

金利政策の表徴化と拡充

有 井 治

今や多くの經濟史家によって認められているように、一八一三年のナポレオン戦争の終了から、一九一四年の第一次世界大戦の勃発までを、經濟史上の第十九世紀とすれば、この時代は金属本位特に金本位制度が、最も円滑に運営された自由主義の資本主義体制であった。従って言わゆる割引政策は金融統制の有力な手段であり、中央發券銀行の不可欠な方策とされて来た。ただし有効需要を適当に保持してゆくためには、貨幣の供給數量を統制することが、十分ではないが必要な条件であると考えられるからである。これは言わゆる自由放任政策を主張して、政府のあらゆる干渉に反対した人々も、此種の政策を認容した事実によって証明されている。現在その主要なもの第一が割引政策で、一八三六年の恐慌に際してイングランド銀行が、金の米國への流出を防止するために、その公定割引歩合を引上げたことに始まる。第二は公開市場操作で、第一次世界大戦後に米國の連邦準備銀行が、大規模に組織的に行つたものが、一九三〇年代には各國中央銀行の模倣によって一般化したものである。第三は預金支払準備で、一九一三年米國の連邦準備制度とともに始まり、第二次大戦後の西独逸や、昭和三

金利政策の表徴化と拡充

四年九月からの日本のように法定されている制度と、一九四六年に行われたイングランド銀行の国有に際し、従来の慣習に法的根拠を与えたものがある。

ところが一九五九年の英国におけるラドクリフ報告は、割引政策の表徴化ないし貶位を説き、貨幣に対する需要が利子率に依存するとし、利子体系の調整を力説した。すなわち『我々は貨幣の供給を重要性のないものとは見なさないが、それを経済における一層広い流動性構造の一部と見る』のであり『貨幣措置は、金独機関や実物資源に費そうとする商社や個人の、流動性状態を変えることによって、総需要に対し働きかけるということであって、貨幣の供給それ自体は重要でない』とし、流動性の状態を変えるために当局は『貨幣的な機構の中心として「貨幣の供給」より、むしろ利子率の組成に関心を持つべきである』と言い、『内外からの大きな緊張にさらされる経済を、均衡のとれた状態に保つためには、貨幣的な手段だけに頼りきることができない、貨幣的な手段は助けになるけれども、それ以上は何も期待できない』とする。⁽¹⁾

しかも割引政策ないし金利政策の効果については、すでにオックスフォード大学の調査によって疑が持たれたのであるが、一九五七年の英国工業連盟 (Federation of British Industries) の質問に対し、一五九五件中の僅か三七％が、投資に際して利子率を考慮すると答え、同年にバーミンガム商業会議所が、新投資の有利性は常に利子率によって影響されるか、という問に対して、六一〇社中過去二年間に投資を延期または廃止したものが一八五社で、そのうち高利が原因と答えたのは、僅かに七二社であった。⁽⁴⁾ 翌五八年ラドクリフ委員会の質問に対してシエルの議長は、利子率が倍加しても投資決意は変わらない、と解答している。⁽⁵⁾ ユニレバーの議長は委員会に対し『利子率の変動は、我々の固定投資計画の額や型や時に影響しない』と答えている。⁽⁶⁾

我々はすでに一九三〇年代の世界大不況に際して、公定利子率の引下げが投資を刺激せず、第二次世界大戦後には各国で、利子率が当惑するほど引上げられたことを知っている。また一九五〇年以降において、新たに貨幣政策を実施しようとした諸国が、割引政策に対する不信によって、多くの困難に遭遇した事実がある。

そこで私は先ず割引政策または金利政策の、表徴化または貶位ないし不信の理由を考え、次にその妥当性を吟味し、終りにその現状と将来への展望を試みたい。

(1) Report of the Committee on the Working of the Monetary System, London, 1959, § 385, 389, 397, 514, 等
参照。

(2) Oxford Studies in the Price Mechanism, ed. by Wilson & Andrews, 1951, Chap. I, (iii) and (v), 参照。

(3) Committee on the Monetary System, Memoranda of Evidence, Vol. 2, pt. VII, 8.

(4) Ibid., Vol. 2, pt. VII, 1.

(5) Minutes of Evidence, Question 11543.

(6) Ibid., Question 11478. 大会社の首脳部は、利子費用が自社には殆んど重要性を持たないが、中小会社では利子率に鋭敏であらうと信ずると思われれることとは、興味深いところである。此点については後に言及するつもりである。

一

投資と利子率の関係について、先ず第一に考えられることは予想である。普通に投資者は費用と収益について

金利政策の表徴化と拡充

最も確かな定見を持ち、生産設備の存続期間についても、正確な評定をなし得るものと仮定されている。しかし実際には収益率が或る限界——例えば五—三〇%——内ということは確かであっても、現実に最も正確な割合を予見することは不可能である。このような場合には、利子率の大きな変動だけが、投資に影響するに過ぎないであろう。また予想は不確実であるだけでなく、まことに変化極まりのないもので、業界の雰囲気や噂や技術革新の報道ないし政治事件等々によって、直ちにまた大きく変動し易いもので、指導者の気分だけでも、予想収益率が急激な上下を生ずるものである。

第二に考えなければならないことは、技術の改良進歩である。此点から生ずる不確実性は、生産施設が予想よりも早く、物理的に消耗し尽す前に、技術的に陳腐化するかもしれない、ということである。このために企業者は減価償却を急がなければならない。従つてその収益率を全存続期間に互るものと見積る代りに、例えば五年間に原価を回収し得る割合を計算し、第六年目からの収入は純益とすることが必要である。五年間に原価を回収し得る収益率は年二割ということであるから、たとひ年五分の利子で資金を借入れ得るとしても、この投資は行われないであろう。もしこの投資が年二割の収益率を、実際に十年間も維持し得るとすれば、この投資は年五分よりも著しく高い利子率の借入金でも賄うことができよう。投資決意の本質は、技術の改良進歩を考慮して、生産設備の経済的、存続期間を予知し得ないところにある。

