

翻訳

A. D. Bain 『The Control of the Money Supply』(Ⅳ) (Penguin Books. 1980))

訳者 河合正修*

Masanobu Kawai

目次

編集者の序文

序文

- 1 序章
- 2 銀行預金の供給
- 3 貨幣需要(前号)
- 4 貨幣、信用と経済活動(本号)
- 5 金融統制の技術
- 6 金融目標と金融指標

4. 貨幣、信用及び経済活動

序文

まさに、我々は貨幣需要を分析するいくつかの対立した理論的アプローチがあることを見てきたので、そこで、我々は金融統制が経済に影響を及ぼすであろうと思われる経路のメカニズムについての対照的な見解を見ることにする。一方においては、何人かの理論家は貨幣供給と支出との間の直接の関係に強調を置き——厳密な貨幣数量説の下で既に議論されている需要関係を逆転する——、そして、他方において、金融的諸条件を変更することによって、特に利率を変更することによって、それゆえに貸出量と借入量に影響を及ぼすことによって、金融統制が経済に影響を及ぼすと論じている何人かの人がいる。

前者の学派に従えば、貨幣供給の増加はある貨幣保有者が彼らの資産構成において過剰な貨幣残高を保有していることを意味している。均衡回復過程において、これらの貨幣残高は直接的にかあるいは金融機関の仲介を経て実物財貨あるいは

サービスに転換されていくであろう。財及びサービスの需要圧力は産出高を刺激し、そして、産出高の額が貨幣供給の増加に比例して増加するまで、物価上昇を促すであろう。この‘貨幣(マネタリー)’学派はより一般的な金融資産に対する利率に如何なる特別な強調を与えていない。

後者の学派はこれらの利率に対する貨幣供給の変化の主な直接の影響を見出し、そして、信用の費用とアベイラビリティに及ぼす貨幣供給の変化の影響を強調した。借手に課された利率の低下は直接に消費と投資を刺激するか、あるいは貨幣供給の上昇による金融状態の一般的な緩和は金融機関をして潜在的な借手に資金をさらに容易に利用できるようにする。かくして、借手をして相対的に低コストの資金源に借入れを請うことを容認し、そして、もしそうでなければ、何らかのかなり有利な条件で資金を取り入れることができないであろうような何人かの借手に資金を利用できるようにする。

本章の次の2つの節において、我々はさらにマネタリー・アプローチを考察しよう。そして、残りの節では信用メカニズムを通じて効率的な金融統制のためにみたされなければならない諸条件を問題にする。

貨幣乗数

利率を通じての間接的な関係というよりもむしろ、貨幣供給から所得水準への直接的な因果関係が存在するというを保持しているこれらの経済学者は間接的な効果が存在するかもしれない

*教授

ことを否定していない。彼らは計測された利率が恐らく問題になりそうな広範囲の暗黙的な利率率についての内容の粗末な指標であるということだけを論じているのであり、そして、事情がどうであろうとも、消費あるいは投資に対する測定された利率率の変化の影響が直接的な統計分析に含まれているであろうということを論じているのである。貨幣供給が増加する時には、人々は彼らの貨幣残高が人々の正常な必要水準を上回って上昇するということを認めている。貨幣残高を引き下げのために、人々は金融資産を買うのと同様に財貨ならびにサービスを購入するであろう。金融資産の購入がただちに測定された利率率に影響を及ぼすであろうが、そのような金融資産の購入はまた利率率以外の信用状態にも影響を及ぼすかもしれない。例えば、もし建築組合がより多くの預金を受け入れるとするならば、建築組合はまず最初に多くの借手に貸出をすると思われる。そして、借手に対して利率率を低下させるというよりもむしろ不動産価値のより多くの部分まで融資するであろう。借手が建築組合からより多くの資金を得ることができるということを知っているこれらの借手はより多くの金額を彼らの家屋の調度品と器具に支出することになる。そして、そのような支出は測定された利率率に何らかの変化を伴うことなくして増加する。貨幣（マネタリー）学派は直接利率率の変動にまで廻りうる効果に焦点を当てる理論は誤解を招くおそれがあると論じている。なぜなら、これらの理論は測定された利率率の変化には結び付きえない支出に対する重要な効果を明らかに考慮していないからである。

しかしながら、支出の変化が貨幣供給の変化のすぐ後に続くことはこの系統の議論の分担ではない。短期的には、人々は余剰現金残高を保有するか、あるいは暫くの間より少ない現金残高に耐えるかもしれない。それゆえに、支出者に対するいくらかの費用あるいは不便宜にあっても、信用メカニズムは貨幣供給の減少が即座により低い支出に反映されることを阻止するかもしれない。しかし、このことは論じられていることであるが、一時的現象である。この制度にはある程度の弾力性は存在するが、常態に帰する圧力はこの制度が歪められるやいなや生じる。かくして、貨幣供給

の変化は結局は所得額のそれにつりあった変化に反映されることになる。半年以内に支出に対するかなりの効果が有りそうに思われるが、調整に要される時間を取り囲むかなりの不確実性がある。総合的な調整が2年以上に渡って展開することはないように思われる。

貨幣乗数は貨幣と所得の関係を手短かに述べている。貨幣乗数は貨幣の供給の1単位の変化によって引き起こされる所得の均衡変化を測定する。その概念は所得決定の理論における周知のケインジアン乗数のそれに類似している。最も単純なケインジアンモデルを利用するならば、もし投資水準が自律的なものとして扱えるものであれば、そしてもし所得と消費を結び付ける安定的な関係（消費関数）が存在するとしたならば、その時、所得乗数は投資の1%の変化によって誘発される全体の所得変化率を測定する。同様に、もし貨幣供給が自律的なものとして扱えるものであれば、そしてもし貨幣と所得を結び付ける安定的な関係（貨幣需要）が存在するとしたならば、その時、貨幣乗数は貨幣供給の1単位の変化によって引き起こされた均衡所得の変化率を測定する。

この陳述における二つの‘もし’という点が強調されねばならない。単にもし、貨幣供給が所得水準と独立して決定されるのであれば、貨幣から所得への因果関係は存在しうる。これが様々な時点に各国で妥当となる程度は多くの議論の課題である。何人かの経済学者はある特定の期間を通じて、イギリスとアメリカでは、貨幣供給が実際上の目的のために外生的なものとして扱われえたと、別の時期には、所得から貨幣へのはっきりとした反響があったように思われると論じたのである。まさに因果関係の方向が逆転されていたのである。

貨幣需要の性格とその安定性は詳細に前章において議論された。貨幣乗数に関するごく最近の研究は貨幣需要が恒久所得の関数であるという仮説に基づいていたので、それゆえに、それは現在の所得水準に加えて過去の所得に結び付けられていたから、利率率を明示的に考慮することはなかった。我々が既に注意したように、これは統計分析において取り上げられた利率率の変化に起因する間接効果についての議論によって正当化されう

る。さらに、貨幣供給の変化が実質利子率に対して一時的な影響だけを及ぼし、それが長期的に貨幣的諸要因によってというよりもむしろ実物的諸要因によって決定されることが主張された (Friedman, M (1968), 'The role of monetary Policy', Amer. econ. Rev., vol. 58, March, pp.1-17.)。

