

# Rosa における金利の 信用調整効果について

藤 沢 正 也

金融の正常化及び通貨政策の復活にともなって、金利変動の経済的影響が再認識されているが、1950年代においてこの問題に脚光を投じたのは、R. V. Rosa の *Interest Rates and the Central Bank*, 1951 だろう。この論文は各国の公的委員会や政策当局に相当な反響をよんでいるので、これについて若干考察してみたい。

## I

周知のように1930～40年代においては、フレキシブルな通貨政策が停止されるという情勢のもとで、金利の変動は投資や貯蓄には直接に影響を及ぼさないという見解が有力であった。これは Rosa によると、最終的な借手（投資家）や貸手（貯蓄者）に対する金利の直接的効果を過大評価した古典理論のアンチテーゼであるが、政策論としては中央銀行の行動を不当に制約する論拠となっている。けれども中央銀行の通貨政策に代る金融措置として重視された財政政策（fiscal policy）や信用統制（qualitative credit control）も、平時には民間資本の自由な運動を拘束するばかりか、諸般の金融的摩擦を惹起する弊害が少くない。斯る直接統制の強化が経済の『自由化』と相容れないことは明らかである。

そこでRosaは中央銀行の公開市場操作という古い武器の用法を改めることによって、民間の信用供与（credit availability）を全般的に規制し、「経済の硬直化と不安定性の両極間のどこかに均衡を見出そう<sup>(1)</sup>」とする。このころみは国債が市場で取引される主要な債務証券（debt instrument）になったこと、及

(1) R. V. Rosa, *Interest Rate and the Central Bank*, (Money, Trade, and Economic Growth) p. 271.

び金融機関の資産選好や貸出の態度が僅かな利回りの変動にも敏感に反応するようになったこと等の事情によって、かなり有望になってきたという。

彼はこのように最近の金融情勢の変化を、新政策に有利な背景として指摘しているが、国債に対する次のような評価は、信用供与を規制する前提として特に重要視されている。即ち国債は信用のリスク（回収の危険）がなくなり、いろいろな満期の市場性ある政府証券（特に大蔵省証券の如き流動債）が発行されるようになったことである。これによって人々は流動性選好との関係で、そうした純然たる時間選好によって左右される金利（政府証券利回り）を規準として、多かれ少なかれ信用リスクをとまなう他のあらゆる金融資産を引当とする金利を実際に比較し易くなった。かくて今や「あらゆる貸手は現金と民間借手の短期もしくは長期の債務証券の何れかを選択するのではなく、現金とあらゆる満期の政府証券及び民間の個人もしくは会社の債務を選択しなくてはならなくなった。<sup>(2)</sup>」こうした資産選好と金利体系表は、貯蓄資金が高度に専門的な投資機関に流入して、金融のメカニズムが直接金融から間接金融に移行した事実とあいまって、信用供与の弾力性を強化することになったと Rosa はみる。

## II

では斯る新情勢のもとで、中央銀行の信用調整力はどのように強化されたか。Rosa によると、公開市場操作は単に商業銀行組織の本源的準備金を変動させるだけでなく、あらゆる民間貸手の貸付資金を増減させる。したがってそれは必ず市場レートに影響を与えるが、長短の資金移動（fluidity）及び金利の反応が強化されているので、当局は僅かな資金量を操作するだけで、経済全般の信用供与を最大限に規制することができる。但し彼の強調するところによると、当局のマーケットオペレーションは金利操作と不可分でなければならない。

周知のように、当局がたとえ金融を引締めるため売オペレーションを行っても、公定歩合を低目に釘付けていては、割引や貸付の形で資金が流出するから、引締めの目的は達せられない。公定歩合の効果は景気のシンボルにはとど

(2) Ibid, p. 277.