この点に関連して生産施設の中には、その存続期間が短いと予想される機械のようなものがある。十年以上の存続を予想される生産設備と二、三年の使用を予期する機械とは、後者に不確実性が少なく、従つてその投資の利子弾力性は大きくなるであろう、ということを考えなければならぬ。年々の予想収益を利子率で割引したも

の合計がその投資の現価で、それが時価よりも大きいならば投資の価値があり、小さければ価値なしとということであるから、もし利子率が上昇するならば、割引率が大きくなり、現価は小さくなるであろう。そして現価が時価よりも小さくなるならば、この投資は断念するべきである。しかし収益時が近ければ近いほど、割引額は小さく現価への影響が小さいであろう。例えば二年後の百円を五分で割引いた現価は九〇・七円であるが、六分で割引くと八九円、七分では八七・三元となる。同じ百円でも十年後のものを五分で割引くと六一・四円、六分では五五・九円、七分では五〇・八円となる。此故に短期間の使用に止まる機械の現価は、その収益期間が短かいたために、利子変動の影響を受ける程度が、長期に互る生産設備よりも小さいわけである。投資の利子感受性は、現在から遠ざかる時間的距離に比例する。

投資の利子不感受性は、新計画の懐妊期間 (Gestation Period—Robertson) または建設期間について起る。もしこの期間が相当に長いものであるならば、生産設備の建設に必要な全資金は、その計画の決定や施行の当初に調達される必要がない。従つてもし当事者が将来における利子率の低下を予想するならば、投資の決意や実行の当初における高い利子率は、殆んど何等の影響をも与えないであろう。⁽⁸⁾ けだし暫らくは不利な短期資金の借入によるとしても、いづれは有利な長期資金に乘換えることができるからである。このような場合においては、予想要因がただ単に予想収益に影響するだけでなく、また利子率そのものにも作用するであろう。

更に個々の投資計画が相当迅速に完成されるとしても、これを廃止または延期するのは容易でない、ということとを考えなければならぬ。大会社は今後数年に亘る拡張計画を持ち、或年に行われる計画は、その大きな計画の一環に過ぎないことがあり、年々の投資を止めることは全計画に狂いを生み、その結果として予想される損失

金利政策の表徴化と拡充

は、当面の利子費用よりも大きいと思われるかもしれない⁽⁹⁾。また当面の投資の停滞は、もしそれが従来から継続された計画の一部であるならば、過去の投資からの予想収益の実現を阻害するかもしれない。長期計画は戦後における傾向であり、その限りにおいて大会社の投資は利子不感症に陥っている⁽¹⁰⁾。

また大会社が利子費用を相当軽視する理由として、その市場支配力の増大がある。もし或る生産会社が或る商品の主導的な供給者であるならば——寡占者であるならば固より、競争市場での需給による決定価格を受容する必要がない。借入費用の高騰は売価の引上げによって、簡単にこれを買手の消費者に転嫁できる。もしそれが新製品であるならば、利子費用は経営費に算入されるであろう。買手の新製品に対する評価の見積における誤差は、利子水準が殆んど影響しない程大きいであろう。この故に投資の限界効率率表の利子弾力性は、経済組織の内における市場の性質に依存し、競争の程度が低くなるに従って、その利子弾力性は小さくなる。

以上に述べたような理由、すなわち予想の不確実性、永い建設期間、長期計画および市場の不完全性などのために、投資決意が利子不感症的兆候を呈している。この不感症は実際上は更に強く、それは各商社の具体的な借入費用が確認し難く、また個々に相当な差異があるからである。投資費用を利子率と関連さすことは、あまりに粗雑な単純化であって、貸付の期間や条件、担保や危険の程度によって、多くの利子率があるわけである。『全く同じ条件で金融を受け得る企業者は二人とはない……そして同じ企業もこのような費用が、その借入れ目的に依存するであろう、ということを一般的に認めるであろう。』⁽¹¹⁾ 普通の貸借条件がどんなものであろうとも、実際の貸付に際しては、借用者の現在および過去の状態に照して、その特定の貸付の予想と危険を考え、平均率から離れた特定率が決定されるのである。もちろん平均率は、特定商社の特定率と関係なく変動すると考えられるか

ら、この商社は投資を変更する理由を認めないかもしれない。従つてたとい借入費用が投資決意の重要な形成要因であるとしても、それがもし平均率で測定されたものであるとすれば、或る商社の特定の借入れは、その費用に不感症的となるであらう。

ある商社の利子費用に関する支払能力いかに拘らず、その借入能力には限界がある。大きな商社は好条件の提供によつて、その金融限度を拡大し得るであらうが、中小企業では或る最高限度までは一定の利子率で借入れ得るであらうが、この限度を超えてはその費用支払能力の有無に拘らず、借入れを拡大し得ないであらう。例えば銀行は相手の信用状態によつて貸付額を決定し、その売上や資産や過去および現在の営業状況に従つて、標準利子率による貸付限度を確定しており、この限度以上は一文の貸付も行わないだけでなく、この限度に接近するに従つて、いわゆる歩積み両建の割合が大きくなり、実質的にはより高い金利を支払わなければならない。この故に多くの商社は、収益率が支払利子率に及ばなくなる限度に投資を制限するのではなくして、その借入可能限度に制限せざるを得ないのである。従つてその投資の決定は、融資費用よりもむしろアヴェイラビリティに依存し、利子の変動は必ずしもこの決定に影響しないであらう。

なおもし商社が自己資金からの投資を考えるならば、当該特定利子率はその借入利子率でなくして、貸付けうる最高の利子率となる。もし他社の株に投下すれば、大きい報酬が得られるかもしれないが、株価は将来に下落する虞があるから、流動性を犠牲に供することになり、いわゆる同業投資 (Trade Investment) すなわち同種の事業を営む他会社の支配の場合を除き、多くの商社は此種の危険を甘受しないであらう。しかも同業投資は、いかなる場合にも常に追加施設への支配力獲得の手段であつて、言わば設備買入れの迂回的方法であり、その予

