

貨幣供給と貨幣の循環

長 澤 惟 恭

一

金融政策論あるいは貨幣政策論におけるいわゆる *gets-indicators* 問題については、未解決な点が少なくない。しかし金融政策論における最近のマネ・サブライの重視という一般的傾向からすれば、それは少なくとも政策の運営目標 *intermediate targets* として、次第に大方の承認を得つつあるのではないかと思われる。以下は、この問題についての吟味のための若干の手掛りを得ようとする一つの試みに過ぎないが、問題とされるべき点は便宜的に次の二つに分けることができるであろう。一つは、貨幣ストックの大きさが、政策当局の裁量によってどの程度まで自生的に動かされるかということであり、

第二は、それが究極的な政策目標変数 *final objectives* (ここでは一応それを集計的貨幣所得とするが) とどの程度まで有意義な関連をもちうるかということである。

後者については、さらに二つの点を考える必要がある。第一は、ある期間についての社会全体としての観察される平均的な貨幣残高は、これを二様に解釈することができるということである。一つはそれを、主として各時点での貨幣供給機関の決定による自生的な供給量を表わしているものと見ることであり、もう一つは逆にそれが、直接にはその時点での社会全体としての意図的な貨幣需要量を表わしていることである。

考慮を要する第二の点は、この貨幣残高が、たとえば集計的な貨幣所得とかなりな程度の明確な安定した数量

(7) 貨幣供給と貨幣の循環

的な関連をもっているかどうかということである。このいわゆる事後的なマシーナルの m に関する問題については、長期をとればともかく、観察の期間を短かくすればするほど統計的にも安定的な値をとるかどうかは、それほど明らかではない。またたとえそれが安定的な数値を示すとしても、このことが経済活動の水準の変化の方向について、両者の一義的な内的関連性を表わすものであるかどうかについて理論的には以下に述べるように幾つかの疑問がある。

マネ・サプライの重視が根拠をもつための理想的な条件は、貨幣の供給量が政策当局により自生的に左右されることと、それが集計的貨幣所得の流量と一義的な関連をもつこととであろう。ここではこの後者の点から出発し、問題の要点を明らかにするために最初にまず、経済循環の総過程を最も簡単な生産と支出との同時化されたフローの体系として描写することから始めたい。

二

議論の簡単化のために、封鎖体系を前提として政府の財政的活動を捨象する。すなわち経済は、生産要素の供

給者であるとともに一部は利潤所得の受領者でもあり、同時に消費者である家計部門と、生産および流通の過程を運営する企業部門とからなっているものとする。すなわちここでは、通常の最も簡単化された循環図式を選ぶことにする。ただし生産の過程は、理論上、消費財生産と投資財生産との二つの系列に分割できるものとし、したがって集計的支出は、消費と投資との二つからなるものとする。⁽¹⁾

いまある一定の期間に、企業部門が生産要素の雇用のために費用 F を支出するとし、そのうち F_0 を消費財生産系列に対するもの、 F_I を投資財生産系列に対するものとする。 $F = F_0 + F_I$ 。 F は家計部門の総貨幣所得の一部であるが、それは期間の始めに契約によって定められたものである点において、他の所得すなわち企業部門の売上収入と費用支出との差額をあらわす経常的粗利潤とは、その決定のされ方を異にする。後者は残余所得である。この場合、生産要素の一つたとえば労働の賃金とその平均生産性とは与えられれば、その雇用量と産出量とは確定される。

消費財生産系列に関するかぎり、支出の循環は完結さ

れており、企業はその期間に必要な経常的費用の全てを、同じ期間の消費財の売上収入の流れによって賄なうことができる。すなわちこの系列でのそれぞれの企業の営業貨幣残高についていえば、それらは不断の回転運動を続けながら同一の平均的水準を保つと考えることができる。

家計部門の所得のうち F は、かれらの意志決定に基づいて消費支出 C_F と貯蓄 S_F とに処分される。 S_F に沿っての支払手段の流れは、一部は貯蓄貨幣残高に追加され、他は証券市場に向い投資の金融もしくは確定投資化のための資金として使用されるであろう。前者は企業の固定資本財等の購入のための資金、後者は企業が投資の費用を支出するために銀行から借入していた短期資金の返済等に当てるための資金を指す。貯蓄貨幣残高については後に述べる。

$$Q_0' = C_F - F_0 = (F - S_F) - (F - F_1) = F_1 - S_F$$

は、定義によって企業部門の経常粗利潤の一部である。投資財の売上金額を I とすれば、 $Q_1 = I - F_1$ もまた経常粗利潤の一部であり、それは投資財生産系列の企業に生ずる。しかし消費財の総売上金額の中には、社会の集計的粗利潤のうち家計部門によって受取られかつ消費に支出され

る部分 Q_0 も含まれている筈であるから、消費財生産系列において生ずる経常粗利潤の総額 Q_0 は、前述の Q_0' にこれを加えて $C_F + C_0 - F_0 = F_1 - S_F + C_0$ とされなければならない。したがって全体としての経常粗利潤 Q は、 Q_1 と Q_0 との合計すなわち $Q = I - S_F + C_0$ となる。さらにこの式から $Q - C_0 = I - S_F$ あるいは $S_0 = I - S_F$ すなわち $I = S_0 + S_F = S$ がえられるが、それがいわゆる貯蓄・投資の社会会計論的恒等関係を表わしていることはいうまでもない。