まらない。それは商業銀行の資金コストを通じて、通貨供給を規制し、金利水準及び金利体系を動かすばかりでなく、「実際に短期公開市場の利率と連邦資金の価格変動の限界を表徴するに役立つ。これは公開市場操作と絡み合った動きを必要とする際に、特に重要な意義をもつ。」<sup>(1)</sup>

また金利操作は支払準備制度とも不可分である。支払準備率規制の効力が減退したのは、単に国債が増加したためではなく、当局の人為的な価格支持（低金利政策）によって、政府証券の流動性が不当に保証されているためである。当局がたとえ金融を引締めようとして、準備率の引上げに売オペレーションを併用しても、貸手の保有する証券のなかに当局の支持する自由準備資産としての政府証券 (free government security) が多くふくまれているは、彼等の信用供与を制限することができない。「金融引締め（または緩和）の意図を表明するように金利を動かすことができなければ、支払準備率操作を信用供与の効果的な直接統制手段として行使することは不可能なように思われる。いかに有効な統制も必ず金利に帰着せざるを得ない。」<sup>(2)</sup> 彼はこのように景気対策として信用供与を全般的に調整するためには、金利措置が不可欠であると力説している。

### III

Rosa は金利政策を重視しているが、これは古典派の如く、金利の変動が直接に投資や貯蓄を左右すると想定したからではない。勿論彼は借手の金利反応も無視してはいないが、金利の引上げ（または引下げ）は、貸手の信用供与を緩和する（または引締める）ことによって経済の一般流動性を左右するというモメントを強調する。かくて当局が貸手の信用供与を意図的に管理し得るならば、そうした信用調整によって、ある程度まで好況や不況の行過ぎをチェックする *contra-cyclical policy* になる。だがそのためには、当局は金利という武器をさり気なく体系的に駆使しなければならない。

中央銀行は長期金利よりは短期金利を操作し易い立場にあるが、その信用供

(1) Ibid, p. 280. 註23.

(2) Ibid, p. 285.

与にはたらきかけるプロセスは次の如くである。たとえば、当局は実効金利を引上げ（引下げ）ると、(1)直接に自己のイニシアティブで準備金を吸収（放出）して、貸付資金を全般的に加減する。(2)貸手が民間に対して短期資金を供給しようとする意欲を変化させる。しかしこれは公定歩合と市場レートの隔差の変動それ自身の作用によるというよりは、将来の金利コースを不確実（または確実）ならしめるからである。(3)長期市場の期待も直ちに影響を蒙る。というのは、短期金利が当局の意図した水準に維持されると、これによって貸手の長期貸付のタイミングや政府証券と民間証券の乗替決意の時期に重大な影響を与えるからである。

以上のプロセスで問題となるのは、貸手側の反応の仕方が一様ではないということである。たとえば当局が短期金利を引上げて、証券処分の減価損が貸付によって得られる経過利息の上昇によって十分補填されると予想されるならば、貸手は必ずしも短期資金の供給を控えないかも知れない。かくて Rosa は、「所期の信用緩和もしくは引締めが達成されるかどうかは、多分に中央銀行の『楽譜なしの演出能力』にかかるといっている<sup>(1)</sup>。これは当局が最小限の操作で最大限の信用調整を行うには、市場の期待が不確実な雰囲気<sup>(1)</sup>に包まれている方が効果的であるという見解を示すものだろう。彼はこの操作が適切に行われるならば、当局の大袈裟な身振（政策意思の派手な公告）を要しないといっている。

#### IV

しかし今日の中央銀行は、長期の政府証券をかなり保有しているし、売買もし得るようになったから、当局は長期証券のオペレーションによって、直接に政府証券の価格（及び利回り）を変動させることができる。こうした政府証券の利回りは、前述のような金融組織の変化によって、規準金利のインディックスともみられ、その他の債務証券の利回りを連動させる力がある。たとえば当局が金融引締めを目的とする売操作または借替（funding）によって政府証券の価格を引下げると、官民の新規証券発行条件が悪化して、長期資金の供給は

(1) Ibid, p. 287.