ウォルターズ (Walters, A. A. (1966), 'Monetary multipliers in the UK, 1880-1962', Oxf. econ. Papers, new series, vol. 18, November, pp.270-83.) は過去約80年に渡るいくつかの時点のイギリスにおける国民総生産の名目額に対して及ぼす貨幣供給の変化の影響を調査した。1914年以前の30年間において、彼は貨幣供給が自律的なものとして取り扱えたということを論じている。すなわち、公定歩合は金融政策の主要な武器である。そして、彼の考えでは、公定歩合の変化は国内の経済情勢とほとんど不明瞭な関係を持つ金の移動によって主に決定される。この期間の彼の研究成果は、貨幣供給の1%の増加がもし実際に自律的なものであるならば、それは本年度と翌年度の半ばまでにおいて認められる効果の凡そ半分のために、国民総生産の1%の増加よりも幾分下回る増加を引き起こすことになるということを示唆している。1922年から1938年までのデータ分析は一見これらの成果を立証するようにおもえるが、しかし、ウォルターズ自身が論じているように、貨幣供給がこの期間の大部分に渡って自律的であったと信じることは困難である。すなわち、1932年以降、金融当局が低金利政策を採用している間、貨幣供給は需要の変化に対応していたということがはるかに事実らしいように思える。1955年の後半から1962年の至る四半期毎のデータ研究は無内容の成果をもたらした。この期間における政府の物価と所得の安定を達成するという試みは貨幣供給が決して自律的ではなく、また貨幣乗数は重要でないということを示したものである。

フリードマンとシュバルツ (Friedman, M and Schwartz, A. J. (1963b), 'Money and business cycles', Rev. Econ. stat., vol. 45, Supplement, February, pp.32-64.) によるアメリカについての最初の研究は1.84の貨幣乗数の推計値を算定した。しかしながら、ウォルターズ

(Walters, A. A. (1965), 'Professor Friedman on the demand for money', J. Polit. Econ., vol. 73, October, pp.545-51.) はこれがただ唯一の即時的乗数であることを示したのである。例えば、それは、調整が完了する以前の最初の期間にだけ生じるのである。そして、また所得に対する長期効果についての対応乗数が約0.6であることを示している。これらの数値の間の相違は貨幣需要を説明する関数における現在所得というよりも恒久所得の使用から生じる。

ウォルターズ (Walters, A. A. (1966), 'Monetary multipliers in the UK, 1880-1962', Oxf. econ. Papers, new series, vol. 18, November, pp.270-83.) のイギリスの分析はまた貨幣供給の変化と所得の必然的な変化との間のラグについてのいくつかの表示を与えている。彼は貨幣の変化についてのおよそ半分の効果が、翌年にその残余が残るので、同年に生じるように思われることに気付いたのである。アメリカについて、フリードマン (註には該当箇所なし) は貨幣供給の変化とその所得に対する効果の間のラグは変化に富んで長期に渡るものであるということ論じたのである。経済活動水準におけるピークと底と貨幣供給の変化率のピークと底を比較することによって、彼は16ヶ月のピークと12ヶ月の底との平均的なラグを得た。しかし、水準と変化率とを比較する理由は説得力がない。そして、アンドウ、ブラウン、ソローとカレケン (Ando, A., Brown, E. C., Solow, R. M. and Kareken, J. R. (1963), 'Lags in fiscal and monetary policy', prepared for the Commission on Money and Credit, Prentice-Hall.) が指摘しているように、もし経済活動の変化率とその比較のために用いられるのであれば、それは多かれ少なかれ貨幣供給の変化率の平均と一致するであろう。

「マネタリー」アプローチの真価がこれから証明されなければならないと結論付けることは正しいように思われる。貨幣供給が自律的であるという度合いは貨幣乗数の安定した測定値が見出されていないということに異議を唱えている。すなわち、貨幣供給の変化とその所得水準に対する効果との間のラグの期間については意見の一致を見ない。

貨幣供給論争

政策目標にとって、貨幣供給の変化の所得水準に及ぼす影響が適切な精密さによって予測できるのか否かを知ることは有益であろう。この適切な精密さとは所得を測定するその他の利用することのできる方法の正確さとの比較によって説明される。

一つのアプローチは貨幣供給変化に対する所得の反応をその‘独立支出’に対する反応と比較することである——基本的には、貨幣乗数の安定性をケインジアン乗数の安定性と比較することである。フリードマンとマイゼルマン (Friedman, M., and Meiselman, D. (1963), ‘The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier’, prepared for the Commission on Money and Credit, Prentice-Hall.) は長期に渡って貨幣数量説とケインジアン理論の簡単な見解を比較することによってこれをなすことを試みた。彼らは、1930年代を除いて、貨幣供給が所得の決定要因として独立支出よりも重要であると結論付けている。しかしながら、彼らの分析及びその成果は一般に経済学者によって批判することなく受け入れられることはなかった。実際に彼らが駆使したアプローチの方法論と特定の手段がいくつかの攻撃にさらされている。

フリードマンとマイゼルマンの研究の主な方法論上の批判は彼らが採用したところの独立方程式のアプローチに向けられた。彼らの批判は連立方程式の体系が経済における相関関係とフィードバックとの複雑さを説明するために必要であることを論じている。独立方程式は経済構造にほとんど光りを投げかけることはない。ステファニエッジ (参照に該当個所なし) が論証しているように、フリードマンとマイゼルマンによって証明さ

れた6つの方程式の内の唯一2つの方程式だけが彼らの単純な構造モデルから導出されうる。より複雑なモデルを使用することによって、アンドウとモデリアニ (Ando, A., and Modigliani, F. (1965), ‘The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier, 1897-1955’, *Amer. econ. Rev.*, vol. 55, September, pp.693-728.) は貨幣と独立支出とは共に所得に影響を及ぼし、特に後者はより大きな影響を及ぼしたことを示唆したのである。

第2の方法論上の問題は貨幣供給が自律的であるというその程度である。貨幣供給は1930年代、あるいはマネタリー・モデルが明らかにうまく機能し、ケインジアン・モデルがかなり不完全にしか機能しなかったという戦時中には外生的であったように思われぬ。因果関係の方向を決定することの困難は既に議論された。激しい攻撃がフリードマンとマイゼルマンの独立支出の尺度に対して向けられた。彼らの独立支出と消費の尺度は総所得の何らかの慣例的な定義を示すために加えたのではない。これらは彼らが‘独立’支出という項目を選びだすために採用した方法におけるいくつかの論理的矛盾のようであった。そして、その他の調査は独立支出の別のそれにかわる方法が貨幣数量説のモデルから得られたそれよりも時にはずっと優れた向上した所得の測定を与えるということを示した。

フリードマンとマイゼルマンの方法論的アプローチに従って、バレットとウォルターズ (Barrett, C. R., and Walters, A. A. (1966), ‘The stability of keynesian and monetary multipliers in the United Kingdom’, *Rev. Econ. stat.*, vol. 48, November, pp.395-405.) はイギリスについての同様な研究を実施した。彼らは投資乗数が貨幣乗数よりも所得を測定するうえでより有効である

1) この論争はさらに続く。この論争については次の著作を参照せよ。

Anderson, L. C., and Jordan, J. L. (1968), ‘Monetary and fiscal actions: a test of their relative importance in economic stabilization’, *Federal Reserve Bank of St Louis Monthly Review*, November, pp. 11-24., Davis, R. G. (1969), ‘How much does money matter?’, *Federal Reserve Bank of New York Monthly Review*, June., Deleuw, F., and Kalchbrenner, J. (1969), ‘Monetary and fiscal actions: a test of their relative importance in economic stabilisation’, *Federal Reserve Bank of St Louis Monthly Review*, April, pp. 6-11., and Artis, M. J., and Nobay, A. R. (1969), ‘Two aspects of the monetary delate’, *Nat. Inst. econ. Rev.*, August pp.33-51.