ところでこの Q は、以上の説明からも明らかのように、社会全体として集計された正味の粗利潤を表わすものにはすぎない。したがってそれがあある特定の値をとるとき、それぞれの個別企業については、さまざま大きな利潤と損失とが存在していると考えるのが現実的であろう。実際にはそれらの企業は、それ自身の利潤もしくは損失の流れの大きさを考慮して、一部は次の期間における経常的な生産の規模を拡大、縮小あるいは不変に維持しようとし、一部はこれによってその投資支出の大きさ(正または負の)を決定しようとするであろう。そして次の期間の経常的な生産と支出との流れは、同様にしてその

(9) 貨幣供給と貨幣の循環

期間の集計的な粗利潤の大きさを決定する。

それはともかく、さらに今期についての観察を続けられ、一般には Q がたとえ小さければ小さいほど、これらの企業のうち負の利潤すなわち損失を生じつつあるものの分布がより大きく、逆の場合は逆であろうということは、十分に考えられることである。そして Q が相対的に小であれば、正の利潤の集計額は相対的に小であり、損失の集計額はより大であろう。反対の場合はそれぞれ反対である。もしこれらの損失を生じつつある企業が、それにもかかわらず生産要素の供給者(たとえば労働者)との契約によってか、あるいは他の種々の理由によって、その雇用の規模を変更しないならば、(生産の数量は労働の平均生産性の下落を通じてそうでないときよりも縮小しているかもしれないが)それらはその支払いのために必要な追加的な資金を、何らかの方法によって入手しなければならぬ。

S_P および S_Q によってこの生産と支出との循環過程から漏出しつつある支出の流れは、投資支出を通じて循環に注入されつつあるその流れと正確に等しいのであるから、家計と正の利潤を獲得しつつある個々の企業とから

それらの粗貯蓄として漏出しつつある流れの大きさは、負の利潤すなわち損失を蒙りつつある企業の不足の流れを、正確にこの集計的貯蓄 S の大きさだけ超過して居るであろう。すなわち循環を去りつつある支払手段のうちこの超過額に等しい大きさの流れは、損失にもかかわらず雇用の規模をもとのままに維持している企業の必要とする支払手段の流れに正確に等しい筈である。貨幣の金融的な流れを追跡するためには、利潤からの貯蓄の流れは前述の S_Q についてよりも、ここにいう正の利潤を獲得しつつある企業からの直接的もしくは間接的な貯蓄の流れについて観察される必要があるであろう。間接的というのは、もちろんそれらの利潤の一部が利潤受領者の家計の貯蓄を通じて、循環の外部に漏出することを指す。

これに対して生産要素の供給による所得からの貯蓄 S_P もまた、実際には個々の家計の正または負の貯蓄の流れの集計的な正味の額を表わすものであるが、ここでは議論を複雑化させないために、それだけが単一の正の貯蓄の流れとして一方的に循環の流れを去るかのように取扱うこととする。議論の要点は、全体としての生産と支出との循環がある一定の規模で継続されているかぎり、

個々の経済主体の正の粗貯蓄の総計(S)として循環から漏出しつつある流れの大きさは、投資支出を通じて循環に注入されつつある流れと、損失にもかかわらず雇用の水準をそのまま維持している企業による要素購入のための支出の流れとの和に等しいということである。

しかしながら以上のような点は、投資支出の流れについても同様でなくてはならない。貯蓄、投資恒等論においては投資もまた、正および負の個別的投資の純計額を表わすものであって、これまでの説明に則していえば、たとえば利潤を獲得しつつある固定資本財もしくは消費財の生産者がその経営資本財を増加させ、また損失を蒙りつつある企業が同時に売れ残りの過剰在庫を積み増しつつあるのに対して、さらに後者の企業の一部には過剰な在庫の処分あるいは経営資本財の減少による負の投資を実行しつつあるものもあるであろう。個々の企業は、その他の種々の理由からも固定資本財、経営資本財あるいは過剰在庫の増加もしくは減少、すなわち正あるいは負の投資を実行する。そして景気の種々の段階に応じて、集計的な正味の粗投資 I が大または小となるにつれて、これら正または負の投資を実行しつつあるものの分布は、

ある程度の規則性をもって変化するであろう。

正の投資が循環への支出の流れの追加を表わすのに対して、負の投資による資本の清算は、貯蓄の流れと同様に循環からの漏出の流れを表わす。 I はもちろん、両者の差額を表わすに過ぎない。したがって循環がある一定の規模で行なわれているとき、この循環への注入の流れに沿って生ずる支払手段の流れの大きさは、前述の二つの支出(投資および損失補填のための支出)にとつての必要なそれらの大きさの和に等しく、これに対して漏出の流れに沿って循環から解放されつつある過剰な支払手段の流れの大きさは、前述の S といふ述べた意味での資本の清算の流れの大きさと和に等しい。

それはともかく、現実の景気循環過程におけるそれぞれの期間の貨幣国民所得 Y に対しては、種々の値の I/Y 、 S/Y が対応しているであろう。ことに現実の Y は、その絶対額においては絶えず増加しつつあり、景気循環におけるその変動は、単にある平均的な成長率をめぐっての上下の変化を表わしているにすぎないことを考慮すれば、以上に触れた問題は、さらに注意深い分析を必要とするであろう。

(11) 貨幣供給と貨幣の循環

(1) 完成財としての消費財あるいは固定資本財の生産増加のために、各生産段階での生産の拡張が行なわれつつある場合には、それらは投資財生産系列に含まれる。しかしこの拡張が完了して完成された消費財の流れが拡大されれば、その時点からそれらは消費財生産系列に繰り入れられることになる。一般に経営資本財あるいは過剰在庫が蓄積されつつある場合には、それらの部分は投資財生産系列に属する。

