

利子論についての覺書

— ハロッド『動學』をめぐって —

吉 野 昌 甫

本論文の目的は第一にハロッドの『動學』(R. F. Harrod: Towards a Dynamic Economics, 1948)に於ける利子の役割を原著に忠實に紹介する事であり、第二には彼の景氣變動論の中心概念たる不安定性の性格を有價證券價格の動きとの關聯に於て検討せんとするものである。

ハロッドの利子についての見方は二つのものがあげられる。その根本的な觀念は彼の第五講「利子は廢物たるか」に於て見出される。貯蓄は現在の消費の代りに將來の消費への資格を得る事である。資本主義の發展期にあつては、貯蓄は物資的資産の所有權と交換され、それが生産的であつたが故に利子が支拂はれた。この考へ方はリカードから古典派に於て考へられた考へ方である。つまり物資的資産の生産力實現の代償こそ利子という事がいへる。而るに貯蓄と交換さるべき物資的資産が貯蓄をカバーし得なくなつた時にすら、貨幣の形に於て貯蓄を保有する、即ち保藏が資本の稀少性價値を擲取する事に依つて利子率を高い水準に維持する結果となる。こゝに於て問題となるのは貨幣資

本の將來價值に於ける不確實性である。斯る貨幣資本の價值變化の危險に對する代償こそ利子であるといへる。

こゝから彼の「利子から自由な貯蓄證券」發行の主張が生ずる。簡單に言へば、有効需要の不足をカバーする政府投資は單なる不確實性に對する利子を支拂ふ必要はない。又實際に生産性の低下が利子の發生を保證しないのだから、それは利子から自由な貯蓄證券の發行に依つて賄ふ事が許される。但しその證券の保有に依つて貯蓄を行ふ人々に對してはその證券の價值變動からする危險を保證する爲に、その財價值の不變を保證する。^(註1)

(註1) ハロッドの貯蓄證券の發行については、問題が残されてゐる。貨幣以外の資産が貨幣より劣るのは大體二つの點である。第一は證券が交換の手段ではないといふ事である。第二はその資本價值變動よりする損失の危險である。第一の貨幣に比しての證券の狹義の非流動性を「不便」"inconvenience"と呼ぶ。第二の危險要素については、將來資本價值の不確實性、即ち「資本不確實性」と借手の失敗に伴ふ債務不履行による「貸手の危險」及び資産に現在委託せる一定貨幣額が將來に於て生ぜしめる所得に關しての不確實性、即ち「所得不確實性」に細分しうる (Joan Robinson: *The Rate of Interest, Economica*, April 1951, § 2, esp. p. 94.)。ハロッドの貯蓄證券については、第二の危險要素はすべて無視しうる。併し明かに第一の「不便」の要素を無視する事は出来ない。従つて零利子率で貯蓄を生産的資本資産に投資する欲求が全く缺如してゐる時に、斯る貯蓄をすべて「利子から自由な貯蓄證券」に依り繰越したとしても、尙ほその社會に於ては利子率は零に低下しない。何となれば、「不便」の要素に於て貨幣に貯蓄證券が劣り、而も利子が證券に支拂はれないとすれば、依然として流動性選好の欲求よりする利子率が存在するであらう。斯る證券は法貨としての強制流通力を附與されず、唯一の法貨としての通貨との兌換のみが認められてゐる。若しその證券を貨幣と區分せず、緩衝的在庫品 (buffer stock) と豫算赤字のリンクに依る貨幣自體の財價值の保證をする場合には、貯蓄證券の「不便」の要素は消滅するから利子の存在は、生産的資産からの裏付けが存しない限り、なくなるだらう。併しこの場合には過度に貨幣貨銀が増加する可能性を補償する安全瓣を經濟から奪ひ去つてしまふ

利子論についての覺書

一橋論叢 第二十七卷 第二號

といふ矛盾を生ずる (R. F. Harrod: *Towards a Dynamic Economics*, 1948, pp. 142—43.)。

この問題との關聯に於てモヂリアニのヒックス利子論批判が取り上げられる。モヂリアニは斯る「不便」の要素——ヒックスでは全く危険の存しない短期貸付に伴ふ投資費用——が利子を説明せず、單に保有すべき貨幣需要が何故に零にならぬかを説明するに過ぎぬとする。彼に依ると(浪費家のみならず企業家も)一定範疇の人々にとつては將來に於て現金を支拂ふといふ約束に對して現金 (spot cash) を手に入れるといふ事はプレミアムを支拂ふ價值があるといふ事實が利子を説明すると主張する。併しこの考へ方は明かに或る假定に基いてゐる。彼が主張する如く時間選擇率が正の値を認められたにしても、若し完全雇傭利率が零又は負の値を取り、完全雇傭の水準を可能にする投資を超える貯蓄に對して「利子から自由な貯蓄證券」が發行されるとすれば、利子を説明するのは斯る「不便」の要素でなければならぬ。モヂリアニは明かに時間選擇率を實現すべき正の資本の限界効率の存在、又は「不便」の要素で説明される以上の値を取る流動性選好利率の存在を假定してゐる。從つて斯る假定が認められぬ經濟に於ては「不便」の要素の存在は貨幣需要が何故に零にならぬかを説明するといふ事とそれが利子を説明するといふ事の間には論理的ギャップは存しない (F. Modigliani: *Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money*, *Econometrica*, January 1944, § 20, esp. pp. 83—86.)。

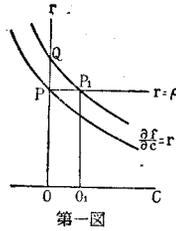
ハロッドの利子率決定の理論は上述の二つの利子概念に對應してゐる。併しこれを考へる場合彼の立場は非常に特殊な立脚地にある事を注意せねばならない。つまり彼が主張してゐる經濟の基本的條件に適した恒常的發展との對比に於て利子率の問題が考へられてゐる事である。彼にあつて利子率の決定因と考へられるべきものは二つある。第一は待忍に對する需給であり、第二は流動性に對する需給である。

第一の待忍に對する報酬を吾々に許す理由については、衆知の如く二つ考へられる。ハロッドの説明に依ればその一つは所得効用遞減の法則であり、他は純粹時間選擇である。前者は貯蓄に依つて可能にされる、より後のより大き

な所得額の効用は現在のより小さな所得額の効用より小さいといふ事である。従つて現在一千圓の貯蓄に依つて失ふ効用がそれに依つて得られる一年後の元利合計の一千六拾圓の効用より大なる効用をもつと人々が考へるなら年利六分の利率では人々は貯蓄をしない事になる。後者の純粹時間選擇の概念は將來に於けるより大なる所得額の有するであらうところの効用に對する正當な評價を不可能にする所謂「展望的能力」(telescopic faculty)の欠如からする現在消費の効用の將來消費の効用に對する過大評價を示すものである。

