

翻訳

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

訳者 河合正修\*  
 Masanobu Kawai

- (2) 銀行預金の供給 (本号)
  - (3) 貨幣需要 (次号)
  - (4) 貨幣、信用と経済活動
  - (5) 貨幣統制の技術
  - (6) 貨幣目標と指標
- (2) 銀行預金の供給

本章において、我々は銀行預金量の決定についての伝統的なアプローチから始めよう。我々は次に伝統的なアプローチのモデルをイギリスの状況と関連づけて考察しよう。そしてイギリスの状況に最も良く適合されている別のアプローチを示そう。

部分準備制度

銀行家は彼らが受け取る預金だけを貸付けると承知している。預金に関するかぎり、預金を吸収する銀行の能力は、彼らの業務水準の主たる圧迫要因である。他方で、経済学者は銀行貸付がそれ自体預金を創造すると度々主張する。彼らの見解では、銀行預金は貸付の前提条件というより貸付の結果である。銀行の資産と負債の増大を制約する圧迫要因は、彼らの貸付を制約するのにあずかる諸要因から起きる。経済学者の主張は次の理論的モデルによっている。

ただ、金融資産が現金と銀行預金である一つの封鎖経済を考えよう。銀行以外の現金に対する公衆の需要が一定であって、現金供給は政府によって統制されていると仮定せよ。さらに銀行が利子を生み出さない現金と利子生み貸付という二つのタイプの資産のみを保有しており、かつ銀行が預

金債務に対して最低限の現金比率、例えば、10%を保有することによって流動性の必要を満たすと仮定せよ。最後に銀行部門がただ一つの銀行から成り立っていると仮定せよ。これらの仮定のそれぞれを除いた結果は後で討議されよう。

第2表は銀行部門の一組の仮説的なバランス・シートを示している。我々はまず100の預金債務が10の現金と90の貸付とによって10%の現金比率で対応されていると仮定する。これは第2表のセクションAで表されている。追加的な政府支出の結果としておそらく公衆がさらに10の現金を獲得

第2表 銀行部門の仮説上のバランス・シート

負債	資産	現金：%比率
A 預金 100	現金 10	
	貸付 90	
100	100	10
B 預金 110	現金 20	
	貸付 90	
110	110	18.2
C 預金 110	現金 11	
	貸付 99	
110	110	10
D 預金 119	現金 20	
	貸付 99	
119	119	16.8
E 預金 200	現金 20	
	貸付 180	
200	200	10

\*教授

すると仮定せよ。我々は現金に対する需要が一定であると仮定したから、公衆は10の現金を銀行部門に預金する。したがって、銀行は第2表のセクションBで表されているように20の現金と110の預金を保有する。さて、18.2%で銀行部門の預金に対する現金比率は必要とされた10%の最低限度よりも高く、これは不利益である。なぜなら貸付は利子を生むが、現金は利子を生まないからである——銀行部門の保有現金は11にならなければならない。それゆえに、銀行は9だけ貸付を増大させる措置をとる。もし我々は新規の借手が銀行から貸付額まで現金を引き出すと仮定するならば、銀行部門の貸借対照表は第2表のセクションCとして表される。そして、10%まで現金比率を戻すことによって、銀行は均衡状態にある。

しかし、公衆はちがっている。一度公衆が期待以上の現金を保有すると、借手は支払いをなすために現金を使用するから、このことは受取人が9の超過現金保有を持つことを意味する。彼らは銀行にそれを預金することによって超過部分の現金を手放す。かくして、銀行預金を第2表のセクションDに表されているように119まで増加させる。銀行部門の現金保有は20にもどし、その現金比率は16.8%まで上昇する——なおも10%の均衡比率よりも高い。

銀行部門の貸付の増加と公衆が現金を銀行に返還することによる預金の増加のこの結果は、公衆と銀行部門の双方が均衡状態になるまで引き続くことはあきらかである。公衆が一貫してより多くの現金保有を拒む限りは、銀行部門の現金必要保有額が20に達する時、例えば、預金が200で貸付が180である時（第2表のセクションE）、このような均衡が生じる。

もし銀行制度が預金債務に対する最低準備率——この場合の現金——を守るとしたならば、我々はそれが部分準備制度であるという。このような制度において、もし上記に載っている単純化された仮定が全て適用されるならば、そしてもし $r$ が預金に対する最低準備率であるとしたならば、預金水準 $D$ は $(1/r) \times C$ を上回ることはできないのである。ここでの $C$ は準備水準に相当する。

もし銀行制度が最低準備率を守り、かつ準備保有の一単位の増加が得られるならば、これは $1/r$ に相当する銀行預金<sup>1)</sup>の増加と結び付くことになる。

銀行制度が単一の銀行から成り立っているという仮説を取り除くことは、この結論に何らの影響も及ぼさないということである。多くの銀行からなる銀行組織において、もし全ての銀行が同一の最低準備率に従うのであれば、一銀行の現金の増加は銀行に貸付の増加を促し、そして、その結果銀行制度以外の銀行に現金が預けられることになる。これらの銀行は、超過現金を保有していることを自覚することによって、貸付を増加する措置をとるでしょう。かくして、その過程は預金の乗数拡張が以前と同じような仕方で行われるまで続くであろう。そしてまたどのような銀行も超過現金を保有することがなくなるまで、この過程が続くことになるでしょう。

これは最低準備比率 $r$ の額が銀行制度の構造によって影響されないことを言っているというのではない。もし銀行が少数で規模の大きいものであるならば、総預金の安定性はおそらく銀行が多数で小規模なよりもはるかに大きいはずである。なぜなら、預金者勘定からの払い込みと払い出しとの短期のくいちがいがからもたらされる現金に対する最大限の純需要は総預金に比例してはるかに少なくしか増大しないからであり、また銀行が少数である時には、このような支払いの多くの部分は銀行の手許現金の源泉に何らの変化も伴うことなく同一銀行で保有された勘定相互の間での振替を示している。かくして、銀行が期待した $r$ の額はもし制度がメンバーが多いときよりも少数の銀行に集中されるならば減少することになる。しかしながら、銀行制度の構造に適合した $r$ の額が与えられたとすると、制度の準備保有の何らかの増加分の最大限 $1/r$ 倍だけ預金が増加するというような説明は依然として妥当する。さらにこの理論が適用されるような銀行制度において、準備比率が慣行や法的義務というよりも個々の銀行の準備のための要請によって決定されることになる。そしてこのような場合においては、 $r$ を全ての銀行

1)  $\Delta D$ が預金の増加分であれば、均衡状態では、 $r\Delta D=1$ あるいは $\Delta D=1/r$ となる。

にとって一定なものとして取り扱うことが合理的であり、あたかも銀行組織が単一の銀行から成り立っているかのように銀行制度を通じて貨幣の創造を分析することは正しいことである。

このような理論はなぜ公衆が追加的な銀行預金を保有しようとするのかという問題を正面から取り組まないということが示されるべきである。この理論は単純に次のような状況を当然のこととして決めてかかっている。もし、暫くの間追加的な銀行預金が均衡していないのであれば、追加的な銀行預金の均衡を回復しようとする企ては、いずれは形成されたいかなる銀行預金の水準をも正当化しようとするような産出量と物価に対する影響によって、財貨及びサービスの購入にまで及ぶことになろう。金融市場の本質についての仮定は銀行預金の供給に影響を及ぼす調整メカニズムを問題外としている。我々がみているように、これはモデルの欠陥の一つである。

現金に対する公衆の需要が固定的である仮定はモデルにおいて重要な要素である。この仮定が取り除かれるとき、我々は分析を修正しなければならない。現金と銀行預金とが共に支払手段として使用されているので、現金に対する公衆の需要が、特にもし貨幣供給と銀行貸付の拡大が所得の流れの増大と関連しているのであれば、銀行預金の需要を増加させると仮定することはもっともらしいことである。これを理論に取り入れる最も安易な方法は公衆の手に入る現金増加のある一部分  $c$  を公衆が保持することを仮定することである。我々は市中銀行が一定の最低現金比率  $r$  を守っていることを仮定しておこう。もし銀行が現金保有の増加分を受け取るならば、どのような事態が生ずるかを調査してみよう。

もし預金と現金の両方が一つずつ増加するならば、公衆が  $1-r$  の過剰現金をもつと銀行はみる。それゆえに、銀行は新しい借手に対して貸付ける。これらの借手が支払を履行するために現金を使用するとき、彼らは一定割合  $c$  を保持し、銀行に  $(1-c)(1-r)$  の残高を預金する。かくして銀行預金(と現金)の第一回目の一つずつの増加は  $(1-c)(1-r)$  の第二回目の増加に導く。次いで

この部分は貸付けられ、再び銀行に預金され、 $(1-c)^2(1-r)^2$  の預金の増加を与える等。預金<sup>2)</sup>  $\Delta D$  の全体の増加はそれゆえに次のように与えられる。

$$\begin{aligned} \Delta D &= 1 + (1-c)(1-r) + (1-c)^2(1-r)^2 \\ &\quad + (1-c)^3(1-r)^3 + \dots \\ &= \frac{1}{1-(1-c)(1-r)} \end{aligned}$$

預金拡大の過程における公衆に対する銀行の現金喪失は国内現金流出として知られている。それは実質的に現金の乗数拡大を縮小する。例えば、もし  $r=0.1$ 、かつ  $c=0.2$  であれば、最初の1の国内現金取得からもたらされる預金の増加は、国内現金流出のない場合の10と比べてわずか3.6である。このようなわけで、銀行が預金を創造しうる程度は銀行自身の現金請求によってばかりか銀行以外の公衆の現金請求によっても制限される。

部分準備制度における預金拡大のメカニズムのこの説明は一定の現金準備比率の枠の中で与えられてきた。しかしそのメカニズムは必ずしも現金に限られたものではない。部分準備制度は銀行が預金債務に対して何らかの資産もしくは資産グループ——‘準備’——の一定比率を維持するときにつねに存在できるであろう。銀行保有の特定資産の変更はそれに見合った銀行預金の変化と結び付くことになろう。

