

# 金融經濟の論理と金融機關の機能

花 輪 俊 哉

はじめに

貨幣理論はたいていの經濟理論に比べて抽象度が低い。貨幣理論は現実とのある程度の関連を避けることができないが、他の經濟理論にはこのような関係は時には存在しないことがある。貨幣理論はある意味では金融史の部類に入るが、同じような意味では經濟理論が經濟史の部類に入るとは限らない。<sup>(1)</sup>

貨幣理論や金融理論は經濟理論とは異なり、現実と深い関連性をもっているのが特徴であり、金融制度や金融機構の変貌に応じて発展してきたと考えられる。近年の貨幣・金融的アプローチの進歩は著しいものがあるが、この歩みを考えるとき、おおよそ次の三段階に分けて考えることができると思う。第一段階は、その関心もっぱら貨幣制度や金融事情を中心にするめられた時期である。國民經濟の実体面との関係なしに、貨幣量ならびにその供給制度の検討が重視された。これは國民經濟の将来について樂觀的な予想をもっていたところからきたと思われる。たとえ悲觀

的な予想をもった場合でも、それはかなり遠い先の出来事と考えていたようである。セイの販路法則がその理論的背景といってもよいだろう。

しかし、現実には失業が慢性化し、国民経済の危機が現実化するにつれて、単に貨幣のみを考慮するだけではすまなくなってきたのである。すなわち、貨幣を国民経済との関連で把握することが重要になってきたといえよう。ここに貨幣論から貨幣経済の理論への展開がみられるのである。貨幣の機能についても、すでに認められていた一般的交換手段としての機能の他に、価値保蔵手段としての機能が重視されてきた。貨幣量のコントロールを通じて完全雇用を達成させることが、ここにおけるもっとも重要な政策的貢献であると思われる。もっともケインズにおいても、完全雇用の達成が単に貨幣量のコントロールだけで行なうことはできず、財政政策の必要性を強調していることも忘れてはならない。

さて、近年の貨幣・金融的アプローチの進歩は、この貨幣経済論的アプローチから、さらに金融経済論的アプローチへとすすんだのである。この背景には、経済成長にもなった金融資産の累積と多様化および金融機関の発達があったと思われる。このような貨幣・金融的アプローチの展開の根底には絶えず、「貨幣とは何か」「金融とは何か」という問いかけがあったといえよう。

このようにして形成された現代金融経済の理論は、けっして統一されたものではない。むしろ新しい金融論は多様な金融経済理論の総体と考えられるであろう。一方においてケインズの金融論<sup>(2)</sup>、他方においてマネタリズム<sup>(3)</sup>、またさらにポートフォリオ・セレクションの理論等<sup>(4)</sup>にみられるように、理論面についてだけでも多様な発展がみられるが、

それに加えて現表面においても、銀行や銀行外金融機関の活動および政府の金融活動等<sup>(5)</sup>にみられるように著しい交錯がみられるのである。

第一章「貨幣と金融」では、貨幣と金融がそれぞれの段階でどう理解されていたのかを経済政策的立場ならびに理論的立場から考察してみよう。そして、現代における貨幣と金融の理解において、金融機関の積極的役割を無視することはできない点を明らかとしよう。

第二章「通貨主義対銀行主義」では、貨幣制度と金融政策の有効性の評価をめぐって検討したものであるが、第一章の問題を別の観点から考察したものと考えることができる。古くはリカードとソーントンの対立、新しくはフリードマンとケインジアン<sup>(6)</sup>の対立というように、各時代に応じた通貨主義と銀行主義の対立があるといえよう。そして、その対立の背景には金融機関の行動についての評価が異なっていると考えられる。

第三章「金融機関の意義——ガレイリシヨオ理論の再検討——」では、実物的な経済循環を支えるものとしての金融循環の中で、金融機関がいかなる機能を果たしているかをガレイリシヨオ理論を基礎に検討しよう。

第四章「金融機関と金融政策」では、金融政策の短期的問題と長期的問題に区別し、短期的問題としては、金融政策の非対称性が金融機関の行動によって如何に促進されるかを考察し、さらに長期的問題としては、金融機関全体としての効率化が問題であるが、その場合に、IS、LMサイドを分けて考えることが必要であることを検討しよう。

(1) J. Hicks, *Critical Essays in Monetary Theory*, 1969, p. 156 江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』昭和四四年、二二二

頁

- (2) R. F. Harrod, *Money*. 1969. W. T. Newlyn, *Theory of Money*. 1st ed., 1962; 2nd ed., 1971. 小泉明監修、山田良治・花輪俊哉訳『貨幣の理論』昭和三九年
- (3) M. Friedman, *The Optimum Quantity of Money and other Essays*. 1969.
- (4) J. Tobin, *The Theory of Portfolio Selection*, in IEA, *Theory of Interest Rates*, 1965.  
J. Tobin, *Essays in Economics*. Vol. 1. *Macroeconomics*. 1971.
- (5) Committee on the Working of the Monetary System Report. 1959. 大蔵省金融問題研究会訳『ラドクリフ委員会報告——英国の金融制度及び金融政策の機能に関する分析』昭和三十四年  
Commission on Money and Credit, *Money and Credit: Their Influence on Jobs, Prices and Growth*, 1961. 日本銀行調査局訳『通貨と信用——その雇用、物価および成長に及ぼす影響』昭和三十七年。  
金融制度研究会編『金融制度調査会資料』全四巻、昭和四四〜四五五年

## 第一章 貨幣と金融

人々が月を欲するがゆえに失業が生ずるのである——欲求の対象(すなわち、貨幣)が生産することのできない何かである。救済の途は、<sup>(1)</sup> それに対する需要も容易に放棄させることのできないものである場合に、人々は雇用されえないのである。公衆に生チーズが実際には月と同じものであるということを感じさせ、生チーズ工場(すなわち、中央銀行)を国家支配のもとにおくより外にはないのである。

金融論は、〈貨幣論〉から〈貨幣經濟論〉へ、そしてさらに〈金融經濟論〉へと發展してきている。本章では、それぞれの段階において、貨幣と金融が如何に考えられていたかを、理論的見地ならびに經濟政策的見地から検討してみたい。各段階は、それぞれ資本主義勃興期におけるアダム・スミス、資本主義成熟期におけるJ・M・ケインズ、および現代資本主義經濟に対応すると考えられる。

まず、スミスの『國富論』を中心に、貨幣と金融が如何に考えられたかを考察しよう。スミスは、國富を増進するために二つの方法を考えねばならない<sup>(2)</sup>という。その一は、分業——生産上の分業のみならず、社会上の分業も含む——によって効率を高め、國富を増進することである。ところで、分業は当然交換を必要とする。いいかえれば、自給自足の經濟には交換は本質的ではないといえよう。分業が広範囲になればなる程、交換もまた広範囲に行なわれるようになる。逆に、交換が広範囲に、円滑に行なわれることが分業を發展させ、經濟効率を高めることになる。そして、交換は價格機構を通じて行なわれ、需要と供給が均等になるように調整される。アダム・スミスは、この交換が何者にも妨げられず、自由に行なわれることの必要を強調した。自由放任主義の主張がここにみられる。

貨幣の基本的機能の一つは、この交換との関連より生じる。すなわち、交換手段としての機能がこれである。この交換手段の具体的形態として、牛や金屬などのような商品貨幣と紙幣等のような信用貨幣がある。歴史的にはいうまでもなく、商品価値をもつ商品貨幣から始まったと考えられるが、信用の確立にもなって、次第に信用貨幣が支配的になってきたといえよう。形態はどのように変化しようと、交換手段としての機能をもつ貨幣の価値の安定をはか

ることが価格機構をスムーズに作用させ、生産資源の配分を適切に行なうことを通じて生産効率を高め、国富を増進させることになると考えられた。逆に貨幣価値の安定が損われる時、国富の増進は妨げられることになる。ここに貨幣制度の確立が重視され、金本位制度が実現されることになった。すなわち、貨幣を金に結びつけることによって、貨幣の価値の安定を求めたのである。

国富増進の第二の方法は、資本蓄積に関係している。たしかに分業—交換の拡大は国富の増進を可能にさせるであろう。しかし、分業—交換の範囲を具体的に規定するのは、各国の資本蓄積の度合いであるといえよう。では資本蓄積はいかにして行なわれるかという問いに答えて、アダム・スミスは、「勤勉ではなくして節儉が資本増加の直接の原因である。いうまでもなく、勤勉は節儉が蓄積すべき対象物を作りはするが、勤勉が如何程多くを獲得しようとも、節儉が節約し貯蓄することがなかったならば、資本が大きくなることは決してない<sup>(3)</sup>」と主張し、節約の重要性を強調する。そして、価値保蔵手段としての機能をもつ貨幣は、この貯蓄の手段として重視されたのである。ここにおいても、また貨幣価値の安定は貯蓄を増大させるための条件として意義があり、貨幣制度の健全な運営が期待されたのである。

以上のように、貨幣制度を重視したスミスは、金融についてはどのように考えていたろうか、資金需要をあらわす投資と資金供給をあらわす貯蓄は、利子率を通じて均等となると考えられた。すなわち、生産物市場における生産物価格、労働市場における賃金率と同じく、金融市場における利子率が自由に伸縮的であることが望ましいと考えたのであった。このように、金融問題が価格機構の問題として解決されたので、貨幣制度の確立が究極的に重要な目標と

なつたのである。

さて、アダム・スミスは、その自由放任思想に示されるように、経済政策に対して批判的であつたといえよう。それは一つには、経済政策の介入はかえつて自由な価格機構をみだし、国富の増進を損うことになるし、また二つには、政府の活動はいわば消費的活動であり、その拡大はただちに貯蓄ならびに資本蓄積の縮小につながり、国富の増大を制約すると考えたからである。

まず財政については、夜警国家観にみられるように、政府の役割を国防、司法および公共事業の施行など最低限にとどめ、出来るだけ民間の経済活動の拡大を期待したのである。また金融についても、金融政策によって自由な価格機構を歪めるよりは、むしろ貨幣制度を確立することによって、貨幣の価値を安定化させることが経済の安定と成長にとつて基本的条件と考えたのであつた。

このように、貨幣制度の確立と自由な価格機構に対する確信がスミスの調和的経済観の基礎にあつたと思われる。そして貨幣制度の確立は、具体的には金本位制度の成立となつて現われた。それは、金の価値を背景に貨幣の対内的・対外的価値を維持する制度といえよう。金本位制度は、本来ならば貨幣管理を行なう主体である貨幣当局は必要なく、貨幣委員会があればよいと考えられた。しかしながら、銀行預金の形態としての信用貨幣が発達してくると、一国の貨幣量は、必ずしも金の保有量に厳密に釘付けすることは困難になってくる。一八二五年、一八三九年、一八四七年、一八五七年、一八六六年の一連の信用恐慌は、まさに貨幣制度の危機、ひいては国民経済の危機であり、それを脱するために信用貨幣量の管理が必要とされたのである。こうして金本位制度の下であつても、貨幣当局が発達

してきたのであった。<sup>(4)</sup>

このような貨幣当局に金融政策の担当者としての役割を積極的に与えたのはケインズであった。資本主義経済の発達につれて、慢性的失業やインフレーション等の弊害が著しくなり、次第に経済の自律性に対する信認をうすれさせたのである。そして金融政策・財政政策等の経済政策が国民経済の安定と成長に欠くべからざるものと考えられるようになった。

ではケインズ経済学において、貨幣と金融はどのようにとらえられたのであろうか。ケインズにおいても、貨幣の交換手段としての機能は、交換との関連で把握されているのである。ただ古典学派でも初期には機械的貨幣数量説<sup>(5)</sup>に示されるように、貨幣需要は取引慣習が一定であれば、取引量に依存して制度的に決定されると考えられたのであるが、後になってA・マーシャルに代表される主体的貨幣数量説に示されるように、主体的需要が強調されるようになった。ケインズの取引需要は、この主体的貨幣数量説と、取引貨幣需要は所得の関数としてとらえられるようになった。ケインズの取引需要は、この主体的貨幣数量説と同一の路線にあるといえよう。したがって、貨幣価値の安定が価格機構の安定や分業―交換の拡大のために重要であったと思われる。

ところで、ケインズ経済学を「不況の経済学」と特色づける人々は、ケインズ経済学が賃金・価格の下方硬直性を前提としていふと考える傾向がある。すなわち、賃金・価格の硬直性が仮定されるならば、古典派の体系においても、需要の減少によって失業が生ずるのであろうが、賃金が伸縮的であるならば、摩擦的失業のような一時的失業を除き慢性的なまた大量の失業は発生しないと主張される。

しかし、ケインズは賃金の硬直性を仮定して不完全雇用の成立を主張したのではない。むしろケインズは、現実には賃金が硬直的であると考えていたけれども、理論的にはむしろ賃金の伸縮性を仮定したのであつた。<sup>(6)</sup>そして、賃金切下げは両刃の剣であり、一方において生産費を引き下げることが、他方において、それにもまして賃金稼得者の所得ならびに支出を引き下げることになるので、自動的に完全雇用に達成できる保証はないことを主張したのであつた。またたとえ長期的には伸縮性によって均衡回復ができたとしても、「長期的には、われわれは皆死んでしまう<sup>(7)</sup>」のであり、価格の自動調節作用にケインズはそれ程の信頼をおいていないといえよう。

こうしてケインズは、完全雇用を実現する要因として有効需要の大きさ、なかならず投資の大きさが重要であると考えた。これは貯蓄こそ国富増進の基本と考えたスミスに対する批判ともなつた。投資は経済規模拡大のために行なわれる企業の生産財購入である。投資は、一方において生産力を高める効果をもつと同時に、他方において有効需要を増大させる効果をもっている。したがって、投資の動向は資本主義経済の成長と安定にとって極めて重要事である。<sup>(8)</sup>