この關係に依る利率の決定をラムゼイの方法に依つて説明しよう (F. P. Ramsey:

A Mathematical Theory of Saving, Economic Journal, December 1928, pp. 555—



56.)。今 $a(t)$ を t 時點に於ける社會の總消費率、 $a(t)$ を t 時點に於ける社會の總勞働率、 $a(t)$ を t 時點に於ける社會の總資本とすると、社會の所得は勞働及び資本の一般的函數 $f(a, c)$ で示される。 $f(a, c) = \frac{\partial a}{\partial t} + a$ であるが、資本に對する需要價格としての利率は資本の限

界生産力 $\frac{\partial f}{\partial c}$ 、貯蓄率の供給價格としての利率は時間選擇率 ρ に等しい。説明の便宜

上 ρ は不變とする。均衡に於ては $\frac{\partial u}{\partial c} = 0$ 、 $\frac{\partial f}{\partial c} = \rho$ 斯くて利率 r は $\frac{\partial f}{\partial c} = \rho = r$ の點で決定される。第一圖で縦軸に利

子率を横軸に資本量をとると、均衡利率は資本の限界生産力曲線と時間選擇率を示す直線の交點 P で決定される。その場合貯蓄量は零である。勿論現實には ρ は富の存在量や所得水準の變動と共に變化するが故に不變ではない。又資本の限界生産力曲線が圖に示す如く上方に移した場合、利率は依然として ρ の高さに於て決定され、資本量は既存の 0 から 0_1 に直ちに増大する譯ではない。寧ろ貯蓄の流れは一定期間を通じて序々に變動せしめられるから、利子

率は短期的には現存資本量の需要價格及び供給價格の均衡點 Q に於て決定され、長期を通じて貯蓄量の増大と共に新しい均衡點 P_1 に落着くであらう。^(註2)

(註2) 利子率に關して長期均衡の達成は現實には殆んど實現しないだらう。而もその間に長期の均衡利率自體が變動するだらう。と云ふのは經常貯蓄量は現存資本量の小部分でしかなく、貯蓄量の調整は長期間を要するからである。

併し現實には斯る實物資本の需給に依り決定される長期間の安定的な均衡利率への傾向とは別個に、貨幣資本に對する需給、即ち流動性選好率による利子率の決定が考へられる。これについてはこれ以上立入らない。

流動性選好の利子論に對する最も有力な批判の一つは利子率が將來これこれの水準に決定するだらうといふ予想があるが故に現在斯る水準に決定されると言ふのは循環論であるとするものである。これに對してハロッドは斯る批判は誇張に過ぎる、「若しケインズに組するなら、流動性選好の理論を反駁する際に如何なる利子も決して存在し得ないといふ事が知られてゐた世界、多分如何なる利子も決して存在した事がなかつた世界を假定する資格を吾々が有するとは考へなす」(Harrod, op. cit., p. 67)と主張する。そして結論として利子率に關しては古典派理論は存在せず、ケインズ理論は空白を充す試みとして適當に認めらるべきであるとしてゐる。

吾々は次にハロッドにあつて待忍説と流動性選好説が如何に結合されてゐるかを検討しよう。ハロッドの利子論の中心をなすものは貯蓄である事を忘れるべきではない。ケインズが流動性選好説から強調した面を彼は裏側の待忍説から改めて吟味し直したといへやう。ハロッドは流動性選好説の消極的立證者といへる。彼は待忍説の立證出來ぬ理由を検討して貯蓄と利子論の可能な結び目の僅かに残された可能性に到達したといへやう。

ラムゼイの圖で見た如く、若し利子率が資本市場の貯蓄と投資の日々の出合ひで決定されるとすれば、利子率は O_1P_1 ではなくて OQ となる。斯る利子率の變動は既存資本量の價值量の大なる變更を余儀なくする。その既存量が小なる間は經濟にさしたる影響を與へぬにしても、若し經常投資量に比して非常に大なる量である場合にはその影響力は經濟にとつて耐へ難いものとなつて來るであらう。斯る變動の緩衝的役割を演ずるものが資本市場の業者である事は勿論である。^(註3)

(註3) ハロッドは投資と貯蓄の日々の出合ひに依る利子率の大なる變動の可能性を強調してゐるが、流動性選好に依り決定される日々の利子率の安定性の根據については、後の論述に於て殆んどふれてゐない。

第一の投資と貯蓄による利子率決定の場合の利子率變動の可能性については、彼の主張には或る程度混亂が存する。ハイエクの利子率についてケインズが論じた事がこゝに適用されやう。投資と貯蓄を均等化する利子率については二つのものが區分されねばならない。一つはケインズの「貨幣論」での「自然利子率」で短期自然利子率と呼び得る。それは現存市場の心理を一定とすると、支配的投資率が永久的であると豫想されるか否かに拘はらず誤謬を含めて如何なる瞬間に於ても投資を貯蓄に均等ならしめる利率であるに對して、第二のものはハイエクの「自然利子率」で長期自然利子率と呼び得る (J. M. Keynes: *The Pure Theory of Money. A Reply to Dr. Hayek, Economica, November 1931, p. 395*)。後者は完全雇傭利率といへる。「生産性と節約の基本現象」が影響を與へるのは多くの場合での利率に對してである。利子率と貯蓄投資の均等關係が一義的に論ぜられるとすれば、吾々の議論の對象となるものはこの利子率であらう。このやうに考へる時、長期自然利子率の安定性は「魚の日々の價格が十倍も高い水準の廻りではなしに一定の水準のまほりを變動するのは漁夫の數と使用される設備の額が日々變化せずに幸運と悪運の日々を通じて平均收穫高が漁業をして擇一的職業と同様魅力的ならしめるに充分な程高くなければならぬといふ條件に依り決定される」(Modigliani: *op. cit.*, pp. 86—87) といふ事實への類推に依つて説明される。

利子論についての覺書

一橋論叢 第二十七卷 第二號

従つてこの意味での利子率にハロッドが言及するとすれば、彼の主張は明かに妥當しない。若し吾々が短期自然利子率を問題にする場合には、ウィクセル以來の自然利子率と市場利率の乖離の更に複雑な問題に自己を投ずる事にならう。投資と貯蓄は「流れ」として利子率に對して一定期間を通じて序々に調整されるのに對して、流動性選好は「ストック」の條件で考察され、各時點に於て變更し得る個人的意向を示してゐる。而も「保藏」の増大する費用は貯蓄や投資の場合の如く存しないが故に、利子率の變化が存する場合に生ずる如き不調整を消滅せしめるには長い時間を要しない (A. P. Lerner: *Alternative Formulations of the Theory of Interest*, E. J., June 1938, pp. 217—18)。従つて短期自然利子率の日々の變動を語る事は以上の意味で一種の名辭矛盾を表してゐる。吾々の問題はこゝで流動性選好利率の安定性如何を論ずる事に移行してゐるといへう。

