

G—S理論の基本構造

稲垣 寛

極く最近まで広く認められていた見解に従えば、商業銀行は現金準備を基礎にして貨幣創造の機能を有しており、貸付金または投資の形を取って信用拡張を行うが、銀行以外の金融機関は単に公衆の貯蓄を集めそれを投資にふり向ける媒介機能を果たのみとされていた。ガーレイ・ショウの *Money in a Theory of Finance* 1960 は従来の見解を批判した最初のものと言える。

G—Sによれば、銀行は支払手段として用いる要求預金を創造することにより貨幣供給を行うという意味では確かに他の金融仲介機関とは異なった特性を有しているが、金融仲介機関も特定の金融債務〔例えば貯蓄貸付組合 *Saving and Loan Association* の場合には貯蓄・貸付株式 *Saving and Loan Shares*〕を創造することができるという意味では、銀行と同様に貸付・投資の形で信用拡張を行うる。

従来金融政策は銀行のみを規制対象としているが、G—Sの見解によれば、他の各種金融仲介機関も銀行と同様に規制対象とされるべきである。従来通り金融規制が銀行に対してのみ行われる時には、金融仲介機関による信用拡張は更に拍車をかけられ、金融政策の効果は弱められることになる。

G—Sの上の見解はトービン⁽¹⁾等により支持されているが、一方、G—Sの理論的根拠を或る程度認めながらも、実証分析の立場から、従来銀行のみを対象とする貨幣政策が経済全体としての信用拡張を必要程度に十分規制しようとする保守的な見解もW・スミス⁽²⁾により示されている。

ともあれ、≪貨幣理論を包含する金融理論および銀行理論を包含する金融機関の理論≫の展開というG—Sの主題は極めて野心的なものであり、主著の中で展開されている理論は若干の疑問点を残しているが、金融理論の今後のあり方を考える時多大の示唆を与えてくれる。以下においてG—Sの主な議論について私なりの理解の仕方を明らかにすると共に、そこから得られた一・二のヒントを述べ、今後の研究の糧としたい。

- (1) J. Tobin: *Commercial Banks and Creators of "Money," Readings in Money, National Income and Stabilization Policy* 1965
- (2) W. L. Smith; *Financial Intermediaries and Monetary Controls* 前掲書に所収

I 直接金融・間接金融

個々の議論を検討するに先立ち、実物経済の成長とそれを支える金融組織の発達との関連について、モデルによるG—Sの把握の仕方を明らかにしてみたい。

経済の成長は不可避的に貯蓄と投資の分業化 ≪*Division of Labour between Investment and Saving*≫を伴いそれは通常赤字主体たる企業の外部金融 ≪*External finance*≫を増大させる。企業はこの外部金融を行うために本源的証券 ≪*Primary Securities*≫と呼ぶところの負債証券を発行することにより投資資金を調達する。

一方黒字主体である家計は貯蓄部分を自己の最適なポートフォリオ水準に投資しようとする。家計の保有する資産の対象は企業の直接発行する本源的証

券および各種金融機関の発行する間接証券《Indirect or Secondary Securities》からなる。後者は貨幣および種々の非貨幣的金融資産《Non Monetary financial assets》からなりそれは金融機関の分業的発達と共に多様化する。

企業の外部金融は直接金融と間接金融からなる。前者は本源的証券を家計が保有する時、すなわち企業が家計に対して直接債務を持つ場合であり、後者は金融機関が本源的証券を保有し、最終的資金供給者としての家計は金融機関の発行する間接証券を保有する場合を指す。

間接証券はその多様化と共に貨幣との代替性を高め、貨幣に対して強力な競争者として存在してくるようになる。以上の議論からG-Sは、冒頭に述べた如く、貨幣当局による貨幣政策を有効ならしめるためには金融規制の対象を各種金融仲介機関にまで拡大すべきであるという政策的提言を導いている。