銀行預金が生産されるこの仕方の理論は、もし経済が一定の特別な特徴を持っているならば、そしてもし銀行制度が何らかの特定の規則を遵守しているとしたならば、その時には、銀行預金が銀行の準備金に対して一定の関係をもち、準備ベースの変化は銀行預金の乗数的変化に導くという理論的な陳述以外の何ものでもないということに注意することが重要である。理論が何らかの実質的な環境のもとにおいて銀行預金のビヘービアを説明するために使われる以前に理論によって仮定された諸条件が適用する程度を調査することが必要である。そして特殊な諸条件からの背離を考慮するために理論を修正することが必要である。特に準備の供給を決定する諸要因を研究することが重要である。もし銀行が一定の準備率を固守するな

2) 公衆への現金流出がないときには  $c=0$ 、それゆえに、前述したように  $\Delta D=1/r$  と記すことができる。

らば、そしてもし準備の供給が銀行預金水準とかかわりなく決定されるならば、その場合には、準備金を銀行預金の決定における直接的要因としてみなすことは道理にかなっている<sup>3)</sup>。しかしもし準備金の供給がその反対であるよりも銀行預金水準によって決定されるならば、我々は準備金以外に、預金の変化については何らかのその他の説明を見いださなければならぬ。

### 公開市場操作

銀行制度の準備金は中央政府あるいは金融当局と民間部門との間の支払と受取の流れによって影響される。これらの取引の多くは、政府の財貨、サービスの購入、及び民間部門による雇用者の賃金と報酬として民間部門による租税支払いによって生ずるので日常的なものである。民間部門による外国為替の売買はまたかなりの毎日の操作を必要とする。金融当局の側に何らかの安定化させる動きがない場合には、銀行制度の現金準備は著しいが、しかし基本的には場当たり的な変化にさらされることになる。

政府証券の売買を伴う金融資産の取引はまた銀行の現金準備に影響を及ぼす。金融当局が民間部門に対して政府証券を売却する時には、金融当局は証券を現金と引き換える。そして、金融当局は証券を買い入れることによって現金を供給することができる。金融当局の毎日の大蔵省証券の取引の大部分は過剰現金を吸収することあるいはそれ以外には日常の受け取りと支払いの流れによって引き起こされる不足分を供給することに当てられている。大蔵省証券——金緑証券——のこのような売買は公開市場操作として知られている。

他方、市中銀行の現金準備に対する不規則な影響を平衡させることが公開市場操作の重要な機能であるが、これが唯一の機能ではない。部分準備制度の枠の中で、経済学者は市中銀行に対する現

金供給を変化させる手段として公開市場操作を行って金融当局の能力を強調した。金融当局が民間部門に対して証券を売却するとき、金融当局は現金保有を減らし、これが銀行制度の準備保有を削減する。部分準備制度においては、これは預金の乗数的収縮と関連している。金融当局が取り扱う市場性証券の一定の資産を保有するなら、彼らは銀行制度の準備金を変更するために公開市場売買に従事することができる。

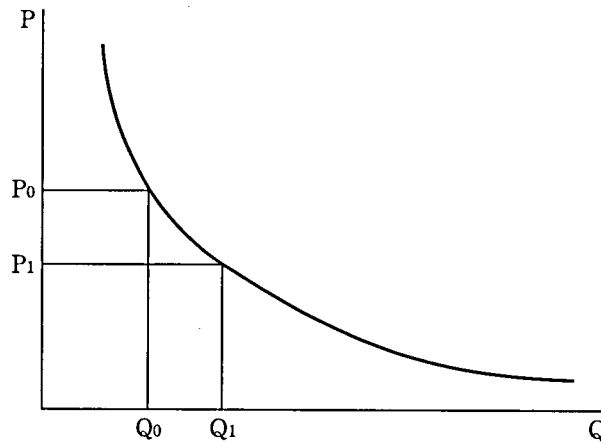
しかしながら、一定の証券資産の保有とこれらの証券のための市場の存在は、当局に取引の権限を与えているが、取引価格と販売量を共に決定する権限を与えていないということを認識することは重要なことである。民間部門の証券に対する需要が証券の資産価値、証券の価格、その他の金融及び実物資産の安定的関数としてみなされる非投機的市場を考慮しなさい。富と全てのその他の価格を一定として仮定すれば、証券に対する需要はいわゆる下方傾斜の需要曲線によって例証される。

まず最初に、民間部門が証券の  $Q_0$  の量を保有し、その支配的な市場価格が  $P_0$  であると仮定せよ。もし当局が民間部門の現金保有をこの額だけ削減するため  $Q_1 - Q_0$  の公開市場での売り操作を行うと決定したならば、当局は  $Q_1$  まで民間部門の証券保有を引き上げるであろう。しかし、この量は  $P_1$  の価格でのみ民間部門によって自発的に保有されるでしょう。したがって、当局が公開市場での売り操作を行うことを希望するならば、この価格で黙従するように準備しなければならない。

銀行預金量は何らかの部分準備メカニズムを通じて決定されることになるという考え方は当局が民間部門によって保有された資産の量を決定することを選択し、どのような価格であろうと受け入れるという仮定に基づいている。これは確かに

3) 我々は準備金の供給が必然的に経済システムに対して外生的になるということを含意しているのではない。準備金の供給は外生的かもしれないが、金融当局が、国際収支あるいは何らかのその他の経済の局面の観点に立って、準備金の供給を変更するために、準備金の供給が内生的であるとしたならば、準備金を偶発的な要素として扱うことは依然として賢明なことであるように思われる。重要な問題は、金融当局が準備ベースの変更を銀行預金に影響を及ぼす手段として使用することを選択するの否かということである。もし金融当局が準備ベースの変更を銀行預金に影響を及ぼす手段として使用するのであれば、準備金は直接的な原因となる——もっとも準備金変更の原因を調査することはまた価値のあることである。

図1 証券の需要



当局が採用しうるであろう一つの受け入れられる戦略である。しかし、それはただ一つの可能な戦略でなく、必ずしも最善の策ではない。その他の最後の手段では、金融当局はいくつかの金融資産の価格を統制することを選択するであろう。また民間部門がこれらの価格で保有することを望んだどの量も供給しうるであろう。当局は金融市場において依然取引するであろう。そして、当局は公開市場操作をなおも行うであろうが、望ましい価格を維持するために取引において当局が受動的に相手方として行動するために、現在では取引が金融資産の売買を期待した民間部門のイニシアチブにある。

この政策の選択が存在することを認識することが重要である。そして、我々は当局が全ての金融市場で全ての時期に同じ政策を採用すると仮定することはできないのであると認識することが重要である。我々がみるように、例えば、イギリスの当局が短期利率——価格目標——を統制することはまったく可能である。しかし同時に長期の金緑証券の市場で量的政策を採用することは可能である。それゆえに、我々は金融当局に利用される選択についてのこのような単純な説明を実際の複雑さから抽出するような方法によって逃れるべきではない。例えば、投機的な影響はいくつかの資産に対する不安定な需要関数を引き起こすことになろう。いくつかの機関は事実上、統制された水

準でいくつかの資産の価格を保つことを余儀なくされている。実際の状況を分析する場合に、これらのような諸問題が事実上重要である。それにもかかわらず、何が銀行預金の供給を決定するのかという説明を求められた場合に、我々は各市場において当局によってとられた基本的政策を研究することが重要であると知るであろう。

### イングランド銀行と金融市場

部分準備モデルがイギリスにおける状態に適合しているかどうかを見るために、我々はイングランド銀行の政策——制度上の現金の源泉——について若干略述しなければならない。また我々はイングランド銀行<sup>4)</sup>、割引市場、預金銀行——ロンドン手形交換所、スコットランド及び北アイルランド銀行——との関係を調査しなければならない。これを行うために、我々は理論の一般化から離れて、理論が実際に適用されうる程度を決定するのに役立つ制度的な枠組みに向けての数多くの方法を取っている。

イングランド銀行は政府に対する銀行であり、預金銀行に対する銀行であり、イギリスの割引市場に対する銀行であり、いくつかのその他の銀行に対する、海外の多くの中央銀行に対する銀行であり、少数の民間の顧客に対する銀行である。この段階で、我々はイングランド銀行の政府、預金銀行、割引市場との関係に我々の注意を限定しよ

4) Henceforth 'ザ・バンク' はイングランド銀行について言及している。

第3表 イングランド銀行：簡単なバランスシート（1969年11月19日現在）

負債	百万ポンド	資産	百万ポンド
銀行券流通高	3,227	政府証券	3,745
政府預金	16	割引と貸付	50
特別預金	222	その他	92
銀行業者預金	265		
その他の勘定	139		
資本金と準備金	18		
	3,887		3,887

(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, December 1969, Table 5

う。

第3表はイングランド銀行の簡単なバランスシートを示している<sup>5)</sup>。政府金融の仲介者としてのイングランド銀行の重要性はただちに明らかとなる。イングランド銀行の資産の95%以上が政府証券であり、イングランド銀行の負債の90%以上が現金——通貨と銀行業者の預金——である。貨幣的意義をもつただ一つのその他の負債は特別預金——預金銀行によって強制的になされた預金——である。これらの効果については第5章で議論されるであろう。資産の側では、割引と貸付はイングランド銀行によって割引かれた大蔵省証券と商業手形であり、貸付はそれぞれ割引市場に対してなされた貸付である。市場操作を通じて、イングランド銀行はもしそうしようとするれば、これらの貸付に対する需要を形成する地位にあることがまもなく判明するでしょう。

イングランド銀行は政府金融を用立てるのに選択する方法は政策——この政策は貨幣供給にとって重要な意味を持つ——の問題である。政府に対する銀行として、イングランド銀行は国債を管理する。これはイングランド銀行が政府証券の市場において必然的に大きな役割を演ずることを意味する。我々が既に見たように、政府の全体的な金融要請は毎日変化する。租税収入の流れにおけるはっきりとした周期的な傾向がある。そして、この周期的な傾向が政府の借入要請、公債発行の満