ハロッドは流動性選好利率の安定性の根據については何ら論じてゐないが、その根據としては大體三つのものがあげられやう。第一はケインズが強調する如く、流動性選好利率については持越費用に比して流動性打歩が遙かに大であるから、流動性動機的作用を通じて貨幣數量の他の富に對する相對的増大に對しても流動性選好利率がある程度無感應になる、同時に貨幣は生産に關しても代用に關しても共に零の弾力性をもつてゐる。故に貨幣はそれに對する供給の増加に對しても、又需要の増加に對しても購買力の流れを底知れず吸込む洶湧となるのである (J. M. Keynes: *General Theory of Employment, Interest and Money*, Chap. 17, esp. pp. 231—35)。第二は例へばロビンソンの主張に見られる如く、過去の長期利率の安定的な運動に對する經驗が現實の長期利率の變動を消去せしめる如き豫想利率の動きを生ぜしめるといふ場合である。これら二つの主張に對しては第三のものとしてカルドアの批判と彼自身の主張が見られる。ケインズのそれに對する彼の批判は貨幣保有による流動性打歩は長期債券保有に依る限界危険打歩の概念で置換へられるが、豫想が確定的で危険打歩零の場合にも長期利率に關しての流動性選好の弾力性はなくならないといふ事である。ロビンソンのそれに對しては豫想長期利率を決定する過去の利子率は如何にして決定されるかといふ問題に於て循環論に陥ると彼は非難する。彼自身は長期利率の安定性を投機の價格安定的

な作用に求める。つまり債券市場に於ては豫想長期利率に關して投機的流動性選好の弾力性が非常に大であり、而も豫想長期利率は豫想短期利率の平均に依存し、經常短期利率の變動は長期に互つての平均化に於てその影響力が弱められるが故に、經常長期利率は安定的であると説明される (N. Kaldor: Speculation and Economic Stability, Review of Economic Studies, October 1939, pp. 12-15)。この論争に關してはこれ以上立入らなむ。

商品市場に於て商人は商品を價格下落した時にストックとして吸収し、價格上昇の場合にはそれを解放する。それと同様資本市場の商品たる貯蓄を業者は瓶に詰めて吸収したり又は適時に解放する事が可能であらうか。「待忍」といふ行為自體を瓶詰めに出来ない事は當然である。^(註4) その場合貯蓄量が投資に比して大であれ又は小であれ業者はそのまま實現する他はない。その上で貯蓄に對してなされた投資の不足や過剩を他の部面、即ち雇傭及び所得水準の變動に依つて吸収又は解放するのである。これはケインズの乗數理論である。

(註4) ロバートソンは「貯蓄は貯蓄され得ない一つのものである」と述べるが、斯る逆説はピグーの「厚生經濟學」第一版(一九二〇年)に既に表明されたと主張する (D. H. Robertson: Mr. Keynes' Theory of Money, E. J., p. 410 and footnote (1))。

投資と貯蓄とが變數として動かすものが所得水準であつて利率でないとすると、利率を決定するものは何かの問題となる。この空白を充すものはハロッドに依ればケインズ流動性選好利率論である。併しこゝに於て注意すべき問題が生ずる。貯蓄と投資の分離を所得の變動が充し得ない状態の存在である。即ち完全雇傭に到達した後に尙ほ投資が貯蓄を超過するやうな場合には、雇傭量又は實質所得水準の變動に依つてそのギャップを埋める事が出来ない。こゝに吾々は待忍説に残された余地を見出す譯である。

資本が提供されるまでに必要な二つの活動に對する報酬は待忍に對するものと流動性を手放す爲のものである。この種の二つの活動が何れも必要である場合には、夫々の活動を満足させるに必要な價格として何れが高いにせよどちらかの價格を支拂はねばならぬ。ケインズにあつては後者の價格が高いといふ假定が存するやうに思はれる。これは所謂「ケインジヤン・ケイス」に相當する。つまりこれがさうである状態而もその状態のみに於て利子率を決定するものは第二の價格である。これらの條件に於て初めてケインズの議論の全體は提供される如きものとなる。

その場合貯蓄の供給理論に對する關係に於て流動性選好説には二つの可能性が存する。先づ第一に流動性選好利子率が余りに高い場合、即ち完全雇傭の條件で發生するすべての貯蓄に資本支出を均等ならしめる如き利子率より以上に流動性選好利子率が高い場合には、何ら新しい攪亂の原因が存しない限り、非自發的失業を伴ふ安定的均衡が生ずる。第二に流動性選好利子率が余りに低い場合、即ち完全雇傭の條件で發生するすべての貯蓄に資本支出を均等ならしめる如き利子率よりも現實の流動性選好利子率が低い場合には均衡は存在せずして、インフレーションの状態、つまり窮極では終結さるべき擴大の不安定性が生ずる。ケインズは第一の場合のみ論じ第二の可能性を論じてゐない。待忍説が問題となるのは第二の場合に他ならない。

次にケインズ利子理論とハロッドの分析の對應關係を見よう。ハロッドに依るとケイ

(第一表)

	ハロッドの分析	ケインズの分析	景 氣	貯蓄増加の效果
1	$G_n > G > G_w$	$L_r < N_r < F_r$	上 昇	功 績
2	$G \geq G_n > G_w$	$L_r < F_r < N_r$	インフレーション	功 績
3	$G_n > G_w > G$	$N_r < L_r < F_r$	下 降	罪 惡
4	$G_w > G_n > G$	$N_r < F_r < L_r$	スランプ	罪 惡

ンズ「貨幣論」の分析は貯蓄投資概念について時前投資と時前貯蓄への第一近似法であるが、流動性選好利率がその場合存した如き貯蓄に資本支出を均等ならしめる利率の水準より小さい時には、投資は貯蓄より大となり、資本支出は更に擴大される可能性を有する。逆に流動性選好利率が以上の意味での自然利率より大きい時には、投資は貯蓄より小となり、資本支出は更に減退せしめられる。これに對してハロッドはケインズは一般理論に於て過少雇備水準での安定的均衡の可能性を提供してゐるとする。斯くてケインズの分析とハロッドのそれとの對應關係は第一表の如くなる。^(註5)

