

利子について

阪口伸六郎

利子論は理論經濟學においても金融經濟學においても最も困難な問題の一つと考えられているが、まして現實の日本の經濟における各種の利子の決定機構の中から利子本來の機能を見出すことは容易ではない。

現實の利子現象は制度や政治の制約をうけること甚だしく、利子論の對象とする經濟社會は高度に發達した組織を前提としているから、現實の日本經濟に焦點を向けるときは直ちにその論理を當嵌めることは不可能であるが、果してクラインの云うが如くに「利子論は非常に不満足な状態にある」のであろうか（『ケインズ革命』第四章）。

私は日本經濟の現實分析において基本的な經濟循環の因果關係を求めらば、利子論の如き抽象理論の中から險しい道が拓かれるであろうと信ずる。それはともかく、現在關心の的になつてゐる論争「貸付資金説」と「流動性選好説」との間の對立の綜合こそは現實に生彩ある政策樹立の支柱を興え得ると思う者である。

貸付資金説によれば、「利子は貨幣の貸借に際し、一定期間にわたる貨幣の使用に對して支拂われる對價であり使用料」と考えられているから、従つて、利子率は貸付に供される貨幣形態の資金の需給によつて決定されることになる。ところが貸付資金は本來貯蓄された貨幣から供給されるのであるが、保藏貨幣の放出や過去の投資の回收資金や

利子について

銀行の信用創造によつても供給せられるのである。

さて貸付資金説の内容についてラーナーはハリス編『新しい經濟學』第四五章において次の如くに述べている。

「利子率は「貸付」もしくは「信用」に對して支拂われる價格である。利子率とは、「信用」の供給を（貯蓄と當該期間中における貨幣額の純増加との和）、「信用」の需要（投資と當該期間中における純保藏との和）に均衡させるところの價格である」と。

この場合もし供給の側に貯蓄のみを、需要の側に投資のみをとれば、古典派的な貯蓄投資均衡理論と同じものとなるのであるが、既述せる如く退藏貨幣の放出や銀行の信用創造等を考慮すれば、古典派的な見解から貸付資金説へと理論として發展するのは當然のことなものであると思われる。

續いてラーナーの言をきこう『貸付資金説に扱われている項目S「貯蓄」、I「投資」、L「保藏」、M「貨幣額の變化」の性質を嚴密に吟味しなければならないのであり、貯蓄と投資は本質的且つ必然的に資金の「流れ」(flow)の性質をもつてゐるが故に、それ等は「當該期間にどれだけ」(單位時間當りにどれだけ)として計られなければならない。ところが保藏と貨幣額の變化の場合においては、「當該期間にどれだけ」として計られ得るが、貯蓄と投資とが利子率に對應する仕方と、保藏が利子率に對應する仕方との間に相違がある』と。

すなわち、投資と貯蓄の水準であるIとSが、利子率の水準によつて定まるのに對して、保藏は利子率の變化によつて定まるということになる。

ラーナーは前掲書第四三章において、凡ての個人の貯蓄總額は同期における彼等の投資總額に等しいということに反對する原因を次の五つに求めている。

(1) 考えられている諸項全部が一期間を通じての支拂であつて、或時期において存在している總量ではないという

ことを認識しないこと（「流れ」の性質を有する）。

- (2) 各個人が單獨にはそれぞれ投資より多くを貯蓄しようと、より少くしようと自由であるのに拘わらず、投資總額 I は常に貯蓄總額 S に等しいのであるから、凡ての個人は全體としてはそんなに自由ではないというパラドックスを理解出来ないこと（「各個人について眞理であることは、凡ての個人に同時に眞理でなければならない」と主張することは、理論構成上の單純な誤謬である）。

- (3) 支出を、一期間における所得の「流れ」に相應するその同じ期間における「流れ」として捉えるのではなく、その期間において受取られた所得から出てくるものとして捉えようとする傾向。

- (4) $S \equiv I$ という命題は單なる一つの分析的命題であり、全く現實の世界についてのものではないということを理解出来ないこと。

- (5) われわれの命題を利用する分析において討議された短期均衡が、均等の實現にとつて必要條件であるという一信念。

更に彼は第四章において貯蓄と投資とについて五組の定義を擧げている。

- (1) ケインズの『一般理論』においては、 S がある期間に得られる所得からその同じ期間における消費をマイナスしたものと定義され、 I がこの同じ期間における投資のための支出と定義されるならば、その場合には I は恒に S に等しい。

- (2) ケインズの『貨幣論』においては、 S_1 が正常所得から消費をマイナスしたものと定義され、従つて S_1 は正常所得が現實所得より少いだけ『一般理論』の S より少いということになれば、そして I_1 は『一般理論』における I と全く同様であると定義されるならば、その場合には $I_1 - S_1$ は現實所得の正常所得に對する超過（異常な利

利子について

潤)を表わす(S_r に同じ)。

(3) ロバートソンは S_r を昨日得られた所得から今日の消費をマイナスしたものと定義し、従つて S_r は昨日得た所得が今日得られる所得より少いだけ S より少いことになる。一方 I_r は I と同じく定義されるから、 $I_r - S_r$ は「今日得られる所得」の「昨日得られる所得」に對する超過を表わすのである。

(4) スウェーデン學派のウリーン、ルンドベリー、ミューダール等は、 S_0 を豫想された事前的な貯蓄として定義し、そして I_0 を豫想された事前的な投資として定義するから、 $I_0 - S_0$ は従つて「豫期しない存在量」「stock」の減耗に「豫期されない所得」を加えたものを表わす。

(5) ホットレイは「資本と雇傭」において I_a を能働的に意圖した投資と定義し、 S_a を能働的に意圖した貯蓄と定義する。従つて $I_a - S_a$ は「豫期されない存在量」の減耗に「豫期されない所得」を加えたものを表わす。

以上の五原因・五定義を挙げた後、彼は第一の定義を最も單純且つ便利なものとするのである。その理由は、定義の有用性と同時に仮定の現實性を考えることは、問題を混亂させる以外にほとんど何等の効果も持ち得ないからである。

彼のいうところは分析上の命題として貯蓄は投資に等しいとしてケインズを辯護して、その立場から貸付資金説を批判しているのであるならば、有用性と現實性に鑑みて問題を整理しなければ何等の効果も持ち得ないのではなからうか。

一體投資というのは如何なるものを指すのであるか？國民經濟における一期間中の生産活動の結果として資本設備の價值へ新たに附加された部分であるとすれば、企業者の保有する固定資本財・製造過程中の運轉資本財ならびに手持の流動資本財の價值増大額等であつて、それは事後的の投資を意味することになるのである。

貸付資金説にいうところの投資は事後的なものであるか？事前的なものであるか？という問題をここで考える必要があるのである。

現實有效的に考える場合、われわれはスウェーデン學派のような貯蓄・投資を採るべきであると思う。現實の市場に供給される資金は事前的なものが多く、需要される資金は自發計畫的なものが求められるであろうからである。ラーナーの如くに貸付資金説を批判するに、事後的貯蓄・投資をもつてなすときは、たとい「自然の理」に合つていても有效的ではない。成程 $S+M$ と $I+L$ が等しい期間中において M と L は等しいからといつても、それは事後的な「自明の分析」には成り得るであろうが、事前的な有用性を持たないから、この點において私は流動性選好説よりも貸付資金説を現實有效的と見る者である。