しかしながら、投資は利潤極大を追求する企業によって行なわれるところから、必ずしもそれは社会全体によって好ましい形で行なわれるかどうかは分らない。その上、投資は期待によって動かされることが多いから、消費と比べると浮動性が強いと考えられる。たとえば、好況期には利潤の期待が大きくなるから、投資は一層促進されることになるし、また不況期には利潤の期待が小さくなるから投資は阻止され沈滞が広がることになる。それ故に、投資を管理することは、資本主義経済の矛盾によって生じた慢性的失業を救済するために必要である。もちろん投資の管理といつても、すべての投資を計画的に行なわせるのではなく、経済政策によって完全雇用に達成するのに必要な投資量

に管理するのである。ここに「政策の時代」の幕が開かれた。

夜警国家観にかわって福祉国家観が支配的となり、完全雇用の達成・維持は国家の責任と考えられるようになった。このことは政府投資を国民経済の成長と安全に積極的に使用することを意味している。これに対して、金融政策はあくまでも民間投資の管理のために使用されると考えられよう。そして貨幣制度は、このような金融政策が容易に発動できるような制度であることが望まれた。金本位制度は、一国経済の金保有量によって貨幣供給量が規定されるので、金融政策の活動はどうしても制約される。ここにケインズは、金本位制度を過去の遺物として激しく攻撃したのであった。<sup>(9)</sup>

さて、このような経済政策を重視したケインズは、貨幣と金融をいかに把握したのであろうか。すでに述べたように、価格機構との関連における貨幣については、古典学派とそれ程相違はないといえよう。ケインズにおいて特に重視されなければならないのは、投資・貯蓄と関連した貨幣・金融の役割である。

まず投資との関係について次の点が明確にされなければならない。「銀行の信用創造と保蔵貨幣の放出は貯蓄増加の両親であって双生児ではないのである」<sup>(10)</sup>すなわち、ケインズ理論において投資に等しい貯蓄が形成されるのは、生産過程が完了し国民所得が形成された後である故に、企業者が投資を決意する時には、それに対応する貯蓄は未だ存在しないのである。そこでまず投資は銀行の信用創造によって賄われなければならない。あるいはこれに保蔵貨幣の放出が加えられなければならないのである。ここにケインズは貨幣の動態的作用をみたといえるのだが、後にも述べするように、この点の認識は必ずしもよくなされてはいない。このようにケインズの金融観は金融機関、殊に銀行の積

極的役割をぬきにしては考えられないのである。

次に貯蓄に関連して、貨幣の価値保蔵機能が重視される。ケインズは貯蓄の具体的保有形態として、貨幣と債券を考え、両資産の選択が利子率決定に大きな影響をもつことを明らかにしたのであった。このように、ケインズは、貨幣と金融を投資・貯蓄に関連させて、別言すれば、経済成長との関連において特に重要視したと考えられるのである。最後に、現代資本主義経済における貨幣と金融の問題点を理論的、政策的立場から考えてみよう。まず経済政策的には次の三点が特色と考えられるであろう。その一は現代がポリシー・ミックスの時代であること、<sup>(11)</sup>その二は現代がトレード・オフ時代<sup>(12)</sup>であること、その三は経済政策に対する不信が<sup>(13)</sup>めざめたことである。

現代資本主義経済がポリシー・ミックスを特に必要とするようになったのは、第一の背景として、夜警国家から福祉国家へ変貌するにつれて、政府の役割が増加し、ただ一種類の経済政策だけでは十分その目標を達成できないおそれがあるし、また無理に一種類の経済政策に依存しようとすれば、それにかかる負担が重くなり、経済構造をゆがめてしまうおそれがある。したがって、種々な経済政策の協同が必要になってきたのである。また第二の背景としては経済政策目標の多様化が考えられる。一般に経済政策の目標として、物価の安定、完全雇用の維持、妥当な経済成長の実現、国際収支の均衡等が考えられるが、従来、完全雇用とか物価の安定とかの単一の経済政策目標を達成するためには、一つの経済政策の手段で十分であったけれども、多様化した経済政策の諸目標を同時に達成しようとするとすれば、複数の政策手段が必要となってくる。「 $n$ 個の独立な政策目標を、同時に実現するためには、少なくとも $n$ 個の独立な政策手段を必要とし、独立な政策手段の数が不足する場合には、諸目標の同時達成は困難である<sup>(14)</sup>」と

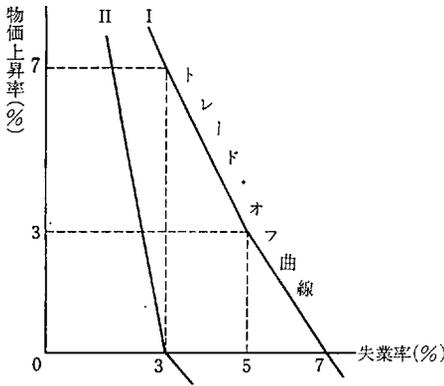
考えられる。このような経済政策目標の多様化と、その同時的達成の必要性が第二の背景である。第三の背景としては、経済政策の効率性の問題であり、マンデルの有効市場類別基準として知られている。すなわち、国内均衡と国際均衡の同時的達成をはかる場合に、財政政策と金融政策の二政策手段が存在したとしても、各目標に対して相対的効果の大きい政策手段を組み合わせなければ不均衡はかえって増大してしまうと考えられる。たとえば金融政策が相対的国際均衡達成に優位であり、財政政策が相対的に国内均衡達成に優位であるならば、金融政策を国際均衡の達成に利用し、財政政策を国内均衡の達成に利用する必要がある。このように各経済政策の相対的有効性を考慮することが目標達成にとって重要となるのである。<sup>(15)</sup>

ところで、いかに各経済政策目標を同時に達成しようとしても困難な状態がある。これがトレード・オフ時代と呼ばれる所以であるが、一般には物価の安定と完全雇用達成との関係で考えられている。すなわち、物価の安定と完全雇用の達成は二者択一の状態である。<sup>(16)</sup>たとえば、次図に示されるように、七%の物価上昇は完全雇用達成のコストと考えられ、また七%の失業は物価安定のコストと考えられる。この場合三%の失業は摩擦的失業であり完全雇用と両立する失業といえよう。いま妥当な物価安定が三%と考えられるならば、五%の失業はやむをえないものと考えられる。物価の安定と完全雇用を直ちに両立させようと思えば、トレード・オフ曲線をIよりIIにシフトさせることが必要であり、これは労働生産性の向上によって可能となると考えられる。

第三の特色である経済政策に対する不信は次章でとりあげることになるので、ここでは割愛しよう。

さて、以上のような現代資本主義経済における貨幣と金融の理論的問題点はどのように考えられるであろうか。

第1図：物価と失業の相関関係



金融経済の論理と金融機関の機能

もちろん、現代の金融理論は必ずしも統一されたものとはいえず、むしろ多様な発展を示している。『現代経済学の展望』<sup>(17)</sup>の編者エリスは、現代経済学の総括的な特色を分業の発達に帰しているが、現代の金融理論もこの例外ではないであろう。したがって、貨幣と金融の考え方もいろいろである。本稿では、これらを一つ一つ解説するというよりも、むしろ筆者の認識を述べる中で、それらにふれていくことにしよう。

まず貨幣の本質的機能はいかに把握されるべきであろうか。かつては貨幣の交換手段としての機能が重視されてきたが、ケインズを契機に貨幣の価値貯蔵手段としての機能が重要視されるようになった。したがって、ケインズにおける貨幣は、現金貨幣や銀行貨幣のみでなく、利子率の変化から生じるキャピタル・ロスに対し安全であるという意味で流動性をもったすべての短期証券を含んでいると考えられる。<sup>(18)</sup> したがって、ケインズにおいては、短期証券と長期証券の区別が重要であったともいえる。<sup>(19)</sup>

ところで、このような意義をもつ貨幣は、銀行組織によって創出されている場合もあるし、政府活動によって創出されている場合もある。『貨幣論』<sup>(20)</sup>においては、主として前者によって貨幣の創出が考えられていたが、『一般理論』になると、後者の力が大きくなっていくように思われる。こうして、ガレーイヤショオ<sup>(21)</sup>によるところの内部貨幣——民間国内本源的証券に基づく貨幣——から外部貨幣——外国あるいは政府証券または金によ

って裏づけられた貨幣、あるいは政府によって発行された不換紙幣——への変化が、貨幣の本質的機能の変化に現実的に大きな影響を与えたことは否定できないであろう。しかし、それにも拘わらず、貨幣発行方式の具体的変化と貨幣の本質的機能の変化との間に一義的な関係を考えることはあやまりであろう。両者は独立的事象である。別言すれば、外部貨幣であろうと、内部貨幣であろうと、貨幣の基本的機能が交換手段としての機能から価値貯蔵手段としての機能に移行したと考えられるのである。

貨幣の価値貯蔵手段としての機能の重視は資産選択理論を発展させる契機となった。D・ファンドによると、資産選択モデルを次の三種類に区分する。<sup>(22)</sup>(一)はケインズの貨幣・債券モデル。(二)はケンブリッジラドクリフの貨幣・資本モデル。そして(三)はトービンのケインズ・ケンブリッジ総合モデルである。(一)は債券と実物資産とは完全に代替的であるという前提に立ち、利子率体系が貨幣供給量とともに金融政策の自然な指標と考えられている。これに対して、貨幣・資本モデルは、ケンブリッジ学派モデルとラドクリフ報告モデルよりなる。前者では貨幣と資本の二資産モデルで考えられ、貨幣需要はマージンにおいて資本に対する収益率に調整されるという前提の下に展開されており、また資本収益率が一定の時には、実質貨幣残高と実質所得とは比例的に変化すると考えられた(流通速度一定)のである。次にラドクリフ報告では、さらに政府負債という第三の資産を導入し、債券は貨幣に対する完全代替資産であると考えられる。したがって、金融政策は民間部門の流動性の構成にのみ変化を与え、貨幣と資本との相対的比率にはなんら影響するものではなく、それ故もし金融政策が安定化政策をしようとするならば、実物資本に対する期待収益率をかえるような政策をとらなければならないのである。最後に、トービンモデルでは、実物資本の供給価格と資産選択

との関連を重要視するとともに、貨幣・債券と実物資産との代替関係を考慮する。そして、貨幣量と政府に対する民間部門の保有する純資産額——金融的富と呼ばれている——とを区別し、後者の役割を重視している。しかしながら、ケインズは『貨幣論』においては、債券と実物資産とを完全に代替的と考えたようであるが、『一般理論』においては、必ずしもそうとはいえない。むしろ実物資産の保有は企業者性に関係し、貨幣と債券の選択は所有者性に関係するのであって、<sup>(23)</sup>両者は相違した経済主体の行動に属するのであるから、両者を一つに総計することは意味がないと考えたようである。この点ポスト・ケインジアン<sup>(24)</sup>のケインズ理解には疑問を感じるのである。

さて、総計問題の理解は貨幣についても生じてくる。すなわち、内部貨幣と外部貨幣の相違について考えると次のようである。内部貨幣を民間国内本源的負債の中に対応物と統合し、外部貨幣だけを残させる貨幣理論の接近方法を純貨幣主義<sup>(25)</sup>(net-money doctrine)、そして内部と外部の両方の貨幣を考慮するような貨幣理論の接近方法を粗貨幣主義(gross-money doctrine)と呼ばれているけれども、ここで、内部貨幣を相殺するという考え方にも示されるように、総計はex-postの関係をのみを重視することになる。たしかにex-postにみれば、内部貨幣は相殺されてしまう筈である。しかし、貨幣の作用は、むしろex-anteにみた貨幣の動態性の中にある。それ故、あまりにも総計に力点をおくことはかえって貨幣理論の進歩の歯止めとなるおそれがあると思われる。いいかえるならば、貨幣の動態的作用をいさせる総計の仕方を工夫すべきなのである。現在それは未だ成功していない。

ところで、ケインズ経済学が一般均衡理論に吸収されていく過程で、ケインズ経済学の特徴は、数量調整アプローチ(Quantity adjustment approach)<sup>(26)</sup>と考えられた。これに対して、古典派経済学の特徴は、価格調整アプローチ(pi-

ice-adjustment approach)と考えられ、両者の一般均衡理論的統合は新古典派的総合(27)と呼ばれている。こうして、ケインズの『一般理論』はむしろ『特殊理論』として位置づけられたのである。このような理解はあくまでも、ケインズ経済学を賃金・価格の硬直性の前提でとらえていると思われる。したがって、ケインズ経済学本来の立場に立った総合——これをケインズの総合と呼び、新古典派的総合と区別する——はできないだろうか。ここでケインズ経済学本来の立場を、古典学派・新古典学派の市場論的アプローチ (market system approach) に対する主体論的アプローチ (entrepreneurship approach) と考えよう。(28) 市場論的アプローチにおいては、市場の価格機構こそが資本主義経済の本質であると考えられた。そして、生産物市場、生産要素市場および資本市場において、それぞれ価格機構を活用することが生産資源の効率配分にプラスになると考えられたのである。もちろん市場論的アプローチにおいても、経済主体が考えられていないわけではない。消費者、生産者はそれぞれ価格をめやすに行動していると考えられている。別言すれば、各経済主体は、このような価格機構に従って行動し、これを維持する homogeneous な経済主体としてとらえられているのである。もしくは homogeneous な経済主体であるべきだと考えられた。独占・寡占は、この例外であり、価格機構をそこなうものと考えられた故に、排除されねばならなかったのである。

これに対して、主体論的アプローチにおける経済主体は、単に価格に対して反応する受身の主体ではなく、企業者精神を発揮するところの経済主体の存在こそが資本主義経済の本質と考えたのであった。それ故、この場合の経済主体は homogeneous ではなく、heterogeneous に把握されなければならないのである。企業者精神をもつ経済主体は、一般の経済主体に先がけて投資、消費、資産保有を決定していくのである。いうまでもなく、企業者精神をもつ経済

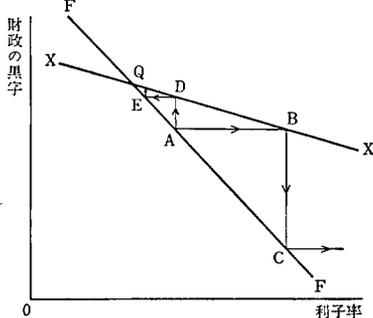
主体としては、投資活動を行なう投資者をもっとも重要である故に、一般に企業者と呼ばれているのであるが、必ずしも投資者だけに限定されて考えるべきではない。本稿でとくに重視したいと思う金融機関も、このような企業者精神を軸に理解していくべきではないかと考える。貨幣・金融の動態的理解もこのことと無関係ではないのである。

