

## 翻訳

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

訳者 河合正修\* 徳原 悟\*\*

Masanobu Kawai Tokuhara Satoru

### 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
- 4 貨幣、信用と経済活動 (前号)
- 5 金融統制の技術 (本号)
- 6 金融目標と金融指標 (次号)

### 5. 金融統制の技術

#### 包括的な統制技術と限定的な統制技術

本章で考察される金融統制手段は二つのグループに分けることができる。その一つは、当局がその裁量によってある中軸となる利子率に影響を及ぼす当局がある中核となる市場における取引に関与するような手段である。すなわち、このような統制手段は概して金融機関に広範な影響を及ぼし、そして、経済全体にわたる資本金と信用についての費用とアベイラビリティに影響を及ぼすことになる。他方で、当局は、特定集団の金融機関に適用する数多くの限定的な統制手段を利用することができる。このような統制手段の直接の影響は即座に該当する金融機関に限定されることになる。とはいえ、このような統制手段はまた他の金融機関への間接的な影響を引き起こすことになる。多くの事例において、このような統制手段による間接的な影響は、統制による直接の影響を無

効にする効力が多分にある。

ある事例がこのことを例証している。当局が、一般に、銀行貸出しが膨張しているような時期に、まさに一銀行からの民間部門への貸出しに対して最高限度額を設定することを仮定する。その直接の効果は、ほかならぬ限度額を設定された銀行のいくつかの顧客に対して資金を提供しないということである。したがって、ごく短期的には、顧客による支出の若干の減少が起こりうることもあろう。しかし、これらの顧客はすぐさま、貸出しの統制を受けていない他の銀行に近づき、そして、顧客はこのような銀行から資金を入手するであろう。(統制下にある銀行はそれほど積極的に預金獲得で競争することはないであろう。なぜならば、預金を有利に貸し出すことを許されていないからである。それゆえに、この銀行は、より高い貸出しを維持するために他の銀行によって必要とされている追加的預金を放棄することになるであろう。) この最終的な結果として、経済全体における信用のアベイラビリティ及びその費用の著しい変化を伴うことなく、信用が流れる媒介経路にわずかな変化が起こるであろう。

この事例はかなりばかげたもののように思える。なぜなら、いかなる管轄庁であれ、他の銀行を全く統制することなくして、一銀行だけを制限するようなことはありえないからである。しかし、このような統制と実際のいくつかの統制との間の相違点は本質的な差というよりもむしろ程度の差である。金融機関の集団——例えば、ロンド

\*教授

\*\*拓殖大学アジア情報センター研究員

ン及びスコットランド手形交換所加盟銀行——に対する限定的な統制は、これらの金融機関を迂回して、あらたな信用の流れが生じる度合いに応じて有効性が失われていくことになる。統制を受けている部門に担われている伝統的な信用の流れの割合が大きくなればなるほど、そのような統制は効果を増すようになる。なぜなら、このような統制がさらにひろまるにつれて、統制下にある金融機関を迂回することは次第にそれほど容易なことではなくなり、より多くの費用を要することになる。新たな金融機関が発達することのできる速度やこの金融機関が現行のファイナンス経路に取って代わる速度を我々は軽んじてはならない。このようにして限定的な統制による直接の効果を漸次弱めていくことになるからである。これを回避するために、当局は、イギリスの経験が実例をあげて教示しているように、統制網をさらに広範囲に拡大していくことを余儀なくされる。限定的な金融統制の有効性は、短期的には、現行のファイナンス経路を抑制するその能力に依存することになる。長期的には、包括的な統制効果と同様に、この統制効果は全ての供給者から民間部門の借手にファイナンスの費用とアベイラビリティーに対して限定的な統制手段の影響をもたらすことになる。

### 包括的な統制手段

イギリスでは、考察すべく三つの包括的な統制手段がある。すなわち、政府証券の公開市場操作、公定歩合の操作と公衆に売り出された非市場性政府証券の条件の管理という三つの包括的な統制手段がある。これらの統制手段の内でも最も重要な統制手段は大蔵省証券や金緑証券の公開市場操作である。銀行とこのような操作との密接な関係——公定歩合を効果的にすること、すなわち、このようにして他の多くの利子率と公定歩合との間の伝統的な結びつきを正当化することと銀行の流動性に影響をあたえることという両方の関係——は既に本書の第二章で説明されているが、しかし、今やこのような操作のさらに広範な金融活動への影響を一瞥することが必要である。

利子率の期間構造の決定要素は重要な論争の論題である。我々はこの論争を詳細にここで考察す

ることはできない。ある見解では、長期利子率は短期利子率の将来の情勢に関する投資家の期待を反映するものである、ということが言われている。この見解が正当たる限りにおいて、当局は公定歩合を統制することあるいは、例えば、当局が新規債を発行する条件を利用することによって、期待に影響を与えることで、利子率の期間構造を適切に変更することができる。当局の公開市場での取引規模は、投資家の期待に対する当局の影響力を通じて、間接的にのみ期間構造に影響を及ぼすことになるであろう。

これに代わる見解は、投資家が満期の幅において常在地をいくらか選好するために、市場が分割されているというものである。生命保険会社や年金基金は長期債を好むのに対し、諸銀行や割引商社はそれぞれ十年以上で満期を迎える国債と五年以上で満期を迎える国債を保有することを嫌がる。投資家は適切な価格インセンティブを与えられる時だけ、投資家は自らが選好する満期幅以外の国債を保有することを促されることになる。

この理論は、当局が市場で保有されている中心的な政府債の構成を変更することによって、様々な満期構造を持つ債務の相対利子率に影響を及ぼすことができるということを暗示している。短期の国債あるいは大蔵省証券の購入と同時に起こるような長期の金緑証券の売却は長期利子率を引き上げ、短期利子率を引き下げる傾向がある。どの程度まで長期利子率をこのような手段によって統制することができるのかということは長期の貸手、特に例えば年金基金や生命保険会社のような金融機関が、その資産構成において政府債を民間部門の債務あるいは株式の代わりに保有しようとする意志に依存する。これはまた資本市場において民間部門の借手が資本の費用から受ける影響の度合いにも依存するが、相対利子率の変化に応じて短期の借入を長期の借入の代わりに利用しようという借手の意志は中心的な政府債の満期構造の変化からの影響を相殺することになる。このような統制の効果を発揮する範囲は限られたものとなる。なぜなら、一方で当局はかなり大きな規模で影響を及ぼすことができるが、民間部門は事実上新規借入の満期構造の変更を制限されており、しかもこの新規借入は債務資本の未償還残高との関