(註5) 第一表の記號としてGnは技術及び人口等の基本的諸條件が許す成長率、Gは現實の成長率、Gwは若しそれが生ずるなら代表的企業家をして正しい額よりも多くも少くも生産してゐないといふ満足を與へる承認せられた成長率、Lrは流動性選好利率、Nrはあらゆる時點に於ける自然利率、Frは完全雇備利率である。ハロッドの景氣循環論を簡單に圖示する。CはGを維持する爲の資本係數、CrはGwを維持するために要求される資本係數、Gは企業家に依つて計畫せられた現實の成長率とする。Gwは貯蓄性向及び技術の状態に依存するが、貯蓄性向、技術共に一定と假定する。ハロッドの基本方程式の關係を説明の便宜上書き直すと

$$G - Gw = s(Cr - C) \dots\dots\dots (1)$$

$$Cr - C = s(G - Gw) \dots\dots\dots (2)$$

(1)式はGwを超える企業家の成長率擴大の意圖が現實の資本係數の不足額に依存する事を示す。(2)式は要求された資本係數からの現實の資本係數の不足額が現實の成長率の均衡成長率を超過した値に依存する事を示す。それぞれの函數の型は説明の便宜上、ここでは線型として考へる。第二圖で縦軸には(G-Gw)と(G-Gw)を、横軸には(Cr-C)をとる。原點はGw

利子論についての覺書

彼に依るとその場合利率は短期利率と長期利率に區分される。これを短期利率について見ると、財のストックの累積的な變動過程として示される彼の景氣循環の過程に對して短期利率は影響力を有するかといふ問題になる。例へばホートレイの主張に依ればそれらストックの増大或は減少に伴ふ經營資本の短期利子費用を調整する事に依つて斯る増大、減少の傾向を相殺出來ようといふのである。生産者の場合には生産費の中短期利子費用の占める割合が小さいから余り有効とはいへない。併し商人の場合には彼が價格差に依つて得る利鞘の中利子費用の占める割合は無視出來ない。従つてその有効性は大であると考へられる。けれどもこの場合にも商人を動かすものは現在の費用構成の變動よりは寧ろより多く將來の價格予想であるといへやう。従つてその有効性は限定されざるを得ない。

次に長期利率について見ると二つの難點がある。第一は長期利率の變動に對する投資需要の弾力性が小なる事である。この主張に對してはハロッドはシャックルの説 (*Economic Journal*, March 1946.) を借りてゐる。長期利率の一定引下げ後十年に及ぶ長期をとるなら、投資需要の著しい變化が考へられやう。併し肝心なのは十年にも及ぶ長期ではなく、引下げ後の數ヶ月間に於ける効果でなければならぬ。第二の問題は更に重要である。假令長期利率の變動の効果が景氣の方向を幾分好轉しうにしても、支配的な流動性選好利率が望ましい値まで下落し得ないのではないかといふ難點がある。何となれば或る一定利率以下では如何に貨幣の造出を行つても、それは利率を下落せしめずにして保藏貨幣に吸収されてしまふ、即ち貨幣需要の弾力性が無限大になる可能性が存するからである。従つて吾々はハロッドに依り *Monetarism* の均衡、即ち反循環的政策としてはこれら利子政策の他に直接の公共投資政策を勧告されるのである。

第二には $GwCr = GnCr$ 、即ち長期のスランプからの回復の爲の均衡化の要因が問題となる。中立的改良——利率不變の場合生産期間の長さを變化せしめない改良——の假定を除去して、生産過程の延長化に於て生ずる單位期間中の新資本設置の價値を d (産出量の分數として表す) とすると

$$GwCr = GnCr = s - d$$

こゝでも利率が均衡化の爲に變動する事が要請される。併し $GwCr = s - GnCr$ の場合自然的傾向として貯蓄の過剰供給を消滅せしめる如く利率が動く事に關しては否定的に考へられる。この場合流動性選好利率の下落による生産の迂回化 d が生じたとしやう。 d が正の値をとり大となる程 Gw の値は下落する。何となれば經常成長率で吸収されねばならぬ經常資本支出の必要と關係する貯蓄量はそれだけ小となるからである。同時に d の増大は技術的水準の上昇を意味し Gn を高める。他方利率の下落は貯蓄性向 s を引き下げると考へられるであらうから $s - GnCr = d$ としての d の値は他にして同一の場合よりはより小なる値ですむ。結局 Cr が増大して d をすべて吸収し盡すならば $GwCr = s = GnCr$ の均衡は到達される。併し斯る長期の不況からの回復の問題は短期の景氣循環問題とからみ合ひ複雑困難にされてゐる。

二

吾々はハロッドが乗數理論と資本市場分析を結合する場合に行當る。こゝでは嚴密な意味での乗數理論が妥當しない領域が考察されねばならない。この關係を一つは價格期待の面から、他は「貯蓄と保藏」論争との關係で吟味した

ハロッドは景氣循環の過程に於て「若し意圖せざる投資に伴ふストックの蓄積が資金の貸付を得る爲に資本市場に入らないなら——彼らがその犠牲に於て欲せざるストックを保有しようところの現金、金、高をもつてゐたかもしれない——資金の供給の需要以上の超過が存しう。……後退の出發點に於て乗數の嚴格な學説が暗示するだらうよりも資本市場に於ける資金のより大なる提供と利子率に於ける結果的下方運動が存するとしよう。それは後退の進行運動を妨げるには通常充分ではない。やがて乗數が所得と貯蓄を減ずる際にその充分な影響を及ぼすだらう。不況の終りに於ては總體的貯蓄はさもない場合より少い。貯蓄に對する需要と供給で支配される利子率は恒常的進歩が維持される場合より高いであらう。自然力は合理的な完全雇傭へ恒常的に進む社會の場合時間を通じて發生するすべての貯蓄を吸収するに必要な利子率の下落を確保するに役立たなかつたであらう」(Harrod: op. cit., pp. 98—99.) と主張する。

ハロッドの斯る主張が累積的な過程の機械的性格を構成する價格期待の大なる弾力性に依存する事を吟味した^(註6)。一度他からの要因に依つて G_w と G との均衡が破られると、それに依つて惹起される期待變化の過程は消費財生産と資本財生産の市場への出現時期のづれから吾々は消費財價格水準の變動とそれに伴つて變動する雇傭量の動きを把握する事が出来る。ケインズに倣つて若しある期待の状態が充分な^(註7)が繼續して雇傭及び價格水準に及ぼすその影響が完全に作用し盡し、結果としてその新しい期待の状態がなかつたならば生じ得なかつたやうな斯くて到達した確定的な雇傭水準及び價格水準をその期待の状態に對應する長期雇傭量及び長期價格水準と名附けよう。こゝである期待變化