金利政策の表徴化と拡充

想収益は資金費用と言わんよりは、むしろ投資の限界効率そのものである。もし商社がその自己資金を貸出す際に、合理的な流動性を保持しようとするならば、短期の政府証券を買入れ、商社の株券や社債よりも低い収益率で甘んずるであろう。もし貸手の利率が低いならば、商社は資本拡大の融通費用を事実上殆んど無視できる程小さい収益率で、その資金を企業内部で利用するであろう。たとい借手の利率が相当高いとしても、それは当該商社の投資決意に適合しないかもしれない。このように企業は、もし外部債務に依存しなければならぬとするならば、市場利率の変動を注視するであろうが、そうでないならば利率に無関心で不感症的に経過するであろう。

投資資金の調達について株式会社の場合には、増資のための株式発行によるか社債によるか、という問題がある。募集費を一応除外すれば、前者は利潤配当が、後者では利子支払が、その資金費用となるわけで、原則として前者に大きく後者で小さい。もし株券の時価発行が行われるならば、会社は比較的安い費用で資金を調達し得るのであるが、会社の首脳者が大株主でないならば、会社の支配権を阻害ないし喪失する危険があり、旧株主は言わゆる『水増し』を理由に、反対する可能性もある。増資または社債の何れにしても、『危険と予想』マーデシクだけ、市場金利よりも高くなるはずである。ただし出資者が安全性と確実性だけを望むならば、公債その他の政府証券ないし各種の預金を希望するであろうからである。投資の有利性はその危険性を意味し、同時にその予想を加味して、市場金利との開きを生むからである。

次に借入金については、主として短期資金に限られるのであるが、市場金利が低いということは、前に述べた貸手の利子も亦低いということで、企業者は極力『外部』資金の利用を避け、できるだけ内部資金すなわち自己

所有の流動資産の活用に依存しようとする。従って投資の決定は、金利水準よりもむしろ内部資金、またはその所有する流動資産の量による、と行うことができるであろう。

市中金利が上昇すると、商社の所有する利子証券の時価を下落さし、その資本価額を減少させるとともに、その流動性を低下させよう。もし商社がこれを売急ぐならば、手取金は以前よりも少なく、損失を招くであろう。従ってこのような事情の下においては、一般的に見て商社は証券よりも現金の所有額を増す傾向があり、利子率変動のこのような間接的效果は、さのみ大きいものとは考え難いと思う。

しかしながら内部金融ないし自己金融に占める流動資産は、その重要性において自己資金と比べると、比較的に軽い意味を持つに過ぎない。言わゆる自己金融 (Inventory Finance) の大宗は、減価償却資金と留保利潤からなる自己資金であって、これは殆んど利子率の影響を受けない¹²⁾。と言うことができるであろう。ただし資本主義経済というのは、生産諸要素の中で資本が支配的な地位を占めることを意味し、その発展は資本の組成が高度化して、資本の固定化する部分が大きくなることを意味し、固定資本の消耗やその技術的および経済的な陳腐化が速く、その償却年数が短くなるに従って、減価償却額すなわち自己資金の蓄積が大きくなる、ということに他ならないからである。また資本主義経済が、自由資本主義から独占資本主義へと発展するということは、市場における競争の不完全性ないし独占性が強化されることを意味し、それだけ言わゆる独占利潤の増大となり、留保利潤およびその蓄積が大きくなるからである。このような自己資金からの投資は、英米では年々の新投資の過半を占め、¹³⁾ 我国でも最近では三分の一程度になっている¹⁴⁾。

(7) F. S. Brooman, *Macroeconomics*, London, 1962, VII, c, 参照。

金利政策の表徴化と拡充

- (8) Radcliffe Committee, Minutes of Evidence, Questions 11437—40.
- (9) Ibid., Questions 11306—8.
- (10) Ibid., Questions 11437.

(11) J. S. G. Wilson, "Credit Rationing and the Relevant Rate of Interest" *Economica*, Feb. 1954, 参照。

(12) この問題を私が初めて提出したのは、昭和二十九年（一九五四年）であった（拙稿「資金需要と重複投資について」、成城大学「経済研究」第二号所収—昭和二十九年十月）。次いで翌三〇年金融学会の春季大会で発表、学界の批判を乞うたのであるが、殆んど反響の無いものはなかった（拙稿「派生投資と重複投資について」、金融学会報告Ⅱ所収、昭和三十一年十二月、なお拙著「貨幣経済学」第六章第二節の二、三—昭和三十一年有斐閣刊、拙稿「ケインズの『金融』動機と回転資金について」、成城大学「経済研究」第十二号所収—昭和三十五年五月、等参照）

ところが私の発表よりも三年おくれて、メイヤーおよびケウ両氏が同様の思考を発表するに及んで、この構想は'Residual Fund' Theory of Investment と呼ばれるようになった。私は初め重複投資、次いで派生投資（派生預金に倣つて）、更に自己金融またはインベントリー・ファイナンスなど、その称呼の命名に苦んだので、この主張の適訳も考えられない。わが学界からの教示を倣う所以である。（Meyer and Kuh, *The Investment Decision*, 1957. 参考）

(13) 英国の諸会社では、一九五〇年代の可処分所得中、約五分の二を配当し、残り約五分の三を留保してゐる。（*Economic Trends*, Dec. 1960, p. ii, Table A, 参照）

米国では新投資の過半額が自己資金で賄われ、一九五八年の不況は主として此種の投資の減退によると考えられてゐる。（W. Thorp & R. E. Quandt, *The New Inflation*, New York & London, p. 42, 64, 88; B. S. Keirstead, *Capital, Interest and Profit*, Oxford, 1959, p. 16—17, 等参照）