(2) 政府部門の財政活動を加えた開放体系においては、 $Q_d = I - S_f + C_d + (G - T) + (X - M)$ となる。ただし Q_d は粗利潤から企業および家計段階で支払われる直接税を除いたもの、 $G - T$ および $X - M$ は、それらが正であるときそれぞれ財政の經常収支の支出超過、國際収支の經常勘定受取超過、 I は民間と政府とによる投資支出を表わす。 IS 恒等式は $I + (G - T) + (X - M) = S$ となるが、この式の場合には左辺の値が S を決定するのであってその逆ではないことは一そう了解し易いであろう。

三

一般に、家計、企業等のいわゆる支出単位の保有する貨幣残高は、その保有の動機にしたがって取引残高、金融動機による残高、予備的残高および投機的残高の四種に分類される。

このうち取引動機による貨幣残高は、經常的な生産と支出の流れの中にあつて、それぞれの支出単位の手許にある一種の回転基金といつてよい。すなわちそれらは、その期間内の収支決済における受払いの流れを通じて絶えずその残高の増減を繰り返しながら、期間の全体を通じてみれば常に一定の平均残高を保っているのである。この意味においてそれは、不断の流入と流出の流れの存在によつて、水量としては、一定の平均的水準を保ち、それを構成する要素としての水滴がこの期間のうちに何回かの新陳代謝を完了するような容器の中の水量に似ている。

このような比喻からすれば、他の貨幣残高は、個々の支出単位に則して見るかぎり、前者のような經常的収支の決済に伴なう同額の受払いによる規則的な流出入を欠き、それ故にこの同じ期間内においては、容器の中の水滴に同様な新陳代謝運動は見られないような水量になぞらえることができるであろう。それらは期間を通じての流入によつて次第に増加するか、あるいは流出によつて減少するか、あるいは流入も流出もほとんど零であるために一定の水準を維持し続けると考えられてよい。

取引残高とそれ以外の他の動機による保有貨幣残高との間のこのような区別は、観察の期間の長さを適当な短期に定めることにより、上述の比喻によって具体的に考へることができるであろう。そして以上は、典型的な家計の貨幣保有を念頭において考えられたものであるが、同様な説明は、企業の経常的な生産および販売活動に関連して考えられる貨幣残高についても適用することができるであろう。

それぞれの支出単位のそれぞれの貨幣残高を、家計および企業部門毎に集計すれば、われわれは前節の企業部門と家計部門とを二つの極とする同時的な支出フローの循環図式に対応すべき社会全体としての貨幣残高のプールと、支払手段の流れの径路に沿ってのその分布とを描写する基本的手法掛りを得ることになる。この場合前述の循環に直接に対応するものは、両部門の取引残高であるが、それらは、ケインズが『貨幣論』で「所得預金」および「営業預金A」と定義したものの、あるいは『一般理論』で「所得動機」および「営業動機」による貨幣残高と定義したものに該当するであろう。

周知のようにケインズの『貨幣論』においては、社会

の総貨幣残高は「産業的流通」 industrial circulation と

「金融的流通」 financial circulation とに分類されていた。この二分法は、貨幣理論の再検討に一つの手掛りを与えるものとして、もう一度その重要性を顧みられる必要がある。何れにもせよ以下の論述では、われわれもまたこの二分法を念頭において議論を進めることにする。

その場合われわれは、これまでの取引残高を「産業的流通」〔とよばれる貨幣残高〕に対応するものとし、残りの全ての貨幣残高を「金融的流通」〔とよばれる貨幣残高〕に含まれるものと解することができるであろう。すなわちわれわれはその「金融的流通」におけるいわゆる「貯蓄預金」、いいかえれば前節でわれわれが貯蓄貨幣残高と呼んだものを一定の時点における金融動機による残高、予備的残高および投機的残高についてのそれぞれの社会全体としての集計からなるものとして取扱うことにする。もちろんこれは、ヒックス (Critical Essays in Monetary Theory, 1967, chap. 1-3, 江沢、鬼木訳、『貨幣理論』, 昭四七) からの示唆に従うものであるが、ケインズの「金融的流通」におけるもう一つの貨幣残高、すなわち「営業預金B」は、それが支出単位の保有する

(13) 貨幣供給と貨幣の循環

貨幣残高とは見做され難いという意味で、ここでの貨幣残高からはしばらく捨象しておくことにしたい。

ところで以上のように規定された取引残高の内実をなすものは、支払手段としての貨幣であって、それらは現金貨幣と銀行の要求払預金とから成っている。現実にはいわゆる「資金循環勘定」上の「通貨」、あるいは「マネ・サプライ」におけるM1を、これに対応するものと考えて差支えない。当座預金以外の要求払預金は、直接に支払手段として移転できるわけではないが、それらは移転の時点においてだけ現金貨幣もしくは当座預金に転換されるものと考えればよいであろう。すなわちそれらが支払手段として決済の機能を果しうるためには、社会全体としてはその一回毎の移転のために必要される大きさに応じて、直接移転可能な支払手段の僅少な残高が銀行組織の側で余分に準備されていなければならないだけのことである。

社会の支払慣習と生産段階についての企業の集約度とが不変であるような短期については、このように規定された取引残高と循環の規模を表わす貨幣国民所得Yとの間には、制度的な事情によって定まっている一定の安定