係においてわずかなものであるからである。

当局はまた、公定歩合と非市場性政府債——国民貯蓄——に対して予告された条件の統制を通じて、名目値であるところの利子率の絶対水準に影響を及ぼすこともできる。多数の利子率、例えば手形交換所加盟銀行預金利子率や当座貸越利子率は伝統的に公定歩合に結びついている。そして、国民貯蓄の利用可能な条件の変化は度々同じ方向への変化と結びついている。もっとも、例えば住宅金融組合の出資金及び預金のような密接に競合する金融資産に対する利子率においては、厳密に同時かつ同じ規模で必ずしも結びついているわけではない。

当局の措置によって誘導された利子率の動きは資本市場及び信用市場における広範囲の金融機関やその他の参加者の行動にかなり包括的な影響を与える。もちろん、影響を受けたほとんどの機関は当局が売買する資産を専門的に取り扱っている金融機関である。従って、借換操作は投資信託、年金基金、建築組合にとどまらず銀行の動きにも影響を及ぼしそうである。銀行預金の水準がかなり敏速に現金準備に反応するようなアメリカでは、公開市場操作の諸銀行に及ぼす影響は特別な留意を要するために選出される。すなわち、公開市場での売りオペレーションが実施される時には、銀行資産の乗数的な収縮が生じることになる。しかし、アメリカの状況においてさえ、そのような影響が決して諸銀行に限られているわけではないということを理解しておくことは重要なことである。なぜなら、最初の公開市場での売りオペレーションとそれに続く諸銀行による売りという双方の利子率への影響は経済全体に及んでいくことになるからである。イギリスでは、預金銀行に対する伝統的な流動性比率の存在が同じような留意をそれに払えということを示唆している。しかし、我々が既に考察してきたように、流動性比率は厳格なものではなく、その他の流動性資産の増加が中心的な流動的政府債の減少を相殺してくれるのである。それゆえに、銀行部門のこのような任務でさえ、アメリカにおけるこれとよく似た任務よりも、当局の市場操作の影響を受けることはないのである。代替的な流動資産の創出がまた限定的な統制によって妨げられていない限りは、

イギリスの預金銀行は中心的な流動的政府債が変化しても一定の乗数額だけ民間部門への貸出しを削減する必要はないのである。とはいえ、重要なランクの資産の供給の減少は銀行保有資産の規模すなわち残高のいくらかの再調整を引き起こすように思われる。

これらの包括的な統制技術の際立った特徴とは、統制が資金の流れに引き起こすところの諸変化から統制の有効性が制限されるということである。そのような変化は、特定のファイナンス経路あるいは特定の借手の経路に設定された障害から生ずるというよりも、むしろ利子率と全般的な金融環境の変化から生ずるものである。

### 支払準備率操作

当局の自由裁量による数少ない包括的な統制手段とは異なり、限定的な統制手段が比較的多く存在することはほとんど驚くにはおよばない。イギリスにおける預金銀行に対する現金準備と流動資産準備はさておき、例えば、イングランド銀行への特別預金制度、ある特定種類の資産保有の上限規制、その他の銀行に向けての現金準備預金制度、そして銀行資産として保有されている特定の種類の資産に影響を及ぼす要請及び勧告など多数の統制手段がある。その他の金融機関の集団、例えば割賦販売金融会社のような機関はまた貸出し上限規制やあるいは保有資産の残高に影響を及ぼすような勧告に直面した。さらに、これらの武器は他の諸国の通貨当局にも利用することができるような十全たる武器庫を決して構成するものではなかった。その他の重要な統制手段は金融機関に対する証券準備率規制や国債や株式を保有するために用意されるであろう資金の条件を統制する委託保証金率の規制というものがある。

第二章で、我々は現金準備と流動資産準備が預金銀行に影響を及ぼすところの経路を分析した。したがって我々はこれらの準備操作についての詳細をここでさらに考察することはしないことにする。我々はその代わりに特別預金制度を考察することにする。この特別預金制度とはアメリカの各種の準備率操作に関する協定のイギリス改訂版としてみられているものである<sup>1)</sup>。

特別預金とはロンドン及びスコットランド手形

交換所加盟銀行がイングランド銀行に準備として保有することを要請された現金預金である。当初、特別預金は流動性比率を通じた銀行貸出しの統制を補強するための方策として導入された。すなわち、所謂銀行預金の1%に相当する特別預金を要請することによって、イングランド銀行は銀行の余分な流動性を節約することができるので、銀行融資の拡張を抑制することができる。(原則として、イングランド銀行が大蔵省証券の市場での慣行を変更する場合、特別預金はまた現金比率を通じて銀行貸出しの収縮を強制するためにも使用することができる。ところが、当局は現金供給よりもむしろ大蔵省証券の利率の統制を選ぶために、実際にこのような統制はこのようなメカニズムを通じて作用することはない。) イングランド銀行は一般的に銀行によって準備された特別預金に対して大蔵省証券の現行利率に等しい利率を支払う。しかし、1969年において、手形交換所加盟銀行に支払われた利率は、全体として、加盟銀行の貸出しに関する量的上限規制を監視することへの失敗に対する反則金として半減されてしまった。

イングランド銀行は特別預金と様々な流動性比率との間の相違を重要視しようと試みたのである。これらの事例は特別預金の要請についての心理的效果に基づいてる——イングランド銀行が信用を引き締めたいというような明確な告示はおそらく経営楽観論を挫き、そして企業支出を削減すると思われている。そして、またこれは銀行がお得意を失うことなく貸出の要請を拒むことを容易にするものである。というのは、支店長はイングランド銀行がはっきりと公表した制限を非難することができるからである。しかしながら、実業家が彼らの現行の融資枠を十分に利用することによって信用を必要とするような将来においても、信用が利用できることを確固たるものにしようと試みるような実業家による期待に反する心理的效果の危険がある。特別預金の要請から起こりうる心理的效果を支持する証拠が欠けており、それゆえに、1967年に、大蔵大臣は、将来これらの制度

はより弾力的に運営されることになるだろう——これらの制度が三年間据え置かれた後には！——と公表した。従って、特別預金と様々な準備率操作の間のあらゆる区別を事実上破棄することになるであろう。

実際には、特別預金は信用水準の変化を引き起こすことにおいてとりわけ効果があったとは思えない。これはイギリスにおける預金銀行を統制する手段としての流動性比率の欠陥をさらに明瞭に表している。なぜなら、いくぶんかは銀行が自らの保有資産である金銀証券を(わずかな費用によって)減らすことによって保有流動資産を補充することができるからである。まさに、ある時には、特別預金が銀行の保有する流動資産を削減することを確認なものにしようとして、イングランド銀行は銀行が彼らの保有する適格資産を減少することによって必要な現金を獲得することを期待しないということを明らかにした。