制限されるだろうし、金融緩和を目的として、買操作により証券価格を上げれば、新規の発行条件を好転させて、貸手の引受や投資を刺激するだろう。後者の刺激的効果は前者の引締め効果よりは不確実だとしても、証券価格の変動にともなう貸手の資本損益 (capital loss, gain) は、彼等の資金供給の意欲を決定する重大な要因とならざるを得ない。

ところで当局は、金融引締めのため政府証券の価格を引下げたとしても、民間貸付特に短期信用の金利がそれ以上に上昇すれば、貸手は政府証券から貸付に乘替えるかも知れない。しかし通常の短期金利の上昇では、政府証券の売処分にともなう資本損失はカバーされそうもない。また政府証券から民間証券への乗替についても、信用リスクの相違が参酌されるから、予想されるほど大規模な転換は惹起されまい。かくて「政府証券利回りの些細な上昇は、多数の活発な投資家の動きを凍結するだろう。彼等は政府証券利回りが釘付けにされている場合には、それから新規貸付や投資にたやすく転換する可能性がある。」<sup>(1)</sup>

逆に当局が金融緩和のため政府証券の価格を上げれば、貸手は売処分による資本利得を稼いだうえ、民間貸付に乘替える。もっとも彼等はその手取金を暫定的に短期貸付に運用し、時期を待って長期証券を買戻すかも知れない。この場合には結局民間に対する資金供給は増加せず、徒らに利鞘稼ぎの遊戯におわる。しかし「かように好ましからぬ遊戯は、短期金利の変動を強め、その変動曲線を一層不確実ならしめることによって防止されよう。」<sup>(2)</sup> 勿論こうした金利政策のみによって景気循環を左右することはできないとしても、それは資金の流れや投資のタイミングにはたらきかけることによって、短期的な安定操作として、相当の影響力をもっていると彼は考える。

## V

Rosa は中央銀行の短期金利と長期金利の取扱い方を以上のように説いてから、おわりに両者の関係 (金利体系) に触れている。彼は金利政策の効果を全

(1) Ibid, p.290. 註29.

(2) Ibid, p.291.

うさせるためには、長期金利と短期金利の隔差を一定とする必要がないばかりでなく、当局は政策目標によって、これを自由に伸縮するように操作すべきであると強調する。一見すると些細な金利改訂の貸手に及ぼす影響力は、資本価値の変動巾が大きい長期金利の方が強いように見える。

しかしながら、当局が短期金利を長期に亘って人為的に釘付けると、主たる貸手は短期金利の変動巾は比較的に小さいものと予想し、したがって金利効果の主因たる期待の不確実を払拭してしまう。Rosa の見解によると、短期金利も中央銀行の意図をもちこんだ市場の実勢（資金の基本的な需給関係）によってフレキシブルに変動することがのぞましい。たとえば厳しい金融引締めを必要とする際には、短期金利が長期金利の上鞆となるのを不可とする理由はない。こうした短期金利の奔騰が一時的な現象と期待されれば、長期の貸手は必ずしも短期貸付に切替えるはずはなく、長期証券を処分しても、現金を保蔵したまま待機する（cash in）だろう。即ち貸手の動きは凍結される。

正常な金利体系は長利>短利とされているが、当局がこの隔差を急激に圧縮して平準化することができれば、暫定的にせよ貸手の長期資金供給誘因を低下させよう。たとえば同じ債券利回りでも、中期債と長期債の利回りが上昇方向で急激に平準化されると、貸手は民間発行証券をふくめた長期債よりは中期の政府証券を選好し、したがって民間の長期借手を制約する。この急激な上昇方向は、中期債のキャピタルゲインの見込を排除するから、従来からの中期債保有者をもそのまま閉じこめてしまう（block in）。

何れにせよ中央銀行は短期金利をより機動的に改訂できるが、長期金利が比較的安定していても、短期的な金利政策の効果は大して傷つけられない。短期金利の変動に圧力を附与するのは、それに対する長期市場の鋭敏な反応である。この反応が大きければ大きいほど短期の市場レートの変動も大きくなる。したがって短期金利は大巾に変動することが認められるが、金融政策のためには、必ずしもそうあらねばならぬことはない。なぜなら「短期金利は、その変動の可能性に関する不安を中央銀行が信用供与を統制する有力な手段とするに十分な範囲内で確実に変動し得る」<sup>(1)</sup>からであると。

---

(1) Ibid, p. 293.

