

翻訳

A. D. Bain 『The Control of the Money Supply』 (Ⅴ) (Penguin Books. 1970)

訳者 河合正修* 徳原 悟**

Masanobu Kawai Satoru Tokuhara

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
- 5 金融統制の技術 (前号)
- 6 金融目標と金融指標 (本号)

6. 金融目標と金融指標

経済運営における金融政策の役割

政府が金融政策に割り当てる役割は、さまざまな政策目標によって与えられた優先事項を反映している。そして、これはその他の政策手段から得られた合意との関係において決定されることになる。したがって、金融政策とは、政府が自国の国民経済に影響を及ぼすための機構の一構成要素にすぎない。財政政策に加えて、金融政策は需要管理の矢面に立つ。もっとも、例えば労働立法や企業の統制というような他の側面の政策もまたもなることにもなるが、金融政策はまた例えば、大企業と小規模企業との間、投資と消費、あるいは住宅建設と生産設備への投資との間の資源配分にとって重要となる。

政府の経済政策の諸目標は、十分な一人当たり所得の実質成長率、高い平均雇用水準、所得と雇

用の無用な変動の回避、借入に対する償還請求を除いた対外支払と対外受取との間のおおよその均衡の維持や物価の安定として要約することができる。短期的には、これらの全てが目標としてみなされるが、しかし、長期的には物価の安定と対外収支の均衡は、その他の目標が基本的に目標として達成されるというよりも、むしろその他の目標が達成される程度に影響を及ぼすような制約と通常みなされている。それゆえに、緩やかな物価インフレーションが政府のその他の目標を達成させてくれる場合には、ほとんどの政府は実際に緩やかな物価インフレーションを容認することになる。短期的には、対外収支の均衡は制約ではないということは明らかである。それゆえに、金融措置が外国への短期資本の流出あるいは外国からの短期資本の流入に及ぼす影響は、金融政策の決定に際しての重要な考慮すべき要件である。経常収支による国際収支の赤字、すなわち、長期資本収支によってファイナンスされねばならない場合、短期資本の流入を促進する（あるいは短期資本の流出を抑制する）ために、当局は利子率を高水準に維持することを選ぶであろう。あるいは潜在的にインフレ状態を促すような短期資本流入を抑制するために、当局は利子率を引き下げるであろう。

高い経済成長率に寄与するとされる諸要素が決して十分に理解されていないがために、金融政策や経済成長に関する問題に対して何らかの明言を

*教授

**拓殖大学アジア情報センター研究員

することは難しいことである。金融当局が実質利子率を統制するような世界では、金融政策はこの政策の投資水準への影響を通じて経済成長に影響を及ぼすことにならう。総合的に、金融政策と財政政策は、何らかの一定の経済活動水準を維持する目的で、金融当局が金融政策と財政政策を決定すると仮定される。その他の事情が同じであれば、金融政策の引締めが緩むにつれて、利子率は低下し、信用は緩和されることになる——そして、緊縮的な財政政策が採られるほど、投資水準は高まることになる。(もし、まさに投資を刺激することを目的とした特定の財政措置が金融引締め政策を相殺することになれば、このような過程が生じることはないであろう。しかし、全ての課税あるいは政府支出が均衡を維持する目的のためだけに調整される時には、これは妥当することになる。) より高水準の投資は、経済成長を促進する。より高水準の投資は、潜在的な技術改善が資本設備に装着される割合の持続的な向上を容認する。それゆえに、経済成長は、経済が比較的資本集約度が低い均衡状態から資本集約度が比較的高い均衡状態に移動するような期間(10年で測定された期間)に加速化することになる。

所得と物価の安定を維持することを通して、金融政策はまた経済成長に寄与する。かなり高水準な設備稼働率がごく低水準の設備稼働率よりも多かれ少なかれ高度成長の助けになるのかどうかについては、全く明らかではない。しかし、深刻な不況が経済成長に足枷となることは確かである。経済変動を緩和することによって、不況が回避されるので、金融政策は政府が経済成長の目標を達成することを容易にする。同様に、ハイパー・インフレーションが回避される場合、物価変動の経済成長に及ぼす影響は物価インフレーションの影響の及ぶ広範な領域に関してはっきりしなくなる。恒常的物価インフレ率を緩和することが経済成長に役立つであろうということを我々は信じていることができない。しかし、ハイパー・インフレーションの進展を容認するような金融体制は疑いなく経済成長にとって足枷となる。