ことを見出したのである。しかし、彼らの研究はフリードマンとマイゼルの研究と同様な反駁の余地があった。

我々はこの論争¹⁾が確かに‘ケインジアン’の経済モデルに対して‘マネタリスト’の経済モデルの優位性を立証できなかったと結論付けることができる。これはケインジアンの諸要素と貨幣数量説の諸要素を共に含んだ一般モデルに関してのみなされるものである。そしてその一般モデルの範囲内で多くの変数の変化に対する所得の感応性が推計される。しかし、同様に論争は金融的諸要素が重要でないということを証明していない。貨幣供給の変化は直接的であれ間接的であれ利子率の変動あるいは信用のオペラビリティを通じて所得に影響を及ぼすという見解を排除する理由はないのである。これらの信用の効果に我々は今や進むことにする。

金融的諸要素と実質所得

貨幣供給の変化は潜在的な借手が資金を獲得することのできる、そしてまた潜在的な貸手が資金を利用しうる諸条件に影響を及ぼす。支出に影響を及ぼすある一定の変化の効力は一般的に金融諸条件の反応の性格と規模に依存し、そして、これらの諸条件の変化に対する支出フローの感応性に依存する。その他の事情を同じくすれば、利子率の上昇が大きくなればなるほど、そして貨幣供給の減少から生じた信用の引締めが大きくなればなるほどに、実質支出に対する影響はより大きなものになる。しかし、もし、投資支出もしくは消費支出が金融の諸条件に対して不感応的であるとしたら、利子率及び信用のオペラビリティは大きな変化さえも効果のないものとなろう。

支出者が外部の供給者からの金融に大幅に依存している時、そして支出と内部資金のオペラビリティとの間の同調性が弱いものであれば、支出は金融諸条件の変化に対してかなり感応的であろう。貨幣供給の変化の効果は投資支出の高い利子弾力性によってもまた増大する。その理由は利子率が高い時には、借手は借入を望まないということか、あるいは企業は彼らが投資のために彼ら自身が保有する金融資産を使用すべきか否かということを決定する際に外部資金の費用を考慮

するかのいずれかによるものである。

見落とされてはならない1つの重要な要因は、貨幣供給の変化によって引き起こされようと、またさらに直接的にその他の金融措置の公示によってであろうと、金融統制の期待に及ぼす影響である。もし金融措置についての見通しが企業家をして彼らの将来の経済活動についての見解を変更するよう至らしめ、そして結果的に彼らの売上と利潤の見込みを変更するよう導くとしたならば、彼らの投資支出は反応を示す。これらの効果に関する統計的証拠を得ることは非常に難しいことである。しかしながら、我々の印象では企業心理の動揺は——例えば、英国産業連盟のイギリスにおける産業動向によって示唆されているように——かなり激しいものになり、実際の状況の変化によって説明しうるよりもさらに激しいものである。少なくとも、金融措置に関する公示はもしそうでなければ生じたであろう見込みの調節を促進するであろう。本章の残りの部分で、我々は金融政策に都合の良い諸条件が存在するところのその程度を研究するであろう。利子率と信用供与は金融統制に反応を示すのか？どのような諸条件のもとで、またどの程度まで企業及び個人は外部資金に依存するのか？消費と投資は利子率と信用引締めの変化にどの程度まで反応を示すのか？

金融統制、利子率及び信用のオペラビリティ

需要された貨幣量と様々な利子率との間の関係についての証拠に関する我々の説明において、我々は利子率が貨幣需要に重要な影響を及ぼすことを見た。例えば、アメリカにおいて、実際に長期利子率の5%から51/2%へのごくわずかな変化は需要された貨幣の均衡額への実際に大きな約7%の低下を引き起こすのに十分なように思える。別の観点からこのことを考察すれば——すなわち、金融統制の観点から考察すれば——、均衡が達成された時には、貨幣供給の大きな変化は実際に長期利子率の小さな変化を達成することを必要とされる。もし、イギリスに関するフィッシャー (Fisher, D, 'The demand for money in Britain: quarterly results, 1951-1967' Manchester Sch. econ. Soc. stud., vol. 36, December,

pp.329-44.)の推計が信じられうるものであれば、貨幣供給の減少についての均衡に対する影響は相当に大きなものであろう。 -0.3 の弾力性のもとで、4%の貨幣供給の減少は8%から9%へと長期利率を引き上げるのに十分である。

これらの推計は完全な調整が生じた後の諸条件について言及している。部分調整モデルは、短期的には利率に及ぼす影響がより大きいものにならうということを示唆している。アメリカについてのハムバーガイ (Hamburger, M. J, 'The demand for money by households, money Substitutes and monetary Policy', J. Polit. Econ. vol. 74, December, pp.600-623.)の研究とイギリスについてのエルモカダム (El-Mokadem, A. M., 'A study of Personal Saving in the U. K, 1948-1966', unprelised Ph. D. thesis, University of Manchester.)の研究は共に家計部門の貨幣需要が3ヵ月間では十分利率の変化に順応しないということを見出した。そして、短期における部分調整の利率弾力性は完全調整の弾力性よりもかなり低いものであるということを見出したのである。このことは、貨幣供給の変化の利率に及ぼす影響は完全調整の弾力性が伴うものよりも短期的に十分大きなものにならうことを意味している。

金融統制によってもたらされた債券利回りの変動は重要である。なぜなら、この利回りの変動は事業債の市場と信用市場の両市場における諸条件に影響を及ぼすからである。債券利回りの急騰、特に一時的と思われる急騰は、事業債の市場から無用の費用のたかつく責務の課されることを望まない産業借入れを歪めることになる。それゆえに、このような急騰はもし彼らがそうでなければ望むであろうよりもより長期のために銀行あるいはその他の短期信用を利用することを彼らに促す。さらに、債券価格の低下は新規発行が証券引受業者に委ねられるような状況を引き起こす。それゆえに、利率がその頂点に到達したと思われるまでは、新規発行を提示することは大変困難になる。1969年の春と夏におけるイギリスの事業債市場はこれらの諸条件の好例である。預金銀行による銀行貸出の削減の失敗は——当局の要請にもかかわらず——事業債市場が預金銀行に与える庄

力を反映している。

金融統制によって影響を受けているのは長期利率だけではない。貨幣供給の変化は相対的に長期利率よりも短期利率のより大きな変化を引き起こす。それゆえに、短期利率はまた直接公定歩合の変化によって影響を及ぼされるか、あるいは直接金融当局によって統制されるその他の中軸となる利率の変化によって直接影響を及ぼされることになる。第3章で、我々は、アメリカでは、短期利率との関係で貨幣需要の弾力性がわずかに -0.2 であることを見た。貨幣供給の2%の低下は完全な調整が済んだ後には10% (5%から51/2%への上昇)だけ短期利率を引き上げるだろう。そして、その最初の影響はより大きなものとならう。イギリスでは、公定歩合の変化は即座に貯蓄預金に対して認められた統制利率と預金銀行による当座貸越に課された統制利率の変化によって追従されることになる。その他多くの短期利率、例えば地方公共団体と割賦金融会社の短期預金の大部分に対する利回りはまた公定歩合と連動しており、そして、形式的には連動していないその他の短期利率は概して存在するその他の短期利率と連動して変動する傾向にある。

