

# マ ー シ ャ ル の 信 用 変 動 論

大 原 静 夫

## は じ め に

マーシャルは「経済変動論」に於て中核となるのは生産と信用との組織の研究であり、失業を克服するためには信用が正確な予測というしっかりした根拠をもちインフレを狭い限界内に抑制できる様に目的に対して手段を合理的に調整せねばならぬと言う<sup>1)</sup>。

ところでケインズ革命が経済変動論の分野にもたらした一つの重大な変革は貨幣的な理論から実物的な理論への転換でありその結果、信用の問題は補足的な部分に移されている<sup>2)</sup>。

然し資本の現実的蓄積が信用制度に媒介されて進行する以上、マーシャルの云う様に産業循環と信用制度との関連を考察することは今日でも大切なことだろう。

## 1

マーシャルは取引の状態は一定の周期を作って循環すると述べその出発点を

An improvement of credit arises from the mere passing away of old causes of distrust which had their origin in some previous misfortune or mismanagement<sup>3)</sup>

1) Marshall Principles of Economics p. 712.

2) 例えば P. A. Samuelson, Interactions between the Multiplier Analysis and the Principle of Acceleration. Review of Economic Statistics May 1939. J. R. Hicks, A contribution to the Theory of Trade Cycle (『景気循環論』古谷訳)。L. A. Metzler: ケインズと景気循環の理論 (『新しい経済学』Ⅱ・日銀調査局訳所収)。

3) Marshall Money Credit and Commerce (MCC) p. 249. 以下、本文では MCC と略記する。

と言う。

この叙述の意味を明らかにする為に Hicks の景気理論と対比して考察しよう。

Hicks は循環運動の主要な経過をすべて実物的表現で説明し、下方転換点に関してもスランプを脱するには「それを持ち上げるには何か実質的なものが必要であり、さもないければ恢復は指定された時間(appointed hour) 待たねばならぬ」と言う。そして、この指定された時間とは不況で産出量が下落した為に余剰となった capital stock が処分される迄の期間で、この解消は「マイナス投資 (disinvestment) を別にすれば専ら上向きの趨勢をもつ独立投資の成長率に依存する」<sup>4)</sup> と言う。則ち Hicks は上向きの趨勢をもつ独立投資に極めて重要な役割を与えているが、不況期では此の主要なものは生産方法を改善し費用を低減する発明に起因する合理化投資であろう<sup>5)</sup>。

ところで L. A. Metzler は景気恢復を伝統理論はその極点で作用する信用政策と生産費の変化との結果として説くのに対し近代理論は生産及び取引の構造そのものに内在する「商品手持高」の循環で説明するがその伝統理論と区別される特色は自己貫徹的な性格であると言う<sup>6)</sup>。

猶、Hicks の景気循環論では実質消費関数に lag を認めるので物価水準が不変である事が前提されることになるが近代理論は固定価格の方法による巨視的理論であるのに対し伝統理論は可変価格の方法による微視的理論であるという特色<sup>7)</sup>が上述の Metzler の叙述に追加されるべきだろう。

4) Hicks, *ibid.*, p. 119.

5) 柴田 敬, ヒックス循環論批判 p. 76. 宇野弘蔵, 恐慌論 p. 143. 猶宇野氏は19世紀中葉の自由主義時代のイギリスの経済事実を基礎にして理論的に確立してからでなければ今日の発達した複雑な機構は把握し難いと云う「方法論」のもとに不況期に於ける綿工業の合理化投資について1841年の工場監督官 L. ホーナーの報告を紹介している。

6) L. A. Metzler, *ibid.*, p. 293.

