の費用とともに運転資本にかかる利子が差し引かれなければならない。それゆえ、資本の限界効率表は利子率とともに変化する——利子率が高いほど粗収益はヨリ小となり、したがって資本の限界効率表はヨリ低くなる——ということになる。

- (3) 各種耐用資本財の存続期間は(それが所与である場合においても)それぞれ異なつた長さをもつ。このような資本財のすべてを(その存続期間の長短にかかわりなく)一つの限界効率表に結合しようとするれば、将来の利子率が時とともに変化すると予想されている場合には、そこに一つの新しい問題が生ずる。この場合、すべての資本財を総合した限界効率表を構成するには、つぎのような方法によらなければならない。

たとえば存続期間3年の一資本財をとつてみる。将来3年間における各年の予想利子率が順次に  $i_1, i_2, i_3$  であるとすれば、第1年目の末におけるその資本財の価値  $V_1$  を次式により計算することができ、

$$V_1 = \frac{Q_2}{(1+i_2)} + \frac{Q_3}{(1+i_2)(1+i_3)}$$

この  $V_1$  を用いて、第1年目の内的収益率  $r$  を

$$C = \frac{V_1}{1+r}$$

によつて計算することができる。この  $r$  が第1年目の利子率  $i_1$  と比較されることになる。

この方法は、すべての資本財に(その存続期間の長短にかかわりなく)適用することができる。そして、資本財に対する投資は、第1年目の内的収益率が第1年目の利子率に等しくなるところまで行われる、ということができ

る。しかしこのやり方は、上記(2)の困難を排除することはできない。また、その帰結は予想されている将来の利子率に依存しており、そのような利子率を前提とすることなしには到達され得ない。

- (4) ケインズは資本の限界効率表を、一産業に対してではなく、経済全体に対するものとして用いた。ここにも問題がある。<sup>(5)</sup>部分均衡分析の用具を一般均衡分析に用いることは許されない。

この困難に対処するため、それぞれの所得水準(したがってそれぞれの総有効需要)に対して別個の限界効率表を構成することがよく行われる。しかし、そのような一の限界効率表の上のどの点まで投資が行われようと、財に対する総需要もしくは所得が同一のままにとどまり得るという仮定は妥当でない。なぜなら、異なる投資量は異なる所得に対応するからである。

## 2・2 資本の限界効率に関する以上のルッツの所論について、わたくしの考えるところを若干つけ加えてみよう。

まず、資本の限界効率が耐用資本財の内的収益率を意味するものと解されている点について。<sup>(6)</sup>この解釈は、『一般理論』におけるケインズの定義からみて、妥当であり、また自然な解釈であると思う。

しかし、資本の限界効率という概念を、運転資本をも含めた広い意味に解することも決して不可能なわけではない。<sup>(7)</sup>その場合には、つぎのような方法で資

(5) 著者はここで、労働需要表についてケインズ自身が『一般理論』でつぎのように述べている箇所——すなわち、個別産業の需要表は、他の諸産業の需要表および供給表の性質についての、また総有効需要量についての、何らかの確定的な想定の上に立ってのみ構成され得るものであって、個別産業についての議論を産業全体に移すことは(総有効需要が固定されているという想定をも移さない限り)妥当でない、と述べている箇所(*General Theory*, p. 259. 塩野谷九十九邦訳書 314頁)——を引用し、同じことが資本の限界効率表(それは投資資金に対する需要表を示す)についても当てはまる、といている(S. 126)。

(6) これは、ケインズのいう「資本資産」(capital-assets)を耐用資本財の意味に解することにほかならない。

(7) たとえば、鬼頭仁三郎『貨幣と利子の動態』(361, 362頁)には、つぎのような解釈がみいだされる。「資本の限界能率が測られる場合のいわゆる資本は、その具体的形態としては、ある財貨を生産するために有機的に組成される一団の諸財貨から成るのであって、土地とか動力設備とか器具とかがそれぞれ個別的にそれに相当するのではない。ケインズが資本の限界能率を説くに当って、資本財なる言葉を避けて資本資産と称しているのはこれがためであろう。ただその場合にも主たる内容をなすものが固定設備であることは云うまでもないところで……(以下略)」(引用に当り、新かな使いに改めた。)

本の限界効率を計算すればよい。(a) 粗収益の計算に当って、運転資本の利子を控除しない。(b) 耐用資本財の存続期間中における運転資本の最終回転から得られる総収入については、それに対応する経常費用(運転資本の最終回転における経常費用)をこれから控除することなく、その全額を粗収益として計上する。(c) 以上のようにして計算された予想粗収益の系列と、投下所要資本(耐用資本財の供給価格プラス所要運転資本)との関係から、資本の限界効率を計算する。

資本の限界効率の概念を以上のように解釈するならば、ルッツの指摘した(2)の難点からまぬがれることができる<sup>(8)</sup>。しかし、(3)の難点からは依然としてぬけ出ることができない。

(3)の難点は、将来の利子率が時とともに変化すると予想されている場合に関するものである。この場合には、異なる存続期間をもつ各種資本財の限界効率はそれぞれ異なる利子率(それぞれの存続期間に対応した利子率)と対比されなければならないが、したがってこれらを、一つの利子率と対比されるべき資本の限界効率表の形に統合することはできないことになる。たとえば、今後3年間の利子率(年利)が $i_1$ であり、それに続く2年間の利子率が $i_2$  ( $i_2 \neq i_1$ )であると予想されている場合、存続期間3年の資本財の限界効率は $i_1$ と対比されるのに、存続期間5年の資本財の限界効率は次式の $i_2$ (今後の5年間に対応する利子率)と対比されなければならないわけである。

$$(1+i_2)^5 = (1+i_1)^3 (1+i_2)^2$$

この場合、存続期間を異にするすべての資本財をまとめて一つの限界効率表を構成しようとするならば、著者の示しているように、たとえば第1年目の限界効率をすべての資本財について計算した上でこれを一つの表に統合し、これと第1年目の利子率とを対比させるという方法をとらなければならない<sup>(9)</sup>。ところがこ

(8) ルッツは別著 Friedrich and Vera Lutz, *The Theory of Investment of the Firm*, Princeton 1951, p. 161 において、耐用資本財投資と仕掛品投資とのあいだに補完性がある場合、仕掛品投資は当然に投資需要表のうちに含まれなければならないのに、それは資本の限界効率表から除外されている——したがって資本の限界効率表と投資需要表とは一致しない、と述べている。本文に示したように資本の限界効率を広い意味に解するならば、この難点からもまぬがれることができる。

(9) これは必ずしも「第1年」である必要はなく、すべての耐用資本財の存続期\*

の方法も、つぎのような難点をもつ。すなわち、(a) この場合の資本の限界効率表は、予想されている将来の利子率に依存する。(b) 予想されている将来の利子率は部分的に当期の利子率に依存すると考えられるから、資本の限界効率表は当期の利子率から独立ではないことになる。すなわち、資本の限界効率表は当期の利子率の水準が異なるのに応じて異なる、ということになる。<sup>(10)</sup>