期そして再度の融資の要請における同様な傾向を引き起こすことになる。追加的な借入は通常政府部門の貯蓄を上回る資本支出の超過分を相殺するために要請される。そして外国為替市場の操作はまた政府の国内借入に影響を及ぼす。広範囲の満期証券をカバーするイングランド銀行自身の政府証券保有は公開市場操作を通じて様々な満期の大蔵省証券、金緑公債の売買を通じて全体の利子率の構造に影響を及ぼす権限をイングランド銀行に与える。

もしイングランド銀行の政府証券の売却が政府の直接的資金需要を超えるものであるならば、イングランド銀行は民間部門の現金の額を削減する。証券の購入者は彼らの銀行当座勘定宛に小切手を振り出すことによって証券の代金を支払う。これらの小切手振り出しの最初のインパクトはイングランド銀行に持つ銀行業者預金の減少となる。これは預金銀行が預金銀行自身の現金保有と彼らの預金債務との間で維持する関係を攪乱する<sup>6)</sup>。預金銀行は現金不足の状態となる。銀行以外の公衆が預金銀行に公衆の現金保有の多くを預託することを望んでいると期待する理由がないので、イングランド銀行の政策は全体として民間部門における現金不足を引き起こすことになる。預金銀行は現金比率の減少を回避するために、預金銀行はコールで資金を補填することができないので割引商社に責任を転嫁する。そこで責任転嫁は

5) '発券部門' と '銀行部門' との間のイングランド銀行の資産と負債に関する時代遅れの分割は考慮されていない。

6) ロンドン手形交換所加盟銀行はおよそ8%の現金比率——加盟銀行がイングランド銀行に持つ粗預金債務額に対する通貨保有額と預金額の比率——を維持している。

止まることになる。なぜならば、割引商社は預金銀行によって取り立てられた資金を返済するため十分な資金を見つけ出さなければならないからである。全てその他の資産が使い尽くされたとき、割引商社はやはり現金不足であり、それゆえに割引商社はイングランド銀行に融資を申し出ることによって彼らが必要としている現金（イングランド銀行の自行宛の債務）を割引商社に供給してくれる最後の貸手としてのイングランド銀行に頼らなければならない<sup>7)</sup>。かくして、貸付に対する需要を創造するために、イングランド銀行は政府の直接の財政需要に必要とされる以上のより多くの証券をただ売却しなければならない。

このプロセスはイングランド銀行、割引市場と手形交換所加盟銀行の簡単な仮説のバランス・シートを示している第4表と第5表に例記されている。最初の状態（第4表）は手形交換所加盟銀行が預金の8%を現金として保有している均衡状態を仮定せよ。そして、この現金の一部は銀行券や銅貨の形態であり、一部はイングランド銀行の預金の形態で保有されている。手形交換所加盟銀行はまたかなりの額を割引市場に対してコールで貸し付けている。最初の状態では、割引市場に対するイングランド銀行の貸付はゼロである。

イングランド銀行は現在公衆に対して100の証券の純粹正味額を売却する（第5表）。この公衆は手形交換所加盟銀行の預金に対して小切手を振り出すことによって証券の代金を支払うことになり、手形交換所加盟銀行の預金は9,900に減少する。一時的に、銀行業者の預金はまた100だけ減少することになるが、銀行業者の現金準備率は100の8%、すなわち8だけ減少するから民間銀行は割引市場から92の貸付を回収することによって、またこれをイングランド銀行に預金することによって9,900の8%の正常な水準まで現金を直ちに補充する。正味の影響はイングランド銀行の銀行業者の預金が250から242に低下するということである。しかしながら、割引市場は借入資金の

92を失うが、彼らの資産は不変な状態であるがために、割引市場は彼らの帳簿残高の均衡を保つために、なんとかしてこれらの資金を代替しなければならない。すなわち、割引市場はイングランド銀行から92を借り入れることを強いられることになる。イングランド銀行の割引と貸付はこの数字まで増加する。

もしイングランド銀行が割引市場の資金コストをつりあげるような貸付に対して例えばバンク・レートのような代価を課すとしたならば<sup>8)</sup>、割引商社は第5表に示されたバランス・シートでは均衡状態ではない。最終的な均衡と調整の過程はイングランド銀行の方策に依存することになる。理論的には、イングランド銀行は現金量を統制することを選択するであろう。そして、そのような場合において、部分準備制度のモデルは次のことを予見する。すなわち、その結果は手形交換所加盟銀行の最初の収縮の数倍にのぼる預金の乗数的収縮を示すであろうということである。もしイングランド銀行が絶えずバンク・レートで借り入れるよう割引商社に強制するならば、割引市場は公衆に対して証券を売却することによって彼らの資産を減少する処置をとるであろう。このことは公衆の銀行預金を減少させるであろう。この預金減少に直面して、民間銀行は大部分の流動資産、現金とコール・マネーの減少に対する全ての影響を容認しないであろう。そのために民間銀行はまた証券を売却し、貸付を削減し、かくして預金の収縮を促す。この過程は銀行制度に滞留している現金が割引商社にイングランド銀行からの借入を強いることなくして手形交換所加盟銀行に8%の現金比率を提供するのに十分となるまで継続することになる。減少の程度は勿論預金銀行が彼らの預金を引き落とすと同時に、もし公衆が現金保有の一部を預金銀行に預金するならば緩和されるであろう。

以上のような資産の売却と資産構成の変化は彼らの負債と資産の相対的コストと利回り（収益）

7) 理論的には、割引商社は融資あるいは手形の再割引を行う選択権を有しているが、しかし、実際には前者の融資は常にほとんど取るに足らないものである。

8) 割引商社に借入を強いることによって、イングランド銀行は割引商社のその他の資金に対する費用がさらに上昇するような状況を創出する。それゆえに、より高い費用は実際にイングランド銀行から借り入れる資金に限定するものではないのである。

第4表 現金不足の効果——最初の状態

負債 (百万ポンド)		資産 (百万ポンド)	
銀行業者の預金	250	イングランド銀行	
その他	3,750	割引と貸付	なし
	4,000	その他 (証券)	4,000
			4,000
イングランド銀行からの貸付	なし	割引市場	
手形交換所加盟銀行からの借入	1,000	政府証券	800
その他	500	その他	700
	1,500		1,500
預金	10,000	手形交換所加盟銀行	
		イングランド銀行預金	250
		銀行券と铸貨	550
		割引市場の短期コール	1,000
		その他	8,200
	10,000		10,000

第5表 現金不足の効果——中間状態

負債 (百万ポンド)		資産 (百万ポンド)	
銀行業者の預金	242	イングランド銀行	
その他	3,750	割引と貸付	92
	3,992	その他 (証券)	3,900
			3992
イングランド銀行からの貸付	92	割引市場	
手形交換所加盟銀行からの借入	908	政府証券	800
その他	500	その他	700
	1,500		1,500
預金	9,900	手形交換所加盟銀行	
		イングランド銀行預金	242
		銀行券と铸貨	550
		割引市場の短期コール	908
		その他	8,200
	9,900		9,900

の変化に対する預金銀行と割引商社の反応であることをついでに我々は認めるべきであろう。以上のような相対価格の大幅な変化はすぐさまさらに多くの反応をうるのに必要とされるであろうことは考えられる。言い換えれば、もし当局がこの手段によって銀行預金量を統制しようと試みるなら

ば、当局は望ましい効果を達成するために恐らく注意してバンク・レートを変更しなければならぬであろう。

しかしながら、實際上、イングランド銀行は量的統制というよりも利率統制の政策を重んじるであろう。イングランド銀行は短期利子率に影響を



及ぼすために、割引市場にイングランド銀行から借り入れるように仕向ける権限を行使する。割引市場の貸付に課せられた利子率はイングランド銀行の裁量である。時には、それはバンク・レート——預金銀行が伝統的に彼ら自身の借入と貸付利率の多くと連動しているイングランド銀行によって公表された利子率——である。時には、それは割引市場が市場で借り入れる資金に対して支払わねばならないのと同じ利率である。それはバンク・レートより低い、まれな場合には、その利率はバンク・レートを上回った。割引商社にバンク・レートで借り入れることを強制することによって、イングランド銀行は割引商社の資金の一部についての資金コストを引き上げるのみならず、さらにイングランド銀行は利子率特に短期利子率が大幅に低下することを黙認することを望まないと金融市場で営業する全ての人に対して指示する。もし借入が頻繁かつ量が多いとしたならば、取引業者はイングランド銀行が利子率を引き上げると期待していることを知っている。反対に市場レートで貸付けることによって、あるいは借入を不要にするほど十分な現金があることを保証することによって、イングランド銀行は生じる利子率の傾向に反対するつもりはないことを示す。このシグナルシステムは大蔵省証券と短期の金緑公債の市場において重要である。そして、このような市場では、これら証券の需要は短期的には利子率の変化についての期待によって強く影響される。それは当局をして市場の過大な取引もなく短期利子率の変化をもたらすのに役立っている。

イギリスにおける現金供給に対してかなりの重要性をもつ一つの制度上の手筈がある。政府の残余の財政需要は毎週の大蔵省証券の発行によって供給され、これらは入札応募によって売却されている。イングランド銀行は翌週における政府の財政上のニーズ——満期の大蔵省証券とその他の政府証券の更新を含む——を推計し、そして入札によって提供された大蔵省証券の額が小幅な額だけこれを上回るよう調整するのに努力する。

割引市場のメンバーは自分達が‘入札をカバー’する、すなわち自分達は全額応募で入札し、各メンバーは一定の割当てを待つというような協定をイングランド銀行と結んでいる。彼らはまた共通

の価格で入札するけれども、各商社はもし彼らが割当てを増加するよう希望するならば各商社の割当ての一部についてより高い価格で入札する自由がある。割引市場が入札をカバーするという協定は次のことを意味している。すなわち、イングランド銀行が正当な判断で政府の先行きの需要を推計する限りは、イングランド銀行は割引市場が現金不足にあることを確認できるということである。すなわち、要求する以上に入札でより多くの大蔵省証券を売却することによって、イングランド銀行は割引市場が支払うことを期待する現金額以上により多くの大蔵省証券の売却からの収入高を確定することができる。かくしてイングランド銀行は自らが現金不足を救済するか否かをさらにはその救済方法を選択することのできる地位を維持するのである。すなわち、イングランド銀行は市場から証券を買い入れることができ、それで現金を供給することができるし、またイングランド銀行は市場利子率あるいはそれを上回る利率で貸付ることによって現金不足を促すことができる。取引の規模、タイミング、取引価格によって、イングランド銀行は短期利子率が動くべきであると彼らが考えている方向を示す。その協定はイングランド銀行にとって利子率の統制における非常な便宜である。