7) Hicks, *capital and growth*, p. 78. 所得分析的なケインズ理論では生産物市場に於ける超過供給は短期的にはストックの増加, より長期的には生産設備の遊休化により吸収されるので必ずしも価格の引下げを意味しない。一方マーシャル流のミクロ理論では標準的商品として貯蔵不可能なもの(例えば魚)が仮定され可変価格が想定されている。

そして Schumpeter の「紙幣本位の国に於ける購買力の創造は物価を持続的に引上げる意味での如何なるインフレーションも一般に存しないという条件によって制限される。この制限の厳守を保証する私経済的なブレーキは企業者が少くとも“信用額+その利子”だけの価値の商品を生産しえない場合は当該銀行の損失になるという事実の中に横はっている」<sup>8)</sup> という個別企業の行動の主体性を尊重する立場と前述の Marshall のそれが共通であることが理解されよう。

〔註〕

### 興 人 の 財 務 指 標

	50/4 (中間)	49/10	49/4	48/10	48/4	47/10	47/4	46/10
販売用不動産 (百万円)	55,875	54,229	51,492	44,704	37,836	24,358	16,383	11,402
借入金比率 (%)	66.0	63.1	65.1	70.7	70.3	66.1	61.3	57.5
売上高支払利息割引料率 (%)	14.7	10.1	8.6	8.3	7.6	7.3	7.2	7.2
売上債権回転日数 (日)	202.9	171.8	145.8	169.2	172.5	161.6	149.4	139.3
たな卸し資産回転日数(日)	377.4	298.6	281.2	302.3	298.4	216.2	164.3	133.1
経常収支比率 (%)	80.3	80.4	98.3	82.6	66.3	73.7	83.9	92.7

茲でマースシャルの叙述の応用例として、最近の興人の倒産を見よう。

興人の再建 (improvement of credit) のためには、経常収入に比して不均合に増加した (mismanagement) 棚卸資産 (販売用不動産) を整理する必要がある、不動産部門の分離 (passing away of old causes of distrust) が三菱信託銀行等によって検討されたが独立の事業会社として存続することが不可能であった (日経新聞、50年8月27日) と云う。

## 2

どんな原因からにせよ一度、製造品への需要が大幅に拡大するとマースシャルに従えば信用の拡張と価格・利潤・賃金の増大の累積過程が始まり投

8) Schumpeter, 経済発展の理論 (中山・東畑訳) p. 275. 猶、Hicks は投資財価格が消費財価格に比して、景気上昇期の前半は相対的に騰貴し、後半には相対的に下落する事実に照し、主要循環論を終えて、10章で相対価格不変の想定を除去するが、ヒックスの所得分析的景気理論ではブーム末期での消費財価格高騰の理由は明らかにならない。森島通夫, 資本主義経済の変動理論, p. 173, p. 208 参照。

機活動が活発となる。彼自身の表現によると

Producers find that the demand for this goods is increasing; they expect to sell at a profit and are willing to pay good prices for the prompt delivery of what they want'...Credit is ever more confident; bankers and others lend more freely; the instruments of credit multiply: prices, wages and profits go on rising (Mcc p. 249)

次にこの「累積過程」が想定している経済世界を考察しよう。

Schumpeter はマーシャルが前提した経済の世界は無数の＜小さな＞企業の世界であった<sup>9)</sup> と言うが此の小親方・職人・自作農を中心とする社会では価格は与件として他から与えられる事になる。

この間の事情を Hicks は「需要が増加した場合これが満たされないままに放置されたり在庫が不当に減少されたままになる事はなく、価格が上がるが、これは製造業者や最終消費者からの行動に起因するのではなく主導権は卸売業者から出るのがマーシャルの時代の事情であり、更にケインズが『貨幣論』(A Treatise on Money) で想定したのも此の世界だ」と述べている。

更に Hicks は拡張の過程を、(1)伸縮的な価格が上昇し産出高や雇用には変化がない、(2)実物面での活動に変化が起る、(3)硬直的な価格（賃金その他）の上昇が生じる——と言う3段階に区分しケインズが「一般理論」で想定したのは第二段階で「貨幣論」（及びマーシャルの「累積過程」）が対象にしたのは第一段階であり、今日、このモデルは需要インフレーションつまり完全雇用から始まる需要の拡大の分析に有効であるが、これは、すでに200年前、哲学者 Hume が提出した貨幣的拡張のモデルでもあると言う<sup>10)</sup>。

Hume は次の様に言っている。

9) Schumpeter, 経済分析の歴史 5（東畑訳）p. 1886.