公開市場操作や数多くの準備率操作が現実的に別のものとしてみなされているような環境において、銀行預金の水準と銀行貸出しの水準を管理する手段としての公開市場操作や多数の準備率操作についての比較上の長所についてのかなりの論争がある。十分に発達した政府証券の市場がないときには、多岐に渡る準備率操作は優先的な手段——技術的困難はそれを除外する公開市場操作の実施を妨げること——になることが論じられていない。また、公開市場操作は外国為替あるいはその他の一時的な要因による毎日の操作から生じる銀行準備の比較的小さな変動を相殺する適切な手段であるということに関してはまったく疑問はない。したがって、論争は政府証券の十分に発達した市場が存在し、そして当局が銀行預金や民間部門に対する銀行貸出しの実際の変更を生じさせようとすることを望むような状況に限定されているのである。

銀行制度がリザーブ・ベース・メカニズムを通じて統制されるような時、すなわち当局が準備供給を決定するような時、二つの統制方法は別のものとしてみなされる。当局によって実施された政

1) アメリカでは、連邦準備制度理事会が準備率を変更する権限を有している。この準備率とは商業銀行が自行の預金債務の支払いとして連邦準備制度に預金することを要請されているものである。

府証券の公開市場売り操作は準備を吸い上げ、したがって、施行している預金に対する法定準備率によって、銀行預金の水準の収縮を促すことになる。支払準備率の増加は所定準備量の要求を引き起こし、そして準備が維持するであろうところの均衡預金水準を引き下げる。実際には、預金水準と準備水準との間の関連は厳密なものではなく、そして短期的には、両方の統制手段は準備の費用（明示的であれ暗示的であれ）を増加する影響を持つ。そしてこの準備費用の増加は新たな均衡へと銀行資産の調整を刺激する。しかしながら、説明のために、我々は準備比率が厳密に保持され、十分な調整が即時に起こると想定する。

銀行——典型的な銀行システムであることを想定する——すなわちバランス・シート1のような完全に均衡状態にある銀行を考察する。法定準備比率は10パーセントである。ここで、金融当局が公開市場操作による証券売却を実施したとしよう。すると準備は1だけ減少することになる。信用乗数が10であることから、これは預金の10の収縮を誘発する。バランス・シート2が、この銀行の預金収縮が発生した後の銀行の起こりうる均衡を示している。この事例では、証券に対する貸出比率は概算しておよそバランス・シート1の比率と等しいものになる。預金の同様な減少は法定準備比率を11.1%に引き上げることによって達成することができる。したがって、また90に対する所定準備量によって維持することのできる預金量を引き下げることによっても達成することができる。

バランス・シート3に示された状況を考察することにする。このバランス・シート3では、貸出量はバランス・シート2の貸出量と同じ量であるが、より少ない量の証券によってより多い量の準備が組み合わされている。このような状態は完全均衡の状態となりえるのか。

Aschheim (1963) ("Restrictive open market operations versus reserve requirement increases: a reformulation" *Econ. J.*, vol.73, June, pp.254-66.) は、この状況が均衡状態とはなりえない、ということを主張している。証券は準備以上の収益を生み出すので、バランス・シート3はバランス・シート2よりもさらに低い利益を生み出すこと

になる。そして、アッシュハイムにしたがえば、準備は証券よりもさらに流動的であるがゆえに、バランス・シート3はバランス・シート2よりもさらに流動的である。資産選択に際して、諸銀行はその流動性の入用と望ましい利潤を比較評価する。均衡状態では、収益の低下はさほど、いやほとんど全く流動性とは関連がないのである。それゆえに、アッシュハイムが言うように、もしバランス・シート2が均衡状態であれば、それほど利益とはならないが、しかし高い流動性を示すバランス・シート3は均衡状態とはなりえない。銀行は証券を犠牲にして貸出しの増加を選ぶことになる。それによって、流動性の限界縮小費用によって限界的に利潤を増加させる。この見解に基づけば、起こりうる均衡状態はバランス・シート4で示される。

バランス・シート1

負債		資産	
預金	100	準備	10
		証券	28
		貸出	62

バランス・シート2

負債		資産	
預金	90	準備	9
		証券	25
		貸出	56

バランス・シート3

負債		資産	
預金	90	準備	10
		証券	24
		貸出	56

バランス・シート4

負債		資産	
預金	90	準備	10
		証券	23
		貸出	57

このような状況において、公開市場操作は準備率の変動よりも好まれることになろう、とアッシュハイムは結論づけている。なぜなら、銀行貸付がさらに削減されるからである。ただ信用制限がさらにきびしくなるであろうという理由であれば、銀行貸付の削減による支出への影響はおそら

く証券売却による支出への影響よりも大きなものとなる。しかし、アッシュハイムの結論はそれを支持する論理とほとんど同様であった。これはとりわけ現著者——Bain (1964) ('Monetary Control through open-market operations and reserve-requirement variations', *Econ. J.*, vol.74, March, pp.137-46.) によって試みられた。

重要な問題は、準備が必ずといって証券よりもさらに流動的であるのかどうか、ということである。もし銀行がいくらかの超過準備を保有することを選んだのであれば、これは確かに超過準備に匹敵するものである。しかし、それは法定準備にはあてはまらない。銀行の閉鎖というような事態における流動性の不測の窮乏に備えて、銀行は二つの理由によって流動資産を保有することになる。その一つの理由は、預金の引き出しに対処するためであり、第二の理由は、銀行の顧客の正式な融資の要請に応じるためである。銀行準備のごくわずかな部分だけが預金の引き出しに対処するために利用することができる。なぜなら、銀行の保有する預金を維持するためにバランスが保たねばならないからである。大半のいかなる預金の引き出しも超過準備、証券の売却あるいは貸出しの収縮によって対処せねばならない。例えば、もし法定準備率が10%であり、超過準備が存在しない場合、預金の引き出しの90%は収益資産を調整することによって対処せねばならない。さらに、個別の銀行にとっては、貸出しの増加が預金の引き出しを伴うことはないために<sup>2)</sup>、法定準備はこのような流動性の入用を満たすことに必ずしも寄与するものではない。