以上述べたような(3)の難点についての著者の議論は、わたくしも正しいと思う。(2)と(3)の難点は、資本の限界効率表を構成するという方法をとる限り回避できないであろう。そのような難点を伴わない他の方法としては、たとえば著者が別著で示しているように「企業の投資は、将来の収入の流れの現価( $V$ )と将来の費用の系列の現価( $C$ )とを比較し、両者の差( $V-C$ )を極大化するように決定される」という基準を採用するとか、その他これと同様な現価方式(present-value method)にもとづく基準を採用することが考えられる。<sup>(12)</sup>

\* 問のうちで最短の期間(もしくはそれよりも短い期間)について著者の示すような方法で限界効率を計算し(前掲 *The Theory of Investment of the Firm*, p. 159 ではこれを 'net short-term marginal efficiency' 「純短期限界効率」と呼んでいる), その期間に対応する利子率と対比すればよい。

(10) この(b)の点は『利子論』ではふれられていないが、*The Theory of Investment of the Firm*, p. 160 で指摘されている。

(11) *The Theory of Investment of the Firm* の第二章「利潤極大化の諸基準」(Criteria of Profit Maximization) 参照。ここでは(a) [ $V-C$ ] の極大化, (b)  $V/C$  の極大化, (c) 投下総資本に対する「内的収益率」('internal rate of return') の極大化, および(d) 自己資本に対する収益率の極大化という四つの基準が検討され, (a) の基準が最も適当であることが論ぜられている。

(12) この点に関連して、デューゼンベリーのつぎのような指摘は参照に値するであろう (James S. Duesenberry, *Business Cycles and Economic Growth*, New York 1958, pp. 56, 57)。——もしも一の投資の収益が、同時に他の投資が行われるかどうか依存しているならば、限界効率による分析方法を用いることはできない。このような問題は現価方式を用いることによって容易に解決することができる(資金調達のコストがその調達額の大小に関係しないならば)。この場合企業は、どれか一つの投資のみを選ぶか、それともどれか二つ以上の投資を組み合わせるかどうかについて決定しなければならないわけであるが、将来の利潤の現価を極大にする投資が選択されることになる。資金調達のコストがその調達額によって異なる場合でも、本質的には同じことである。——

なお、証券の投資採算においても、利回り方式(収益率方式)と資本還元方式(現価方式)のいずれがより適切であるかという問題がある。これについては拙稿『証券の投資採算における資本還元利率』(「商学討究」第6巻第2号, 昭和30年9月, 1~30頁)で論じたことがある。

つぎに(4)の論点については、わたくしは著者の意見に同意し得ない。その理由はつぎのとおりである。——個々の企業は、経済全体および他の企業の動きについての一定の予想のもとに各自の投資需要表をもつ。このような個々の企業の投資需要表を統合して、経済全体の投資需要表を構成する。これと金融市場の諸条件との関係から経済全体の投資量が決定され、その結果として一の所得水準(総有効需要の水準)が成立する。その結果にもとづいてまた個々の企業は新たな予想を立てる。事態の進行をこのように整理して考えることが許されるとすれば、それぞれの所得水準(それは、企業者によつて予想されている所得水準である)に対して別個の投資需要表を構成すること——すなわち、一の予想所得水準と一の投資需要表とを対応させること——は不当ではないと考えられる。それは、結果として成立する投資量と所得水準との対応関係とは別個の事からなのである。

最後に、(1)の論点については、著者のいうとおりであると思う。たしかに、耐用資本財の存続期間は、技術的に所与であると考えられるべきものではなくて、経済的考慮により決定されるべきもの——経済体系にとって一の未知数とみられるべきものである。<sup>(13)</sup>

### 3 .

3・1 著者は第三部第十章で、貸付資金説についてつぎのようにいつている(S. 118)。——資本市場における信用の供給と需要との関係から利子を説明しようとするこの理論は、資本市場にみらるべき表面現象をまったく正しくとらえている。事実、いかなる利子理論もこれに対して何か反論することはできないであろうと思われる。しかしこの理論はそれ以上のものではない。利子理論は、資本についての供給と需要をさらにどのように分析するかによつて、諸説に分かれるのである。<sup>(14)</sup>

(13) 耐用資本財の存続期間がどのように決定されるかという問題に寄与した理論家として、著者は第一部第三章で Gustaf Åkerman をとり上げているのである。

(14) この箇所の前後で、著者はシュムペーターの利子理論についてつぎのように述べている。——シュムペーターが展開した利子理論は明らかに貸付資金説である。彼の理論がその先行者たちと本質的に異なる点は、信用に対する需要を革新の遂\*

この点についてはわたくしも同意見である。別稿で述べたように、<sup>(15)</sup>「貸付資金説は、もし(i) 貸付資金需給を構成する諸要素が正しく把握され、(ii) それらの構成要素を規定する諸要因が正しく理解され、(iii) 分析上の単位期間およびそれに伴う諸仮定が適切に選ばれるならば、市場利子率一般の決定理論として充分の妥当性をもつ」ものである。

3・2 著者は第三部第十二章「ケインズ以後の議論」の第5節——「V. 利子の流動性説と貸付資金説」——において、つぎのように論じている(S. 142~148)。

(1) 均衡利子率については、貸銀に関するあらゆる仮定のもとで貯蓄と投資はその決定に影響を及ぼす、すなわち均衡利子率はけっして貨幣量と貨幣需要のみの結果ではない(固定的貨幣貸銀のもとで利子率はその最下限に達した場合は別である)。

それでは、そこに成立する利子率が必ずしも均衡利子率に一致しないような短期間における利子率についてはどうか? このような短期間については利子率は貨幣量と貨幣需要のみによつて決定されるという意見があるが、それは正しいかどうか?

いま、所得(正確に言えば予想所得)と貨幣量が与えられているとする。そうすると利子率は、もつぱら貨幣需要(それは利子率および所得の函数である)と貨幣量との関係のみによつて決定されることになる。消費は所得および利子率の函数であるから、上記のようにして決定された利子率は、所与の所得とあいまって、消費の大きさを決定する。投資は利子率および消費の函数であるから、上記のようにして決定された利子率および消費が、投資量を

---

\* 行から生ずる資本需要から導き出したこと、そのような革新がなくても無制限の資本需要が存在するということを認めようとはしなかったこと、他方において信用の供給を原理的には信用創造から導き出し、貨幣的要因のみを強調したこと(ひとたび発展が進行しはじめたならば、貯蓄による信用供給を否定はしなかったけれども)である。彼の先行者たちは貨幣的要因を無視したか、あるいは短期的にのみ意味をもつと考へた。——

(15) 拙稿『流動性選好説と貸付資金説——利子率に関する一考察——』(「商学討究」第7巻第4号〔昭和32年2月〕1~34頁、同第8巻第1号〔昭和32年6月〕25~74頁——金融学会編「金融論選集V」昭和33年10月、43~143頁に再録)の12(結論)を参照。

