

流動性選好説と貸付資金説 (I)

—— 利子率についての一考察 ——

木 村 増 三

1. 開 題
2. stock approach と flow approach
3. 市場利子率と均衡利子率
4. 貸付資金説の定式 (I)
5. 貸付資金説の定式 (II)
6. 貸付資金説の定式 (III)
- (7 以下次稿)

1. 開 題

1・1 証券価格の問題は必然的に利子率の問題につながる。なぜなら、証券価格はその本質において、市場機構を通ずる収益の資本化 (capitalization) であり、いわば「延長された利子現象」にはほかならないからである。それゆえ、証券価格の研究は、利子率の研究を前提としなければならない。わたくしがここで利子率の問題をとり上げようとする意味は、その点にある。

1・2 利子率の決定については、周知のように、異なる角度から接近しようとする二つの理論がある。その一つは流動性選好説 (liquidity preference theory) であり、他の一つは貸付資金説 (loanable funds theory) である。

流動性選好説は、貨幣 (money) に対する需要とその供給との関係から利子率の決定を説明しようとするもので、貨幣需給説ともいわれる。これに対して貸付資金説は、貸付資金 (貸付可能資金 loanable funds) に対する需要とその供給との関係から利子率の決定を説明しようとするもので、貸付資金需給説あるいは資金需給説ともいわれる。

1・3 流動性選好説と貸付資金説との関係については、つぎのようなくつかの問題を提起することができる。

(1) それらは、同じ問題に対する二つの異なる解答であるのか? それとも、

それぞれ異なる問題に対する解答であるのか？

- (2) もし同じ問題に対する二つの異なる解答であるとすれば、それらは本質的に対立するものであるのか？ それとも、本質的には同じ解答であつて、ただ表現方法が異なるだけであるのか？
- (3) もしそれらが同じ問題に対する互にあいられない二つの解答だとすれば、そのどちらが正しいか、あるいはどちらがすぐれているか？
- (4) もしそれらが同じ問題に対する本質的に同じ解答であつて、ただ表現方法を異にするだけであるとすれば、どちらの表現方法がヨリ適切であるか？
- (5) もしそれらが、それぞれ異なる問題に対する解答であるとすれば、それらは互に関連をもたないのか？ それとも、何らかの関連をもつのか？
- 本稿では、これらの問題について考えてみたいと思う。

2. stock approach と flow approach

2・1 流動性選好説と貸付資金説との、接近方法における明らかな相違点の一つは、流動性選好説が有高による分析 (stock approach) であるのに対して、貸付資金説が流量による分析 (flow approach) であるという点に見いだされる。⁽¹⁾

すなわち、流動性選好説において貨幣需要 (demand for money) というのは、ある数量の貨幣有高 (money stock) を需要すること、いい換えればある数量の貨幣を「保有」しようという欲求 (あるいは、人々が保有しようとする貨幣の数量) を意味し、また貨幣供給 (supply of money) というのは、ある数量の貨幣有高を供給すること、いい換えればある数量の貨幣を存在させ、

(1) この点については、たとえば、

D. H. Robertson, "Mr. Keynes and the Rate of Interest," *Essays in Monetary Theory* (1940), pp. 7, 8.

Abba P. Lerner, "Interest Theory—Supply and Demand for Loans, or Supply and Demand for Cash?" in *The New Economics*, edited by Seymour E. Harris (1948), pp. 659, 660.

Lawrence R. Klein, *The Keynesian Revolution* (1950), pp. 121~123.

S. C. Tsiang, "Liquidity Preference and Loanable Funds Theories, Multiplier and Velocity Analyses: a Synthesis," *American Economic Review*, Vol. XLVI, No. 4, Sept. 1956, pp. 539~555.

等を参照されたい。

それを公衆に保有・使用させていること（あるいは、そのようにして現存する貨幣の数量）を意味する。

これに対し、貸付資金説において貸付資金の需要 (demand for loanable funds) というのは、融資取引における需要、すなわち融資を受けることによつてある数量の貨幣を手に入れようという欲求（あるいは、融資取引を通じて人人が手に入れようと欲する貨幣の数量）を意味し、また貸付資金の供給 (supply of loanable funds) というのは、融資取引における供給、すなわち融資を行うことによつて、ある数量の貨幣を手放すのと引換に融資資産——融資にもとづく請求権——を取得しようという欲求（あるいは、人々がそのようにして融資資産と引換に手放そうとする貨幣の数量）を意味する。したがつて、貸付資金の需要と供給は、融資取引の客体である「貸付資金としての貨幣の流れ」についての需要と供給にはかならないのである。

2・2 この例にみられるように、需要・供給という語には、二つの異なる使い方があつた。その二つの場合を明瞭に区別するために、わたくしは、一般に有高 (stock) についての需要と供給を「有高需要」および「有高供給」と呼び、流量 (flow) についての需要と供給を「取引需要」および「取引供給」と呼ぶことにしている⁽²⁾。流動性選好説における貨幣需要および貨幣供給は「有高供給」に属し、貸付資金説における貸付資金の需要および供給は「取引供給」に属するわけである。

2・3 利子率は金融取引——融資取引および既発行証券の売買取引の双方を含めて、こう呼ぶことにする——において決定されるものであるから、利子率の決定は、直接には金融取引における供給 (取引供給) により説明されるべきものである。貸付資金説は、そのような直接的説明方法をとろうとする理論にはかならない。

これに対して流動性選好説は、金融取引における取引供給が根本的には貨幣についての有高供給により規定されている点に着目して、貨幣供給から間接に

(2) 「有高供給」および「取引供給」の概念の証券への適用については、拙稿『証券市場現象とその基盤』（商学討究第5巻第2号、昭和29年10月、pp. 15~48）の(一)および(二)、『投資配分の選択——証券投資需要の形成過程』（商学討究第5巻第4号、昭和30年3月、pp. 43~83）の(一)、および『個別証券の市場価格』（商学討究第7巻第2・第3号、昭和31年12月、pp. 171~194）を参照されたい。

利率の決定を説明しようとする理論であるということができよう。

3. 市場利率と均衡利率

3.1 流動性選好説が以上のような stock approach による間接的説明方法をとろうとするのはなぜであろうか？ その重要な理由の一つは、つぎの点にあると思われる。すなわちそれが、経済システムの短期均衡を分析しようとする理論体系の一環たる役割を担って生まれ出た理論だということである。

したがって、いま、金融市場においてそれぞれの期間ごとに出会う取引需給の関係から決定されるべき利率を「市場利率」と呼ぶことにし、経済システムの短期均衡という特定の状態において市場利率がおちつくべき位置（すなわち短期均衡において他の諸変数と均衡関係に立つ市場利率の高さ）を「均衡利率」と呼ぶことにすれば、流動性選好説の本来の課題は、市場利率一般を説明することではなくて、均衡利率の位置を解明することであつたと考えられる。

ところが、市場利率一般の直接的決定要因である金融市場の取引需給をもつてしては、均衡利率の位置を決定し、市場利率を均衡利率の位置に引きつけようとするメカニズムを説明することができない。そこで、そのようなメカニズムを規定する要因を貸付資金需給以外のところに求め、それを貨幣需要と貨幣供給の均等化という点に見いだすことによつて成立した理論が、流動性選好説であつたと考えられる。

これに対して、金融市場の取引需給による直接的説明方法をとろうとする貸付資金説は、その理論構成から見て、流動性選好説が問題にするような経済の特定の局面だけでなく、経済のあらゆる局面における市場利率一般を説明しようとする理論であるということが出来る。

3.2 以上のように、流動性選好説および貸付資金説はその本来の課題を異にしており、それぞれの課題に適する理論構成を意図したものであると解して誤りないとなれば、両説をそのままの形で対比させて、その間の関係をつぎのように問うことは、正しい問題の提起とはいえないであろう。

(a) 両説は同一問題に対する異なる解答であるという暗黙の前提のもとに、

それらは本質的にあいられない理論であるのか、それとも本質的には同じ解答に帰着する理論であるのかを問うこと。

- (b) 以上の問に対するある解決——明示的または暗黙の解決——の上に立つて、本質的に両説のうちのいずれが正しいか（またはいずれがすぐれているか）を問い、あるいはどちらの表現方法がヨリ適切であるかを問うこと。

3.3 したがって、流動性選好説と貸付資金説との関係についての正しい問題の提起は、まずつぎの二問から始められなければならないと思われる。

- (a) 市場利子率一般の決定についての理論的説明として、貸付資金説はどの程度の妥当性をもつか？
(b) 均衡利子率を決定するメカニズムの理論的説明として、流動性選好説はどの程度の妥当性をもつか？

しかし、提起されるべき問は、これだけにはとどまらない。

両説はその本来の課題を異にするといつても、貸付資金説は市場利子率一般を問題にするものであり、流動性選好説は特定の状態における市場利子率の位置（均衡利子率）を問題にするものであつて、双方の問題は互に密接な関連をもっている。したがって、もし両説がいずれも正しいならば、それらは互に調和的であり、補完的であるはずである。そこで先の (a), (b) とならんで、つぎの問が提起されなければならない。

- (c) いままでに主張されている形において、両説のあいだにはどのような調和的接合点が見いだされ、またどのような不調和な対立点が見いだされるか？ さらに、そのような対立点については、どちらの説くところがヨリ妥当であるか？