しかしそれはイングランド銀行が現金量の統制を失うことを意味する。もし割引商社がイングランド銀行の希望にしたがって大蔵省証券に入札する価格を忠実に変更するならば、イングランド銀行は割引商社に無制限に損失を負ってまで彼らの大蔵省証券の一部を手持ちさせる理由はない——もしイングランド銀行が大蔵省証券の利回り以上の利率を持続的に課するならば、そうなるであろう。そこで、イングランド銀行は市場で証券を買い入れることによってか、あるいは十分に低い利率で貸付けることによってか、いずれにせよ、割引商社に損失を引き起こさない価格で現金を供給することによって現金不足を終極的に救済する。

それゆえに第5表で示された状態から最もありそうな調整の過程は銀行預金の乗数的収縮でなく、第4表で示された状態への復帰である。現金不足を創造することによって、イングランド銀行

は近い将来において予想された短期利子率に影響を及ぼす。利率が望ましい方向に動くことはありそうなことである。そして、イングランド銀行は自らの目標を達成するとしたならば、イングランド銀行は現金不足をとり除くために当初の公開市場操作を逆転する証券の買入をなすでしょう。手形交換所加盟銀行の預金はその結果としてはほとんど元の水準に戻るであろう。最後と最初の状態との間の相違はおそらくわずかなものであろう。我々は後に見るように、そのような相違は現金と短期政府証券の相対的利回りの変化の結果である。

結論上では、イギリスの銀行預金の水準は現金供給の変化によって決定されることはない。もしそうであるならば、その時には部分準備メカニズムを通じて増殖されるだろう。けれども、このことはもしイングランド銀行が望んだとしてもこの方法によって少なくともロンドン手形交換所加盟銀行の預金を決定できないからということではないのである。すなわち、イングランド銀行はできたのである。しかし、實際上、イングランド銀行は預金水準を支える必要があればいかなる現金でも供給することを選択する——預金水準がどのように決定されようとも——。何故なら、イングランド銀行は現金供給を統制するよりも大蔵省証券の入札のための協定を維持することや短期利子率を統制することにより高い優先権を置いているからである。

### イングランド銀行と金緑証券市場

銀行預金の乗数的拡大の概念は拡大のための基礎が銀行制度の現金保有の変化である場合に限定されているわけではない。もし当局が市中銀行によって保有された何らかの他の資産の組合せの供給を統制したことが示されることができれば、そして、もし市中銀行が彼らの全資産の中でそれらの資産の一定比率を維持するならばその時には資産のこの特定の構成は部分準備制度の基礎を形成するであろう。そしてこれらの資産の市中銀行の保有の変化は銀行預金の乗数的変化を生み出すであろう。数年のある期間——1950年代の大部分——ロンドン手形交換所加盟銀行によって‘流動資産’として保有された資産の組合せがこの役割を果たしたとみえた。現金と大蔵省証券は市

中銀行の手持ちの流動資産の内でも重要な要素であった。そして、イングランド銀行の短期利子率を統制する方法がこれらの流動資産を事実上交換可能なものにしたがために、これらの流動資産は全体として扱われるようになった。その当時、市中銀行は30%の最低流動性比率を保持した。そして事実上、民間貸出の季節的変動を相殺するのに必要であった限りを除いて、著しく最低準備比率から逸脱することは期待されなかった。これらの状況のもとで、この制度の流動資産ベースの増加は、乗数の大きさは $1.0/0.3$ であるからざっと3を超える預金の乗数的拡大に導くであろうということが論及された。拡大の過程はまさしく $r$ が現金に対してよりもむしろ全体として流動資産に関連するであろうことを除いて現金比率に基づいた部分準備制度に関連して討議したものと類似するであろう。

この理論はいくつかの点において欠陥であることが証明された。なかんずく流動資産ベースの統制に関連しての諸問題がある。イングランド銀行は流動資産の総量を統制するのか？ このような資産は市中銀行以外でどの程度まで保有されるか、そして何がこの保有の変動を決定するのか？ どの程度まで市中銀行自ら流動資産の供給に影響を及ぼすことができるのか？ 第二に、流動性比率の厳格さが問題とされた。市中銀行は実際に多かれ少なかれ固定的な流動資産比率に従うのか？ 高い流動性比率をもつ銀行と低い流動性比率をもつ銀行との間の預金の再分配は流動性ベースを収縮することによって銀行貸付を統制しようとする当局による試みを失敗させるのか？ 我々は今やこれらの諸問題を吟味しよう。

手形交換所加盟銀行の流動資産は現金、コール・マネー、大蔵省証券、商業手形、ある一定額のリファイナンス可能な輸出信用から構成される。この一部分である現金と大蔵省証券は直接的であれ例えば現金のように一つの隔たりがあるにせよ事実上政府債務である。現金の一部は割引市場とその他の市場のもとに預けてあるコール・マネーであるが、これは主に政府債務である担保証券に対して貸し付けられる。もっともさらに商業手形も担保として使用されるのではあるが。残りの部分の商業手形とリファイナンス可能な輸出

信用は民間部門の債務である。我々は直接的にであれ、間接的にであれ、保有されている政府債務と民間債務を別々に考察しよう。さしあたって、我々は国際収支と国際短期資本移動から生ずる複雑さを度外視して、我々の注意を国内的要因に限るであろう。

民間部門に保有された政府債の総額は過去の政府借入の結果である。政府債の保有の変化は政府の経常借入の需要を反映している——例えば国有化企業に投資をファイナンスする国有化企業に対する政府自身の投資と貸付の程度は経常支出を上回る経常の租税収入の超過分によって相殺されることはない<sup>9)</sup>。イングランド銀行はこの債務の構成に影響を及ぼすことができる。長期公債を売却し、短期公債ならびに大蔵省証券を購入すること——借換えとして知られた操作——によって、イングランド銀行は公債の平均満期を延長しうる。イングランド銀行が民間の保有者から長期債を購入し、そして大蔵省証券の発行を増加することによって長期債の購入に資金を供給するか、その他の短期債を売却することによって長期債の購入に資金を供給する逆の操作はアン・ファンディングと呼ばれている。

ファンディングとアン・ファンディングとは短期債と長期債の相対的な利子率に対しての意味をもっている。原則的に、もし長期債と短期債に対する民間部門の需要関数が安定的であるならば、ファンディングは長期利回りを上げ、短期利回りを下げることが予想されるであろう。実際上は利子率の見込みは短期における債券に対する民間部門の需要に強い影響力を備えているようにみえる。したがって、イングランド銀行は近い将来に利回りが低下する見込みが少しでもある時には実際に利回りを引き上げることなくして長期債を多量に売却することが可能になる。

もしイングランド銀行がその他の政策を犠牲にすることなく目標どおりにイングランド銀行が希望した額ならなんでも金緑証券を扱う——買手であれ、売手であれ、——ことができるならば、イングランド銀行は民間部門によって保有されてい

る短期政府債の量を統制することができるであろう。しかしながら、實際上、金緑証券価格の動向はどうしてもよい問題ではない。そして、少なくとも短期的には、その他の政策目標がたいいて優先権を与えられた。

国債の管理者かつ政府の銀行として、イングランド銀行は民間部門の金緑証券の欲求を最大限にするよう試みた。この目標を達成しようとする努力において、イングランド銀行は自由市場の維持を確保し、そして金緑証券が支配的な市場価格からほとんど相違しない価格でいつでも市場性があることを保証する。このことはもしどのような他の買手も公債を買い入れることを希望しないならば、イングランド銀行は買手として介入するであろうことを意味するものである。そしてそれはまたイングランド銀行が価格の急激な変化を引き起こすことを避けるために沈滞している市場で公債を売りつけないことを意味するものである。事実上、イングランド銀行は市場で仲買人としての役割を引き受けたのである——たえず扱う意向のある最後の頼みの綱としての仲買人の役割を引き受けたのである。

イギリスの金融政策の運営を考察するに際して、イングランド銀行のこの公債管理機能が理解されるべきことがきわめて重要である。というのは、公債管理者としてのイングランド銀行の役割は度々金融当局としてのイングランド銀行の行動の自由を制約しているからである。このような状態はアメリカの状態とかなり異なるものである。アメリカでは、連邦準備制度理事会は国債管理に責任を負っていない。連邦準備制度理事会はアメリカ財務省の金融操作の期間中に国債市場における混乱を回避するのを支援するのに対して、連邦準備制度理事会は絶えず政府財政の費用に注意を払うことを強いられてはいないのである。イギリスでは公債管理者としてのイングランド銀行の責務が金緑証券市場での彼らの行動を規定する。

我々はイングランド銀行の政策が恐らく政府証券の需要を最大限にする目標を果たしうるかどうかをここで考慮することを必要としない。事実は

9) 未払債務の市場価格に影響を及ぼす利子率の変化から生ずるところのさらに付言されねばならない複雑な諸問題があるが、しかし我々ここではそれらの問題を無視することにする。

戦後のほとんどの期間、イングランド銀行は市場価格の大幅な変動を避ける政策を遂行したということである。この政策の意味するところは、イングランド銀行が売却することを正しいと思う時に、時折同行は他の方法で期待したか、あるいは同行が公債を売却できないときよりも、同行がより多くの公債を売却するかあるいは償還することを必要とするか判断するということである。従って、イングランド銀行は民間部門に保有された短期債の額をともかく厳密に統制することができなかった。