- コラムは曰く「投資資金の大部分は企業内資金―未配当利潤および減価償却ならびに減耗引当基金―によって賄われ
 る」云々。(G. Colm, "Social and Economic Growth without Inflation." The ANNALS of the American Acad-
 emy of Political and Social Science, Vol. 326, "Inflation." Nov. 1959, p. 29.)
- (4) 産業社刊、経済指標（昭和三九年度上期版）、産業資金供給実績表参照。

二

金利政策の表徴化ないし貶位あるいはその有効性への疑惑は、ただ単なるケインズ理論への反撥というだけでは解決することができないと思う。そこで先ずケインズ理論ないしポスト・ケインジアン(9)の理論を一瞥することから始めよう。

周知のようにケインズによれば、投資は資本（投資）(10)の限界効率と利子率とが相等しくなる点に定まり、利子率は流動性選好によって定まる。従って今ある投資から予想される第一年末の収益を R_1 、第二年末の収益を R_2 、第 n 年末の収益を R_n とすれば、これら収益の現在価値 R は、収益率を r として、次のような算式によって求められる。すなわち

$$R = \frac{R_1}{(1+r)} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \frac{R_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{R_n}{(1+r)^n}$$

もし或る機械（ R ）が一万円であるとし、年々三千円の収益を生むが、その利用年限を五年（すなわち $n=5$ ）とすれば、此式を満足さす r は一五％であろう。固より各年末の減価償却費を差引いた純収益 R_1 、 R_2 ……は同額

金利政策の表徴化と拡充

金利政策の表徴化と拡充

となる必要はなく、例えば二千円、二千六百円、二千九百円等々でもよいが、 R_1, R_2, \dots の値いかんに拘らず、この算式を満足さす r の値が得られよう。

ところが同額一萬円の元金を、借入れたとすれば支払利子、貸付けたとすれば受取利子を生ずるから、借入資金によって機械に投資するか、またはこれを貸付けて利子収入を得るかを比較して、その損益を考えなければならぬ。そこで利子率を i とすれば、この年々収益の現在価値 V は、次のような算式で求められるであろう。すなわち

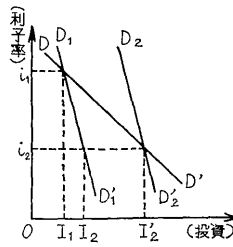
$$V = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \frac{R_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n}$$

この故に収益の現価 (R) が、その費用 (V) よりも大きければ、この投資は有利であり、反対の場合は不利となる。すなわち投資はその限界効率 (r) が利子率 (i) よりも大きければ有利で、もし小さければ不利ということになり、両者が相等しくなる時に極大の利益が得られるわけである。

投資の限界効率が利子率よりも大きい限り、企業には利潤の見込があるから、機械や工場の数を増す方が有利であるが、投資が増加するにつれて生産量が増し、その値下りが予想されるだけでなく、増産のために必要とされる労働や原材料など、言わゆる投入財の価格騰貴も予想されるから、投資の限界効率は低下せざるを得ない。固より小企業では市場の小さな部分を占めるに過ぎないから、その増産は生産物の価格を大きく下げることなく、また投入財の価格を大きく騰貴さすこともなく、借入れは契約によって利子が一定しているので、売上げの増加により、却って利潤を拡大することができるかもしれない。しかし収益率は見込に過ぎず、もし予想に反し

た事態が起ると、投資が大きければ大きい程、損失も亦大きくなるであろう。⁽¹⁷⁾

ここで考えなければならぬことは、一企業をして投資を拡大さす事態は、他の同種企業にも投資を促がすはずで、これが一つの産業の全体に拡大されるならば、これに従事する人々の所得を増加し、購買力従って有効需要を引上げるから、あらゆる産業での投資が促進され、いわゆる好況(Boom)状態が起るのである、というこ



とである。例えば図のように一企業の投資需要は、利率が i_1 から i_2 に低下するならば、 I_1 から I_2 に増加するのである。同時に同種企業またはその産業の投資需要も拡大するから、 $D_1D'_1$ は $D_2D'_2$ に移行する。従って経済全体の投資需要は DD' のようになり、全部の投資は OI' となるであろう。⁽¹⁸⁾この故に各企業の投資需要が、たとい比較的に利子非弾力的であるとしても、産業または経済全般における投資需要は、比較は、あまりに徹視的観点に偏したもので、巨視的見地を忘れたものと言わざるを得ない。

次に抽象的な理論を離れて、金利政策の有効性を低下させていると思われるところの、具体的な事象を考察する必要がある。ただし割引政策への信頼性の欠如が痛感されたのは、一九五〇年以降新たに貨幣政策を実施しようとした諸国においてであるからである。⁽¹⁹⁾

その第一は戦後の各国において、金利政策はただ単に循環的な景気変動に対抗にするものではなく、また巨大な戦費の支出や復興のための費用、軍備の維持や原子力開発のための経費、後進国への経済的援助等々を

金利政策の表徴化と拡充

金利政策の表徴化と拡充

原因とするインフレ傾向に対抗するものと考えられた。しかしこのような生産力と比べて過大な需要に基づく貨幣的な不均衡は、ただ単なる短期的な割引率の引上げだけで、調整され得るものではない。またたとい公定割引率の引上げが、或種の消費支出を減殺し、商社の在庫投資を修正する(？)としても、長期的な投資需要を減少し、長期的な貯蓄を増加させ、とは到底考えられない。投資は利子率に依存すると言わんよりも、むしろその限界効率に因るもので、このことはすでに明らかにした。従って割引率の引上げは過剰投資を制限し得ず、その引下げは不況からの回復を刺激する力が減殺されて来た。いわんや経済上の直接の利益を目的としない公共投資が、大きく膨張する時期においてをやである。