どの実例となるバランス・シートにおいても、なんらの超過準備はなかった。バランス・シート3の準備はバランス・シート2のそれよりもさらに高いものではあるが、これらの準備全ては法定準備であった。法定最低準備——バランス・シート2の場合には10%で、バランス・シート3の場合には11.1%——を下回るかあるいは、貸出しの上限を制限することなく維持することが可能な最高預金引き出し額はバランス・シート2の場合よりもバランス・シート3の場合の下でより小さく

ることを示すことができる。アッシュハイムの主張とは対照的に、バランス・シート3はバランス・シート2よりも流動的ではなくなるのである。そして、また収益性も小さくなるために、バランス・シート3はおそらく完全均衡状態たりえるであろう。したがって、預金のある一定額を削減させるという点で、準備率の変更よりも公開市場操作の方が大きな貸出しの収縮を伴うことになるということを期待する理由はないのである。まさに、銀行が両方のケースにおいて同様な最高預金引き出し額を維持するために十分な証券を保有している時、逆の事象があてはまることになるということが示しえる。

ほかならぬこのような接近方法は他の手段よりもある種の手段を選ぶことに対していかなる妥当な根拠も与えるものではない。選択に関する何らかの別の基準があるのであろうか？我々はまず第一に、諸銀行が自行の支払い能力を確保するために、かつ保有預金の流動性を維持するために適切とみなされる法定準備率よりも高い法定準備率は、実際には、諸銀行への課税になるということを記さねばならない。すなわち、諸銀行は直接低い利子率（あるいはいくつかのケースでは非利付き）の政府証券を保有するかあるいは、課税によってこれらを排除するかを強いられている。準備率の上昇はこの課税の増加を意味するものである。かりにある特定の金融機関の集団にふりかかる課税の増加が好ましくないと考えられているのであれば、それはなおさら差別的な効果を持たない公開市場操作を好む理由となる。このような意見は部分的にいくつかの金融当局が必要準備率を引き上げることにはちゅうちょする理由を説明してくれる。

一方で、金融当局が公開市場での売りオペレーションを通じて大幅に信用を引き締めようと試みる時、例えもし十分に発展した政府証券の市場が存在し、そこで金融当局は他の目標を犠牲にしなければならないとしても、そのような条件は容易に生ずるであろう。金融引き締め期には、民間部門は通常大量の政府証券を急速に購入しようとはしない。それゆえに、当局がかなりの証券の量の

2) 個別銀行にとっては、貸出しの増加はもちろんいくらかのその他の保有資産の削減を伴う。

売却を行い、銀行と他の金融仲介機関が市場で売手として行動するならば、証券市場の乱高下のリスク——先鋭かつ素早く反転した証券価格の低下が生じるという意味において——は高くなる。これらの金融機関は証券市場の乱高下を防ぐために、不本意ながらも証券を購入する立場におかれることになる。このような状況では、法定準備率の増加と公開市場での証券購入を組み合わせることで、金融当局は市場を乱高下——諸銀行は新たな法定準備率の水準を満たすために必要とする現金あるいは流動資産の、全てとまではいかないが、その一部を提供する公開市場での証券の買い操作——させることなく信用の引締めを行うことができる。

政府証券の市場の条件に影響を及ぼすために必要準備率の変更を使用するような操作は必ずしも信用が引き締められているような時期だけに限定されるわけではない。例えば、アメリカでは、全般的な信用状態が順調であっても、大量の新規財務省証券の発行は、利子率の新規発行への短期的な影響を最小限にとどめるための、必要準備率の引下げの機会となる。当局による大量の金緑証券の売却が銀行の流動資産を脅かし、そしてこれが民間貸出しを過度に削減するようになると思われる時には、これと同様な状況がイギリスでも生じることになる。特別預金を解消することによって、当局は証券を売却し続けることができる。それによって銀行貸出しに圧力をかけることなく、国家債務の満期を延長することができる。

金融当局が単にある単一の目標を達成することに傾注しているのではなく、同時にいくつかの部分的に矛盾する目標に注意を払わねばならないということを我々が認知する時、主要な政策手段として公開市場操作かあるいは必要準備率の変更の何方かが一貫して望まれるという理由はないのである。なるほどいくつかの状況においては、信用の拡張あるいは引き締め的手段として両方にこれらの政策が利用されることになるが、これらの政策は政府証券市場への政策効果と銀行貸出しへの政策効果において異なったものとなる。両者の政策の間の選択あるいは何らかの組合せとしての両方の政策の使用に関する決定はこれらの他の考慮すべく要件に対する当局の姿勢に依存する。

## 貸出上限規制と指令的統制

有効な包括的統制手段を欠いているか、あるいは残酷にも包括的な統制を利用することへのイングランド銀行の不本意さを配慮して、諸銀行の行動に対する特定の制限を遵守してほしいと諸銀行に依頼するために、イングランド銀行は諸銀行への要請と勧告に訴えたのである。イングランド銀行による要請の中で最も厳しいものは、各銀行の民間部門への貸出しに対する上限規制であった。そして、このような貸出上限規制はある基準期間における実際の銀行による民間部門への融資水準にかかわるものであった。このような形の統制はイギリスで1965年以前にかなりの期間断続的に諸銀行に適用されていた。そして、1965年以降ほとんど断続なく適用されていた。同様な要請は商業手形の保有——流動性比率を通じて統制を強化しようとする努力あるいは、他の金融手段を利用することによって融資上限規制を回避することを阻止しようとする努力において——と例えば、割賦金融会社や不動産会社への融資のような、特定部門への貸出しにまで及んだのである。またこれ以外にも輸出に資金を提供する奨励もあったが、輸入や個人消費は除外されていた。そして、固定された比較的低い利率で輸出金融を提供するという制度があったのである。

これらの勧告がどの程度効果的であったのか断言することは困難なことである。統計上の情報が遵守の程度を実証していることを認める限り、ほとんどの銀行はイングランド銀行の要請を遂行しようとは何らかの努力をしたことは明らかである。諸銀行が個人や割賦購入金融会社を差別するように要求されているような時期には、確かに彼らへの貸出しが削減された。輸出金融を支援するような貸出しを必ずしも識別することが——諸銀行自体でさえ——できなかった。そして、かなり頻繁に輸入金融は企業のその他の資金需要から識別することはできなかったのである。それゆえにこのような種類の差別待遇についての成否は未解決の問題である。輸出信用についての特別な制度の下での貸出しは近年急速に増加している。このような業務の成長は、諸銀行にとってはさほど利益があがらないので、かなりの部分イングランド銀行

