

支払準備制度の当否をめぐる

バンカー誌上の金融論争について

藤 沢 正 也

は し が き

- I W. T. C. King 『流動比率は法的に規制されるべきか』
- II T. Balogh 『新正統派の脅威』
- III V. Morgan 『短期レートの引上げを支持する』
- IV F. W. Paish 『金利はどのようにして消費を抑制するか』

コ メ ン ト

は し が き

私は前号において、Butler の新しい monetary policy に対する諸家の見解を吟味すると共に、若干の私見を加えておいた。新政策の目的は、既述のように悪性インフレの発現を喰いとめることにあつたが、其後最近までの経過を見ると、必ずしも期待された程の効果はおさめられなかつたようである。特に1953~54年度の著しい信用膨脹に対して、Butler は就任当初よりは一段と教科書通りの古典的な金融措置を講じはしたが、その効き目は緩慢であつたので、専ら銀行家に貸出制限を強化するように要請した。しかし銀行家はこのような直接統制の復活には頗る不満であつた。即ち大銀行首脳者の1955~56年次報告によると、貸出制限の要請はインフレーションの善後策を一方的に銀行業者の肩におしつけようとする本末顛倒の措置であつて、それは徒らに銀行間の営業競争 (interbank competition) を萎縮させるおそれがあると異口同音に非難している。

このような市中銀行側の言動は、monetary policyの物質的な制度をどのように改善すべきかと云う問題の学問的な再検討を迫ることになつた。それは2~3年前における論争の延長ではあるが、内外の新情勢に対応して実際面では、より具体的な対策を打出さなければならぬし、理論的にも折衷や妥協を許さない程まことにシリアスな問題となつた。即ち1951年以降の実験を通じて、通貨

政策が経済全般の regulator としての効力を発揮するためには、公定歩合を變動させるだけでは不充分とされ、そのためには市中銀行の流動比率を動かす必要が特に重視されるようになったが、その政策は金融市場の自然的プロセス（金利構造）を媒介として発動されることがのぞましいか、それとも市中銀行の最低流動比率を法定化し、情勢によつて当局がこのレシオを動かすところの所謂支払準備制度を確立することがのぞましいかの選択にしばられることになった。これをいち早くとりあげたのはバンカー誌の W. T. C. King であつて、同誌は今日まで引続き T. Balogh, V. Morgan, F. W. Paish 等の寄稿を求めている。なおこの論争には Lloyds 銀行の Dacey も参加しているし、エコノミスト其他の経済雑誌も相当な紙面をさいている。しかしこゝでは前記四氏のバンカー論文の要旨をなるべく忠実に紹介するに止めたい。

Ⅰ W. T. C. King 氏の意見 1956/4号

『流動比率は法的に規制されるべきか』と題された King 論文は、内容的には三節に分けられる。彼は先ず流動性原則の意義を理論的に考察してから、公債借替操作 (funding operation) を是とし、支払準備制度を非とする政策論を明快に力説している。

第一に流動性原則の意義について。周知のようにイギリスの商業銀行に於ては、現金準備率 (cash ratio) の10%内外が銀行経営の収益性と安全性を充す均衡点とされている。勿論それは絶対的な安全率と云うよりは慣習的な公準に過ぎないが、あらゆる銀行がいかなる場合でもこのレシオを凡そ一定とする傾向をもつてから、中央銀行は金利操作とは別個にこの銀行現金を増減させることによつて、通貨（主として銀行預金）を量的に統制することができるものと考えられるようになった。しかし King によると、中央銀行は最後の貸手 (the lender of last resort) であるから、その手形取引または貸付は「金利措置と不可分であるばかりでなく、金利を引上げる程度に応じたのみ信用量を減小させることができ、かつその反面において銀行に対する流動資産の総供給を減小させるか、或は銀行に流動比率の上昇を要求させるようにするのである⁽¹⁾」と云う。

(1) 1956/4号 p.189

蓋し銀行は安全性の不文律として、一定の cash ratio を守ろうとするばかりでなく、現金にコールローンや割引手形を加えたものゝ預金に対する割合としての流動比率 (liquidity ratio) にも拘わるようになったからである。そこで中央銀行が通貨信用量を収縮させる意図のもとに手形を売出しても、それは銀行組織の現金を“準現金”に代置するに過ぎないから銀行の流動比率は不変であり、したがって銀行の貸出や投資性向もさほど抑制されない。手形の売オペレーション等は古くから公定歩合を有効にする monetary policy の補助手段に過ぎないものと見られていたが、King によると管理通貨制度の現代でも、この意義は変らない。売オペレーションによつて市場レートは公定歩合に接近するが、その公定歩合を積極的に引上げる措置をとらない限りは、信用引締めの効果は極めて疑わしい。だがもしこゝで公定歩合其他中央銀行の実効レートを引上げれば、先ず手形や蔵券の市場レートが上がり、預金利率との利巾がひらく。したがって銀行の顧客は預金から手形に乗替え、その貯金払戻によつて銀行の流動比率は預金と共に急激にしぼられる (squeeze) ことになろう。「この要点が理解されれば、流動比率に圧力をかけることは、信用量を統制する新たな方法でもなければ、公定歩合の引上げや中央銀行の“公開市場”での売オペレーションの如き別の方法に代り得るものでもないことが明らかになろう。それ(金利の上昇)は統制の唯一の行程なのであり、これを通じて他の装置が動き出す手段なのである」⁽²⁾と King は強調している。