また、以上の (a)~(c) の問に関連して、利子率の決定に対する stock approach と flow approach の適用可能範囲について、つぎのような問を提起することができるであろう。

- (d) 流動性選好説が用いている貨幣需給による分析方法 (stock approach) をもつて、市場利子率一般の決定を説明できないであろうか？
(e) 貸付資金説が用いている資金需給による分析方法 (flow approach) をもつて、均衡利子率の位置を決定するメカニズムを説明できないであろう

か？

以上のような諸問題について、これから考えていきたいと思う。

4. 貸付資金説の定式 (I)

4.1 貸付資金説の理論構成からみて、つぎのようにいうことは誤りではないと思われる。——もし、貸付資金説が、貸付資金の需要および供給を構成する諸要素を正しく把握し、またそれらの構成要素を規定する諸要因を正しく理解しているならば、市場利子率一般の決定理論としての貸付資金説の正しさについては、疑いの余地がない。

4.2 D・H・ロバートソンによれば、⁽³⁾ 利子率は貸付資金の市場貸付価格であり、他の市場価格と同様に、「(観察のために選ばれた一定期間中に、さまざまな貸付価格において、人々が市場に出そうとする貸付資金の額および人々が市場から取り去ろうとする貸付資金の額を示すところの) 供給表および需要表の相互作用によつて成立すると考えることができる」ものである。そして、貸付資金の供給および需要は、つぎの諸要素から成る。

(1) 貸付資金の供給

- a. その期の貯蓄
- b. 「資金の解放」 (“disentanglings”) —— 過去においてなされた貯蓄で実物資本に化体されていたものが、その期に実物資本の形から解放されて、実物資本への再化体のために利用し得る状態になつたもの。
- c. 「純負保蔵」 (“net dishoardings”) —— 「以前に貯蓄または解放され、いまままで貯蔵されていた貨幣で、いまや貯蔵から引き出されて市場に出されるもの」から、「その期に貯蓄または解放され、市場に出されない貨幣」を差し引いたもの。
- d. 銀行貸出 (証券保有を含む) の純増加 —— その期の新しい銀行貸出の総額 (gross amount) から、(その期の資金解放または貯蓄から行われる) 銀行への返済額を差し引いたもの。

(2) 貸付資金の需要

- a. 実物資本の新しい増加分を形成するための支出に用いられるべき資金

(3) Robertson, *op. cit.*, pp. 2, 3.

- b. 現存実物資本の維持または取替のための支出に用いられるべき資金
- c. 貯蔵されることになるべき資金
- d. その期の所得を超過する消費支出に用いられるべき資金

4.3 ロバートソンは、以上のような貸付資金の供給項目ならびに需要項目について、つぎのような注釈をつけ加えている。⁽⁴⁾

- (1) 供給項目の a および需要項目の a についてはある程度まで、また供給項目の b および需要項目の b についてはより大なる程度まで、需要者と供給者が同じ人であることがよくある。彼らは、本来の意味における市場には現われず、彼らの行動が利子率の動きに高度に敏感であると仮定することは、完全に現実と一致しているとはいえない。つまり企業の行動には（とくに運転資本から解放された資金の再投下については）ある点まで自動的尺度があるであろう。しかし、この自動化の程度を過大視すること、すなわち運転資本においてさえも負投資がいつでも生じ得るという点を見おとすことは、誤りであろう。
- (2) 上述の市場需給の諸項目を用いて利子率に接近するという方法によれば、現存する保有貨幣を証券に換えようとし、あるいは現存する保有証券を貨幣に換えようとする現象を取り扱うことには何の困難もない。まして（利子率がすでにそれを阻止するに充分なだけ動いたため）そのような交換がまったく生じない事態を取り扱うことは、さらに容易である。この場合には、需要側および供給側の関係項目は、零において均等化するだけである。
- (3) ここでは、特定の時期に人々がどのように行為しようとしているかという点が問題なのであるから、需給の諸項目を、そのときに人々に開かれている選択に関連させることができるような意味に解することが絶対に必要である。つまりそれらの項目は、意図的 (intentional) または「事前」 (“ex-ante”) な意味に解さるべきであつて、いやしくも「事後」 (“ex-post”) な意味に解してはならない。

したがつて、「貯蓄」や「保蔵」に、資金市場の取引が終了したのちに生ずる貨幣保有高の意図せざる増加分（または減少分）を含めてはならない

(4) *Ibid.*, pp. 3~6.

し、「投資」と恒等的に等しいとされる「事後的」な貯蓄概念や、貨幣総量の増加と必然的に等しいとされる「保蔵」概念などを、ここに用いてはならない。資金供給の一項目としての貯蓄は、「以前に受け取られた所得と、その期の消費支出との差額」と解するのが妥当である。

4・4 以上のロバートソンの所説について、若干の検討と解釈を加えてみよう。

(1) 貸付資金需給の諸項目が意図的（事前的）な意味に解されなければならないという点については、問題はない。

(2) 需要項目の *c* (貯蔵されることになるべき資金 *funds destined to be put into store*) は、いかに解すべきか？

ロバートソンの注釈(2)から、資金需給のうちには既発行証券の売意図および買意図が含まれていることは明らかである。他方において、新たに借入や証券発行を行つてこのような資金を手に入れようとする場合は、実際には起らない。したがつて需要項目の *c* は、公衆がその保有証券を売つて、資産保有の一形態としての貨幣保有に乗り換えようとする意図をさしているものと解される。

(3) 既発行証券の売意図のうち、証券間の乗換のための売意図や、負債返済のための売意図は、ロバートソンの資金需要項目にも、また資金供給側の控除項目にも含まれていない。それはなぜか？

証券間の乗換のための売意図は、それに見合う買意図と結びついている。その双方を合わせた純効果は、ロバートソンの供給項目によつて市場に出される貸付資金の量に、何ものをもつけ加えず、またそれから何ものをも取り去らない。このゆえに、それらの売意図および買意図は、ともにロバートソンの需給項目から除外されたのだと考えられる。

負債返済のための売意図は、意図される返済と見合つている。したがつて、その返済が公衆に対するものである場合については、上述と同じ理由によつて、その売意図も返済意図も、ともにロバートソンの需給項目から除外されたのだと考えられる。

これに対して、その返済が銀行に対するものである場合には、その売意図と返済意図とを総合した純効果は、貯蓄・資金の解放・純負保蔵および新たな銀行貸出（証券購入を含む）によつて市場に出される貸付資金の一部を取り去ることになる。したがつてそれらは、合わせて一つのものとして、資金供給側の控除項目に掲げられなければならないものである。

ところでロバートソンのリストでこの点に関係がある項目は、供給項目のdにおける控除項目——「その期の資金解放または貯蓄から行われる銀行への返済」——である。ここにいう「銀行への返済」には、銀行の保有証券売意図も含まれる。資金解放または貯蓄「から行われる」というのは、狭く解すれば「から直接に行われる」ということにならうが、ここでは「から間接に行われる」をも含めた広い意味において、資金解放または貯蓄「を源泉とする」と解すべきであらう。そう解するとしても、そこには、純負保蔵および新たな銀行貸出（銀行の証券買意図を含む）を源泉とする銀行への返済が含まれていない。このようにロバートソンが、銀行への返済資金の源泉を資金解放と貯蓄だけに限定していることは正しくない。

先にも述べたように、銀行への返済意図と結びついた既発行証券の売意図は、貯蓄・資金解放・純負保蔵および新銀行貸出によつて市場に出される貸付資金の全体からその一部分を取り去るものであつて、返済資金の源泉をとくに貯蓄と資金解放に限るべき理由はない。また、銀行の保有証券売意図についても同様であつて、それに買い向うべき資金の源泉に特別の限定はないはずである。

それゆえ、ロバートソンの供給項目dにおける控除項目は、上記のあらゆる資金源泉から行われるものを含めた意味において、「銀行への返済（銀行の保有証券売意図を含む）」と修正さるべきである。

(4) 以上のような修正を加えた上で、ロバートソンの資金供給項目をわたくしなりに整理してみると、つぎのようになる。

貸付資金の源泉は、貯蓄・資金解放・負保蔵および銀行の新貸出（プラス証券購入）の4項目である。これらが貸付資金の「供給」となる前に、二つの控除項目（いわば漏れ）がある。その一つは「保蔵」であつて、これは貯

蓄および資金解放からの漏れである。他の一つは銀行への返済（プラス銀行の証券売却）であつて、これは資金源泉の全体からの漏れである。以上を表に示すと、

$$\left. \begin{array}{l}
 \text{貯蓄} \\
 + \text{資金解放} \\
 + \text{負保蔵} \\
 + \text{銀行の新貸出} \\
 \text{(および証券購入)}
 \end{array} \right\} \begin{array}{l}
 - \text{保蔵} \\
 \\
 \\
 \\
 \end{array} \left. \begin{array}{l}
 \\
 \\
 \\
 \\
 \end{array} \right\} \begin{array}{l}
 \\
 \\
 - \text{銀行への返済} = \text{貸付資金の供給} \\
 \text{(および銀行)} \\
 \text{(の証券売却)}
 \end{array}$$

となる。ロバートソンのリストでは、「負保蔵マイナス保蔵」をc項目として「純負保蔵」と呼び、「銀行の新貸出マイナス銀行への返済」をd項目として「銀行貸出の純増加」と呼んでいるわけである。

- (5) ロバートソンは、貸付資金需給の項目分けについて、ある要素を需要側への附加として記入するか、それとも供給側からの控除として記入するか（あるいは、ある要素を供給側への附加として記入するか、それとも需要側からの控除として記入するか）ということは、ある程度まで任意の問題であるといつている。そして、上掲の彼のリストは、可能な多数のものの中の一つにすぎないが、それは注意すべき主要点を明らかに示すものと思われる、とつけ加えている。⁽⁵⁾

そこで、可能なる他のリストを二・三つくつてみよう。以下、簡単のため、ロバートソンの需要項目のaを「追加投資資金の需要」、同じくbを「再投資資金の需要」、同じくcを「証券から貯蔵貨幣への乗換」、同じくdを「消費資金の需要」と呼ぶことにしよう。

- (i) 需要側のc「証券から貯蔵貨幣への乗換」は、供給側cの負保蔵や保蔵と同じ型の動機および考慮によつて導かれるものと考えてよいであろう。そこで、これを需要側から供給側に移し、「保蔵」概念を拡大してこれを含ませるということも可能であろう。これにより需要側のc項目は消去され、供給側のc項目「純負保蔵」はその意味内容を変えることになる。

(5) *Ibid.*, p. 2.