## VI

かくて Rosa は、中央銀行の金利政策が適切に行われるならば、貸手の信用供与を機動的に規制することによって、景気対策の有効な武器となると主張している。しかし貸出の能力と意欲が如何に変化しても、借入の能力と意欲がそれにとりまわなければ、資金の需給(信用)を実現できないことは明らかである。彼自身もこの限度を認めている。近代的な中央銀行の行動は、「信用膨脹の行過ぎを抑えるには非常に有力であるが、信用の縮小を早目に逆転させる力は幾分少く、そして深刻な不況局面に信用拡張を刺激する力は一層弱い。」<sup>(1)</sup>したがって中央銀行がいかにか先見的に金利を調整しても、それだけでは景気循環の基調を変更したり、修正することはできない。この基調は最終的な借手と貸手のポジションによって動く。彼はこのようなリアル・フホーセスに対するマネタリイ・ファクターの効果は、貸手に対する影響力よりは弱く且つ副次的なものに過ぎぬといっているが、これを全く無視しているわけではない。

金利と投資の関係については、「金利はコスト要素(借手の)としてある程度の意義がある。それは売上高に対する在庫や設備資本の係数が高い場合には、インヴェントリやプラントの変更に関する投資決意のタイミングにとって特に重要性をもつ。」<sup>(2)</sup>また貯蓄の金利弾性は通説のように低い<sup>(3)</sup>が、貯蓄形成における企業(法人)貯蓄の比重が増加してきて、企業の利益処分の方法は金利の影響を受ける可能性がある。「一般的に金利の上昇(もしくは先行不安)は利益金の社内留保を刺激しよう。たとえこのような関係がなくても、景気の見透しに関する市場の判断は、金利や信用供与の変動と絡みあって生産能力や生産高を拡張するか、それとも延期するか<sup>3)</sup>の経営決意にある程度の影響を及ぼすだろう」と彼は述べている。これは要するに、金利の上昇と結びついてアヴェラビリティが引締められると、企業側は借入金による負貯蓄を弱めるのみならず、自己金融を強化(配当制限)して貯蓄に努める、またそのような努力によって所要資金を賅えなくなると、流動資産の処分や投資カットを行う

(1) Ibid, p. 295.

(2) Ibid, p. 281~2.

(3) Ibid, p. 283.

といった現象を念頭においたものだろう。

\*  
\*\*

以上が Rosa 論文のフレームワークであるが、次に疑問点を批判的に吟味してみよう。この新しい信用理論は、所謂低金利政策によって通貨政策がインフレ的に痲痺するに至った金融危機の洗練された申し子であるといえる。問題が単にインフレの昂進を喰いとめるというだけなら、通貨当局が赤字財政の尻ぬぐいをするという体制を断固として停止するか、さもなければケインズ左派が主張するように、質的信用統制を強化することによって営利的、投機的な要因を排除すればよい。しかし Rosa は当面、国債の思い切った整理は許されないし、平時における質的統制の強化は、金融界の反撃を受けているという現実を直視している。彼の政策論はこのような情勢のなかで、インフレ、デフレの金融的な摩擦要因を最小限に封じこめるために、中央銀行の金融措置を見直そうとする心見にはかならない。問題解決の鍵は、中央銀行の僅かな金利操作で民間の信用供与を大巾に規制し得ることを理論づけようとした点にある。この金利操作を有効に行使する手段は、古典的政策と同様に公開市場操作とされているが、それがアヴェラビリテイを調整する根拠は、通貨供給を変動させるという直接的効果よりは、規準金利としての国債利回りを動かすことによって、貸手の民間に対する信用供給の能力と意欲を変動させるという間接効果である。