短期利率が直接支出にかなりの影響を及ぼすのか否かということは後に議論されることであろう。差し当たり、非銀行預金取扱金融仲介機関は度々彼らの(統制)利率の変更が遅れを取ることはあるが、非銀行預金取扱金融仲介機関によって提供された、また課された利率もまた影響を被ることになると指摘することで十分である。これは、短期利率の上昇がもし持続するとしたならば、それは最終的には建築組合の出資金と預金(あるいは、アメリカでは、貯蓄貸付組合の預金)にまで及ぶであろうということの意味する。そして、徐々に借手に対するこれらの機関の手料を引き上げることにならうことを意味する。しかしながら、これらの利回りが遅れる傾向は、利率が上昇する時、これらの機関が度々これらの機関の獲得することのできる資金の流入量の一時的な減少を被ることを意味する。そして、これらの機関は貸出を配分する手段として割当制を用いることになる。これはアメリカ(例えば、1966年の末)とイギリスの両国において実証された。

これまで、我々は株式の利回りについては言及を避けてきた。つまり例えばトービン (Tobin, J., *An essay on principles of olebt management* prepared for the Commission on Money and credit, Prentice-Hall.) が重要なものとしてみなしているところの株式の利回りに対する効果である。金融政策は資本の供給価格とりわけ重要な部分である普通株に対するその効果を通じて投資に影響を及ぼすことになる²⁾。金融引締め政策が株式の利回りに影響を及ぼすと期待されるところの4つの方法を区別することはおそらく価値のあることである。まず第1に、もし競合する資産の利回りが上昇するならば、株式の利回りもまた上昇するように思える。しかし、トービンはある程度の実質価値の確実性を与える普通株がこのような属性を欠いている貨幣や債券のかなり粗末な代替物であることを論じている。それゆえに、債券の利回りの上昇は実際には株式の利回りにはほとんど影響を及ぼさないであろう。第2に、金融引締め政策は投資家に将来の利益の予想を下方に修正させ、かくして、既存の株式価格の水準の基礎を侵食し、下落を引き起こすことになる。第3に、短期信用の費用の上昇は、特にもしそれが株式市場において悲観的な志向と結び付けられたのであれば、何らかの投機的な持株の換金を助長することになる³⁾。最後に、アメリカでは、連邦準備制度理事会は委託保証金率を引き上げることができた。かくして、委託保証金に基づいて信用売りされた何らかの持株を換金せしめ、また株式価格を引下げ、株式の利回りを引き上げることになる。また、株式市場はきわめて変動が激しいために、志向に影響を及ぼすことに成功した引締め政策から守られた利回りの変化は収益の見通しによって保証されたものをかなり上回りうることもあろうということが看取されるべきである。1969年の1月から8月のイギリスでの株価の30%の下落を見れば明らかである。

本節の結論は金融政策の手段が十分に資本と信

用のコストとアベイラビリティに影響を及ぼすことができるということである。事業債の発行費用の上昇は、もしそうでなければ、新たな借手に利用されえたとであろう資金の流入量を減らし、銀行信用を停止してしまう。高い短期利子率はその他の金融仲介機関を通じた資金の流入を妨げる。そして様々の要因が株式資本の利回りを引き上げるように作用する。そして、費用のその他の要素との関連で資本の供給価格を引き上げる。

企業の手元流動性

1959年に公表された報告で、ラドクリフ委員会は産業ならびに商業の支出に影響を及ぼす金融政策の能力に極端に懐疑的であった。1950年代の金融措置の影響についてのラドクリフ委員会の一般的な結論は、'採用された金融手段が製造業における投資の半分以上を占めている大企業に影響を及ぼさなかった。それらの企業の計画や公益企業の計画はいずれも利子率の変化に大きな反応を示さなかった。民間部門のより小規模に組織された分野においては、それほど重大ではないにしても、ところどころに圧力がかかった'(第472項)。このような結論は金融引締めに対するかなり重要な反応についての証拠を見出しえなかったという委員会の成果を反映している。委員会はこれを戦後初期における極めて高い企業の手元流動性に起因するものとした。それでいながら、1955-57年において流動性のかなりの低下が起こったが、委員会は'これらの企業の大部分が1957年までに困窮するほどの流動性の低下という局面に達した'のかどうかということに躊躇していた(第479項)。金融政策との関連という問題に関する限りでは、委員会は1960年代は1950年代に類似するであろうという態度をとったが、しかし、委員会は'一般に民間部門、特に最も急速に成長する諸部門は引き続き金融情勢に比較的依存することなくしてあり続けることができる'(第486項)のかどうかに関しては疑問を表明した。

2) しかしながら、我々は企業に対する資本コストがその企業の普通株の利回りというよりも、むしろ企業の成長、長期債務の費用及びその他の借入の費用によって調整された株式利回りの加重平均であることを記さねばならない。

3) このことは財政措置の結果としてイギリスで発生した。すなわち、1969年の夏以降、投資家はこのような目的で借り入れた資金に対する利子との関係でもはや減税の対象とはならなかった。

アメリカの通貨信用委員会は1961年に報告を行った。彼らはまた‘企業投資が利子率に対してほとんど明瞭なる感応性を示さず、さらに企業家は利子率の変化によって影響を及ぼされることはないということを企業家が証言した’ (第51項) ということを述べた。委員会は次第に企業投資の大部分が内部資金によって調達され、これらの資金に対して望まれる収益率は直接利子率の変化に関係するものではないと伝えられた。しかし、委員会はこれらの議論はおおげさに述べられていると考えたのである。すなわち、‘たとえもし、企業が景気後退期と回復期の初期にはかなり内部資金に依存しえるとしても、外部金融の比率は一般的に回復期の後半と好況期には上昇し、それによって、これらの時期に金融政策の効果を高めることになる’ (第52項)。

これらの報告で表明された見解は検討されるべき2つの問題を提案している。すなわち、1960年代の企業の手元流動性にどのような事態が発生したのか、そして、どの程度まで企業は資金調達としての借入に依存していたのか？イギリスにおける1952年から1965年までの企業金融の傾向はイングランド銀行 (1967) によって評されている。このイングランド銀行 (1967) は1951年から1958年の末まで、イギリスの企業は彼らの流動資産の保有をざっと7億ポンド増加し、他方で銀行借入を5億ポンド以上増加したということを示している。第6表は1958年以降生じた事態を示している。

総流動資産は増加し続けたが、しかし、以前の時期と比較して、この上昇は緩慢かつ断続的なものであった。1959年から1962年との間と、再び1963年から1966年との間に、ほとんど変化が記録されなかった。もし、国民総生産が総売上高の代用として利用されるならば、総売上高に対する流動資産の保有比率はざっと25%ほど低下した。

同時に、銀行からの借入は、1958年以降、ほぼ4倍増と激しく上昇した。借入は毎年増加し、特に1960年と1964年のような数年のブームの時には激しい上昇を伴った。流動資産保有の緩慢な上昇とのみ結び付いた過大な借入の純流動性の影響はもちろん急激に減少し、それはブームの時期に集中した。1960年代におけるかなり流動的な状態と

表6 イギリスの産業及び企業の手元流動性：(1958-67)

年度	総流動資産 (百万ポンド)	銀行借入 (百万ポンド)	純流動資産 (百万ポンド)
1958	4,346	1,211	3,135
1959	4,687	1,585	3,102
1960	4,733	1,949	2,784
1961	4,738	2,180	2,558
1962	4,636	2,419	2,217
1963	4,985	2,887	2,098
1964	4,976	3,584	1,392
1965	5,015	4,059	956
1966	5,073	4,282	791
1967	5,503	4,528	975