- (1) J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*. 1936. p. 235. 塩野谷九十九訳『雇傭・利子及び貨幣の一般理論』昭和十六年、二八四頁
- (2) 中山伊知郎著『ミスミス 国富論』昭和十年
- (3) Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. 1776. 5th ed., 1789. Book II. Chap. iii. p. 320. 大内兵衛訳『国富論』
- (4) J. Hicks, *Critical Essays in Monetary Theory*. 1969. chap. 9. 江沢太一・鬼木甫訳『貨幣の理論』昭和四四年、第九章。理論的には貨幣委員会の権限で十分であったが、現実的には金融政策主体としての貨幣当局が発達したと主張されている。
- (5) 高橋泰蔵・小泉明共著『交換方程式と現金残高方程式』昭和三三年、貨幣数量説の歴史について精しく説明されている。  
M. Friedman, *A Theoretical Framework for Monetary Analysis*. 1972. フリーマンは、従来の貨幣数量説を整理するとともに、新貨幣数量説の理論的特色を展開している。
- (6) A. Hansen, *Monetary Theory and Fiscal Policy*. 1949. p. 122. 小原敏士・伊東政吉訳『貨幣理論と財政政策』昭和二年、一四四頁、これに対して、レイジョン・フッドは、ケインズが期待要因の重要性を強調することによって価格硬直的モデルを設定したと主張する。そして、情報コストが零でないことが貨幣経済の本質であり、価格硬直性をもたらす原因である

金融経済の論理と金融機関の機能

- と、Axel Leijohufvud, On Keynesian Economics and the Economics of Keynes. 1968. chap II
- (7) J. M. Keynes, A Tract on Monetary Reform. 1924. (1st ed., 1923) chap. 3. § 1 中内恒夫訳『貨幣改革論』(『世界の名著 ケーインズ・パロソフ』宮崎義一・伊東光晴編 昭和四六年)
- (8) E. Domar, Essays in the Theory of Economic Growth, 1957. 宇野健吾訳『経済成長の理論』昭和三四年
- R. F. Harrod, Towards a Dynamic Economics: Some Recent Developments of Economic Theory and their Application to Policy. 1948. 高橋長太郎・鈴木誠一訳『動態経済学序説』昭和二八年
- (9) J. M. Keynes, A Tract on Monetary Reform. 1924.
- (10) J. M. Keynes, The Process of Capital Formation (comment) Economic Journal, Sept. 1939
- (11) R. A. Mundell, International Economics. 1968. chap. 16. 17. 渡辺太郎・箱木真澄・井川一宏訳『国際経済学』昭和四六年
- (12) P. A. Samuelson and R. M. Solow, Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy. American Economic Review May. 1960.
- P. A. Samuelson, Economics, An Introductory Analysis. 1st ed., 1948, 8th ed., 1970 都留重人訳『経済学』昭和四六年
- (13) M. Friedman, A Program for Monetary Stability. 1959. 三浦武雄訳『貨幣の安定をめつ』昭和三八年
- (14) J. Tinbergen, On the Theory of Economic Policy. revised ed., 1955. 気賀健三・加藤寛訳『経済政策の理論』一九五六年
- (15) R. A. Mundell, International Economics. 1968. chap 16 ヲンデルは『国内経済の超過供給』国際収支赤字の場合のホッシー・ロマンを例示して、ワットは国内経済の超過需要、国際収支黒字の場合を考える。

第2図：ポリシー・ミックス



金融経済の論理と金融機関の機能

いま金融政策の指標を利子率、財政政策の指標を財政赤字で考え、両政策の組合せによる国内均衡線を  $XX$  線で示し、国際均衡線を  $FF$  線で示す。 $XX$  線の右側では超過供給となり、 $XX$  線の左側では超過需要となる。また  $FF$  線の右側では国際収支は黒字となり、左側では国際収支は赤字となる。いまかりに経済が  $A$  点（国内超過需要と国際収支均衡）にあるとしよう。貨幣当局が金融引締め政策によって国内超過需要を抑制するとすれば、 $A$  点から  $B$  点に移る。そこでは国内均衡は達成されるが、国際収支は黒字となる。したがって、国際均衡をはかるために拡張的財政政策をはかれば、 $B$  点から  $C$  点に移る。ここで国際均衡はふたたび達成されるが、今度は国内経済が不均衡となる。こうして経済は望ましい均衡点  $Q$  からますます遠ざかることになる。これに対して、 $A$  点において貨幣当局が緊縮的財政政策をとると、 $A$  点から  $D$  点に移る。そこで国内均衡は達成されるが、国際収支は黒字となる。それ故、国際均衡をはかるために金融緩和政策をとるならば、 $D$  点から  $E$  点に移る。ここでは国際均衡は達成されるが、国内均衡は不均衡となる。しかしこのような政策を行なうことによって次第に均衡点  $Q$  に近づいていくことになる。このように国内均衡には財政政策を、国際均衡には金融政策を採用することが大切である。

(16) P. A. Samuelson, *Economics*, chap. 17.

A. W. Phillips, *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1852~1957*, *Economica*, Nov., 1958.

(17) H. S. Ellis ed., *A Survey of Contemporary Economics*, 1948. 藤留重人監修訳『現代経済学の展望』全三巻、一九五一一—五二

(18) J. M. Keynes, *General Theory*, p. 167 (1). 邦訳書1100~1101頁註1

- (19) M. Friedman, A Theoretical Framework for Monetary Analysis. 1972. p. 22.
- (20) J. M. Keynes, A Treatise on Money. 2 vols., 1930 chap. 2. 弗頭仁三郎訳『貨幣論』全五冊、昭和七年、第二章
- (21) G. J. Gurley and E. S. Shaw, Money in a Theory of Finance, 1960. 桜井欣一郎訳『貨幣と金融』昭和三八年、改訳昭和四二年
- (22) D. I. Fand, "Keynesian Monetary Theories, Stabilization Policy, and the Recent Inflation." Journal of Money, Credit, and Banking, August, 1969.
- (23) W. T. Newlyn, Theory of Money. 1st ed., 1962. 2nd ed., 1971. p.p. 56~57. 小泉明監修、山田良治・花輪俊哉訳『貨幣の理論』昭和三九年、六六~六七頁
- 發註 aggregation 問題については本書を参照。Axel Leijohnhufvud, On Keynesian Economics and the Economics of Keynes. A Study in Monetary Theory. 1968. chap. III: 1, 2
- (24) D・I・フノン、『前掲書』なごびにA・レイジョフ、『前掲書』においても、ケインズ経済学は、債券と実物資本の完全代替性が仮定され、貨幣・債券（後者では非貨幣的資産と呼ばれる）モデルとなっていると主張されている。
- (25) G. J. Gurley and E. S. Shaw, Money in a Theory of Finance. 1960. chap. V
- (26) Axel Leijohnhufvud, On Keynesian Economics and the Economics of Keynes. 1968. chap. II.
- M. Friedman, A Theoretical Framework for Monetary Analysis. 1972. p.p. 16~21.
- (27) P. A. Samuelson, Economics. chap. 18.
- (28) 拙著「利潤と物価」一橋論叢、第六六卷第六号

## 第二章 通貨主義 対 銀行主義

貨幣制度というのはあたかも肝臓のようなものである。それがうまくいっているときにはあまり私たちの関心をひかないが、うまくいかなくなるとひどく関心をひくようになる。<sup>(1)</sup>

経済の安定・成長に対して貨幣制度が重要な関連をもっているという認識は決して新しいものではない。ロバートソンの指摘にもあるように、資本主義経済の不安定性や停滞に際して常に貨幣制度の重要性が見直されてきたのであった。

いわゆる通貨主義と銀行主義との対立は、資本主義初期における貨幣制度の重要性を認識させる事件であった。これは貨幣の進化という事情から生じてきた。つまり、貨幣は分業・交換の発展につれて商品貨幣から信用貨幣へと進化しているのであるが、この進化は二面的な意義を持っていると考えられる。<sup>(2)</sup> そのひとつは、その進化が自然的な節約行為の結果であるということである。商品貨幣は貨幣の機能を遂行するための方法としては高価でありすぎたのであり、より安価な方法が発見されるならば変化するのは自然のなりゆきであった。信用貨幣はこうして発展してきたのであり、それにともなって信用制度が確立してきたのである。別言すれば、信用制度は安価な貨幣を供給する機構として成功してきたのである。しかし、他面において、信用制度は本来不安定的性格をもつと考えられる。というのは、信用制度というものは確信と信頼に基礎をおいているのであって、この信認が失われると全く無効になる可能性

をもっているからである。また逆にあまりにも強い信認もしくは樂觀主義が支配すると、それは投機の突発となって爆発する可能性が生ずるので、信用制度が円滑に機能するためには、一方で抑制し、他方で促進するような制度的枠組が必要である。このような意味での有能な信用制度を確立することはきわめて難かしい。現在の世界貨幣制度の混乱も究極的にはここに問題があると思われる。

さて、資本主義初期における通貨主義と銀行主義との対立も、この信用制度の性格をめぐっての対立であった。<sup>(3)</sup> 通貨主義を信奉する人々は、インフレーションのような経済的不安定性をさけるためには、一国の貨幣供給量をその国の金保有量に依存させる必要性を強調し、純粋金属貨幣制度、すなわちもっとも完全と考えられている正貨のみが流通する貨幣制度を理想としたのであった。また正貨のほかに銀行券が流通しているいわゆる混合貨幣制度の下では金額正貨準備制度が理想とされたのであった。このように通貨主義の人々は貨幣制度をあたかも金属貨幣制度のように扱うか、もしくはは金属貨幣制度の型に押し込めることができるかのように考えたといえよう。

これに対して、銀行主義の人々は、貨幣量が増えれば取引にもとづいて生まれる社会の貨幣需要に依存して供給されると考えたようである。彼らは短期的にみて貨幣的要因が実物面へ影響する可能性を認めるのみならず、逆に実物的要因が貨幣面に影響を及ぼすことも認めていた。すなわち、経済活動の拡張に依りて信用量が自動的に拡張されるとともに、経済活動の不況に依りて信用量が自動的に収縮される。この自動的拡張と収縮には望ましいものと望ましくないものがあるから、信用量の管理が必要となる。そしてこの管理は中央銀行によって行なわれなければならない、機械的ルールで行なうことはできないと考えた。

金による機械的貨幣量の規制か、中央銀行による貨幣量の管理かという通貨主義と銀行主義の対立は、理論的には通貨主義が勝利をしめたようにみえるが、實際面で成功したのは銀行主義であったといえよう。というのは厳密な通貨主義の考へでは中央銀行は必要なく、あるルールにしたがって運営される貨幣委員会だけで十分だったはずである。しかし現実には貨幣量を規制する貨幣委員会の権限を超えて、信用量を管理する中央銀行的政策が実施されてきたのである。すなわち、金融政策を担当する中央銀行が発展してきたのである。そして、この中央銀行は金本位制度を背景にして、貨幣価値の安定をはかり、また経済の安定と成長を維持したのであった。

このように資本主義初期においては、貨幣制度の確立と安定性が同時に国民経済の安定と成長を意味すると考えられたが、両者は常に一致するとは限らない。慢性的失業の出現がこのことを明瞭にしたのである。慢性的失業の救済を考えたケインズは、貨幣量を一国の金保有量から解放し、完全雇用を達成・維持するのに必要な貨幣量を自由に供給できる貨幣制度が必要であると主張した。金本位制度への攻撃、そして管理通貨制度の確立の主張は、まさにこのような意義をもつものであった。別言すれば、中央銀行の金融政策能力を十分に発揮させるための貨幣制度が求められたといえよう。

さて、通貨主義と銀行主義とはケインズによって総合されたと考えられる。<sup>(4)</sup>換言すればケインズ理論は一面において通貨主義的であり、他面において銀行主義的である。通貨主義的であるというのは、ノルムとしての貨幣量を考へているからであるが、古典的通貨主義が金保有量をノルムとしたのに対して、完全雇用の達成・維持をはかる貨幣量をノルムとしたところにケインズの意義がある。また銀行主義的であるというのは、流動性選好説を導入することに

よって、「産業界の必要」を重視したところにみられるが、古典的銀行主義が適正貨幣供給量を個々の銀行の行動原則である銀行鉄則——銀行は經常生産をまかなうためのみ貨幣を発行すべきであり、固定的な工場・設備は經常的な經濟活動の結果として生じた貯蓄資金によってまかなわれるべきもので、銀行の信用創造によるべきではないという考えであり、商業貸付主義とも呼ばれている。いわば適正貨幣量を供給する自動的な自己調節メカニズムと考えられる原則である。——に求めたのに対し、ケインズは適正貨幣供給量を完全雇用水準に対応する有効需要水準の維持に求めたのであり、政策変数としての貨幣量はまさにその水準を維持するものと考えられたのである。このようにして、金本位制度にかわる管理通貨制度は自由裁量的金融政策を保証するフレームワークであり、この制度の確立は政策時代の象徴ともなったのである。

こうして自由裁量的金融政策は、現代資本主義經濟の發展にとって欠くべからざるものになっているのであるが、この金融政策の有効性に対していくつかの問題点が生じた。

第一の問題点は、金融政策を担当する貨幣当局の権力に関するものである。<sup>(3)</sup>慢性的失業に悩んでいたケインズ時代においては、金融政策は不況期には有効とはいえないけれども好況期には有効であると考えられていた。しかし、インフレーションの危機にさらされている現代においては、インフレーションを抑圧できないという意味において、好況期においても金融政策の有効性は疑問視されるようになってきた。この理由は、不況期とは異なり好況期においては、増税とか金利の引上げ等の国民に好かれぬ施策が必要であるにもかかわらず、これらの施策を十分に行なう強力な政府や貨幣当局が存在しにくいと考えたからである。