決定する。<sup>(16)</sup>消費と投資の和が所得であるから、上記のようにして決定された消費と投資は、新しい所得の大きさを与える。これがまた、貨幣量とともに、利子率を決定することになる。以上の過程は、決定される所得が均衡所得になるまでくり返される。——このように考えてくると、それぞれの短い単位期間（それに対する所得がはじめから所与とみなされているそれぞれの短期間）においては、利子率は貨幣需要と貨幣量のみによつて決定されるように見える。他方それは同時に、適応の過程において資本の限界効率表および貯蓄性向がある役割を果し、均衡において成立する利子率の高さに影響を及ぼすことを示している。

しかしながら、そのような短期間についても、貯蓄と投資は利子率に影響を与える、というのが正しい結論である。（著者がこう主張する理由は、次項（2）以下で紹介することにする。）

(2) 貨幣が（商品の購入であれ、生産要素の購入であれ、あるいは有価証券の購入であれ）その期中にはただ一回しか使用され得ないような短い期間を想定する。ヒックスがしたように、この期間を「週」と呼び、すべての取引が「月曜日」に行われると仮定してもよい。（以下の議論は同時に、貸付資金説と流動性説は互いに調和し得るものである、ということを示すであろう。）

家計および企業は、期はじめに一定の財産（資本財、有価証券、現金）をもっている。利子構造の問題を避けるために、有価証券はただ一種類——確定利子付きの無期限債券——のみと仮定する。また、家計は消費財に支出しようとする額をすでに決定しており、企業も同様に投資または再投資（設備、機械等の取替）に支出しようとする額をすでに決意しているものとする。これらの額の合計を取引貨幣と呼ぶ。残りの貨幣額は投機的動機に利用し得るものである。

投機目的の現金需要は、二つの部分に分けることができる。(i) 若干の家

---

(16) この箇所は、Oscar Lange, "The Rate of Interest and the Optimum Propensity to Consume," *Economica*, New Series, vol. 5, 1938, pp. 12~32 において用いられた図解を利用して、説明が行われている。

計および企業は、彼らの保有貨幣から取引貨幣をとりつけた残りの部分をたんに保蔵するであろう。(ii) 他の家計および企業は、有価証券を売ることによつて、追加的現金（有価証券の購入に使用し得る現金）を需要するであろう。この二種類の貨幣需要は、ともに利子率の函数と考えることができる（いずれの場合も、利子率が低いほど貨幣需要はヨリ大となる）。以下、(i) の貨幣需要（単純な保蔵）を利子率  $r$  の函数として  $H(r)$  と書き、同様に (ii) の貨幣需要（有価証券の売却）を  $V(r)$  と書くことにする。ゆえに、投機的動機による総貨幣需要は、 $H(r) + V(r)$  である。利子率は、投機的動機による総貨幣需要が、投機目的に利用し得る貨幣量  $\bar{M}$ （所与）に等しくなる高さに、すなわち

$$(a) \quad \bar{M} = H(r) + V(r)$$

となるように決定される。<sup>(17)</sup>

有価証券の売却による貨幣需要  $V(r)$  に対するものとして、有価証券の購入による貨幣供給がある。これも利子率の函数（それは、利子率が高いほど貨幣供給がヨリ大になるという形をとる）であつて、以下  $K(r)$  と書くことにする。投機目的に利用し得る総貨幣量  $\bar{M}$  から、単純に保蔵される貨幣量  $H(r)$  を差し引いた残りは、明らかに、有価証券市場で購入に向かう貨幣量に一致する。すなわち、

$$(b) \quad K(r) \equiv \bar{M} - H(r)$$

以上から明らかのように、有価証券の売却による貨幣需要  $V(r)$  と有価証券の購入による貨幣供給  $K(r)$  とを一致せしめる利子率の高さは、(a) 式により決定される利子率の高さ（投機目的の総貨幣需要と、それに利用し得る総貨幣量とを一致せしめる利子率の高さ）と同じである。

したがつて、もし有価証券の売却による貨幣需要を貸付資金需要とみると同時に、有価証券の購入による貨幣供給を貸付資金の供給とみなすならば、貸付資金説と流動性説とは同一の帰結に導くことになる。またもし、単純な保蔵を行う者は、自身に対して貨幣を供給するのだと考えれば、 $H(r)$  を貸

(17) 著者は図を用いて説明を進めているが、本稿では、それを数式に書き換えて表現することにする。記号は任意に選んだものである。

付資金の需要と供給の双方に含めることができる。そうすれば、貸付資金の需要は投機的動機による総貨幣需要に一致すると同時に、貸付資金の供給は投機目的に利用し得る総貨幣量と一致することとなり、両説は同じことになつてしまう。

- (3) 有価証券の売却による貨幣需要  $V(r)$  は、旧証券（既存の証券）の売却によることもあり、新証券（その期に発行される証券）の売却によることもある。新証券の売却による貨幣需要が  $V(r)$  のうちに（したがつて投機目的による総貨幣需要のうちに）含まれているとすれば、投機目的による総貨幣需要は部分的には、企業が調達資金を次期以降の投資に用いる場合に得られると予想される収益に依存することになる。すなわち、資本の限界効率<sup>(18)</sup>は、短期間における利子率の決定に対しても影響を与える一要因である。

旧証券の売却についても、その一部分は、これから得られる貨幣を投資に用いようとする企業によつて行われるであろう。この部分の貨幣需要に対しても、資本の限界効率表は一の役割を演ずるわけである。

- (4) 有価証券の売却により得られる貨幣を次期の投資に用いようという意図にもとづく貨幣需要を、投機目的の貨幣需要に含めるとするならば、同様の意図にもとづく銀行信用への需要をこれに含めてはならないという理由はまったく存在しない。そこで、銀行組織が貨幣量を一定に保つという仮定を外し、銀行信用の供給は利子率の函数であると仮定すれば、投機目的に用い得る貨幣量は、利子率の函数として  $M(r)$  と書くことができる。これは、利子率が高いほどより大となる。それと同時に、銀行信用に対する需要が、投機的動機による総貨幣需要のうちに含まれることになる。

かくして、投機目的の総貨幣需要は、つぎの諸部分から構成される。

(イ) 単純な保蔵による貨幣需要

(ロ) 保蔵を目的とする有価証券の売却による貨幣需要

(18) 著者はここで、ケインズ自身も後の論文 (“The ex-ante Theory of the Rate of Interest,” *Economic Journal*, vol. 47, 1937, pp. 241~252) において、‘finance’ のための貨幣需要が流動性選好函数の中に入れられねばならないこと（つまりは、資本の限界効率が短期間における利子率に対しても影響を及ぼすこと）を認めた、と指摘している。

(ハ) 次期の投資を目的とする有価証券の売却による貨幣需要

(ニ) 銀行信用に対する需要

このように異なった性質をもつ諸部分をまとめて一の函数に統合することは、(ハ)と(ニ)の貨幣需要が資本の限界効率により決定されるということ、および(イ)と(ロ)の貨幣需要のみがまさに「投機的動機による貨幣需要」と名づけられるべきものであることを、不明瞭にしてしまう。