(ii) 需要側の d 「消費資金の需要」は、意図される負貯蓄 (dissaving) にほかならず、供給側 a の貯蓄と同じ型の動機および考慮によつて導かれるものと考えてよいであろう。そこで、これを需要側から供給側に移し、これを貯蓄からの控除項目とすることも可能であろう。この場合には需要側の d 項目は消去され、供給側の a 項目は、〔貯蓄マイナス負貯蓄〕という意味において「純貯蓄」 (net saving) となる。

(iii) 以上 (i) および (ii) の書き換えの結果はつぎのようになる。

供給側——純貯蓄+資金解放+純負保蔵+銀行貸出純増加

需要側——追加投資資金の需要+再投資資金の需要

(iv) 「資金の解放」は、生産物の販売によつて実現されるものであるから、資金供給の項目としては、意図的な (すなわち利子率のいかんに応じて決意されるような) ものであるよりもむしろ、決意に対する所与という性格のものである。したがつてこれを、供給側から需要側に移しても、大きな支障はないであろう。

そうすると (iii) の需要側は〔追加投資資金の需要- (資金の解放-再投資資金の需要)〕と書き直される。ここに (資金の解放-再投資資金の需要) は、〔当期の資金解放-当期解放資金の再投下意図〕、すなわち意図される負投資 (disinvestment) にほかならないから、資金需要は〔追加投資資金の需要-意図される負投資〕と書くことができる。さらにこの差額を「純投資資金の需要」と呼ぶことにすれば、つぎのようなりストが得られる。

供給側——純貯蓄+純負保蔵+銀行貸出の純増加

需要側——純投資資金の需要

また、「意図される負投資」を資金供給側に配置することにすれば、つぎのリストが得られる。

供給側——純貯蓄+負投資 (意図される)+純負保蔵+銀行貸出の純増加

需要側——追加投資資金の需要

(6) ロバートソンのリスト (ならびにそれを書き換えた以上のリスト) は、す

すべての銀行預金を貨幣概念に含めるという立場からつくられている。このことは、銀行に関連する供給項目が「銀行貸出（および証券保有）の純増加」となっていることから明らかである。それでは、銀行預金のうち振替可能のもの（小切手や振替票によつて通貨として流通することの可能な銀行預金）のみを貨幣に含め、その他の銀行預金（振替不能型の銀行預金）を貨幣概念から除外する立場からいうと、どのようなリストになるか？

(i) 前者の立場からすれば、振替不能型の銀行預金は貯蔵貨幣の一形態である。したがつて、公衆の振替不能型銀行預金の保有高を増加しようとする意図は保蔵の一部分を構成し、またそれを減少しようという意図は負保蔵の一部分を構成する。

ところが後者の立場からすれば、このような増加意図および減少意図は、保蔵および負保蔵から除外されることになる。したがつて〔公衆の振替不能型銀行預金の増加意図－その減少意図〕を「振替不能型銀行預金の純増加意図」と呼ぶことにすれば、前者の立場における「純負保蔵」と後者の立場における「純負保蔵」との関係は、次式のようにになる。

後者の「純負保蔵」＝前者の「純負保蔵」＋振替不能型銀行預金の純増加意図

(ii) つまり後者の立場からすれば、振替不能型銀行預金の増加意図は、貸付資金の源泉のある部分を公衆の手から銀行の手へ移そうとすることであつて、それは資金供給側における漏れを意味するものではない。また振替不能型銀行預金の減少意図は、貸付資金の源泉のある部分を銀行の手から公衆の手へ移そうとすることであつて、それ自身が貸付資金の一の源泉であるのではない。

そこで、公衆の振替不能型銀行預金の純増加意図は、公衆の意図する銀行への貸付資金純移管額にほかならず、そのようにして移管されるべき資金純額は、銀行貸出純増加の一の源泉たる意味をもつことになる。銀行貸出純増加のもう一つの資金源泉は、銀行の貨幣供給高（後者の立場における）の純増加である。それは、銀行の意図する貸出純増加の、公衆が銀行へ移管しようとする資金純額を超過する部分にほかならない。

- (iii) したがって後者の立場からすれば、純投資資金の需要のみを需要側とする場合の供給側の項目は、つぎのようになる。

貸付資金の供給 = 純貯蓄 + 純負保蔵 (後者の立場における) + 銀行の
貨幣供給純増加 (後者の立場における)

これを前者の立場からする資金供給項目、すなわち

貸付資金の供給 = 純貯蓄 + 純負保蔵 (前者の立場における) + 銀行貸
出純増加 (すなわち、前者の立場における銀行の貨幣供給純増加)

と比較してみれば、貸付資金供給の総額は、いずれの立場からするも等しいことがわかる。なぜなら [純負保蔵 + 銀行の貨幣供給純増加] の合計は、どちらの立場からみても等しいからである。⁽⁶⁾ ゆえに、いずれの立場をとる場合においても、

貸付資金の供給 = 純貯蓄 + 純負保蔵 + 銀行の貨幣供給純増加
と書くことができる。

5. 貸付資金説の定式 (II)

5.1 A・P・ラーナーは、流動性選好説の立場から貸付資金説を批判してつぎの2点を指摘している。⁽⁷⁾

- (1) 利子率は貸付資金に対して支払われる価格であるから、貸付資金に対する需要と供給が等しいところの水準になければならないということは否定でき

(6) 先にも述べたように、

後者の「純負保蔵」= 前者の「純負保蔵」+ 振替不能型銀行預金の純増加意図
図であり、また

後者の「銀行の貨幣供給純増加」= 前者の「銀行の貨幣供給純増加」(すなわち銀行貸出純増加) - 振替不能型銀行預金の純増加意図
であるから、

後者の [純負保蔵 + 銀行の貨幣供給純増加] = 前者の [純負保蔵 + 銀行の貨幣供給純増加]

なお、後者の立場における貨幣は、通貨 (現金通貨および預金の通貨の双方を含む意味における) とその範囲を同じくする。それゆえ、混乱をさけるために、後者の立場においては「通貨」という語を用いた方がよいと思われる。拙稿『通貨流通の一見取図——証券流通の研究への準備的一考察』(商学討究第6巻第3号、昭和30年12月、pp. 79~109) は、貨幣流通を後者の立場から観察したもので、そこでは「通貨」という語を用いた。

(7) A. P. Lerner, *op. cit.*, pp. 655~661.

ない。また、実際の利子率が、貸付資金の需要者と供給者によつて事実上同意されるものであることも否定できない。しかし、それだからといつて利子率は貸付資金の需給によつて決定されるということは正しくない。そういふ得るためには、貸付資金の需要と供給とが原則として互に独立であることが必要であるのに、実際には、貸付資金の需要の変化が供給側にひじょうに重大な影響を与えてその変化をよび起すこと（あるいは、供給の変化が需要側に重大な影響を与えてその変化をよび起すこと）が多いからである。

たとえば、貸付資金の需要の増加にもとづいて投資支出が増加すると、それは乗数過程を通じてつぎつぎに所得の増加分をもたらす、それらの増加所得のある部分は貯蓄されて貸付資金市場に供給される。このようにして誘発される貸付資金供給の増加は、市場に対する（つまり利子率に対する）貸付資金需要の増加の影響を、部分的にまたは全面的に相殺するであろう。

以上のような、貸付資金の需要・供給の一方の変化が他方に及ぼす影響は、それが結果として出てくるまでには時間を要するであろう。また、原因となつた変化と誘発される変化との相対的大きさについては、いろいろ議論が分れるであろう。しかしこれらは、他の目的にとつては重要であつても、いま問題にしている利子率「決定」の議論においては重要でない。

(2) 貸付資金説は、その需要と供給が互に独立であるような短い期間——一方が変化しても、それに誘発される他方の変化が現われるだけの余裕のない期間——を考える場合には充分である、という議論があるかも知れない。このような場合には、貸付資金の需要の増加は利子率を引き上げる効果をもたらすということは正しい。しかしこの場合でも、利子率は貸付資金需給の函数である、ということとはできない。むしろそれは、貸付資金需給の「変化率」の函数である。