とは云え公定歩合の切れ味は、第一次大戦前に較べて今日では極度に鈍っている。この原因は民間企業が商手金融にあまり依存しなくなつたこと、及び蔵券が銀行組織における短期信用の大半を制するようになったからである。即ち今や「流動資産は益々蔵券の形で供給されるようになったが、その総供給量は金利の変動には殆ど反応しない。大蔵省は金利が高いからと云つて流動債による借入を削減しないし、故意にその借入先を国内銀行組織から海外の市場に切替えることもしない。だから今日では短期市場を通じて作用する二つの古典的装置(金利引上と売オペレーション)は、預金を他の流動資産乃至半流動資産に転化させるか、または銀行政策に対する当局の心理的圧力によつてしか、銀

(2) *ibid.*, pp.188~189.

行の流動性をしぼり、預金を減退させることができなくなっている。⁽³⁾ この心理的圧力は一応別問題として、預金の流動資産への乗替え圧力は前述のように両者の利市によるものであるが、それは貸出需要を十分に圧迫するよう相次いで金利の引上げを必要とするし、また貸出から遊離される資金が金縁市場に安易に放出されないような条件も必要である。要するに中央銀行の課そうとする短期レートの水準でも資金需要は増加し、かつ銀行も余分の流動資産を保有している限りは、銀行の資金供給をふせぐことはできない。何となれば中央銀行は最後の貸手なのであるから、銀行組織はそこで余分の準現金を現金に引換えて貰うことによつて、拡張を支えるに必要な追加資金をいつでも入手できるものと認めているからである。その場合準現金としての蔵券が信用統制を困難ならしめるまさにその原因は、単に換金性 (monetizability) が強いと云うだけではなく、商手と異つてその供給が金利に反応しないからにほかならない。したがつて「これらの資産 (流動資産) の総供給を減小させることによつてある程度まで流動性をしぼろうとしないで、専ら流動資産を銀行から別者の手に移動させることによつてそれをしぼろうとする政策は、予期せざる失敗に見舞われる危険がある。少くとも流動性の引締めを保続するためには、短期レートを従来よりは引上げる必要がありそうである。⁽⁴⁾」

King は銀行流動性の信用創造に対する関係及び流動資産としての大蔵証券の特質を以上のように考察してから、金融当局がこの流動性に直接手をつける (striking at liquidity direct) 手段としての funding を吟味する。その特徴とするところは「市場機構を通じて、市場機構にはたらきかけており、古典的装置に自然に同化していることである。それは直接に流動資産の供給を増減するから、Orthodox な手段としては“量的な”統制と云える唯一のものであるが、しかもそれは同様に金利 (質) に依存しているのである。⁽⁵⁾」即ち当局は流動資産としての蔵券の供給を減らすためには、財政経常収支を一定とすれば、市場性のない証券 (納税準備債券または大蔵省預り証券の如き)、或は中長期債券

(3) *ibid.*, p.191.

(4) *ibid.*, p.192.

(5) *ibid.*, p.192.