(5) 資本の限界効率は、またもう一つのやり方で短期間における利子率に影響する。

さきに、家計および企業の保有貨幣を二つの部分に分け、一部分は取引目的に向けられ、他の部分は投機目的に用い得るものとしたが、このような二分割は恣意的なものである。まず企業の保有貨幣をとってみよう。さきに、資本財および生産要素への支出に向けられる貨幣部分を取引貨幣としたのであるが、保有貨幣のうちどれだけが取引目的のためにとつておかれるかは、明らかに資本の限界効率に依存する。資本の限界効率が与えられているとすれば、利子率が低いほど、取引目的のためにとつておかれる貨幣量はヨリ大となるであろう。いい換えれば、保有貨幣のうちどれだけが投機目的に利用し得るものとして残されるかは、資本の限界効率と利子率とに依存する。したがって、貨幣量一定という仮定をとる場合においてすら、投機目的に利用し得る貨幣量は（所与の大きさではなくて）利子率が高いほどヨリ大となる、とみななければならない。

他方、貯蓄もまた、短期間における利子率の決定に一の役割をはたす。たとえば家計の保有貨幣のうちどれだけが消費目的のためにとつておかれるかは、有価証券の購入に利用し得る貨幣量に影響し、かくして利子率に影響を与えることになる。

(6) われわれの議論は明らかに、いくつかの「限界」を同時に考察しなければならないことを示している。まったく一般的に、つぎのよういことができる。家計は当期においてその財産（有価証券と貨幣）を、各人ごとに〔保有される貨幣の最終単位が与える満足〕と〔消費に向けられる貨幣の最終単位がもたらす満足〕と〔有価証券に投ぜられる貨幣の最終単位からの収益

が与える満足〕とがすべて均等になるまで交換する。また企業は、〔投資に向けられる最終貨幣単位からの収益〕と〔有価証券の購入に向けられる最終貨幣単位からの収益〕と〔保有される最終貨幣単位からの「心理的」な収益〕とが均等となるまで、その財産（資本財、有価証券および貨幣）を交換する。

このように、貨幣の競争的諸用途がすべて考慮されなければならないのであつて、短期間についても、流動性需要のみが利子を決定するということとはできないのである。

3・3 著者の以上の所論について、若干の考察を加えてみよう。著者の導き出した結論はつぎの二つである。第一は、その期に成立する利子率が必ずしも均衡利子率に一致しないような短期間における利子率（以下簡単に「市場利子率<sup>(19)</sup>」と呼ぶことにする）の決定についても、貯蓄と投資は影響を及ぼすということ、第二は付随的な問題に関するもので、利子の流動性説と貸付資金説とは同一事に帰着するということである。

第一の問題については、結論そのものに異議はない。別稿で示したようにわたくしは、投資函数および貯蓄函数は一般に、均衡利子率の決定にも、また市場利子率の決定にも一の影響をもつ、と考えるものである。<sup>(20)</sup>しかしながら、著者の推論の過程には若干の疑問点がある。

(a) 前項の(4)で紹介したように、著者は、投機的動機にもとづく貨幣需要を四つの機成部分——(イ) 単純な保蔵による貨幣需要、(ロ) 保蔵を目的とする有価証券の売却による貨幣需要、(ハ) 次期の投資を目的とする有価証券の売却による貨幣需要、(ニ) 銀行信用に対する需要——に分けているが、このように分けるとすれば「銀行信用に対する需要」は銀行貸付に対する需要と解されなければならない。これに伴ない、貨幣供給の側における「銀行信用の供給」も銀行貸付を意味することになり、銀行組織は有価証券を購入・保有す

(19) これは、前掲拙稿『流動性選好説と貸付資金説』において用いたのと同じ用語法である（「商学討究」第7巻第4号4頁、「金融論選集V」46頁参照）。

(20) 前掲『流動性選好説と貸付資金説』の9・7, 10・4（「商学討究」第8巻第1号52, 53, 56, 57頁、「金融論選集V」115, 116, 120~122頁）参照。

ることがないという仮定に立っていることになるが、<sup>(21)</sup>このような仮定は妥当であるかどうか、またそれは著者の真意であるかどうか？ いずれにしても、「銀行信用」の意味について説明が欲しかったと思う。

(b) 投機的動機による貨幣需要の上記四つの構成部分のうち、(イ)と(ロ)の二つのみがまさしく「投機目的による貨幣需要」と呼ばれるべきものである、と著者はいつているが、そしてそのことは正しいが、流動性選好説の主張者のうちだれも、(ハ)と(ニ)を投機的動機による貨幣需要に含めて考えたものはいない。むしろ、彼らはそれを見落していた、というべきであろう。

なお、(ハ)と(ニ)の貨幣需要——すなわち将来の投資支出に用いられるべき貨幣に対する保有需要——は、取引貨幣需要（活動貨幣需要）のうちに含めるのが妥当である。<sup>(22)</sup>

(c) 著者がここで批判の対象としている議論——短い単位期間における市場利子率は、投機目的の貨幣需要とそれに利用し得る貨幣量のみによって決定されるものであつて、投資函数および貯蓄函数はその決定に参与しないという議論——は、おそらく F・モジリアーニのそれであろうと思われる。<sup>(23)</sup> しかしながら、貨幣的要因を強調する流動性選好説は、ほんらい（市場利子率を問題とするものではなくして）均衡利子率の解明を課題としていること、したがつて上述の議論はむしろ系論的地位にあり、流動性選好説の批判は均衡利子率の問題を中心として行われるべきものであることを見落してはなら

(21) そうでないとするれば、著者は「銀行信用」という語を同時に二様の意味に——すなわち、供給の側においては銀行貸付および銀行の証券購入の意味に、これに対して需要の側では銀行貸付のみをさすものとして——用いていることになる。

(22) S. C. Tsiang, "Liquidity Preference and Loanable Funds Theories, Multiplier and Velocity Analyses: A Synthesis," *American Economic Review*, Vol. XLVI, No. 4, 1956, pp. 539~555 および前掲拙稿『流動性選好説と貸付資金説』の7・4, 7・5, 11・2（「商学討究」第8巻第1号36~39頁, 58~60頁, 「金融論選集V」96~98頁, 123~126頁）参照。

(23) Franco Modigliani, "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money," *Econometrica*, 12, 1944, pp. 45~88, (reprinted in *Readings in Monetary Theory*, selected by a Committee of The American Economic Assorciatin, pp. 186~239) 参照。これに対する批判については、拙稿『流動性選好説と貸付資金説』の10・2, 10・3（「商学討究」第8巻第1号54~56頁, 「金融論選集V」118~120頁）参照。

ないと思う。<sup>(24)</sup>

つぎに第二の問題——流動性選好説と貸付資金説とは同じことに帰着するという著者の議論——について考えてみよう。この点については、わたくしは必ずしも著者の結論に同意し得ない。