流動性比率理論はイギリスにおける銀行預金の水準の短期的な変化の説明としては由々しき欠点のあるものか、あるいはよく言っても不十分なものとなる。少なくとも、流動性比率理論は民間部門によって保有された短期政府債務の総額を説明する理論によって補完されることを必要とする。しかし、この理論は銀行預金の長期的趨勢を説明することに利用することはできないということには必ずしもならないのである。もし金緑証券に対する民間需要が一定期間に渡っての平均利子率の水準に対して安定的な関係を貫くとすれば、急激な価格の変動を回避するという目標は政府債の満期構成の長期的統制と矛盾しないであろう。

イングランド銀行の金緑証券市場における操作が政府債の満期構成に対する有効な統制と関連している程度は若干疑念のある問題である。イングランド銀行は通常利子率の傾向を阻止するようつとめなかった。すなわち、イングランド銀行は価格の激しい変動だけを回避しようと努めたのである。しかしながら、1968年の末までに、イングランド銀行はどのような政府債の満期構成が望ましいものであるかという厳密な何らかの一定の明確な見解を持っていたという根拠はない。もっぱら明らかなことは、既存公債の平均期限があまりにも短期であること及び政府債のある所有者が政府債をあまりにもすみやかに処分しがちであったということやイングランド銀行が信じていたということである。満期公債とかなりの新規の政府借入の更新の問題に直面して、イングランド銀行は急激な価格の変動を回避するという目標に支障をきたすことくして機会が生ずる時にはいつでも市場に金緑証券を売却するようつとめた。

イングランド銀行は通常このことを二つの方法で行った。第一に、イングランド銀行は短期の公債、特に次に満期を迎える公債から長期債へと借換えるよう市場を刺激した。そして、イングランド銀行はこのような借換えを容易にする価格でイングランド銀行自身の手持ちの中から公債を供給する準備をした。第二に、公債価格が上昇する傾向があった時に、イングランド銀行は通常公債を売却する機会を利用した。要するに、一部は金緑証券の民間保有の変化によって、一部は価格の上昇によって需要の増加が満たされるようにしておくということである。イングランド銀行は全く価格の上昇を妨げなかったわけではない。なぜなら、金緑証券に対する公衆の需要は緩慢な価格上昇によって刺激されたのであるということやイングランド銀行は主張するからである。基本的に、イングランド銀行は利子率が短期的に低下する傾向にあるがために資本利得の見込みがあった時には金緑証券を売却することができるということや信じているように思われた。それゆえに、このような資本利得の見込みは長期間に渡る利子率の平均水準とのわずかな開きよりもかなり重要であった。おそらくイングランド銀行は公債が民間部門の資産の内に保有されるやいなや公債は民間部門に留まり、そして、資本利得をほとんど得ることができないと思われる時には、この公債をイングランド銀行に再び売り付けないであろうということやイングランド銀行は希望した。イングランド銀行が彼らの市場の評価において正しかった限りにおいて、このような態度は金緑証券の需要を増大させるということや公債の満期構造を延長するという二つの目標を促進した。しかしながら、民間需要が投機的であった限りにおいては、イングランド銀行は成功しなかったであろう。なぜなら投機家は公債価格の上昇が終局を迎えたと思う時に、彼らは資本利得を手に入れるであろう。そしてイングランド銀行は急激な価格の低下を防止するために大量の売却公債を吸収しなければならぬからであろう。

我々はここでイングランド銀行が何をすべきであったのかということやを気にとめるのではなく、実際にイングランド銀行はどのように振舞ったのか、そしてそのような振舞いの含意を解くように

努めることだけに関心があるということ強調せねばならない。全般的に見て、イングランド銀行は大蔵省証券の利率を望ましい水準に維持し、かくして強力にその他の短期利子率に影響を及ぼしたと思われるが、しかし、金緑証券市場においてイングランド銀行は長期において価格よりも量により大きな関心をもっていたと思われる。すなわち、イングランド銀行は民間部門の保有債券に影響を及ぼそうと試みたのである。そして一般にこのような試みに必ず伴う長期利子率の水準を受け入れたのである。イングランド銀行は公衆の手元の長期債券の量を統制したといっても言い過ぎではないであろう。しかし既存の政府公債の構造と継続する財政赤字に資金を供給するという継続的な必要性から生じたイングランド銀行の行動に対する制約が与えられるのであれば、イングランド銀行の長期的な目標は価格よりも数量に関心をもった。政府の全体的な資金需要が一定であると考えられるのであれば、イングランド銀行の金緑証券市場における量的目標の追求はイングランド銀行が、手形交換所加盟銀行の流動資産にあらわれる、より流動的な政府債、大蔵省証券や現金の量に強く影響を及ぼしたことを意味する。かくして、もし大蔵省証券と現金の量の統制が銀行の流動資産を統制するのに十分であれば、おそらく流動性比率理論は銀行預金量の長期的傾向を説明することができるであろう。短期的な急激な価格変動を回避することについてのイングランド銀行の戦略は流動性比率理論が銀行預金の短期的な変動を説明することができないということを裏付けている。

1968年末以来、金緑証券市場におけるイングランド銀行の戦術が変更された。イングランド銀行は依然として——市場性が保証された金緑証券——を扱う姿勢をとっていたが、しかしイングランド銀行は価格が従来よりもさらに急速に変動することを容認したし、またイングランド銀行は価格が前例のないほどの深さにまで低落することを容認したのである。イングランド銀行は今日さほど価格の安定には重きをおかず、民間部門によ

って保有される金緑証券の量を統制するという目標にかなりの重きを置いているということの意味する。今後、流動性比率理論は結果的に手形交換所加盟銀行の預金の変動を説明することにおいてより重要となろう。

### 流動資産の統制

これまで我々はイングランド銀行が民間部門によって保有される大蔵省証券と現金の量を決定する程度を検討してきたので、我々は銀行預金量はこれらの流動資産の供給によって決定されるという理論に対するその他の反論を考察することができる。これらの資産の一部は銀行制度以外で保有され、手形交換所加盟銀行によって保有されるその他の資産は流動性比率を算定するという目的のために流動的なものとしてみなされる。

たとえもしイングランド銀行が流動資産の総量を統制することができるとしても、イングランド銀行は、それが論じられたように、市中銀行によって保有される部分を決定することはできない。約3の厳密な乗数に関していえば、この反論は明らかに重みがあるものである。我々が現金比率に基づいた最も簡単な理論的モデルを考察したとき、公衆の手元にある現金通貨を考慮することが必要とされるということと同様に、我々は公衆の保有する現金と大蔵省証券を考慮すべきである。おそらく公衆は彼らの銀行預金が増加するにつれてより多くの現金と大蔵省証券を保有することを望むであろう。

現金比率理論に関連して用いられた同じアプローチを採用する際に伴う難点は利子率が系統立って考慮にいれなければならないということである。現金比率理論を検討するに際して、我々は公衆が彼らの貨幣——現金と銀行預金——の一定比率を現金として保有したということを想定した。このことですらも第一次接近以上のものではない。なぜならいくらかの銀行預金は利子が付いており、現金と銀行預金との間の貨幣保有の分割はおそらくこれらの利子率とその他の利子率によって影響されるからである<sup>10)</sup>。いくつかの状況にお

10) このことは我々が第3章で銀行預金の需要を考察した後に明らかになるであろう。預金はこれらと他の金融資産の利子率に対して現金よりもさらに感応的である。それゆえに、預金と現金の比率は受動的に相対利子率の変

いて、公衆の大蔵省証券の保有がかなり利率の変動と全般的な金融情勢の変化に反応したという証拠がある。かくして、銀行預金と大蔵省証券の保有の間に何らかの一定の関係を想定することは明らかに間違いであろう。

もし公衆の現金と大蔵省証券の需要が相対利率の安定した関数であるとしたならば、そしてもしイングランド銀行が商業銀行預金の利率を統制したならば、その理論はたんに比較的わずかな修正を必要とするだけであろう。流動資産総量が一定で現金ならびに大蔵省証券に対する公衆の需要が一定であれば、市中銀行によって保有された残余の流動資産は部分準備制度の基礎を構成するであろうということとは依然として妥当することになる。それゆえに、大蔵省証券の利率と銀行預金の利子との間の関係を統制することを通じてイングランド銀行は公衆が保有する流動資産を決定するであろうから、イングランド銀行はまた市中銀行の流動資産ベースを統制することになる。しかしながら、もし市中銀行が預金獲得のための競争を許されているのであれば——もし金融当局が商業銀行預金の利率を統制しないとしたならば——、市中銀行は預金利率を吊り上げることになろう、そして大蔵省証券から資金を引きつけることになろう。それによって大蔵省証券の供給は増加することになり、銀行システムの流動ベースを増加することになる。この場合において、流動性比率理論は破綻することになる。なぜなら流動ベースの規模は銀行システム以外で決定されることはないからである。

この種の競争が1950年代後半と1960年代初頭に生じたといういくつかの証拠がある。このような期間において、依然として民間部門によって保有されたかなりの量の大蔵省証券があり、そしてまたこのような期間にマーチャント・パンカーは魅力的な預金利率を提供することによって急速に成長したのである。しかしながら、近年において非銀行部門の大蔵省証券の需要は急激に衰退した。かくして、これらの根拠に基づくことを要する流動性比率理論に対するただ一つの修正は国内現金流出に対する配慮である。

流動性比率理論に対するもう一つの可能な反論は割引商会の業務の正確に基づくものである。割引商社の主要な債務は手形交換所加盟銀行の流動資産の一つであるところのコール・マネーである。もし割引商社が彼らの資金を公債に使用するのであれば、割引商社は大蔵省証券と短期の金緑証券を保有することになる。それらの中で、大蔵省証券が手形交換所加盟銀行によって保有されるのであれば、大蔵省証券だけが流動資産としてみなされることになろう。それゆえに、割引市場に対して短期公債を売却することによって、また短期公債の代金を支払うために請求ありしだい割引商社に貨幣を貸し付けることによって、市中銀行は流動資産保有を増加することができる。