第二の問題点は、金融政策の効果の遅れ (time lag) に関するものである。<sup>(6)</sup> 一般に金融政策が効果をあげるまでには相当の時間がかかり、それによって所期の効果をあげることができない場合がある。

通常タイム・ラグは、(一) 金融政策の必要とこの必要に対する貨幣当局の認識との間に生ずるラグ (recognition lag)、(二) 金融政策の必要についての認識と、具体的な金融政策の採用との間に生ずるラグ (administrative or decision lag)、(三) 金融政策の実施とその効果の発生との間に生ずるラグ (operation lag) があると考えられている。

このようなタイム・ラグによって、金融政策は景気変動を安定化するどころか、かえって激化してしまうことさえあった。これらは政策循環 (policy cycle) と呼ばれている。こうして、貨幣当局は経済変動を正確にかつ敏速に予測できなければならないし、また政策を実施する場合にも、経済に大きな衝撃を与えないために微調整であることが望まれたのである。しかし、また弱すぎる金融政策ではなんらの効果もあがらないおそれがあるといえよう。

このような金融政策の問題点に直面して、金融政策の有効性に疑問を感じたフリードマンは、この自由裁量的金融政策に対して、ルールにもとづく貨幣制度を提唱した。<sup>(7)</sup> ここに現代的通貨主義が誕生し、現代的銀行主義ともいえるべきケインズ理論と対立するにいたったのである。

フリードマンとシュワルツの研究によれば、<sup>(8)</sup> アメリカ経済の主要な不安定性は貨幣的不安定性によって造成され、あるいは少なくとも著しく強化された。そしてこの貨幣的不安定性は、一般的に政府の干渉によって、もしくは採用すべき金融政策についての混乱によって生じたものである。したがって、安定的な貨幣組織を確立することが問題解決の道であると主張する。ここにふたたび金融政策より貨幣制度を重要視する主張が現われた。この主張は、私的市

場経済の本来的不安定性こそが経済の不安定性の原因であり、慎重な当局の対策こそが経済安定への道であるという考えに対する根本的批判を表明するものであった。

貨幣制度を重視するフリードマンによると、通常金融政策の目標と考えられている適正なる経済成長、高水準の生産・雇用の維持、妥当なる物価安定等は、まさに経済政策一般の目標であり、貨幣当局のみにその遂行の責任を負わずことはできないという。それにもかかわらず現在の貨幣当局には、広範にして重要な責任が、政策の指針となる明瞭に規定されたルールもなしに、またなんらかの外的な遂行の基準によるテストを受けることもなしに与えられているのであり、このために現在の金融政策は不確実となり、また不安定になっているのである。そして貨幣当局が直接に有効なるコントロールをなしうるものは物価水準ではなく、貨幣量である。したがって、貨幣当局は通常主張されるように物価水準に責任を負うべきではなく、貨幣数量にこそ責任を負うべきであるという。

フリードマンによるこのような貨幣数量コントロールの重視は、彼の貨幣数量説研究<sup>(9)</sup>に依存しているといえよう。旧来の貨幣数量説が経済の動態を説明するのに不適當であるという批判を受けてより、貨幣数量説は長い間埋もれてきたといってもよい。この貨幣数量説を復活させ、新貨幣数量説を提唱したのがフリードマンを中心とするシカゴ大学の経済学者グループである。旧来の貨幣数量説と新貨幣数量説との根本的差異は、前者が流通速度を一定不変ととらえたのに対し、後者はそれを関数としてとらえ、その関数の安定性を主張する点にある。すなわち、貨幣量 $M$ は、物価水準 $P$ 、債券および株式からの収益 $r$ 、物価の変化率 $\frac{\Delta P}{P}$ 、所得 $Y$ 、非人的富の人的富に対する割合 $w$ 、および好変数 $\mu$ に依存すると考えられた。

$$M = L(P, r, \Delta P/P, Y, w, \mu)$$

またフリードマンは同次性の仮定を用いることによって実質残高に対する需要  $\frac{M}{P}$  を次のように示した。

$$f(\lambda P, r, \Delta P/P, \lambda Y, w, \mu) = \lambda f(P, r, \Delta P/P, Y, w, \mu)$$

$$\lambda = \frac{1}{P} \rightarrow \frac{M}{P} = f(r, \Delta P/P, Y/P, w, \mu)$$

さらにフリードマンは、同じ諸変数に依存する速度変数として再構成する。

$$\lambda = \frac{1}{Y} \rightarrow \frac{M}{Y} = f(r, \Delta P/P, P/Y, w, \mu) = 1/v(r, \Delta P/P, Y/P, w, \mu)$$

$$\therefore Y = v(r, \Delta P/P, Y/P, w, \mu)M$$

フリードマンは、アメリカ合衆国の一八六七と一九六〇年間における流通速度の変動パターンの安定性を示した。

すなわち、流通速度は長期的トレンドとしては低下し、循環変動としては景気の拡張過程で上昇もしくは下降率の低下を示し、収縮過程では低下傾向がさらに強まるというパターンであり、このようなパターンの安定性は、ケインズ体系における消費関数の安定性よりも一層安定的であると主張した。このように貨幣需要が安定的な関数であることによって、貨幣数量（経済数量）は経済活動の説明に対しても、また規制する場合にも戦略的な要因となりうるのである。

さらに、このような貨幣供給の重視に関連して、フリードマンは、商業銀行の信用創造機能に着目する<sup>(10)</sup>。すなわち、現在のような部分準備制度の状態では、中央銀行は貨幣量すら直接にはコントロールできない故に、商業銀行の信用創造は貨幣供給の無政府性を示すものととらえられたのである。商業銀行に百パーセント準備を行なわせる百パーセント準備案もしくは全額準備制度の採用によって、商業銀行の信用創造能力を喪失させ、貨幣供給量の明確化をはかろうとした。すなわち、現在のような部分準備制度の状態では、中央銀行は貨幣量すら直接にはコントロールできな

いのであり、貨幣当局の責任を果たすことはできないと主張している。

フリードマンによる貨幣量コントロールの方式は、固定的増加率での貨幣供給である。たとえば、過去九〇年間の平均としてアメリカにおける経済成長率は約三％であり、また所得速度の長期的減少が約一％であることを考慮して、年々四％の増加率で貨幣供給を行なうべきであるという。この場合重要なことは、四％のような特定の増加率の決定にあるのではなく、むしろ固定的増加率の採用にあるのである。つまり、これにより物価のゆるやかな循環的変動や趨勢的変動は除去しえないとしても、経済安定の重大なさまざまな急激な大幅な物価変動を阻止し、経済の成長と安定に確固たる基盤を与えることができるとしている。

さらにフリードマンは、新著において、従来の四々五％ルールにかえて、二％ルールを主張している。<sup>(11)</sup>両者は自由裁量的金融政策とは異なり、貨幣数量の固定的増加率を主張する点では一致するけれども、両ルールはその目的を異にするといえよう。四々五％ルールは最終生産物の価格安定を目的としていたのに対し、二％ルールはむしろ生産要素の価格安定を、そして最終生産物の価格を下降することを目的としたのであった。

このように目的に相違はあつても、GNPの成長率に対応した貨幣供給量というフリードマンの主張は、金にもとづく貨幣供給量という通貨主義の主張と一見異なるようにみえても、金の生産がGNPの成長と共にあると考えれば、両者は全く同様の性格をもっていると考えられるのである。ここにフリードマン理論が通貨主義の伝統を継承するものといえるのである。フリードマンが「貨幣数量説の復活」を叫んだのは当然のことであつた。

このように、フリードマンは通貨主義の伝統を復活させたのであるけれども、それは単なる復活ではなかつた。す

なわち、すでに述べたように、古典派の貨幣数量説が流通速度の一定を仮定していたけれども、フリードマンにあっては、現実の流通速度は変化するが流通速度関数の安定が考えられたのであった。そして、フリードマンは貨幣数量説を産出量とか貨幣所得とか物価の理論ではなく貨幣需要の理論であるとし、また貨幣は資産ないし資本財と考えられるから、貨幣需要は資本理論の問題であると主張したのである。<sup>(12)</sup>

こうしてフリードマンの「貨幣数量説の復活」は通貨主義的思考をさらに発展させることになったのであるが、この定式化は、ケインズの流動性選好説の展開としてのポットフォリオ・アプローチと形式的には類似するものがある<sup>(13)</sup>。すなわち、ポットフォリオ・アプローチにおいても、貨幣需要は資産選択理論の一部としてとらえられるべきであり、また貨幣需要の主たる決定因としては、所得 ( $Y$ ) や利子率 ( $i$ ) のほかに資産 ( $W$ ) も考慮されるべきであると考えられた。こうして、貨幣需要方程式として、 $M = f(Y, i, W)$  がえられたのであるが、これとフリードマンの貨幣需要方程式を比較すると、その相違は主として強調点の相違と考えられるのである。つまりポットフォリオ・アプローチにおいては、貨幣以外の金融資産の代替物として貨幣の代替効果が強調され、貨幣を従来の中心的地位から追放し、他の金融資産と同列に取扱ったのに対し、フリードマンにおいては、貨幣需要変動の主要因として所得効果が強調され、代替効果が第二義的のものと考えられ、貨幣理論を資本理論の一部として考察することをこころみたと考えられるのである。

しかしながら、両者は完全に同一物であるとはいえない。それは貨幣供給に対する態度に現われる。すなわち、ケインズが貨幣供給の自由裁量的管理を考えていたのに対して、フリードマンはルールにもとづいた貨幣制度を主張し

たのであった。こうして両者の対立は銀行主義と通貨主義との対立の復活でもある。両者とも、その理論構造においては、古典派的銀行主義ならびに古典派的通貨主義を総合することにより共に古典派理論を超えるものをもっていたわけであるけれども、その施策において、それぞれ現代的銀行主義者ならびに現代的通貨主義者であるといえよう。

ところで、ルールに基づく貨幣制度がなぜ経済の不安定を排除することになるのか。これはケインズが通常経済体系は金融・財政政策による総需要の維持がないならば、本来的に不安定であると考えていたのに対し、フリードマンは不安定の貨幣創造が経済的変動を惹き起こさない限り、経済体系は本来的に安定であると考えていたことが、その根本にあると考えられねばならない。

ともかく、フリードマンによる貨幣改革にしたがえば、金融政策の失敗にもとづく貨幣側からの経済の不安定は除去されるかもしれない。しかしながら、たまたま経済が予期された以上に成長力をもったとしても、ある特定の固定の貨幣増加率という枠によって、その潜在的成長が実現できなくなるという心配がありはしないだろうか。もちろん実際には潜在的成長力が阻止されるよりは、むしろ貨幣の代替作用を果たす類似貨幣の発達によって潜在的成長力が実現される方がよりありそうなことである。この場合には、ただ貨幣だけをコントロールする貨幣制度では、経済の安定を得られるかどうかは不明である。このようなルールを充足できなかった故に、金融政策を行なう貨幣当局を必要としたのではなかったか。

このように考えるならば、通貨主義と銀行主義の対立は、結局金融機関ことに銀行の自発的機能の認識の相違に帰することができると考えられる。通貨主義においては、民間銀行の積極的行動は、むしろ実体経済の攪乱的要因であると考えられ

たが、銀行主義においては、民間銀行の積極的活動は、資本主義経済をささえる基本的経済主体の一つと考えたのではなからうか。こうみると、銀行主義における銀行観はシュンペーターの『経済発展』<sup>(14)</sup>における銀行の役割を思いださせるものがある。すなわち、シュンペーターにおいては、企業者による革新投資——新種・新品質の商品の市場への導入、新生産方法の採用、新市場の開拓、新資源の獲得、産業組織における新制度の実現（独占の形成など）——は、銀行の信用創造に保証されて現実化されたのである。

一般にはシュンペーターとケインズは、相対立する経済学者と考えられている。すなわち、シュンペーターがドイツ的な論理主義者とみられるのに対して、ケインズはイギリス的経験主義者と考えられる。シュンペーターが論理主義的であったにせよ、もちろん経済の実態について関心がなかったわけではない。『発展の理論』は資本主義経済を支える企業者精神をヴィヴィッドに画きだしている点でユニークなものといえよう。それにしてもシュンペーター理論の実証的研究が困難であることを考えると、やはりその論理的性格を感ぜざるをえない。これに対して、ケインズは経験主義的特色をもっている。もちろんケインズ理論が論理的でないというわけではない。伝統的な価格分析に対して所得分析を確立したことひとつをとってみても、かれの理論はすぐれて論理的であるといえる。それにもかかわらず、ケインズ理論に基づく実証研究が盛んであることにも明瞭に示されるように、ケインズの理論は経験主義的特色をもっていると思われる。したがって、シュンペーターとケインズの理論は必ずしも同性格のものとはいえないであろう。<sup>(15)</sup> それにもかかわらず、銀行の企業者精神を強調する点において、両者は共通の考えをもっていたと思われる。ケインズ経済学のポスト・ケインジアン的理解において、この点の理解が必ずしも明確ではなかったので、本稿では

とくに両経済学者の類似性をここに強調したのである。

- (1) D. H. Robertson, Money, 1st ed., 1922, 4th ed., 1948, p. 1 安井琢麿・熊谷尚夫訳『貨幣』昭和三十一年「三〇四頁」。
- (2) J. Hicks, Critical Essays in Monetary Theory, 1967, chap. 9. 江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』昭和四十四年「第九章」。
- (3) 桶口午郎『銀行理論』昭和三十一年。R. F. Harrod, Money, 1969 chap. 2.
- (4) 拙著「銀行行動と通貨供給方式」(地銀協編・銀行叢書一三九号「わが国の金融構造分析その二」)所収 昭和四十一年)
- (5) J. Hicks, Critical Essays in Monetary Theory, 1967, p.p. 170~171 邦訳書二三三~二三四頁
- (6) M. Friedman, "The Lag Effect in Monetary Policy," Journal of Political Economy, Oct., 1961
- (7) J. Kareken and R. Solow, "Lags in Monetary Policy, Stabilization Policies" (Commission on Money and Credit, 1963)
- (8) T. Mayer, "The Lag in the Effect of Monetary Policy: Some Criticisms," Western Economic Journal, Sept., 1967
- (9) M. Friedman, A Program for Monetary Stability, 1959. 三宅武雄訳『貨幣の安定をめぐって』昭和三十八年
- (10) M. Friedman and A. J. Schwartz, A Monetary History of the United States 1867~1960, 1963.
- (11) M. Friedman, (ed), Studies in the Quantity Theory of Money, 1956.
- (12) M. Friedman, A Theoretical Framework for Monetary Analysis, 1972
- (13) M. Friedman, A Program for Monetary Stability, 1959, p.p. 65~75 三宅武雄訳『貨幣の安定をめぐって』昭和三十八年

(11) M. Friedman, *The Optimum Quantity of Money and other essays*. 1969. p.p. 45~48.