した数量的関係が存在するであろう。そしてそれは、われわれが取引残高の性質について与えた規定から、Yが大であれば必要な取引残高もまたそれに比例して大でなければならぬという交換方程式的關係を示していることは確かである。もし社会に存在する貨幣残高の非常に大きな部分が、この意味での取引残高から成っているとすれば（この場合われわれの前提とは異なるが、この残高が内容的に満期の比較的近い有期預金をも含むものとは、前述の普通預金の場合についての説明から明らかである）、貨幣ストックの量と貨幣国民所得Yとの間に、少なくとも事後的な安定的關係が觀察されるであろうことは当然である。

つぎにわれわれは、取引残高以外の貨幣残高について、若干の吟味を進めよう。前節の産業的フロー（産業的流通）に対応させてそうよぶこととするが）が循環として完結されるためには、貯蓄等による漏出と投資等による注入との間を結ぶ金融的フローが存在しなければならぬ。われわれの前提からすれば、この漏出と注入との流れに沿って企業部門の取引残高のプールに流入する支払手段の不断の流れが存在しなければ、これらの回転基

金はやがて枯渴せざるをえないであろう。何故なれば産業的循環における家計部門から企業部門への支払手段の直接的な回流は、消費財の販売によるものだけであるのに対して、企業部門から家計部門へのそれは、消費財生産系列に属する雇用に対してだけでなく、投資財生産系列でのそれに対するものをも含むからである。

投資支出のうち、経営資本財の増加と過剰在庫の蓄積とに対しては、それを実行する個々の企業は、中間生産物と生産要素の購入に必要な支出を賄うために、その都度その取引残高を補填しうれば十分である。しかしながら固定資本の購入に当っては、その期間のフローの全額を一挙に調達する必要があるであろう。これらの目的すなわち前述の金融動機に基づく貨幣残高は、個々の企業にとっては、もちろん回転基金としての性質をもつものではない。しかしこれを社会全体としての集計で考えれば、全体としては、その期間の正の投資支出の大きさに比例するような一つの回転基金の性質をもつ支払手段のプールが存在していなくてはならないことになるであろう。この回転基金に流入する支払手段の流れは、前述のように投資を金融もしくは確定化するための資金調達

すなわち実際には金融機関からの長期借入、証券の発行あるいは内部金融等による金融的な流れであり、そしてそれから流出する流れは、同時に前述のような投資財生産系列の企業部門の取引残高への支払手段の流入の流れである。もちろんその場合後者の流れの一部は、それだけの企業における内部的な振替によって表わされなければならない。(投資の大きさを制約するものは、個々の企業が事前に支配しうべきこの金融動機による残高の大ききであって同期間の粗貯蓄の大ききではない。)

同様に予備的残高および投機的残高もまた、それぞれの支出単位について見れば回転基金ではない。これらは何れも、その大部分は、それぞれの支出単位が、取引目的以外の動機に基づいて保有している貯蓄された資産の一部分をなすもの(もちろんこの中には資本の清算によるものも含まれうる)に外ならない。一般に貯蓄を金融資産の形で保有しておこうとする場合、その金融資産としてどのようなものが選ばれるかは、その経済における金融制度の特徴やその他の制度的要因によって、強く影響される。たとえばケインズは、『一般理論』の第十三章の中で、高度に組織化された証券市場が存在する場合

(15) 貨幣供給と貨幣の循環

には、投機的動機に基づく流動性選好に大幅な変動の機会が与えられるのに反し、このような組織化された市場のない場合には、予備的動機による流動性選好が著るしく大きいであろうと指摘している。すなわち社会が、貯蓄された金融資産もしくは資本の清算によるその大きな部分を、貨幣の形態で予備的残高として保有しているのは、その社会に十分に組織化された証券市場、とくに活発な債券市場が存在していない場合であり、現実には、これに代る金融仲介機関（銀行をも含めて）が相対的に発達している場合である。そのような場合には、予備的動機による貨幣保有は主として預金の形態をとって行なわれるが、第一にはそれは、公衆の証券投資に対する知識の不足と、証券市場の組織化が十分でないために、それぞれの支出単位に対してそれぞれの程度でその機会が欠除していることにより、資産が利子（預金利子）を生む貨幣の形態で運用しようとすることから生ずるのである。第二にはそれは、最初の時点では、当然のこととして一般には支払手段の形態をとっている貯蓄が、証券投資に十分な金額に達するまで貨幣の形態で保有されることによつて生ずる。第三には、それは、その確実と考

えられているいわゆる現金化期間 encashment period が比較的短かいたために、最初の貨幣からの証券購入とその売却とに伴う取引費用（手数料等の現実費用と預金利子以外の種々の機会費用）と、換金に当って生ずる恐れのある資本損失の危険とを考慮した証券投資の正味の見込収益が、貨幣保有からの利子収入におよばないことによつて生ずる。第四にはそれは、この現金化期間そのものが不確実であることから同様な理由によつて生ずるのである。ここに現金化期間というのは、資産が支払手段の形態に転化されることが必要になるまでの期間のことである。第三と第四とは内容的には、家計が将来の期間に所得残高の不足する場合に備えてそれを補填する目的のために、また企業が損失の発生によつて生ずる営業残高の同様な不足を補填し、あるいは投資を内部金融する目的で金融動機に基づく貨幣残高に繰り入れるために、そして支払日の定まっている負債をもつ全ての支出単位がその借入金返済に当てる目的のために保有している貨幣残高を含むであろう。