当局はまた、金融逼迫が特定の借手の集団とそのどれでもない特定の種類の投資に影響を及ぼす経路について関与するであろう。引き締まった信

用は、大企業よりも小規模企業に影響を及ぼす。そして、高金利は産業投資や商業投資へよりも住宅投資や米国では州及び地方の建築投資により大きな影響を及ぼすように思える。投資の結果としての割当が当局の有する優先順位と一致しない場合、これは政府に問題を持ち掛けることにならう。

本章の残りの部分で、反景気循環的な経済政策との関係において金融政策を考察することにするが、これらの構成部分への影響、すなわち投資水準への影響が忘れられてはならないということが肝要である。

金融政策と経済安定

金融政策の最も重要な責務は、所得と雇用の安定の維持において財政政策の協力者としての役割をつとめることである。政府支出と租税収入がその翌年に決定されるとすぐに年一回の通常起こるところの重要な変化をともなって、財政政策は度々主導的な役割を与えられることになる。課税水準の変更を決定する重要な考慮すべき要件は、経済の予想活動水準をある目標水準へと調整しようとする政府の要望である。政府余剰の増加(あるいは赤字の減少)は、経済活動水準を引き下げる傾向にある。通常のケインズ主義の分析によれば、所得フローへの投入は減少し、所得フローからの吸収が増加することになる。英国政府は、経済見通しにもとづいて自国の予算に評価を下す。そして、この経済見通しは、重要な支出の自律的な構成要素——輸出、民間投資や周知の公共支出計画——の見通しによって形成される。そして、支出の自律的な構成要素は、需要の内生素素——個人消費、在庫積み増しや輸入——の評価に加えて、短期的には経済活動水準からかなり独立していると考えられている。そして、この需要の内生素素とは、実際に達成された経済活動水準によって変化すると考えられている。後者の需要の内生素素とは、経済構造のいくつかの部分による計量経済学の研究から導出されたところの貯蓄性向、在庫積み増しとその他の需要の構成要素の間の関係及び輸入性向の評価を必然的に含む(McMahon, C. W (1965), 'The Techniques of economic forecasting', OECD を参照せよ)。

最終需要についての外生要因の見通しが正確に判断される場合、すなわち内生要素の水準を決定するような経済における構造上の関係が十分に理解され、かつ固定されている場合には、金融政策によって経済の安定性がそこなわれることはないのである。政府が財政政策の調整によって望むようないかなる需要水準、したがって経済活動水準をも、政府は達成することができる。金融政策が説明に加わることになる。なぜなら、一般的に需要の外生要因のいくつかは金融政策の変化に反応し、貨幣的変数は内生変数と外生変数とを結びつける構造上の関係における議論として現れ、そして需要の外生的構成と構造上の関係の評価との見通しは全く完全ではないからである。これら全ての欠陥の原因のために、現在、頻繁に調整することのできるいくつかの政策が必要とされている。財政政策を通じて行われた調整は通常比較的大きなものとなり、それゆえに、滅多に行われることはない。金融政策は頻繁かつまた大きな規模あるいは小さな規模で変更することができるが、これは財政手段の選択の期間における均衡を維持するためのより弾力的な道具を補うものである。

単純なケインズ主義のモデルにおいて、所望貯蓄と所望投資の均等が所得フローにおける均衡の必要条件であるということは、断言できる。所望貯蓄と所望投資の均等は十分条件ではない。なぜなら、例えば、貯蓄の低下傾向と投資の定常傾向との間の一時的均等は、所得水準の低下から上昇への単に転換点を特徴づけるものにすぎない。このような状態は均衡状態ではない。均衡を達成するために、貯蓄と投資が等しくなることを必要とし、貯蓄と投資の間の持続的な乖離が生ずる傾向がないことを必要とする。それぞれの均衡状態と調和する経済成長率は貯蓄と投資の水準、高水準の経済成長と結びついた高い貯蓄水準と投資水準を反映している。

金融政策を利用して均衡を維持するという努力は、いくつかの諸問題に対処するものである。第一に、金融当局が働き掛けるべく諸目標——利率、貨幣供給と信用水準——がどれであるのかという問題がある。第二に、政策効果におけるタイム・ラグという問題がある。第三に、均衡が達成されたのか否かということを識別する困難があ