著者の論証の仕方は、S・C・チャンが試みた方法と類似のものであつて、<sup>(25)</sup>つぎのような問題点を残している。

(i) 単位期間に関する想定があまりにも非現実的である。ヨリ現実的な単位期間の想定を用いても、貸付資金需給の均等と貨幣需給の均等とが同じ帰結に導くことを証明することができる。<sup>(26)</sup>ただし、貸付資金需要と投機目的の貨幣需要とが一致すると同時に、貸付資金供給と投機目的に利用し得る貨幣量とが一致するということは、著者の想定するような条件のもとでなければ導き出すことはできない。だが、そのような結論を導くことは、いまの問題にとって別に必要なことではないし、また投資支出のための貨幣保有需要を投機目的の貨幣需要に含めることは(著者自身指摘しているように)妥当ではない。

ii) 著者のように、貸付資金需給の均等と貨幣需給の均等とが同じ帰結に導くということを理由に、貸付資金説と流動性選好説との結論の一致を説くことは、形式的な論議であつて、両説の実質的な差異を考慮しないものである。流動性選好説はほんらい均衡利子率の解明を課題にするものと解さるべ

(24) 前掲『流動性選好説と貸付資金説』の 12 (結論) 参照。

(25) Tsiang, *op. cit.*, pp. 548~555.

著者の論証がチャンのそれと異なっている点は、(i) チャンは取引貨幣をも含めた総貨幣需給をとり上げているのに、著者は投機目的の貨幣需要とそれに対する供給のみをとり上げていること、(ii) チャンは、その期に受け取られた粗所得はその期のうちにはいかなる特定の用途にも支出することができず、また金融取引は各期のはじめにすべて完了してしまい、あとは支出計画が実行されるだけである、という単位期間を想定したのに対して、著者は、貨幣がその期中にはただ一回しか取引(財、生産要素の取引のみならず、金融取引をも含む)に使用され得ない単位期間を想定していることである。

このチャンの想定ならびにその論証方法の概要、およびその批判については、拙稿『流動性選好説と貸付資金説』の 5・4, 11・2, 11・3 (「商学討究」第7巻第4号16~20頁, 第8巻第1号58~61頁, 「金融論選集V」60~64頁, 123~127頁) 参照。

(26) この点については『流動性選好説と貸付資金説』の 9・3 (「商学討究」第8巻第1号, 46, 47頁, 「金融論選集V」108~110頁) を参照されたい。

きであるのに対して、貸付資金説はその理論構造からみて市場利子率の決定を分析する理論と考えられるべきものである。<sup>(24)</sup>このように解するのでなければ、流動性選好説のもつ独自の性格が見失われてしまうことになるであろう。

3・4 著者は同じ第十二章の第六節——「VI. J. R. Hicks と A. P. Lerner」——において、流動性説と貸付資金説とは同一事に帰すること、および貯蓄と投資は利子率に何らの影響をも及ぼさないことを示そうとしたA・P・ラーナーの議論<sup>(27)</sup>をとり上げ、つぎのように批判している (S. 150~153)。——第一の点については原理的には異議はない。しかしその論証の仕方は不十分である。第二の点については、すでに述べたところから明らかなように、まったく賛成できない。ラーナーの論証は誤りを含んでいるはずである。(以下の行論はラーナーの示した図を用いて進められているのであるが、本稿では数式の形に書き直して紹介することにする。)

ラーナーは貸付資金説をつぎのように定式化する。利子率は信用需給により決定される。その供給は貯蓄、負保蔵および追加的信用から成り、需要は投資資金需要と保蔵から成る。保蔵と負保蔵については、経済全体としての両者の差額のみをとり、純保蔵なら需要側に、純負保蔵なら供給側に位置せしめることにすれば、利子率は

$$S(r) + K(r) = I(r) + N(r)$$

となるように決定される。ここに  $S(r)$  は貯蓄、 $K(r)$  は追加的信用、 $I(r)$  は投資資金需要、 $N(r)$  は純保蔵を示し、すべて利子率  $r$  の函数として表わされている。このようにして決定される利子率において、貯蓄  $S$  と投資  $I$  は必ずしも一致せず、また追加的信用 (追加的貨幣)  $K$  と純保蔵  $N$  も必ずしも等しくならない。

この理論に対してラーナーはつぎのように批判する。第一に、均衡において

(24) [前頁]

(27) A. P. Lerner, "Alternative Formulations of the Theory of Interest," *Economic Journal*, vol. 48, 1938 (S. E. Harris (ed.), *The New Economics*, New York 1947 および A. P. Lerner, *Essays in Economic Analysis*, London 1953 に再録) —— 日本銀行調査局訳, セイモア・E・ハリス編「新しい経済学」第3分冊 191~220頁。

は貯蓄と投資は等しくなければならないのに、上記の理論では両者は必ずしも等しくない。第二に、経済全体としては追加的貨幣と純保蔵は事実上必然的に一致しなければならないのに、上記の理論では両者の一致しない事態が成立し得ることになる。

ラーナーによれば、正しい議論はつぎのとおりでなければならない。均衡においては貯蓄と投資は等しい。この貯蓄=投資を以下  $\dot{S}(r)$  で表わす。これは、所与の利子率に対しては、貯蓄と投資がちょうど等しくなるような一定の所得が対応することを示すものである。したがって  $\dot{S}$  のそれぞれの値は、異なる所得の値に対応しているわけである。貸付資金の供給は  $\dot{S}(r)+K(r)$  であり、その需要は  $\dot{S}(r)+N(r)$  であるから、追加貨幣量  $K$  と純保蔵  $N$  とが等しくなるときにのみ貸付資金供給は一致する。なお、既存の貨幣量を  $M_0$  で表わせば、総貨幣供給は  $M_0 + K(r)$ 、総貨幣需要は  $M_0 + N(r)$  であるから、貨幣供給が均等となるときには、同時に貸付資金供給も一致しているということが出来る。

かくしてラーナーはつぎのような結論に達する。(i) 利子率は流動性函数—— $N(r)$  または  $M_0 + N(r)$  ——と貨幣量—— $K(r)$  または  $M_0 + K(r)$  ——とによつて決定される。(ii) 供給側に貯蓄を加え、需要側に投資を加えても、結果は変わらないから、貸付資金説と流動性選好説とは同じ結論に導く。(iii) 貯蓄も投資も利子率に何の影響を与えることもできない。貯蓄と投資は互にひとしいのだから、 $N(r)$  と  $K(r)$  により決定される利子率の高さを変えることはできないのである。

以上のようなラーナーの所論に対して、著者はつぎのように批判している。

- (1)  $N(r)$  または  $M_0 + N(r)$  は、仮定的なそれぞれの利子率に應ずる現金需要の大きさを示す真の需要函数であつて、所与の所得を前提として構成されるべきものである。これに対して  $\dot{S}(r)$  は、貯蓄と投資の均衡点を示すものであつて、真の需要函数ではない。 $\dot{S}(r)$  のそれぞれの値は、それぞれ別個の所得の大きさに対応するものである。したがって、 $N(r)$  に  $\dot{S}(r)$  を加え合わせることは明らかに意味をなさない。
- (2) ラーナーにあつては、利子率が貨幣量と流動性需要とにより決定される