を売出し、これらによつて調達した資金で既発行の蔵券を回収するか、またはその新規発行を抑える。何れにせよ結果は公衆や銀行組織から見ると一種の長期借替えであつて、それは King によると金利の上昇を回避したり、もしくは金利の上昇に代る“量的な”手段では決してない。funding は資本市場から引揚げた資金を貨幣市場に放出するだけで、貨幣の供給総額を変えるのではない。それにもかゝらずこの方法が、全般的に通貨信用の引締め要因となるのは銀行の流動資産をしぼるほかに、長期金利を上昇させることによつて、銀行の流動性に技術的な圧力をかけるからである。こゝで King は長期金利上昇(証券価格下落)の流動性効果について、次のように独自の見解を示している。銀行は手持蔵券の減小によつて流動比率が下ると、危険資産を減らそうとする。しかし現下の情勢では、貸出を目立つて抑制することは困難であるから、専ら証券処分による。ところで銀行が実際に証券を売処分すれば、既に funding によつて軟化の気配を見せている証券市場への圧力を加重することになり、それによつて銀行も相当の損失を覚悟しなければならない。だから「こうした不安の強さは、銀行の証券処分にともなう損失の大いさに比例しよう。要するに金縁市場が下落し、“困難”におちいればおちいる程銀行側の要求する流動性の安全限度(safety-margin of liquidity)は益々大となる。⁽⁶⁾」このようにして funding は二つの側面から引締め圧力をかける。一つは銀行組織によつて保有される流動資産を直接に減小させ、一つは現行の銀行流動性に関して銀行に従来よりは強い不安感をかもし出すことによつて。「借替鉄の切れ味は両刃が動くか、何れか一方が静止するか程度によるだろう。したがつて金縁市場は一定の状況下では何人も買いに出ないから証券を消化することが“できない”と云う主張は、借替え技術の無力な証明になるのではなく、逆に銀行が(流動性)を脅かすものの性質に敏感である限りは、まさに有力な証拠にほかならないのである。⁽⁷⁾」以上のような根拠から King は、公債の借替え操作をデイスインフレのための最もアヴェラブルな通貨政策であると見ている。

では同様に流動性に直接手をつける支払準備制度はどうか。第一にこの制度

(6) *ibid.*, p.193.

(7) *ibid.*, p.194.

の支持者は、銀行の流動性が funding のみによつてしぼられることになると、証券市場はその圧力を消化するための弾力性を失つて先行不安となり、当局もこの不安の程度を予測することができないから、政策としては不確実であると云う欠陥を免れないと非難する。だが直接措置（流動比率を法的に規制する方法）を用いれば、証券市場には何の苦痛も与えずに確実に所期の引締め効果をあげることができると云う。例えば支払準備制度によつて最低率を30%から32%に引上げれば、銀行組織の2%分の追加信用創造力は一筆の力で短刀直入に抹殺することができると主張している。これに対して King によると funding においても、当局として証券価格下落の銀行流動性需要に及ぶ効果を的確に測定する杓子定規はないが、長期証券の売オペレーションによつて市場が軟化すると見れば、当局は証券価格下落の事実⁽⁸⁾に則して適当に売出の規模を差し控える力をもっている筈である。たとえば何等かの特殊事情によつて銀行の流動資産が100m£増加し、これによつて流動比率が慣習率を1%上廻るおそれが生じた場合、当局のこれを訂正する措置としては必ずしも100m£の売オペを要しない。何故なら假にその1/4程度（25m£）の売オペがなされても、これによつて多少とも金縁価格が低下すれば、それだけ銀行側としては追加的流動性を必要視するようにならうから、銀行の実際の流動比率が3/4%だけ慣習率を上廻つても必ずしもこれに応じた信用創造が惹起されるとは限らない。このようにして借替操作は、一定量の信用を引締めるためには、支払準備制度による場合よりは多額の証券を売出さなければならぬかも知れないが、それは「銀行に適当な警告を自動的に与えるような市場機構（market mechanism）を通じて漸進的に行われる」から、反対論者が懸念するような摩擦は必ずしも惹起されないだろう。これに反して、支払準備制度により一定の引締を迅速に強行しようとするれば、市場とのリアルな接触を失うと云う独断（arbitrariness）によつて、寧ろ不当に証券取引を攪乱するおそれがある。

第二に支払準備制度の支持者は、準備率引上げによる信用の引締は、公債借替えによるよりは政府の負担金利を軽減するものであると見ている。だが King によると、このような見方は、借替操作が債務の“乗替えの行程”（process of

(8) *ibid.*, p.197.

switching) であると云う事実を無視している。勿論 funding を用いると、大蔵省は金縁市場に証券を売出す程度に照応して借入経費が増加するが、他方では短資市場にそれだけの資金援助を与えるわけであるから、残った流動債に対する支払利息は軽減されるか、少くとも上昇は抑えられる筈である。これに対して同程度の信用引締めをやるために準備率を上げると「短期レートの水準は借替え技術を用いるよりは割高になるだろう。……だから支払準備制度が政府の金利負担を軽減すると云うのは根拠がない。否それはこの負担を増加させ、大蔵省の公債管理を別の面から煩雑にさせることは明らかである。」⁽⁹⁾と King は説いている。