出所) 1958年の数値については Revell (1967) に基づき著者が計算したものであり、これは Bank of England Quarterly Bulletin に記録された変化に調整されている。そして、市場性証券の金額の変化についての配慮がなされている。

表7 アメリカの企業部門の手元流動性：(1958-67)

年度	総流動資産 (十億ドル)	銀行借入 (十億ドル)	純流動資産 (十億ドル)
1958	53.9	26.4	27.5
1959	57.3	31.2	26.1
1960	54.4	33.8	20.6
1961	55.5	35.4	20.0
1962	53.6	38.0	15.6
1963	54.2	40.9	13.3
1964	50.6	43.6	7.0
1965	47.4	52.8	-5.4
1966	47.7	59.7	-12.0
1967	43.6	64.9	-21.3

出所) Federal Reserve Bulletins

は異なり、イギリス企業は銀行信用の需要を大きくし、そして、流動資産の実質価値が低下するのを容認したのである。

第7表が示すように、同様なパターンがアメリカでも広まったのである。総流動資産保有は実際にドル表示で減少し、そして、純流動性の低下はイギリスよりも一層大きなものであった。国民総生産との比較において、1967年の総流動資産保有は1958年保有額の半分以下であった。

イギリスならびにアメリカにおいて似ていたのは流動性の傾向だけではなかった。流動資産は両国における企業のバランス・シートにおいてかな

り同様な比重を占めている。1958年には、イギリス企業はアメリカの企業よりもやや流動的であった。すなわち、流動資産の保有はアメリカの7%と比較してイギリスでは総資産のほぼ9%に達したが、その一方で、銀行借入は総資産の31/2%で、アメリカでは約1%イギリスよりも高かった。その時(1958年)以降、イギリスにおける銀行借入の依存のはなはだしい高まりはたぶん後者の銀行借入の相違を取り除くが、しかし、依然として流動資産の保有水準における何らかの不一致があるに違いない。しかしながら、アメリカの企業はイギリスの企業よりもその量に応じてより多くの企業間信用を供与する。それゆえに、1958年には、これは純流動性の差額を相殺するのに十分である。1958年以降利用することのできるアメリカにおける企業間信用の推計値とイギリスについてのいくつかのかなり不確定の推計値はその状況というものがほとんど変わるものではないということを示唆している。

我々はイギリスとアメリカの両国における企業が1950年代の末時点の企業よりも今日ではそれほど流動的でなかったということを経験付けることができる。最近10年間に於いて、企業は以前よりもかなり一層銀行借入に依存している。結果的に、企業部門における過剰流動性が金融政策の恒常的あるいは持続的な障害になろうということを経験する理由はないのである。

この問題を離れる前に、我々は企業流動性における景気循環的なパターンに注意をひかなければならない。特に、イギリスでは、流動資産の取得は景気循環の回復期の初期に幾分高水準になる。その時得られた流動資産は成り行き次第で緩衝財を与えるのに役立つ——たとえもし、これらの企業の総売上高が拡大するとしても、企業は流動資産の保有のさらなる増加なしですます——、そして、引締め的な金融措置の影響を妨げることになる⁴⁾。企業流動性の景気循環的な動向が金融政策

に決定的な影響を及ぼさないであろうが、その影響が認められる以前に、時間的な隔たりの間隔を拡大するようになる。

企業金融の源泉

企業の資本支出ならびに信用状況の変動から企業を隔離するこのような大量の流動資産保有の欠如はもちろん有効な金融政策が可能であるということを保証するのに十分なものではない。もし、企業が内部に生じた支出と資金の流入を同調することができるのであれば——利潤と減価償却引当金を保有する——、企業は外部借入の必要を全くもたないであろうし、もし企業がそうすることを選んだとしても、企業は信用状況を無視しうる立場にある。企業が金融政策によって影響を及ぼされるであろう度合いは、企業がかなり外部資金に依存する時に、最も信用状況に感応的となるところの資本支出のために企業が外部資金に依存する度合いを反映する。この点において、また最近のイギリスの傾向はラドクリフ委員長によって概観された期間の状況よりも金融政策にとってさらに好ましいものであった。

企業はイギリスにおける粗固定投資と在庫積み増しのみならず、企業経営権買収と吸収合併に関連して、海外投資とその他のイギリス企業の証券からの現金の取得を含んだ様々の目的のために資本金を使用する。1952年から1958年の7年間に於いて、産業ならびに商業企業の内部資金は企業の資本需要の85%を供給した(Bank of England, 1967, p.37)。第8表はごく最近の経験を示している。

1958年から1967年を取り上げれば、自己金融は企業の資本金の72%を供給した。自己金融は1950年代末にはこの水準よりも高いものであったが、1965年もしくは1966年までは低い水準であった。そして、自己金融はその時以降上昇したのである。(1966年と1967年の間の激しい上昇は基本的

4) このような議論は企業が貨幣の取引需要と類似した流動資産の取引需要を持っているという認識に基づいている。他の事情を同じくすれば、総売上高が上昇するにつれて、企業はより多くの流動資産を保有しようと望むであろう。しかしながら、利用しうるキャッシュ・フローと実物資産に対する支出が完全に歩調を合わせることは無いという事実は企業が時折この次第によって削減するところの‘超過’保有分を企業が積み立てていることを意味している。これらの超過保有分は企業の正規の取引需要——例えば、利率に感応的であるような——における何らかの節約行為に加えて、当分企業に金融引締め政策の影響を回避させるものである。

表8 イギリスの産業ならびに商業企業：自己金融（1958-67）

年度	資金の資本利用 (百万ポンド)	貯蓄 (百万ポンド)	外部資金源 (百万ポンド)	自己金融 %
1958	2,311	1,938	373	84
1959	2,569	2,021	548	79
1960	3,409	2,484	925	73
1961	3,091	2,132	959	69
1962	2,831	1,950	881	69
1963	3,206	2,418	788	75
1964	4,220	2,787	1,433	66
1965	4,189	2,815	1,388	68
1966	3,638	2,464	1,174	68
1967	3,321	2,733	588	82

出所) Central Statistical Office National Income and Expenditure, 1968, Table 32 and 6; and Bank of England Quarterly Bulletin, December 1967.

な傾向を過大視している。なぜなら、貯蓄は選択的雇用税の初期の影響によって歪められているからである。) 企業の資本金の残りの部分は外部に見出されなければならない。ラドクリフ以前の時期と比較すれば、外部資金の寄与度はおよそ2倍になった。それゆえに、金融政策が有効に働く余地がかなりあったのである。

過去10年間に渡る平均は企業の需要の一般水準を示している。けれども、循環対抗金融政策との関係において、年々の変動はより重要である。通貨信用委員会(1961年)は、外部金融が上昇し、流動資産が削減されつつあった時には景気循環の回復段階後期における最大需要の期間に注意を払った。当委員会がアメリカでみられたのと同様の際立った循環パターンがイギリスでも存在した。資本ならびに信用市場での企業の需要は一般的に景気循環の回復段階の初期には模様眺めの状態であったが、経済活動が回復期に渡って活発になるにつれて、かなりの規模に成長する。1961年から62年と1964年から65年における絶頂期まで、企業は企業の必要額の30%以上を借入れていた。また必要とされた外部資金の比率の激しい上昇が、企業支出の絶対水準がまた急速に上昇するときに発生したということが看取されるべきである。まさに、第8表に示されているように、外部供給源からの資金量は1959年から1960年の間に