二

エリス編『現代經濟學の展望』におけるヴィラードは流動性選好説について要約している。

『利子率は全く貨幣供給量と流動性選好という二要因によつて決定される、換言すれば、流動性選好は貨幣供給量を利子率と連結する函數である。そして流動性選好によつて利子率と關聯づけられるものは、取引用殘高と豫備的殘高と投機的殘高であることを注意せよ』と。

すなわち、彼によれば利子率は貨幣の現在の供給量と現金殘高の需要量とを等しからしめるような水準において決定されることになる。それ故に他の事情にして等しければ、現金殘高の需要量は利子率が高いほど少く、それが安くなるほど多くなると考えられるから、それを利子率の函數と考えることが出來、従つてこの學説は、利子率を貨幣の供給量と流動性選好函數とによつて決定せんとするものであるということが出來るのである。

利子について

流動性選好説を主張せんとすれば、現金残高が資金需給や貯蓄・投資に如何に影響するかを説明せねばならぬであらう。

現金残高は「存在量」であるから、その増減のみが需給の對象となり、貯蓄・投資は「流れ」であるから、そのまま需給の對象となる。それであるから、資金の需要は流動性選好によるのではなくて、資本の限界効率によるのである。他方資金の供給は現金残高の増大を必要とするのである。

さて周知の如く、「流動性選好説のすばらしい再形成」を示したといわれる『價值と資本』第二二章におけるヒックスの所説にしばらく耳を傾けなければならぬ。

『二十』個の需給均等方程式がある。これは $n-1$ 個の財及び用役により、證券により、更に貨幣によつて與えられたのである。望むならば、貨幣方程式を除去し、かくして諸々の商品の價格を諸々の商品の需要と供給とにより、また利子率を貸付資金の需要と供給とによつて決定することが出来る。あるいは又その代りに證券賣買均等の方程式を除去することが出来、これを行えば、 $n-1$ 個の普通の價格と一個の利子率とは、貨幣を含む n 個の商品の n 個の需給均等方程式によつて決定されることになる。そしてこれらの方法はどちらも完全に正當であつて、兩者の間での選擇は純然たる便宜の問題であるように思われる』と。

彼は一般的均衡方程式とのより密接なる結合によつて利子率を把握せんとしたのであつて、「流動性選好説のすばらしい再形成」と稱せられる所以もこの點にある。すなわち、貸付資金説と流動性選好説とを綜合して、一般均衡論との結合において理解せんとする態度は、從來の利子率決定論よりも一步進めたものといえるであらう。

しかしながらヒックスのいう如くに果して兩説は二者擇一的なものであらうか。彼の靜態均衡の理論からの當然の歸結としては、證券方程式を採るべきではなからうか。従つて、私は方程式消去の問題と利子率決定の問題との關聯

はないものと思うのである。何となればヒックスの利子決定理論の目標は「貸付資金説と流動性選好説とが決して根本的に對立するものではなく、同一の事態を表現する方法の差異にほかならないことを明かにするにある」とみられるからである。

高田保馬教授は『最近利子論研究』第二論においてヒックス利子決定論を吟味しているが、その要旨は次の通りである（教授はケインズの利子決定論に對して根本的に反對の立場をとるものであるから、何等かの意味においてこれを客認しようとするヒックスの所説に對しても、正面から否定の態度をとらざるを得ないとして、ヒックスの理論構造を分析して吟味しておられる）。

『ヒックスは先ず貨幣なき場合の交換の一般均衡を論じて、一應貨幣を切離してしまつてただ價值尺度としての標準財だけを考え、次いで交換手段としての貨幣を取入れ、生産を取入れて、家計と企業とを通ずる各財の需給、貨幣の需給、證券の需給に關する方程式を考える。そして貨幣需給均等の方程式又は證券需給均等の方程式の何れかが他のものから導き出され得るとする。しかしそこには貨幣授受の均等を示す方程式があるのみである。従つて交換手段としての貨幣の流通は利子決定の爲に提示せられたる方程式の中に入りこんでいない。ところが、利子決定という因果的説明は、理解し得べき理路をまつてはじめて確立せられるべきである。しかるにその決定を一般均衡を示す方程式組織に求めて、函數關係そのものの中から因果的説明の當否を判斷しようとするのは、平行と因果との二の世界を混同し、平行から因果に飛躍せんとするものである。しかもヒックスは貸付資金説も流動性選好説もともに存立し得るとして、何れの方程式を消去することも一樣に可能であるとするのは、演算の可能が直ちに因果關係の判定に根據を與えるという論法をしている』というにある。

教授の指摘されるようにヒックスの論法には信じられない點が存することは、私も認める。しかし、教授のいわれ

るように、ヒックスの論議には貨幣に關する眞の方程式が欠如しているであろうか。教授はヒックスの貨幣本質觀に對して「貨幣と貨幣ならぬ證券との差は利子を伴うか否かにある。しかも此の差は一に兩方のものの貨幣性の差にある」という點を強調せられ、貨幣性という意味を一般受領性という點に求めておられる。ところでヒックスによれば、利子は一般均衡組織に交換手段を導入する以前に、交換價值の組織において既に一の價格として取扱われて、他の價格との同時決定がなされると説明されている。このことは正に教授の説明せられる通りである。今一度ヒックスの所論に還ることにする。

『 n 種の交換し得べき財及び用役があるとするれば、皆で n 個の價格が決定さるべきである。一財は價值尺度財として考えられねばならないから、その結果この標準で表わした他の財及び用役の $n-1$ 個の價格と、一個の利子率とが残されるから結局、これら凡てで n 個となる。この n 個の價格を決定するために、 $n-1$ 個の商品（貨幣を除く）に對する $n-1$ 個の需給均方程式、貸付に對する一個の需給均衡方程式、及び貨幣に對する一個の需給均衡方程式がありこれ等は凡てで $n+1$ 個になる。けれども、既にワルラス體系におけるように、 $n+1$ 個の方程式の一つは殘餘のものから出て來たのである。かくして均衡組織は過剩決定とはならないし、凡ての取引は相等しい價額間の交換であるから、

個人に對して次の如くに書き得る。

取引による現金取得額 = 收入 - 支出 - 貸付

企業については、次の如くである。

取引による現金取得額 = 產出量の價值 - 投入量の價值 - 舊借入金の返済額 + 新借入 - 配當額

社會全體については、次の如くである。

取引による現金取得額＝(産出量の価値－個人による純支出)＋(個人の純収入－投入量の価値－配當額

－舊借入金の返済額)＋(借入－貸付)＝0

この取引による貨幣の純取得が、全社會を通じてみて零であるということは、貨幣の需要が貨幣の供給に等しいというのと同じであるからである。

貨幣數量説の發展せる形においては貨幣方程式は物價水準を決定するために用いられる。しかしそのためには、何等かの標準のもとに相對價格が決定せられるのであり、その標準となるものが補助的標準財である。かくして財の諸價格は補助的標準財を標準として定められ、貨幣方程式は補助的標準財の貨幣價格(絶對價格)、貨幣の價值(購買力)を決定するために用いられている。かくてそこには一の過剰の方程式がある。けれどもそれは貨幣方程式ではなく、補助的標準財の需給方程式である。これはそれ自體正當な接近方法であるが、一つの重大な危險に陥り易いのであつて、消去のために選ばれる方程式が補助的標準財のそれであるならば、相對價格の組織が實物において定まり、貨幣の價值の問題は後から導入することが出来るように見える。すると相對價格の決定と貨幣の價值の決定とは別個の主題となる』とヒックスはいうのである。