以上のように支払準備制度の美点は、皮相的な観察にもとづくものであるが、それはより根本的に金利体系を歪曲し、金利効果を去勢すると云う重大な欠陥を内包している。即ち準備率の上げは「短期市場の犠牲で中長期市場を人為的に助成するわけであるから、これに照応して借手が今日最も反応を欠いているまさにその市場（短期市場）における金利の上昇を一筋に容認することになろう。」⁽¹⁰⁾ 即ち短期レートの上昇は割引市場や商業手形及び当座貸越等による借手（蔵券に依存する大蔵省をふくむ）を圧迫するが、証券金融に依存する国有産業や地方公共団体及び海外の借手の資金需要を直接に援助するばかりか、其の他の長期貸付に依存する大半の借手をも間接に支援する作用がある。したがって支払準備制度は「金利圧力に対する政府のクッションとはならないで、大蔵省の犠牲で其の他の経済組織のクッションになつてしまつてしまうだろう。」⁽¹¹⁾ それはまた短期で借りて長期で貸すと云うイギリスの対外資本勘定から見ても、国際収支を圧迫する要因になる。このように不均衡な金利体系は漸次是正されなくても、支払準備制度のもとにおいては短期の方が割高だと云うパラドキシカルな関係は決して逆転しない。King は以上のような論拠から、支払準備制度は凡ゆる点で借替操作に劣るものと断定し、後者につきまとう諸々の技術的な欠陥も一筋縄で処理されなければ、monetary policy として克服し難い欠陥にはなるまいと結んでいる。

(9) *ibid.*, p.195.

(10) *ibid.*, p.196.

(11) *ibid.*, p.196.

II T. Balogh 氏の意見 1956/6号

貸付資金の自由な取引の場として金融市場を政策的にも重視する King に対して、Balogh はケインズ左派を代表して、『新正統派の脅威』と題して反駁を加えている。なお Balogh の云う新正統派とは、King のみならず支払準備制度の支持者も含め、現在多かれ少なかれ民間金融業者の金融的なイニシアティブ及びその金利的効果を重んずる一派を指しているようである。またその新正統派とは、Marshall 門下の新古典派 (neo-classical school) とも区別されるべきものと見ているようでもある。ともあれ Balogh は、そうした新正統派の主張が古典原則を逆用した独断論であるときめつけているが、この論文では Balogh の説もそれに劣らず独断的でまたより難解である。

彼は先ず当面の論敵を攻める前に、金本位制度のもとにおける古典的な金融機構を次のように回顧している。古典派は最初金の移動が信用量を自動的に調節するものと考えていたが、後にはこれを公開市場操作によつて意識的に調整する必要をも認めていた。ところで Balogh によると、当局がデリバティブに信用を引締めようとする目的が奏功したのは、「加盟銀行」の中央銀行からの継続的借入が阻止され得た場合だけであつた。⁽¹⁾これが阻止されないと、銀行の現金準備が減小しても直ちに中央銀行からの借入によつて補填される関係となり、当局の引締政策は徒労になる。イギリスでこれを阻止したものは「種種の制度的な協定」であつたと Balogh は云う。尤も商業銀行が割引市場を通じて間接に中央銀行に接触していたこの国では、公定歩合は市場レートよりは高目におかれていたから、何れにせよ銀行組織の中央銀行からの借入は懲罰 (penalty) になり、融資需要を妨げる仕組になつていた。即ち割引商は当局に屢々依存せねばならぬような市況になると取引を縮小し、この圧力は銀行に波及する。そして銀行も慣習的な資産構成に照らして授信活動を抑制する。こゝで Balogh は、この資産構成 (準備率) が少くとも個々の銀行では一定で略々安定していたこと、これが「あらゆる銀行管理の基礎」であつて、公定歩合が市場レートより割高とされていたことは「歴史的偶然によるものであつた」と

(1) 1956/6号 p.348.

強調している。⁽²⁾なお古典派には、資本の需給は金利変動に高度に反応すると云う理論的な概念があつたが、市場レートがたえず公定歩合以上に上昇し、しかも市場が中央銀行から継続的に借入れることが有利となるような場合に事態がどうなるかと云う問題は殆ど考慮されていながつた。割引商会や大銀行が独占化されるにともなつて、以上のような順鞘と継続借入の可能性が強化されることになつたが、「そうした事情が理解されなかつたことこそ、銀行機構の新情勢⁽³⁾への適切な順応をさまたげるにいたつたものと私は考えている。」