10) Hicks, 貨幣理論（江沢、鬼木訳）pp. 263-267.

「アメリカから豊富に貨幣が流入し始めると凡るものが新しい様相を示し労働と産業は活気を帯び産業が拡張した。貨幣が国中全体に流通し凡べての階層の人々がその影響を感じとるまでには若干の時間がかかり初めはある財貨のついで別の財貨の価格がだんだんと上り遂に凡べてが、一国に存在する正貨の新しい量と適切な比率をとるに至る。そして金と銀の量の増加が産業に有利に働くのは貨幣の取得と価格の上昇とのあいだの期間、つまり中間的な状態に於ただけである」<sup>11)</sup>と。

即ち長期的には数量説が均衡条件として成立し短期的には貨幣的拡張が実物面に刺激を与えることを示唆するが、E. Eshag はマーシャルが弟子達に与えた影響のうち「累積運動」に関して「ケインズによって『一般理論』の中に句撰された乗数概念は『企業の相互依存』に関する古典派やマーシャルの命題、つまり累積的な拡張・収縮の過程に関する彼等の分析のなかで暗示 (implicit) されていた」と言う<sup>12)</sup>。

Pigou は累積理論を(1) Bagehot の Lombard Street の周知の一節の中にその起源を有するもの(2) Harrod が relation とよんだ加速度原理の作用に起因するもの、(3) Hawtrey の商品ストックの変動に伴うものに三大別している。

そして(3)に関して商人の在庫保有高は利子率を一定とすれば事業信用の条件と結合したストックの売上高に対する比率で決定し、利子率が上昇すれば商人保有のストックは減少して生産者に対する注文も減少するが利子率変動に伴う在庫量の変動は一回限りで累積運動はおこらないと言う<sup>13)</sup>。

ところで Ricardo によると貨幣の過剰は (i) 物価の上昇と (ii) 利子率の下落という姿で現われるが<sup>14)</sup>この Pigou の指摘は利子率の変化が実物面に影響するのは新しい事態に適応するまでの一時的なものであり累積過程が進行するためには利子率が持続的に低下し、従って貨幣数量がたえず増加し物価が前進的に騰貴する必要があることを意味する。

11) D. Hume, Writings on Economics pp. 37-38. (『経済論集』田中訳 pp. 53-55)

12) E. Eshag, From Marshall to Keynes. p. 105.

13) A. C. Pigou, Employment and Equilibrium pp. 235-240.

14) D. Ricardo, 地金の高い価格 (リカード全集Ⅲ 末永訳 p. 109)

これをマーシャルは

The new currency, or the increase of currency, goes, not to private persons, but to the banking centres; and therefore, it increases the willingness of lenders to lend in the first instance and lowers the rate of discount. But it afterwards raises prices: and therefore it tends to increase discount. *This latter movement is cumulative* (Mcc p. 257)

と利率低下の作用は一時的であり、重要なのは貨幣の実質数量であって、名目数量ではないから物価が貨幣数量の増大に適応し終ると利率も（実質的な）もとの高さに復帰すると言う<sup>15)</sup>。

従って、Hicks がこのマーシャルの叙述に対して与えた、(1)利率の一定の下落を惹き起すために必要な貨幣量は何によって決まるか、(2)この低い利率が持続する期間の長さは何によって決まるのかと言う設問<sup>16)</sup>のうち、後者は「利率の持続的な低落をひきおこすために貨幣数量のたえざる増加を可能にする限界は何か」といい換えてもよからう。

マーシャルは、この限界を信用崩壊の旋風 (cyclones of distrust) と言うが Hicks は「貨幣的理論の弱点の1つはそれを孤立して考察する時には、なぜ拡張の過程に於ける特定の段階で鋭い貨幣的反作用がおこるかの充分な理由を提供しない」<sup>17)</sup> ことだと述べて景気経路の上位転換点を完全雇用を示す上昇限界線の介入で説明している。