る。すなわち均衡からの分析上の乖離の問題がある。貯蓄と投資の間に生じうる何らかの乖離の程度を示唆する何らかの指標が存在するのか。

既に第四章で金融政策が経済に影響を及ぼす経路を議論した。そして、そこでは、この仕組みにおいて、貨幣供給よりもむしろ利率及び信用のオペラビリティが重要であるという所説に賛同した。これは均衡を達成しようとする試みにおいて、当局が利率と信用供与を統制することによって経済活動に影響を及ぼそうとしていることを意味している。これは金融当局が適用すべく何らかの種類の統制手段に明確な指標を与えている。しかし、これは正確な利率がどれくらいであり、どれくらい信用が供与されるべきかを金融当局に知らせるものではない。すなわち、これはどの指標が適切であるかという問題に答えるものではない。

金融政策の効果におけるタイム・ラグについての問題は明らかにこの問題と関連している。政策行動とその効果との間の長いタイム・ラグは、金融政策が経済において素早い調整を引き起こす目的では利用することができないことを意味する。それゆえに、利用された諸指標が素早い調整の必要を示していても、金融政策は有効とはなりえない。しかし、金融指標の動向が将来経済において生ずるであろう不均衡の早期警報を与えてくれる場合、金融政策の効果におけるタイム・ラグはそれほど重要なものではなくなる。指標による不均衡の警戒から実現までの所要期間が政策効果のタイム・ラグに一致する場合、まさに金融政策は有効となる。これは仮説上の事例によって例示することができる。企業の手元流動性の蓄積が一年後の大企業の財及びサービスへの支出に関する適切な指標であることを仮定する。流動性の蓄積を妨げるような金融行動はまた将来の支出を切り詰めさせることができる。それゆえに、金融行動の効果の時間的隔たりはこれらの状況で金融政策の有効性を損なうものではない。それゆえに、我々はここで金融指標の問題に着手することにする。

指標としての利率

金融市場に関する理論的研究のほとんどは、例えば Tobin (1958) ('Liquidity preference as behav

ious towards risk', *Rer. econ. sted.*, vol. 25, February, pp. 65—86) と Tobin (1969) (A general equilibrium approach to monetary theory', *J. Money Credit and Banking*, vol. 1, February, pp. 15—29) のように、エール大学の J. トービンの時代に展開された。彼は株式の市場収益と実物資産の実質収益の比較を強調している。株式の実質収益率が上昇する時、既存資本設備の価値は低下し、新規資本設備の購入を減退させる。新規資本の生産費用がその市場価値よりも低い時には、この逆の状況で、投資は刺激されることになる。投資率を統制する鍵は結果的に株式の実質収益の統制となる。それゆえに、'世資財の費用に比較した投資財の評価が金融政策の主要な指標、かつ適切な目標となる'(Brainard and Tobin, (1968) 'Pitfalls in financial model building' *Amer. econ. Rev.*, vol. 58, papers and proceeding, May, pp. 99—122.)。

ブレイナードとトービンは、もちろん実際には例えば株式市場に加えて住宅市場等々のような多くの物的資本の市場が存在することを認識している。そして、結果として一つの比較では言い足りないことが常に見解に含まれていることを認識している。しかし、彼らは、この種の比較が重要であり、いくつかの名目利子率あるいは何らかの金融資産の総額のようなその他のどのような指標も同様に適切なものではないということを力強く論じている。なぜならば、資産選好の変化かあるいは所得—支出側の変化からのどちらかから生じる、経済体制への衝撃は、重要な変数とその他の変数との間の関係を度々歪めるからである。

このような種類の指標は多くの魅力を備えている。株式資本の市場価値は容易に看取することができる。それゆえに、市場価値の指数は投資財の価格指数と比較することができる。投資財の価格指数と比較した市場価値の指数の上昇は、より多くの投資への移動を示すものである。同様に、住宅市場では既存の住宅と新築住宅の費用の市場価格の指数は容易に形成される。しかし、いくつかの問題がある。どのような指標が既存資本のかなり不完全な市場におけるいくつかの耐久消費財あるいはその他の財の市場で適切であるのかということを理解することは、必ずしも容易なことでは