さて新正統派は、蔵券による政府金融は monetary policy の伝統的機能を麻痺させてしまつたから、通貨政策を復活させるためには、一回限りの借替か、銀行流動性に対する継続的な統制が必要であると見ている。これは Balogh によると、彼等は「通貨政策が借手を弾力的に妨げるのではなく、貸手に信用を割当てるように強制する政策として規定されている⁽⁴⁾」ことを意味するものだと云う。また Balogh の云う新正統派は、貸手としての中央銀行が割引市場で落札された手形を現行レートで無制限にひきうけねばならぬと解しているから、中央銀行には“加盟銀行”の現金準備を量的に規制する義務も権利も存しないことになる。こうして「中央銀行は現金準備による統制力を、銀行政策は斯る統制によつて調整されるべきではなく、間接に蔵券を人為的に不足させることによつて強行されるべきだと云う要請の背後に投げ棄てゝしまつたように思われる。リベラルな独断論は、直接統制を粉碎した余勢をかつて、古典的な金融統制全般をさえ不可能ならずとも困難にさせてしまつた。⁽⁵⁾」彼等がこのように革命的な金融的無政府主義 (a revolutionary ideologie of monetary anarchism) におちいつたのは、Bagehot の公理を曲解したからにはほかならない。Bagehot は、英蘭銀行が前世紀の中頃において、必要と認める場合には健全な担保を見返として現金を供給することによつて流動性恐慌を喰いとめることができなくなつたと云う事実に対応して独自の理論を展開したが、割引市場が英蘭銀行を資金源として継続的に利用することを弁護したわけではなかつた。しかるにヴ

(2) *ibid.*, p.348.

(3) *ibid.*, pp.348~349.

(4) *ibid.*, pp.349~350.

(5) *ibid.*, p.350.

イクトリア時代には「短期のレートの僅かな上昇も、総需要の多大な減退を充分に惹起するのが常であつて、信用の(量的)引締がどのように実現されるかは問題ではないとされていた。⁽⁶⁾」古典派はこのような認識から、信用引締政策における公定歩合引上の効果を一義的に導き出している。即ち「金利の上昇は借手を妨げるから“貨幣数量”の実質的且つ自動的な減退を招き、この減退は“均衡”が恢復されるまで投資の低下と貯蓄の増加を齎すと云うように、資本の需給は金利に対して高度に反応するものと考えていた。⁽⁷⁾」だが実際には金利が経済活動を規制する効果は全く疑問視されるようになった。ケインズ及びポストケインジアンは、異口同音にコスト要因としての金利効果がネグリジブルであると立証したし、かりにそれを有効ならしめる程度に引上げれば深刻なカタストロフを避けることのできない実情になった。「“古典的”機構(それを Balogh は空想的にしか動かなかつたと云つている)にかけられていた大きな期待が裏切られた結果、第一に銀行家による信用の直接的割当と云う手段が考えられ、第二に当局の直接的指令の必要や中央銀行の現金統制を復活させることなしに、銀行に信用を制限させようとする新しい“自動調節機”がつくられるべきだと云う理論を生み出した。⁽⁸⁾」しかし Balogh によると、そのような考え方は、何れにせよ手形(蔵券)の供給を人為的に制限し、銀行の流動性をしばることによつて銀行貸出を割当てること(a rationing of bank advance)が恒久的な武器として必要であると認めているのであるから、支払準備制度にせよ大蔵省預り証制度によるにせよ、当局が信用を直接に割当ててことを不合理とする根拠はない。何れを用いるかは情勢次第である。蔵券の割引歩合も貸出や預金レートも「それらの金利は今日ではすぐれて独占的に決定されていると云う事実は、直接統制の有力な原因として付け加えられる。⁽⁹⁾」だが新正統派が中央銀行による現金統制を軽視する代りに、流動比率の統制を重視するのは理論的に矛盾している。彼等は一般に当局が銀行の利用し得る流動性資産を預金の30%以下にしばるよう提唱している。これによると、假に当局が危険資産を100m.£

(6) *ibid.*, p.350.(7) *ibid.*, p.349.(8) *ibid.*, p.351.(9) *ibid.*, p.351.

だけ引締めさせようとするれば、蔵券を $30/70$ の割合で約43m£も借替えねばなるまい。これに対して cash ratio を10%として現金を統制すれば、 $10/90$ の割合で11m£の売オペレーションで同様の目的が達せられる。彼等は明らかに流動比率の統制の効果を過大評価している。「総流動資産にはたらきかけることによつて、銀行組織を管理しようとする提案は、より僅かな現金準備にはたらきかける方法によるよりは大蔵省にとつては重荷になるだろう。」⁽¹⁰⁾

次に Balogh によると、直接統制の批判者たる新正統派は、銀行の証券処分による預金減退と貸出引締による預金減退を同一視しているが、これは資本市場の性格を誤解するものだと云わねばならない。燕膏のような商品市場の物価は、すべて経常的な産出高と経常的な需要の関係によつてきまるが、資本市場に上場される資産は古い巨匠の面の如きものであつて、その価格は経常的産出高によつては殆ど影響を蒙らない。そのみならず投資は短期的には金利の変動に余り反応しないと云う事情もあわせ考慮すれば「富の所有者の気持としては、金利稼ぎの願望に対抗する流動性選好こそ、資産の相対的価格を決定する上で新規貯蓄や投資需要の流れよりは本質的にはるかに重要なものである。」⁽¹¹⁾以上のように金利の上昇は、財貨や用役の需要を削減する効果にも乏しいし、通貨の総量が減小したとしてもそれは本来的な休息預金に過ぎず、活動預金の流通速度がこれによつて上昇する場合もあり得るとすれば、信用引締の量的効果は益々疑問である。したがつて「企業の借入に対する直接的な信用規制は、通貨供給の全般的な制限よりは、財貨や用役の経常的需要により有効な圧迫を与えることになりそうだと云う結論を避けることはできない。」⁽¹²⁾