これらは、いずれも『貨幣論』の「貯蓄預金」の一部に挙げられている諸項目にほぼ該当するものであって、

第三と第四とは、そこで指摘されているように貯蓄の貨幣価値の安定性とその貯蓄を短い期間の予告によって支払手段としての貨幣に換えうることに重きをおくものといつてよい。したがって短期債券の市場の発達程度如何によつては、それらはもともと利率が変化しても資本損失の危険が比較的小さい種々の短期債券と比較的容易に代替しうる性質のものである。この意味での予備的 precautionary という意味からすれば、第一と第二の項目に挙げた貨幣残高は、単に元本の貨幣価値を維持し確実な収益を得ることだけを目的として保有されていると考えられるものであり、むしろ次の投機的残高と同じ範疇にいれられるべきであるかもしれない。ここではそうしないのは、投機的残高においては、利率率の予想水準に関連して長期証券と代替されるものだけを考へるのが普通の仕方であるからである。

それはともかく、前述のようにこれらの予備的残高は、個々の保有者については、それ自身回転基金としての性質をもつものではない。それにもかかわらず社会全体としての集計においては、その一部には金融動機による残高の場合と同様に、同じ長さの観察期間について取引残

高と同様な回転基金としての性格をもつ部分が存在することになるであろう。

その第一は、家計部門の経常的な貯蓄の流れ、とくに S_F (その主要なものは貸銀、利子等の所得からの貯蓄) が、前節では簡單化のために、単にそれだけの正の漏出の流れだけからなるものと仮定されていたが、実際にはそうではなく、一群の正の貯蓄と他の群の負の貯蓄との差額として抽出されたものに過ぎないという事実から生ずる。このために貯蓄貨幣残高 (=貯蓄預金) としての予備的残高の一部には、所得残高との間での流出入を繰り返して生じている支払手段のストック、すなわち第一の回転基金的部分がなくてはならないであろう。第二に、企業の粗貯蓄および資本の清算による貯蓄貨幣残高への流入については、これとつぎの二つの内部金融の流れ、すなわち前述の損失の補填のための営業残高への流出および投資の内部金融のための金融動機による残高への流出とが対応することによって生ずる第二の回転基金的部分が存在している筈である。第三に、さきに予備的動機の第二の理由として挙げたものは、その目的から考へられる当然の帰結として、新規発行証券への投資による予

(17) 貨幣供給と貨幣の循環

備的残高から金融動機による残高への流出が、その期間の正味の貯蓄の流れと見合うことによつて生ずる第三の回轉基金的部分を発生させるであろう。以上が、予備的残高のうちで支払手段のストックからなる回轉基金的部分をなすと考えられる主なるものである。これらの回轉基金は、その何れもが予備的残高からの支払手段の流出を基準として定義される。しかしながらこのような支払手段の金融的な流れは、もちろん間接金融の流れを表わしているものではない。すなわち粗貯蓄の値が正であるかぎり、この回轉基金的部分を除く予備的残高の総額は、他の条件、たとえばYの大きさが不変であるとしても時間の経過とともに次第に増加して行く筈である。そしてその増加額に等しい間接金融の流れがないかぎり、取引残高は前述の理由から同一の水準を保っていることができないであろう。しかしながら、この予備的残高の内実をなす貨幣が、実際には大部分まで利子を生む貨幣すなわち銀行等金融機関の貯蓄性預金からなり、そして一部は支払手段としての銀行の要求払預金からなっているであろうことは、上述の説明からも明らかである。

以上に対して投機的残高は、予備的残高の定義とは反

対に、将来の利子率の予想が不確実な事情の下にあって、現金化期間の十分長い貯蓄を長短期さまざまな資産に投資することにより、見込収益と安全性との組合わせについての最適を得ようとする目的のために保有される貨幣残高である。この場合の貨幣は、ヒックス（前掲書）も指摘しているように、将来の貨幣価値が確実である資産として意味をもつものであるから、貨幣が価値の規準であるかぎり、それは必ずしも支払手段としての機能を果しうるものである必要はない。その上この安全資産は、貨幣以外の短期の金融資産一般でも十分な筈であるから、将来の長期利子率への予想が強気でも弱気でもない通常の場合には、投機的動機による貨幣保有は殆んど無視しうる程度の大きさであるであろう。何故なれば、現金化期間についての考慮を必要とすることなしに、その有利な運用を目的として選択される投資資産の形態として、収益率が零もしくは著るしく低いような貨幣資産が選ばれる特別の理由は考え難いからである。ただしもしそうであるとすれば、いま総貨幣供給量を不変と仮定することにして、公衆が全体として弱気あるいは強気に傾くことにより、長期証券への投資を変動させ、投機的残高を

増減させようとする場合には、予備的残高に十分な伸縮の余地がないかぎり、長期証券の価格は著るしく上昇もしくは下落せざるをえないであろう。

それはともかくわれわれは、以上のような支出単位の保有する貨幣残高に加えて、最後に資本市場におけるいわゆる金融業者 financiers すなわち証券ディーラーおよび投資機関と非銀行金融仲介機関とによって保有される回転基金としての営業残高のほかに、それらの若干の予備的および投機的残高の存在をも考慮に容れなければならぬ。それらは、何れも金融的流通（という貨幣残高）の中に含まれるべきであり、『貨幣論』の「営業預金B」に該当すると考えられて差支えないであろう。何れにせよ、以上が産業的および金融的循環の径路に沿って存在する貨幣残高、とくにそのうちの回転基金的性格をもつ支払手段のプールの全部である。したがってこれらの回転基金が、実際にそのようなものとして作動し、前節の産業的循環がその時点での同一の規模を継続しうるためにも、すなわちYを単に一定の水準に保ちうるためにも、貨幣供給機関とくに銀行組織は、期間を通じて不断に支払手段の補整的な供給を続けていなければなら