さて Rosa は貸手側の金利反応が鋭敏になっていると強調するが、これは最終的な貸手（貯蓄資金の供給者）としての企業や個人ではなく、通貨を造出する商業銀行や資金を媒介する機関投資家（institutional investor）を指している。彼は貸手が金利水準や金利体系の些細な変動に着目して競争的に貸付資金を増減したり移動させていると述べているが、このような意味で自由な取引を営み得る金融機関は、実質的に貯蓄資金を造出する公衆とは異った寡占的なポジションにあることを暗黙の裡に認めているものと思われる。一般に信用アヴェラビリテイの管理を主張する論者は、金融市場の複合構造を前提としているが、Rosa もその例にもれない。彼が総支出または総需要のマネタリイ・ファクターとして、金利の借手に対する直接効果よりは、貸手の信用供与を重視

しているのは、その貸手が資金需給の実勢によって金利を決める必要はないし、また決めていないという事実認識によるものだろう。たとえば少数の大銀行が供給する貸付資金と調達する貯蓄資金は、同じ貸付資本であっても、両者の金利隔差はレッセフェーレの時代とは異って、銀行側により一方的寡占的にとりきめられているし、金融逼迫によって銀行側が貸出を引締めようとする場合には、フレキシブルに貸付金利を引上げるよりは、先ず顧客の信用度、系列等<sup>(1)</sup>によって選別的に授信量を削るのが一般的である。金利に対して敏感に反応し得る場合は、こうしたオリゴポリイによって構成されている高度金融市場にはほぼ限られていて、公衆の金融取引の場には及んでいない。彼の理論体系には、金融市場の単一性が却つて邪魔になるわけである。

同じ不完全競争は債務証券の格付についてもいえる。Rosa は貸手の資産選好が現金と債券の二者択一ではなく、その債券を政府証券と民間証券(債務)に分け、三者間の選択問題になったという点を重視している。そして政府証券の流動性は信用リスクからみて民間証券よりは強いと前提して、それを現金に次いで流動性需要を満足させる金融資産と見做す。したがって Keynes の流動性選好説とは逆に、公衆の流動性需要は金利の増加函数となる。このような仮設が金利引上げ(国債価格の引下げ)の金融引締効果の最も有力な論拠となっている。しかし政府証券が金融資産として民間証券(債務)よりは流動性が強いと目されるようになったのは、国債が通貨当局によって選別的に優遇されているという制度的な事情に立脚するものではないか。そしてこれこそ通貨価値の安定を阻害するインフレ要因にほかならない。したがって彼自身が指摘しているように、インフレ圧力を除去するために、当局が各種政府証券の価格支持を撤廃して、市場における需給実勢により、その利回りがフレキシブルに変動

(1) この点についてパットマン委員会の報告書は次のように述べている。「金利は多くの他の価格と同様に動きにくいもので、その基礎となる需給関係からみて当然と思われるほどの動きすら容易に示さない。したがって金融市場の窮迫は、初期の段階には市場利率では資金の入手が次第に困難になるという形で現われることが多い。金利は同じでも貸出の質には相当の差異があり、金融逼迫期には逼迫の割合が増すにつれて、一層選択的となる傾向がある。かかる次第であるから、通貨当局の金融引締措置は金利の変化に現われる以上に資金のアクセスラビリティを減少させるのである」日銀調査局訳、金融政策と国債管理 p. 25.

(2) R. V. Rosa, Ibid. p. 272.

するようになった場合には、政府証券は民間債務証券とは大差ない危険資産に転化する可能性があるであろう。新政策論は金利による信用供与の規制が、金融市場の不完全競争によって補強されることを前提としているから、「信用供与を何等かの形で全般的に管理することは、金利の変動と不可分に結びついている」<sup>(2)</sup>とのテーゼも額面通りには受けとれない。この点について川口氏は、Karekenを援用して、金融機関及び金融資産構造の変化という仮定は、金融の不完全競争という仮定と「異質的で、それらとの間に論理的な一貫性を欠くもので、このような理論構成の失敗は、少くとも一部分は信用の利用可能性という語を余りルーズに使いすぎていることにもとづくものと考えられる」<sup>(3)</sup>とのべている。