金融機関の多様化は貨幣需要を減少させる効果を有するが、他方、家計は多様化された金融資産の保有からもたらされる資産の非流動化を避けるために貨幣需要を増大させる。この貨幣の多様化需要《Diversification demand for money》という概念はG-S理論の中で重要な意味を持つてくる。

金融資産の多様化がもたらすところのこの貨幣需要に対する相反する二つの作用は、取引需要と投機需要から説明される従来 of 貨幣需要曲線をシフトさせる。曲線がいずれの方向にシフトするかは二つの力の相対的な大きさに左右され一義的な結論は得られないが、重要な点は多様化需要を考慮した貨幣需要曲線が利子率に対してより弾力的な形を取ることである。それが意味する点については後に検討する。

直接金融から間接金融への移行は金融機関の分業的発達と従って資産の多様化を伴う。資産の多様化に基づく貸付資金市場の高度化は貯蓄・投資の分業を容易ならしめ、効率的な投資を可能とすることに

より実物経済の成長を促進させる。

実物経済の成長と金融組織の関連の仕方について、G-Sの主旨は大略以上の如く要約できよう。

付言すれば、非貨幣的金融仲介機関にとってもっとも都合のよい経済とは、現実には勿論あり得ないが、貯蓄と投資が完全に分業化されており、所得を得る経済主体は支出を全く行わず全て貯蓄に廻し、逆に全く所得のない経済主体によってのみ支出が行われる世界と言える。そこでは本源的証券の各期の発行額〔消費支出も本源的証券の発行により賄われると考える〕はほぼその期のGNPに近似するだろう。更に、この金融が大部分間接金融機関を通じて行われるとすれば間接資産は本源的証券とほぼ同額発行されることになり、総金融資産の中で貨幣の占める割合は極めて僅かなものとなる。以上は極端な規定であるが、このように仮想してみることでより金融組織の発展についてG-Sの描く全体像をよりよく把握することができる。

II 内部貨幣・外部貨幣

G-S理論は幾つかの新しい概念から構成されている。多様化需要と共に以下において検討する内部貨幣《Inside money》、外部貨幣《Outside money》の区分もその一つである。

G-Sはこの概念を導入することにより新古典派の枠内〔すなわち、貨幣錯覚、価格の硬直性、分配効果等の存在しない世界〕においても、貨幣供給の変更が各経済主体のポートフォリオ選択に影響することを通じて実質変数に作用することを明らかにし、実物経済に対して貨幣側からの積極的作用が存在することを解明している。

内部貨幣とは民間の国内負債に基づく貨幣を意味する。すなわち貨幣当局が本源的証券を購入することにより発行される貨幣を指す。外部貨幣とはその発行によって貨幣当局は国内の民間部門に対して債務を生じるが、それに対応する反対請求権を何ら有しないものを指す。具体的には、外部貨幣は金、外

貨の流入に基づくもの、又は政府証券の発行に基づく貨幣からなる。

全ての貨幣が内部貨幣又は外部貨幣のみからなる場合には、新古典派のルールの下では、貨幣供給量の変動は単にそれと比例する価格水準、金融資産の名目的な変化をもたらすに過ぎず、各経済主体のポートフォリオ水準は貨幣量の変動の前後を通じて均衡を保ち、実質変数〔利子率、産出量等〕には何ら影響を及ぼさない。言いかえれば数量説の妥当する世界である。

現実には貨幣は内部貨幣と外部貨幣の両者から構成されている。その場合に新たな貨幣供給が前者或いは後者のみにより行われる時、各経済主体の保有するポートフォリオ水準は均衡を破られる。それは経済主体をして新たな均衡に向かわせることを通じて実質変数にも作用する。前者の場合について数字例①によりそのことを説明してみよう。

民間部門の総合貸借対照表			
(A)			
資産		負債	
外部貨幣	20	本源的証券	50
内部貨幣	10	正味資産	45
本源的証券	40		
資本財	25		
(B)			
外部貨幣	20	本源的証券	50
内部貨幣	40	正味資産	45
本源的証券	10		
資本財	25		
(C)			
外部貨幣	20	本源的証券	100
内部貨幣	40	正味資産	70
本源的証券	60		
資本財	50		