このフリードマンの紹介と検討は、「拙稿」貨幣制度とインフレーション「一橋論叢」第六四卷第二号、昭和四五年八月号で行なわれてゐる。

(12) M. Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, 1956. p. 4.

(13) H. G. Johnson, "Monetary Theory and Policy," *American Economic Review*, Vol. 52. June. p.p. 335~384. 村上敦訳『貨幣理論と貨幣政策』(神戸大学経済理論研究会訳『現代経済理論の展望 Ⅰ』昭和四六年所収)

(14) J. A. Schumpeter, *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung* 1. Aufl. 1912, 2. Aufl. 1926. 中山伊知郎・東畑精一

訳『経済発展の理論』昭和十二年

(15) 拙稿「中山伊知郎全集 第六集 近代経済学の展開(昭和四七年)への後記」五三五~五三六頁

### 第三章 金融機関の意義

——ガレイシヨオ理論の検討——

動学的な文脈の中で特に興味があるがしかも困難な金融上の問題が一つある。それは金融上の新機軸 (innovation) の問題である。どのようにして新機軸が形成されるのだろうか？ 金融上の新機軸の機会が見いだされ利用されることが実質的成長にとってどのくらい重要なことだろうか？ 新機軸によって生ずる調整上の問題をすみやかに推理して、成長過程で故障が生ずる前に解決できるだろうか？<sup>(1)</sup>

資本主義経済であろうと、社会主義経済であろうと、経済の究極的目的は経済的厚生<sup>(1)</sup>の増大にある。経済的厚生は消費に端的に示されるといえよう。消費にはもちろん現在の消費も含まれるが、将来の消費も含まれる。ともにその増大をはかると共に、与えられた所得の中で両者の配分を考えることが消費者の重要な課題となる。これに対し、資本主義経済の特色はとくに企業の行動に求められる。利潤の極大を求めて行動する企業の生産した生産物が、いかに消費者に供給されるかが経済循環として示され、金融循環は、この経済循環を支えるものとして存在すると考えられる。本章では、ガレーレイシヨオ理論を基礎にして、金融循環の資本主義的特質を考察することにしよう。

いま生産活動を営む企業を考えると、個別の企業においては、投資が自己の貯蓄を超過している企業もあるし、逆に貯蓄が投資を超過している企業もあるだろう。しかし、全体としての企業、すなわち企業部門としては、実物面で投資が貯蓄を超過している投資超過部門となるのが一般的である。この投資超過部門は、当然のことながら、金融取引面でみれば資金不足部門となり、投資超過に見合うだけの資金調達が行なわれていなければならない。

同様に、消費（もしくは貯蓄）活動を営む家計を考えると、個々の家計については、投資が自己の貯蓄を超過している家計もあれば逆に貯蓄が投資を超過している家計もあるだろう。しかし、全体としての家計、すなわち家計部門としては、実物面で貯蓄が投資を超過している貯蓄超過部門であるとみてよいだろう。この貯蓄超過部門は、当然のことながら金融取引面でみれば資金余剰部門となり、貯蓄超過に見合っている余剰資金の運用をはかっているはずである。

このように個別部門における投資・貯蓄のギャップは、個別部門における資金過不足に反映されるけれども、国民

経済全体としてみると、実物面において投資と貯蓄が均等になるのに対し、金融面では資金過不足が零となる。つまり各部門の資金余剰額と資金不足額とはバランスして相殺されるのである。

いま各部門支出を  $E_D$ 、各部門所得を  $Y_D$ 、部門投資を  $I_D$ 、各部門消費を  $C_D$ 、各部門貯蓄を  $S_D$ 、金融資産増を  $\Delta A$ 、金融負債増を  $\Delta L$  とすると、

$$E_D + \Delta A = Y_D + \Delta L \quad (1)$$

ところで、 $E_D = I_D + C_D$ 、 $Y_D = S_D + C_D$  ゆえに、(1)式を整理すると(2)式を得る。

$$I_D + \Delta A = S_D + \Delta L \quad (2)$$

(2)式を変形して(3)式を得る。

$$I_D - S_D = \Delta L - \Delta A \quad (3)$$

(3)式の左辺は貯蓄・投資のギャップを示し、右辺は資金過不足を示している。このように部門別には貯蓄・投資のギャップがあり、また資金過不足があるけれども、国民経済全体としては、

$$\sum S \equiv \sum I \quad (4)$$

したがって、

$$\sum (I - S) \equiv \sum (\Delta L - \Delta A) \equiv 0 \quad (5)$$

となる。すなわち、国民経済全体としてみると、貯蓄と投資は均等、また資金過不足は零となるのである。

さて、投資超過部門である企業部門は、その投資資金を調達するために本源的証券を発行する。逆に貯蓄超過部門

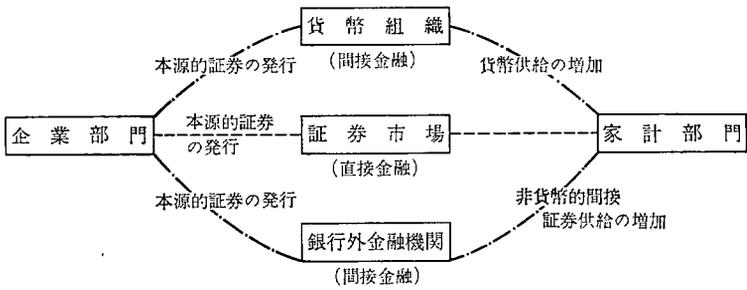
たる家計部門は、その余剰資金を運用するために、これら本源的証券を吸収するのである。このような資金不足部門と資金余剰部門との直接的資金調整は直接金融と呼ばれている。これは通常証券市場によって行なわれるけれども、この調整メカニズムが十分に機能するためには、証券市場の発達が条件となる。

もちろん、企業部門にとって直接金融方式が唯一の資金調達方法ではない。すなわち、直接金融方式に対して間接金融方式がある。これは資金不足部門である企業部門と資金余剰部門である家計部門との間に金融機関を介させることによって行なわれる。この際金融機関が発行する金融資産を本源的証券に対して間接証券と呼んでいる。間接証券は、通常本源的証券よりも、より危険が少なく、また流動性がより高い金融資産であると考えられる。こうして、家計部門は、その余剰資金で本源的証券のほかに間接証券も選択するのである。いかなる割合で選択するかが金融資産選択の問題である。

ところで、金融機関は、貨幣創造機関である銀行を中心とした貨幣組織と、非貨幣的間接証券を創造する銀行外金融機関とに分けて考えることができる。資金の貸手である家計部門からみるならば、各金融機関の負債は完全に代替的であるとはいえないにしても、多少とも代替的である。また資金の借手である企業部門による種々様々な金融機関からの資金調達にもある代替性がある。ゆえに銀行が貨幣を創造するという利点は、銀行をして銀行外金融機関の競争から絶対的に免れさせるものではない。すなわち、その利点は制限されたものであって、多くの預金者にとっては利回りの差によって打ち消されてしまうようなものである。以上の金融循環を图示すれば次のようになるだろう。

さて、各経済部門が貯蓄と投資に専門化する経済においては、負債と金融資産の蓄積が必ず必要になる。しかしな

第3図 金融循環(3)



金融経済の論理と金融機関の機能

がら、そのような蓄積が進むと労働や経常生産物や債券の価格による場合と同様に、成長とか産出物と所得の分配関係の不安定によって経済部門がますます影響を受けやすくなる。このようにみれば、借手が本源的証券を差別化し、貸手が金融資産の保有を多様化するのには合理的な行動である。両方とも貯蓄と投資の間に分業が行なわれている社会において危険を避けるための方策<sup>(4)</sup>と考えられる。

ところで、ガレーとシヨオは、直接金融ならびに間接金融をそれぞれ金融的インノベーションにおける配分技術ならびに仲介技術<sup>(5)</sup>と呼んでいる。

配分技術の中には、貸手の資産選択に関して借手に対し、また借手の発行証券に關し貸手に対して情報を広く伝える仕事が含まれている。また地域的な市場の障壁を乗り越える傾向を持つ通信の広い連絡網等を含んでいる。したがって、この配分技術は有価証券市場に誰でもがはいれる自由を増すことになり、公開市場が形成される傾向がある。その結果、借手と貸手のそれぞれにとって、以前より以上の負債と資産のより一層の多様化を可能にさせる。

しかし、配分技術は反対に不利な点も持っている<sup>(6)</sup>。たとえば、配分技術は、規模の利益に依存しているので、小規模者は不利を受けること、ならびに公開市場における価格伸縮性は、資産保有者にとって市場での損失を生ずる危険を増加させ、問

接金融資産に対する需要を刺戟する。

また金融仲介技術の発達も、本源的証券の構成に深い影響を与える。すなわち、結果的には、より同質的な負債構成と、より競争的な市場と、より伸縮的な利子率とがもたらされる。

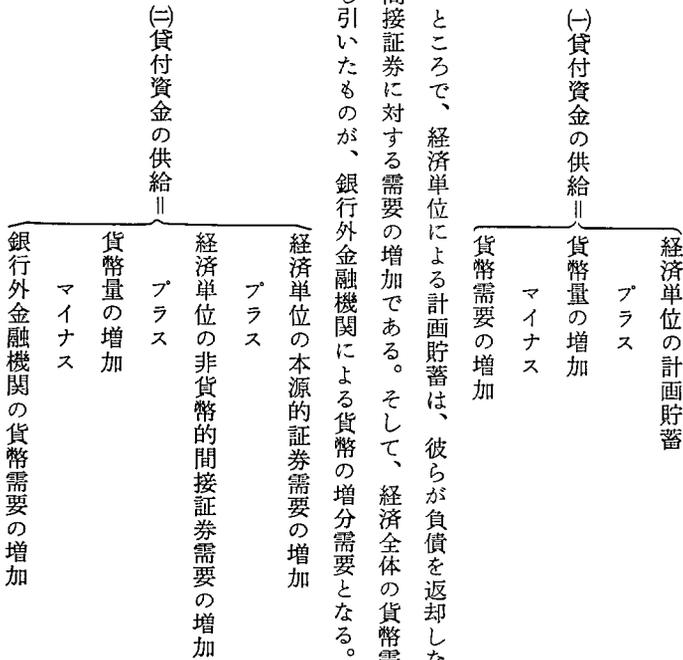
金融機関は、本源的証券の規模を大きくすることによる節約を発見し利用してきた。また小規模な借手の異質的証券発行を同質的な規格化された有価証券の形式に変形してきた。さらにまた金融機関は、本源的証券の地域的相違と利子率の差異とをかなりの程度まで減少させるほどの規模で、有価証券の諸市場の間でさや取り売買をすることができた。規模の利益とさや取り売買の機会とを利用することによって、金融機関は本来の債権者に対する収益を増加させ、与えられた利子費用水準において、本源的借手に対して、かれ自身の負債の魅力を増すことが可能であったのである。<sup>(7)</sup>

このように配分技術と仲介技術は、それぞれの有価証券のタイプの範囲内で同質性をもたらし傾向をもつが、同時に、各経済部門にとっては借入れと融資の選択範囲を広げることを可能にさせるのである。<sup>(8)</sup>

さて、仲介技術において、ガレーレイとシヨオは、すべての金融機関は金融資産を創出すると考え、貨幣制度と銀行外金融機関との間の相違は、銀行は信用創造できるが、銀行外金融機関は信用創造しえないということではなく、むしろそれぞれがそれ自身の独特な負債の形態を創出することにあるとし、次のように各金融機関は同様に貸付資金の供給を行なっていると主張している。

いま経済単位一グループによって貯蓄がなされ、他のグループによって投資が行なわれると仮定するならば、貸付

資金の供給は次のようになる。<sup>(10)</sup>



ところで、経済単位による計画貯蓄は、彼らが負債を返却しないと仮定すると、本源的証券、貨幣および非貨幣的間接証券に対する需要の増加である。そして、経済全体の貨幣需要の増加から、その経済単位の貨幣需要の増加を差し引いたものが、銀行外金融機関による貨幣の増分需要となる。したがって、(一)式を書き直して(二)式をうる。

最後に、経済単位の非貨幣的間接証券に対する需要の増加は、銀行外金融機関の貨幣および本源的証券の需要増加に等しく、また貨幣量の増加は、貨幣制度の本源的証券の需要の増加に等しいのである。したがって(二)式は(三)式となる。

〔経済単位の本源的証券需要の増加

プラス

(三)貸付資金の供給〕銀行外金融機関の本源的証券需要の増加

プラス

〔貨幣制度の本源的証券需要の増加

したがって、経済単位、銀行外金融機関および貨幣制度は、貸付資金の供給において同等の立場に立っており、三者とも貸付資金を創出しているという。それ故、これら三者のうち貨幣制度のみを重視して、その他を無視する理由はないのである。三者はそれぞれ自己の金融資産を創出するのである。すなわち、非金融的経済単位は、本源的証券を、また貨幣制度は貨幣を、さらに銀行外金融機関は非貨幣的間接証券を創出する。そしてまた、銀行が「法定準備」の乗数倍の貨幣を創出するように、銀行外金融機関も、もしある量的統制の下にあるならば、「法定準備」の乗数倍だけの債務を創出することになると主張される。<sup>(1)</sup>