の勧告によるものである。

個別銀行あるいは諸銀行の集団によって実施された融資に対して適用された貸出上限規制は明らかに最も重要な直接的統制である。例えもし、要請が諸銀行の集団、例えばロンドン手形交換所加盟銀行などに向けて発表されたとしたら、各個別銀行は当然それを遵守するように思われる。これらの要請を利用することによって、イングランド銀行は各商業銀行が保有する十分な資力による融資の拡大、さもなくば各商業銀行が提供することを望むであろう融資の拡大を妨げることができる。要求を拒まれた借手が銀行部門の他のところで（要請が預金銀行だけに発表されている時）か、あるいは銀行部門以外で資金を得ることがないかぎりには、イングランド銀行の要請はいくらかの個人支出への影響を及ぼすであろう。

しかし、このような手法によるこのような目的の達成はかなりの費用を伴う。貸出上限規制が実施されている時には、諸銀行間と諸銀行と他の金融機関との間の主たる競争の武器が弱められることになる。預金者は銀行の貸出しの意志及び能力によって引きつけられることになる。時折、預金者が貸出しを得るであろう可能性、すなわち、銀行の貸出し調整の決断は潜在的な顧客が何らかの余剰資金を保持しようと決定する点に対して強力な影響力をもつ。もし諸銀行が民間の個人の消費財購入に向けての貸出しを実施する機会を与えないのであれば、いくつかの顧客は例えば住宅金融組合のようなその他の金融機関によって提示された高金利に引きつけられていくであろう。したがって、このような形の統制はその他の金融機関との関係において銀行の競争的地位に損害を与えることになる。

そのような統制はまた諸銀行の間でお互いに競争を凍結する。正常な状況では、各銀行の経営者は、彼の銀行が保有する貸出しに利用できる資金との関係でその真価によって貸出しの申請を考慮する。それゆえに、ある銀行への申請に失敗した志願者は度々別の銀行での申請に成功することもある。諸銀行が要請によって制約を受けている時には、競争が支障なく働かなくなる。それゆえに、銀行の経営者は、ただ銀行が金融当局の要請に応じようとすることによって、競争者によって

却下されたところの申請を持ち合わせている顧客を迎え入れようとはしないのである。その他の状況で、実施することは顧客に取引銀行を変更するように求めることであろう。これは各銀行は一部を獲得し一部を失うことになり、何らの利益にもならない。

まったく目下の顧客からの貸出しの申請を却下することは別として、諸銀行は新規の貸出し取引を積極的に捜し求めることはできないのである——諸銀行の市場占有率を高める最善の方策の一つである。銀行間の競争はその結果としてサービスの提供へとむけられていく。ここでのサービスとは預金者を引きつける目的での浪費的な手段と比較的非効率的な他の金融機関からの競争への反撃という二つのものである。さらに、銀行経営の道徳への影響が看過されてはならない。経営者が健全な貸出し業務らしい内容を拒むような指示を受けているような時には、高潔に道徳を堅持することは困難である。（このような道徳への影響は、例えば割賦購入金融会社のような他の金融機関において、より顕著なものとなる。むしろ、このような金融機関は同様な統制にさらされているのである。なぜなら、これらの金融機関の出先の職員は通常諸銀行における出先の職員よりも、新規の貸出し業務を見つけ出すことに特化しているからである。）

貸出上限規制は疑いなく銀行業の競争力に損害を与えることになる。打撃を受けた損害の程度は貸出上限規制の継続期間と、もしあるならば、許可を受けたところの貸出の膨張額に依存することになる。貸出上限規制の実施が長期に渡るほどに、それゆえに銀行業が強いられた制限が大きくなる程に、貸出上限規制が、非効率的な銀行の犠牲によって効率的な銀行を拡張させるような、そして銀行業全体として統制を受けていないかあるいはさほど厳格に統制を受けていない金融機関に競争させるような正常な競争の機能に与える損害はさらに大きくなる。個人信用の急速な拡大が別に生じるような短期間にだけもし貸出上限規制が強いられたとしたならば、貸出上限規制は比較のごくわずかな損害しかもたらさない。しかし、もし貸出上限規制が何年間に渡って保持されたとしたならば、損害はたぶんきびしいものにな



るであろう。さらに、金融仲介業としての銀行を迂回する経路を通じて流れる信用を引き起こす残余の融資制度の反作用によって、貸出上限規制の実施期間が長期になればなるほどに、貸出上限規制の支出に及ぼす影響への効果は低下してくることになる。

同様な非難が指令統制に対して行うことができる。指令統制は競争を攪乱し、時間が経過するにつれその有効性を損なっていくようになる。しかし、指令統制が貸出上限規制よりもそれほど個別銀行を圧迫するものでない限り、指令統制はそれほど競争に害を与えるものではない。低利率の輸出信用の特別制度は疑いなく銀行の犠牲によって、そしてまた何らかの銀行の預金者の範囲にまで及ぶ犠牲によって輸出業者に利益を与える。この制度は擬似補助金制度であった。この輸出品に対する特定の補助金を正当化する根拠すなわち、輸出品に信用を供与するための租税の選択が議論されねばならないであろうが、しかしこの検討を行うことは本書の範囲を越えて我々を導くことになる。

### 現金預金制度

イギリスでは、特別預金制度と類似した制度が預金銀行以外の諸銀行に合意されている。このような制度の下で、これらの銀行は現金預金をイングランド銀行に準備することを義務付けられている。現金預金は銀行の保有する各種の預金——非銀行イギリス居住者によるスターリング預金、海外居住者によるスターリング預金、預金がスターリングに切り換えられる限りでの外国通貨建預金および銀行間市場でのスターリング建におけるネットの借入金——に関するものである。何らかの現金預金の要求額の大きさは全ての銀行に一律であるが、預金の分類の間では要求額が異なる。このような現金預金制度の下では、現金預金はせいぜい六ヶ月の固定期日ものである。そして、この預金は通常大蔵省証券の利率による利子率を生み出す。そして、最初の要求の年以降、現金預金は通常負債に相当する2%を越えることはない。現金預金制度はイングランド銀行が銀行貸出しの拡張状況に指導を与えることを考えているということを示している。そして、もしこの指導

に対する反応が全体として不十分であるとしたならば、イングランド銀行はさらに多額の現金預金を要求し、利払いを削減し、諸銀行を冷遇することになる。

一見すると現金預金制度は多岐に渡る必要準備率操作の制度に似ているが、実際には重要な相違がある。この現金預金制度において、イングランド銀行は諸銀行の利用することができる現金額を制限するというような示唆はないのである。もし現金預金制度がそのような示唆を与えるのであれば、そのような影響は、この制度に含まれているその他の商業銀行というよりもむしろ、この制度の現金準備を保有するところの預金銀行によって痛感されることになる。現金預金制度は一部の銀行資産の収益率を引き下げることによって機能することが意図されている。もし、その他の資産の収益が影響を受けないのであれば、それゆえに、これらの諸銀行が預金を勧誘し、預金を新規の借手に貸し出すことはあまり利益になるものではないであろう。