ということは、明らかに、たんにそう仮定されているのである。この利子率が一定の所得を生み、この利子率と所得とに対応して  $\dot{S}$  の値がきまる。そのさい流動性函数が一定の所得に対してのみ構成されること、および所得は結局のところ投資および乗数（それは貯蓄に依存する）との相互作用のうちに決定されるものであることが、見落されている。貯蓄と投資の均衡点は一定の所得を伴うのであり、一定の所得は特定の流動性函数を伴うのである。それゆえ、一定の流動性函数  $N(r)$  または  $M_0 + N(r)$  から出発して、これに単純に  $\dot{S}(r)$  を加え合わせることは許されない。

- (3) 貯蓄と投資は利子率に影響しないという理論に向けられた批判にもかかわらず、ラーナーはその後この見解を固持している<sup>(28)</sup>。その理由とするところは、つぎのとおりである。——信用の受領は、それが投資に用いられないときにのみ利子率を高め、信用の供給は、貯蓄を源泉としない場合にのみ利子率を低める。なぜなら、投資は所得を高め、この所得からついに投資に等しいだけの貯蓄が生ずる。逆に貯蓄は所得を減少させ、それに応じて投資もそれだけ少なくなる。ゆえに利子率は、流動性需要と貨幣量によつてのみ解明され得る。——

ラーナーは、流動性函数が所得（それは貯蓄と投資により決定される）に依存していることを完全に無視している点において誤っている。

3・5 ラーナーの所論に対する著者の批判は正しいと思う。チャンのいつているように、<sup>(29)</sup>流動性選好函数が実質的には（消費函数や投資函数とまったく無関係なものではなくて）消費函数・投資函数および不活動貨幣需要函数の一種の合成函数であることが、ここに省みられるべきである。

しかし他面、ラーナーの問題にしている利子率が（市場利子率ではなくて）均衡利子率であることを、著者としてはもつと積極的に理解すべきではなかつたらうか？ そうすれば、ラーナーの利子理論を均衡利子率の位置の描写とし

(28) A. P. Lerner, *Economics of Employment*, New York 1951, pp. 108, 116.

(29) Tsiang, *op. cit.* (拙稿『流動性選好説と貸付資金説』「商学討究」第8巻第1号93頁、「金融論選集V」126頁)。

て解釈することが可能となつたであろう。<sup>(30)</sup> もちろん、ラーナー自身が、市場利子率の問題と均衡利子率の問題とを明瞭に区別しなかつたことは認められなければならないが、またすべての貨幣保有を「保蔵」として取り扱つた点は、均衡利子率の位置の解明をも不十分にするものとして批判されねばならないが。

#### 4

4・1 著者みずからの積極的な分析の輪廓を提示する第四部「利子論についての結論的考察」の最初の章（第十四章「方法論的前書」）において、著者は、利子の問題を解明するためには（a）変動する経済を考察の対象としなければならないが、また（b）その変動過程から一単位期間を切り取つて分析しなければならないことを指摘したのち、二・三の方法論上の問題を取り上げて考察している。以下、問題別に項を改めて紹介することにする。

4・2 著者はまず、「短期的視点」と「長期的視点」の問題を取り上げ、以下のように論じている（S. 156～159）。

しばしばつぎのように主張される——短期的視点からいえば利子率を決定するものは貨幣的要因であるが、長期の視点からいえば実物的要因（資本の生産力と貯蓄）が利子率に決定的な影響を及ぼす、と。

これに対して、長期は短期間の連鎖から成るのだから、もしもおのおのの短期間において貨幣的要因が決定的影響をもつものであるならば、長期的な帰結も、順次に連なるそれぞれの短期間における貨幣的要因の作用の結果であるほかはない、という反論が出るであろう。この反論は理解できないものではないが、しかし正しくない。利子問題の解明のためには、短期の視点と長期の視点との関係を明らかにすることが必要である。

ベーム・バヴェルクは、貨幣量の増大は一時的にのみ利子に影響を与えるもので、時の経過とともに一般的価格上昇が起り、利子率は（生産力と貯蓄に変化が生じなければ）ふたたびもとの高さにもどる、と考えた。それは、貨幣量の増大に対する経済システムの適応が、時の遅れを伴なつて行われるという考

(30) 拙稿『流動性選好説と貸付資金説』の 9・6, 9・7（「商学討究」第 8 巻第 1 号 50～54 頁、「金融論選集 V」113～117 頁）参照。

え方である。貨幣量の増大は、はじめは利子率のみに影響し（押し下げる）、価格はもとのままである。一定の時間が経過してはじめて、価格が上昇し、利子率はもとの高さまで引き上げられる。直ちに起ることと、一定期間の後に起ることとの相違が、適応過程における時の遅れの存在から説明されるのである。

かくして、利子率を短期間について解明しようとする方法をわれわれがとる場合には、つぎのような困難におちいる。

(1) 一方において、資本市場における事態の進行が所得や絶対価格・相対価格などに対して（その期のうちには影響を与えず）後の期間になつてはじめて影響を及ぼすという仮定のもとに、まったく短期的な視点を取り、たんに資本市場の事態のみを分析するという方法が考えられる。この方法によると、第二期の分析においては、第一期に根ざす適応現象を考慮に入れねばならず、さらに第三期の分析には、第二期および第一期に根ざす適応現象を考慮しなければならないであろう。このような分析は実行できない。第一に、理論上の複雑性をもちきたすだけでなく、第二に、何よりも重要なことだが、異なる先行諸期間のすべてから互に入り交つて波及する適応現象に日付を打つことは、まったく恣意的となるであろう。なぜなら、経済システムにおける個々の要素の適応の反応速度をわれわれは知らないからである。この点についてある仮定を設けることはできるだろうが、しかし、可能な仮定は無数にあり、どの仮定をとつても、他のそれぞれの仮定よりすぐれているとはいえないであろう。

(2) 他方において、その期のうちに適応が行われると仮定したらどうか？

これは静的理論（ただしこの場合には、変動する経済の一期間について適用された静的理論）の方法であり、ワルラスの用いた一般均衡分析の手法（ただしここでは一時的均衡を問題とする）である。この方法は、その導く帰結が現実的ではあり得ないという欠点をもつ。事実上、すべての適応が同時に起るものではないからである。この方法は、いかなる長期的結果が期待されるべきであるかを示すものであり、その長期的結果がその期のうちに生ずると仮定しているのである。

しかし、この方法が非現実的な帰結に導くのと同様に、時の遅れを顧慮する方法もまた非現実的な帰結に導く。なぜなら、経済システムの諸要素の反応速度が未知であつて、それについて恣意的な仮定しかとり得ないからである。われわれはここで理論の限界につき当るのである。

短期的視点と長期的視点との対比については、これをつぎのように理解することができる。前者は、資本市場の事態に注意を集中し、賃銀および価格はさし当り所与（前期と同じ）とみなす。つまり部分均衡分析の方法を用いるのである。これに対し後者は、適応が同時に行われると仮定するもので、一般均衡分析の手法を用いる。