いま、貸付資金の需要が増加したとする。貸付資金の供給は、はじめはもとのままであるが、やがて徐々に増大して、ついには需要と同じだけ増加するに至る。それ以後は、需要も供給も同じ程度だけ以前より大きくなつていふのだから、利子率が以前より高い水準に維持される理由はない。利子率が以前よりも高い水準に維持されるのは、需要の増加率が引続きその高い水準

にある場合だけである。この場合、利子率を引き上げるものは、ヨリ大なる貸付資金需要ではなくて、ヨリ大なるその増加率である。

5・2 以上のラーナーの論点について、若干の検討を加えてみよう。

(1)の論点は、市場利子率一般の決定理論としての貸付資金説の妥当性を否定する理由にはならない。しかしそれは、貸付資金説がその妥当性を主張し得るためには、貸付資金の需要と供給が互に独立であるような期間を分析上の単位期間としなければならないことを示している。

(2)の論点は、分析期間の選定が正しく行われた場合の貸付資金説の妥当性を否定する理由にはならない。ラーナーの考えている例においても、各期の利子率はまさしく、その期の需要曲線と供給曲線によつて決定されているのである。すなわち、はじめは需要曲線が右方へ移動するのに供給曲線は不動であるから、利子率は上昇する。期間の経過とともに、（需要曲線はもはや動かないのに）供給曲線は逐次右方へ移動するから、利子率はしだいに低下する。各期の利子率はまさしく貸付資金の需要と供給の函数である。貸付資金需給の「変化率」の函数であるのは、利子率ではなくて、利子率の「変化」であるというべきである。

5・3 貸付資金説にとつて、分析上の単位期間をどのように定めるかは重要な問題である。

ロバートソン⁽⁸⁾は、貯蓄と保蔵に関連する分析を行う際に、その単位期間として、彼が「日」(“day”)と呼ぶ特定内容の期間概念を考え出した。それは、ある「日」に受け取られた所得は、その「日」のうちにはいかなる特定の用途にも充用し得ない、という期間である。したがつて、ある「日」における可処分所得——その「日」に、貯蓄すべきかそれとも支出すべきかという問題が生ずるところの所得——は、その「日」に受け取られる所得ではなくして、前「日」に受け取られた所得である。ある人の、ある「日」における消費支出が、その可処分所得（前「日」受け取つた所得）よりも少ないときに、ロバートソンはその差額を、その「日」におけるその人の「貯蓄」と呼ぶ。

(8) D. H. Robertson, "Saving and Hoarding," *Essays in Monetary Theory*, p. 65.

ロバートソンはまた、彼の分析の出発点となる最初の「日」が、「貨幣有高が社会の実質所得または産出高の構成部分との最終的交換において一回だけ流通するところの期間」（すなわち、貨幣の所得速度が1である期間）に一致すると仮定するならば、分析はひじょうに単純化されるであろうと述べている。⁽⁹⁾

5・4 S・C・チャン⁽¹⁰⁾は、ロバートソンにしたがって「日」の概念を用い、貸付資金説をつぎのように定式化している。

(1) 前提

- (i) 個人（または企業）がある日に受け取った所得（または売上金）は、その日のうちには、いかなる特定の用途にも充用できないものと仮定する。⁽¹¹⁾

(9) *Ibid.*, p. 65.

ここでロバートソンが「貨幣有高が社会の実質所得または産出高の構成部分との最終的交換において一回だけ流通するところの期間」というのは、ある期の終りにおける貨幣有高とその期の所得とが等しい期間、または（同じことだが）次の期のはじめにおける貨幣有高が次の期の可処分所得（その期の所得）に等しいところの期間を意味する。このような期間は必ずしも貯蔵貨幣（不活動貨幣）の存在を排除しない。なぜなら取引貨幣（活動貨幣）の所得速度が1より大であるかもしれないからである。

ところが、「最初の日」がこのような期間に一致しているとすれば、「日」においては取引貨幣の所得速度は1より大ではあり得ないのであるから（それは1に等しいか、または1より小であるから）、そこには貯蔵貨幣の存在は許されない。また、貯蔵貨幣が存在せずして貨幣の所得速度が1なのであるから、そこでは取引貨幣の所得速度は1であるほかはない。

なお、この論文では「保蔵」はつぎのように定義されている。「ある人が、各日のはじめにおける〔彼の貨幣保有高+彼の可処分所得〕の割合を引き上げるような手段をとるときに、彼は保蔵しつつあるといわれる。」(*Ibid.*, p. 67) これは一見、貯蔵貨幣を増加しようとする行為を意味しているごとくであるが、必ずしもそうとはいえない。なぜなら、ロバートソンの分析における「次の日」以降は、貨幣の所得速度が1であるという仮定は外され、貯蔵貨幣の存在が許されると同時に、取引貨幣の所得速度も必ずしも1にしばられない（1より小であり得る）ことになるからである。

したがって、ここにいう「保蔵」は、貯蔵貨幣保有高を増加しようとする行為と、取引貨幣の所得速度を低下（または上昇）させようとする行為との合成物を意味し、前掲の“Mr. Keynes and the Rate of Interest”における保蔵概念——それは貯蔵貨幣保有高を増加しようとする行為のみを意味する——とはその内容を異にしているわけである。

(10) S. C. Tsiang, *op. cit.*, pp. 545~555.

(11) ここでチャンは、ロバートソンの「日」の規定の上にさらに「売上金 (sales proceeds)」をつけ加えることによつて、取引貨幣（活動貨幣）の〔所得プラス売上高〕に対する流通速度が1に等しいか、または1よりも小である期間を想定してい *

- (ii) 貸付資金市場におけるすべての取引は、各日のはじめに完了してしま
い、その日の残余の時間中には、人々はその支出計画（消費支出および投
資支出の計画）を、既存の貨幣または借入れた貨幣によつて実行するだけ
であると仮定する。
- (iii) 各日のはじめに決定されるべき各日の利子率は、ただ一つであると仮
定する。

(2) 定義

- (i) ある日のはじめに貸付資金市場にとつて利用可能な純貯蓄は、前日の
純所得と、その日に計画される消費支出との差額として定義される。
- (ii) 同様に粗貯蓄 (gross saving) は、前日の粗所得とその日の計画消費
との差額として定義される。ここに前日の粗所得 (gross income) という
のは、〔前日の純所得プラス前日の資金解放〕である。

(3) 貨幣有高

各日のはじめ（貸付資金の取引が行われる前）には、その日の可処分粗所
得（前日に受け取られた粗所得）はすべて貨幣の形をとつており、各経済主

* ることになる（前記註 (9) 参照）。しかるにチャン自身は、実際には（彼の定式化
から明らかなように）活動貨幣の「社会の総支出」に対する流通速度が1である期
間を想定しているのである。

活動貨幣の「社会の総支出」に対する流通速度が1である期間は、「社会の総支
出」の範囲をどのように規定するかにしたがつて、いくつかの場合に分れる。

(i) もし社会の総支出を〔消費支出プラス純投資〕の範囲に規定するならば、
それは、活動貨幣の所得速度が1である期間にはかならない。

(ii) ここでチャンが考えている社会の総支出はそれとは異なり、〔消費支出プ
ラス粗投資〕を範囲とするものである。彼のいう粗投資は〔純投資プラス資金解
放〕に等しいから、彼の考える社会の総支出は〔純所得プラス資金解放〕に等しい
わけであつて、彼はこれを粗所得と呼ぶ。ゆえにチャンの想定する単位期間は、活
動貨幣の粗所得に対する流通速度が1である期間にはかならない。ただし、彼のい
う粗投資は、通常の意味における粗投資（すなわち〔純投資プラス減価償却〕に等
しい粗投資）とは異なることに注意する必要がある。別の面からいえば、彼のい
う粗所得は、通常の意味における粗所得（すなわち〔純所得プラス減価償却〕に等
しい粗所得）とは異なるということである。

(iii) 社会の総支出を〔消費支出プラス（通常の意味の）粗投資〕の範囲に規定
するならば、活動貨幣の社会の総支出に対する流通速度が1である期間は、活動貨
幣の（通常の意味における）粗所得に対する流通速度が1である期間にはかならな
いことになる。

貸付資金説において想定さるべき単位期間としては、以上三つの場合のいずれを
用いることも可能である。

体は、〔前日に受け取った彼の粗所得プラス彼の不活動貨幣手持高〕に等しいだけの貨幣有高をもっている。ここに不活動貨幣 (idle money) というのは、前日において彼がいかなる支出にも貸付 (証券購入) にも充用しなかつたところの貨幣である。

社会全体としては、〔前日の社会の粗所得プラス不活動貨幣保有高の総額〕に等しいだけの貨幣有高をもつて各日がはじまる。この貨幣有高は、いうまでもなく、前日の終りに存在した貨幣の総量に等しい。

(4) 貸付資金の需要と供給

仮定により、粗投資を行おうとする者は、各日のはじめに、その日の計画粗投資額に等しいだけの貨幣量を手もとに準備しておかなければならない。そこで各日のはじめに、粗投資計画者は貸付資金市場に現われて、貸付資金に対する需要を形成することになる。各日の貸付資金市場における貸付資金需要の大きさは、その日の計画粗投資額 (current planned gross investment) に等しい。