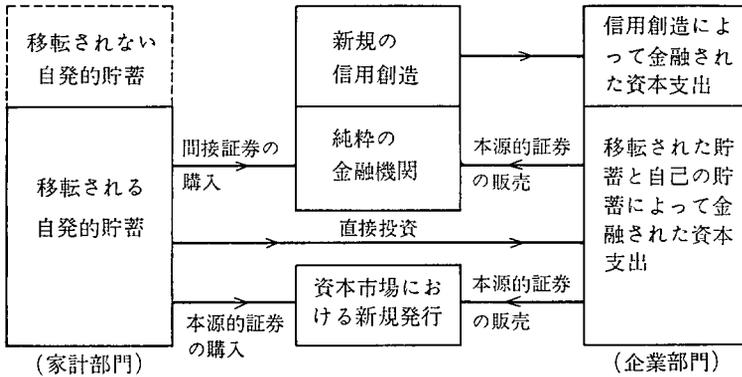
このようなガレーヤシオの説明は、次の三点において注意されなければならない。その第一点は、直接金融ならびに間接金融はいわば外部金融であるが、金融形態としてはこの他に内部金融が考えられる。ところが内部金融は

従来個別企業の基準で説明されることが多かった。すなわち、企業が自己の貯蓄である利潤留保や減価償却積立金をもとにして投資を行なうと考えられたのである。たしかに個別企業にとってみれば、企業間信用も一つの資金調達手段である。したがって、この手段が他の手段に比して望ましくないと考えられても、他の手段による資金の獲得が困難ならば、投資遂行のために企業間信用にたよることになり、その結果支払条件が悪化することになると考えられる。ただ重要なことは、このような企業間信用による投資資金の調達は、個別企業においては可能であるが、全体としての企業を考えるとは不可能である。別言すれば、全体としての企業を考えた場合には、銀行信用なしに企業間信用のみで投資活動をまかなうことは不可能と考えるべきであろう。しかし、それだからといって、マクロ的にみて、企業間信用を相殺してよいというのではない。それは銀行信用が内部貨幣であれば民間部門全体としてみると相殺されるからといって、それを相殺してしまうならば銀行信用の効果を十分に理解できなくなってしまうのと同様である。

企業間信用は、個別企業の立場からみれば外部金融と考えられるかもしれない。しかし直接金融・間接金融がマクロ的基準で考えられているので、企業間信用のみをミクロ的基準で考えるのは適切ではないだろう。したがって、このように重要な企業間信用の作用を明示的にとりあげるためには、内部金融を単に個別企業の立場から把握するのではなく、マクロ的立場から把握しなければならぬ。すなわち、内部金融は全体としての企業部門が自己の内部からの資金調達によって資金を獲得する方法と考えることができる。企業間信用は、「総合される」と相殺されるけれども、「結合される」場合にはこの内部金融の中で考えればよい。

ガーレイとシヨオの図式の第二のそしてより重要な問題は、資金供給方向についてである。すなわち、ガーレイ

第4図 資本支出のための金融源泉



一橋大学研究年報 商学研究 16

とシヨオの図式においては、資金余剰部門から資金不足部門の資金が供給されるようにみえるが、これはあくまでも *ex-post* 的関連であり、*ex-ante* 的関連ではない。個別企業が投資を決意するときには、その資金調達として金融機関の融資をうけるとか、株式、社債を発行するとか、さらには企業間信用による方法もあるだろう。しかし、企業部門全体として考えるならば、企業が投資を決意するときには、いまだ貯蓄は形成されていないのである。したがって、前に述べたように、投資は金融機関の信用創造資金でまかなわれなければならない。あるいは、さらに保蔵貨幣の放出が付加されなければならない。この点についてのガーレイとシヨオの説明は必ずしも明確ではないのである。

W・T・ニューリンもこの点の問題点に気付いていたようであり、ガレーレイとシヨオの図式に信用創造を導入している。<sup>(12)</sup> 上にそれを図示しよう。

ガレーレイとシヨオの理論における第三の問題点は、金融機関のタイプに関するものである。すなわち、彼らは、銀行は信用創造するが、銀行外金融機関は信用創造できないとした伝統的考え方に反対し、両金融機

関の類似性を強調したのであった。そして、通常金融政策は銀行にのみ適用され、銀行外金融機関には適用されないことから、従来の金融政策は不平等であるとともに不効率であると主張し、各金融機関を金融政策の対象にすべきことを提唱したのである。<sup>(13)</sup>

ガーレイとシヨオによって、貨幣創造機関である銀行のみを考えた金融論から、金融機関全体を考えた金融論へと考えが進歩したことはたしかにメリットといえよう。しかし、その類似性の根拠は、貸付資金の供給においてのみ主張されているのであるが、これは *ex-post* の見地から金融機関をとらえているだけで、*ex-ante* の見地からの金融機関の相違ならびに、創出された金融資産の流動性の差異からの考察は行なわれていないように思われる。この点の考察が深められるならば、金融機関としての類似性から直ちに銀行外金融機関を統制対象に加えることはなかったであろう。

(1) J. G. Gurley and E. S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, 1960. 桜井欣一郎訳『貨幣と金融』昭和三八年、改訳昭和四二年日本版への序文より

(2) 資本不足部門、資金余剰部門は、それぞれ赤字単位 *deficit units* および黒字単位 *surplus units* と呼ばれている。  
J. G. Gurley and E. S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, 1960. chap. VI. *Nonmonetary Financial Inter-mediation*

(3) J. G. Gurley, "Liquidity and Financial Institutions in the Postwar Economy," *Study Papers No. 14* 86th Con-

gress 1st Session Joint Committee Print. January 25, 1960. United States Government Printing Office Washington

木内進訳「戦後経済における流動性と金融機関」(水野正一・山下邦男監訳『現代の金融理論 I』昭和四十一年所収)

(4) J. G. Gurley and E. S. Shaw, Money in a Theory of Finance, 1960. p. 118.

(5) Ibid., p. 123.

金融技術 financial techniques には主要な二タイプがある。配分技術 distributive techniques は、最終的借手が本源的証券を売り、最終的貸手が本源的証券を買うというものの市場効率を増加させる。これに対して仲介技術 intermediary techniques は、金融機関を本源的証券の買手として導入し、最終的貸手のポートフォリオ中の本源的証券を間接金融資産に代替させることを説明される。

(6) Ibid., p.p. 124~125.

(7) Ibid., p. 125

(8) この点については、本論文の註文を参照されたい。

J. Tobin, Commercial Banks as Creators of "Money," (Essays in Economics Vol. 1 Macroeconomics 1971. chap. 16. p.p. 272~282.)

(9) J. G. Gurley and E. S. Shaw, Ibid., 198

(10) Ibid., p.p. 218~220.

(11) Ibid., p.p. 198~199.

また、この論文の註文を参照されたい。

J. Tobin, Commercial Banks as Creators of "Money."

(12) W. T. Newlyn, *Theory of Money*. 2nd ed., 1971. p. 18

ニューリンの初版にはいまだカーレイおよびシヨオの影響はなほ。第二版において、はじめて彼らに言及されている。ただ初版においても銀行の信用創造は重要視されている。

(13) J. G. Gurley, "Liquidity and Financial Institutions in the Postwar Economy, Study Papers No. 14. 86th Congress 1st Session Joint Committee Print. January 25, 1960. United States Government Printing Office Washington  
木内進訳「戦後経済における流動性と金融機関」(水野正一・山下邦男監訳『現代の金融理論 I』昭和四一年所収)

#### 第四章 金融機関と金融政策

というのは、誰でも無償であるいは資金を必要としていることを表明することだけによって資金を借り入れることができるような経済は合理的に組織できないからである。資金の供給にはつねになんらかの選択が伴い、かつ選択のための組織が必要となるからである。そして、その種の組織を維持するには費用がかかるのである。ところで、この問題は、一九三〇年代(の一時期)においては緊急のものであったが、現在は事情が異なっている。しかし、この問題から派生する金融組織の有効性の問題は依然継続しており、現在に到っても未だ解決されていない<sup>(14)</sup>。

一九三〇年代においては、金融政策の有効性が疑問視され、それに代わって財政政策が重要視された。それに伴い、金利効果の有効性について疑問をもつ論者が多くなったが、これは一九三〇年代の不況状態が背景にあったとはいえない。もっぱら各種の実態調査の結果に影響されたと思われる。このような調査には、オックスフォード大学の調

査をはじめとして、ハーバード・ビジネス・スクールの調査、フランスのルネ経済統計調査研究所の調査などがあるが、これらはすべて金利政策の有効性を否定する結論を出しているのである。この結果、資金需給における金利の意義は低評価されたといえよう。

しかし、近年金融政策の復活と貨幣の再発見とが主張されるにいたり、金利の効果についても再び新たな考察が行なわれるようになった。従来の理論が資金の借手を重要視した理論であるのに対し、新しい理論は資金の貸手を重要視しているといってもよいであろう。<sup>(2)</sup> いかえれば、金利は資金の借手におけるコストであるよりは、むしろ資金の入手可能性の程度を示すものであり、また資金の貸手に対しては貸出態度の指標となるものである。このように金利効果の有効性についての信認はしだいに回復してきたとはいえ、それほど効果が大きいとはいえないかもしれない。しかし、資金需給における金利の意義は、たとえ政策的効果は少ないとしても重要であると思われる。<sup>(3)</sup> なぜなら、金利は経済社会そのものに関係するといってもよいからである。金利の重要性は経済学の歴史のなかで古くから認められてきたのであるが、金利に関する研究は必ずしも他の経済変数ほど十分に研究されたわけではない。ある意味では経済学上もっとも問題が多い箇所であるともいえよう。

さて、金利の決定は、現代利子論によれば、ハンセン・ヒックス流の  $IS \cdot LM$  分析で考えられている。<sup>(4)</sup> すなわち、実物面の均衡を示すと考えられる  $IS$  曲線は、生産物市場における需給均衡を保証するような利子率と国民所得の組合せを示す。また貨幣面の均衡を示すと考えられる  $LM$  曲線は、貨幣市場における需給均衡を保証するような利子率と国民所得の組合せを示す。したがって、生産物市場と貨幣市場を同時に均衡させる利子率と国民所得の組合せは、

IS曲線とLM曲線との交点に対応する利子率と国民所得の組合せである。

この現代利子論の特色は、(一) ストック理論とフロー理論の合成であること、(二) 利子率は、投資と貯蓄の調整のみならず、貨幣需給の調整によって決定されること、および(三) この利子率決定に金融機関が積極的に関与していることである。

ところで、従来の利子率決定の理論において、金融機関の作用は必ずしも重要視されてはいなかった。たとえば、古典派の利子論においては、利子率は貨幣供給とは無関係に、証券市場の中で決定されるものと考えられていた。すなわち、利子率は資金需給を調整するものと考えられたのである。そして、資金需要としては企業の投資が対応し、企業は本源的証券を発行し、家計は貯蓄をもとにこれら証券を需要することによって資金供給を行なうとされた。したがって、この古典派利子論の特色は、(一) 純粋にフローの理論であること、(二) 利子率は資金の需給によって決定されること、および(三) この利子率決定に金融機関が無関係であることである。

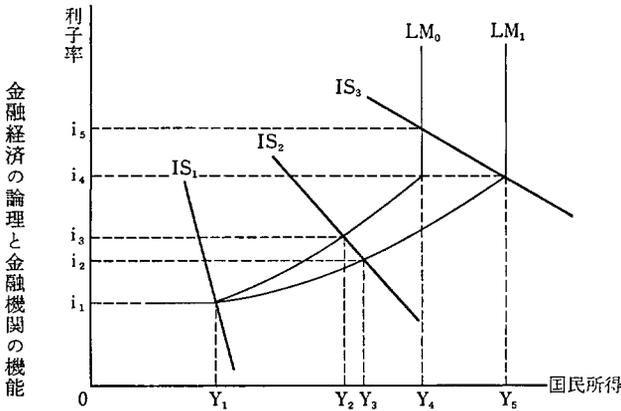
また古典派利子論に対する修正と考えられる貸付資金説においても、金融機関の関与の仕方は必ずしも十分ではなかった。すなわち、貸付資金説においては、資金需要側には投資のほかに純保蔵が、また資金供給側には貯蓄のほかに新貨幣供給が考慮されたのであった。そして、このように修正された資金需給の均等によって均衡利子率が決定される。したがって、貸付資金説の特色は、(一) フローの理論とストックの理論の折衷であること、(二) 利子率は修正拡張された貸付資金の需給によって決定されること、および(三) この利子率決定に金融機関が関与しているけれども、それは限定的でしかないことである。

利率決定に金融機関が積極的に関与する点を明白にしたのは、ケインズの流動性選好説であった。すなわち、投資と貯蓄の均等は利率ではなく所得の変化によってもたらされるのであり、利率は貨幣の需給を調整するものと考えられた。貨幣の需要者は、流動性資産である貨幣と収益性資産である債券との選択において貨幣を需要する。この貨幣選好状態に金融機関が貨幣を供給することによって影響を与える。このような流動性選好説の特色は、(一) ストックの理論であること、(二) 利率は貨幣の需給によって決定されること、および(三) この利率決定に金融機関が積極的に関与していることである。

現代利率論は、以上のような反省をもとにして形成されたのである。<sup>(9)</sup>しかし、均衡を中心とした分析であったため、ともすれば *IS* 曲線における金融機関の関係が見失なわれてしまう傾向がある。すなわち、*IS* 分析をケインズの有効需要分析の発展の立場から把握するならば、貯蓄 ↓ 投資の論理ではなくして、それと逆の投資 ↓ 貯蓄の論理が重要であり、したがって、投資資金源としての銀行の信用創造ならびに銀行外金融機関の保蔵貨幣の放出を考慮しなければならぬのである。

このようにして決定される金利水準において、*IS* サイドと *LM* サイドの相対的重要性は、各経済社会の特質によって異なると考えられる。たとえば、専門化された金融機関をもつ高度に発達した経済においては、未発達の経済におけるよりも、ストックとしての貨幣量の意義ははるかに大きいと考えられ、利率の短期的運動はもっぱら金融資産に占める貨幣量の比率で説明されるであろう。しかし、利率の長期的運動にとっては、フローである投資と貯蓄の關係が重要であるとともに、資金の借手の信用状態に關係する危険の有無と金融機関の効率の相違が問題である。<sup>(10)</sup>