この利益への影響がどれほど重要であるのかを理解するために、現金預金制度がなく三ヶ月の定期預金に8%の利子を支払い、地方自治体当局に8.125%の金利で貸出しを行うような銀行を考察してみよう。総収益は預金額の0.125%となる。この銀行がその預金の2%の現金預金を準備しなければならないこと、この預金が大蔵省証券の利率、すなわち7.5%の金利をもたらし、そして、やはり残額が地方自治体当局に8.125%の金利で貸出されることを今や仮定してみることにする。総収益は0.113%に低下することになる。このような変化がどれほど重要であるのかとなれば疑わしい。しかし、それが重要であるとしても、この状況が存続すると考えるような理由はないのである。なぜなら、借手間の競争は貸出金利を引き上げることになり、銀行の利鞘の減少の大部分を回復するからである。貸出金利のごくわずかな上昇、例えば8.125%から8.138%への上昇はこれを実現するのに十分である。そして、おそらく敏感に貸出し量に影響を及ぼすとは考えられない。

しかし、現金預金を準備するために現金を手に入れる際に、諸銀行はいくらかの流動資産の売却が必要となり、従って銀行の資産構成の流動性が

低下することになる。それゆえに、このことは次第に諸銀行の貸出しを削減するよう諸銀行を勧めることになるであろう。いかなる信頼もこのメカニズムに置くことはできないのである。これらの銀行は何らかの流動性慣行に従うよう義務づけられてはいないのである。それゆえにかなりの伸縮が可能なのである。さらに、個別の銀行が自ら保有する流動性慣行を乱すことなく、銀行間スターリング市場での借入の増加によってかあるいは、ユーロ・달러をスターリングに転換することによって現金を獲得することがたいてい容易になっている。この事例では、収益面の影響だけが重要であり、これは最低限のものである。

現金預金制度を理解する鍵はイングランド銀行の指導内容にある。明らかに諸銀行は銀行貸出しに関する指導を除けば営業は自由であるということが考察されていない。諸銀行は実際にどの程度貸出しが制限されているのかということを告示されている。それは姿を変えた別の信用上限規制である。しかし、ある改善された点がある。イングランド銀行は諸銀行がユーロ・달러のスターリングへの転換をやめてほしいということを示したのである。もし望ましい対応が生ずる気配がないのであれば、指導によって停止されたようなユーロ・달러のスターリングへの転換に適用された現金預金の要求はさらにきびしい処置による威嚇を続けることになろう。それゆえに、このような理由による現金預金の要求は、イギリスの居住者による追加的なスターリング預金から貸出を増加しようと選択した諸銀行がそうすることを禁じられていることに気付くであろうということを含意しているとは限らないのである。

現金預金制度は、ゆるやかな金融引締めという状況において、イングランド銀行が非常に厳格で不利な貸出限度額を個別銀行に課すことなく、いくつかの銀行貸出への影響力を行使することができるということを意味するものである。それは疑いなく利点である。しかし、もしよりきびしくかつ全般的な金融引締めが必要とされているのであれば、考察に当てられた規模の現金預金の要求は実質的には何らの効果も持ちえないということはかなり明らかなことである。これらの状況において、イングランド銀行が何らかの扱いにくい銀行

あるいは諸銀行の集団に対して‘きわめて例外として’課すことのできる処罰をイングランド銀行に与えるところの現金預金制度によって、指導は個別の貸出上限規制へと必然的に退化していったのである。

### 割賦購入契約条件の統制

割賦購入契約の条件を変更する権限は金融統制の重要な武器である。アメリカでは、この権限が連邦準備制度理事会によって保持されているが、イギリスでは、金融当局というよりもむしろ商務省がこれらの統制の責任を負っている。割賦購入条件の統制は、様々な種類の財の間でことなる詳細な規定となる割賦購入契約によって許容された最低割賦払頭金と最長返済期間を指定している。これらの最低条件を変更することによって、当局は統制が適用されている諸商品への支出に影響を及ぼすことができる。

割賦購入条件の統制がきびしくなる時には、最低割賦払頭金を引上げ、最長返済期間を短縮するという両方のことが通常利用されることになる。前者の最低割賦払頭金の引上げは、潜在的な購入者が商品を取得する前に、潜在的な購入者に商品価格に占める大部分の金額を貯蓄するように強いることによって需要を削減する。最初の効果は相当なものではあるが、しかし、潜在的な購入者がより高額な必要最低割賦払頭金を支払うのに十分な金額を次第に貯蓄するにつれて、その時点以降、支出への影響は徐々に低下していく。それにもかかわらず、統制を受けている諸商品の需要への永続的な影響がありそうに思われる。なぜなら、いくらかの潜在的な購入者は統制を受けていない他の商品の購入を選ぶことになるであろうからである。

最長返済期間の長さは、統制を受けている商品を購入するために購入者が定期的に支払わなければならない最低金額を決定する。自動車の購入者が£600——購入者の新たに購入した自動車の価格と彼が下取りに出す車の価格との差額——を借り入れたいということを仮定する。もし最長返済期間が30ヵ月であれば、彼は一月当たりの元金£20に手数料を加えた金額を返済することができなければならない。最長返済期間を24ヵ月に短縮

することによって、当局は月々の最低返済金額を£25に手数料を加えた金額に引き上げることができる。今日、実際に自動車、家具あるいはその他の耐久消費財を購入する多くの人は彼らが余裕をもって取り組むことのできる月々の支払い額とこのようなかなりの支出を必要とする割賦購入契約を余裕をもって責任をとることのできる期限を決定する。当局が返済期間を短縮する時には、これらの購入者はあまり高価な商品あるいは、ほとんど商品を購入しないことによって対処する。最長返済期間の効果はおそらく最低割賦払頭金の引上げの効果よりも長く続くことになる。しかし、最長返済期間の効果もまたある期間の後には低下していく。なぜなら、24ヵ月の契約を持つ人々は30ヵ月の契約を持つ人々よりも早く市場に戻ってくることになるからである。すなわち、購入頻度の上昇が購入がなされるそれぞれの場合の金額の低下を相殺する。