これに対して、各日の貸付資金市場に出てくる貸付資金の供給は、つぎの3項目から成る。(i) その日の計画粗貯蓄 (current planned gross savings) ——すなわち、その日の計画純貯蓄 (その日の可処分純所得マイナスその日の計画消費) と、前日の資金解放との合計。なぜなら、消費支出を行おうとする者は、仮定により、その日の計画消費支出額に等しいだけの貨幣量を、その日のはじめに手もとに準備しておかなければならないからである。(ii) 純負保蔵 ——すなわち、〔前日に保有された不活動貨幣量マイナスその日に計画される不活動貨幣保有量〕。(iii) 純追加信用創造、すなわち新貨幣の純創造。

(5) 利子率の決定

利子率は、それを通じて貸付資金の需要と供給が均等化されるところのメカニズム、すなわち、それを通じて消費計画・粗投資計画および不活動貨幣の保有計画 (不活動貨幣需要) が互に調和させられるところのメカニズムである。

貸付資金説による利子率決定の方程式は、つぎのように書かれる。

当日の計画粗貯蓄 + 純負保蔵 + 貨幣の純創造 = 当日の計画粗投資

(6) 諸変数のあいだの函数関係

(i) 当日の計画消費 C_t は、当日の可処分粗所得（前日受け取られた粗所得） Y_{t-1} および当日の利子率 r_t の函数である。その関係を式に示せば、⁽¹²⁾

$$C_t = C(Y_{t-1}, r_t) \quad \dots\dots\dots (5.4.A)$$

$$\text{ただし} \quad \frac{\partial C_t}{\partial Y_{t-1}} > 0, \quad \frac{\partial C_t}{\partial r_t} < 0$$

(ii) 当日の計画粗投資 I_t は、前日の粗所得 Y_{t-1} および当日の利子率 r_t の函数である。その関係を式に示せば、

$$I_t = I(Y_{t-1}, r_t) \quad \dots\dots\dots (5.4.B)$$

$$\text{ただし} \quad \frac{\partial I_t}{\partial Y_{t-1}} > 0, \quad \frac{\partial I_t}{\partial r_t} < 0$$

(iii) 当日の不活動貨幣需要（不活動貨幣の計画保有量） L_{At} は、当日の利子率 r_t の函数である。その関係を式に示せば、⁽¹³⁾

$$L_{At} = L_A(r_t) \quad \dots\dots\dots (5.4.C)$$

$$\text{ただし} \quad \frac{d L_{At}}{d r_t} < 0$$

(iv) 当日の貨幣供給 M_t は、当日の銀行準備（商業銀行の支払準備金） R_t および当日の利子率 r_t の函数である。これを式に示せば、⁽¹⁴⁾

$$M_t = M(R_t, r_t) \quad \dots\dots\dots (5.4.D)$$

$$\text{ただし} \quad \frac{\partial M_t}{\partial R_t} > 0, \quad \frac{\partial M_t}{\partial r_t} > 0$$

(7) 各日における諸変数の決定

(i) 当日の貸付資金市場における貸付資金需要は、当日の計画粗投資に等しいから、 I_t で表わされる。

(12) ただし書きの部分は、わたくしが追加したものである。以下同様。(Tsiang, *op. cit.*, pp. 552, 553 参照)。

(13) チャンは M_{it} という記号を使っているが、本稿では、後に用いる記号との統一をはかるため、 L_{At} と書くことにする。(Ibid. p. 552 参照)。

(14) ただしチャンは、後段においては M_t を、当日の準備貨幣供給 (R_t)・前日の準備貨幣供給 (R_{t-1}) および当日の利子率 (r_t) の3要因の函数として取り扱っている。(Ibid., p. 556 参照)。

当日の貸付資金市場における貸付資金の供給は、当日の計画粗貯蓄・純負保蔵および貨幣の純創造の和である。そのうち、当日の計画粗貯蓄は $[Y_{t-1} - C_t]$ で表わされ、純負保蔵は $\left[-\frac{dL_A}{dr} \Delta r_t\right]$ で表わされる。ここに、

$$\Delta r_t = r_t - r_{t-1}$$

である。また、貨幣の純創造は $\left[\frac{\partial M}{\partial R} \Delta R_t + \frac{\partial M}{\partial r} \Delta r_t\right]$ で表わされる。ここに、

$$\Delta R_t = R_t - R_{t-1}$$

である。

そこで、当日の貸付資金市場における貸付資金需給の均等を示す方程式は、つぎのように書かれる。

$$(Y_{t-1} - C_t) - \frac{dL_A}{dr} \Delta r_t + \frac{\partial M}{\partial R} \Delta R_t + \frac{\partial M}{\partial r} \Delta r_t = I_t \quad \dots\dots\dots (5.4.E)$$

(ii) 定義により、当日の粗所得 Y_t は、当日の消費支出 C_t と当日の粗投資 I_t との和である。すなわち、

$$Y_t \equiv C_t + I_t \quad \dots\dots\dots (5.4.F)$$

(iii) Y_{t-1} , r_{t-1} , および R_{t-1} は所与であり、 R_t はここでは外生変数として取り扱われる。ゆえに、(5.4.A) から (5.4.F) に至る 6 個の方程式は、6 個の変数—— C_t , I_t , Y_t , L_{At} , M_t および r_t ——を決定するに充分である。

5.5 チャンはまた、活動貨幣の所得速度（純所得に対する流通速度）が 1 である期間を単位として、諸変数の決定される関係をつぎのように示している。⁽¹⁵⁾

この場合、決定されるべき変数としてとり上げられるのは、当期の消費支出 (C_t)、当期の純投資 (I_t)、当期の純所得 (Y_t)、当期の不活動貨幣需要

(15) *Ibid.*, pp. 556, 557. そこにも述べられているように、活動貨幣の所得速度が 1 である期間（純所得と活動貨幣総有高とが等しい期間）は、活動貨幣の粗所得に対する流通速度が 1 である期間（粗所得と活動貨幣総有高とが等しい期間）よりも長い。

(L_{At}), 当期の貨幣供給 (M_t), および当期の利子率 (r_t) である。当期における中央銀行の準備貨幣 (中央銀行預金および銀行券) の供給高 (R_t) は, 外生変数として取り扱われる。前期の純所得 (Y_{t-1}) および前期の準備貨幣供給 (R_{t-1}) は, 所与として諸変数の決定に参加する。これらはすべて, 貨幣タームで測られる。

便宜上, リニアな函数関係を想定すれば, つぎのような方程式群が導かれる。

$$C_t = cY_{t-1} - c'r_t + C_a \quad \dots\dots\dots (5.5.A)$$

$$I_t = iY_{t-1} - i'r_t + I_a \quad \dots\dots\dots (5.5.B)$$

$$L_{At} = L_{Aa} - \beta r_t \quad \dots\dots\dots (5.5.C)$$

$$M_t = R_t + \tau R_{t-1} + sr_t \quad \dots\dots\dots (5.5.D)$$

$$(Y_{t-1} - C_t) - \Delta L_{At} + \Delta M_t = I_t \quad \dots\dots (5.5.E)$$

$$Y_t \equiv C_t + I_t \quad \dots\dots\dots (5.5.F)$$

ここに C_a は消費支出における固定的部分を示し, I_a は純投資支出における固定的部分を示し, L_{Aa} は不活動貨幣需要における固定的部分を示す。

(5.5.D) における R は中央銀行による準備貨幣供給 (R_t は当期のそれ, R_{t-1} は前期のそれ) を示し, τ は商業銀行の正常な支払準備比率の逆数を示す。ここでは, 準備貨幣の増加にもとづく商業銀行信用の拡大は, 準備貨幣の増加から一期だけ遅れると想定されているわけである。また, 準備貨幣の量を与えられるならば, 商業銀行による貨幣供給は, 当期の利子率の増加函数であると想定されている。

(5.5.E) は, 当期における貸付資金需給の均等化を示す方程式である。
 $[Y_{t-1} - C_t]$ は当期の純貯蓄であり, $[-\Delta L_{At}]$ は純負保蔵であり, ΔM_t は

(16) つまり ΔL_{At} は当期の純保蔵である。これについて補足的説明をつけ加えれば, つぎのようになる。前期に保有された不活動貨幣の数量は $L_A(r_{t-1})$ である。したがって, 当期の純保蔵は

$$\Delta L_{At} = L_A(r_t) - L_A(r_{t-1}) = \frac{dL_A}{dr} \Delta r_t$$

である。 L_A 函数の形を (5.5.C) 式のように想定すれば,

$$\text{【純保蔵】} \quad \Delta L_{At} = -\beta \Delta r_t$$

$$\text{【純負保蔵】} \quad -\Delta L_{At} = \beta \Delta r_t$$

となる。

貨幣の純創造である。

以上の (5.5.A) から (5.5.F) にいたる 6 個の方程式によつて、6 個の変数の当期の値—— $C_t, I_t, Y_t, L_{At}, M_t$ および r_t ——が決定されることになる。

なお、(5.5.E, F) 式から、前期に比較しての当期の所得変化を示す方程式を導き出せば、つぎのようになる。

$$Y_t - Y_{t-1} = \Delta M_t - \Delta L_{At} \dots\dots\dots (5.5.G)$$

この式はまた、つぎのように書き直すことができる。

$$\Delta Y_t = r \Delta R_{t-1} + \Delta R_t + (s + \beta) \Delta r_t \dots\dots\dots (5.5.H)$$