今、民間部門の貸借対照表が(A)によって示されている。すなわち民間の資産保有は内部貨幣10、外部貨幣20、本源的証券40、資本財25であり、負債は

本源的証券50、正味資産≪蓄積された貯蓄≫45であるとする。これは、本源的証券50の負債と正味資産45〔資本財25+外部貨幣相当分20〕を企業が保有し、家計は資産としての本源的証券40と内部貨幣相当分10を保有、貨幣当局は貨幣30を発行し、それは本源的証券10の保有に対応する内部貨幣10と外部貨幣20からなると想定することができる。

(A)によって示されるポートフォリオ選択が民間部門全体として最適のものと仮定する。この時、貨幣当局が貨幣供給量を従来との2倍にすることを望み、内部貨幣30の追加供給により——すなわち民間保有の本源的証券30を購入することによって——これを実現したとすれば(B)が得られる。

企業の資産・負債ポジションは従来通りであり、実質需要は何ら生じないが、家計は本源的証券30を手放し代りに貨幣30を保有することになり、(A)によって示された最適ポートフォリオ水準は破られる。もし価格水準、利子率を所与とするならば、家計側には貨幣ストックの余剰と一方に本源的証券に対する追加需要が発生する。

この場合に数量説を適用するとどんな結果が得られるだろうか。名目的な貨幣ストックが2倍となるのであるから価格水準も2倍となり、本源的証券も新たに50だけ追加供給され従来との2倍の100となる。企業の負債は名目上170となるが、価格水準も2倍となっているから実質ポジションは変わらない。しかし正味資産の構成は貨幣20、資本財25から貨幣20、資本財50となり構成比が変わる。実質変数に変化がないとすればこれは追加的な貨幣需要〔本源的証券の追加供給〕を発生させる。

一方家計の資産構成も、貨幣10、本源的証券40から貨幣40、本源的証券60となり、本源的証券に対する追加需要が発生する。(C)は以上の議論の結果を示している。内部貨幣の増加は、経済主体のポートフォリオの均衡水準を攪乱し、数量説の適用によっても初期の均衡を回復することは不可能であり、新

たな均衡に向わねばならぬことが明らかである。

このように、内部貨幣による貨幣の供給は本源的証券の追加供給を通じて産出物市場における追加需要を発生させることにより実物経済に対して促進的に作用する。

反対に貨幣供給が外部貨幣の追加供給により行われる場合には、以上の議論とは逆の経路を通じて実物経済に対して抑制的に働くことが知れる。

貨幣供給が中立性を保つ場合、すなわち数量説が妥当する場合は、貨幣供給が内部貨幣と外部貨幣の両者により従来の両者間のストック比率を攪乱しないような形で行われる場合に限定されている。

以上の議論に際してG—Sは、国内の各部門間の金融請求権とそれに対応する反対請求権を相殺し、外部貨幣のみを取り出す純貨幣主義《Net Money Doctrine》を批判し、それによつては以上の貨幣作用を解明し得ないとし、内部貨幣をも含めた粗貨幣主義《Gross Money Doctrine》を採用すべきことを強調している。

しかしパティンキンは、《純貨幣主義はポートフォリオの残高が実質的行動に及ぼす関係を見のがしている》というG—Sの見解には根拠がなく、二つの主義は矛盾なく同時に両立するものであると主張している(2)。

彼は更に、《純貨幣主義による限り、内部貨幣のみを持つ経済は貨幣と債券の存在しない経済となり、そのため価格水準は不決定とされてしまう》というG—Sの見解は誤りであり、純貨幣主義の立場からでも価格水準が決定的であることを論証できると主張している。パティンキンの批判は詳細を極めているが、彼の主な論点を私なりに理解すると次のように言える。