この反論の説得力を検討する前に、我々は割引商社が資産ポートフォリオの収益と資金コストとの間の狭い利轄で運営していくことになるということ述べておかなければならない。それゆえ収益とコストはかなり調和している——資産の大部分は借入資金に対して保有されている。このことは収益とコストが資産価値の予期せぬ低下あるいは資金の費用の予期せぬ増加に打撃を受けやすいということの意味している。債券の資本損失の可能性は満期期限とともに増加し、そしてそれは一般に短期債券よりも大幅なものであるから、割引商社が彼らの資産構成の内債券を保有しようとする程度は制限されることになり、そしてもし利率が上昇する見込みがあれば、割引商社は債券保有を増加しようとはしないであろう。

どのような状況において、市中銀行は債券を売却することによって自らの流動性を増加しようとするのであろうか。市中銀行は預金を喪失し、そして彼らの流動資産を再び補充する必要がある時か、あるいは民間部門における潜在的な借手からの強い貸付需要がある時に市中銀行は債券を売却することによって自らの流動性を増加しようとするのであろう。これらの諸条件が支配的になる時、市中銀行は潜在的な借手が資金を求めにつれて、利率を引き上げることを連動させようとするのであろう——必ずしもそのような諸条件において割引商社は自らが保有する手持ち債券を積み増

化に反応する。

しすることを望むわけではないが、事実、もし短期債の売却圧力が金緑証券価格の低下に反映するならば、割引商会はさらなる損失を回避するために、おそらくさらに彼らの手持ち資産を削減しようとすることになるであろう。もし市中銀行の資金不足が一時的なものであると予想され、そしてまもなく反転する場合にだけ、例えば、その年度の最初の数カ月間の租税納入のピークの時期のような場合に、割引商社はこのような方法で市中銀行が流動性を創出することを援助することになる。

しかしながら、イングランド銀行の行動がもう一つの問題となる。もしイングランド銀行が利子率の上昇を阻止するために市場に介入し、自ら公債を購入しようとするならば、流動性は自動的に創出されることになる。さもなければ、大蔵省証券市場におけるイングランド銀行の政策を通じて、イングランド銀行は自らが利子率が上昇することを期待しないということを指示するであろう。このようにして、イングランド銀行は基本的に不本意な状況にあるにもかかわらず、割引商社に公債の保有を増加するよう促すことになる。いずれの場合においても、割引商社はこのような流動性比率理論がはたらかないという申立てに責任があるということは当てはめることはできないのである。イングランド銀行の市場における短期操作の単にもう一つの側面にすぎないのである。

もう一つの反論は市中銀行の資産構成において流動資産として取り扱われる民間部門の負債、すなわち商業手形とリファイナンス可能な輸出信用に関するものである。金融当局ではなく、市中銀行は彼ら自身の便宜に適應するよう流動資産ベースを変更することができるようにこれらの資産の量を統制するということが論じられている。

このことが確かに事実であったところの状況がここ10年間に度々存在した。銀行貸付のための資金不足、銀行貸付が見出される資金の高価格、手形引受と手形割引の業務をさがしとめることにおいてマーチャント・バンクと割引商社によって発揮されたイニシアチブは銀行制度の商業手形の保有の急激な拡大へと導いた。このことは、例えば銀行の流動性が許容されている最低限度に近づくとしても、銀行の貸付と預金は政府債務のそ

れ相当の増加を伴うことなく流動資産の構成要素を高めることができるということの意味する。さらに、短期において商業手形の保有を増加するというこの意味とは全く別にして、流動性比率理論が既に欠陥があると証明された時には、商業手形保有の趨勢増加は銀行預金の供給が長期的には流動資産の量によって決定されるという考え方に非常に打撃となる。これとは反対に、このような民間部門の債務の増加は市中銀行の流動資産の需要によって刺激されるというように思える。長期的には、市中銀行の流動資産の保有は銀行預金水準を反映する。市中銀行の流動資産の保有は銀行預金を生じさせることはないのである。

少なくとも原理的には、このような民間部門の債務の創出は直接イングランド銀行によって統制されることになるということに我々は注意すべきである。イングランド銀行が商業手形の伸びを抑制することを望んだ時には、イングランド銀行はマーチャント・バンクに彼らが引き受けた手形の量を制限するように要請し、そして割引商社に彼らが保有するか、あるいは再割引する額を制限するように要請した。このような統制の援助とイングランド銀行の1968年以後の金緑証券市場における政策によって、イングランド銀行はイギリスの銀行制度の流動資産ベースを決定することができたのである。

### 流動性比率

我々は今や流動性比率メカニズムを通じて銀行預金水準を説明する可能性に関する以前に提起されたその他の主要な問題に立ち帰らなければならない。市中銀行は実際に多かれ少なかれ固定された流動性比率を遵守しているのか？

ロンドン手形交換所加盟銀行は固定した最低比率を守っている——彼らの預金債務に対する28%の流動資産の比率——、そしてスコットランド系銀行もまた非公式な流動性比率を遵守している。スコットランド系銀行の実際の流動性比率は通常3月にこの数値に近づくことになる。なぜなら、年度の第1・4半期において預金の減少と貸付の増加に導くような租税納入の集中があるからである。4月以降、流動性比率は上昇する傾向にある。そして、それはその年度の終わりに約33%の

最高限に達する。部分準備制度において、このような通常の季節の変動は銀行預金水準に対する流動性ベースの純粋に季節的な変動の効果をならしてしまふ。しかし、それはまた市中銀行が流動性ベースの変化に対して自らの貸出政策を調整しようと期待される前に経過するであろう時間的隔たりが拡大されることになろうということを意味するものである。もし、例えば、流動性ベースが6月に引き下げられたとしたならば、市中銀行は最初に流動性比率にふりかかる影響を容認するという立場にある。そして、市中銀行は年度末まで貸付の削減を回避することができるであろう。このことは短期における流動性ベースと銀行預金の量との間の関連を弱めることになろう。しかし、長期的に銀行預金水準を決定することにおいて役割を演じる流動性ベースそれ自体を妨げることを必要としないのである。

我々が全体として銀行制度を考察するとき、より多くの困難が生ずる。ロンドン手形交換所加盟銀行とスコットランド加盟銀行にとって慣例的に規定されているような流動資産は残余の銀行部門にとってはほんのわずかな重要性しかもちえない。ロンドン手形交換所加盟銀行とスコットランド加盟銀行の流動性は海外の本店を含めたその他の銀行の保有残高を通じて、一時的に短期で地方公共団体に貸付る貨幣市場を通じて、ならびに市中銀行間での短期の貸付の市場の存在を通じて確保されている。また、預金の諸条件を貸付の諸条件にかなり密接に対応させることはそれだけ流動性の必要をもたらさない。これらの銀行は同時に流動資産の慣例的な項目の全く多額の保有を必要としない。

このことは全体としての銀行部門が国内の預金債務に対して慣例的な流動資産の何らかの一定比率を遵守しないことを意味するものである。いついかなる時にも存在する比率は明確に定義された最低流動性比率を遵守するロンドン手形交換所加盟銀行とスコットランド系銀行とマーチャント・バンクと海外銀行との相対的重要性を反映する。1970年代中葉以降、後者のグループは前者のグループよりもはるかに早く成長した。かくして、平均流動性比率が低下する傾向にあった。そのようなわけで、流動性比率理論は破綻してしまふ。な

ぜなら、全体としての銀行部門の流動資産ベースの変化は、仮に全体としての銀行部門には低い流動性比率を維持する銀行と高い流動性比率を維持する銀行との間での預金の分配の変化がつきまとうとしたならば、それに相当する銀行預金の変化を引き起こさないであろう。このことは流動性ベースが収縮される時に特に生ずるのであろう。なぜなら、これらの諸条件において、貸付けを削減するという預金銀行の努力は銀行部門の残りの部門の需要を増加させ、そして他の銀行にとって預金の利子率をつり上げることを有利にすることになる。

結論から云うと、イギリスにおける銀行預金量の決定に関する流動性比率理論は現金比率理論よりも満足なものではない。長期的には、イングランド銀行は流動資産ベースの政府債務構成の規模に影響を及ぼすことができると同時に、商業手形の供給は容易に変更しうるかもしれない。そして、部門全体としての流動性比率は変化するかも知れない。短期的には、イングランド銀行の他の政策目標は流動資産ベースの統制に対する優先性を占めてきた。そして銀行部門は通常個別銀行の自由裁量によってかあるいはいくつかの銀行が他の銀行から預金を手に入れることを許すような市場支配力の結果としてかのどちらかによって銀行の資産保有の構成を調整することによって流動資産の供給の変化を相殺する状況にある。部分準備制度の考え方に依拠した銀行預金水準の説明と何らかの簡単な方法で決定される準備資産ベースと預金水準との間の関係に注意を払った説明はイギリスの状況において適切なものではない。

### 国際貿易と決済

流動性比率理論を離れる前に、我々は一つの最後の現実主義からの要素を我々のイギリスの状況に関する議論に付け加えねばならない。すなわち、我々は国際貿易と決済を考慮しなければならない。

イギリスの金と外国為替準備は為替平衡勘定(EEA)と呼ばれている政府勘定に保有されている。イギリス居住者によって獲得されたあらゆる外国為替はスターリングと交換にこの勘定に対して売却されねばならない。そして、また対外支



払いのためにイギリス居住者によって必要とされたあらゆる外国為替はこの勘定から購入されなければならないのである<sup>11)</sup>。もしイギリスの受取が支払いを超過するとしたならば、E E Aは外国為替を得ることになり、反対の状況においては、外国為替を失うことになる。外国為替の受取によるあらゆる余剰額の対応はスターリングの支払いとなる。そして、逆の場合も同じでということになる。

イギリスの民間部門の資産もしくは負債に対して直接的な影響を及ぼさない二つの種類の外国為替取引が存在する。我々はまずそれらについて整理してみよう。イギリス政府による外国為替の受取と支払いは一方の政府勘定と他方(E E A)との間の振替に終わる。しかし、それらはいかなる民間銀行の勘定やその他の金融資産や負債に影響を及ぼすことはない。同様に、外国人によるイギリス政府公債——大蔵省証券あるいは金緑証券——の購入はイギリスの民間部門に影響を及ぼすことはない。すなわち政府の外国為替資金と外国人に対する政府のスターリング負債は同額だけ上昇することになる<sup>12)</sup>。