これらは、所得の変化は必ず〔貨幣供給の純増加プラス純負保蔵〕に等しいことを示している。⁽¹⁷⁾

6. 貸付資金説の定式 (Ⅲ)

6.1 以上のような、ロバートソンの「日」の概念、ならびにそれを用いて行われたチャンの分析について、若干の補足的考察と検討を加えてみよう。

(1) ロバートソンの「日」

ロバートソンの「日」は、その期に受け取られた所得はその期のうちにはいかなる特定の用途にも充用し得ないという期間である。ゆえにこの場合においては、(i) 当期の可処分所得は前期に受け取られた所得に等しい。また、(ii) 当期末における取引貨幣有高（当期の所得を化体する貨幣有高を含む）は当期の所得に等しいか、あるいはそれよりも大である。すなわち、（当期における取引貨幣の所得速度を〔当期の所得÷当期末の取引貨幣有高〕の意味に解するならば）当期の取引貨幣の所得速度は 1 に等しいか、あるいは 1 よりも小である。⁽¹⁸⁾

(17) 先に掲げた (5.4.E, F) 式からも、同様の方程式を導き出すことができる。すなわち、

$$Y_t - Y_{t-1} = \frac{\partial M}{\partial R} \Delta R_t + \frac{\partial M}{\partial r} \Delta r_t - \frac{dL_A}{dr} \Delta r_t \dots\dots\dots (5.4.G)$$

(Tsiang, *ibid.*, p. 553) ただし、この式の Y は粗所得（チャンの意味における）である。

(18) 前記註 (9) における「取引貨幣の所得速度」は、この意味のものである。

(2) チャンの単位期間

チャンの分析における単位期間は、ロバートソンの「日」そのままではなく、「日」の内容にさらに限定を加えたものである。チャンの用いた単位期間には、つぎの二つがある。

- (a) チャンの用いた単位期間の一つ (5・4) は、彼の定義にかかわらず、事⁽¹⁹⁾実上つぎのようなものである。すなわち、(i) その期に受け取られた粗所得 (チャンの意味における) は、その期のうちにはいかなる特定の用途にも用いることができない、(ii) その期の終りにおける貨幣有高は〔その期の粗所得プラスその期の不活動貨幣 (貯蔵貨幣) 保有高〕に等しい、(iii) 貸付資金市場 (つまり金融市場) におけるすべての取引は各期のはじめに完了してしまい、残余の時間中には人々はその支出計画を実行するだけである、という諸性質をそなえた期間である。

以上の諸性質から、さらにつぎのような諸性質が導き出される。(イ) 当期のはじめ(ただし金融市場の取引が行われる前)における貨幣有高は、〔前期の粗所得プラス前期の不活動貨幣保有高〕に等しい。(ロ) 当期のはじめ(ただし金融市場の取引が行われたのち)における貨幣有高は、〔当期の粗所得プラス当期の不活動貨幣保有高〕に等しい。貨幣有高は、その後は期末に至るまで不変である。(ハ) したがって、当期の粗所得を化体する貨幣有高を活動貨幣(取引貨幣)に含めるならば、(金融市場の取引が行われたのちにおいては) 当期中の活動貨幣有高は期末に至るまで不変であり、当期の粗所得に等しい。つまり、活動貨幣の粗所得に対する流通速度は1である。

- (b) チャンの用いているもう一つの単位期間 (5・5) は、(i) 活動貨幣の所得速度 (純所得に対する流通速度) が1である期間だということは明示されているけれども、それが (ii) その期に受け取られた純所得は、その期のうちにはいかなる特定の用途にも充用できない期間であるのかどうか、また (iii) 金融市場におけるすべての取引は各期のはじめに完了して

(19) 前記註 (11) 参照。

しまい、残余の時間中には人々はその支出計画を実行するだけである期間なのかどうか、という2点は明らかにされていない。しかしチャンは、(a)の単位期間の代りに(b)の単位期間を用いても(a)による分析(5・4)に何の相違をももたらさないと述べているから、彼は(b)の期間を、⁽²⁰⁾上記の3条件のすべてをそなえるものとして考えているように思われる。

ところが、上記の3条件をすべてそなえる期間を考えることは不可能である。なぜなら、もし(i)および(ii)の条件がみたみたされているとすれば、各期のはじめ(金融市場の取引が行われる前)に存在する貨幣の総有高は〔前期の純所得プラス前期の不活動貨幣保有高〕に等しい。ゆえに(iii)の条件が妥当する(すなわち、各期の金融市場取引はすべて期はじめに集中して行われる)とすれば、金融市場に現われる資金の供給は〔純貯蓄プラス純負保蔵プラス貨幣の純創造〕に等しく、当期の資金解放を源泉とする資金供給は含まれないことになる。当期の資金解放は、当期中にわたつて徐々に実現されていくのであるが、そのいかなる部分も貨幣の形で次期へ持ち越すことはできないのであるから、当期中にすべて粗投資に向けられなければならない。ところで、解放資金の大部分は、その保持者自身の再投資のために需要されるであろうから、本来の意味の金融市場に供給となつて現われる必要がないであろうが、資金解放のすべての部分がそのようになることを期待することはできない。多数の企業のうちには、負投資(disinvestment)を行う者が必ずあるからである。そうすると、当期の資金解放の一部(負投資に対応する部分)は、どうしても本来の意味の金融市場に供給となつて現われなければならないことになる。そこで金融市場の取引は各期の途中においても行われる必要があり、前記の条件(iii)はみたされないと結論が導かれる。

逆に、条件(iii)をどうしても生かそうとすれば、条件(ii)が妥当する限り、条件(i)——すなわち、活動貨幣の所得速度が1であるという条件——を捨てなければならない。なぜなら、条件(ii)および(iii)が妥当する限り、期はじめ(金融市場の取引が行われる前)の貨幣有高は、

(20) Tsiang, *ibid.*, p. 556.

(a) のように〔前期の粗所得プラス前期の不活動貨幣保有高〕に等しいか、または〔前期の純所得プラス前期の負投資プラス前期の不活動貨幣保有高〕に等しいか、のいずれかでなければならないからである。

それでは、条件 (i) および (iii) を生かして、条件 (ii) を捨てることは、可能であるかどうか。これは不可能である。なぜなら、条件 (ii) を捨てれば、当期の所得も当期中に処分可能である。すなわち、当期中にわたつて徐々に形成される当期の所得からの貯蓄も、当期における貸付資金の供給となることができる。そうすると、金融市場の取引は各期の途中においても行われることになり、条件 (iii) はみたされないという結論になる。

なお、条件 (ii) が妥当しない場合には、条件 (i) ははつぎのことを意味する。すなわち、期はじめ（金融市場の取引が行われる前）の貨幣有高は〔前期の純所得プラス前期の不活動貨幣保有高〕に等しいけれども、ここで前期の純所得に対応する貨幣有高は、(i)前期の純所得の一部分（前期中には未だ特定の用途に充用されなかつた部分）を化体する貨幣有高と、(ii)前期の資金解放の一部分（前期中には未だ特定の用途に充用されなかつた部分）を化体する貨幣有高、との双方を含むことになる。

以上を要約すれば、つぎのようになる。チャンの用いた単位期間 (b) は、上記の条件 (i) および (ii) をそなえる期間であるか、または条件 (ii) および (iii) をそなえる期間であるかのいずれかでなければならない。前者を (b₁) で示せば、そこでは金融市場の取引は期の途中にも行われることになる。ゆえに方程式 (5・5・E) を満足する利子率は、現実の市場利子率そのものではなく、現実の市場利子率がそれを中心として変動するところの「中心市場利子率」である。これに対して後者の単位期間を (b₂) で示せば、そこでは、期はじめ（金融市場の取引が行われる前）の貨幣有高は〔前期の純所得プラス前期の負投資プラス前期の不活動貨幣保有高〕に等しい。

(3) 貨幣ターム

ロバートソンは、貸付資金需給の諸要素 (4・2) を貨幣タームで測るの

か、それとも実質タームで測るのかを明らかにしていない。しかし彼が、ケインズを批判してつぎのようにいつているところを見ると、彼は貨幣タームを用いているのだと解される。——ケインズは、「貨幣」という語を、ときに通常の意味の「貨幣」をさすのに用い、またときに、「それに対する支配が貨幣の形でもたれているところの実質資源」をさすのに用いている。後者は、通常の貨幣理論では貨幣と鋭く対比されているものである。貨幣という語を後者の意味に用いることの不便さは、つぎの点にあらわれる。もし実質資源の価格が低下するならば、(通常の貨幣理論では「貨幣需要の減少」といふべきところを)「貨幣供給の自動的増加」といわなければならない。この「貨幣供給は、貨幣当局の力のみによつては変えることのできないものである。」貨幣という語をこのように二重の意味に用いるときは、よほど取扱に注意しない限り、混乱をひき起しやすい。⁽²¹⁾——

(21) Robertson, "Mr. Keynes and the Rate of Interest," *op. cit.*, p. 8.