これに對して、高田教授は前掲書第一論において強調していわれる。

『問題は利子が何によつて決定せらるるかということにあるのであつて、利子の高さを決定する條件、從つて一種の因果關係が問題とせられており、經濟的諸量間の單なる平行關係が問題となつてゐるのではない。しかし一般均衡方程式組織のものは均衡における諸數量間の單なる平行を示すに止まるにも拘らず、ヒックスはこの方程式組織を出發點として利子資金説と利子流動説に對する批判を加えんとしているのであるが、これをケインズの主張である「利子はただ貨幣の需給によつて定まるのみであつて、一般に投資貯蓄の關係によつて定まるというけれども、投

利子について

資貯蓄は同一物の兩面として恒等であるから、これから利子が決定せられることはあり得ない。貨幣の需給のみがこれを決定する」との見解に對比すると、ヒックスの場合は、資金需給の均衡が投資貯蓄の均衡の地位に立ち、それが利子を決定する可能性をもつところのものであつて、ヒックスのいう「利子は流動性の要求によつて定まる」という主張はケインズの主張を意味し得るものではないことになるのである。

ヒックスは消去の形式のみから、流動性説の採用を主張するのではないといえるであろうが、貨幣需給の方程式は單數の形に置かれてゐるところから、證券方程式を含まぬと見るべきであらう。この限りにおいて、ヒックスの前提よりすると、利子は貨幣需給により定まり、證券需給乃至資金需給によつて定まらぬ筈である。従つて、方程式の何れが消去せらるるかを中心にして問題を進めるべきではなくて、何れの方程式の追加によつて何れの未知數が追加せらるるかを吟味すべきである。

さて、貨幣方程式に對應するものは貨幣の價格であつて、それは諸財と貨幣との交換比率であり、貨幣の價格はかくして貨幣方程式に對應することとなる。證券需給の方程式に對應するものは、證券の代表する収益であり（資本用役の價格としての利子である）、従つてこれを貨幣の價格として考えることは出来ない。何となればそれは貨幣の用役の價格であつて、貨幣そのものの價格ではないからである。凡そ貨幣については貨幣の價格と利子の二つの價格が成立するも、證券需給方程式を消去するときは、利子は貨幣の需給によつて定まるといふ見地に立つことになり、貨幣需給方程式を消去すると、利子は證券の需給によつて定まるといふ見地に立つこととなるが、貨幣という同一物が二つの相異なる需給均等方程式に對應するといふことはあり得ないのである。ヒックスは諸財中の一を補助的標準財と見ると同時に、其需給方程式を消去することが一つの正當な方法であり、他の方法はそれを標準財としての地位から排除し、一般の財と同様なる地位に置くと同時に、貨幣方程式を消去することをも亦正當なる方法として認め

ているが、けれどもそれでは、貨幣はそれ自體の效用を有せず、従つてその需給方程式を一般の需給均衡の中から切離して考えるという用意が欠いているものである。

貨幣方程式の意味を問題とすれば、一般均衡の方程式組織において必要とせられている貨幣方程式は所謂交換方程式である。ところで、ヒックスの利子決定論において取入れられている貨幣方程式は、取引により取得せられたる貨幣乃至現金が零であることを示す方程式であり、これは收支均等方程式の書き換えであると考えられるべきものである。成程支拂われたる貨幣は受取られたる貨幣に等しいし、買手から支拂われたる貨幣は必ず賣手から受取られる貨幣であろうけれども、買手の支拂う貨幣がその前に賣手として支拂える貨幣であるという保障はないではないか。

以上要するに貨幣方程式によつて利子が決定せられると見るのは誤りであり、又數學的可能が現實の因果を示す点にも誤りがある。ヒックスの取得貨幣の方程式・收支均等方程式は期末の一時點における總決算であつて、それは「流れ」を示すものではなく、「流れ」の最後の斷面を示すものである。従つて需要供給の通計からは（數學的總計からは）眞の貨幣方程式は出て來ない』と教授はいうのである。

教授のいわれる通りにヒックスの貨幣方程式を見るとときには、利子率の決定は貯蓄と投資との均衡によるほかはないであろう。かくしてヒックスの理論においては流動性選好説は問題になり得なくなるのではなからうか。ところで教授の解する如く果してヒックスは貨幣を一般財と同列において考へていたのであるか。一財の需要供給均等を殘高形式で示すということが、その財の需要供給關係を方程式組織の中から消去することと同一であるともいわれるのであろうか。

教授は殘高方程式の形で示された貨幣の需給方程式が流通速度と無關係であることが、ヒックス利子決定理論を支持し難い根本とされている（前掲書第五論）。

すなわち、『ヒックスは貨幣の流通を考慮せず、従つて貨幣の「保有」“holding”とその「保藏」“hoarding”とが區別されていないで両者は混同せられているのである。そして、貨幣方程式が價格決定の機構の有效なる部分として用いられるときは、何れか他の方程式が消去せられている筈である。貨幣方程式が一般物價水準を決定することになつているところの貨幣數量説においては、他財の相對價值が獨立に定まり、貨幣方程式はそれらの貨幣價值を決定するためにのみ必要とせられる。けれども相對價格といえども、ある標準によらずしてはこれを決定しがたい。かくて諸財の價格は先ず何れかの補助的標準財によつて決定せられ、しかる後に、貨幣の價值を決定することとなつてゐる』と教授は解されて $\text{acquisition of cash} = 0$ という貨幣方程式は流通方程式と何等の關係がないと考へておられるようである。

安井琢磨教授は（『經濟學論集』第十三卷第一號）『銀行の貨幣創造を方程式組織の中に取り入れることによつて、「ヒックスは貨幣の流通を考えない」という批判から免れ得るであろうとして、ヒックスの所説を次の如くに修正せられている。

個人の收支均等方程式（家計）。

$\text{acquisition of cash} = \text{receipt} - \text{expenditure} - \text{lending}$

企業の收支均等方程式。

$\text{acquisition of cash} = \text{output} - \text{input} - \text{repayment of loans} + \text{borrowing}$

兩式に對して、

$\text{borrowing} - \text{repayment of loans} - \text{lending} = \text{money created}$

個人（家計）及び企業における定義式。

$$\left. \begin{array}{l} \text{saving} = \text{receipt} - \text{expenditure} \\ \text{investment} = \text{input} - \text{output} \end{array} \right\} \begin{array}{l} \text{(貯蓄と投資と)} \\ \text{を定義する。} \end{array}$$

を代入してみると

$$\text{investment} + \text{hoarding} = \text{saving} + \text{money}$$

なる方程式を誘導することが出来るといわれ、投資と保蔵による資金の需要が、貯蓄と貨幣創造量による資金の供給と一致するところにおいて利子率が決定せられるのである』と。又安井教授はヒックスの方程式からケインズ流の理論を導くことが出来るであろうかという問題を提出せられている。