パティンキンによると、G—Sは貨幣と債券の需要関数の定式化に際して従属変数と独立変数とを混同している。

G—Sによる貨幣の需給均等式 $\frac{M}{p} = L\left(\frac{M}{p}, \frac{B-Bg}{i p}, Y, i, d\right)$ ①(3) において、左辺の従属変数 $\frac{M}{p}$ は右辺において独立変数として扱われているが、需要関数の独立変数となるものは金融資産の正味価値総額《Net aggregate value of assets》であつて、個々の金融資産〔ここでは $\frac{M}{p}$ 〕は分析において従属変数として扱われるべきである。すなわち前式は、例えば $\frac{M}{p} = L(A, Y, i, d)$, $A = \frac{M}{p} + \frac{B-Bg}{i p}$ ②(4)、と書かれるべきであるとしている。

パティンキン自身による需給均等式は次のように示されている。 $L\left(Y, i, \frac{M-Bg/i}{p}\right) - \frac{M}{p} = 0$ ③(5) 上の式において $\frac{M-Bg/i}{p}$ は外部貨幣の実質価値を示しており、定式化の結果だけを見れば純貨幣主義に従つたものと見なしようが、 $\frac{M-Bg/i}{p}$ は、《独立変数となるのは正味価値総額である》という立場から、内部貨幣をも含めた粗貨幣主義の方法に従つて得られることをパティンキンは明らかにしている。

内部貨幣のみからなる経済においては、③式の独立変数 $\frac{M-Bg/i}{p}$ と、②式のAは消え、②、③式は実質的に同じものとなる。しかしその場合にも、家計、企業の個別主体のそれぞれの貨幣需要関数においては、金融資産〔債券およびそれに対応する内部貨幣〕が従属変数としてとどまることをパティンキンは示している。

以上のパティンキンの批判に対して、G—Sは金融資産の代りに実物資産を持ち込むことにより需要関数の修正を行ったことを山田助教が紹介しているが(6)、実物資産によって、外部貨幣の裏付けとなっている実物資産又は政府証券を意味するとすれば、G—Sはパティンキンの立場を認めたと考えることができる。

又、内部貨幣のみよりなる経済に対して純貨幣主

義を適用した場合の価格水準の決定性について、パティンキンは次の見解を示している。

内部貨幣のみからなる経済においては、貨幣供給均等式は③式より $L(Y, i) - \frac{M}{p} = 0$ と示される。この体系において任意の p の上昇は需要函数 $L(Y, i)$ には何ら影響を及ぼさないことは明らかである。しかし $\frac{M}{p}$ の低下により、右辺からわかる通り、結果的に貨幣に対する増分的な需要が生じる。この増分需要は債券の超過供給→利率の上昇→商品の超過供給という経路を通じて価格水準を再び低下させる。すなわち純貨幣主義に従っても価格水準は決定的である。

パティンキンは大略以上の如き見解にたつて粗貨幣主義と純貨幣主義が両立すると主張する。

内部貨幣と外部貨幣の比率を攪乱しないような仕方では貨幣供給が行われる時には数量説が妥当し、実質変数の変化をもたらさないというG-Sの議論に対してパティンキンは、分配効果が存在しないということが前提されている以上、当然に金融資産に対する需要パターンの攪乱が生じない方法で貨幣供給も行われるべきであり、それは前述の如く内部貨幣と外部貨幣の両者が一定の比率を保って供給されることも先の前提の中に含まれるべきだとして、G-Sの分配効果についての議論は論理性を欠いたものであると述べている。

貨幣ヴェール観から抜け出して以来最近まで、貨幣の積極的作用については、我々は流動性選好理論に基づく利率経路による説明を唯一の武器としてきたが、周知の通り投資の利率弾力性については論議が分かれている。

一方極く最近において、例えばラドクリフ・レポートに見られるように、貸付資金市場における資金の貸手の態度が一般流動性により規制されるとするいわゆる流動性経路を通じる貨幣作用が解明されているが、その理論的な発展は尚今後に残されている。