\*  
\*\*

Rosa 論文における金利引上げの金融引締効果の特色は、期待要因だろう。これは当局の僅かな公定歩合の引上げまたは売操作価格の引下げが、市場の先行き不安感のなかで、貸手の弱気を累積的に誘発すると仮定するものである。たとえば(1)当局の短期金利の引上げは、それ自体通貨供給を制限するというよりは、将来の金利が上昇するのではないかとの不安感をおこさせ、これによって貸手側の態度を硬化させるとみる。また(2)当局の低価格による長期債の売出は、それ自体通貨を吸収するというよりは、あらゆる証券の発行条件を悪化させるが、特に流動性に難色ある民間企業の資金調達を窮屈にさせるとみる。

しかしながら(1)について、当局の短期金利引上げが機宜を得て行われるならば、直ちに市場レートを引上げるばかりか、先行き上昇の不安を誘発して貸手の現在の資金供給を躊躇させる可能性はあるだろうが、貸手の金利期待は完全に弾力的ではないから、信用供与が引締められる必然性はないという批判がある。これについて Lindbeck は次の如く述べている。「人々の態度に影響するのは、現在の金融事情と将来に期待される金融事情の関係ではなく、現在の金融事情（の相対的变化）と将来の金融事情（の相対的变化）の関係だろう。後者

---

(3) 川口弘, 貨幣と経済, p. 207.

の関係は Hicks 一派のいう期待の弾力性にほかならないが、これは金融事情が変化する前に期待されていたものが、現在の状況とたまたま一致した場合にのみ前者の関係になる。将来に期待される金融事情に関する新しい信用統制論の仮定は、この特殊な場合にしかあてはまらない。<sup>(1)</sup> なお引締め効果は、貸手と借手の期待が逆に動く場合は益々強化されようが、貸手に短期金利上昇の不安がもたれる場合には、借手もこれに共鳴するとみるのが自然だろう。そうだとすれば貸付金利が上昇しても、借手企業の収益性の如き別途の要因を考慮しなければ借入需要がチェックされる可能性は少いとみななければならない。もっともこの場合の借入れは、追加投資のための需要ではなく、主として支払手段の需要だとすれば、そのような資金需要が充されても直ちに信用膨脹の原因になるとは考えられないのであるが。

(2)について、問題は資金の政府証券への凍結効果 (freezing in effect) である。長期の規準金利が将来上昇すると懸念されれば、発行者や機関投資家のみならず一般公衆まで証券投資を控えて、投機的な貨幣保蔵を強化するというのは流動性選好説の通説であるが、Rosa はさらに規準金利の上昇が貸手の金融資産価値を下落させるというプロセスで、彼等の流動性を低下させると共に、将来の不安感が流動性需要に追加的な圧力をかけるとみている。<sup>(2)</sup> そしてこの流動性需要は、前述のように金融資産として信用のリスクの少いと目される政府証券によって満足されるから、その限りで資金は政府証券に凍結されることになるという。ところでこの仮設が成立するためには、民間発行の証券投資または貸付によって得られる予想収益から信用のリスクを控除したものが、政府証券の現在の減価損より少いという条件が必要である。けれども実際にインフレ圧力が根強く存在している場合や、資本の成長力が旺盛な場合には、政府証券の利回りがわずかに上昇した程度の減価損でもって、そうした民間証券から得ら

---

(1) A. Lindbeck, The New theory of Credit Control in the United States. p. 27.

(2) King は斯る流動性需要は、商業銀行の場合特にその safety-margin of liquidity を意識させ、信用供与を引締めると述べているが、それにはやはり funding の如き操作によつて長期金利を引上げることが先決問題であるといっている。W. T. C. King, Should Liquidity Ratios be Prescribed, Banker 1956/4号. p. 188~9.