同じ論文で、ロバートソンは貨幣についてつぎのようにいつている (*Ibid.*, pp. 32, 33)。——事業上の債務支払において広く (または一般的に) 受領され得るものは、それが利子を生むと否とにかかわりなく、すべて貨幣に含まれる。利子を生まないということは、ある資産が貨幣であるか否かをきめる基準にはならない。

金縁証券の利回りは、それから得られる限界満足が消費の限界満足に均等化されるところの「すぐれた意味における」利子率である。金縁証券は、「機動の自由」という「積極的」利益を生まないから、完全な利子をもたらず。これに対する他方の極、すなわち完全な機動の自由の利益を生むある種の貨幣は、まったく利子を生まない。金縁証券と利子を生まない貨幣との中間には、さまざまな程度において「若干の」利子と「若干の」機動の自由とを生むところのいろいろな種類の短期的請求権が存在している。これらの請求権のうちには、利子を生むある種の貨幣が含まれている。——

ここでロバートソンのいう「機動の自由」が何を意味するかについては、特別の説明はない (ロバートソンはそれを流動性と呼んでもよいといつているけれども)。金縁証券は機動の自由をまったく生まないとされているのだから、それが換金性を意味していないことは明らかである。またそれが、価格変動性をもたないこと (元本価値不変性) を意味するとは考えられない。なぜなら元本価値不変性は、利子を生む短期的請求権でも、利子を生まない貨幣と同程度にこれをそなえているからである。

また「機動の自由」を支払手段としての一般的受領性の意味に解することも、無理だと思われる。なぜなら、中間的な短期的請求権のうちには、金縁証券と同様に上述の一般的受領性をまったくもたないものもいくらかあるからである。

なお、ここにおけるロバートソンの貨幣概念の規定は、先の (4・2) の分析と矛盾しているように思われる。ここでの規定によれば、有期預金ないし預金勘定は (支払手段としての一般的受領性をもたないから) 貨幣ではないと解されるのに、先の (4・2) の分析では貨幣のうちに含まれているからである (4・4 (6) 参照)。

またチャンは、(5・4)の分析においては貨幣タームを用いているのかそれとも実質タームを用いているのかを明らかにしていないが、(5・5)の分析においては貨幣タームを用いていることを明言している。

このように、貸付資金需給に関連する諸要因を貨幣タームで把握することは、はたして妥当であろうか？ 以下この点を、チャンの単位期間(a)による分析(5・4)に結びつけて考えてみよう。

6・2 ところで、(5・4)の分析に結びつけて貨幣タームの問題を考える前に、ここで(5・4)の諸方程式について若干の検討を加えておきたい。

(1) 方程式(5・4・A)について。

この方程式では、当期の計画消費が、前期の粗所得(純所得プラス資金解放)の函数として示されているが、これは適切ではない。消費決意の基礎となるものは、粗所得ではなくて、純所得であるべきはずだからである。

そこで、以下においては純所得を Y で示し、資金解放を D で示すことにすれば、(5・4・A)式はつぎのようになるが、

$$C_t = C(Y_{t-1} + D_{t-1}, r_t) \quad \dots\dots\dots (5 \cdot 4 \cdot A)$$

これはつぎのように修正されなければならない。

$$C_t = C(Y_{t-1}, r_t) \quad \dots\dots\dots (6 \cdot 2 \cdot A)$$

(2) 方程式(5・4・B)について。

(i) チャン(5・4)における再投資は、ロバートソン(4・2)における再投資とは異なる。前者は前期の解放資金 D_{t-1} の再投下であり、後者は当期の解放資金 D_t の再投下である。

したがって追加投資(再投資を超過する粗投資部分)の意味も、(5・4)と(4・2)では異なるわけである。

(ii) 以下においては粗投資(チャンの意味における)を J で示すことにすれば、(5・4・B)式はつぎのように表わされる。

$$J_t = J(Y_{t-1} + D_{t-1}, r_t) \quad \dots\dots\dots (5 \cdot 4 \cdot B)$$

(iii) (5・4)の体系では、当期の粗投資(J_t)の大きさは期はじめの金融市場の取引において決定されるが、当期の純投資($J_t - D_t$)の大きさはそのようには決定され得ない。なぜなら D_t は、当期中を通じて支出計画

が実行されるのにつれて決定されていくものだからである。

したがって (5・4) の体系では、当期の粗所得 ($C_t + J_t$) の大きさは期はじめの金融市場取引において決定されるけれども、当期の純所得 ($Y_t = C_t + J_t - D_t$) はそのようには決定され得ない。

(iv) (5・4) の体系では、貸付資金需給均等の方程式は、(純保蔵を ΔL_{At} で示し、また上記の記号を用いることにすれば) つぎのように書かれる。

$$(Y_{t-1} - C_t) + D_{t-1} - \Delta L_{At} + \Delta M_t = J_t$$

D_{t-1} を右辺に移せば、

$$(Y_{t-1} - C_t) - \Delta L_{At} + \Delta M_t = J_t - D_{t-1}$$

この右辺を当期の計画純投資と呼ぶことはできない。つまり (5・4) では計画純投資 ($J_t - D_t$) を需要側とする資金需給均等の方程式をたてることはできないのである。

これに対してロバートソン (4・2) のように、当期の資金解放 (D_t) が当期の資金供給になるものとすれば、

$$(Y_{t-1} - C_t) + D_t - \Delta L_{At} + \Delta M_t = J_t$$

したがって、

$$(Y_{t-1} - C_t) - \Delta L_{At} + \Delta M_t = J_t - D_t$$

と書くことができる。

以下においては、($J_t - D_t$) を I_t で示すことにしよう。そうすると

$$J_t - D_{t-1} = I_t + \Delta D_t$$

$$(ただし、\Delta D_t = D_t - D_{t-1})$$

である。以下 [$J_t - D_{t-1}$] を計画純追加投資と呼び、 I_t で示すことにしよう。これは (5・4) の体系においても、期はじめの金融市場取引においてその大きさが決定されるものである。

(v) さて、(ii) に示した方程式 (5・4・B)

$$J_t = J(Y_{t-1} + D_{t-1}, r_t)$$

は妥当であろうか。

当期の計画粗投資 J_t は、前期の資金解放 D_{t-1} と、(5・4) 固有の意味における計画負投資 (前期における自己の解放資金の一部を再投下し

ないという決意)と、(5・4)固有の意味における計画追加投資(前期における自己の解放資金をすべて再投下する以外に、さらに追加投資をしようという決意)との、3者の合成物である。後者の二つの決意は、互にその効果を相殺し合う関係にあり、これをまとめて「計画追加投資マイナス計画負投資」とすれば、前述の計画純追加投資 I'_t となる。 I'_t (つまり上述の二つの決意)に影響を与えるものは、前期の純所得増加分 ($\Delta Y_{t-1} = Y_{t-1} - Y_{t-2}$)と当期の利子率 r_t であり、前期の純所得の大きさ Y_{t-1} の I'_t に対する影響は無視してもよいほどのものであろう。そこで I'_t を、 ΔY_{t-1} および r_t の函数としてつぎのように書くことができる。

$$I'_t = I'(\Delta Y_{t-1}, r_t)$$

ところが、当期の粗投資 J_t は、 D_{t-1} と I'_t との合成物であり、

$$J_t = I'_t + D_{t-1}$$

という関係にあるから、先の方程式(5・4・B)は適切でなく、つぎのように修正されなければならないという結論になる。

$$J_t = J(\Delta Y_{t-1}, D_{t-1}, r_t) \dots\dots\dots (6 \cdot 2 \cdot B)$$

(3) 方程式(5・4・C)について。

これには変更を加える必要がない。

$$L_{At} = L_A(r_t) \dots\dots\dots (6 \cdot 2 \cdot C)$$

当期の純保蔵 ΔL_{At} は、つぎのように表わされる。

$$\Delta L_{At} = L_{At} - L_A(r_{t-1}) = L_A(r_t) - L_A(r_{t-1}) \dots\dots (6 \cdot 2 \cdot C')$$

ここに $L_A(r_{t-1})$ は、前期における不活動貨幣保有高を示す。⁽²²⁾

(4) 方程式(5・4・D)について。

(i) チェンは R について、はじめにそれを bank reserves と説明し(5・4)、つぎにはそれを the reserve money created by the central bank (i. e., deposits at the central bank and currency)⁽²³⁾ と説明している(5・5)。

これは、(5・5・D)式を検討してみればわかるように、中央銀行の供給する貨幣はすべて商業銀行の保有に帰する(つまり、公衆は銀行券保有意

(22) 前記註(16)参照。

(23) いうまでもなく、この currency は中央銀行券の意味であらう。

図をもたない) という仮定をチャンがつているからだと解される。したがってチャンの R は、商業銀行の支払準備金の大きさを示すと同時に、中央銀行の貨幣供給高を示しているわけである。

(ii) チャンは (5・5) においては、商業銀行支払準備金の増加の影響は一期遅れて現われるという想定のもとに、貨幣供給 M_t を支配する函数関係をつぎのように表現した。

$$M_t = R_t + rR_{t-1} + sr_t \quad \dots\dots\dots (5 \cdot 5 \cdot D)$$

これに対して (5・4) では、

$$M_t = M(R_t, r_t) \quad \dots\dots\dots (5 \cdot 4 \cdot D)$$

となつている。これは、商業銀行支払準備金の増加の影響はその期のうちに現われるという想定を含意しているものと理解される。

(iii) 方程式 (5・5・D) は、若干の混乱を示しているように思われる。

ここにいう「貨幣供給」(M) は、中央銀行を含めての銀行組織全体が、その外部にある公衆に対して供給している貨幣有高を意味するはずのものである。(5・4) や (5・5) のように、政府および外国を考慮に入れない分析の段階においては、貨幣供給 (公衆に対する貨幣供給) M は、つぎの (I) に等しく、また同時に (II) にも等しい。