『いまもし次の式において、

$$\text{acquisition of cash} = (\text{receipt} - \text{expenditure}) + (\text{output} - \text{input}) + (\text{borrowing} - \text{lending})$$

$\text{acquisition of cash} = 0$ が恒等的に成立し、且 $\text{borrowing} = \text{lending}$ が恒等的に成立するならば、上の式は恒等的に成立するのであるから、 $(\text{receipt} - \text{expenditure}) + (\text{output} - \text{input}) = 0$ は恒等的に成立するであろう。従つてまた、 $S \equiv I$ となるであろう。

ところで $\text{acquisition of cash} = 0$ 貨幣の純獲得量が零であるということは、實は貨幣の數量がコンスタントであることを意味する。貨幣の數量に増減がある限り、社會全體を通じて見るならば、その増加額だけは社會の純獲得量となり、その減少額だけは社會の純喪失量となつてあらわれねばならぬ。それ故に、ヒックスの如くひそかに貨幣數量の一定を前提とする場合には、その純獲得量は均等におけると不均等におけるとを問わず、恒に必ず零であるであろう』といわれるのであるが、

しかし、 $\text{borrowing} = \text{lending}$ の恒等的成立については安井教授は、それを否定し

利子について

『(receipt - expenditure) + (output - input) = 0, or $I = S$ すなわち、貯蓄投資の恒等的成立を否定すべきである。かくて貸借均等が事後的均等關係、恒等的均等關係に非ずして正統的意味の均衡關係であるとして、投資貯蓄の恒等が否定せられる』というのである。

高田教授は此の點について『所得・消費・投資・貯蓄等が同時化せられている限り、それらが決意上のものとは考えられず事後の記述として取扱うほかはない』といわれる。

さて論ぜられている如くに、方程式を特に利子率の決定に關係せしめることは、方程式そのものは收支の關係式から導かれた一つの恒等式と見るか、又はあらゆる價格を未知數として含む一般均衡の一方程式と見るか、とにかく何れかでなくてはならないであろう。

もしも一般均衡の方程式の表わすものが利子という機能によつて實現して、諸函數の相互關係によつて利子率が決定されるものと考えらば、貸付資金説の立場となるであろう。

$investment = saving$

が利子の機能によつて實現して、

$hoarding = money\ created$

が物價の機能によつて實現するときは古典的體系であり、反對に $investment = saving$ を恒等式と考え、 $hoarding = money\ created$ が利子の機能によつて實現すると見るときは、流動性選好説の立場となるのである。

かくの如くであるから、

$investment + hoarding = saving + money\ created$

という方程式乃至恒等式は市場における全取引が成立する場合に必要な條件を示すものであるが、それ自體として

は何れの立場にも属するものではなく、又二つの立場の仲介者でもないのである。

安井教授は貸付資金説の代表的形態をラーナーからとり、貸付資金説も一般的均衡論の上に立つと考えられ、利率決定の原因に對しては貸付資金の需給均等に求める點に、貸付資金説の特色ありとするのである。

要するに安井教授はヒックスと同じく、利率以外の凡ての價格が一般均衡價格を持つことになる流動性選好説は是認されるが、それ等の價格を任意的なものとするならば貸付資金説の立場が採用されねばならぬと主張されるのに反し、高田教授はヒックス・ケインズの立場を飽くまで否定されているものと思われる。

一體に流動性選好説と貸付資金説とが全く相對立するものであるのか？それとも貸付資金説が古典的貯蓄投資均衡説と流動性選好説とを或程度まで綜合せるものであるのか？われわれは更に進んでこの問題を検討しなければならぬのである。

ヒックスの均衡組織は、標準尺度財を中心として樹立されている點や、靜的均衡組織として短期を対象としたものであるから、均衡形式の必要條件の一部分として證券需給方程式を見るときは、貸付資金説を採るべきであり、しかる後に貨幣が導入されると考えるならば短期理論としては兩説を綜合したものと見ることが出来るであらう。あるいは、無時間的同時的に極めて短期理論として流動性選好説が、稍々長期的に貸付資金説が成立すると考えられるであらう。

三

われわれは次いでランゲ、モディリアーニの利率理論を吟味せねばならない。

ランゲの利率決定に必要な諸條件を、彼の利率が決定せられて行く過程の説明に求めて見よう（論文「利率と

利率について

最適消費性向」エコノミカ、一九三八・五及び著書『價格伸縮性と雇用』。

『 $M=L(i, Y)$ M 實物殘高、 i 利子、 Y 所得、 L 貨幣保有率。

先ず一定の貨幣額、所得額から出發する。一定の所得に應ずる貨幣保有率曲線が考えられるが故に、この貨幣額に應ずる利子が定まる。

$C=\phi(Y, i)$ C 消費。

一般に利子の高さに應じて消費性向が定まるから、利子の高さが與えられると所得に應ずる消費が定まることになる。

$I=F(i, C)$ I 投資數量。

この消費が投資の限界收益曲線の位置を定めこの曲線と利子とから投資數量が定められる。

$Y+C+I$ 』

かくして、彼によれば、利子の高さは資本の限界効率曲線の上昇下降と方向を等しくし、消費性向の低下は利子の低下を伴うことになる。

資本の生産力増大↓投資増大↓所得増大↓貨幣保有率變化↓利子率變動（上昇）。

消費性向減少↓資本の生産力減少↓投資減少↓所得減少↓貨幣保有率變化↓利子率變動（低下）。

右のランゲの説明から、流動性需要や貨幣保有率の利子弾力性が零なるときは、利子は古典的に貯蓄投資の等しいところに定まるといふことになり、貨幣保有率の所得弾力性を一定有限數しかも利子弾力性が無限大である場合は、流動性選好説の立場にありと見られることになるのである。

更に貨幣的效果が利子率に及ぼす影響として、彼は次の如くに述べている。

『財貨を二つの型すなわち商品と有價證券とに區別し、有價證券は、更に債券（確定所得證券）と株券（不定所得證券）とに分れる。利子率は債券の現在價格と反對方向に變化するものである。貨幣的效果零の場合は利子率に變化はないし、貨幣的效果正の場合は、商品及び株式價格が下落すれば「貨幣から財貨への代替」が起り、騰貴すれば「財貨から貨幣への代替」が起るのである。もし債券の實質的需給量に影響があれば、債券價格は變化し、従つて利子率が變化するのであり、そして「證券と貨幣との代替」と「商品と貨幣との代替」との相對的比率は、現金殘高の社會における分布に依存するのである。例えば少額所得者の現金殘高は少く、その支出の方向は主として商品であるが、高額所得者（企業）にして高額の現金殘高を持つものは、それを證券にふり向けることが多いのである。

貨幣制度が中立的でない限り、商品及び株式の現在價格の比例的變化は、一般に利子率の變化をもたらすのである。それは、貨幣的效果が正である場合、凡ての商品の現在價格の下落は、債券の實質需要を増加せしめ、従つて利子率を低下せしめるから、利子率は、債券價格の豫想の弾力性が大なれば大なるほど、商品の現在價格の變化に對して大なる反應性を持つことになる。かくして利子率は商品及び株式價格と同じ方向に變化し、貨幣的效果が負であるとする、利子率は商品及び株式價格と逆の方向に變化する」と。