れる予想収益を圧倒するかどうかは疑わしい。当局の売出価格が意図的に引下げられても、貸手が減価損をおそれて売惜しみをすればするほど、証券市場の国債取引高は縮小するが、価格はそれほど下らないという事態も考えられる。

次に売オペレーションまたは借替による政府証券の下落が恒久的なものとは不安視される場合（たとえば過剰発行）は、巨額の資金を擁する商業銀行や機関投資家も、金融逼迫によって損失覚悟で売方に回るだろう。そうではなくて貸手に『凍結効果』がはたらくのは、政府証券の下落が一時的なもので、将来は遅かれ早かれ恢復すると楽観される場合だろう。しかし政府証券の信用リスクは問題外としても、インフレによる通貨価値下落の不安があれば、民間の利益配当証券（equity）等に較べて政府証券は忌避されようし、デフレによる金融逼迫のパニックが強くても同様に投げ出されるおそれがある。Rosa は「政府証券の利回りの些細な上昇は多数の証券投資家の動きを凍結するだろう。彼等はその利回りが釘付けられていれば、政府証券から新規投資や貸付にたやすく乗替えるおそれがある<sup>(4)</sup>」と述べているが、実際は政府証券の価格維持が何等かの形で制度化されていた方が、以上のような国債の乗替えを防止し得るのではあるまいか。要するに民間の期待要因なるものは、金利に対しても資金量に対しても累積的に作用する可能性はあるが、プラス、マイナス何れの方にはたらくかは不確実で必然性はない。したがって当局に対してこの要因に『期待をかけさせる』ことは、理論的な慰めにはならないと考える。

\*  
\*\*

前述のように Rosa 論文では、金利体系の規制も信用調整の重要な手段になっている。彼は正常な金利体系は短期金利より長期金利の方が割高であり、金利曲線は短期金利より長期金利の方が緩慢であるが、当局は必要に応じて両者の関係を動かすことによって、資金の流れる方向を左右するばかりか、信用量を全般的に変動させることができると示唆している。しかも彼によると、そのためには当局が大巾に金利を操作する必要はない。というのは長期市場の期待の短期金利に対する反応は非常に敏感であるから、当局がさほど顕著に短期金利

---

(3) Rosa, Ibid, p. 290.

を動かさなくても、その市場レートに追加的な圧力をかけるからであると。このように長期期待は独立の安定性をもたないとの見解は、彼が短期金利の長期金利に対する影響力について、「短期金利の変動は直ちに長期市場の期待に影響する。そしてもしその短期金利が維持されると、それは直接に長期市場にもちこまれ、かくて貸手の長期貸付及び政府証券と民間証券の選択決意に重大な影響を与える<sup>(1)</sup>」と述べていることから明らかである。したがって当局が長短の金利を人為的に釘付けるような措置を講じなければ、短期金利を操作するだけで、金利体系を規制できるというわけだろう。

しかし通説によると、長期金利にも過去の経験から長期的に想定される『正常利率』(normal rate)があって、この歪曲に反撥する力は相当に大きいといわれている。ラドリソフ委員会は期待を独立した市場要因として過大評価することをいましめているが、しかも長期金利には正常利率という観念が存在するから、金利体系を規制するためには、この観念に対応した特別の措置、即ち積極的な長期債の操作が必要であると示唆している。「長期金利の一般的水準に一つの規準が存在するという観念が普及して……特にその意見が経済組織を動かすある種の根強い力にもとづいているとすれば、長期金利がその規準から比較的僅か上昇するだけで迅速に債券需要を刺激して、市場が頑迷な反応をする危険は最小限に止められるだろう。」<sup>(2)</sup> まことに金融引締めによって長短の金利が平準化す(flattening)とすれば、長期金利の上昇率は鈍るのに短期金利は短期市場の逼迫によって鋭く上昇するためだろう。この場合長期金利の上昇もしくは長期証券の処分が抑えられるのは、長期金利は遅かれ早かれ正常値に復帰するとの期待があるからにはほかならない。われわれはこの正常利率は過去の単なる算術平均ではなく、企業の平均利潤率と密接な関連があって、それが金利水準の変動の基軸をなすものと考え。 (Decamber, 1960.)

(1) Rosa, Ibid. p. 287.

(2) Committee on the Working of the Monetary System. Report, Para, 567.