ない。それゆえに、株式市場においてさえ、新たに生産された資本財の購入者が金融市場で大多数の資産所有者の期待を共有していることは決して明らかなことではない。トービン—ブレイナードによる指標の有効性は将来の利益についての産業家の期待の変化によって反映された金融投資家の期待の変化に依存している。これは株式市場の循環である最高点及び谷間へと向かうような状況以外の状況の実状にかなり適切に近似しているといふかなりの可能性がある。そのような状況では、将来の利益についての合理的な見通しに基づいて、株式市場価格の水準を説明することは時折困難になる。その時、株式市場価格の変化は株式の'実勢'値とはほとんど関係のない投機的状況の形成及び清算に結びつくことになる。それゆえに、このような時に、投資需要関数の突然かつかなりの規模のシフトにもかかわらず、経済の均衡を維持するための試みとして金融政策を調整することが最も重要なことであるということはいずれも正しいものとなる。

新たに生み出された資産の価値と既存資産の価値の比較は、我々に投資促進への変更に関する割当てを教えてくれる。しかし、これには隔たり、すなわち、このような情報源における激しい歪みの可能性がある。それゆえに、このような種類の指標だけが金融当局による行動を指導するのに十分な資格をもつということは疑わしい。

指標としての測定手段に利子率を使用する場合、いくつかの問題がある。第一に、一方では証拠が利子率と信用供与が支出に影響を及ぼすという仮説を支持しているが、このような金融情勢へのなんらかの変化に対する対処の規模及び時期に関して確信があるわけではない。第二に、利子率に関する限りでは、確かに名目利子率ではなく、予想実質利子率が問題となる。一方で、当局は手形及び国債の名目利子率を監視及び統制することができるが、当局は実質利子率を監視することはできないのである。なぜなら、予想利子率あるいは物価インフレーションに関する実証された測定手段がないからである——この測定手段はそれぞれ時期や人によって異なるものである。その他の事情が同一であれば、当局によって管理された名目利子率の上昇は、実質利子率を引き上げること

になるであろう。しかし、他の事情は度々異なるので、そのために金融当局が貨幣(名目)利率を引き上げるような状況は度々期待物価インフレーションが進行する状況となる。そのような時期において、名目利率の上昇が実質利率の低下と結びつくのはもっともなことである。結果的に、名目利率の水準は金融政策の効力あるいは有効性の適切な指標とはなりえないのである。すなわち名目利率は容易に間違いなく誤解を招くようになる。トービンの指標、これは株式収益に集中しているが、この特定の問題を回避している。

信用のアベイラビリティの変更は利率の指標と結びついている。なぜなら、信用のアベイラビリティは限界借手の直面する利率の激しい上昇によって影響を及ぼすことになる。しかしながら、信用のアベイラビリティを指標として利用することは困難なことである。なぜなら、特定の金融機関を通じた信用のアベイラビリティの削減は、その他の金融機関を通じてかあるいは直接貸手から借手に向けての信用の流れによって相殺される程度に関する大きな不確実性があるからである。金融引締めはいくらかの効果を有するが、しかし、その量を正確に予言することは困難なことである。

我々は、株式収益、貨幣市場または国債収益あるいは特定の種類の信用のアベイラビリティのいずれかの利率にもとづくような測定手段は金融当局にとっての十分な指針とはなりえないと結論づけることができる。これらの測定手段は有効な情報を含んでいるが、しかし、常に解釈の困難や歪みの危険がある。当局はこれらの測定手段を完全に信頼するほど愚かではない。どこか別の手段から当局が求めることのできる、すなわち当局は特定の金融資産の総額からどれくらい助力を望むことができるのかということはいわゆる我々が次に着手する問題である。

指標としての貨幣供給

この段階で、保有金融資産の二つの機能を区別することは便利である。支出単位は、彼らの短期的な受領と支払の差額の結果として金融資産を獲得するかあるいは処分することになる。すでに、

このような現金の取引需要の概念を検討した。それゆえに、現金は広範な集団の金融資産にまで拡張されることになる。現金、全ての種類の預金残高及び短期貨幣市場の資産は全てこの機能を遂行する。このような目的のために経済で保有されている資産総額は、貨幣の取引需要の総額と同様な方法で決定される。

金融資産はまた、家計による長期の貯蓄手段として貯蓄者によっても利用される——この貯蓄は主に所得の源泉としてかあるいは比較的遠い将来の何らかの予想できる支出を支払うためのいづれかによって保有される。生命保険証書、未払年金証書、普通株の資産あるいは長期国債は主にこのような目的によって保有される。このような種類の資産は長期資産として保有される。それゆえ、このような種類の資産をその他の流動資産と区別するようになる。実際には、二つの資産群の間の境界線は恣意的なものとなる。