に際してその期待状態が充分になく繼續するならばといふ事は期待の弾力性が長期に互つて一といふ事を意味する。斯る變動のある段階に於てはその期待變化を充す爲の資本の形成過程が消費財生産の實現に先立つてより多くの雇用量と従つて經常消費とを齎すが故に、一時的に現實の雇備量及び消費財價格水準を長期状態以上に騰める事が出来る。併し消費財生産の實現は遂には消費量の増大に追いつく。そこに於て長期状態は確立される譯であるが、若し貨幣的な攪亂要因にして變化なしとすると、増大した産出量からの貨幣需要は一定の貨幣供給を超過し消費財價格の低減を齎し、下方への期待状態の變化を生ぜしめる。斯る循環運動は期待状態の變動の存しなかつた均衡の水準をめぐつて行はれる。^(註5)併し現實には斯る期待状態の變化はそれが完全に作用し盡す前に次の期待状態の變化の影響に依り更に複雑なものとされる。ハロッドの景氣循環過程が擴散的な不安定性に主點が置かれ、それ自體の變動の中に逆方向への傾向を生ぜしめないのは彼の期待状態の變動が更に次のより大なる期待状態の變動を生じ、それに依つて重ねられるからである。つまり彼の場合期待の弾力性が一より大であるだらうといふ。

(註6) ハロッド理論の特色を期待の性格に求めたものとして W. J. Baumol: Notes on Some Dynamics Models, E. J., December 1948. 及び W. J. Baumol: Formulation of Mr. Harrod's Model, E. J., December 1949.

(註7) J. M. Keynes: General Theory, p. 48.
 (註8) 「一般理論」ではケインズは半循環的な運動を長期雇備水準をめぐつて説明してゐるが、それとは逆方向の残りの半循環的運動への自己發生的必然性を論じてゐない。併し「貨幣論」では正常的な「信用循環」の運動を完全循環的な性格のものとして論じてゐる。兩者の相違は前者が雇備水準の變動のみに關聯したのに、後者が消費財價格水準及び貨幣的要因の變化に及ぼした點に求めらる。 (J. M. Keynes: A Treatise on Money, Vol. 1, Chap. 18.)

若し貨幣的側面やその他遅れ、各種摩擦を無視するならば、價格期待の弾力性一又利子率不變とすると、衆知のウイクセルの累積的過程であつて攪亂的要因の發生は何ら經濟の實體の變化を生ぜしめず物價水準を比例的に變化させる不安定均衡の一系列を與へる。^(註7)故にハロッドの暗黙の假定は期待の弾力性が一より大といふ假定を置いてゐる事は明白だ。従つて彼が利子率の變動を貯蓄に對する需要と供給から考察してその要求される恒常的な下落を吟味する場合、利子率の下落を不十分なものとするのは乗數効果による雇傭量及び貯蓄量の減少が不況の終末に於てさもない場合より大になるといふ事實には歸因しない。寧ろ利子率下落を不充分にするものは乗數効果よりは、彼の一より大なる期待の弾力性の影響力が大であらう。つまり實物的利率の變動に依る上向的傾向を更に價格下落の大なる期待効果に依る下向的傾向が上廻るからである。

(註9) ケインズの場合は消費財生産と資本財生産の間の遅れを認めるから、利子率不變にも拘はらず相對價格の體系は變動する。

三

次に吾々は乘數理論と資本市場分析の關係を「貯蓄と保藏」論争を中心として検討し直して見たい。ケインズは「貨幣論」に於て一個人が貯蓄すると彼はそれに等しい額だけ總投資を増加せしめるであらうといふ一見尤らしく思はれる主張に對して鋭く反對の態度を表明した。そこで彼が主として分析の武器としたものは二つある。一つは投資の費用を超える貯蓄の過剩要因であり、他は銀行制度による予金の創出に依つて充されざるが如き公衆の側に於ける

利子論についての覺書

弱氣の過剰要因であつた。「一般理論」との間に於て定義の差違があるにしても、ハロッドも述べてゐるやうに「貨幣論」での貯蓄Sと投資Iを時前概念として考へる事が出来るであらう。このケインズの分析方法に對する最も鋭い批判の一つは現實の利子率が「自然」或は均衡利率より離反する場合についてのケインズ分析の最も特徴的な性格として貨幣の有効數量の變化の有無に拘らずこの事が生じ得るといふ點に對してであつた。この事はウィクセル理論の解釋の根本的相違から出發する。斯る批判の主たる論者たるハイエクに依ればウィクセルの貨幣理論は現存の貨幣體系の下では流通貨幣の量に於ける變化が彼らの貸付けを擴大乃至縮小する諸銀行に依つて主として惹起され又利付きで借入れられる貨幣が主として投資目的に使用されるが故に、流通速度に於ける逆の變化に依つて相殺されない貨幣量の供給への如何なる附加も貯蓄を超える投資の價値の對應的超過を生ぜしめるであらうと解釋されてゐた。^(註10)

(註10) F. A. v. Hayek: Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J. M. Keynes, *Economica*, February 1932, pp. 22—24.

ケインズに依ると貯蓄をして新投資の價値を超過せしめる要因として過剰貯蓄要因と過剩弱氣要因の二つが考へられる事は前述したところである。この二つの要因はその一つのものゝ如何なる度合も、正でも負でも、それに伴ふ適當な事情に於ては他のものゝ凡ゆる度合とそれが正でも負でも兩立し得るといふ意味に於て獨立的であると主張される。その極端な場合としては過剰貯蓄要因が存在し而も貯蓄予金の量及び保藏性向の變化が存しない場合、又はこれら二つの因子間に補整的な變化がある場合には、新投資財の價格には如何なる反對の變化も惹起されず、従つてI=S^(註11)が生ずることになる。

(註11) J. M. Keynes: Treatise, Vol. 1, p. 145.