以上、G-Sの内部貨幣、外部貨幣の概念に基づく貨幣作用分析を概観し、それに対するパティンキンの批判を取り上げてみた。パティンキンの指摘するようにG-S理論には若干理論的斉合性に欠ける点があるが、この新概念は、従来の利率経路分析、流動性経路分析と共に、実物経済と貨幣経済との間を架橋する有力な一つの分析用具となり得る。

- (1) G-S主著 P. 146 では、外部貨幣のみからなる初期均衡を想定しているが、内部貨幣を最初から導入した方が理解が容易であり且つ現実的であると考え、数字に若干の修正を施した。
- (2) D. Patinkin: *Financial Intermediaries and the Logical Structure of Monetary Policy* A. E. R. March 1961, 邦訳、金融機関および貨幣政策の論理的構造〔現代の金融理論〕所収
- (3) G-S主著 P. 251. $\frac{M}{p}$: 実質貨幣残高, $\frac{B-Bg}{ip}$: 本源証券の民間による実質保有残高
Y: 所得, i: 利率, d: 暗黙の預金利率 $\ll \text{Implicit Deposit Rate} \gg$ これについては後述する。
- (4) 前掲書 Appendix P. 320. パティンキンは本文と Appendix の間に関連がないことを指摘している。
- (5) D. Patinkin 前掲書, 邦訳 P. 203 貨幣需要函数が所得・利率・富に依存するという仮定から得られる式である。民間部門〔企業・家計の二つを含む〕の富は定常状態においては所得の資本化価値は一定と考えられるからこれを省き、二つの経済主体の金融資産のみを合計して得られるものが $\frac{M-Bg}{p}$, これは外部貨幣の実質残高をも意味する。
- (6) 山田良治 \ll 貨幣の多様化需要と金融的成長 \gg 金融ジャーナル 1966. 1, P. 88. G-Sの修正式は $Md = f(r^x, a, Y_n, W_n)$ とされている。 r^x : 債券利率, a: 収益率, Y_n : human Income,

Wn: natural wealth. Wn が旧式の $\frac{B-Bg}{ip}$ と入れかわっている。紹介が極めて簡略なため G-S の主旨は正確には把握し難い。

III 多様化需要

金融機関の分業的発達に伴う各種金融資産の多様化が貨幣需要に及ぼす作用について G-S の説くところを検討してみたい。

その前に、企業部門における貨幣需要、すなわち本源的証券の供給と実物経済の成長との関連についての G-S の議論をごく簡単に追っておこう。

G-S はこの関係について本源的証券発行額 = 所得比率、 $\frac{B}{ipY} = (n - \frac{r}{p}) \frac{K}{Y} / 1 - \frac{i}{n}$ [フロー] と負債 = 所得比率、 $\frac{B}{ipY} = (n - \frac{r}{p}) \frac{K}{Y} / n - i$ [ストック] という概念を定式化することによって説明する⁽¹⁾。発行比率・負債比率の両者とも、経済成長率 (n)、資本収益率 (r)、資本係数 ($\frac{K}{Y}$)、利子率 (i) に依存し、資本と証券のフロー = ストック比率が共に成長率に等しい場合 [$n = \frac{\dot{K}}{K} = \frac{\dot{B}}{B}$] には、発行・負債比率の間には一定の比例関係が成立する⁽²⁾。又後者は成長率の上昇と共に資本係数に接近することも明らかにされる。