(I) [公衆の保有する中央銀行券] + [商業銀行預金の総残高]

(II) [中央銀行の貸出残高 (証券保有を含む)] - [中央銀行の対商業銀行貸出残高] + [商業銀行の貸出残高 (証券保有を含む)]

チャンのいう「貨幣の純創造」 (ΔM) は (I) の純増加を意味するはずのものであり、他方ロバートソンのいう「銀行貸出の純増加」は (II) の純増加を意味するものと解すべきであるから、両者は等しいと考えられる。

さて、中央銀行による準備貨幣供給高 R の増減には、つぎの二つのルートがある。一つは、中央銀行の対商業銀行取引であつて、このルートによる準備貨幣の純創造を $\Delta R'_t$ で表わすことにする。他の一つは、中央銀行の対公衆取引のルートであつて、このルートによる準備貨幣の純創造を $\Delta R''_t$ で表わすことにする。準備貨幣の当期における純創造 ΔR_t は、この両者の和である。すなわち、

$$\Delta R_t = \Delta R'_t + \Delta R''_t$$

ところで、(5.5.D) の仮定においては、 $\Delta R'_t$ は (商業銀行預金を変化させることなしに) 商業銀行支払準備金をそれだけ変化させるという効果をもたらす、また $\Delta R''_t$ は商業銀行預金にそれと同額の変化を与えつつ、商業銀行支払準備金をそれだけ変化させるという効果をもたらすが、それだけにとどまる。他方において、 $\Delta R''_t = 0$ の場合における商業銀行預金の総残高は、

$$\tau R_{t-1} + sr_t$$

と書くことができるから、当期における貨幣の総供給高 M_t は、

$$M_t = \Delta R''_t + \tau R_{t-1} + sr_t \quad \dots\dots\dots (5.5.D')$$

となる。(5.5.D) 式はこのように修正されなければならない。またかりに、 $\Delta R'_t = 0$ 、 $\Delta R_t = \Delta R''_t$ なる場合を考えるにしても、

$$M_t = \Delta R_t + \tau R_{t-1} + sr_t \quad \dots\dots\dots (5.5.D'')$$

であつて、(5.5.D) のようにはならない。なお、(5.5.D') および (5.5.D'') から、貨幣の純創造 ΔM_t に関する方程式を導き出せば、それぞれつぎのようになる。

$$\Delta M_t = \Delta R''_t - \Delta R''_{t-1} + \tau \Delta R_{t-1} + s \Delta r_t \quad \dots\dots\dots (5.5.D''')$$

$$\Delta M_t = \Delta R_t + (\tau - 1) \Delta R_{t-1} + s \Delta r_t \quad \dots\dots\dots (5.5.D''''')$$

(iv) 方程式 (5.4.D) については、それを

$$M_t = \tau R_t + sr_t \quad \dots\dots\dots (5.4.D')$$

という内容において理解する限り、(5.5.D) のような混乱はみいだされない。(5.4.D') から、 ΔM_t に関する方程式を導き出せば、つぎのようになる。

$$\Delta M_t = \tau \Delta R_t + s \Delta r_t \quad \dots\dots\dots (5.4.D'')$$

(v) 公衆が銀行券保有意図をもたないという仮定は、現実的ではない。むしろ公衆は、(a) 家計の保有する活動貨幣のある割合、および (b) 企業の保有する活動貨幣のある割合を、銀行券の形で保有しようとする、と想定すべきであろう。いま簡単のため、企業の銀行券保有意図を無視し、家計は当期の計画消費 C_t に対する一定割合 (α) の銀行券を保有しようと

意図するものと仮定すれば、公衆の銀行券保有需要は αC_t で表わされ、当期における商業銀行支払準備金の大きさは、中央銀行の当期の準備貨幣供給高 R_t から αC_t を差し引いた残りとなる。そうすると、(5.4.D) はつぎのように書き直されることになる。すなわち、

$$M_t = \alpha C_t + r(R_t - \alpha C_t) + sr_t \quad \dots\dots\dots (6.2.D')$$

という意味において、

$$M_t = M(R_t, C_t, r_t) \quad \dots\dots\dots (6.2.D)$$

(6.2.D') 式は、つぎのように書き直すこともできる。

$$M_t = rR_t - (r-1)\alpha C_t + sr_t \quad \dots\dots\dots (6.2.D'')$$

これから ΔM_t の方程式を導き出せば、つぎのようになる。

$$\Delta M_t = r\Delta R_t - (r-1)\alpha\Delta C_t + s\Delta r_t \quad \dots\dots (6.2.D''')$$

(vi) 同様にして (5.5.D') 式を書き直せば、つぎのようになる。

$$M_t = \Delta R''_t + \alpha C_{t-1} + r(R_{t-1} - \alpha C_{t-1}) + sr_t \quad \dots\dots (6.2.d)$$

ここに $[\Delta R''_t + \alpha C_{t-1}]$ が αC_t を超過すれば、それは商業銀行預金および商業銀行支払準備金を、それぞれその超過額に等しいだけ増加させる効果をもたらす(逆の場合には減少させる効果をもたらす)が、それだけにとどまる。

(5) 方程式 (5.4.E) について。

これには変更を加える必要はないが、記号の書き改めに応じて、つぎのように書き直されることになる。

$$(Y_{t-1} - C_t) + D_{t-1} - \Delta L_{At} + \Delta M_t = J_t \quad \dots\dots\dots (6.2.E)$$

(6) 方程式 (5.4.F) について。

粗所得(チャンの意味における)を E で表わし、つぎのように書き直すことにする。

$$E_t \equiv C_t + J_t \quad \dots\dots\dots (6.2.F)$$

(7) 修正された方程式体系

以上のように修正された方程式体系を、ここでまとめてみると、つぎのようになる。

$$C_t = C(Y_{t-1}, r_t) \quad \dots\dots\dots (6.2.A)$$

$$J_t = J (\Delta Y_{t-1}, D_{t-1}, r_t) \dots\dots\dots (6.2.B)$$

$$L_{At} = L_A (r_t) \dots\dots\dots (6.2.C)$$

$$M_t = M (R_t, C_t, r_t) \dots\dots\dots (6.2.D)$$

$$(Y_{t-1} - C_t) + D_{t-1} - \Delta L_{At} + \Delta M_t = J_t \dots\dots\dots (6.2.E)$$

$$E_t \equiv C_t + J_t \dots\dots\dots (6.2.F)$$

ここに方程式は6個、決定されるべき変数—— C_t , J_t , E_t , L_{At} , M_t および r_t ——も6個である。また、 Y_{t-1} , ΔY_{t-1} , D_{t-1} は所与であり、 R_t は外生変数として取り扱われる。

6.3 (6.2)の方程式体系はすべて貨幣タームによつているが、これは妥当であろうか。

- (1) 方程式(6.2.C,D)については、実質タームによるよりも、貨幣タームによる方がはるかに適切である。なぜならこれらの方程式に関連する決意は、すべて貨幣タームによる判断にもとづいて行われるものだからである。実質タームによるときは、ロバートソンの指摘するように(6.1-3)、経済主体の決意によらないで諸変数が自動的に変化する場合を生ずることになる。これでは、行動決定の方程式として適切を欠く。
- (2) これに対し、方程式(6.2.A,B)については、貨幣タームによるよりも、実質タームによる方が適切である。なぜならこれらの方程式に関連する決意は、すべて実質タームによる判断にもとづいて行われるものだからである。⁽²⁴⁾
- (3) しかし、(6.2.E)の貸付資金需給均等の方程式においては、すべての需給項目のタームが統一されていなければならない。貸付資金需給は、実質タームと貨幣タームとのいずれで測るのが適切であるかといえ、それは貨幣タームである。なぜなら、純貯蓄($Y_{t-1} - C_t$)および計画粗投資(J_t)

(24) Franco Modigliani, "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money" *Econometrica*, 12 (1944), 45~88, (reprinted in *Readings in Monetary Theory*, selected by a Committee of The American Economic Assorciation (1951), pp. 186~239) においては、貯蓄函数 $S = S(r, Y)$ および投資函数 $I = I(r, Y)$ を貨幣タームで考えている(S, I, Y をすべて貨幣タームで測っている)が、これは適切でない。(Readings, pp. 188, 201~206 参照。以下の引照も、Readings による)。

は、実質タームによる判断にもとづいて決定されるといつても、それが貸付資金市場に供給および需要となつて現われるときには、貨幣タームによる判断にもとづいて決意される他の供給項目とのあいだにおいて（また純貯蓄と計画粗投資相互間においても）、貨幣額によつて交渉し合うことになるからである。

(4) そこで、(6.2.A, B) 式を、形の上では貨幣タームで測りながら、内容的には実質タームによる判断に関連づけるように、書き直さなければならぬ。それには、実質タームによる判断が前期の価格水準 (p_{t-1}) および前前期の価格水準 (p_{t-2}) に依存するものと仮定して、つぎのように書き換えることが最も簡単な方法であらう。

$$C_t = C (Y_{t-1}, p_{t-1}, r_t) \dots\dots\dots (6.3.A)$$

$$J_t = J (Y_{t-2}, p_{t-2}, Y_{t-1}, D_{t-1}, p_{t-1}, r_t) \dots\dots (6.3.B)$$

(未 完)