斯る結論がハイエクの主張と相容れない事は明白である。彼に依れば有効貨幣數量の増加——總貨幣數量にして變化なき場合には不活動予金の活動予金への移行、又不活動予金額が不變の場合には總貨幣數量の増加——が貯蓄される以上に企業家に貸付けられる貨幣數量に依つて生ぜしめられる現存貨幣組織の下にあつては、 M_1 は必ず有効貨幣數量の變化を必要とする。今有効貨幣數量の變化なく過剰貯蓄要因が存するとすれば、その結果は消費財價格水準の下落と同時に貯蓄の増大は消費財部門で生じた價格下落を丁度相殺するだけの新投資財價格水準の上昇を生ぜしめる筈である。この事は同様ロバートソンのケインズ批判にも見出し得る。

以下この相對立する二つの主張を検討しつゝ、過剰貯蓄要因が保藏性向及び貨幣數量に變化なき場合、投資率に如何なる影響を與へるか吟味しよう。過剰貯蓄の要因は消費財生産の企業家に貯蓄の過剩額に等しい損失を蒙らせる。斯る損失の可能性に對して消費財企業家は價格を切下げて彼の產出量の總量を賣却するか、又は現在價格で賣却する事に依つて賣残りの消費財のストックを保有する場合が考へられる。こゝでは前者の方法がとられるものとする。消費財企業家が尙ほこの場合彼の生産規模を縮小せず従來と同一の產出量を生産するとする。若し生産が同一水準に維持されるとすれば、彼は次の四つの可能な方法の一つ又はそれらの組合せに依つて彼の損失を補充せねばならない。(1) 彼自身の支出を切下げる。(2) 彼の保有現金殘高を減ずる。(3) 貯蓄者又は銀行から借入れをする。(4) 證券の如き他の資本資産を賣却する。

企業家が(1)の方法で損失を補填するとし、當面斯る損失の補填が今期には行はれず次期に於てなされるものと假定

する。吾々は先づ増大せる貯蓄の行先を追求しよう。保藏性向は不變であり、又總貨幣數量は不變であるから、有價證券の價格には變化がない。残された貨幣の流れは増大せる貯蓄額に等しい部分だけ増大してゐる。而も貯蓄予金や有價證券を購入する部分に相當する貨幣の流れは假定により何ら變更なしとすれば、貨幣の流れの残余は凡て新投資財の購入に向けられる。故に新投資財生産の企業家は消費財の企業家が蒙つた損失に正に相等しい利潤を得る事になる。併し實際には増大せる貯蓄の保有者が直接に新しい企業を起すなり又は從來の企業の資本設備の増大を意圖する投資家である事は少い。彼は直接に新投資財に彼の貯蓄を投資するのではなく、多分資本市場に於て有價證券の購入を行ふであらう。こゝで吾々は有價證券を區分して債券と株式に二分しよう。「一般理論」に於けるケインズに倣つて債券の價格變動を以て利子率決定の要因とし、株式の價格に對する日々の評價を以て實物的な投資財の價格水準變動の尺度となしうるものとする。^(註12)

(註12) 長期市場利率を測るものとしては固定利付債券の收益が對應し、又それに附與された種々な程度 of 危險を斟酌した上で斯る經常市場利率で資本化されたその株式の豫想配當收益が普通株式 (ordinary share) の價格を決定するものとする。更に新規發行證券と現存證券の價格の間に一定の關係が保持されねばならないから、新規發行證券の收益及び豫想收益はそれぞれ現存證券のそれと同一でなければならぬ。斯る固定利付債券と現存證券の間の關係及び新規發行證券と現存證券の間の關係を保持し又人々をして最小の費用を以て貨幣に對して證券を販賣し又貨幣を以て證券を購入する事を可能にするが如き能率的な證券市場が存在するものと假定する。(J. M. Meade: *The Rate of Interest in A Progressive State*, 1933, London, p. 111.)

貯蓄予金の數量は總貨幣數量の中活動的貨幣量に使用せられた残高としよう。而も活動残高の數量はケインズが假

定した如く所得に於ける以前の擴大の結果としてのみ擴大し得るであらうとすれば、貯蓄予金の數量は斯る活動殘高以上に貨幣流通量の存在を許與する銀行の態度に依存するであらう。^(註13) 利率についての考察を進める場合貯蓄予金の數量に變化なしと假定する事は大體に於て吾々の體系と相反しないと考へてよい。經常利率に於ける保藏性向は一定であるから、債券と貯蓄予金に對する相對的選好の度合には何ら變化がない。故に債券の價格は變化を見ない。從つて貯蓄者は以上の目的以外に彼の保有する貨幣殘高を證券市場に於ける株式の購入に投ずる。株式に支出された貨幣の増大せる額は株式の價格を騰めるであらう。併し新舊すべての株式價格は一緒に動かねばならない。斯る既存株式の價格の上昇は新規株式發行の條件を有利にするだらう。若し現存株式の増大せる販賣量の流入が證券市場にないとなれば、新規發行業者は直接に利益を得て新計畫の株式を賣放つ事が出来る。斯くて會社の發起人又は經營者は新投資財に對する需要を増大し、斯る新投資財價格水準の上昇はその部門の企業家に消費財企業家の損失に等しい利潤を可能ならしめる。斯くて特殊な假定の下ではケインズの過剩貯蓄の要因と過剩弱氣の要因を獨立的と考へる事は許されなく。

(註13) D. H. Robertson: *Alternative Theories of the Rate of Interest*, II, E. J., September 1937, p. 432.

吾々はいままで消費財企業家の損失補填の影響を無視して來た。斯る企業家は個人的な消費支出を切下げざるを得ないと考へたのであるがその消費支出切下げは一般に損失を蒙つた期間になされると考へるのは非現實的であらう。その企業家が期末に於て初めて自己の營業不振の確定的な状態を知るとすれば、彼はその期間を通じて消費支出を變更しないだらう。次期に於て若し同一規模の生産を行ふとすれば、損失を補ふ爲にその期の支出を切下げねばならぬ

だらう。若し次期に於て彼が消費を切下げて彼の生産を續行し又消費者が今期と同様増大せる貯蓄を繼續するなら、ケインズの主張する如く保藏の増大が生じ誰か他の企業家が增大せる損失を蒙り結局消費者の貯蓄を株式に投ずる事に依つても、その損失を補償する事は出来ない。これがケインズの所謂「無盡藏の瓶」(widow's cruse)の過程に他ならぬ。^(註14)併し實際にはそのやうな事は起り得ないだらう。新投資財部門に於て利潤が発生し而も消費財部門に於て損失を蒙りながら尙ほ消費財生産者が損失を補ふ爲の貯蓄を消費財生産に投ずるとは考へられない。彼は當然彼の新しい貯蓄額を投資財の生産に使用するであらう。斯くて投資財部門の利潤も消費財部門の損失も共に消滅して新しい均衡状態が成立するであらう。^(註15)

(註14) J. M. Keynes: Mr. Robertson on "Saving and Hoarding," I. E. J., December 1933, p. 701. ケインズの主張は損失を蒙つた企業家の消費支出切下げは損失を蒙つた期間に同時になされるといふ事を暗黙に示してゐる。