### 3

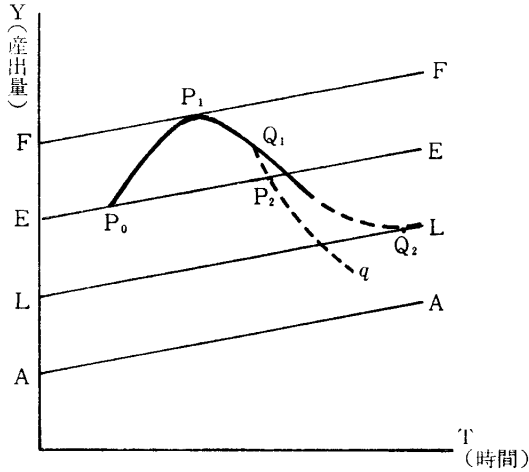
次に上位転換点に対する Hicks の見解を要約して、前述の第二問を考察しよう。

15) M. Friedman, The Optimum Quantity of Money, pp. 99-101 にこの現代版が述べられている。

16) Hicks, 貨幣理論 (江沢, 鬼木訳) p. 178.

17) Hicks, Trade Cycle, p. 160.

(一 図)



景気循環論 (古谷訳) p. 133

- ①  $AA$ ……一定比率  $g$  で増大する独立投資の経路  
 $EE$ ……上位均衡経路,  $E_0 = \frac{A_0(1+g)^2}{(1+g)(g+s)-vg}$  で  
 $AA$ に超乗数を適用したもの  
 $FF$ ……完全雇用を示す限界線  
 $LL$ ……下位均衡経路  $L_0 = A_0 \frac{(1+g)}{(g+s)}$ .  $AA$ に乗数を適  
 用したもの  
 ②  $Y$  (産出量) を対数によって縦軸に測る半対数スケール  
 であるから  $AA$ ,  $EE$ 等が一定比率で成長する限り, こ  
 れらは直線となる

産出量, 消費, 及び投資をそれぞれ,

$$Y_t = C_t + I_t \quad C_t = (1-s)Y_{t-1}$$

$$I_t = v(Y_{t-1} - Y_{t-2}) + A_t \quad \text{とし}$$

又, 独立投資 ( $A_t$ ) が均衡産出量 ( $E_t = E_0 e^{G_w t}$ ) の成長率 ( $g = G_w, \dots$

ハロッドの適正成長率) で成長するとすれば  $t$  期の産出量 ( $Y_t$ ) は

$$(1) \quad \begin{cases} Y_t = A_t + (1-s)Y_{t-1} + v(Y_{t-1} - Y_{t-2}) \\ A_t = A_0(1+g)^t \end{cases}$$

更に現実の産出量が均衡産出量 ( $E$ ) と一致したとすれば

$$(2) \quad \begin{cases} E_t = A_t + (1-s)E_{t-1} + v(E_{t-1} - E_{t-2}) \\ E_t = E_0(1+g)^t \end{cases}$$

従って、均衡産出量の水準と独立投資の関係は(1), (2)から

$$E_0(1+g)^t = A_0(1+g)^t + (1-s)E_0(1+g)^{t-1} + vgE_0(1+g)^{t-2}$$

整理すれば(3)  $E_0 = A_0 \frac{(1+g)^2}{(1+g)(g+s) - vg}$  となり独立投資が与えられると超乗数から上昇趨勢をもつ均衡産出量が得られる。従って現実の産出量が一定期間、動的均衡値と一致して居れば産出量は  $E-E$  線に沿うて上昇する。

次に均衡産出量から現実産出量が乖離する絶対量 ( $y_t$ ) は

$$y_t = Y_t - E_t, \quad (1), (2) \text{から}$$

$$(4) \quad y_t = (1-s)y_{t-1} + v(y_{t-1} - y_{t-2})$$

又、相対的乖離  $\left(\frac{Y_t - E_t}{E_t}\right)$  を  $r_t$  とすれば

$$y_t = r_t E_t = r_t E_0(1+g)^t$$

$$\therefore (4) \text{から} \quad (1-s)y_{t-1} + v(y_{t-1} - y_{t-2}) = r_t E_0(1+g)^t$$

$$(1-s)r_{t-1}E_0(1+g)^{t-1} + v\{r_{t-1}E_0(1+g)^{t-1} - r_{t-2}E_0(1+g)^{t-2}\} = r_t E_0(1+g)^t$$