残念ながら、ある特定の種類の資産から構成される全保有資産は長期貯蓄として保有される、その他の保有は短期の残高として保有されるとはいえない。資産構成を管理する間に、資産保有者は何らかの予想利率の変動を利用するために一時的に流動資産に転換するであろう。それゆえに、資産保有者は自らに偶発損失積立金を提供するために、何らかの手持ち資金を継続的に流動資産の形態で保有することを選択することになる。まさに、総保有金融資産が増加するにつれて、なんらかの増加分を継続的に流動資産の形態で保有しようとすることは正当なことである。それにもかかわらず、何らかの資産群を長期保有資産として一概に同一視することができない場合であっても、一時的な資金の積立は株式や生命保険証書の形態で保有されるよりも、流動的な形態——現金、銀行預金、地方公共団体への短期貸付——によって保有されるようになるという事は確かに可能である。

このことは長期資産と流動資産を消費理論における恒常貯蓄と変動貯蓄によって説明することができる(Friedman, M.(1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press. を参照せよ)。変動貯蓄は流動資産として保有されることになる。大部分の恒常貯蓄は長期資産になるであろう。しかし、一部は流動資産と

して保有されている。どれくらいの額の恒常貯蓄が一群の流動資産として保有されることになり、あるいは何らかの特定の種類の流動資産として保有されるのかということを知ることができれば、現在貯蓄が恒常貯蓄となる規模についての指標として流動資産あるいは諸資産の実測による変化を利用することができる。

貨幣供給——ある特定種類の流動資産——の動向を考察することにする。GNPと貨幣需要との間の均衡関係、すなわち何らかの相対利子率の変化が貨幣需要に及ぼす影響に関する知識により、Mの変化が何らかの一定のGNPの変化によって保証されるような事態が予測可能にする。そのような変化は恒常貯蓄の効果を示すものである。これは資産保有者が貨幣として保有することを選んだ恒常貯蓄の部分である。この恒常貯蓄と実際のMの変化との間の何らかの不一致は投資需要と恒常貯蓄との間の不均衡の証である。予測された水準を上回るMの超過は一時的に流動資金が変動貯蓄によって積み立てられていることを意味するものである。なぜなら、事前的な投資が事前的な貯蓄を超過するからである。一方、不意のMのわずかな上昇は恒常貯蓄が投資を超過すること、例えば変動貯蓄が減少することを意味するものである¹⁾。

勿論、これは何らかの貯蓄の一時的な構成の総体がMにおいて現れるであろうということを擁護するものではない。何らかの一時的な資金の蓄積が貨幣以外の形態で保有されることになりそうである。それゆえに、資金の大部分は特に生産企業のような保有者によってその他の形態で保有されそうである。しかし、恒常貯蓄と投資の間の不均衡のいかなる部分も予期せぬ貨幣保有の変化として現れないならば、それは驚くべきことである。貨幣残高の動向は、利子率の変化の効果を考慮した後には、経済における均衡状態についての指標となりえる。

このような論旨に沿った議論は、いかなる共通

したMの定義も必ずしもその他の指標よりも適切な指標を提供するものではないということを示唆している。資産保有者はどのような方法で何らかの流動残高を蓄積しようとするのかということは、さまざまな流動資産から獲得することのできる相対利子率に依存している。一群の資産の需要関数が判っているのであれば、その資産群は指標として利用することができる。

どのような需要関数も正確に把握されていないために、貨幣残高——あるいはその他の類似した指標——のどれだけの変化が恒常貯蓄と投資との間の均衡に符合するのかということをはっきりと正確に述べることは期待できないのである。しかし、そのような変化が起こるであろう範囲の上限と下限を明示することを期待することができる。指標がこの上限と下限の間の範囲に収まる場合、恒常貯蓄と投資が均衡していると確信することはできないのである。しかし、指標がこの上限と下限の間の範囲に収まらない場合、何らかの不均衡が存在しているということを確信することができる。例えば、時価によるGNPの5%の成長が、一定の相対利子率の体系の場合に、2%と6%の間の均衡貨幣需要の上昇と一致することを想定することにする。貨幣残高が年率8%で成長すると実測される場合、それは投資が貯蓄を凌いでいることを意味している——これは金融政策が恒常貯蓄と投資との間の均衡を維持することができないということを示している。