ではこの直接統制を効果的に実施するにはどうしたらよいか。Balogh によると、アメリカの現行制度をモデルとして、中央銀行の再割施設を制限すればよい。換言すれば、割引市場は英蘭銀行から無制限に継続的に借入れてはならぬと云う古い慣習を復活すべきである。Balogh のこの考え方は、恐らく市場を排除した selective control に直結するものと見ていゝが、ともあれ中央銀行が

(10) *ibid.*, p.353.

(11) *ibid.*, p.351.

(12) *ibid.* p.351.

売オペレーションを実施しても、割引市場が前者に借入を乗替えることによつて銀行組織の現金準備を補充し続けることができなくなりさえすれば、市場は藏券の保有さえ減らさざるを得ないし、銀行も授信活動を制限しなければならなくなる。勿論これによつて短期レートは上昇するが、その「追加的経費は、これに代る方法、即ち嫌気のさした不安な長期市場に圧力をかける借替操作によるよりは多分僅少⁽¹³⁾だろう。」と Balogh は述べている。

これを要するに新正統派は、金利機構の復活を認めても、銀行を通じての銀行による信用の割当を否定してはいないのであつて、その政策は1951年に行われた連邦準備局のそれと同様に不手際なものである。当時準備局は、大藏証券を額面以下で発行して、銀行や保険会社が貸出のためにこの証券を売処分するのを阻止したが、それは専ら信用の供給に作用したのであつて、信用の需要に作用したのではなかつた。したがつてこの政策は orthodoxy ではなく、流動性選好とその慎重な管理をネグレクトする金融的無政府主義の革命的イデオロギーによるものであると。Balogh 論文は以上のように論理的な断層があつて、理解に苦しむ点が少なくないが、直接統制に対する批判者への反批判の趣旨は、この論文の末尾に附された脚註の次のような文句に集約されているものと見てよい。「それは(マネタリー・アナキストを指す)取引活動を安定させると云う至上の目的で相対的金利に直接はたらきかけるかわりに、限られた短期市場で(金利を)より大巾に変動させることが必要であると認めるものである。何故ならば短期市場のみが通貨当局の操作できる“合法的な”領域であつて、長期市場はこれを“実質的な”貯蓄と投資が独自の水準を見出すように放任されるべきであるとするからである。貨幣の役割と金利決定の諸要因の性質は、これ以上粗雑には混同できない。イギリスにおける無政府金融の擁護者達は、長期レートを神聖不可侵とする代りに、短期レートを通貨管理の対象からとり除こうとするものだ。」⁽¹⁴⁾

(13) *ibid.*, p.352.

(14) *ibid.*, p.353.

III V. Morgan 氏の意見 1956/7号

『短期レートの上昇を支持する』と題された Morgan の論文は、King の主張を力づけると共に、シテイからも好感をもつて迎えられているようである。

(たとえば、Economist 1956/7. 14号を見よ) 彼は先ずインフレーションとは社会の消費が全体として経常産出物の時価で評価された所得を超過し、これによつて物価が上昇する現象であると規定してから、monetary policy によつてこのインフレを阻止するには、借入の規模を貨幣所得の現行水準から形成される貯蓄の範囲まで引下げるように仕向けなければならないと問題の所在を明らかにする。そのためには銀行預金を減退させるような貸出の規制も必要ではあるが、それだけでは不十分である。何となれば預金の大半は idle balance であつて、それは現在直ちに消費に振り向けられなくても、預金者が必要と認めれば何時でも購買力として発動し得る態勢にあるからである。かくて Morgan は直ちに当面の課題とする monetary policy の本筋に触れて曰く、「通貨政策によつてインフレーションを有効に阻止するためには、それが銀行預金の新規造出を規制するばかりでなく、今迄堆積された休息預金の活動化を規制せねばならない。これを規制する圧力は一般には高金利であると考えられ、通貨政策諸般の技術的手段は専ら金利との関連で論議されてきた。だが金利の上昇は資産価値下落の兆候 (symptom) に過ぎないのであつて、資産価格の変動は (インフレ阻止の) 過程において金利それ自体よりは一層根本的な役割を演ずるのである。⁽¹⁾」

資産価値の下落は、銀行にとつてその証券投資のみならず短期信用の授信活動 (流動資産の獲得) にも影響を与える。即ち当局は貸手に対して、銀行の保有する証券価格を引下げることによつて銀行の流動性選好を強化する一方では、一般公衆の投機的動機に対応する idle balance の犠牲で予備的動機に対応するそれを増加させる傾向がある。この傾向は通貨の流通速度の減退となつて現われる。たとえば手形交換高の預金残高に対する割合の低下として。1955年の第二四半期に、市中銀行の正味預金残高は略々保合していたにもかゝらず、株

(1) 1956/7号 p.401.