(註15) Hayek: The Pure Theory of Money. A Rejoinder to Mr. Keynes, *Economica*, November 1931, p. 400. Hayek: *Economica*, February 1932, p. 31. 斯るハイエックの解釋を別の面から見たものとしてはモチリアニがある。彼は貯蓄性向の増大乃至投資性向の減少と雇傭水準との間に因果關係を求めざる事を否定し寧ろ二つは同一の原因、即ち貨幣數量と貨幣率との間の基本的不調整に歸因するものであると主張する (Modigliani, op. cit., p. 77)。

同様な事は企業家が損失を補ふ爲に彼の手持ちの株式を手放す場合にもいひ得る。例へばロバートソンが論ずる如く IAS ならしめるものは保藏性向の増大のみであるから、貨幣數量及び保藏性向にして不變なら、貯蓄の増大はそれに等しい新投資の價値の増大を導くに過ぎぬとするに對して、ケインズはロバートソンの所論に於て若し消費財企業家が損失を補ふ爲に貯蓄者が増大せる貯蓄を證券市場の株式の購入に向けた時、手持株式を證券市場で賣却するな

ら株式に對する増大せる需要は増大せる供給の流入に依つて平衡され何らその價格の騰貴を見ないと反駁する。故に「*IAS*」といふ結果は生じない、従つてロバートソンの主張が妥當する爲には消費財の企業家が損失補填の目的で手持株式を證券市場に賣りに出す前に、少くとも貯蓄者とその貯蓄の増大せる流れを證券市場の株式購入に振り向ける必要がある。併しその場合ですら一たん騰貴した株式の價格は次の瞬間には損失を蒙つた企業家が前に貯蓄者が買つたと同額の手持株式を賣却する事に依つて以前の水準まで引下げられる。^(註16) 若し單位期間に於て支出計畫の變更が許されないとするならば、貯蓄者の増大せる貯蓄に依る株式の購入は今期になされるに反し、損失を蒙つた企業家の手持株式の賣却は次期の期初になされるだらう。そして消費財價格と投資財價格の相對價格が後者に有利な以上若し同一規模の生産が行はれるとすれば、手持株式の賣却に依る貨幣は直ちに投資財生産の増大に使用されるだらう。斯くて増大せる貯蓄に對應する投資財の増大せる生産が消費財企業者の一部投資財部門への轉換に依つて可能にされるであらう。^(註17)

(註15) D. H. Robertson: *Mr. Keynes' Theory of Money*, E. J., September 1931, pp. 401—402. J. M. Keynes: *A Rejoinder to Mr. D. H. Robertson*, E. J., September 1931, pp. 416—18. 參照。ケインズがロバートソンの斯る所説を非現実的と非難したのに對してロバートソンはケインズの非難を受け入れる場合に「*IAS*」になるのは消費財企業家が手持株式を貯蓄資金と交換せんとする彼の保藏性向の變更が「*IAS*」を生ぜしめるので、保藏性向の増大のみが斯る結果を生ぜしめるとする彼の所論に誤りはないと主張する (Robertson: *Essays in Monetary Theory*, 1940, pp. 70—74.)

(註17) 吾々は上述のところでは過剰貯蓄要因の影響は消費財價格水準の下落に依りすべて吸収される。従つて消費財の賣残りのストックの増加は存しないとした。これに對しては當時既にホートレイに依る批判がなされた (R. G. Hawtrey: *Mr. Robertson on "Saving and Hoarding"*, II, E. J., December 1933, pp. 703—704.)。ロマンソンは最近の論文に於て (Robi-

erson: op. cit., § 5, esp. pp. 107-108.) 節約の増大が消費財の予期しないストックの増大を伴ふ場合、合利子率に及ぼす影響を幾つかのケースの組合せに依つて論じてある。結論としては損失を蒙つた企業家が財貨のストックを増大させる場合にも利子率が下落しうる事を示してゐる。

結論として(一)「貨幣論」をめぐるこれら論争でのケインズの誤謬の一つは過剰貯蓄の要因と過剰弱氣の要因との間の分析に於て不充分であつたといふ事である。貯蓄予金の量及び保藏性向が不変ならば、有價證券——株式と債券を含めて——の価格は不變の筈である。而るに過剰貯蓄要因の存在は貯蓄予金の量及び保藏性向を變化せしめないに拘はらず、有價證券価格を上昇せしめる。こゝにケインズのディレンマが存した。それを説明するものは明かに活動残高の内部に於ける消費財部門より投資財部門への貨幣の流れの轉換の存在を彼が見落したといふ事である。つまり消費財部門から流出した活動残高の増大が經濟活動面に反映されず不胎化される爲には、即ち兩部門間の代替作用を無効ならしめる爲には、それを相殺するが如き保藏性向の増大が必要である。^(註18)

(註18) 斯る代替性に對してケインズは資本の消費に對する優勢な關係が永久的であるか、又は他の豫測の誤謬なしに企業家がこのやうな假定に基いて行動しつゝあるといふ假定が暗黙になされてゐるとする(J. M. Keynes: *The Pure Theory of Money. A Reply to Dr. Hayek, Economica, November 1931, p. 395*)。併し實際には消費財價格水準の變化は間接的に投資財價格水準に同一方向の變化を生ぜしめ勝ちであるとしてゐる。(i)消費財の價格の變化は概して保藏性向に反對の變化を生ぜしめる傾向がある、何となれば流動的資産の所有に比して消費財の生産にとつて有用な手段資本の所有を一定價格に於て前よりもより魅力的にするであらうから。(ii)消費財の價格に於ける變化は必然的ではないにしても、恐らく活動予金の量に於ける同一方向の變化を伴ふであらう。(iii)他方非流動的資産の價格に於ける變化は消費財の價格に反作用し得る、何となればそれ

は利潤に於ける變化を生ぜしめる、そしてそれは次いで利潤の受領者に依つて貯蓄される額に反對方向の影響を及ぼすであらうから。この中(i)と(iii)の傾向は消費財のそれと同、方向に非流動的資産の價格を動かさしめる筈である。(ii)の傾向は反對方向であらう、併し恐らくこれは無視出来るであらう。(J. M. Keynes: A Rejoinder to Mr. D. H. Robertson, E. J., September 1931, p. 414.)