ランゲは、ヒックスの考え方の上にケインズの考え方を綜合せんとしているといわれる。彼は次に説ける如くに、明かに消費の二重効果を見出した。

『消費減少は投資を抑制し、利子率を低下せしめるのである。そして投資を最大ならしめる消費性向は、投資誘因たる「利子と消費との限界代用率」が、流動性需要決定者としての「利子と所得との限界代用率」とを等しからしむる條件を持つものである』というのである。

高田教授は前掲書第九論においてランゲの説を吟味しておられるが、われわれはヒックス、ランゲ、モディリアー

ニと流れる理路を辿ることにより、理論の發展を眺めつつ共通するものを見出したいと思うのである。

モディリアーニによれば（論文「流動性選好と利子並びに貨幣理論」エコノメトリカ、一九四四・一二）

『人々が貨幣を保有するのは取引用需要と資産用需要とによるのであり、資産用需要は主として利子率の函數であり、取引用需要は主として所得の函數である。金融市場における資金の供給は、貨幣の存在量から取引用需要量を差引いたものであり、資金の需要は資産用需要によるのである。』

もしも或る期間中において貯蓄が投資を超過すると、當期の資産用需要は前期より増大することとなり、従つて利子率は下落するのであるが、それが貯蓄と投資とが等しければ利子率は變化しないし、もしも投資が貯蓄を超過すれば資産用需要は減少して利子率は騰貴するのである。そして、貯蓄投資が利子率決定に影響を與えることを認め、現金の需給によつて決定される短期利子率が、長期を通じて安定するためには貯蓄投資の均等による』と見るのである。

彼の考えは、短期における貨幣需給及び事前的貯蓄投資の均等や、また短期における取引用現金の流通速度等を問題にしたものと見ることが出来るのであり、彼を短期利子率と長期利子率についても両者が交渉する場を見出して、流動性選好説から貸付資金説へと向う方途を見出したものと看做し得るであらう。

われわれは、今やヒックス、ランゲ、モディリアーニを通じて、一般均衡論による利子理論を整理しなければならぬ。

舊い貸付資金説は、貯蓄投資の均等が長期的に行われるのを短期理論的に説明したのであり、流動性選好説は、均等を短期的に行われると見て長期理論的に説明せんとしたのである。そしてこの兩説は綜合されて「新しい貸付資金説」へと向うものと解釋してはどうであらうか。何となれば、貨幣量を固定してもある程度の景氣變動を取入れることが出来たからである。

古典的一般均衡論においては「消費者が生産要素の販賣によつて得られた所得を全額消費するために支出する」ということが前提とされている。従つて相對價格の變動によつて、凡ての生産財や生産物の需給均等は當然到達せられることになる（完全雇用均衡）。

また古典的な理論においては、貯蓄と投資とは利子率の機能によつて均衡し、貨幣及び信用の創造が均衡水準を破ると考えられているのである。

ケインズにおいては、利子率の機能によつて貯蓄投資が均等化するということは否定されて、利子率決定理論としての事前的な貯蓄投資均等理論は成立しないとするのであるから、従つて流動性選好説が採用される所以である（ラーナーの所論を事後的貯蓄投資均等理論と解すれば、流動性選好説の立場となり得る）。

ヒックス、ランゲ、モディリアーニは總じて、貯蓄投資の均等をケインズ的に見んとしているが故に、均衡に達する過程における不均衡は許されているのではなからうか。

事前的な貯蓄と投資が必ずしも均等にならなくても、資金需給は一致するであろうし長期利子率も短期利子率も一致するであろう。かくして貸付資金説の立場と流動性選好説の立場とは兩立し得ることとなるのである。

以上のたどたどしい敘述によつて、貸付資金説と流動性選好説との對立する場と兩立する場とを併せて見たつもりである。

いよいよ現實の利子率の決定する機構を一考すべき段階に到達したが、それはロビンソン夫人の説くところであるが、しかしその前にA・ハンセン、ハロッドの所説を瞥見しなければならないのである。

四

利子について

A・ハンセンは『貨幣理論と財政政策』第四章・第五章において、次の如くに述べている。

『大衆によつて欲求される現金保有量と、現實の現金保有量とを明確に區別することが必要であるとして、資金需要の増大を取引需要と融資需要とに分ける。すなわち前者は運轉資金需要であり、後者は固定資金需要である』とするのである。

單純な數量説にあつては、増大貨幣は凡て財貨・勞務の購買の増大となり、従つて所得や物價が上昇する。かくて増大した現實の現金は、欲求される現金となり、兩現金は均衡するのである。數量説では結局流動性選好函數が所得弾力的ではあるが、利子率弾力的であるとは見ないのである。彼においては、次式の如く

$$L=L(Y, i, A) \quad L \text{ 貨幣に對する需要、} Y \text{ 所得、} i \text{ 利子率、} A \text{ 總資産。}$$

L 函數は所得・利子率及び總資産に對して弾力的であると考えられていて、投資量は利子率によつて決定され、投資函數も利子率弾力的である。流動性函數並びに投資函數の利子率弾力性が、利子率の變化に對する消費の感應性と相俟つて「貨幣數量の増大が、果して所得と、そして所得を通じての物價水準にどの程度にまで影響し得るか」を決定する基本的なものとなつていたのである。彼の所説を續いてしるすことにする。

『増大貨幣量は商品市場に費消される場合は、餘剩現金が取引のための必要な欲求現金となる點まで所得を高めるであろう。あるいはそれが證券購買に當てられた場合は、過剩現金が遊休殘高として保有されるまで利子率を低下せしめるのである。このように貨幣量の變化は所得と利子率に影響を與えるのであるが、しかしながら貨幣數量は所得と利子率の一つの決定要因にすぎないのである。そして他の決定要因としては、資本の限界効率（生産力）・消費函數（貯蓄）及び流動性選好（現金需要）を挙げねばならない。この點に關しては、ケインズは「利子率は流動性選好と貨幣量とによつて決定される」といつたが、それは直接の決定要因だけに注意したからであつて、資本の限界効率及

び消費函数の變化の流動性選好に對する影響を前提として認めていたためである』というのである。

貨幣數量については、彼は數量說的説明を常に排撃しているが、勿論、貨幣量の増大↓利子率低下↓投資増大↓所得の増大 という方式に關してであるが、數量説では「貨幣量の増大は餘剰現金を保有することを欲せしめない」ということが前提とされているが故に、利子率低下の刺激がなくとも、消費財投資財の購買を増大せしめて、所得と物價が高められるとしているのに對し、彼にあつては、現金殘高の増大が支出を促進して、所得と物價を高めるのは、投資の利子弾力性を通じてであると見るのである。

もしも、流動性選好函数と貨幣量が一定ならば、利子率は所得が低いときに低く、所得が高いときに高い。また投資函数と消費函数を所與とすれば、所得は低い利子率において高く、高い利子率において低くなるのである。