整理して、

$$(5) \quad r_t = \frac{1-s+v}{1+g} r_{t-1} - \frac{v}{(1+g)^2} r_{t-2}$$

即ち  $E-E$  線に沿って進行していた産出量が、ひとたび乖離すると2階の差分方程式(4), (5)に従うがこの方程式を解くことにより絶対的乖離  $y_t$  は現実的に適合しうる加速度係数  $v$  の値が

(i)  $1 < v < (1+\sqrt{s})^2$ , (ii)  $v > (1+\sqrt{s})^2$  の場合,  $P_0$  (一図)に於て独立投資が突発的に増大し景気経路が上位均衡線  $E-E$  から乖離すると(i)では「自ら進んで死滅に至るブーム」(ii)では「実物天井 ( $P_1$ ) に突当る事によって始めて消滅するブーム」となる。更に此れらのブームは「金融天井」によって早期に消滅させられることもある<sup>18)</sup>。



Harrod は「relation によって生ずる純投資への刺激は余りに大きいので反対に作用する利率が存在する」<sup>19)</sup> 事は良いことだと言うが、Hicks に於てブームの態様を規制する加速度因子( $v$ )も Pigou の「ある一定の産業側及び貨幣側の条件複合体」(A certain complex of industrial and monetary conditions)<sup>20)</sup> に於ける、懐妊期間、貨幣の所得流通速度などと同様に、経済組織の特徴を表わす structural parameter の一つに過ぎず、ヒックスの「実物天井」としての労働不足説も景気反転の唯一原因説——利率変化(ヴィクセル)、投資機会の減少(カルドア)——の一つとして排斥せられるべきだらう<sup>21)</sup>。

ところで資本の現実的蓄積は個々の企業家による投資決意の集積として、そして後者は現行利潤率ないし見込利潤と資本コストである利率との関係を通して決定される。

そして「実物天井」(労働力不足)にせよ、「金融天井」(資金不足)にせよ、或ひは「投資機会不足」にせよ、凡べて賃金、利率の上昇、ならびに見込収益の減少をもたらし利潤率の低下となって現われ蓄積の停滞として集約される。

従って転換点は資本量の増加にも拘らず利潤量が増加しない資本過剰の状態になった時である。例えば100億の資本が10%の利潤をあげている時、賃金等が騰貴して利潤率が8%に低落すると20億の資本が追加されても利潤量は10億から9.6億に減少する。

これをマージナルは

18) Hicks, *ibid.*, p. 107. p. 108. 猶、新庄博士は、「投資乗数にしろ、加速度係数にしろ個々の場合について著しく値を異にするはずであるから、投資乗数や加速度係数について一定の数値を予定し、これを機械的に適用し、計算すべきものの如く考えるのは実態分析としては意味がない」と云われる。新庄 博：財政金融経済論 p. 104.

19) R. F. Harrod, *The trade Cycle*, p. 59.

20) A. C. Pigou, *Industrial Fluctuations*, p. 24.

21) 森島通夫, *ibid.*, p. 99. 生産要素の稀小性から景気上昇期には生産要素にボトル・ネックが生れ、加速度因子が低下して誘発投資の減少をもたらし点に着目すればこの「実物天井」説は古典的な「過剰投資説」の一亜種とみなされよう。

Trade is in a dangerous condition. Those whose business it is to lend money are among the first to read the signs of the times and they begin to think about contracting their loans. But they cannot do this without much disturbing trade (Mcc 250)