金融当局はどのようにしてそのような状況に対処すべきなのか。金融当局の目標が経済の安定成長であるということを仮定するのであれば、貨幣成長率が許容値に復帰するまで、金融当局は利子率を変更する方策を講ずることになる（この利子率の変更は徐々に貨幣残高の成長率の許容範囲を変更することになろう）。これは、利子率が十分投資と恒常貯蓄を許容することのできる調和へと引き戻すことに応じることを証明している。

ここで、一つの保留条件を付け加えることが必

1) この分析は簡略化されすぎている。なぜなら、この分析は貨幣需要の時間的隔たりを伴う調整を説明していないからである。何らかの資産保有者の貨幣保有の減少は、この保有者の資産残高を一時的に高めるが、この貨幣保有の減少は変動預金から形成された保有資産の増加を相殺することになる。'均衡'貨幣需要はそれゆえに動態モデルから導出されることになる。幸運にも、金融行動が最も重要な時、例えば、流動資金の一時的な保有が景気循環の上昇局面に渡って蓄積されていく時には、時間の隔たりを伴う調整からの歪みはほとんど起こりえないのである。

要である。指標として有効たらしめるために、何らかの総量——貨幣残高であれその他の流動資産群であれ——は安定的で識別することのできる需要関数を備えていなければならない。金融機関を統制する新しいあるいは自由裁量的な方法は、予想需要関数をそれとなく決定するような何らかの制度的状況を変更しがちになる。それゆえに金融指標の有用性をかなり縮小することになる。連邦準備制度理事会のレギュレーションQとは、米国商業銀行による定期預金に支払うことのできる利率の上限を定めたものであるが、それによる影響はこのことを例示している。全般的な利率の水準が上昇した1969年には、商業銀行は資金獲得競争で窮地に立たされた。そして彼らの顧客による借入需要を満たすことにおいて困難に直面したのである。その結果として、他の債務手段すなわち、商業手形が急速に増加した。この商業手形は銀行預金よりも高い利率がつき、そして、企業が遊休資金を持つ他の企業から資金を直接借り入れることを可能にするものである。このような金融仲介停止の過程では、信用の流れは通常の金融仲介業者を迂回することになるが、このような過程は貨幣需要の減少と結びついている。しかし、どれほどの貨幣需要が影響を受けているのか、すなわち指標としての貨幣供給の評定値がどれくらい甚だしく低下しているのかということを伝える方法、はないのである。ある特定の資産群を指標として使用することは、予期することのできない影響を及ぼすような自由裁量的な統制を免れている資産を創造する金融機関に依存することになる。

金融政策に向けてのその他の指標

経済における恒常貯蓄と投資の流れとの間の不均衡についての他に考えられる指標は最終的な貸手から最終的な借手に流れる総資金量の際立った変動である。経済発展の予測と結びつくような資金の流れの傾向は予想することができる。それゆえに、資金の総合的な流れの何らかの変化は経済が予測に沿って進んでいないことを示唆している。例えば、総合的な資金の流れが予想したより

もかなり大きいものであれば、これは借入と貸出の両方が激しいことを意味するものである。それゆえ、永続的に保有することを意図するような貸手によって取得されたところの特別な金融資産は恒常貯蓄が投資を引き下げているということの意味するであろうということについての何らの証拠にもなりえない。

このような指標にもなり二つの問題がある。第一の問題は、指標として使用されるようなその他のいくつかの総量、例えば総貨幣量、に関してよりも資金の均衡的な流れについてはそれほど熟知されていないということである。これは経済発展の予測と符合するような総合的な資金の流れを予言することを困難たらしめ、かつまた予測からの逸脱についての重大さを知らせることを困難たらしめる。第二の問題は、総合的な資金の流れに関する資料が通常直ちにまとめられないということである。それゆえに、さらに容易に利用することのできるような現在流布している情報にもとづいて決定を下すことは、容易に可能である。

ここで考察しようとしている最後の指標は、国内信用膨張額(DCE)である。これは貨幣供給の指標を開放経済を取り巻くような状況に普遍化しようとする試みである。そのような開放経済では、貯蓄と投資の間の事後的な調和が非自発的海外純投資(あるいは負の投資)——国際収支の黒字(あるいは赤字)——と結びつくことになる。閉鎖経済においては、投資と恒常貯蓄との間の何らかの不均衡が貨幣供給とその他の流動資産の累積に何らかの影響を持つことになるのであるのに対して、開放経済においては、さらに、つまりその他に、国際収支の変化がある。