ざっと4億ポンド増加し、1963年から1964年の間には、6億5千万ポンドほど増加したのである。これらの変化があまりにも大きすぎたがために資本市場では資金を供給しえなかった。それゆえに、第6表が示しているように、1960年と1964年にはイギリスの企業部門における純流動性の急激な低下が例外的に見られ、その時には、銀行は中心的な資金供給者であった。

この証拠は、イギリスでは近年、企業が外部資金に依存しなかったので、金融政策が必然的に有効たりえなかったと信ずる理由がまったくといってないことを示すのに役立つ。反対に、企業は一貫して大幅に借入れを行い、彼らの借入れは最大需要時に激しく上昇した。そして、銀行——通常金融統制の第1目標である銀行——は中心的な資金の供給者になった。

企業部門における投資需要の利子弾力性

我々は今日産業投資が1950年代においてよりもさらに資金のアベイラビリティと費用の変化に感応的であるということをサポートする一応の理由があることを見てきた。しかし、これは必ずしもそれほど価値があるわけではない。一体どれほどの感応性が過去において認められているのかどうかという問題が残っている。産業投資に及ぼす利子率の影響に関してラドクリフ委員会を疑わしいもの

5) 勿論、彼らの論法は産業家達によって提出された証言によって支持されていた。

とした推測的な論法を思い起こすことは価値がある⁶⁾。借入資金に対する利率は、たとえもし利率が上昇したとしても、依然として十分な利潤を残すために、典型的な産業投資計画から期待される収益に比較して低いものになる。すなわち、利子（および元本）の償還の実質的な負担はインフレーションによって引き下げられた。そして、これが継続するよう期待された。そして、利子が課税利潤を計算する際に費用として扱われうるために、あらゆる利率の変化からの効果は課税によって緩和された。現在の状況において、このような議論はどれくらい説得力があるのか。

注意すべき前置き事項は資金コストの投資に及ぼす影響を考察する際に、長期債券利回りに集中して取り組むだけでは不十分であるということである。概して企業が投資決定にとって問題とするのは資本のコストである。これは株式資本、長期の固定利子付き借入と短期借入のコストの加重平均である。

1950年代末以来、資金コストと産業投資の平均収益率との間の差額の縮小が生じた。短期ならびに長期債務の名目利率の激しい上昇が生じた。そして、それは必然的にあらゆる予想インフレ率の変化よりも大きくなるはずである。したがって、保有債務元本の実質費用が上昇し、そして、株式資本の費用を測定する困難が存在する限りは⁶⁾、債務元本の費用の上昇を十分相殺する程には低下しないように思われる。さらに、産業投資の平均収益率は低下した。かくして、資金コストの上昇は今や企業家の利潤マージンへのより大きな食い込みを引き起こすことになる。そして、課税が部分的に債務元本の増分費用を相殺することは依然として真実ではあるが、これは株式資本に対して適用されない。

さらに、重要な点は大蔵省証券と長期債券の利回りの何方も資金コストの適切な指標とはならないということである。なぜなら、種々の資金源泉の相対コストは一樣ではないからである。トービン (Tobin, J., 'An essay on principles of debt management', prepared for the commission on Money and Credit, Prentice-Hall.) が指摘するよ

うに、債券利回りの上昇は債券利回りと株式利回りとの間の差額の縮小と結び付いている。そして、金融引締めにおいて、長期債券利回りは上昇するが、それらはずねに、特にもし企業が企業間信用の過大の行使を行うか当座借越しを増加するというよりもむしろ割賦金融会社からの借入を余儀なくされるならば、短期借入の費用よりかなり下回ってしか上昇しない。

これらの困難にもかかわらず、最近まで、大部分の研究が債券利回りしか取り扱っていない。研究者は2つの選択可能な方法のいずれかを採用した——研究者は企業家がどこまで金融状態の変化に対応しようと考えているのかを確認するための調査を実施したか、あるいは研究者は資本コストが投資の決定要因の一つであるという計量経済学の研究に着手したかのどちらかである。

ホワイト (White, W. H., 'Interest-inelasticity of investment demand: the case from business attitude surveys re-examined', Amer. econ. Rev., vol.46, September, pp.565-87.) は1930年代末から1950年代初期までのアメリカ、イギリス及びフランスで実施された7つの調査研究の方法論とその結果を吟味した。これらの調査研究のいくつかは企業投資が信用状態の変化にほとんど反応しなかったということを証明するものとして幅広く解釈された。しかしながら、ホワイトはそのサンプルが決して典型的なものではなかったことを証明し、そしていくつかの調査研究から引き出された結論が誤りであったことを証明した。彼は、企業の投資需要が多くにより熱烈な金融政策の支持者が示唆するよりもそれほど利子弾力的ではないということとその調査が示す限り、その証拠は投資が金融政策を無効にさせるほど利率に非弾力的であるという結論を保証しないと結論付けたのである。

計量経済学の研究成果に目を向けてみると、利率の重要な効果を発見するというごく平凡な成果があった。通貨信用委員会としての企業投資の決定要因についての報告において、アイスナーとストロツ (Eisner, R., and Strotz, R. H., 'Determinants of business investment' prepared

6) 例えば、将来の配当の増加を考慮しなければならない。

for the Commission on Money and Credit, Prentice-Hall, 1963) は固定投資に対する利子率の何らかの直接的な効果についての証拠が説得力を欠いていると見抜いた。彼らの見解において、投資の主要な決定要因は最終需要の予想変化、例えば、加速度因子であった。それゆえに、最終需要に影響を及ぼすという所期の成果をもたらすどのような金融政策も投資に影響を及ぼすであろうが、しかしその他の方法であれば、とにかく何らかの効果がある以上、それはおそらく期待の変化あるいは明示的な利子率の変化というよりもむしろ信用のアベイラビリティの変化をもたらすことになろう。利子率が在庫積増しにかなりの影響を及ぼすという証拠はないのである。

しかしながら、通貨信用委員会としての別の調査研究において、アンドウ、ブラウン、ソローとカレケン (Ando, A., Brown, E. C., Solow, R. M., and Kareken, J. R., 'lags in fiscal and monetary policy', prepared for the Commission on Money and Credit, Prentice-Hall, 1963) は長期債券利回りが、資本設備の新規受注によって測定されるような、投資決定に影響を及ぼしたことを発見した。彼らは利子弾力性が -0.3 ないし -0.4 であると推計した。新規受注水準は次々に投資需要に強い影響を及ぼす。けれども効果が完全に行き渡るまでには、かなりの時間的な隔りがある——新規受注の変化のおよそ半分だけが最初の年の投資支出に見られるであろう。かなり時間的な隔りに依存する支出に対してよりも信用状態の変化がおそらく即座に影響を及ぼすと思われる受注に彼らの研究を集中することによって、アンドウ、ブラウン、ソローとカレケンはこの種の研究で普通に見られるようないくつかの計量経済学上の問題を克服することができた。

さらに最近の計量経済学研究の一部において、アイスナー (Eisner, R., 'A permanent of income theory for investment: some empirical explorations', Amer. econ. Rev., vol.62, June, pp.363-90.) は資本コストが投資支出にはっきりとした負の効果を及ぼすことを発見した。しかし、彼が資本コストを企業の市場価格の収益率として測定したために、彼はこの負の効果が債券利回りの変化からの直接的な効果にというよりもむしろ

期待収益の変動に起因すると考えた。

通貨信用委員会としての第3回目の調査研究において、クーとメイヤー (Kuh, E., and Meyer, J. R., 'Investment liquidity and monetary Policy', prepared for the Commission on Money and Credit, Prentice-Hall, 1963) は1947年から58年の時期のアメリカの企業投資を分析した。そして、また彼らは利子率に対する若干の感応性は流動性のストックが激しく減少した時期の主に最後の動きによるものであったということを見出した。このことから、彼らは金融政策の最大の効果が景気循環の回復局面の後半期に期待されると結論付けた——これは通貨信用委員会によって採用された見解である。