彼の考えは『消費の變化↓所得水準の變化↓流動性選好の變化↓利子率の變化 資本の限界効率の變化↓所得の變化↓流動性選好の變化↓利子率の變化』と見るから、従つて、貨幣量の増大・所得の純増大と見るときは物價騰貴が起るが、かくの如き見方は數量説の立場であつて、貨幣量の増大が流動資産への追加と看做された場合はケインズの立場となり、貨幣量の變化は總支出を決定する重要な要因には相違ないが、しかしそれは投資の限界効率表・利子率・消費函数を通じて總需要に影響を與える』と考へているのである。

財政政策における貨幣の役割を論じて彼は次の如くにいう。

『(1) 流動性函数が全然利子非弾力的であるならば、投資函数は多少とも利子弾力的とならざるを得ないし、消費も利子率に應じて變動せざるを得ない。従つて貨幣數量の増大は所得を高める。

(2) 流動性函数が十分に利子弾力的であり、投資函数も利子弾力的であるならば、貨幣量の増大は部分的に所得水準を引上げる。

利子について

(3) 流動性函數が無限に利子弾力的であるか、それとも投資函數とともに利子率の引下げに全く非感應的であるか
 ならば、所得創出的な財政支出を伴わない貨幣量の増大は所得を高めない。

右は要するに、流動性函數が無限に利子弾力的であるならば、貨幣量の増大（財政政策によつて裏付けられない）だけでは單に遊休殘高を増大させるにすぎないということになるを示すものである。

これに反して、投資函數と消費函數がともに利子率の變化に全く非感應的であるならば、貨幣數量の増大は、たとえ流動性函數が無限大以下の利子弾力性を持つていても、民間支出に影響しないであろう（利子率を引下げる）。

流動函數は全く利子弾力的であるとすれば、政府の所得創出的支出は、利子率を高めることなしに遊休殘高から取引目的に必要な貨幣を引き出すことが可能になる。

投資函數と消費函數が利子率の變化に對して全く非感應的であるならば、取引現金に對する増加需要に附隨して利子率がいくぶん騰貴しても、何ら不利な効果は生じないであろう』（利子率の引上という犠牲を伴う）。

ハンセンの以上の所說に對して、流動性選好や投資函數の利子弾力性を重視しすぎるとの批判もあろう（『ガイド・ツウ・ケインズ』についてもしかり）。

古い數量説は貨幣數量を『變動する「流れ」』として説明するものであり、ケインズは『流れ』との關係から「存在量」をみて、貨幣所得・物價・生産量の流動を説明せんとするものである。ハンセンは貨幣の「存在量」の物價・生産に對する作用を認識せんとしているものであつて、消費函數・投資函數に貨幣量を變量としてもちこむ方法を採用しているが、しかし彼は尙流動性選好函數に假定を導入する點としない點については兩方の立場を認めているかに見える。このことから正に彼が貸付資金説から流動性選好説へ、更に兩説を綜合せる貸付資金説へのアプローチを試みたと見てもよいと私には思われるのである。

われわれはハロッドに眼を轉じよう。

彼は『動態經濟學序説』において「利子とは陳腐か」といい、正統學派の理論を否定してケインズ理論を認め、しかもそれは「空虚を充填するための一つの試み」として認めるのである。彼は「ヒックスが行つたようにケインズ理論を全面的にか部分的にか否定するならば、それに代るべき何の理論が存在するか」といつてゐるのである。

彼は『流動性選好の理論』については、ケインズは「利子が單に流動を手離すことの報酬に過ぎず、待望に對する報酬ではない」と主張するも、資本が供給され得る以前に、二つの活動、すなわち待望と流動性を手離すことが必要であることは承認されねばならない。ケインズは「所得は從屬變數であり、貯蓄の供給は市場において成立した利子に、流動性選好を満足させるように自己を適應せしめる」という見解の上に立つてゐるのである。しかし、市場利子率に關する流動性選好理論を認めると、これと貯蓄の供給との間には二つの可能な關係があり、ケインズはその中の一つの關係だけを考察してゐるように見えるのである。尙これと連關してケインズは「貨幣論」と「一般理論」との間で、貯蓄と投資との定義を變更してゐる點に注意すべきである。それは「貨幣論」では、貯蓄と投資の概念は事後的なものに近いものであつて、投資が貯蓄を越える場合は、利子の流動性選好率が資本支出をそのときの貯蓄の額に等しくさせる率よりも低い場合であつて、投資はかくして刺戟を受けるのであるが、「一般理論」では、下降過程における安定的均衡成立の可能性、すなわち利子の流動性選好率が完全雇用における資本支出を得るに必要な水準よりも、高くなる場合を示してゐるのである。ケインズが事前的な概念を放棄して、貯蓄と投資との事後的な概念に走つたのは、この下降過程における安定均衡成立の可能性を證明するための裝置と考えられるものを得ようとしたからであり、そして、そこから利子率の一樣な下落を必要とするような状態を考えてゐるのである。若し貯蓄が所得の大きいさのみの函數ではなく、將來の所得を生むべき蓄積された現存財産量の函數であるとすれば、巨額の負債が存在する

利子について

ことは、貯蓄の過剰を齎らす一つの力となる』と彼は述べるのである。

ハロッドは流動性選好説に對しては、消極的ではあるが賛成しているのである。しかし動態化の理論としての貸付資金説に對しても、一つの通ずる途を見出しているともいえる。貯蓄の供給と需要によつて支配される利子率は「一樣な進歩が維持されている場合よりも高いであろう」といつている點より見ても、經濟機構それ自體の中からはそのような力を期待してはいないかの如くであるからである（前掲『新しい經濟學』を参照せよ）。

クラインは（『ケインズ革命』第四章）シトフツキーが『利子理論は「流れ」の理論よりもむしろ「存在量」の理論たるべきである』といつている點に賛意を表し、所得を貯蓄するか消費するかを決意には經濟的な計算が行われねばならぬという點を擧げて、流動性選好説を採つてゐるのである。

ヴィラードは（前掲書において）「ケインズが貯蓄と利子とが所得水準に依存するということ一事は非常に重要である」として、更に「投資の増大は所得増大を経て、貯蓄という相殺量を齎すと期待し得る範圍を強調したことはケインズの明かな功績であり、所得變動についての強調に加うるに、投機的殘高の行動態様を一般的に、特に利子率に關する移り行く豫測の結果についての洞察は最も重要な貢獻である」といつている。

流動性選好理論はケインズによつて開拓せられたが、J・ロビンソンは流動性選好の觀念を非常に多方面的に局面を分解して、更にもつと洗鍊されたものに發展せしめた（『利子率及び其他に關する論文集』）。

ケインズによれば、流動性への需要を充すものは貨幣の供給のみであつたが、ロビンソンはケインズのような「單一の利子率」を否定して、あらゆる資産も貨幣の需給と同じく流動性への需要を充すものとするのである。従つてケインズによれば、利子率の變動を通じて貨幣需給の均衡が成立することにより、單一の利子率が決定されるのであるが、彼女においては各種利子率の變化を通じて當該資産の需給が均衡し、それぞれの利子率が決定されるものと考え