式ブームや物価上昇が目立つたのは idle balance の活動化による流通速度の上昇が媒介となつている。このブームは Morgan によると、銀行貸出の引締が不十分であつたからと云うよりは、証券価格の奔騰がチェックされなかつたためである。このように「資産価値の下落は、銀行及び遊資保有者の貸付を制限するに役立つ唯一のものである⁽²⁾」が、この信用収縮の過程は、金利的条件を通じてのみならず信用の制限 (credit restriction) を通して作用する。周知のように新規投資意にもえている実業家は、多少の金利上昇では投資を引込めようとはしない。また預金が頭打ちになつて証券処分によるほか貸付をふやせないような立場にある銀行家は、金利の如何を問はず貸出をふやそうとはしない。このような意味で信用膨脹や縮小の動機は、必ずしも狭義の金利指標のみによるとは断定できないが、しかも銀行貸出を拒まれた実業家が飽迄所要資金を確保しようとするれば、手持証券を idle balance の保有者に売却するか、または証券処分によつて資金を調達し得る別の貸手から借入れなければならない。「この場合の実効金利は銀行が課そうとする利率よりは割高になるし、今後1~2年待機するよりは直ちに投資計画に乗り出すことによつて蒙る罰金 (penalty) は、実際問題として重要なものになるだろう⁽³⁾。」として、Morgan は借手側の態度からも広義の金利効果を認めているようである。なお証券価格の下落に随伴しがちな実物資産価値の下落は、貸手に作用するばかりでなく（たとえば担保物件の値下りを通じて）資本財や消費財の消費者にも影響を与える。消費者もしくは借手は、個別的には必ずしも新規に資産を造出する必要はない。もし資産価値が全般的に下落すれば、新規資産の生産費に比して既存資産の時価は下落するから、後者を購入することによつて投資を満足させることができる。これは社会的に見て新規投資を抑制すると云う意味で、やはりインフレをチェックする効果をもつと彼は云つている。逆の場合、即ち証券ブームや建設ブームの際には、相当の架空利潤 (paper profit) が捻出されるが、その一半はスペキュレーターの利得に結実して彼等の奢侈的消費を誘発する。— その場合、全国的に見た資産の市場価値の増価は尨大なものとなるから、消費にもれて行く分の

(2) *ibid.*, p.402.

(3) *ibid.*, p.403.

割合がたとえ僅少なものであつても、インフレギャップを大きく拡大させることになる⁽⁴⁾と云う。これは終戦直後の超低金利政策の段階を念頭においたものと思われる。

Morgan はインフレ対策として資産価値引下の必要を以上のように力説してから、この資産価値と金利水準及び金利体系の関連を次のようにとらえている。一般に長期資産の価値は、短期利子率の変動によるよりは金利の画一な全面的変動(金利水準の変動)によつてより大きな影響を蒙る。ところでイギリスでは、前世紀から cheap money policy が実施されるまで、手形割引歩合を指標とする短期レートとコンソール利廻を以てする長期レートは、数ヶ年平均で見ると略々平行しているが、夫々の変動の巾を短期的に見ると、短期レートは長期レートの3倍も大巾に動いている。「このような体系が19世紀的組織の論理的な機能 (a logical part) であつたとすれば、それは今日でもなお然りである。……今日の決定的な問題が金利そのものよりは資産価値にあるのが実際とすれば、短期レートは長期レートよりは大巾に変動すべきである。⁽⁵⁾」したがつて信用引締を以て、銀行の投資証券の価値に作用させるようにするためには、それは金縁市場における短期債の端 (the short end of the gilt-edged market) にかゝるようにしなければならない。これに対して市場がビルレートの人為的な挺入によつて釘付けられている限りは、信用引締も全腹的な効果を發揮することはできない。当局は1955年初頭、公定歩合を短期レートと略々同一水準まで引上げたが(4.5%)インフレブームを阻止する伝統的な対策としては、短期レートを長期レートより引上げるように、公定歩合を操作しなければ不十分であつた。そのための Bank rateの上限は6.5~7%位であつたと Morgan は推測している。金縁市場の操作即ち funding はこうした公定歩合引上げによる引締機構の不可欠の要因ではあるが、「それも貨幣利率や手形割引歩合の上昇と結びついて用いられなければ十分な効果を發揮することができない。⁽⁶⁾」として King の主張と微妙な喰い違いを見せている。前述のように King 式の funding

(4) *ibid.*, p.403.