割賦購入統制の変更は短期的には貯蓄への十分な影響を持つことは疑いのないことである。契約条件の引締めは割賦購入契約のもとの未払債務総額は減少する。この未払債務総額のほとんどは個人部門による借入である。そして割賦購入を利用するほとんどの人々は別の資金の貸出機関を利用する機会を持っていないのである。したがって、割賦購入条件の引締めは個人消費を減少させる。そして何らかの個人所得への反応が繰り延べられるために、割賦購入条件の引締めは短期的には個人貯蓄を増加する。もし当局が短期的に貯蓄の増加を望むのであれば、割賦購入統制は有効な手段となる。この手段は素早く機能するという大きな便宜を有している。また割賦購入統制の緩和は経済活動を刺激する効果的な手法である。

しかしながら、割賦購入統制が長期の貯蓄への何らかの効果をもつのか否かについては定かではない。確かに引締め統制は緩和統制よりも割賦購入債務未払総額が低くなる。しかし、ある期間における借入は債務未払水準の変化に等しいものである。それゆえに、引締め統制によって、持続的に割賦購入債務未払総額が抑制されることになるというような証拠はないのである。長期的に、もし統制が引き締められれば、人々は確かに割賦購入の使用を減らしてくるであろう。しかし、購入

者が実際に支出を減らすということにはならないのである。なぜなら、なるほど彼らの耐久消費財への支出はかなり抑制されることになるであろうが、彼らのその他の物への支出は増加するであろう。

これらの明らかとなっている短期的な有効性にも関わらず、割賦購入統制は金融政策の内でも評判の悪い手段となっている——連邦準備制度理事會が割賦購入統制を不要にするほどまでに不評である。その主な理由は、割賦購入統制の影響が狭い範囲の産業——自動車産業、家具産業やその他の耐久消費財産業——に集中するからである。経済全体への実質的な効果の達成はこれらの諸産業にとってかなり破壊的なものになる。これらの影響がかなり集中するために、割賦購入統制は金融政策の内でも非常に差別的な手段として認識されている。さらに、影響が集中する産業によって、割賦購入統制の変化の結果として生じるこれらの産業の計画への攪乱が産業の効率を引き下げることになることと激しく議論されている。

このような趣旨の議論がイギリスで割賦購入統制とみなされるところの際立った使用を妨げるのではない。公的政策は個人消費に対してかなり慎重に識別するであろう。そして、もしそのように公的政策が識別するのであれば、耐久消費財の生産者は利用されたいかなる手段からも不均等に影響を受けることになる。しかしながら、統制の変化に対する消費者の対応の特質——徐々に弱まっていく激しい最初の影響——は、ある期間に渡って広がったいくつかの比較的小さな統制の変化が一つの大きな統制の変化よりもそれほど破壊的なものではないことを示唆している。

割賦購入統制のさらに二つの難点がある。第一の難点は、何らかのその他の限定的な統制にも同様に当てはまるものであるが、それは割賦購入の回避を引起し、新たな資金供給の経路を刺激するということである。イギリスでは、統制が技術的に個人貸出にまで範囲が及ばない。それゆえに、広範囲に渡って、統制が新たに純粋な割賦購入契約の代わりを補うことになる。実際には、これは抜け道をつくりだすわけではない。なぜなら、主な割賦金融会社と諸銀行は、同様な条件がこれらの貸出に適用されるであろうということでイング

ランド銀行と合意に達しているからである。賃貸制度は割賦購入統制を回避する別の手段を形成する。しかし、賃貸制度は最低支払回数が予め設けられねばならないということを条件として要求することによって統制することができる。しかし、統制を回避させるような小切手割賦販売方式やその他の操作が現れる。割賦購入統制を欠いているような状況でこれらのいくつかの別の操作がかなり広範に使用されることになるということを信じる理由はないのである。長期的には、不効率を生み出すが支出に影響を及ぼすことのない統制は望ましくないものになろう。

第二の難点は割賦購入統制を実施することがかなり難しいということである。これについての一側面は先の段落で例示されている。しかし、例えもしいかなる他の資金供与手段が存在しないとしても、取引慣行が割賦購入統制の実施をほとんど不可能なものとする。中古車が新車の購入に対して下取りに出される時には、購入者は差額だけを問題にする。下取り価格が通常割賦購入契約に関する頭金を形成する。頭金の割合は下取引当金を引き上げることあるいは、下取引当金分だけ車の購入価格を引き上げることによって上げることができる。このような慣行には制限があるが、一台の中古車が下取りに出され、別の車が購入される時には、明らかにかなりのそのような機会がある。例えば洗濯機のようなその他の耐久消費財でも、古い洗濯機の下取りに過剰な引当金が見積もられていることを除いて、価格が上昇する時には、同様な効果があげられている。

割賦購入統制は短期的な経済運営の有効な手段であると言明することによって我々は要約することができる。しかし、狭い範囲の産業に過度の破壊的な状況を引き起こす危険がある。それゆえに、もし統制が長期間維持されることになれば、統制は回避されることになり、役に立たないものになろう。

### 証券準備率操作

多くの諸国では、例えば保険会社や年金基金のような金融仲介機関は彼らの資産の内の何らかの最低部分を政府証券に投資することを法律によって義務づけられている。これは諸銀行に適用され

た必要準備率の延長部分として理解されている。証券準備率操作の主な目的は地方における新たな貯蓄の累積部分が、強制なくして政府が支払わねばならないであろう費用よりも少額の政府の費用によって政府に貸出されることを確実にすることである。金融仲介機関が政府証券と民間証券との間の収益の配分によって保証されている時よりもさらに多くの政府証券を保有する時にはいつでも、このような事態が生ずることになる。

主にこのような理由によって課されるのであるが、証券準備率操作はまた経済の安定性を改善する。金融機関が政府部門と民間部門との間での新たな資金の処分についての大きな変更あるいは、金融機関の全保有資産構成の残高を変更することさえかなり困難なことになる。当然のこととして、金融機関が彼らが望む以上の公共部門の債務を保有することを強いられている時には、金融機関はかなり例外的な状況においてだけ最低限度以上保有することを覚悟する。それゆえに、金融機関は資本金の民間需要が激しく上昇する際には、彼らが売却することのできる政府証券の緩和手段を有していないことをこれは意味する。