しかも事実において一九五〇年代は、いわゆるクリイピング・インフレの時期である²⁰⁾。このような時期は物価の騰貴すなわち貨幣の価値の低下を予想して、金利は大巾に上昇する。けだしケインズ理論によれば、利子が貨幣の価値だからである。従ってこれと対立する割引歩合も亦大きく変動されなければならない。ギャロッピング・インフレ下では割引政策が殆んど無効であることは、すでに両大戦後に認められた事実であり、クリイピング・インフレ下でも割引政策は、その効果が大きいに減殺されるものであって、その有効性は平穩無事な時期(Beau Temps)に限る、と言うことができるであろう。

更に主要各国における巨額な短期政府証券の存在は、一般普通の商業銀行が資金的に中央銀行に依存する程度を軽減させている。銀行はその流動性を増加しようとするならば、中央銀行での手形の再割引よりも、むしろその所有する短期政府証券の償還または買上げを求め、或いはその買入れを抑制して、所期の目的を達成することが出来る。公定割引率の引上げは、銀行の所有する政府証券の価格を引下げるが、それだけ多額の新しい政府証

券を買入れることができる。

なお考えなければならないことは、金融機関の数が増加しただけでなく、またその性質が多様化したことである。普通商業銀行の外に貯蓄銀行・相互銀行・信託銀行等があり、また保険会社・投資信託会社・割賦販売会社等があり、更に産業組合的金融機関や国家公共的金融機関等々、その数は夥しくその質は種々雑多である。これらの金融機関は銀行と異り、中央銀行の公定利子に直接には関係なく、独自の金利の下にその目的を達成しようとするもので、公定利子変動の効果は間接的に遅れて波及するに止まり、中央銀行の指導統制も有力でないものが少なくない。

以上のような考究から、現時の金利政策の特徴を挙げてみると、次のようなものがあると思う。²²⁾

第一に、公定割引利子は単一なものではない。商業手形の割引歩合という基準率はあるが、例えば国債担保貸付や輸出貿易手形の優遇措置があるとともに、罰則的な高率適用の規定を置く国が少なくない。²³⁾

第二に、公定割引利子は投資に関する限り、市場の全般に影響するものではない。少なくとも或る遅延を見込まなければならぬ。その引上げはすでに銀行が締結した貸付契約の履行を防げるものではなく、従って現在行われている投資計画の遂行を停止することができない。それはむしろ今後における投資の予定計画に影響を及ぼすに過ぎない、と言うことができるであろう。

第三に、ある時点における現行の割引率よりも、むしろ窮極的な割引率の変動予想が、より重要な役割を果すと考えられることである。また割引率の引上げが、時に却って逆効果を招くことも考えられる。例えばもし市中

金利政策の表徴化と拡充

気配が更に強い割引率の引上げを予想するならば、この引上が生産者の費用を増加することになるから、却って資金の需要を増加し、間接に物価騰貴を惹起することもある。

第四に、普通商業銀行は手形割引以外の方法で信用を許与することがあり、時には公権力の同意ないし指示の下に、公定歩合の変動が銀行に及ぼす効果を回避し得ることもある。いわゆる政策的ないし政治的な金融がこれである。

要するに、金利政策ないし割引政策の効果が、従来に比べて近時に有力でなくなったことは事実である。特に前世紀の金本位時代と比べて、貶位したことは早くから看取されたが、殊に第二次世界大戦以後において著しい。しかしこれが表徴的な価値をしか持たない、とするのは正当ではないようである。中央銀行がその公定歩合によって行動する取引を除いても、金融市場における手形割引以外の諸種の取引が、一般に公定割引歩合を基準として計算されている、という事実はこれを否定することができない。しかし貨幣制度の変動、経済の発展、金融市場の変化などの理由から、中央銀行の金融統制手段としての割引政策は、他の手段例えば公開市場操作や預金準備率制度などによって、補強され補完される必要があり、殊に財政政策と緊密な協調を保たなければ、効果的でないであろう。

- (5) 投資の限界効率 (Marginal Efficiency of Investment) は、ケインズが資本の限界効率 (Marginal Efficiency of Capital) と呼んだものであるが、後者は既存資本の平均的な収益率を意味するとされ、投資が行われるつれて社会の資本量が増加するとともに、その限界効率が低下することを言う。投資の限界効率は、投資決定の期間内には、資本量が一定しているとの仮定の下で、一定の資本量へ追加される資本一単位からの予想収益が、いかに変化するかを意味す

- 19° (A. P. Lerner, *The Economics of Control*, New York, 1944, p. 331—2, 参照)
- 19 J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, 1936, p. 27—8, 136—7, 参照。
- 17) カレツキヤの「危険避増の原理」(Principle of Increasing Risk)。但し彼は「危険」への見積りを金融費用とし、利子の中に含ましめるのであるが、危険は主観的な quantity 性質を帯びるのであるから、これは投資の限界効率に含めた方がより正確である。(M. Kalecki, *Essays in the Theory of Economic Fluctuations*, London, 1939, Chap. 4, 参照)
- 18) F. V. Walker, *Growth, Employment and the Price Level*, Englewood Cliffs, 1963, Chap. 10, 参照。
- 19) E. James, *Problèmes monétaires d'aujourd'hui*, Paris(Sirey), 1963, p. 229 et suiv., 参照。
- 20) 拙稿「新インフレ論議について」(成城大学「経済研究」第十四号所収、昭和三六年十一月)、同「経済成長のための金融政策と財政政策の一考察」(同上第十五号所収、昭和三七年三月)、同「経済成長とインフレーション」(同上第十八号所収、昭和三八年十一月)等参照。
- 21) 米国における一九五三年以降約十年に亘る Bills Only Doctorine や、英国における Back Door Finance を想起された。
- 22) James, op. cit., p. 231 et suiv., 参照。
- 23) 仏国では les taux d'enfer ou de super-enfer がある。我国の高率適用は昨昭和三八年七月一日から廃止されたが、なお言わゆる窓口指導がある。