られているのである。

今述べた如く、彼女は貨幣以外の資産も流動性への需要を充すものとして、それ等の資産が貨幣と同じく流動性を持つていのであるから、一様に貨幣タームに換算して貨幣の供給中に入ればよいわけであるが、それぞれの資産によりその有利さが異つてゐる點を彼女は強調するのである。

貨幣と比較してそれらの資産の不利益の點を彼女は次の如くに區別する。

(1) 狹義の流動性（彼女は現金に換えられ得る力として「便宜性」というのである）。便宜性については、貨幣は非常に大きく、手形と公債は大きいのである。

(2) 資本不確實性（利子率の變化に基づく資本價值の變化の可能性）。

これに對しては、手形は非常に小さく、公債は相對的に高いし、株式は高い。

(3) 貸手の危險。

この危險については、手形公債共に零であり、株式は高い。

(4) 所得不確實性（將來に生ずるであろうところの所得についての不確實さ）。

これに對しては、手形は相對的に高く、公債は極めて小であり、株式は高い。

彼女は以上の如く『個々人の保有しようとする資産を(1)三カ月期限の手形、(2)無期限債券（兌換不能債券）、(3)普通株式、(4)貨幣（銀行預金）の四つとし、それに対応する利子率を手形利子率・債券利子率（利回）・株式利子率（利回）及び貨幣利子率に分ける。人々はこれ等の特質を異なつた仕方において評價し、それを考慮した上で收益を極大化するよう各種の保有を選択するのである。そして、その選擇の結果が各資産の利子率を變動せしめて、凡ての人々において選擇が無差別になるに至つたときに需要の均衡が成立するのであり、借手は最少の利子負擔をもつて資金

利子について

を調達せんとして、ここに各種資産の需給を均衡せしめることになるのである。

均衡のもとでは普通に手形利率は債券利率よりも低く、株式利回りは債券利回よりも高い」といつている。

彼女は各種均衡利率に影響を與える二つの力を區別し、一は期待の状態であり他は貨幣の供給であるとして現實の利率について次の如くにいう。

『現實の利率を支配するものは將來における利率に對する期待であつて、その期待は過去の歴史的經驗に依存するのである。従つて、債券利率は最近の過去に示された平均水準の周圍をめぐつて動くものであるが、その水準以下に下るときは上昇することが期待され、もし以上に上昇するときは下落すると思われる。しかし、平均水準からどの程度に離反するのか、また平均水準に戻る時期については不確實であるのである。

單純化して、現在の社債利率が平均水準に等しいところの瞬間の市場を想定し、その上最近の過去の利潤水準を不變と期待されると仮定して投機者を無視すれば、貨幣供給の變化の市場への效果は次の如くなるのである。

中央銀行が信用ベースを増大するとき（市中銀行より手形を買入れる）、市中銀行はそれに應じて、現實準備の保有資産に對する比率がもとの比率に戻るまで市場から手形を買入れる。すると手形利率は下落するから、従つて債券及び株式の價格の騰貴、すなわち債券利率及び株式利率は低落して（人々は債券あるいは株式の保有を愛好）、その結果各種利率の全複合體が低下するのである。

貨幣供給の増分の吸収先としての貨幣保有動機を分析すれば、所得に依存する活動的流通の外に保藏を考へて、短期保藏と長期保藏及び弱氣保藏に分け得るのである。

期待の状態を一定とすれば、貨幣量が國民所得より相対的に増大するとき、長短利率ともに下落する。貨幣量が大きければ、兩利率の開きが大きく、不確實さが小さければ兩者の開きは小であり、また貨幣量の變化に對する利

子率の反應は小さいのである。極限においては、明日から利子率が市場において過去の平均値に回復すると確信されるならば、兩者は今日の値に等しいであろう。此場合はケインズのいう流動性選好が絶對的のものとなるのである。

以上は投機的動機の點より考察されたのであるが、投資率の増大の效果を見るならば（貨幣量は不變と仮定する）、企業者は銀行より當座貸越を受け投資進行につれて株式を發行して貸越を返済するのであるから、銀行は活動現金需要と短期保藏需要に應ずるために手形を賣却する。その結果短期利子率は騰貴し、債券利子率もそれに追隨して騰貴するも、株價は騰貴するをもつて株券利回は下落する（投資増大の場合最も關係の深い利子率は低下する）』と考えているのである。

要するに彼女は、利子率決定には實物的力と貨幣的力の二面のあることを主張している。そして一般に利子率の下落は投資を刺激するが、利子率の完全雇用價值は利子率の可能な價值に對して下方の限界をなすものであると看做し、もしこの下限が現實利子率の何らかの値より遙かに下にあるならば、完全雇用利子率は現實利子率に殆んど影響を與えないとするのである。しかし、實物的力が現實利子率よりも高く完全雇用利子率を押し上げるならば、實物的諸力は現實利子率の進路に作用力を持つであろうし、完全雇用利子率が現實利子率より上にあれば、貨幣貸銀率の上昇を通じてインフレーションが昂進し、利子率は上昇するであろう。ところで現實利子率に對する重要な影響力は、利子率の將來に對する期待である。そして期待は、利子率の歴史的經驗により強く影響をうけるのであり、實物的諸力は、完全雇用利子率に對してと同様に、現實利子率にも影響力を持つのである。他方貨幣的諸力についてはケインズよりも更に進めて、凡ゆる型の資産の需給が貨幣需給と同じ程度考慮すべきであるといっている。

ケインズにおいては流動性への需要を充すものとしては貨幣のみであるのに對し、ロビンソンのそれはあらゆる資産の有利さに適用しているのである。

古典派の利子理論はリアルな資金の需要均衡すなわち投資貯蓄均衡論であつた。これに對してケインズのはノミナルな通貨の需給を均衡させるものと考えている理論である。われわれはマーシャルのケンブリッヂ方程式からは、利子率を決定するものを求めることは出来ない。何となれば、利子率はリアルな他の變數によつて決定されるのであつて、そこでは利子率は通貨供給に獨立であるからである。ケインズは流動性選好を究明して期待と不確實性とを導入し、利子率が通貨供給の増大によつて十分に引き下げられるときは、やがて利子率が正常水準に復歸するであろうという期待を生み、その結果資産に投資することは流動性における損失を來すために、その後は凡ての通貨供給の増分は流動資産に吸収されて利子率はそれ以上下落しなくなるとした（通貨需要の利子率弾力性が無限大）。従つてケインズは利子率の下限をわれわれに示したことになるのである。

現在われわれに課せられている課題は正常利子率の算定であり、適正利子率の問題である。ロビンソンは正に此課題に迫らんとして、流動性選好理論の立場を踏襲して、長期利子率と短期利子率の鞘寄の問題や複合的利子率を考察して、そこに動態の理論を見出さんとしているのである。

五

われわれは結語的に景氣變動と利子率との關係を記して置かねばならない。

ハロッドは景氣循環の動態理論を展開して、三つの動態決定要因として貯蓄性向・利潤への移行・資本利用量を擧げ、貯蓄性向は心理的要因に依存し、利潤への移行は收穫遞減の法則及び需要弾力性遞減の法則に依存し、資本利用量は生産技術及び利子率に依存するのであると考えている。