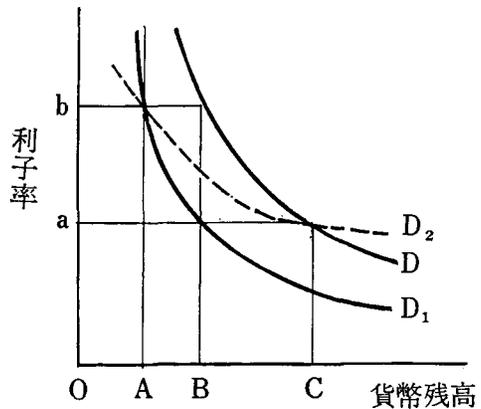
一般に経済の成長と共に増大する企業の貨幣需要は、次に検討する多様化需要と並んで貨幣需要々因の中で大きな位置を占める。

さて、従来、貨幣の需給市場のメカニズムは専ら流動性選好理論によって説明されるが、その場合に対象とされる金融資産は貨幣と一種類の債券のみからなっており、両者の間には完全な代替性が前提されている。しかし各種の間接金融資産が導入されると貨幣と本源的証券〔流動性理論における長期債券に相当する〕の完全代替性は崩れ、間接金融資産の有する貨幣的性格〔資本損失を蒙る程度が非常に小さい〕がそれらの資産と貨幣との代替性を強め、貨幣需要を減少させる方向に働く。

一方多様化された金融資産の蓄積は、≪貨幣価値を確実に保有する程度という意味での流動性≫を低下させ、資産保有による不効用を増大させる。この危険を避けるために貨幣に対する需要が生じる。金融資産の多様化に基づく貨幣需要、すなわち G-S の言う多様化需要である。

貨幣需要に対する以上の二つの相反する攪乱的作用を考慮すると貨幣需要曲線はより利子弾力的なものになる。

長期債券〔本源的証券に相当〕の他に短期証券が存在し、両者の間に借替が行われる場合を例にとりて貨幣需要への影響を明らかにしてみよう⁽³⁾。



上図の曲線 D は長期債券のみが存在する場合の貨幣需要曲線である。今、短期証券が導入され、その時、もし全ての利子率水準において民間の黒字主体が長期から短期への借替 ≪unfunding≫ を行うとする。借替に伴う管理費用の増大は貨幣需要をある程度増加させるが、一方で、短期証券は長期証券に較べ将来価格についての確実性が非常に高く、それだけ資本損失を蒙る危険が少ないため、借替は全体としては貨幣需要の減少をもたらすだろう。それは図において D から D₁ へのシフトとして描かれる。

短期利子率は長期利子率の下に一定の格差をもって位置するという通常の場合において、長期利子率

が上昇しつつあるとする。これは長期債券の保有に高い利廻りをもたらすが、他方で、たとえ僅かにもせよ利子率の一層の上昇による大きな資本損失も予想される。この時上述の想定より短期証券も高い利回りにある筈だから、長期債券の保有による資本損失の可能性を回避し且つ比較的高い安全な収益を得るために一般に長期から短期への借替が行われるだろう。それは曲線 D_1 によって明らかな如く貨幣需要の減少を意味する。

反対に長期利子率が下落しつつある時は長期債券の利廻りは低いが、その保有による資本利得が期待できる。この時は勿論短期証券の利廻りは長期利回りよりも低くその保有は低収益しかもたらさないから保有の魅力も弱い。この場合には長期債券の保有による資本損失の危険は小さく、逆に資本利得が一般に期待できるから、短期から長期への借替≪funding≫が生じるだろう。

将来の利子率に対する予想に基づいて長期から短期への又は短期から長期への借替が以上のように行われるとすれば、貨幣需要曲線は点線で示した D_2 の如き形を取ると考えられる。

以上は長期債券と短期証券との間に行われる借替操作が貨幣需要に及ぼす影響を説明したものであるが、この議論は本源的証券と各種の間接金融資産との間にもあてはまる。すなわち、間接金融資産の多様化に伴う多様化需要〔貨幣需要以外の他の金融資産に対する需要も含む〕は貨幣需要曲線をより利子弾力的にし、多様化需要の存在しない時に成立する均衡利子率とは異なった均衡利子率を成立させる。