金利政策についてなお考究しなければならぬことは、長期金利の統制問題である。これは正統的な『中央銀行の方策』²⁰⁾には含まれず、割引政策によって短期金融たる貨幣市場を統制すれば、長期金融たる資本市場も亦、当然に間接的に統制されると考えられたからである。しかし両市場の緊密な連繫について疑惑が生まれ、言わゆる創造貯蓄と予備貯蓄の疎隔が論議されるに至って、人々の注目を惹くようになったものである。

周知のようにケインズは、有効需要の不足を金利の引下げによる投資刺戟で救治しようと考えたのであるが、その際彼の胸中には長期金利を画いていたと思われる。このために彼はインフレーションニストとされ、すでに述べたように一九五〇年代のクリイピング・インフレ時代には、長期金利の引上げが主張されるようになった。例えばラドクリフ報告は、『貨幣の供給よりもむしろ金利体系を強調し』、これを『金融機構の中核と見なす』のであるが、『あらゆる証言から観て、金利の変更はかなり短かい時期には、殆んど資本計画を阻害しないとしても、金利は長期に亘る資本計画には介入する』²¹⁾と云うのである。そこで先ず長期金利調整の理由を考察しよう。²²⁾

先ず第一に割引政策はインフレに対して、殊に過剰投資に因るインフレ対して、大した効果がないということから、長期金利の引上げを利用しようとした。すでに米国のハーヴァット大学および英国のオックスフォード大学の調査で明らかにされたように、投資は原則として投資の限界効率に依存し、短期金利は固より長期金利によってさえも影響されることが少ないのである。しかしこれは割引歩合および短期金利の統制だけに止めるよりは、長期金利の調整がより有効であり、両者は同時に協調的に統制されるべきである、という考え方を防げるものでは

ない。ただし『金利は此国の実物資源を十分に利用するような事業計画に有利なように、資源の配分に影響する』ものであり、『資本開発企画に關係する金利は……長期にわたる』⁽⁷²⁾ものだからである。

次に新しい信用方法の發展が考えられる。特に注目すべきは銀行がその資産の一部をば中期ないし長期の信用設定に固着さす傾向は、前世紀と比べて大きく發展した。我国における系列融資 (Kreditlinien) も亦この例であらう。従つて短期金利だけを統制すれば、長期金利はこれと調和するように、市場で自由な競争によつて決定されるとして放任し難く、これをも亦調整する必要ありとされる。

また短期利子だけでなく長期利子をも統制することは、貨幣当局により、強い権限を持たすものと考えられる。長期金利1%の引上げは、これに應ずる短期利子の引上げよりも、その資本需要に対する制約的効果が更に大きいであらう。信用の設定を希望する者にとつて、その甘受しなければならぬ犠牲は、一層重大なものとなるであらう。このことは信用統制の拡大を好ましくしないとする人々がこれを認め、これを理由とすることによつても明らかであらう。⁽⁷³⁾

更に事実上において長期金利の統制は、国家財政の見地から、その運営を容易ならしめるためにも必要である。二回の大戦を経て社会福祉や公共投資のために、経費膨脹の傾向は益々強く、国家は最も重要な資金の需要者となり、屢々長期の国債発行に依存するが、その借入金金の利用を容易にし、またそのために支出すべき支払利子が国民の重荷とならないためには、国債発行時の金利が合理的な水準に指導されている必要がある、その金利は長期的なものであるから、これを統制し調整しなければならぬ。いま国民負担の問題を論外に措いても、国家の債務構成に関する政策いかんは、貨幣ならびに金融市場の重大な関心事である。短期国債の過剰はインフレ

金利政策の表徴化と拡充

の脅威を示し、その長期債への借換えは反インフレ策とならう。それ故に公債の全構成が良好であるためには、長短両金利の乖離を調整し、両金利を統制する必要がある。

なお長短両金利の統制のためには、金融政策に有効な差別を設けようとするところがある。周知のように一国の割引政策は内外の市場に作用し、公定割引歩合の引上げは資金の流入を促し、為替相場（支払勘定）の上昇を招来するが、国内市場は不況となり、すくなくとも繁栄を阻止する。従って両市場では相反する要求に直面する。すなわち為替相場を害することなく、国内経済の高度成長を招来し、また為替相場を維持し外資の流入を促がすとともに、国内における過度の信用膨脹を避けよう、とするが如きがこれである。このためには公定割引歩合を引上げながら、長期金利はこれを低位に抑制して、国内の経済発展を所期するような方策が往々にして採用され、またはこの逆方向が採られるのである。しかもこのような差別政策については、その弊害よりもむしろ利益の方が大きいと評価されているようである。

固より長期金利の統制については反対がないわけではない。ただし長短金利の間には密接な関連があり、従来行われて来た短期金利の統制は、間接的に長期金利の調整を意味するのであって、最近三〇年間における長期金利の統制は、殆んど無益であっただけでなく、却って経済成長のためには有害であったと言っているのである。

しかしながら不幸にもこの主張は今日では到底認められない。長期金利は短期金利よりも常に一層高くなっている。ただし長期の貸付は流動性選好の純犠牲がより大きく、また危険の度合も強くなるからである。なお両者の乖離は常に変化し易く、これは長期金利が担保の態様や取引の条件に依存するからである。これらのことは英国におけるコンソール公債の価格と、イングランド銀行の公定割引歩合との間に、並行関係のないことによっても

明らかであろう。更に長期金利の変動は短期のものよりも常に頻度が少なく、また両者は相互に作用しあうとしても、その効果の発現には時間的な遅れがあり、そのために二組の動きが一時的に反対の意味を持つこともある。

終りに統制経済や公共投資の発展、特殊な経済部門のためにする公共的貸付の発展などは、長短両金利の乖離を一層強めている。実際に国庫は特に長期取引に従事するのであるが、その貸借は到底民間の銀行と同じ条件によるものではない。この故に種々の利子率を唯だ一つの公定割引歩合によって統制しようとしても、もはや従来のような有効性を持たないのであるから、長期金利をも直接的に統制する必要がある、と主張されるようになって来た。