第5図: IS 曲線と LM 曲線の組合せ



さて、金融政策の有効性は一般に IS 曲線 LM 曲線の形状にそくして考えられる。すなわち、LM 曲線は高い所得水準の時利子非弾力的となり、低い所得水準の時利子弾力的となる。また IS 曲線は高い所得水準の時利子弾力的となり、低い所得水準において利子非弾力的となる。少なくとも不況期においては、投資が利子非弾力的となるから、

IS 曲線は利子非弾力的となり易いのである。第5図は各種の IS 曲線と LM 曲線の組合せを示したものである。<sup>(11)</sup>

これより明白なように、貨幣当局による貨幣供給の増加 ( $LM_0 \rightarrow LM_1$  へのシフトで示される) は、 $Y_1$  の時点ではあまり効果をもたえず、所得を高めるためには、 $IS_1$  曲線を  $IS_2$  曲線もしくは  $IS_3$  曲線にシフトさせることが必要であり、これには財政政策等により資本の限界効率を高めること、ならびに消費性向を高めることが重要となってくる。

これに対して、 $Y_4$  の時点では金融政策は有効であり、国民所得を上昇もしくは下降させる ( $Y_4 \rightleftharpoons Y_5$ ) ことができる。このように金融政策の効果は、IS 曲線、LM 曲線の形状に依存するのであり、一般に金融引締め政策としては有効であるが、景気刺激策としては有効でないと考えられている。

こうした金融政策の非対称性に対して、金融機関の反応はどう考えら

れるであろうか。ヒックスによれば、金融機関の行動は、このような金融政策の非対称性をさらに強化すると考える。<sup>(12)</sup>すなわち、貨幣当局が金融引締め政策として有価証券の売却を行なつたとすると、この売却された有価証券の大部分は銀行組織で保有されると考えられる。この際、この有価証券価格の下落、したがってまた利子率の上昇が生ずるのであるが、資産間の代替可能性を考えると、利子率の上昇は次第に全般的になつていく。この結果、銀行組織は流動性不足となる。これを回復するために銀行組織は信用を縮小させるであろう。このような流動性圧力効果が企業の投資活動を阻止することになる。しかし、逆に金融緩和政策に伴う流動性増大は、信用組織の貸出増大をもたらし必然性はない。なぜなら、余分の流動性は銀行の投資資産となり、いずれは獲得できると期待される利潤のために保有されてしまい、必ずしも企業の貸出に向けられないからである。こうして銀行組織の行動に金融政策の非対称性を強化するものがあるといえよう。

ところで、このような金融政策の非対称性は、投資の内容を考える時、さらに強化される。すなわち、ヒックスによる防禦的投資と革新投資の区別である。<sup>(13)</sup>前者は企業の将来の見込の不確実性を減少させるが、後者は、それ自体としては不確実性をむしろ増加させると考えられる。一般に好況においては、防禦的投資が主となるから、投資のコントロールは困難であり、それを阻止するためにはおそらく非常に強い流動性圧力が必要となるであろう。しかし、強力に行ないさえすれば、金融政策は有効であろう。これに対して、不況においては革新投資を刺激する必要があるが、革新投資を刺激するほどの好条件の貸出は通常困難なのである。それ故、不況期における景氣刺激の金融政策は有効ではないのである。

さて、諸資産間の代替可能性を考える場合、金融資産のみならず、多少とも流動的な実物資産を含めて考えるならば、貨幣当局による売却された有価証券価格の下落に伴って、それら実物資産の価格も下落するであろう。逆に貨幣当局によって購入された有価証券価格の上昇に伴って、それら実物資産の価格も上昇するであろう。このような金融政策の実物面への直接的効果をホートレー効果と呼んでいるが、近年の銀行組織の発達は、このホートレー効果を古いものにしたと考えられる。ただ、このホートレー効果は対称的に働くのに対し、流動性圧力効果は非対称的であることに注意すべきである。<sup>(14)</sup>

さて、金融政策の有効性については、景気変動に関する短期の問題のほかに、経済成長に関する長期の問題がある。これは金融機関の効率の問題である。それも個々の金融機関の効率というよりも、むしろ全体としての金融機関の効率の問題である。一般に金融組織は、中央銀行を中核として構成されており、その下に銀行と銀行外金融機関がある。銀行は貨幣を供給し、支払準備として現金を保有する。また定期預金を取扱うことも考えられる。これに対して、銀行外金融機関は、定期預金の他に出資金を創出し、準備として中央銀行に預金を保有する他に、銀行に対しても預金準備を保有すると考えられる。

いま金融資産創出機構を簡単なモデルから複雑なモデルへと発展的に示すならば次の通りである。

記号

M…貨幣量

C…現金貨幣

$D$  .. 預金形態での銀行貨幣

$H$  .. High-powered money (中央銀行券のみならず、中央銀行預金からなる)

$T_B$  .. 銀行の定期預金

$T_N$  .. 銀行外金融機関の定期預金

$X$  .. 銀行外金融機関の出資金

$F$  .. 金融資産、添字はそれぞれの金融資産の内訳を示す

$R_D$  .. 銀行の銀行貨幣に対する現金準備

$R_T$  .. 銀行の定期預金に対する現金準備

$E$  .. 銀行外金融機関の定期預金に対する預金準備

$R_N$  .. 銀行外金融機関の定期預金に対する現金準備

$S$  .. 銀行外金融機関の出資金に対する預金準備

$R_X$  .. 銀行外金融機関の出資金に対する現金準備

$r_d$  .. 銀行の銀行貨幣に対する現金準備率

$r_t$  .. 銀行の定期預金に対する現金準備率

$e_n$  .. 銀行外金融機関の定期預金に対する預金準備率

$r_n$  .. 銀行外金融機関の定期預金に対する現金準備率

$e_x$  ∴ 銀行外金融機関の出資金に対する預金準備率

$r_x$  ∴ 銀行外金融機関の出資金に対する現金準備率

$m$  ∴ 公衆の現金保有比率  $= \frac{\Delta C}{\Delta D}$

$n_1$  ∴ 公衆の銀行定期預金比率  $= \frac{\Delta T_B}{\Delta D}$

$n_2$  ∴ 公衆の銀行外金融機関定期預金比率  $= \frac{\Delta T_N}{\Delta D}$

$n_3$  ∴ 公衆の銀行外金融機関出資金比率  $= \frac{\Delta X}{\Delta D}$

(一) 単純モデル<sup>(15)</sup>。貨幣はすべて銀行貨幣のみからなり、現金貨幣は銀行の準備としてのみ保有される。銀行の現金準備率は慣習もしくは法律によって決められている。  $0 \wedge r_d \wedge 1$

$$\Delta M = \Delta D$$

$$\Delta H = \Delta R_p$$

$$\frac{\Delta M}{\Delta H} = \frac{\Delta D}{\Delta R_p} = \frac{1}{r_d} = \frac{1}{r_d}$$

$$\therefore \Delta M = \frac{1}{r_d} \Delta H$$

(二) 公衆は銀行貨幣の他に現金貨幣も保有する。公衆の現金保有比率にはある適正値があると考えられ、それと乖離すれば直ちに適正値を回復するように修正される。したがって、中央銀行は、銀行の現金準備の他に公衆の欲

する現金貨幣も供給しなければならない。

$$\Delta M = \Delta C + \Delta D$$

$$\Delta H = \Delta C + \Delta R_b$$

$$\frac{\Delta M}{\Delta H} = \frac{\Delta C + \Delta D}{\Delta C + \Delta R_b} = \frac{\frac{\Delta C}{\Delta D} + 1}{\frac{\Delta C}{\Delta D} + \frac{\Delta R_b}{\Delta D}} = \frac{m+1}{m+r_d}$$

$$\therefore \Delta M = \frac{m+1}{m+r_d} \Delta H$$

(三) 銀行は預金形態の銀行貨幣の他に、定期預金を創出すると仮定する。これは銀行の兼營業務と考えられる。それ故、銀行は、銀行貨幣に対する現金準備の他に、定期預金に対する現金準備をもたなければならない。一般には、前者よりも後者の方が現金準備は少なくてよいと考えられる。したがって、 $0 < r_d < r_a < 1$ となる。

$$\Delta F_b = \Delta M + \Delta T_b = \Delta C + \Delta D + \Delta T_b$$

$$\Delta H = \Delta C + \Delta R_b + \Delta R_r$$

$$\frac{\Delta F_b}{\Delta H} = \frac{\frac{\Delta C}{\Delta D} + 1 + \frac{\Delta T_b}{\Delta D}}{\frac{\Delta C}{\Delta D} + \frac{\Delta R_b}{\Delta D} + \frac{\Delta R_r}{\Delta D}} = \frac{m+1+n_1}{m+r_d+n_1 r_r}$$

$$\therefore \Delta F_B = \frac{m+1+n_1}{m+r_d+n_1 r_i} \cdot \Delta H$$

(四) 銀行の定期預金のかわりに、銀行外金融機関の定期預金が供給される。ただし銀行外金融機関の支払準備としては、銀行に預金準備だけをもつと仮定する。したがって、中央銀行は、公衆や銀行の現金準備の他に、銀行外金融機関のためにも間接的に現金貨幣を供給しなければならぬ。

$$\Delta F_N = \Delta M + \Delta T_N = \Delta C + \Delta D + \Delta T_N$$

$$\Delta H = \Delta C + \Delta R_D + r_d \Delta E$$

$$\frac{\Delta F_N}{\Delta H} = \frac{\frac{\Delta C}{\Delta D} + 1 + \frac{\Delta T_N}{\Delta D}}{\frac{\Delta C}{\Delta D} + \frac{\Delta R_D}{\Delta D} + r_d} = \frac{\Delta E}{\Delta D} \cdot \frac{\Delta T_N}{\Delta T_N} = \frac{m+1+n_1}{m+r_d+r_d \cdot n_2 \cdot e_n}$$

$$\therefore \Delta F_N = \frac{m+1+n_1}{m+r_d+r_d \cdot n_2 \cdot e_n} \cdot \Delta H$$

(五) 前モデルと同様に、銀行外金融機関の定期預金の導入を考えるが、銀行外金融機関は、支払準備として、銀行に預金準備のみならず、現金準備ももっている。

$$\Delta F_N = \Delta M + \Delta T_N = \Delta C + \Delta D + \Delta T_N$$

$$\Delta H = \Delta C + \Delta R_D + (r_d \Delta E + \Delta R_N)$$

金融経済の論理と金融機関の機能

$$\frac{\Delta F_N}{\Delta H} = \frac{\frac{\Delta C + 1 + \Delta T_N}{\Delta D} + \frac{\Delta T_N}{\Delta D}}{\frac{\Delta C}{\Delta D} + \frac{\Delta R_D}{\Delta D} + r_d \frac{\Delta T_N}{\Delta D}} \cdot \frac{\Delta E}{\Delta D} + \frac{\Delta T_N}{\Delta D} \cdot \frac{\Delta R_N}{\Delta T_N} = \frac{m+1+n_2}{m+r_d+r_d \cdot n_2 \cdot e_n + n_2 \cdot r_n} = \frac{m+1+n_2}{m+r_d+n_2(r_d \cdot e_n + r_n)}$$

$$\therefore \Delta F_N = \frac{m+1+n_2}{m+r_d+n_2(r_d \cdot e_n + r_n)} \cdot \Delta H$$

㉞ ㉟㊱㊲㊳㊴㊵

$$\Delta F_{(B+N)} = \Delta C + \Delta D + \Delta T_B + \Delta T_N$$

$$\Delta H = \Delta C + \Delta R_D + \Delta R_r + r_d \Delta E$$

$$\frac{\Delta F_{(B+N)}}{\Delta H} = \frac{\frac{\Delta C}{\Delta D} + 1 + \frac{\Delta T_B}{\Delta D} + \frac{\Delta T_N}{\Delta D}}{\frac{\Delta C}{\Delta D} + \frac{\Delta R_D}{\Delta D} + \frac{\Delta R_r}{\Delta D} + \frac{r_d \Delta E}{\Delta D}} = \frac{m+1+n_1+n_2}{m+r_d+n_1 r_i + r_d \cdot n_2 \cdot e_n}$$

$$\therefore \Delta F_{(B+N)} = \frac{m+1+n_1+n_2}{m+r_d+n_1 r_i + r_d \cdot n_2 \cdot e_n} \cdot \Delta H$$

㉞ ㉟㊱㊲㊳㊴㊵

$$\Delta F_{(B+N)} = \Delta C + \Delta D + \Delta T_B + \Delta T_N$$

$$\Delta H = \Delta C + \Delta R_D + \Delta R_r + (r_d \Delta E + \Delta R_N)$$

$$\begin{aligned} \frac{\Delta F_{(B+N)}}{\Delta H} &= \frac{\frac{\Delta C}{\Delta D} + 1 + \frac{\Delta T_B}{\Delta D} + \frac{\Delta T_N}{\Delta D}}{\frac{\Delta C}{\Delta D} + \frac{\Delta R_D}{\Delta D} + \frac{\Delta R_r}{\Delta D} + \frac{r_d \Delta E}{\Delta D} + \frac{\Delta R_N}{\Delta D}} = \frac{m+1+n_1+n_2}{m+r_d+n_1r_d+n_2(r_d \cdot e_n+r_n)} \\ \therefore \Delta F_{(B+N)} &= \frac{m+1+n_1+n_2}{m+r_d+n_1r_d+n_2(r_d \cdot e_n+r_n)} \cdot \Delta H \end{aligned}$$

(八) 銀行外金融機関は、定期預金のかわりに出資金を創出すると考える。ただし、この場合(五)と同様準備として、預金準備の他に現金準備も必要と考える。

$$\Delta F_x = \Delta C + \Delta D + \Delta X$$

$$\Delta H = \Delta C + \Delta R_D + (r_d \cdot \Delta S + \Delta R_x)$$

$$\frac{\Delta F_x}{\Delta H} = \frac{\frac{\Delta C}{\Delta D} + 1 + \frac{\Delta X}{\Delta D}}{\frac{\Delta C}{\Delta D} + \frac{\Delta R_D}{\Delta D} + r_d \frac{\Delta X}{\Delta D} + \frac{\Delta S}{\Delta D} + \frac{\Delta X}{\Delta D} + \frac{\Delta R_x}{\Delta D}} = \frac{m+1+n_3}{m+r_d+n_3(r_d \cdot e_n+r_n)}$$

$$\therefore \Delta F_x = \frac{m+1+n_3}{m+r_d+n_3(r_d \cdot e_n+r_n)} \cdot \Delta H$$