最後に、我々は固定投資が利子率に感応的であるということを示唆したその他の二つの最近の研究に言及すべきである。ブルッキング研究所のアメリカの四半期計量経済モデルの一部を成す研究において、ジョルゲンセン (Jorgensen, D. W., 'Anticipations and investment behaviour', in J. S. Duesenberry et al. (eds.), The Brookings Quarterly Econometric Model of The United States, Rand McNally, 1965) は資本の均衡需要が利子率に敏感であるということを見出した。これは、第3四半期の最初のラグの後に、投資がかなりの期間に渡って利子率の変化に反応したであろうことを意味した。デリュウとグラムリッヒ (Deleew, F., and Gramlich, E. M., 'The Channels of Monetary Policy' Fed. Res. Bull., June, pp.472-91, 1969) はまた資本コストを通じて作用するところの金融政策が産業投資にかなりの影響を及ぼしうるということを示唆する連邦準備—MIT計量経済モデルを用いて政策シミュレーションを報告した。

いくつかの試験的な証明は信用状態が在庫積増しに何らかの影響を及ぼすという見解をいずれもが支持するということを確認した。在庫積増しについての1つのモデルにおいて、アンドウ、ブラウン、ソローとカレケン (Ando, A., Brown, E. C., Solow, R. M., and Kareken, J. R., 'lags in fiscal and monetary policy', prepared for the Commission on Money and Credit, Prentice-Hall, 1963) は、その変動からの翌年の第1四半期の

間で生ずるところの短期利子率の変化に対する現実の在庫調整からおよそ第3四半期をもって、望ましい在庫水準の利子弾力性について -0.4 の推計値を得た。そして、ブルッキング研究所のモデルにおいて、ダーリングとロベル (Darling, P. G., and Lovell, M. C., 'Factors influencing investment in inventories' in J. S. Duesenberry et al. (eds.), *The Brookings Quarterly Econometric Model of the United States*, Rand McNally, 1965.) は小売業者の在庫保有における利子率の変動に対する若干の感応性を見抜いた。これらの影響を招いたのは利子率であるのかそれとも信用状態のその他の非価格の要素のそれと関連した変化であるのかということは未解決の問題である。しかしながら、資本コストは連邦準備-MITモデルにおいて在庫増しの重要性を証明できなかった。

実際に、全て計量経済学の研究はアメリカに関連するものである。利子率あるいは信用状態が何らかの影響を投資に及ぼすということを示唆するところの研究にここでの関心が集まるが、我々はさらに多くの研究が否定的な結果を与えたことを付け加えねばならない。初期の実証研究の大部分を方向付けた期間——1950年代——において、信用状態が重要であったと確かに我々は確信することはできなかった。しかしながら、何人かの研究者が重要な効果を発見したという事実は少なくとも微弱な影響があったことを示唆している。そして、その影響は流動性の状態が金融政策にとって有利であったごく最近の数年においてより強力になったように思われる (例えば、クーとメイヤー (Kuh, E., and Meyer, J. R., 'Investment liquidity and monetary Policy', prepared for the Commission on Money and Credit, Prentice-Hall, 1963) を参照せよ)。

計量経済学の研究から浮かびあがったもう一つの別の結論は将来の期待売上高が投資行動に重要な影響を及ぼすということである。金融政策が期待に影響を及ぼしうる限りにおいて、金融政策は投資に影響するであろう。もし、信用引締め措置が企業家のあらかじめ予想している売上高よりもそれが低下傾向にあることを企業家に確信させることができるとしたならば、企業家は彼らの計画

を下方修正することになる。そして、信用状態が緩和される場合には、またその逆になる。ある程度、これは様々の需要の構成要素に対する措置それ自体の成果についての正確な評価を反映するかもしれないが、しかし、度々期待の変化は状況が変わるであろうという直観的な確信を反映する。例えば、公定歩合の上昇は実質支出に対して効果的な直接の影響を及ぼすとは一般的に期待することはできない。しかし、もし当局がその他の措置——おそらく財政措置あるいは直接統制——を通じて過度に急速な需要の拡張を妨げようと意図することをシグナルとして解するとすれば、それは企業家に彼らの計画を控えさせることになる。

個人貯蓄と投資

ラドクリフ委員会 (1959) と通貨信用委員会 (1961) との両委員会とも個人貯蓄が利子率の変化に感応的であるとは思っていなかった。両委員会は割賦消費者信用の利用することのできる条件の変化は消費者の自動車あるいはその他の耐久消費財の購入にかなりの影響を及ぼすということを認めている。そして、両委員会は抵当資金の流れの変化が住宅建設の量に対して相当な影響を及ぼすと信じている。次の経験は個人貯蓄に及ぼす利子率の水準によるあらゆる影響を識別することは困難なことであるということを立て証した。貯蓄と貯蓄に代わるような貯蓄媒体との売却量はかなり相対利子率によって影響を及ぼされるという十分な証拠がイギリスに存在する。しかし、利子率の絶対水準の影響についてせいぜい我々が言うことは短期的には、消費が資産価格の変化によって影響をおよぼされることになる——株式と出資金の資本利得は消費を刺激するように思える——といういくつかの証拠がある。そして、依然として、このことは決定的に証明されることはなかった。アメリカでは、連邦準備-MITモデルはまた消費が資本利得あるいは資本損失によって影響を及ぼされることを示唆している。

割賦消費者信用に対する統制力についての十分な立証がある。統制が引き締められ、そして割賦消費者信用の成長率を低下させる時には、個人貯蓄比率——個人可処分所得に対する貯蓄の比率

——は上昇する。消費者信用の長期的な引締め効果は複雑である——より低い水準からではあるが、ある期間の後に当初の成長率が回復される——が、しかし、短期の効果は明らかに特に耐久消費財へ支出を妨げるということである。

最近の研究、例えばイングランド銀行 (Bank of England, 'Personal Saving and financial investment: 1951-1965', Quarterly Bulletin, vol.6, no.3, pp.246-56. 1966) はこの効果が割賦払融資に限られるものではないということを示している。銀行からの借入を含んだ消費目的の借入は同様な効果を持つ——1950年代のラドクリフ委員会の結論とは対照的である。その証言は、実質個人所得が堅調に増大しつつ、消費目的の借入が低調である時に、個人貯蓄比率が高いことを示している。逆に、実質所得が緩やかに増加し、消費目的の借入が低い時には、個人貯蓄比率が低くなる。それゆえに、2つの効果は統計上かなりはっきり認識することができる。たとえもし明示的な利率が個人貯蓄に影響を及ぼさないとしても、資金のアベイラビリティの変化は個人貯蓄に影響を及ぼす。

住宅建設に重要な影響を及ぼすのは利率の水準というよりもむしろ資金のアベイラビリティであることがしごく当然のように思われる。金融機関、特に建築組合と生命保険会社は、貸出需要が高水準である時には、度々これらの資金を配分する手段として非価格割当制を用いる。例えば、建築組合はそれらが借手に融資しようとしている住宅購入価格の割合を引き下げる。銀行は、住宅購入者が彼の保有する家屋の確実の売却契約を結ぶ時にのみ、'つなぎ' 融資を認める。そして、生命保険会社はこれらの機関の経営者が成立すると認めた住宅購入政策の公約に最高限度を置く。このような行動パターンは課せられた利率が市場利率を排除することになる利率以下で保たれる。それゆえに、利率の効果は結果的に隠蔽される。しかしながら、利率の硬直性は新規資金の抵当市場への純流入が資金供給の変化に対する調整の矢面に立つことを意味する——利率が一般的に上昇する時には、資金の純流入は低下する——。そして、新規の抵当資金の流入は民間住宅市場に対して強い影響を及ぼすことはかなり明確