英国の金融政策に対する強制として英国で採用されたDCE²⁾についての厳密な定義を考察する必要はない。広い意味で、DCEは貨幣供給の増加額に国際収支の赤字額を加えた総額である³⁾——貯蓄と投資の間の不均衡は信用拡張として現れるか、あるいは、海外からの借入として現れることになる。1969/1970年の会計年度において、£40億に国内信用拡張額の上限を認めることによって、英国は国内経済のこれら二つの信用の供

2) DCEはCentral Statistical Office (1969), Bank of England Quarterly Bulletin (1969), National Institute of Economic and Social Research (1969) において論じられている。

3) 英国の銀行の国際活動と英国の公益企業と地方当局による海外からの借入を考慮するような、実際の効果のある、調整がさらにある。

給源を統制することを承諾した。国際収支の状態が改善する程度に応じて、金融当局は銀行組織を通じたさらに大きな信用拡張の増加を自由に容認することになるであろう。

DCEは指標としての貨幣供給と同様な長所を備えているが、DCEは指標としての貨幣供給と同様な欠点に苦しめられることになる。もし金融当局がDCEを統制するために全般的な統制方法——全般的な利子率の水準を引き上げたり引き下げたりする統制方法——を使用しようと選ぶのであれば、資金の流れの一般的な傾向の変化はほとんど生じえないのである。それゆえに、DCEは指標として有益なものとなる。一方、DCEを引下げようとする銀行に対して自由裁量的な手段を講ずることができる。しかし、それは経済活動に影響を及ぼすことはないであろう。なぜなら、その他の金融手段を刺激するからである。£40億の国内信用拡張額の上限はおそらく、経済が安定した方法で成長している時には、このような数値に目標上の国際収支を加えたものが銀行組織および、または国際収支に利用されることになる恒常貯蓄の最高額を示すという見解を反映している。その時、DCEの高い成長は、経済における恒常貯蓄の不足を反映している。それゆえに、需要を抑制するか貯蓄を刺激するような統制手段を必要とする。

結 論

この段階にまで到達した学生は、本書が決してマネタリストの教科書ではないということを理解することができるであろう。本書では金融機構における貨幣供給に何らの特別な意義も与えなかった。また、何らかの特別な直接の偶発的な経済活動への影響が貨幣供給に原因があるとも考えなかった。それゆえに、金融当局が統制のために何らかの非常に取り扱いやすい手法を採用するということを信じることはできないのである。それにもかかわらず、貨幣供給とその他の金融指標を経済活動の決定において些細なものとして退けることはできないということもまた明白である。これとは反対に、ここでは利子率と信用供与が経済活

動にかなりの影響を及ぼすということを論じた。すなわち、金融当局はこれらの変数を統制する能力を備えていることを論じたのである。そして、量的金融指標は金融当局の行動の訂正についての指標として役立つであろうということを論じたのである。

このようなことを述べているので、学生は金融の経済活動に及ぼす影響についてや、資金の供給と需要に影響を及ぼす要因についてはかなりのことを理解しているのに対して、またかなりの無知があるという感覚を持つのも確かなことであろう。多くのことを貨幣需要から知ったのであるが、しかし、常にかなり一般的な限定だけを均衡的需要に加えることができる。金融政策が経済活動に影響を及ぼす仕組みについて多くのことが言われている。しかし、この仕組みにともなうタイム・ラグと金融調節手段に対する反応の強さについて疑念を抱いている。金融統制の諸技術について多くのことが言われているが、しかし、金融統制のいかなる適切な機構もまだ英国において発展していない。大部分の経済学者は金融政策が経済を安定成長の軌道に進ませることにおいて重要な役割を演じるということは今や確信するようになった。しかし、常にどのような政策にしたがうのかということについて疑念を抱いている。

近年の金融情勢に対する関心のかかなり急激な高まりは、目下直面している問題についての多くの有益な研究につながる。しかし、依然として金融市場の構造と金融市場と経済活動との間の関連についてのさらなる研究が必要とされていることは明白である。本書で提示したこのような多くの問題に対する解答は、さらなる研究の成果を待たねばならない。(完)

※本邦訳に際して、西村閑也法政大学名誉教授から多くの教示をいただいた。改めて感謝を申し上げる次第である。

〔お詫び〕前号まで原著の出版年が1980年と記されているが、これは誤りで1970年が正確なものである。

(2000. 9. 27 受理)