カレッキイは『動態の理論』において景氣循環機構において兩利子率の關聯を問うているのである。

『總賣上高を一定とすれば、貨幣供給の増大は短期利子率を下落せしめるから、長期利子率は景氣循環機構において重要な役割を果さないのである。すなわち投資の増大は銀行をして貸付を膨脹せしめ得るために手形及び債券を販賣せしめるであろう。ところが手形の販賣は割引率を増大せしめるが、手形需要はむしろ非弾力的である。また債券の収益の變動は手形の割引率の變動に比してより小であり、従つて債券の販賣は手形の販賣とともに長期利子率をごく輕くにしか下落せしめないのである。債券の側には安定的にして一般により高い所得が得られる便宜が存在するか、債券の價格は不確實な將來においてもその販賣を必要ならしめることはないであろう。かくて債券を保有せんとする欲望は、現在の長期利子率と長期に亘つて豫想された平均的短期利子率との境目に向うであろう。更に利子率を景氣循環との聯關において採り擧げるならば、長期利子率が安定するのはブームの最後段階においてであつて、それがそこで重要な役割を演じているのである。すなわち好況の破壊を利子率の増大に起因せしめてはいけなない。何故ならば、利子率はただ投資を妨害することによつてブームを停止せしめ得るし、投資活動を問題にするのは主として長期利子率であるからである。このことは、長期利子安定の事實は間接的にブームに到達される以前に（完全雇用が到着される前に）終焉することを證明しているのである』と。

以上の如くカレッキイ、ハロッドは景氣變動の中に、流動性選好の本質を探究して動態の利子論を求めんとしているのであるが、結局利子率の決定に關する兩説の論争點に歸することになる。J・ロビンソンの如きは、その點については實物的利子論と貨幣的利子論の兩理論を綜合せるものとしての流動性選好理論を用意すると同時に、他方において貨幣的利子論の中における二つの理論をも流動性選好理論によつて綜合せんとしているかに私は理解するのである。そしてその流動性選好理論はむしろ流動的貸付資金説ともいふべきものを含んでいるのではなからうか。

現實の金融市場の姿を端的にあらわした利子學説としては、流動性選好説よりもむしろ貸付資金需給説を採るべき

であろうと思われる。

現實の「かね」の貸借は「一定の貨幣額と期限」を對象として行われる。その「かね」は貯蓄によつて行われるものもあり、信用創造によつて行われることもある。しかも價值は消費によつて消滅するが、貸借や投資によつて消滅しないのである。マルクスの公式 $G \rightarrow W \cdots W \rightarrow G$ においては、資本として投下されている場合が考えられているが、われわれは資金の需給において資本の回轉及び休眠状態を考えねばならない。資本が流通界に停滯するために、餘分の資本が必要とするのであり、投下資本の増額及び投下時間の延長のみでなく、一定額の資本が常に必ず貨幣形態の下に存在していることが必要である。

それ故に利率の變動については生産物信用に注意を要し、現金使用の節約と貨幣の代用物とが生ずることに留意せねばならない。この生産物信用の伸縮性は現金需給に影響を與えるから、利率の絶對的高さは投資貯蓄により、相對的高さは生産物信用の状態によるであろう、従つて正常利率は資本の限界効率と考えることが出来る。(今も一定の時一定の利率を決定するように資金の需給が一致するならば、利率はその現在利率を維持し、もし需要が供給を超過するならば利率は騰貴し、反對に供給が需要を超過するならば利率は下落するであろう。その時々々の資金の需給によつて決定され變動する利率を市場利率というすると、市場利率の平均を正常利率と名付ける)。

そこで、われわれはケインズの利率理論より一步抜け出そうとするならば、カレツキの如く投資の生産面と需要面の二重性を強調することが必要であろう。短期的な景氣循環の問題としては、減價償却水準をめぐる「正または負の純投資の運動」を考え、長期的發展の問題においては(革新・不勞所得者の貯蓄・人口の成長がある限り)、長期的投資水準は必然的に償却水準を越えることが是非とも必要となるのである。そして有效需要は新投資及び追加投資

ばかりでなく、減償償却資金の活用、すなわち重複投資または派生投資と相合したものを考えねばならぬのである（派生投資については「經濟論叢」第四七卷第一號有井治教授論文をみよ）。

現實利子については、以上の如くに考察出來たから、最後に全體を要約して置かねばならない。

流動性選好説と傳統的な利子學説（貯蓄投資均等説・貸付資金説）との關係を如何に見るかの論争をめぐつて、ヒックスやハンセンは利子率は一方において貯蓄投資の均等、他方において貨幣需給の均等という二條件を同時にみたすところに定まるといふのであるが、既に述べた如く資金は貨幣の「流れ」であつてみれば、ヒックスの貨幣方程式は手持均等ではないといえるであろう。従つて流動性選好をも含めて高度の貸付資金説を採るべきであつて、同義であつたり選擇的であつたり便宜の問題ではないであろう。この立場に立つときにはじめて「現金殘高」の保有を可能ならしめるのであり、追加投資と派生投資とを合した有効需要の生産が生ずるのである。かく考えてラーナーの公式を見なければならぬのであるが、そこにおいて問題になる點は「混亂せる心理狀態」なのである。私はこれに對して事後的と事前的に分けるべきであるという問題を出したのである。ここでの問題も有効需要のそれであろうし、そして「意外の利潤」と乗數過程の問題が當然生じて來るのである。極めて短期的には計畫的に投資される現實を考えて、當座の市場の取引状況を因果的に考察すればラーナーの立場も承認し難きものとなるであろう。ラーナーは當座の市場の取引状況を貨幣の側より分析しているが、實現された資金については何事もふれてはいないのである。長期の場合の貯蓄投資の均等の點はそれでよいとしても、貨幣的に決定される市場利子率を彼はどうみるのであろうか。モディリアーニは市場利子率をあくまで現金需給で決しようとしているが、所得が與えられて市場利子率が貯蓄投資の均衡を成立せしめないときは、乗數過程によつて所得が變動を受けるから、結局利子率は長期的には水準に達するであらう。ヒックスもランゲもモディリアーニも此立場にあるのであるが、現實の市場における長短利子率の一致を説

明せんとする貸付資金説の立場は一體どうなるというのであろうか。

かくして問題は景氣變動の説明と利子率との關係を問う段階に至るのである。すなわち有效需要の原理と銀行主義の立場とが如何に結びつくであろうかということである。

好況期と不況期では經濟構造は本質的に相違するであろうから、貨幣の「流れ」も資金の「動き」も（特に支出の「流れ」に與える影響が異つている）各の期では異なるであろうし、影響までのラッグにも長短の變化があるのである。

貨幣利子と資本利子とを區別して、利子率決定の要因を、貸付手数料・危険保険料・投資資金需給に求める立場に對しては原理的には十分に私には理解出来るのであるが、私はむしろ反對に「現實の利子」あるいは「唯一の利子」又は「正常利子」を、貨幣的要因と實物要因とに關して吟味して、短期利子の動態現象の中に、純利子と粗利子の分析を通じて（危険と投資費用を併せて）、流動性的貸付資金説というものをJ・ロビンソンの『利子率』の中において種々の角度から分析出来るのではないかと考へている。他日その分析を行うことを約束して、一先ず拙論を擱筆することとする。