疑もなく、資本市場の経過の直接の作用は利子率の上のみ生じ、他の適応の大部分は後になつてはじめて起るものだから、その限りにおいて短期的分析方法はヨリ現実的である。しかしそれは、資本市場の変化が及ぼすあらゆる影響を解明することはできず、第二期以降については非現実的となる。なぜなら、第二期以降についてもまた、所得および諸価格を所与として取り扱い、各期ごとの所得および諸価格の差異を何ら説明しないからである。それゆえ、理論として一般に可能な限りをつくそうとする利子論は、部分均衡分析の領域にとどまることはできない。

しかし、一般均衡分析の方法をとる場合においても、すべての適応がその期のうちに行われると仮定するのは行き過ぎである。所得および諸価格の適応がすべてその期のうちに行われると仮定することは許されるけれども、実物資本の構造が新事態に直ちに適応するとみなすことは許されない。通常の場合には每期、既存の資本財のうち、将来その取替が行われまいであろう程わずかの粗利潤しかあげないものが若干存在するであろうけれども、この適応（その資本財の除去）がその期に直ちにされると仮定することは不当であろう。実物資本構造の適応は、数期間にわたつて徐々にのみ行われるものである。実物資本の構造は、単位期間に一般均衡分析を適用する場合においても、たとえば労働力の供給などと同じように、期はじめに与えられるものとして取り扱わなければならない。

4・3 続いて著者がとり上げる方法論上の第二の点は、つぎのとおりである

(S. 159~160)。

利率の解明のために単位期間分析と一般均衡分析の方法をとる場合、問題は大体つぎのようになる。

消費者は期はじめに一定の財産（現金と有価証券）をもっている。彼らの所有する耐用消費財は無視することができる。また、問題があまりに複雑になるのを避けるためには、有価証券のうち株式を考慮外におくことが便利であろう。<sup>(31)</sup> 他方、利子構造の問題を解くためには、満期を異にするさまざまな確定利子つき証券の存在を想定しなければならない。

消費者はまた、当期において一の所得を予想する。解明さるべき問題は、(a) 消費者がその所得のうちどれだけ消費に用い、どれだけを貯蓄（彼らの財産への付加）に向けるかということ、および (b) 彼らの新貯蓄と既有財産との総体（著者はこれを「総貯蓄」*Bruttoersparnisse* と呼ぶ）をいかなる形態で保有するかということである。この分析にもとづいて、資本市場の各部分市場への彼らの資金供給が導き出される。

企業者も期はじめに一定の財産（実物資本財・現金および有価証券）をもっている。彼らは投資計画を決定し（それは利子構造に依存するものとして分析されねばならない）、またその投資をいかなる金融形態によりまかなうかをきめなければならない。同時に、いかなる有価証券をどれだけ保有するかについても決意しなければならない。これらの点を分析することにより、資本市場の諸部分における彼らの資金需要（ならびに供給）、および生産諸用役に対する需要が導き出される。

資本市場の第三の参加者は銀行組織である。諸銀行がどれだけ貸出すかは彼らの流動性に依存し、その流動性はまた中央銀行の政策により決定される。銀行が資本市場のどの部分に貸出すかは合理的な考量により決定され得るのだが、実際には主として流動性の原則——預金の一定最小限の割合を現金で保有し、さらにある割合を短期貸出等の形で保有するという原則——により決定さ

---

(31) ここで著者は、J. Robinson, "The Rate of Interest," *op. cit.*; Friedrich and Vera Lutz, *Theory of Investment of the Firm*, *op. cit.* 等においては、株式が考察の範囲内に入れられていることを注意している。

れる。なお、第一次接近としては、ケインズのように所与の貨幣量から出発することが便利であろう。

最後に、借手としての国家がある。国家の借入総額は利潤計算により決定されるものではないから、たんに所与として取扱わなければならない。ただし国家もその利子負担を最小にしようとするから、資本市場のどの部分から借入れるかが、決定されるべき問題となる。

このようにして、想定されるそれぞれの利子構造に対して資金の需要と供給を決定することができる。そしておそらく、当期の資本市場を均衡に導く一の利子構造が成立するに至るであろう。いうまでもなく、この均衡利子構造は、経済システムの他の諸変数（賃銀、諸価格等）が決定されるに至る適応過程において成立するであろう。

以上が、利子問題解決のための一般的な枠である。

#### 4・4 方法論上の第三の点として、著者はつぎのように述べている (S.160)。

われわれの考え方から明らかなように、資本という語を実物資本財の総貯蔵という意味に解する場合には、「資本の限界生産力」という表現は用いないようにしなければならない。このような意味における資本の限界生産物は、一般に定義することができない。

われわれはせいぜい、当期における投資の限界効率について語り得るにとどまる。しかしそれさえも疑問がある。既存の実物資本はたんに、一の価格をもつ用役給付を生むだけである。既存の実物資本の価値は、用役給付の価値を当期に決定される利子率で資本化することにより見いだされる（ただ一つの利子率しか存在しないものと仮定して）。その結果、既存の実物資本が利子を生むという外観が生ずるのである。われわれの分析においては、資本の限界生産力という概念を避けなければならない。

#### 4・5 以上紹介した著者の方法論上の議論のうち、第二の点 (4・3) および第三の点 (4・4) については、とくに異議はない。しかし、第一の点 (4・2) ——「長期的視点」対「短期的視点」の問題——については、若干の検討を必要とするように思われる。

まずこの問題に関する著者の議論を整理してみると、つぎのようになる。

—変動する経済の一単位期間について利子率の決定を説明するにさいし、「短期的視点」をとることはとりもなおさず下記 (A) の分析方法をとることであり、また「長期的視点」をとることはすなわち下記 (B) の分析方法をとることである。

(A) 当期の資本市場の動き（貸付資金および利子率の動き）に対する所得・賃銀・諸価格等の適応は（当期中には生ぜず）後の期になつてはじめて行われるものと仮定する。資本市場の分析に当つては、所得・賃銀・諸価格等をさしあたり所与（前期のそれらと同じ）とみなして、当期の資本市場における事態の進行をそれだけ切り離して分析する。そして、当期の所得・賃銀・諸価格等の決定については、適応の時の遅れに関する一定の仮定を設けて、これを分析する。<sup>(33)</sup>これは一の部分均衡分析にはほかならない。

(B) 資本市場の動きに対する所得・賃銀・諸価格等の適応が、すべてその期のうちに行われるものと仮定し、当期における所得・賃銀・諸価格・利子率等の同時的決定を分析する。ただし、実物資本の構造については、その適応が当期中には行われぬものとし、労働力などとともに所与として取り扱う。この方法は一の一般均衡分析にはほかならない。