と言う。

#### 4

次に 前述のマーシャルの叙述に対して 留保していた 第一問、即ち「利率の一定の下落を惹き起すために必要な貨幣量は何によって決まるか」を検討しよう。

Schumpeter は銀行通貨の増加は——その誘因が貨幣準備の増加に基づく銀行の処分可能な資金の増大から生ずる場合の様に——割引率の低下ではなく、割引率の上昇を伴うと言って、銀行信用には本源の予金に起因するもの（貨幣の貸付）と信用創造にもとづくもの（銀行券貸付）の二者があり、それぞれ利率に及ぼす態様が異なるという<sup>22)</sup>。

更にマーシャルの「通貨の増加分は銀行業務の中心地に渡って行く」と云うのは利率が 金融市場で 規制される事を 意味するが、金融市場に関して、Schumpeter は「国民経済が高度に組織化され、その取引が信用決済手段を以て決済されるとすれば、それは確かに一の中央清算機関、一種の手形交換所、一種の国民経済的簿記中枢機関を持っている。そして此等の諸経過の中に見る国民経済過程が反映され…洵にコール・マネーの日歩に於ける程、国民経済の全状況が鋭く且つ発展に対して決定的に表現される場合はない」<sup>23)</sup> と言う。

22) Schumpeter, 貨幣・分配の理論（三輪訳）p. 105.

23) Schumpeter, *ibid.*, pp. 345-349. 我国では昭和40年以降、コールレートは、かなり日銀の介入を受けているが、それ以前に於ては短期金融市場の代表的金利であり人為的な低金利政策により日銀がコールレートよりも低い金利（公定歩合）で都市銀行に信用を割当てたことがオーバーローン、オーバーボロイング、資金偏在、間接金融の優位等の日本特有の金融構造を生んだ。鈴木淑夫：現代日本金融論 pp. 38-71.

一般に金融市場には所得を源泉とする資金 ( $M_1$ ) と、あらかじめ金融市場で供給された資金が産業資本の循環過程で遊休化し市場に還流する資金 ( $M_2$ ) の二種類がある。後者は企業家の手許で不使用のまま休息している準備金を銀行が活用する事により社会的に死んでいるストックを生産過程に動員するという機能<sup>24)</sup>があり資本家的生産方法への転換に伴う生産性の向上に信用創造が資する限り、それは企業収益にも影響を与えている。

マージャルは

The rate of discount is determined by the average profitableness of different business ; ... the extent of these openings is itself determined by the belief that people have that prices will rise or fall (McC p. 75)

と「均衡利率」が将来の価格変化への期待によって規制されると述べるが此れは信用創造が生産効果の機能を果す限りに於て、これに基づく貨幣量の増大は価格に及ぼす効果を相殺して利子率の一定の下落を惹き起すことを意味する。

一方、過大な信用創造は景気上昇期のある段階で補完財（熟練労働と消費財）の欠乏を招き、財の世界の不比例（過剰と欠乏）を背景として資金の回流が停滞して、滞貨融資、減産資金への需要等の生産効果をもたない流動性選好が高まって利子率が高騰する様になる。

繁栄期には産業資本の循環が規則正しいためその過程から放出される遊休資金の還流が容易で需要の増大にも拘らず、資金の供給は保証され利子率は低落している。

然し物価が騰貴し始めると、事業会社は巨額の借金をして、鉱山を掘り、船渠等を建設し始めているが

24) 拙稿 ハイエクの信用創造論（広島経済大学研究論集10号）

マージャル貨幣数量説（同上5号）参照。

Prices being high they do not get much building done for their outlay, and though they are not yet ready to reap profits on their investment, they have to come again into the market to borrow more capital. The lenders of capital already wish to contract their loans, and the demand for more loans raises the rate of interest, (Mcc p. 250)

となる。

以上、現代社会に於ては資本によって自由に生産しえない商品に労働力と資金とがあり、景気上昇期にその価格（賃金と利子）の上昇が利潤率の低下を招いて景気後退をもたらすことを前に述べたが資金が goods and services の実現なしには自由に形成しえない商品であることが利子率上昇の重要な側面である。

（1975年11月）