ないことになる。何故なればもしそうでなければ、貯蓄Gと資本の清算とによって取引残高のプールから去る支払手段の流れのうち、内部金融および直接金融による流れと非銀行金融仲介機関を経由する間接金融の流れとを除く部分は、銀行に対する貯蓄性預金（一部は要求払預金を含む）として、予備的残高を増加させるにとどまり、金融動機による残高への流入の不足となって現われるであろうからである。いいかえれば、問題になっている支払手段は、銀行の貯蓄性預金に転換する瞬間に消滅するのであるから、銀行組織は追加的な予備的残高となって滞留するものも含めて、それらを補整するために貸出（あるいは証券の購入）による新しい支払手段の供給を続けなければならないことになる。

しかしながらわれわれは、この銀行組織による預金貨幣の創造は、それ自身または不断の流れをなしていないならばならないことに注意すべきであろう。すなわち貯蓄性預金残高の増加（その大きさは前述のように粗貯蓄Sの大きさと一義的に結びついているものではない）に伴なう銀行組織への現金貨幣の流入および預金貨幣のそれ（したがってその消滅）と、貸出によるそれらの流出お

(19) 貨幣供給と貨幣の循環

よび創造とは、同時的な流れでなくてはならない。この場合、銀行組織全体にもまた回転基金としての現金貨幣の一定の残高が存在することになる。この現金貨幣が、銀行にとっての営業残高であることはいうまでもない。

銀行組織全体としては、一方において貸出および証券購入による預金貨幣の創造供給を続けながら、他方においてそれをその大きさが同じ期間に貯蓄貨幣残高の増加に転化する金額に等しくなるように、すなわち少なくとも貯蓄性預金として流入してくるそれらの流れをカバーしうるように操作しなければならない。そして事実が一般にそうであるように、貨幣所得水準 Y が次第に上昇して行く場合には、この新しい正味の貸出（および証券購入）は、常に貯蓄貨幣残高の正味の増加分（それは前述のように社会の正の貯蓄の大きさ、投資の直接金融の大きさ、資本の清算の大きさ、投資あるいは損失の補填が内部金融される大きさおよび非銀行金融仲介機関における預金の増加の大きさ等の諸要因によって決定される）を超えて行なわれなければならないであろう。しかしながら、銀行によって新たに創造されるそのような支払手段の補整のおよび追加的供給は、最初は何処からこの循

環に供給されることになるのであるか。

四

現金貨幣の供給方式をめぐって、わが国の制度と英米のそれとの間に著しい相違のあることは、一般に認められている。これを一般化して、それらを英米型および日本型とよぶとすれば、前者の場合にはその供給量の増減のほとんど全部が公開市場操作によって行なわれ、中央銀行は、市場の秩序ある状態を混乱させることなしにかなりの範囲に互ってそれを実行しうるとされている。

これに対して日本型の場合には、その主要な径路は銀行組織への貸出、手形の売買あるいはそれらと基本的には大差のない対銀行債券売買（もちろん技術的にはそのイニシアティブの所在について大きな差があるが）であることを特徴とする。財政（外為会計を含む）の対民間受払を通ずる径路については別に考察を必要とするが、ここでは暫くそれを措くとして、一般的に現金貨幣供給方式の二つの型を対比させることを主とすれば、両者はそれぞれ一応は、以上のように特徴づけることができるであろう。しかしながらこれらの二つの型の基本的な相違

は、貨幣供給一般についての方式の相違として、銀行組織による預金貨幣供給の仕方とも併せて考えられることが必要である。

ヒックスは最近の著作 (Economic Perspectives, 1977) の中で、ケインズの貨幣的経済理論の展開の背景に暗黙に想定されていた広義の金融制度のモデルは、次のようにイギリスのそれぞれの特徴を典型化したものであったであろうと考え、それを明示的にすることによって、その流動性選好理論の根拠に関する手際の良い説明を与えている。この場合それは、イングランド銀行と交換所加盟銀行等を含む「核」coreと、それを取り巻く「マントル」mantle としての資本市場 (長期証券市場) とから成るものとされ、これに対してさらにその外側に支出単位の全部を含む「産業」(『貨幣論』の「産業的流通」からの類推による) を配置することにより、全経済システムが三つの層によって構成されるものとして描かれている (コア、マントルは地球物理学の概念の援用)。そしてそれぞれの資産および負債の構成は次のように表わされる。

「コア」 (負債)、貨幣 ($M+m$)。

「マントル」、(資産)、金融的証券 (F)、
(負債)、金融的証券 ($F+f$)。

「産業」、(資産)、産業的証券 (I) + 貨幣 (m)、
(負債)、産業的証券 (I)、
(資産)、実物資産 (R) + 金融的証券

(f) + 貨幣 (M)。

ここで産業的証券、金融的証券はそれぞれ、いわゆる直接証券 (第一次的)、間接証券 (第二次的) を指すと解されて差支えないが、以下の議論のためには、政府証券の既発行部分すなわち流通中のそれについては、産業的証券ではなく金融的証券に含まれるものと考えておくのがよいであろう。要点は「コア」の資産が金融的証券 (「マントル」の負債) のみからなり、右の意味での産業的証券はそれには全く含まれていないということである。以上の構造をもつモデルは、やや極端な単純化ではあるが、英米型の金融制度とくにその貨幣供給制度の特徴を浮彫りにしたものであるとして興味深い。それを『貨幣論』での理論的展開の背後に想定されていたものとする⁽⁴⁾ ことについては、なお疑問の余地があるかもしれない、またこのモデルと対称的に、われわれのいわゆる日本型