經常勘定と長期資本勘定をまとめて取り上げてみると、イギリスの民間部門が国際収支において受取超過である時には——外国人からのイギリスの民間部門の受取が外国人に対するイギリスの民間部門の支払いを超過する時には——、民間部門はE E Aからスターリングを受け取ることになる。これはイングランド銀行の残高の形態を取る。これらの残高は銀行部門に預託され、貨幣市場における毎日の操作を通じて、イングランド銀行はあらゆる余剰現金が市場に対する大蔵省証券の売却を通じて吸い取られることを確保する。かくして民間銀行の預金と流動資産は同額だけ増加する。逆に民間部門の国際収支の赤字はまず第一に民間銀行の預金減少と結びつくことになり、銀行部門が保有する流動資産の同額の減少と結びつ

くことになる。

資金が直接海外居住者によって政府証券に投資されない限りは、海外居住者によって所有された短期資金の流入と流出はまた銀行の流動性に影響を及ぼすことになる。例えば、もし海外居住者がイギリスの地方公共団体に対して資金を貸付けることを望むならば、海外居住者はまず第一にE E Aに対して外国通貨を売却する。そして、次に地方自治体に対してスターリング受取高を貸付ける。最も簡単な場合において、地方自治体は銀行勘定において現金を預託する。そして、預託を受けた銀行は同額の流動資産を獲得する。再び国内銀行預金と銀行の流動性が増大する。もし、外国人が外国通貨のある銀行に貸付けることを選ぶならば、同じ効果が生ずる。その時には、政府証券以外の他の証券に使用するために外国通貨をスターリングに交換する。この場合には、銀行部門の資産は流動資産と地方自治体に対する貸付との総額だけ増加することになるが、その部門の負債は国内預金と海外(外国通貨)預金との総額だけ増加することになる。

資金の流出入は大蔵省証券の利率に対するイングランド銀行の政府と密接に関連している。資金の流出は自動的に市場に資金不足をもたらし、市場における資金コストを高める傾向にあり、そしてイングランド銀行が市場にバンク・レートで資金を借り入れることを余儀なくさせることをたやすくさせる。利子率のこのような上昇傾向は外国人のイギリスに対する貸付の魅力を高め、かくして最初の資金流出の金と外国為替準備への効果を相殺する傾向にある。逆に、資金の流入はイギリスの短期利子率を引き下げる傾向をもつことになるであろう。イングランド銀行のバンク・レート政策と大蔵省証券市場におけるイングランド銀行の操作は度々国際的な資金流入に対する政策によって条件付けられることになる。例えば、もし利子率が海外で上昇するならば、イングランド銀行

11) 我々は市中銀行によって保有された經常残高を無視することにする。

12) しかしながら、そのような金緑証券の購入あるいは売却は金緑証券市場の市況に影響を及ぼすことになる。例えば、もし金緑証券の売却が金緑証券市場を経由するとしたならば、イングランド銀行は通常徐々に低下していく価格でのみ公債を購入することになる。さもなければ、イングランド銀行は公債の購入を回避し、そして、民間部門に海外からの売却を吸収することを許す。そのような場合には、イングランド銀行は、金と外国為替準備が低下するにつれて、同額だけ民間部門の手中にある大蔵省証券の削減という機会を得ることになる。

は資金の流出と結果としての準備の流出を回避するためにイギリスの利率を引き上げるであろう。そのような国内流動性の考慮というよりも国際的な考慮がイングランド銀行の利率政策の第一義的な決定要因となりがちである。しかしながら、もしイングランド銀行が消極的な役割を演ずることを選択するならば、海外資金のより積極的な獲得競争は市中銀行をして信用の最も強い需要期に流動ベースを拡大することを許容する。たしかに、これらの諸条件において、公的政策は度々資金を引き付けるように国内利率の上昇を促した。

### イギリスにおける銀行預金

我々は銀行預金水準の変化の直接的な原因とはどのようなものなのかということを開くことによってイギリスの銀行預金水準についての別の説明を提供するという我々の試みを着手することにしよう。準備供給が金融当局によって固定されているような部分準備制度の下では、その答えは明白である。すなわち、預金の変化は当局が引き起こすかあるいは当局が発生することを容認した準備の変化によって引き起こされることになる。銀行準備比率が厳密である限り、このような結論について論議の余地はないのである。それゆえに、我々は銀行預金の水準をこれらの諸条件が一般的である経済モデルのシステムにおいて与件<sup>13)</sup>として取り扱うことを必要とする。

我々は準備とその他の資産との間をはっきりと区別するような、そして準備とその他の資産との間の一定比率を仮定するようなこれらのアプローチがイギリスには適用されないことを見てきた。それに代わって、我々は政府部門に対する貸付と民間部門に対する貸付を区別した。これらの範疇の資産の間の何らかの一定比率を欠いている時には、我々はこれらの資産がそれぞれ変化するようになるその要因を検討することにする。このような手順を正当化するために、我々は金融当局が現金の供給を制限することを選ばないから現金比率が拘束されることはないということを目

ず最初で済ませることにする。それゆえに、流動性比率は問題とはならないのである。なぜなら、市中銀行は彼らの貸出構成をそれぞれの範疇において変更することによってあらゆる流動性の制約に対処することができるからである。

まず最初に当局が様々なタイプの政府債の利回りを固定する政策を追求しているものと仮定する。我々が既に考察してきたように、その時当局は非銀行民間部門が彼らの資産構成で保有することを選んだいかなる政府債の量も受け入れなければならない。そして国内保有の政府債の総量を与えられたものとするならば、このことは銀行部門を通じて間接的に保有されている総量を決定することになる。民間部門の直接的な政府債の需要のそれ相当の増加とは匹敵することのない民間部門の借入の増加は結果的に政府部門に対する銀行貸付の増加へと導くことになろう。同様のことは例えば利率政策の変更かあるいは民間部門の資金需要の上昇によって引き起こされた非銀行部門の政府債の需要の低下にも妥当することになる。統制された利回り政策は政府部門に対する銀行貸付が政府債の市場の需要と供給の両側面のあらゆる変動に対して感応的であることを意味している。

平易にするために、我々は民間部門に対する銀行貸付を融資として規定することにするが、ついでに言えば、それは事実上例えば商業手形のようなより流動的な資産を含んでいるということに注意しなければならない。融資水準の変化は民間部門の銀行信用の需要のシフトか金融当局の融資に対する直接的統制による賦課——切断——かのどちらかを反映している。

銀行預金の変化は融資と政府部門に対する銀行貸付の変化の総計に等しい<sup>14)</sup>。当局が政府債の利回りを固定する政策を追求し続けるとしたならば銀行部門を通じた公共部門の住宅金融需要が依然として非銀行民間部門の政府債の需要の変動を反映するために、銀行融資に対する最も厳格な統制でさえ銀行預金に対する統制を与えることはできないのである。もし融資が当局によって統制さ

13) 当局の行動は外生的なものとして取り扱うという条件である。

14) 銀行が保有する株式や海外への純貸付のあらゆる変化を無視することにする。

れないとしたならば、銀行預金の変化はまた民間部門の融資の需要のあらゆるシフトを反映する。

当局のそれに代わる政策は非銀行民間部門によって保有された政府部門の公債の量を統制することである。総公債残高が与えられているとしたならば、これが政府部門に対する銀行貸付を決定する。それゆえに、当局は政府部門の借入のあらゆる変化が諸銀行によってもたらされた程度を統制することができる。

また、銀行融資に対する免除あるいは統制という二つのいずれかの方法がある。前者の場合には、銀行融資は民間部門の信用の需要のシフトがある時に変化することになる。それゆえに、銀行預金は政府部門に対する銀行貸付を固定しようとする当局の行動と民間の融資需要との両者を反映する。しかしながら、この政策の下で、もし当局が銀行融資を統制としたならば、当局はまた銀行預金の供給を統制することになる。なぜなら、どちらの範疇の銀行貸付も変動の余地がないからである。

イギリスでは、戦後のほとんどの期間、当局は市場によって保有された政府証券の量よりもむしろ政府証券の価格を統制する政策を採り続けてきた。同時に当局は貨幣量を統制しなかった。このことは当局がその当時銀行融資を統制したのかどうかにかかわらず間違いのないことである。というのは、融資が統制された時でさえも、公的部門に対する銀行貸付は、民間部門の資金需要の変化あるいは投資家の選好の変化を反映するので、政府債の代替物の利回りの変動の反応に変化を受けやすかった。

1968年の末以来、そのような状況は当局が短期的に銀行預金の水準を統制したという状況により一層近づいたのである。当局は全く金緑証券市場から買い支えを取り止めたわけではなかったが、当局のより弾力的な政策は当局が量的目標に対してより優先性を与えることができるということの意味するものである。かくして非銀行民間部門の政府債の需要のシフトはもはや短期的に政府部門に対する銀行貸付の実質的な変化に関連するとは限らない。このことは当局が銀行融資に対して厳格な制限を課すことを試みた期間の一つの時期であった。そのようなわけで貸付の両者の種類は当

局の統制の対象となった。

我々はこれまで公共部門と民間部門に対するイギリスの銀行貸付に影響を及ぼした諸要因があたかも独立的であるかのごとく論じてきた。実際に、最も短い期間を除いて、それらはおそらく密接に関連しているようである。しかし、これらの貸付の間の関連は部分準備制度とは関連がないということを認識することは重要である。すなわち、それは融資の需要に対する政府証券市場における当局の行動の反動から生じるか、非銀行民間部門の政府債の需要への融資の供給統制の影響から生ずることになる。例えば、金緑証券の高利回りは社債の利回りを引き上げることになり、そして、企業の借手が長期資本よりもむしろ銀行からの短期信用を求めることを促すことになる。ある方向に政府部門に対する銀行貸付に影響を及ぼす手段は度々融資の需要を反対の方向にシフトさせることになる。同様に、銀行融資の統制は支出者をしてそれに代わる資金の源泉を求めることを強いるか、あるいは彼らの保有金融資産を現金化することを強いることになる。すなわち、このことは非銀行民間部門の公共部門の公債の需要を引き下げることになる。このようにして、政府部門に対する銀行貸付を増加する。