G—Sによれば、貨幣需要曲線が底辺部分でフラットになるということは貨幣当局が所期の利子率水準をもたらすためには、貨幣供給を大幅に動かさなければならず、それは結果的に貨幣供給者たる商業銀行の行動を一層厳しく制限することになる。

G—Sの主著では述べられていないが、上の議論から一つの重要な命題を引き出すことができる。す

なわち、一定の本源的証券のストックの下において、言いかえれば、一定の所得水準の下で〔多少厳密さを離れて言えば、所得分配率、支出傾向、生産力を所与とすれば、本源的証券のストックと所得とは一義的な関係にあると考へ得るから〕異なった利子率が成立しうる。その時の利子率の高さは間接金融資産のストックに影響される。

このことは又次のように言うこともできる。すなわち、金融仲介機関の活動は利子率に影響し、それは本源的証券の供給条件に作用することを通じて所得水準の変動にも関与する。

G—Sの貨幣需要分析は利子理論の展開にも大きな示唆を与えてくれる。詳しい検討は別の機会に行いたいが、G—S理論は、ストック分析に基づく長期的視野からの利子率決定機構を含むものであると言える。これに対して、従来の流動性選好理論はフロー概念を用いて短期の立場から利子率の決定メカニズムを明らかにするものとして対比させることができる。結論的に言えばこの二つの決定論は互いに両立する。

一方、古典派の貯蓄・投資説に基づく利子論の強調する実物要因〔資本の生産力〕は、G—S理論の中で企業が本源的証券の保有者に対して支払う利子に化体していると看なすことにより、実物利子論と貨幣的利子論を結びつける一つの鍵をそこに見出すことができる。

現実には言うまでもなく複数の利子が存在し、通常それらは一つの利子体系を作っている。重要なことはその利子体系の中で最も支配的な役割を果たしている利子は何かということである。もし投資資金の需給過程で定まる利子が支配的であるとすれば、体系としての利子率水準の決定に際しては実物要因が大きく作用すると言える。他方、金融的流通の場において成立する利子が支配的であるとすれば、その時の利子率水準の位置は、例えば流動性選好理論によって説明できるであろう。G—S理論は前者の見

方に立つ利子論を含んでいると解釈できる。

(1) G—S 主著 P. 96—107

(2) 高田博《金融論講座》 2. P. 123—127

G—S のリジッドな仮定を一般化し、経済成長に伴う証券ストックの資本ストックへの接近の仕方を明らかにしている。又山田、前掲書はこの一般化の下でも G—S の発行比率の定式が成立することを証明している。

(3) G—S 主著 p. 163

IV むすび

従来、貨幣量は外生変数として扱われる場合が多いが、現実には商業銀行によって創造される預金通貨が総貨幣供給量の大きな割合を占めており、その供給は商業銀行の利潤極大化行動に基づいて内生的に決定される。

従って貨幣当局による貨幣総量の規制は当然に間接的方法による他なく、そこから、一定の価格水準を維持するために貨幣当局がその掌中に保持すべき最少限度の規制手段を明らかにしておくことが重要となる。

これに対する G—S の結論を最初に示せば、次の三つの変数、すなわち準備〔商業銀行の中央銀行に対する準備預金〕、準備残高利率〔準備に対して支払われる利子〕および預金利率のうちいずれか二つを貨幣当局が規定することにより価格の決定性が保証される。G—S は、産出物、本源的証券、貨幣、それに準備の各資産の需給均等式を導き、その式体系の中で種々の貨幣政策の適用が価格水準の決定性にどのように作用するかを詳細に吟味することを通じて上の結論を引き出している。

パティンキンによると、G—S はこの定式化に際しても独立変数と従属変数を混同しているために、論証の仕方が迂遠となり、且つ結論も正確さを欠いているとされる。

パティンキンは G—S 体系に対して、価格水準を全く含まない実質変数のみからなる需給均等式体系

を導き、その体系内では貨幣錯覚が作用しない限り、貨幣当局をも含めた各経済主体の行動は単に収益率については決定的であるが、価格水準については不決定であることを論証している。