(21) 貨幣供給と貨幣の循環

についての同様なモデルを構想してみることも、それ自身興味のある問題であるであろう。しかしここではわれわれはただ、以下の議論との関連で、このようなモデルに含まれる銀行組織が、実質的にいかなる特徴を備えているとされなければならないかを考えてみることにだけに留めたい。

第一は、このモデルによって代表されているような英米型の金融制度の場合には、銀行組織は市場性の高い十分な量の流動的な準備資産を保有しており、中央銀行の公開市場操作によるショックに対しては、銀行自からもまた証券の購入または売却によって、容易にその正常な準備率を回復しうるのではなくてはならないということである。第二は、銀行組織が、「産業」とくに企業部門に対する直接的な投資々金の供給者としては、何れにもせよ量的または質的⁽⁵⁾にあまり重要な地位を占めていないということである。さらに第一の点に関しては、たとえば預金貨幣の追加的供給（中央銀行の買操作に続く）の場合には、それは一旦は「産業」の予備的残高に追加され、次に企業部門による新証券の追加的発行、非銀行金融機関による新規貸出額の増加および銀行組織の証券の再売

却による貸出の追加等を通じて、前述の営業残高もしくは金融動機による残高への支払手段の流入を生じさせるであろう。

これに対して、銀行組織におけるこのいわばクッションとしての証券投資を可能にするような発達した公開の証券市場が存在しないならば、中央銀行の公開市場操作が実行困難であることはもちろんであるが、その対銀行債券売買についても、それが銀行経営を混乱に陥らせることなしに行なわれることを条件とするかぎり、中央銀行がその政策的決定にしたがってその大きさを外生的に定めることは困難である。そしてさらにヒックスのモデルとは反対に、銀行組織が貯蓄投資媒介機関として重要な比重を占めている金融制度の下にあっては、「産業」とくに企業部門への追加的な貨幣の供給は、最初はず銀行の貸出に伴なう預金貨幣の創造により、直接に前述の二つの回転基金的残高へ注入されることによって行なわれるほかはない。この場合銀行は基本的には、企業部門の必要に応ずることによって預金貨幣を創造供給し、後になって中央銀行に必要な現金貨幣の供給を求めることにならざるをえないであろう。そして銀行組織による

これらの回転基金的残高への新しい預金貨幣の注入は、既に触れたように、産業的循環が貨幣的に同一の規模をもって持続する場合にさえ、貯蓄性預金への追加の流れ等と同時に一つの流れとして、継続的に行われていなければならないのである。

それはともかく、右のヒックスのモデルに代表される英米型と、これと対称的に考えられるものとしての日本型との二つの金融制度のモデルについて、中央銀行の自生的な貨幣供給量増減の可能性という問題を、前二節に素描した産業的循環と、産業的および金融的価値の循環的な流れに沿って存在する貨幣残高、とくにその回転基金的部分の分布に関する一般的な図式とに則して分析するためには、さらに多くの吟味が必要とされるであろう。既に紙幅を超えているために、その詳細は次の機会に俟たなければならぬが、ここでは以上の分析から、少なくとも次の幾つかの要点だけを整理しておくこととしたい。

まず第一に、英米型の場合にあっては、貨幣供給機関（中央銀行と銀行組織）による自生的な貨幣ストックの増減は、社会の予備的残高の増減をもたらすことによつ

て可能となるであろう。しかしながら各種の回転基金的残高、とくに取引残高と金融動機による残高とは、有効需要の増減による支出の変化に誘導されるのでなければ、体系の外部からの支払手段の追加または削減によって、直接に増減させられることはできない。それらはその時点での産業的循環を賄うために、支払慣習等の制度的事情によってその必要額を規定される。予備的残高への貨幣供給機関からの干渉は、長期および短期の利子率を変化させると同時に、後者が有効需要の大きさに影響を与えることによって、必要な取引残高等を変化させるであろう。しかしながら、それが現在の必要額を超えての貨幣供給の増加である場合には、逆の方向への操作に比べて恐らくその効果は小さいに違いない。そしてこのことはまた、貨幣供給量を一定の水準もしくは一定の成長率に維持することが、そのこと自身によってまたその成長率を安定化しうるかどうかについて、強い疑いを懐かせることになるであろう。

他方、われわれのいわゆる日本型のモデルの場合には、貨幣の供給を増減させる力は、基本的にはむしろ「産業」の側にあるというべきであり、したがってそれは中

(23) 貨幣供給と貨幣の循環

中央銀行ではなく銀行組織の主導するところとならざるえないであろう。その増加は、預金貨幣創造の流れが、前節でのいわゆる補整的供給を超えることによって行なわれる。発達した証券市場の存在を欠く以上、投資の金融もしくは確定化は英米型の場合のように規則的ではなく、企業部門の投資水準が長期証券の利率によって左右される程度は、それほど大きくはないであろう。そしてこの場合の政策的な貨幣供給の増減は、直接に銀行組織の産業に対する貸出増加額を操作することを主とするわけではないであろうと考えられる。したがって貨幣の供給は、その時点での「産業」の必要額以下に抑制する場合はともかく、それを超えて増加させようとすることは極めて困難と考えざるをえない。ここでは、貨幣供給機関の自生的な行動による社会の予備的残高への直接的な干渉は、極めて困難であろう。貨幣量の増加は、貨幣政策的には利率率（とくに預金利率）の規制によるその引下げ等の信用条件の緩和によって、「産業」の活動の活発化を図ることができる場合以外には、すなわち支出の流れの貨幣的な拡大がそれに先立つ場合以外には、ほとんど考え難い。