政府部門と民間部門に対する銀行貸付を決定する諸要因のそれぞれの検討は、貸付の両方の種類が当局によって統制されている限りにおいてのみ、銀行預金の水準の完全な説明を提供することができるということは明らかである。より平常の状態において、十全たる説明は経済の金融部門のモデルの文脈においてのみ見出される。我々は第6章において貨幣供給と資本信用市場の諸条件との間の関連についてより多くのことを述べることにするので、我々はここではこのことを試みるつもりはない。差し当たり、我々はイギリスの状況において、当局が政府証券市場で量的政策を採用し、民間部門に対する銀行貸付を直接統制する場合においてのみ、銀行預金の水準が当局によって決定されるということだけを長々と繰り返すにすぎない。このような結合政策はごく最近新しく取り入れたものである。

## 長期の銀行預金

これまで我々の議論は銀行預金水準の変化へと導く諸要因について限定してきた。それゆえに、我々はまだ長期的に何が銀行預金水準を決定するのかということ考察をこなかつた。部分準備制度の下でさえ、このことは簡単な問題ではない。なぜなら、その解答は準備ベースの大きさに関する当局の決定についての説明を含まなければならぬからである。そして、このことは当局がどのように経済環境の変化に対応するのかというモデルを含むからである。金融当局は反応指数を定式化する試みを行った(例えば、次のものを参照せよ。Christian, J.W., 'A further analysis of the objectives of American monetary policy', *J. Finance*, vol. 23, June, pp. 465-77, 1968. Dewald and Johnson. *An objective analysis of American monetary policy, 1952-61, 1963*. Fisher, D, 'The objectives of British monetary policy, 1951-1964', *J. Finance*, vol. 23, December, pp. 821-31, 1968.)、しかし、これらの試みを論じることは本書の範囲を超えることになる。その代わりに、我々は公的介入を欠いた場合の銀行制度の規模を決定する一般原理に我々の考察を限定することにする。当局が銀行預金の供給よりも民間信用の統制により多くの関心に向けるというイギリスにおいて特に重要な問題に我々の考察を限定することにする。

我々はこれらの機関同士で競合しかつ、潜在的な借手の業務と潜在的な資金の貸手の業務を目的とした他の金融機関と競合する金融仲介業としての銀行の理念に立ち戻らなければならない。例えば、銀行や建築組合のようなあらゆる金融機関のグループの規模は全体としての経済における金融仲介機関の規模と貸手にとって魅力ある種類の負債を提供するこれらの機関の能力と潜在的な借手に対して魅力的な貸付の機会を捜し求めることのできるこれらの機関の能力とに依存する。我々はこれらの機関の取り扱う負債と資産の性格に従つ

て金融機関のグループを区別することから、このことはあらゆる金融機関のグループの規模がその負債と資産の市場によって制限されることを意味するものである。もし、最終的な貸手からの資金の供給と最終的な借手からの借入需要が一定として扱われるならば、何らかの特定の金融機関のグループは他の金融機関と比較してその機関の効率性を高める——営業費を引き下げる——ことによってそのシェアを拡大することができる。すなわち、それは資産と負債についてよりよい条件を提供することができるからである。そのようにして、他のタイプの金融機関から業務を吸引することができるからである。あらゆる金融機関のグループの中での競争は効率性の改善による便益はこのような方法で還元されることを保証している。

技術状態——その相対的効率性——を一定とすれば、銀行業はその規模が大きくなるにつれて費用関数の上昇と平均収入の低下に直面する。金融機関の原材料——預金——の費用は限界資金が他の金融機関から引き付けられるのに従って上昇することになり、そして資産収益はより有利な貸付機会が使い果たされるにつれて低下することになる。そして市中銀行は引き続いて彼らの資金を利用するというあまり利益になるとは言えない方法へと向かっていくことになる。自由市場においては、長期的に銀行業の規模に影響を及ぼすような諸要素は基本的にあらゆる他の産業に影響を及ぼすであろう諸要素と同様なものとなる。

金融及び財政的措置によっては影響を被ることのないごくわずかな産業がある。その産業の生産物への課税はそのような産業の拡大を妨げるが、例えば、農業における化学肥料の補助金というような原材料費を抑えるような協定は産業の拡大を促す。銀行業はおそらく他の多くの産業よりも頻繁に介入を受けている。そして、例えば、銀行貸付の統制というようなこの介入の多くは産業の拡大を縮小する。しかしながら、例えば当座勘定に対する利子の禁止というようないくつかの介入は費用を抑えてくれる<sup>15)</sup>。それゆえに、そのような

15) このことは実際に銀行業の利点であるのかどうかということは議論の余地がある。なぜなら、一方で費用は削減されることになるが、それが銀行預金の需要にもなるからである。それゆえに、これは銀行業の拡大を抑えることになる。

方策の全ては産業の規模に影響を及ぼすのであるが、産業はそのような方策を決定するのではない。当局によって課された制約のもとにおいても依然として産業の相対的な効率性はその産業の規模に影響を及ぼす余地がある。

この結論を強調することは重要である。なぜなら、銀行間の競争はその他の銀行を犠牲にすることによっていくつかの銀行の規模を大きくするものではあるが、例えば長期的においてさえ全体としての産業の規模に影響を及ぼすことができないということが度々主張されているからである。もし競争というものが効率性を高めるとしたならば、この主張は一般的に言って誤りである。このような主張は金融当局が常に短期的に銀行預金の水準を決定するという特殊な場合、すなわち、金融当局が銀行と他の金融機関の相対的な効率性を全面的に許すことのない基準に照らし合わせることによってそうする場合にのみ妥当するものである。我々が考察してきたように、イギリスではこのような情勢は1968年の末以前にはたしかに普及していなかった。なぜなら、当局はその期間に銀行預金の水準を統制しなかったからである。イギリスの将来において、またその他の諸国においても疑いなく、銀行預金の水準がきびしく統制される期間がある。しかし、長期的に経済を運営するに際して、金融当局は市中銀行が金融仲介網の中で演ずるのに適した役割を全く念頭に置いていないということはほとんどありそうには思えない。

### 貨幣供給の‘直接の決定要因’

部分準備銀行制度の理論的モデルは価値のないものであるという印象をそのままにしておくことは全くの誤りであろう。この理論モデルは過去20年のイギリスの銀行預金の水準を説明することはないが、それは異なる時期にその他の諸国における銀行制度に適用される基本モデルを提供したの

である。フリードマンとシュバルツ (Friedman, Mand Schwartz, A. J. A Monetary History of the United states, princeton University press 1963.) によるアメリカの貨幣供給に関する記念すべく歴史的研究はそのそれぞれが当時の一般的な状況を反映するよう意図されたこの理論の一連の所見に依拠している。

彼らのモデルは、市中銀行の準備資産と流通現金通貨の両者を形成する‘高圧力’貨幣Hの供給と銀行が固守する預金に対する準備資産の比率  $r$  と公衆が要求する銀行預金に対する現金通貨の比率  $c$  という三つの決定的な諸要因に焦点をあてている。ハイ・パワード・マネー (高圧力貨幣) はイギリスの制度における現金に相当する。なぜなら、銀行預金の水準を与えるために銀行制度を通じて乗数倍されるのがこれだからである。貨幣供給M、

$$M = H \left[ \frac{1+c}{r+c} \right],$$

というような形で与えられるということを示すことができる<sup>16)</sup>。その際、ここでのHとcとrは貨幣供給の‘直接の決定要因’として周知のものである。

Hとcとrを決定する諸要因が同一であり、独立していると仮定すれば、この理論は有用なものとなる。フリードマンとシュバルツはそれぞれの直接の決定要因に影響を及ぼす諸要因を別々に分析することのできる能力を持っている。それゆえに、ある期間において、諸要因の何らかの一つの変化はその他の要因に影響を及ぼすことなくして生ずることができるのである。このモデルはアメリカである時期に現れた制度的環境において分析値と予測値との両者の存在が証明された。

あらゆる特殊な状態に適うように修正を施された同様な方程式はあらゆる銀行制度に適うように組み立てることができる。しかし、もしMがHと

16) C が流通現金通貨で R が銀行によって保有される現金で D が銀行預金であると仮定してみよう。その時、

$$M = C + D,$$

$$H = C + R.$$

$$\text{従って、} \frac{M}{H} = \frac{C+D}{C+R} = \frac{1+D/C}{1+R/C} = \frac{(D/R)(1+D/C)}{D/R+D/C} = \frac{(1/r)(1+1/c)}{1/r+1/c}.$$

$$\text{従って、} M = H \left[ \frac{1+c}{r+c} \right].$$

$r$  と  $c$  の変化に順応するのであり、その反対ではないという場合、すなわち  $H$  と  $r$  と  $c$  が独立していると言う場合にのみそれは有益となる。このような接近方法がイギリスで効力を失うのはこれらの諸条件のどれかが満たされていないからである。我々がこのような理論に属する現金比率の所見を考察する時、我々は、短期利子率を統制するために、イングランド銀行が現行の預金水準の下で公衆が必要とする現金量を供給することを選ぶと論じた。かくして、 $M$  は  $H$  に依存するというよりもむしろ  $H$  は  $M$  に依存することになる。それゆえに、銀行自身が流動資産全体——流動性比率理論のこのような定式化における高圧力資産——に対する実質的な統制手段を備えていることと  $r$  が何らかの預金水準の変化を相殺する方法で変化するという二つの理由によって流動性比率理論は破

綻することになる。

アメリカ合衆国においては、また直接の決定要因のアプローチは当面の状況に適用できるようには思えない、当局は短期利子率を統制するのか銀行の準備ベースを統制するのかということについてのいくつかの議論がある。もし当局が前者を統制するのであれば、イギリスで生じているように、 $H$  は受動的に利子率の変化に反応することになる。そして、もし当局が後者を統制するのであれば、公衆の現金保有性向である何らかの  $c$  の変化は  $H$  の変化によって相殺されることになる。それゆえに、 $H$  と  $c$  は相互依存的である。かくして、いずれの場合においても、この理論に要する諸条件は満たされていない。 (未完)

(1998. 9. 30 受理)