(二)斯るディレンマを生ぜしめる原因のもう一つはケインズの有價證券に對する投資の概念と保藏性向概念の關聯に不鮮明さが存したと言ふ事である。投資財の價格水準といふ時、一體投資財概念の内容が何であるかについては多くの異論反駁が生じた。これに對してケインズは投資財の價格水準が問題になる場合の二つの概念は「現存株式取引所證券」と「新規機械」ではなく「現存資本在高」と「經常的に生産せられた資本」であるとした^(註19)。併し斯る解答は依然としてケインズの主張を明確ならしめない。例へばケインズの資本概念は實物資本と貸付資本を含むのであるが、「取引される富の二つの範疇、即ち貸付資本(例へば債券)と實物資本(例へば株式)の價值は反對の方向に動き、斯くて一部分相互に補整し合ふ事が稀れではない」(Keynes: Treatise, Vol. I, p. 249.)のである。新投資財の價格が實物資本と貸付資本のそれぞれの價格の對比で決定され、而もそれぞれの價格が獨立に動き得るとするならば、弱氣強氣の概念と總括せられた二つのものを同一局面で結合する事には多分に債券と株式の動きの結果を見落す危険性がある。まして貯蓄性向の變化の影響が債券と株式で相違する事を考へればこの危険性は更に大となるであらう。^(註20)吾々は今ままで投機的作用を無視して來た。この要因を考へる時、弱氣強氣の要因は債券と株式について同一効果を及ぼすと見る事は出来ない。コンソール市場に於ける投機的作用は債券の價格を長期に互り安定化する傾向にあるに對して、株式

市場に於ける投機的作用は株式價格を不安定化する傾向にある。^(註21)

(註2) D. H. Robertson: Mr. Keynes' Theory of Money, E. J., September 1931, p. 400. F. Hayek: Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J. M. Keynes, *Economica*, February 1932, p. 36. J. M. Keynes: A Rejoinder to Mr. D. H. Robertson, E. J., September 1931, p. 421.

(註20) この危険性は流動性選好利子論に固有な缺點ともいへる。ラーナーは貸付資金利子論、この場合はオーリンの信用需給説、のケインズ利子論に對する長所として、あらゆる相違せる種類の「信用」に對する相違する利子率がそれに對應する資産の需給で決定されるといふ點を忘却させないし、又資産面の強調は他の資産の總價値に於ける變化の利子率への効果を看過せしめない、更に幾つかの異つた種類の資産が存する時生ずる密接な補完性の議論にとつても有用であると論じてゐる (Lerner: *op. cit.*, p. 227)。

(註21) Kaldor: *op. cit.*, pp. 12—17. 参照。ケインズは「一般理論」に於ては「弱氣の状態」を株式ではなく債券の價格決定のみに關係せしめてゐる。これに對してはロビンソンは株式を實物資産としてではなく流動資産として取扱ふ事を主張してゐる。併しロビンソンに於てはケインズが「長期期待の状態」に於て論じた投機者の役割が殆んど無視されてゐる。更に價格變動の債券及び株式價格に對する効果など重要な要素の作用が把握され難いであらう。勿論ケインズに於て株式價格と債券價格の關係を含めて株式保有と現金保有の關係を示す彼の論示に混亂が存しない譯ではない。例へば「一般理論」頁一七〇の註一の株式保有に對應するものは單に現金保有の選擇だけではなく債券保有の選擇が考へらるべきだといふ主張は大して意味をなさない。何となれば若しその主張が妥當するとすれば、同様債券保有に對應するものは現金の保有だけでなく株式の保有が充分な理由を以て得べきである (J. M. Keynes: *General Theory*, pp. 170, 173—74. J. Robinson: *op. cit.*, pp. 94, 103—4, esp. footnotes (5), (23)).

(三) 吾々は今まで非常に極端な假定に於てケインズの「貨幣論」を検討して來た。若し保藏性向にして變化なければ、貯蓄性向の増大は有價證券の價格を騰貴せしめる事を知つた。併し吾々は消費財企業家の損失に對する處置を一應無視する如き立場に立つて來た、而も斯る立場は或る程度非現實的な時間的遅れの特殊な假定の上に基礎づけられて來た。若し吾々が損失を蒙つた企業家の反作用の影響を考慮に入れるなら、保藏性向はもはや不變ではなく貯蓄の證券市場への増大せる流入の効果を相殺する如く騰貴する^(註22)。投資と貯蓄の不均衡を生ぜしめるものは斯る企業家の損失補填の爲の保藏性向の變化に他ならない。従つて吾々は投資と貯蓄を均衡化すべき何らかの要因を求めらるる必要に迫られる。併し實際には保藏性向の變化は、貯蓄増大が新投資の價値を増大せしめる効果を、平衡化する以上に或は以下に作用し勝ちである。更に投機の株式價格及び債券價格への効果が貯蓄の不均衡的傾向を悪化せしめるであらう。投機的要因が經濟に於て重大な役割を果してゐる場合には債券價格に關しては投機の價格安定力の程度が無限大であるから、經常的な貯蓄の需給の變化は現金を吸収又は解放する事に依つて殆んど債券價格の變化を生じない。而も現金の吸収又は解放に依つて變動せしめられた所得の變動はそれ自體が貯蓄の需給變化を均等化する逆の變化を生ぜしめる。これは乗數の理論に他ならない^(註23)。他方消費財の價格水準下落の株式價格への影響は同一方向への運動を投機を通じて擴大するであらう。斯くの如く投資と貯蓄の均衡、不均衡の状態は予想状態からの異時點間の攪亂を無視した場合、主として保藏性向それも損失を蒙つた企業家の誘發的な變化に依つて決定される。「貨幣論」の功績の一つはこの點の強調にあるだらう。乗數理論が必要となるのは保藏性向の變化が消費財價格と投資財價格の代替作用を無効ならしめた一つの特種な場合である。併し吾々が投機的作用を認めるなら、過剩貯蓄の要因に依つて生じた下降傾向

は債券に於ては乗數理論の示す機構に依り所得の變動をまねく。この下方に於ける過少雇傭均衡への傾向は株式價格の下降の傾向を考へる時、相互作用の結果として累積的な不均衡化を示す事になる。ケインズの「信用循環」の過程はこれら要因の相互作用を示す一つの典型例を形成する。ハロッドの乘數理論と資本市場分析の背後に尙ほ不鮮明のままに残されてゐるものは斯る過剩貯蓄要因と過剩投資要因の作用を結合し累積化する保藏性向、投機の變化に對する分析であらう。

(註22) スミシイズが貯蓄性向の増大は、他にして一定ならば、保藏性向を増大せしめ、若し貯蓄資金の數量を不變ならしめるには利子率はより大にならねばならぬとする場合、斯る損失を蒙つた企業家の保藏性向の増大が考へられるであらう(A. Smithies: *Process Analysis and Equilibrium Analysis*, *Econometrica*, January 1942, pp. 31—32.)

(註23) N. Kaldor: *op. cit.*, pp. 17—20.

(昭和二六年十一月十三日)