価格水準の決定性が保証されるためには貨幣当局の行動が貨幣錯覚に陥ることが必要であるとして、取られるべき最少限度の政策手段は、(1)名目準備を規定し更に、(2)準備利率又は預金利率のうちいずれか一つを規定することであると結論づけている。

G—S の結論では上の(1)と(2)の間にも代替関係を認めているが、パティンキンの論証の仕方は理論的斉合性においてすぐれており、結論も厳密である。

商業銀行は準備制度の対象とされることにより金融資産の保有又はそれに対応する貨幣供給を準備相当額だけ制約される。更に、準備利率は一般に低位にあるから、その保有残高がもたらす収益は他の金融資産を保有することによって得られる収益よりも少ないだろう。商業銀行は極大化行動を貨幣当局により制約されることになり、他の金融仲介機関に比して不利な立場に置かれる。

先にもふれたように金融仲介機関の発達は商業銀行に対する貨幣当局の規制をより厳しいものにし、それは商業銀行から更に利潤機会を奪うことになる。そのような傾向は長期的には銀行の資本＝資産比率を低下させることにも通じる。

商業銀行の存在を正当化するためにも、金融規制の対象を拡大すべきであるという G—S の見解が上の議論から引き出される。

G—S が貨幣を内生的に扱った点に注目したい。従来の信用創造理論では銀行の極大化行動とは無関係に、単に機械的に銀行の潜在的供給能力を算定するに過ぎない。G—S が述べている如く、それは貨幣需要函数および一般貨幣均衡を無視して導かれたものであり、その意味では貨幣供給を外生変数として扱う場合と大差ないものと言える。

需要函数については、既に流動性理論又は数量説の立場から実証分析に基づく統計的測定まで行われているが、貨幣供給函数の理論的發展は今後に残されている大きな課題である(1)。

G—S理論は資産選択理論に基づいており、各経済主体の極大化原則は資産を最適ポートフォリオ水準に分散保有することにより得られるとされている。

G—Sに即して言えば、最適ポートフォリオ水準は、実物資産、債券および貨幣からそれぞれ得られる収益率、すなわち限界賃貸率《Marginal Rental Rate》、利子率および暗黙の預金利子率《Implicit Deposit Rate》の間に均衡関係が存在する場合に得られる。

限界賃貸率についてはそれが資本の限界生産力に相当すると述べられているが、暗黙の預金利子率という概念は非常に不明確である。それを構成する要素として、貨幣保有による①資本損失の回避、②他の資産の購入に伴う手数料の節約、③借入費用の節約、④現金割引購入の可能性等が並べられているが、それが明示的な債券利子率や限界賃貸率と比較されうには百分比で明示されることを要する。限界効用理論における可測性の議論を援用することに

よって、必ずしも明示されなくてもよいという考え方は果して成り立つだろうか。

付言すれば、G—Sは各経済主体の行動の基準を全てポートフォリオ理論に求めており、経済主体はその限りにおいて均質的なものとして扱われているが、モデル構成上単純化のためやむを得ないとしても、例えば企業と家計における経済合理性〔極大化追求〕は果してこの同一原理のみから納得的に説明しうるものだろうかという素朴な疑問を抱く。

G—S理論は、アメリカの今日の金融組織の発展を前提とした議論であり、今日の我が国の金融パターンにこれをあてはめてみても必ずしも実りある結果が得られるとは思わない。特に、我が国の銀行は兼営主義的色彩が強く、間接金融に占める位置の大きなことを考え合わせる時、貨幣需要曲線は各種の間接金融資産の衝撃を考慮したG—Sの曲線とは当然異なった形が予想される。従ってそこから導かれる政策的見解も相違するだろう。

- (1) Ronald. L. Teigen: The Demand and Supply of Money. 前掲 Readings 所収。需要、供給の各函数が非常に利子弾力的であることを実証的に解明している。

以上