例えば証券準備率操作のないイギリスのような諸国では、金融機関の資金の処分の大きな変更を行う能力は金融当局の任務を複雑にする。もし資本市場に貸出を行う金融機関が産業に貸出を増やすことを選び、政府に貸出を減らそうと選ぶのであれば、政府の残余の資金需要は銀行組織へと振り向けられる。政府の資金需要が削減されない限りは、政府の要求は信用拡張によって供与されることになる。この過程に関して必然的な事態は何もないのである。もし当局が政府証券の収益を十分に引き上げるとしたならば、当局は彼らが資本市場から必要とする資金を引き寄せ続けることができる。しかし、実際には度々かなり実質的な利子率の上昇を妨げるような政治的制約がある。そしてさらに必要とされる利子率の的確な引上げを評価することは困難である。我々は資本の民間需要がかなり激しく増加する傾向があることを見た。そして、そのような時に、政府は銀行組織を通じて政府の必要とする資金を入手するというかなりの危険がある。このような形の信用拡張は特に当局に対して問題を起こすようになる。なぜな

ら、さらなる政府への貸出において、諸銀行は追加的な流動資産を獲得し、これによって流動性の要件が民間部門に対する諸銀行の貸出に課してきた何らかの制限を脆弱にってしまうからである。

時折、諸銀行は預金の最小部分に等しい第二線準備——政府証券から成る——を保有することを強いるべきであるという提案がなされている。同様な議論は他の金融機関に適用されているように諸銀行に適用すべきであるということである。そして、これは政府債の費用を抑え、また政府債から民間部門への貸出への転換を抑制することになるであろう。イギリスでは、この提案は民間部門貸出比率——民間部門に貸し出すことのできる銀行預金の割合についての上限——の形を取るものであった。銀行が保有する資本のようなバランス・シートの項目を考慮するようなわずかな調整によってのみ、これは民間部門への銀行貸出に対する下限と同様なものとなる——第二線準備比率の変形。

金融仲介機関に彼らの資金の一部を政府に貸し出すように強いるようないくつかの制度は金融仲介機関への課税としてみなされる。そして、このような課税の大部分は最終的な借手に繰り上がって移されるかあるいは遡って最終的な貸手に移されることになる。これが繰り上がる程度に民間部門への資本の供給価格は上昇し、一方これが遡る程度に貯蓄の収益率が低下することになる。

### 委託保証金率規制

さらにもう一つの政策手段は委託保証金率規制であり、これは連邦制度理事会で利用されているが、しかしイギリスではこれに相当する手段はない。委託保証金率規制を通じた株式市場の規制は、例えばアメリカで1929年及びそれ以降に生じた信用の崩壊から起こる投機的暴騰の機会をできるかぎり小さく抑えることを目的としている。投機的な株式市場の暴騰は何らかの経済固有の不安定性を肥大させる。

委託保証金率規制は、株式購入者が彼の資金から調達されねばならない証券価格の最低割合と銀行あるいは株式仲買人から借り入れられる残高を指定したものである。例えば法定委託保証金率が60%である時には、銀行は証券購入に必要なとなる

金額の40%以上の貸出を認めない。今や株式市場価格の上昇が自己資本を増加し、そして、委託保証金率が一定の比率である時には、彼に借り入れの増加を認めることになる。例えば投資家が彼の自己資金\$3000と借り入れ資金\$2000を使用して最初に\$5000に相当する株式を購入することを仮定する。彼の最初の委託保証金率は60%である。もし株式価格が\$10000の二倍になれば、株主持分の評価額は\$8000となり、そして、法定委託保証金率の不足に及ぶことなく、これは彼にさらに株式を購入するためのさらに\$3000ドルの借り入れを認めることになる。結果的に、貸手が追加的な資金を供給しようとする限り、新規の借り入れ資金を持つ購入者が株式価格のさらなる高騰を引き起こすために、株式市場の暴騰は抑制されないまま続くことになる——連邦準備制度理事会が法定委託保証金率を引き上げないかぎり——。ここで引用された事例において、委託保証金率の60%から80%への引き上げが株式価格の高騰の効果を相殺してくれるであろう。そしてこれは投資家の借り入れ能力を変更することはない。

### 結 論

長期的には、主に特定の金融機関の集団あるいは特定の取引形態に影響を与える金融統制の手段は経済システムの自由な運営を歪め、そして何らかの非効率を引き起こすことになる。狭い領域における金融機関だけに適用される方策は自滅的なものでさえある。資本の流れと信用の流れは統制のないその他の経路を見つけ出す。それゆえに、金融活動に継続的な影響を及ぼすことを実施する手段として、統制の限定的な手段とは異なり包括的な統制手段を支持する根拠がある。

しかし、時折、統制によって供給のシフトが生じなくても、資金需要に大きな変化が起こる可能性があることも考えねばならない。このような状況で、もし当局が例えば公開市場操作や直接的な利子率の変更のような非限定的な統制手段を通じて経済の調和を全体的に維持しようと試みるのであれば、当局は他の重要な政策目標を犠牲にすることを必然的にともなった活動でもって行動しなければならぬ。その時、特定の機関に影響を及ぼすような、そして資本信用市場における調和を

さらに容易に達成することを可能にするようなその他の統制手段によって非限定的な手段を補強することは相応しいものとなる。

公開市場操作が銀行貸出に影響を及ぼす手段としての様々な種類の準備率操作よりも有効であるというような一般的な根拠はないのである。まさに、いくつかの状況において、公開市場の買い操作と準備率の引上げとの組合せは望ましいものになる。銀行あるいはその他の金融機関による貸出への上限規制と割賦購入条件の統制は緊急時には有益であり、素早く支出に影響を及ぼすことになる。しかし、長期間統制が維持される時には、金融システムの効率性に必ず損害を与えることになる。長期の統制手段として証券準備率制度を使用することについてのより正当となる根拠がある。なぜなら、証券準備率制度は個別金融機関の間での競争をほとんど損なうものではないし、この制度は経済の諸部門間での新たな貯蓄配分の変

更を不安定にする余地をかなり減らすことができるからである。しかし、もし証券準備率があまりにも高水準に設定されるならば、この制度は金融仲介機関に課税することになり、これは繰り上がるかあるいは遡るかして借手及び貸手に移転され、従って産業への資本の供給価格を引き上げるかあるいは貯蓄者の収益を減らすことになる。最後に、委託保証金率制度は安定性を高め、貸出の条件及び動向への要請及びその他の形態の指導は短期的には有効である。長期的には、これらの制度は（制限を受けた借手に対する）偽装課税とみなされるか、あるいは（優先された借手に対する）偽装補助金としてみなされる。そして、この制度は暗黙の補助金が正当と見なされうる時にのみ正当とされ、この補助金のファイナンス手段が望ましいと思われる時、正当とされる。（未完）

（2000. 6. 27 受理）