このようにして、最初に述べた金融政策におけるマネ・サプライの重視については、以上の分析から一応の暫定的な結論として、次の二つの点を指摘することができるであろう。第一に、以上のようないわゆる日本型の金融制度のモデルについて考えるかぎり、中央銀行による貨幣供給量の自生的な決定は、とくにそれがその時点での貨幣需要量を超えるものである場合には、ほとんど実行不可能に近い。したがってこの場合には、観察される貨幣ストックは、多くの場合直接にはその需要量を表わすと見ることがより妥当であろう。第二に、 Y と貯蓄貨幣残高の増加率との間に何らかの安定的な関係があるとするば、 Y と前述のような回轉基金的残高とくに取引残高との間には、安定的な関係が成り立つ筈であるから、 Y と M_2 の間には、時系列的に見掛け上の安定的な趨勢値が得られるかもしれない。しかしその場合にもわれわれは、二の末尾に述べたように、 M_2 がさまざまな値をとりうることから生ずる問題を無視することはできないであろう。すなわちマネ・サプライについては、target としても indicator としても、そのみを重視することには躊躇せざるをえないのである。

(3) ヒックスは、この中には恐らく政府部門をも含められるであろうとしている。このことは反面において、財政(外為会計を含む)の対民間受払差額超過による同額の現金貨幣ストックの増減が、支払手段の循環という前述の図式に則して、どのような問題を含むものとして考えられなければならないかを示唆している。しかしこの問題の分析については、他の機会を期したい。

(4) 『貨幣論』では、銀行組織は貯蓄投資媒介の機能をももつとされており、また投資の中には、その生産の段階で発注者に対する銀行の追加的信用によって金融されるものも少なくないと考えられていたように思われる。しかしケインズにあっては、企業によるこのような投資も、正常な場合には、長期証券の発行によってそれを確定化し、この短期信用を皆済することを前提として企画されると考えられていたであろうから、このことを考慮すればこのモデルの構成は不適切ではない。

(5) 投資が銀行の短期信用によって金融される場合にも、その重要な部分が前注の確定投資化を前提として実行される場合には、その水準を実質的に規定するものは証券市場での利子率と発行条件であろう。

(6) 組織を構成する一部の銀行群が、常に貯蓄性預金の実際の増加があった後に、その額だけを貸出の増加にあてるといような行動をとっているならば、他の銀行群は、全体としての貯蓄貨幣残高(貯蓄預金)への支払手段の流

入によるその消滅の流れと補整的な預金貨幣の供給の同時的な流れとを一致させるために、預金の増加以上の貸出の増加を行っていない必要はないことになる。この場合の二つの銀行群の間でのコール取引は、そのことに伴う準備金の過不足を疎通させるための一方的な流れとなり、循環の規模が時間とともに拡大されて行く場合には、このコールの残高も次第に増加することになるであろう。

(7) このような目的に則して考える場合には、ヒックスの場合(それはケインズの理論を基礎づけるためのものであった)とは異なって、コアを中央銀行と銀行組織とからなるものとし、非銀行金融仲介機関の全部をマントルに含める方がより適切であろう。

(あとがき)

故小泉明教授の急逝後しばらく経ってから企画された本号には、私は「小泉教授の人と学問」についての小論を寄稿したいと考えてきた。しかしながら、教授が多年の研究生活において種々の機会に発表されてきた労作は、卷末のその主要著作目録にも見られるように、極めて多方面の分野に及び、広範な理論的および実証的研究にかかわるものであって、その量もまた少なくない。かぎられた期限までに、それらの遺稿の主要なものを参照して「小泉教授の学問」を誤りなく綴ることは、私には困難であることが次第に明らかになってきた。それは私にとっては、なお他日を

期すべき課題である。

教授がこれまでの業績を集大成して、新しい展開の足場を得ようと準備にかかっておられたことは、私のほかにも比較的その近くにあった人びとの良く知るところである。しかし私は、教授の仕事の一番深いところでは、貨幣論上のいわゆる異端の説から出発して、いかにしてそれを正統の説の中に再構成するか(ケインズ、『貨幣論』、第二巻)という難問題に対する不断の工夫があったのではないかと考えている。その苦心の跡は、たとえば「貨幣の循環図式」(『山口茂先生追悼記念集』、同編纂会、昭五〇)の中にも、これを見ることができよう(この論文の最初の形のもものは、『一橋論叢』、第三十四巻、第二号に発表された)。

小論は、教授の関心の一部(しかしながらその重要な一

部)であったと思われる表題の問題についての私なりの展開を試みようとするものであって、私はこのことによって、故教授への学恩を偲ぶがともしたいと考えた。これまでこのような問題について執筆する場合には、私はしばしば、それ以前に教授にその構想を聞いて貰い、教授もまた快よく私の饒舌に耳を貸し、適切なコメントを与えてくれるのが常であった。いまはそれも叶わぬことである。私にとって、人生の寂寥をこれほど深く覚えさせられたことはない。

謹んで故教授の御冥福を祈り、あらためて永年の学恩に対する深い感謝の念を捧げたい。

(一橋大学教授)