このようなより、完全なより、新しい金利政策拡充の主張は、主として各国の貨幣ならびに財政の当局者から生れたものである。

英国のラドクリフ委員会における政府代表は、割引歩合とは相当独立した金利水準を希望しているようで、国庫を中心とする貸借と国民負担の問題、という困難を同時に回避しようとしているようである。しかし『金融措置の中心として「貨幣の供給」に関する概念よりも、むしろ金利体系を強調する』(§ 36) 立場から、『それ故に金利政策に関する我々の結論は、主な短期的な需要安定措置としては、この武器には全く頼れないにしても、当局は金利を——そしてその内でも長期金利を——その時の国内経済情勢と関連させて考えるべきであること』(§ 48)、『金利の動きを一層長期の市場に及ぶようにすること』(§ 50)と云うのである。しかし『金利の急激な引上げも、総需要に影響を及ぼすという問題については、万能薬ではないと思われる。通貨供給の統制も、国家債務管理の重要な一側面にすぎない』(§ 514)とも言う。要するにラドクリフ委員会は、新しく金利政策拡充への途を開いたものと言うことができるであろう。

金利政策の表徴化と拡充

金利政策の表徴化と拡充

米国では第二次世界大戦の終了とともに、政府借入金の利用を容易にしようとする連邦準備当局を中心として、この問題が討議され、中央銀行は短期信用政策によるよりは、資本市場を通じた金利政策によって、より大きな影響を与え得る、という見解も主張されたが、長期金融統制の制度はなく、長短両証券に対する公開市場操作によって、間接的に調整されていた。一九五三年以降約十年間に亘り、伝統的な方法によって言わゆる「ビルズ・オンリー」政策が採用されて来た。しかし「この方策をとることによって、(連邦)準備制度は、それが持っている経済安定化の手段を部分的に制限して来た。準備制度はその活動を市場の短期領域に制限することによっては、長期利子の方向従って利子率の全構造に正確に影響することができない。」とされ、一九六一年二月連邦準備制度公開市場支配当局は、公開市場操作の対象に長期国債をも含める旨発表、長短両金利の統制は有益であり必要であると考えられるようになった。

カナダでは一般の銀行は割引を行わず、商工業や金融市場や消費者に貸出を行なう。従って巨額の証券を手持し、担保貸付をも行なうのである。カナダ銀行は金準備の制限を受けず、諸銀行に対して適当な資金を供給する使命を持っているが、これを割引政策によらず公開市場操作で調節し、過剰供給とならない範囲で経済の成長を企図している。この意味においてカナダでは、短期信用政策という伝統は殆んど問題とされていない。第二次世界大戦後に諸銀行は手持産業証券の額を増加し、また長期投資のための短期貸付を容易に行つた。カナダ銀行自身も産業開発銀行を通じた、中小企業における長期投資の融通に従事したのである。一九五〇年以降は債券の支持政策を採り、長期金利を低位に維持することに努力した。要するに此年にカナダは信用規制の必要を痛感し、当局は長短両金利の操作を試みるようになった、と言うことができるであろう。

西独では近年における急速な経済的發展に伴ない、諸種の利子率を操作し、その外見上の矛盾を實質的に調整しようとした。殊にその輸出超過の趨勢は短期金利の低下を意味し、投資の過剰から来るインフレが懸念され、貨幣当局は長期金利の相対的な引上げによって対抗しようとしたのであるが、恰も一九六一年春に米国のケネディ政府は、国内投資促進のために

長期金利の低下と、弗防衛のために短期金利の引上げを希望し、翌六二年には連邦準備当局は高率の短期金利を支持しながら、長期金利低下のために巨額の買入オペを行っている。一九六一年三月のマーク平価の五%切上げは、実にこのような背景の下に実施されたのである。現在では従来よりも更に精緻な操作が行われているようで、長期金利も亦或る程度の統制下にある、と云うことができるであろう。

フランスや我国では、長期利子率について殆んど統制はないようであり、主として証券取引所を中心とした（短期）公定利子歩合との調整が、金融市場の機能に委ねられているようである。しかし巨額の公私の借入金や多額の公社債の発行に際しては、その利子率ならびに証券価格への影響が顧慮され、当局の認可や了解が必要とされ、指導が行われているようである。

要するに、重要な金融の中心市場では、長期金利について常に何等かの指導監督ないし統制が行われているのであるが、それは実際的であり、不規則的であり、組織化されていない。今日の問題は、新しい統制を組織化することであるが、それは既に行われているものをより規則化し、経済全般の利益を刺激し、一般的かつ永続的な權威ある組織に、委託し得るようになることであろう。既に経験され実行されているところのものを、制度化することであろう。⁸¹⁾

しかしこのような長短両金利統制の制度化ないし組織化については、障害がないわけではない。理論的に言ってそれが如何に重要であるとしても、両金利の体系的な統制を成功させるためには、両者の間に存在すべき開きに関する何等かの規範を確立しなければならない、という反論が生れるであろう。それはたとい理論的に確立され得るとしても、その初は実践に基かなければならず、また開きも場合によって変化し得るものでなければならぬ。しかもなお長期金利の統制には種々の困難がある。

先ず第一に、このような統制の対象となる取引の多様性を考えなければならぬ。短期信用の配分統制は、永年

金利政策の表徴化と拡充

金利政策の表徴化と拡充

の伝統と慣行によって組織化され、中央銀行の指導下にある金融機関は其数が比較的少数で、その行動は合理的で、その取引は概して類似しており、その統制は質よりも量の問題である。ところが長期信用の配分は組織化されておらず、その取引は頗る多様で貸付の期間、担保の有為や性質や確実性、貸借契約を示す証券の法的性格等々を異にする。長期信用市場は著しく異った金融取引で形成されている、と云うことができるであろう。また資金源についても同様で、異種異質の金額と期間のものが混在している。従って長期信用の統制は、このような取引の多様性のために、相当の危険性を甘受しなければならず、或る意味では戦略的なものとならざるを得ず、各市場情況の確実なものについてだけ方策が採られ得るにすぎず、それだけに分散的で効果的でないものになるであろう。