(A) の分析方法はつぎのような欠点をもつ。(i) 適応の時の遅れを顧慮するため分析がきわめて複雑になる。(ii) 適応の時の遅れに関して、まったく恣意的な仮定を設けるほかはない。(iii) 各期ごとの所得・諸価格等の差異を何ら説明することなく、それらを所与として取り扱う。<sup>(33)</sup>それゆえ、利子率の解明のためには、このような部分均衡分析の領域にとどまるべきではなく、どうしても (B) の一般均衡分析の方法によらなければならない。後者も、その導く帰結が非現実的だという欠点をもつが、理論のなし得るところには限界があ

(32) 著者は S. 158 において、(A) の分析方法は、各期ごとの所得・諸価格等の差異を何ら説明することなく、それらを所与として取扱うものだといっている。この点からすると、(A) の分析方法は資本市場の経過のみを分析し、所得・賃銀・諸価格等の決定の分析を放棄するものである、とも解釈される。しかし、S. 157 における著者の叙述からみれば、(A) の分析方法は、所得・諸価格等の適応の時の遅れについて一定の仮定を設け、それらの決定を考察するものと解釈される。ここでは後の解釈をとることとする。

(33) 前述のように解釈するとすれば、この批判 (iii) は当たらない。前註 (32) 参照。

り、やむを得ない。——

以上の著者の議論について第一に指摘しなければならない点は、著者のあげている分析方法 (A) と (B) の中間に、下記 (C) のような分析方法が考えられるのではないか、ということである。

(C) 当期の資本市場の動きに対する所得・賃銀・諸価格等の適応が、(全面的にはではないが) ある程度まで当期のうちに進行すると仮定する。当期の資本市場の動き (貸付資金および利子率の動き) は、当期の所得・賃銀・諸価格等——それらは、当期の資本市場の動きに対してある程度の適応を実現する——とともに同時的に決定されるものとして取り扱われる。<sup>(34)</sup>

このような分析方法は、著者によれば「短期的視点」に立つものとして分類されるだろうと思われるが、これは、「部分均衡分析」というよりはむしろ「一般均衡分析」に属するものというべきであろう。そう解してさしつかえないとすれば、利子率解明のための分析方法としては、(A)「短期的視点」に立つ「部分均衡分析」、(C)「短期的視点」に立つ「一般均衡分析」、(B)「長期的視点」に立つ「一般均衡分析」という三つの方法が考えられることになる。

第二に指摘しなければならない点は、著者の主張する (B) の分析方法は、「市場利子率」を問題とするものではなくて、「均衡利子率」を問題とするものだということである。資本市場の動きに対する所得・賃銀・諸価格等の適応がすべてその期のうちに実現されるものと仮定し、利子率はそれらとともに同時的に決定されるものとして期間分析を行うことは、ケインズが『一般理論』で試みたのと同様な短期均衡状態の分析を行うことに等しい。それにより解明される利子率は「均衡利子率」である。

しかるに、「短期的視点」に立つ分析方法 (A) および (C) の解明しようとする利子率は、「市場利子率」——その期の利子率が必ずしも均衡利子率に一致しないような短期間における利子率——なのであつて、(B) とはその解こうとする問題を異にしているのである。したがつて、著者のように (A) と (B) とを直接に比較して、その優劣を論ずることは妥当でない。「短期的視点」と

(34) 前掲拙稿『流動性選好説と貸付資金説』の 7・3 (「商学討究」第 8 巻第 1 号 31~36 頁、「金融論選集 V」90~96 頁) で示した分析方法はその一例である。

「長期的視点」との相違は、結局のところ、変動する経済を分析するにさいして、継起分析 (sequence analysis) の方法をとるか、あるいは均衡分析 (equilibrium analysis) の方法をとるかの相違に帰着する。

他方において、同じ「市場利子率」を問題とする (A) と (C) の範囲内では、異なる諸方法を直接に比較し、その優劣を論ずることは意味がある。一般的にいつて、諸要因の適応における時の遅れに関し、なるべく現実に近い仮定をとる分析方法がヨリすぐれているといい得るであろう。<sup>(35)</sup> (もちろん、過度の複雑化を避けることも必要であるが。) なお、著者の指摘しているように、時の遅れに関する仮定はどうしても恣意的にならざるを得ないが、これも現在のところではやむを得ないであろう。

第三に指摘しなければならない点は、上述のように著者は「均衡利子率」を問題にしていると解されるにもかかわらず、(本書第四部における著者の積極的議論から明らかに察せられるように) 利子率について貸付資金需給による分析方法をとっているということである。わたくしが別稿で述べたように、貸付資金需給によつて均衡利子率を解明することはたしかに可能であるが、均衡利子率の位置——広くいえば、短期均衡状態における諸変数の値——を解明するには流動性選好説の方がヨリ適切なのではないだろうか。<sup>(36)</sup> 著者が流動性選好と貨幣量により利子率を解明する方法をとらなかつたのは、(a) 著者が流動性選好説を(均衡利子率よりはむしろ)市場利子率を分析するものと解釈したこと、それに関連して(b)流動性選好説は貯蓄および投資の利子率に対する影響をまったく無視するものであると考えたこと、に起因するものと推察される。<sup>(37)</sup>

(35) 既述のように著者は、この点に関する異なる仮定についてその優劣を判定することはできないといっているが、必ずしもそうとはいえない。現実にヨリ近いかどうかについて(精確ではなくとも)ある程度の判定を下し得る場合もあると考えられるからである。たとえば、拙稿『流動性選好説と貸付資金説』の7・1~7・3(「商学討究」第8巻第1号25~36頁、「金融論選集V」83~96頁)における、さまざまな仮定の比較・検討を参照されたい。

(36) 拙稿『流動性選好説と貸付資金説』の9・2, 9・4, 9・7(「商学討究」第8巻第1号44~46頁, 47~48頁, 52~53頁, 「金融論選集V」106~108頁, 110~111頁, 115~117頁)参照。

(37) 本稿3・2の(1), 3・3の(c), 4・2等を参照。著者は流動性選好説\*

もつとも、著者は均衡利子率の位置ないしは均衡状態を解明するだけではあきたらず、均衡状態を成立させるに至るメカニズムを明らかにしようとして貸付資金需給による分析方法をとつたのだと解釈することも不可能ではない。それならば著者の分析方法は妥当である。ただし、著者の議論のうちに、このような解釈を導くに足るほどの明白な根拠は見いだされない。

(以上に続いて、第十五章以下に提示される著者の積極的分析をとり上げるのが至当だと考えられるが、これは別著『企業投資の理論』<sup>(38)</sup>と合わせて検討した方がよいと思うので、別の機会に譲ることにする。)

— 1958. 10. 21 —

---

\* を、「利子率はもっぱら貨幣量と流動性選好とによって決定され、貯蓄と投資はこれに何らの影響をも及ぼし得ない」と主張する理論だと考えているようであるが、われわれのように流動性選好説は均衡利子率の位置を解明しようとする理論であるという解釈に立つならば、これは当たっていない。なぜなら、流動性選好説は均衡利子率に対する貯蓄と投資の間接的な影響(所得の動きを通じての影響)を明らかに認めているからである。

(38) Friedrich and Vera Lutz, *Theory of Investment of the Firm*, *op. cit.*