(九) 全金融資産を考えたモデル。

$$\Delta F = \Delta C + \Delta D + \Delta T_B + \Delta T_N + \Delta X$$

金融経済の論理と金融機関の機能

$$\Delta H = \Delta C + \Delta R_D + \Delta R_r + (r_d \cdot \Delta E + \Delta R_N) + (r_d \cdot \Delta S + \Delta R_X)$$

$$\Delta F = \frac{\Delta C}{\Delta D} + 1 + \frac{\Delta T_B}{\Delta D} + \frac{\Delta T_N}{\Delta D} + \frac{\Delta X}{\Delta D}$$

$$\frac{\Delta H}{\Delta D} = \frac{\Delta C}{\Delta D} + \frac{\Delta R_D}{\Delta D} + \frac{\Delta R_r}{\Delta D} + \frac{\Delta E}{\Delta D} + \frac{\Delta R_N}{\Delta D} + r_d \frac{\Delta S}{\Delta D} + \frac{\Delta R_X}{\Delta D} = \frac{m+1+n_1+n_2+n_3}{m+r_d+n_1r_1+n_2r_2+n_3(r_d \cdot e_n+r_x)}$$

$$\therefore \Delta F = \frac{m+1+n_1+n_2+n_3}{m+r_d+n_1r_1+n_2(r_d \cdot e_n+r_x)+n_3(r_d \cdot e_n+r_x)} \cdot \Delta H$$

$$\therefore e_n = e_n, r_n = r_x \text{ と } r_n = r_x$$

$$\therefore \Delta F = \frac{m+1+n_1+n_2+n_3}{m+r_d+n_1r_1+n_2(r_d \cdot e_n+r_x)} \cdot \Delta H$$

こうしたいわゆる「信用供給乗数<sup>(16)</sup>」は一般には信用創造機構を示すものとされているが、ここでは中央銀行→銀行→銀行外金融機関のような金融組織の連鎖を示すものと考えよう。均衡においては、各金融機関はどこに位置していても利潤を実現していなければならないし、また自己流動性を維持していなければならない。そこで各金融機関が自己流動性を損わずに経営されていくためには、借入利率より貸出利率が高くなければならない。産業への貸出資金は、こうした各金融機関の総費用をつぐなうものでなければならぬから、それらは産業へ供給される資本の限界費用に含まれることになる。したがって、中核である中央銀行の貸付利率がたとえ零もしくは零に近くなったとしても、産業に供給される資本の限界費用は零にはならないであろう。ここに長期的意味における「利率の下

限」が存在するのである。近年各国で行なわれている金融の再編成も究極的には、このような「利子率の下限」を効率化によって引き下げようとする努力と考えられるのである。

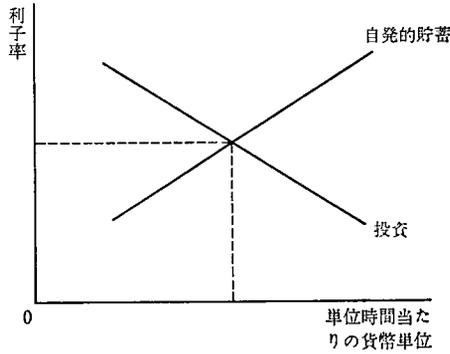
こうして、金融機関全体の効率化は、 $IS$  サイド、 $LM$  サイド両面において重要である。 $IS$  サイドにおいては、投資資金の供給において、また  $LM$  サイドにおいては、貨幣、より広くには流動性の供給において金融機関の効率化が関係深いであろう。 $IS$  サイドは、資金不足期に特に大きな影響をもつてくると考えられ、それにおける金融機関は資金配分機関として現われるであろう。しかし、資金が過剰となると、資金配分機関としての意義は失われ、 $LM$  サイドが重要となってくる。ここでは各金融機関の貸出よりは、むしろ一國の流動性ポジションが重要となる。そして、金融政策も直接コントロールから、マーケット・コントロールへと変るのではなからうか。

こうして金融政策の力点が  $IS$  サイドから  $LM$  サイドに変るならば、この  $LM$  サイドを狭く貨幣の需給と考えるならば、当然貨幣創造機関のみを管理すればよいことになり、また  $LM$  サイドを広く流動的資産の需給と考えるとしても、銀行外金融機関の管理は、その創出する金融資産の流動性の程度に應じるのみとなるであろう。

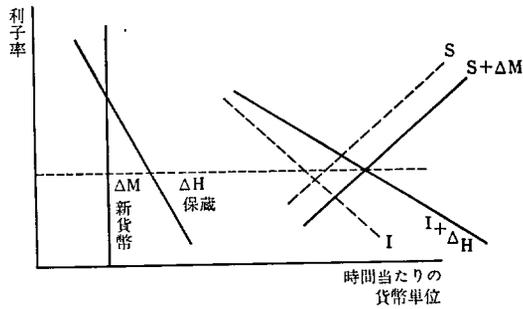
この点に関するガレーヤシオによる主張は、金融機関貸出そのものを管理するのか、流動性を管理するのか不明瞭であり、混乱があると思われる。 $IS$  サイドそのものに影響を与えるためには、銀行外金融機関を管理下におくことは重要である。しかし、 $LM$  サイドに影響することだけを考えるならば、銀行外金融機関の管理は当然とはいえないのである。

(1) John Hicks, *Critical Essays in Monetary Theory*. 1967. p. 59. 江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』昭和四四年八一と

第6図 利子率：古典派の見解



第7図 利子率：貸付資金説の見解



八二頁

一八四

(2) A. Lindbeck, *A Study in Monetary Analysis*. 1963. chap. VII. 堀家文吉郎・柴沼武訳『貨幣分析の研究』昭和四四年、第七章

(3) レイジョン・フンズの引用して「そのキッターは十分に味わう価値がある。『The Theoretically Trivial is the Practically Important and the Practically Important is the Theoretically Trivial.』」  
A. Leijohnhufvud, *On Keynesian Economics and the Economics of*

Keynes: *A Study in Monetary Theory*. 1968. p. 35.

(4) A. H. Hanson, *Monetary Theory and Fiscal Policy*. 1949. pp. 78~80. 小原敏士・伊東政吉訳『貨幣理論と財政政

策』昭和二八年八八〜九〇頁

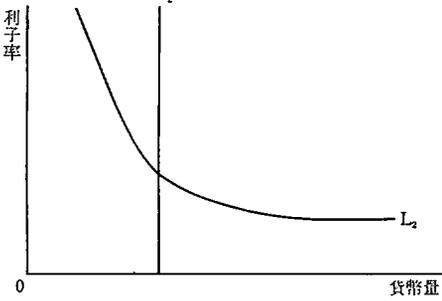
J. Hicks, "Mr. Keynes and the 'Classics'," *Econometrica*, vol. v, no. 2, April. 1937.

J. Hicks, "The 'Classics' again," *Economic Journal*. 1957.

ヒックスの両論文は、共に次の書物の中に収められている。  
 J. Hicks, *Critical Essays in Monetary Theory*. 1967. chap. 7. 8. 江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』昭和四四年、七章、  
 八章

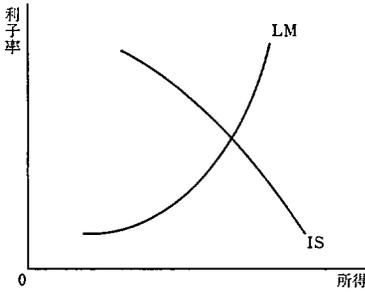
(5) W. T. Newlyn, *Theory of Money*. 1st ed., 1962, 2nd ed., 1971. chap. 5. 小泉明監修、山田良治・花輪俊哉訳(初  
 版本)昭和三九年、第八章、ここでは各利子論の特色について、ストックとフローに関して考察するとともに、貯蓄・投資の  
 均衡をもたらす要因——利子率効果および所得効果——に関して考察されているけれども、金融機関の関与如何についてはふ  
 れられていない。本稿では、利子率決定

第8図 利子率：原初ケインジアンの見解



金融経済の論理と金融機関の機能

第9図 利子率：新ケインジアン  
 総合



における金融機関の介入に重点をおいた。  
 (6) *Ibid.*, p. 102. 邦訳書、一二二頁、  
 ここでは利子率決定の古典派の見解とし  
 て第六図のように図示されている。

(7) *Ibid.*, p. 104. 邦訳書、一二四頁。  
 ここでは利子率決定の貸付資金説の見解  
 として第七図のように図示されている。

(8) *Ibid.*, p. 107. 邦訳書、一二七頁。  
 ここでは利子率決定の原初ケインジアン  
 の見解として第八図のように図示されて  
 いる。L<sub>2</sub>、M<sub>2</sub>はそれぞれ、投機的貨幣需

要とそれに対応する貨幣供給量である。

- (9) Ibid., p. 109. 邦訳書「一二九頁、ここでは利子率決定の新ケインジアン的综合として第九図のように図示されている。
- (10) Ibid., pp. 117~118. 邦訳書「一三五~一三六頁。
- (11) A. H. Hansen, *Monetary Theory and Fiscal Policy*, 1949, p. 79. 小原敬士・伊東政吉訳『貨幣理論と財政政策』昭和二八年、八九頁
- (12) J. Hicks *Critical Essays in Monetary Theory* 1967, chap. 3. 邦訳書第三章
- ヒックスは資産を、稼働資産、準備資産、投資資産に三分類し、このいずれは獲得できると期待される利潤のためにのみ保有される投資資産の存在が不況期における金融引締め政策を無効にさせると主張する。
- (13) Ibid., pp. 55~56. 邦訳書「七七~七八頁、
- ヒックスは「純投資 net investment —— 会計家もしくは社会会計家の意味における —— と新投資 new investment —— 企業決定に重要な意味をもつと考えられている —— とを区別し、ケインズもこの点を十分に気付いていないと批判する。そして、この新投資を防禦的投資と対比させるのであるが、本稿では新投資が純投資とまぎらわしいので、新投資を革新投資と呼ぶことにした。
- (14) Ibid., pp. 50~51. 邦訳書「六九~七〇頁。
- (15) 信用創造モデルは、多数の銀行群によって行なわれる。すなわち、個々の銀行は、預金の一部を支払準備とし、残りを貸出に向ける。したがって、個々の銀行としては、預金以上に貸出を行なうことはできないが、全体としての銀行を考えると、high-powered money ( $\Delta H$ )を基礎として、その  $\frac{(1-r)}{r}$  倍の貸出を行なうことができるのであり、それに伴って、その  $\frac{1}{r}$  倍の銀行貨幣を創造するのである。(第三表参照) 単純モデル以外の多数銀行による信用創造モデルも同様に示すことができる

第3表：単純モデルによる信用創造モデル

	$\Delta D$ 銀行貨幣(預金)	$\Delta R_D$ 支払準備	$\Delta L$ 貸出
A 銀行	$\Delta H$	$r\Delta H$	$(1-r)\Delta H$
B 銀行	$(1-r)\Delta H$	$r(1-r)\Delta H$	$(1-r)^2\Delta H$
C 銀行	$(1-r)^2\Delta H$	$r(1-r)^2\Delta H$	$(1-r)^3\Delta H$
.....	.....	.....	.....
.....	.....	.....	.....
総計	$\frac{1}{r} \cdot \Delta H$	$\Delta H$	$\frac{(1-r)}{r} \cdot \Delta H$
備考	$\Delta D = \Delta R_D + \Delta L$		

第4表：リンドベックの信用拡張乗数表（現金準備率のモデル）

資産形態	各種金融資産の公衆保有額 (要求払預金1ドル当り)	拡張に必要な超過準備額
要求払預金	$l$	$r_d$
現金	$m$	$m$
定期性預金(銀行)	$n_1$	$n_1 r_t$
定期性預金(銀行外) (金融機関)	$n_2$	$n_2(r_d \cdot e_n + r_n)$
出資金(同上)	$n_3$	$n_3(r_d \cdot e_n + r_n)$
総資産	$l+m+n_1+n_2+n_3$	$r_d+m+n_1 r_t+(n_2+n_3)(r_d \cdot e_n + r_n)$

(注意) 符号は本稿の符号に統一した。

第5表：リンドベックの信用拡張乗数表（流動資産比率のモデル）

資産形態	公衆保有額(要求払預金1ドル当り)	銀行の適格資産必要額
要求払預金	$l$	$l_d$
現金	$m$	$m$
定期性預金(銀行)	$n_1$	$n_1 l_t$
定期性預金(銀行外) (金融機関)	$n_2$	$n_2(l_d \cdot e_n + r_n)$
出資金(同上)	$n_3$	$n_3(l_d \cdot e_n + r_n)$
総資産	$l+m+n_1+n_2+n_3$	$l_d+m+n_1 l_t+(n_2+n_3)(l_d \cdot e_n + r_n)$

が、本稿では割愛することにした。

- (16) リンドベックはこれを信用拡張乗数として精細に分析している。A Lindbeck, A Study in Monetary Analysis. 1963. pp. 188~246. 堀家文吉郎・柴沼武訳『貨幣分析の研究』昭和四四年、二三一~二四六頁、参考のために、リンドベックの信用拡張乗数表をかかげておく(第四表)。

またリンドベックは、流動資産比率をもつモデルについても考察している。いま適格資産を政府貨幣と政府証券とからなるものとし、要求払預金と定期預金に対する流動資産比率を、それぞれ  $h_a$  および  $h_b$  とすれば、第五表のように考えることができるであろう。

- (17) J. Hicks, Critical Essays in Monetary Theory. 1967. pp. 57~59. 江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』昭和四四年、七九~八二頁。ここでヒックスは「利子率の下限」に関し短期の問題と長期の問題を区別することが重要であると指摘している。

(昭和四七年一月二四日 受理)