なことである。住宅が売却されないままに置かれる期間は長期化する。そして、住宅のストックが増加するにつれて、住宅建設業者は彼らの建設計画を削減する。このようなラグが頻繁に起こるにつれて、もし建築組合が貸付の削減がありそうであるということを建築業者に警告することができるとしたならば、そのようなラグは減少するであろうが、支出に対する影響は必然的に遅らされることになる。このような行動パターンはアメリカにおける研究によって確証されたように思える。ブルッキング・モデルにおいて、マイゼル (参考文献に該当個所なし) は短期利率をあらゆる規模の住宅信用の指標として利用した。そして、それが住宅投資に重要な影響を及ぼすことを発見したのである。信用割当と資本の費用とは共に連邦準備—MITモデルにおいては重要であることが判明する。

結論において、我々は、利率の貯蓄ならびに投資の決定への効果を通じてというよりもむしろ資金のアベイラビリティの変化から生じる重要な影響によって、金融政策が個人部門の貯蓄と投資の両方に影響を及ぼすことを期待する十分な理由を持っている。

利率と政府部門ならびに海外部門における資金循環

金融政策の政府部門の行動に及ぼす影響は十分に資料によって証明されていない。中央政府の短期国債が相当あるようなイギリスにおいては、利率の上昇は、それが短期国債の収益を増加する以上に政府支出を増加させ、これが実現された政府貯蓄を減少することになるということが示されるべきであるが、短期的には、金融政策が中央政府の貯蓄と投資の決定に何らかの容易に評価できる影響を及ぼすということを期待することはおそらく非現実的である。また貨幣供給の伸びを抑制する政策は増税をするかあるいは支出を削減することによって政府にその借入需要を引き下げることを強いることになるということが起こりうる。イギリスにおいてのように、大量の国債が毎年満期を迎える時に、もし、中央政府が全体的に余剰であるとしたならば、公債管理の技術的問題はかなり容易になる。

ラドクリフ委員会は地方公共団体が金融政策によって影響を及ぼされているというようないかなる証拠も見出しえなかった。しかしながら、委員会が報告して以来、歳入から調達された地方政府の資本支出の比率の上昇がみられ、そして借入資金の比率の低下がみられた。我々はより高水準の平均借入費用がその原因であるということを立証することはできないが、しかし、それは決して想像することができないわけではない。また、高水準の借入費用は一部の地方自治体に資本支出を延期するよう奨励するという徴候もある。

イギリスにおける、高い費用に対するいくつかの対応はアメリカの証言と首尾一貫している。州ならびに市の支出に関する統計的な研究において、チャロットフェルプス（参考文献に該当箇所なし）は支出の4%から7%が1957年と1959年との信用引締め起因して延期及び削減されたことを見出した。

公営企業はイギリスの政府部門の第3の構成部門である。公営企業の資本支出が短期的に利子率の変化に感応的であるということ信ずる理由はない。長期的には、利子率の一般的な水準は公益企業が達成しようと試みる収益率の投資に及ぼす影響によって何らかの重要性を持つ。結局、高い利子率は販売ならびに投資計画にはね返る高価格を意味するものである。

政府部門を統一体として取り扱えば、金融政策は短期的にはほとんど影響をもたないことは明らかである。期待されることはせいぜい地方当局の投資に関するある程度の感応性である。

利子率と資金のアベイラビリティの変化に対する貯蓄と投資の流れの反応についてのこの説明を離れる前に、いくつかの海外部門の影響に注意を引くに値する。イギリスの利子率が他の国の利子率と比較して上昇するとき、そうでなければイギリスの資本市場で借入たであろういくつかの企業はその代わりに海外で借入る。もし、これらの資金がイギリスで利用されたのであれば、これらの資金はイギリスの資源に対する総需要の一因となる。かくして、金融引締め政策の収縮効果を弱めていくことになる。さらに、銀行制度と地方公共団体と割賦購入金融会社の預金市場を通じて、もしイギリスの高い利子率が資金を引き付けるの

であれば、海外資本はイギリスの借入人に利用されうるようになる。再びこれらの資金がイギリスにおける財ならびにサービスに対して支出されるのであれば、国内金融統制は阻害されることになる。

金融当局がそのような資金の流出入が生じることを見ることは難しいことではない——外国為替準備を得るかあるいは損ない、そして長期的な海外からの借入の場合には、それは記録済の国際収支となる——。適当な行動によって、金融当局はこれらの資本の流れを制御することができる。しかし、少なくとも過去の一つの例において、海外からの資金流入は準備ポジションに対する国際収支の悪化の影響を隠蔽した。それゆえに、イギリス当局をしてそうでなければ必要とされたであろう利子率の引上げと信用の引締めを延期させてしまったのである。

結 論

金融統制の経済に及ぼす影響についての分析は貨幣市場——‘マネタリー’アプローチ——あるいは信用市場——‘クレジット’アプローチ——かのいずれかに集中している。マネタリー・アプローチの支持者は貨幣供給の変化が支出に対する確かなそして予測のつく影響をまだ立証していない。貨幣供給と所得との間の因果関係の方向は論争中の問題になっている。それゆえに、我々はクレジット・アプローチを採用する。

貯蓄と投資の流れの性格についての調査は有効な金融政策が外部資金のかなりの量を利用する経済単位に依存し、そしてまた信用条件の変化に対する貸出と借入の感応性に依存するという結論を示す。イギリスとアメリカにおける両国の企業部門における外部資金の依存は特に景気循環の重要な局面において戦後10年の低水準を上回って増加するという明らかな証明がある。それゆえに、投資の決定、それゆえに実際の支出はまた信用条件の変化に対応するといういくつかの証拠がある。いくつかの場合においては、その効果は弱まり、そしていかなる場合にも、過去において強い効果は識別することはできなかったが、これは経済における国内部門の全てに程度を異にして当てはまる。さらに、投資支出が信用状況の変化に即座に

対応せず、その効果のかなりの部分は1年以上も先送りされるということは明々白々である。金融統制はまた資金の供給に影響を及ぼす。信用逼迫は消費目的の借入を妨げることによって個人貯蓄を刺激する。それゆえに、これは他の部門に収入から多くの資本支出に資金を調達するように誘導する。

証拠に基づいて、我々は金融統制が力を喪失したという見解を疑いなく拒絶しなければならない。しかし、同様に、金融統制が経済活動の水準の俊敏な変更を達成する手段としてはたとえ潜在的な危惧であっても有効性を失いかけているということも明らかなおもえる。このことは、

金融政策が景気循環の頂点と底では典型的な資本の流れの不均衡すなわち、望ましい貯蓄と望ましい投資との間の不一致を回避するという方向に向けられるべきであるということを示唆している。景気の過熱あるいは不況が既に確固たるものになる時には、それは、救済策というよりもむしろ融資活動を通じた防止策の問題となる。しかるべき時に、ほどよく利用される薬としての金融政策は景気循環を調整する役割を担っている。しかし、もし薬が過剰にそして誤った時に利用されれば、病気よりもさらに悪い影響を与えることになる。(未完)

(1999. 4. 1 受理)