次に長期金利の統制が中央銀行のみによっては可能でない、ということを考えなければならぬ。けだし既に述べたように、その対象となる取引や組織は極めて多種多様で、その数も頗る多いからであり、たとい中央銀行の指導力や統制力が強大であるとしても、市場の傾向を逆転し得る程の権威を持つとは思われないからである。また計画経済ないし統制経済の下においても、中央銀行は政府当局と異なる見解を持ち、例えば一層厳格な貨幣的均衡を望み、公共的借入の縮減、或いは経済成長の抑圧を希望することもあろう。しかも当局は公共的ないし政策的な金融機関を通して、長期利子率に有力な影響を与え得るのである。かくて中央銀行は当局の権限の一部を委譲されても、両者の絶えざる協調によって、長期金利の統制が現在とは異つたものとなる、とは到底考えられない。所詮『金利構造』(Structure of Interest Rate)の調整は『両頭の蛇』とならざるを得ないであろう。

更に我々は長期信用の特質を考えなければならぬ。短期金利の変動は直接的即時的な作用を持つ。けだし言わ

ゆる貨幣市場での取引は、原則としてその時々々の利子率に依存するものだからである。ところが長期の言わゆる資本市場では事情がこれと異り、契約が長期に亘るものであるから、将来に金利の上昇を期待する貸手は、現在の金利では貸そうとしないであろうし、反対に将来の金利下落を予想する借手は、現在の金利では借入れようとはしないであろう。従って長期金利の統制が有効となるためには、それがただ単に現在の実際金利に直接作用するだけでなく、将来の利子率への期待ないし予想にも影響しなければならぬ。それ故に統制の当局者は、この意味における永続的な影響力のある行動を採る力を持つていなければならぬ。これなくしてその成功は期し難い。

長期利子統制の最悪の困難は、それが必然的に証券取引所における諸種の相場に干渉しなければならぬ、というところにあるであろう。長期金利を実際に動かすものは、ただ単に現在直ちに利用可能な資金量だけでなく、過去すでに発行された利子証券の価格であり、株価するわら利潤証券の価格さえも、その収益率と利子率との比較によって、部分的しかも強制的に決定されるものである。

ところが証券取引所は『その時々々の需要と供給とが、敏感な偶然的な相場の変動を免れて、適合するための言わば貯水池を形成する。このような「浮動する証券のための貯水池」(Reservoir für schwimmende Effekten)がなければ、自分の証券を換金しようとする総ての株券所有者が、正に適当な時にこれを買わうとする資本家に出会うことは、殆んど考えられないであろう。』⁸²⁾ その顧客は極めて敏感で影響され易く、公共権力の干渉に最も強い嫌悪感を持っており、強気と弱気の利害関係が錯綜し、これによって利潤証券の価格が決定されるだけでなく、また間接的には利子証券の価格従って実質上の利子率に影響を与える。このような動揺し易い人々ないしグループと、統制の権限と義務を持つ当局との間には、長期金利の変更すなわら相場に一定の方向づけを与えよう

金利政策の表徴化と拡充

とする際に、衝突の起ることが避けられないであろう。しかもこの衝突は、利害の相反する両当事者に与える刺激が同じでないだけに、予見され易いものである。私的な利害関係が侵害されることは、公権力に対する抵抗の重大な原因である。しかも当局の抵抗を解消する手段は有限(限られた額の証券の売買)である。当局は寧ろ配当の統制や制限ないし課税、或いは経済活動の一般的な方向指導、等々を考えるべきではないであろうか。

終りに長期金利を原則として統制するということは、経済の全般的な指導が今日では細心の注意を要するものとなっていることを、当然に含むと考えられる。ところがこれは国家ならびにその下部組織の財政政策に依存する部分が大きく、それだけ中央銀行の責任を軽減したことになるが、その上に取引所の取引政策が当局の責任となる。従つてこれは選択的とならざるを得ず、一部の犠牲において他部の利益を計るわけである。かくて現代の経済構造に急激な変容をもたらすであろう。おそらくそれは疑わしいと言うよりも、むしろ望ましいかもしれな。しかしこのような行動型式の導くところを、凝視することが必要であると思う。

要するに長期金利の統制は、すでに慎重な形で實際上に間接的に存在している。我々はこのような統制の体系への進化が、経済制度の現実的な進化の主要な諸特徴と、うまく適合してゆくであろうことを信ずる。しかしこの考え方についての諸種の困難に省みて、慎重に用心深く柔軟性を保ちながら、徐々にその実現に努力すべきであると思う。⁸³

⁸³ R. G. Hawtrey; *The Art of Banking*, London, 1932, 参照。

⁸⁴ Radcliffe Report, § 395, 396(f), 495.

⁸⁵ James, *op. cit.*, p. 237-9, 参照。

- ② Radcliffe Report, § 495.
- ③ R. S. Sayers, *Modern Banking*, 5th. ed., Oxford, 1960, Chap. VII, p. 141, 142, 参照。
- ④ F. A. Goldennayer, *Monetary Management*, New York, 1949, 参照。また Review of Economics and Statistics, Aug. 1960, 以 匯 票 の ら だ 積 積 参 照。
- ⑤ Joint Economic Committee; *Employment, Growth and Price Levels*, Report, 1960, p. 31.
- ⑥ James, op. cit., p. 240—2, 参照。
- ⑦ F. Machlup, *Börsencredit, Industriekredit und Kapitalbildung*, Wien, 1931. S. 26.
- ⑧ James, op. cit., p. 242 et suiv., 参照。

—三九、七、二六—