(5) *ibid.*, p.403.

(6) *ibid.*, p.404.

は、短期レートを少なくとも長期レートより低目にする効果があつた。尤も Morgan によると、この過程で短期レートの上昇が必要不可欠であるが、それは必ずしも国庫負担や国際収支を加重するものではない。短期レートが上昇すると云つても、所期のデイスインフレが実現されさえすれば、それに照応して伸縮自在に引下げられるのであるから、長期にわたつて確定的な利率を課せられる長期レートの上昇よりは、前述の如き社会的負担は少なくなると云う。

最後に Morgan は支払準備制度について King とは違つた言葉で、それは金利体系を歪めると云う根拠から積極的な反対論を展開している。即ち準備率を統制されると、銀行はこれに対応して手持証券の平均期間を短縮しようとするが「これは銀行にとって長過ぎる証券の期間を延長させるし、保険会社や信託金庫にとっては短か過ぎる証券の期間をも延長させることになり、利廻曲線における異常な“瘤”を更に増大させることになるだろう。⁽⁷⁾」この瘤は証券取引を不円滑にさせ、次いで funding のコストを高める凝になる。蓋し証券価格はその全期間を通じて、一定もしくは遞減する利廻を基礎に評価される代りに、先行長期まで異常な高利を基礎にして評価された価格で取引されなければならなくなるからである。またビルレートを低目にしたまゝ支払準備制度で流動比率を上げると、銀行は先ず短期債を売処分するから、その価格は下落してビルレートとのギャップは異常に拡大する。こうして銀行外では手形から債券への乗替えが促進されるが、そうなれば短資レートを低目にする国際収支面の利益は損われる。銀行はこの制度によつて一定量の手形を強制的に保有しなければならなくなるが、他の事情を不変とすれば銀行外から放出される手形を消化し切れず、余分の手形は割引市場の重荷になる。こうして結局「英蘭銀行は割引歩合の上昇を呑むか、或は折角の引締措置を台なしにする危険を犯してまで資金を造出すると云うデイレンマに立つことになるだろう。⁽⁸⁾」だから支払準備制度も不合理な金利体系に接合されている限りは、別の政策と同様に幻想的な効き目しかない。

これに対して短期レートが論理的且つ自然的な金利体系に沿つて放任され、

(7) *ibid.*, p.405.

(8) *ibid.*, p.405.

ば、それは機動的に信用収縮の効果を発揮する。短期レートが永続きしそうもないと見られる程引上げられても、貸手としては事態が良好な間はなお“長期で行こう”とする投資誘因を失わない。これに反して短利の上昇が中途半端なものであれば、それはなお当分維持されるか引上げられるかと云う不安を胎んでいるから、実際に funding の妨げになるおそれがある。短期レートの全腹的にフレキシブルな変動によつて、短期債だけに資産価値下落の安全弁にはならないと見做されれば、銀行も証券投資を短期債に集中する理由はなくなつてしまう。「こうした(短期債への)集中的投資こそ、過去10年間における異常な金利体系の最も不健全な所産の一つであつたわけである。もし銀行が再び10~20年もの、証券にも関心をもつようになれば、より正常な利廻曲線へと復帰する途が開かれ、それは20年以上の証券に対する投資誘因をも強化することになるだろう。」⁽⁹⁾と結んでいる。以上のように Morgan は、King の所説をケインジアン流に補強していると云つてよい。

IV R. T. Alford 氏及び F. W. Paish 氏の意見 1956/8号

両氏の立場は貸付資金説と流動性選好説を折衷したものと見られるが、本問題に関して『基本原則と近代的機構』と銘打たれた論文の内容は示唆に富んでいる。先ず両氏は政策の当否を判断するには、究極の目的とその目的を遂行する手段と考えられる中間目標を区別しなければならないが、King 等は中間目標に拘わり過ぎて通貨政策の目的を軽視している傾向があると前おきして、イギリス当面の通貨政策の目的はインフレーションを喰いとめ、かつその副産物としてポンドの対外価値を安定させ、国際収支の危機を打開することであると云つている。さて貨幣所得が実質所得を超過する現象としてのインフレーションを阻止するためには、monetary policy 以外にも種々な手段があつて、通貨政策は其他諸般のアンチインフレ政策に代位するものとしてではなく、それらを補完する政策と解されねばならぬと云う。これについて両氏は次のようにややまわりくどい定義をもち出している。「インフレーションがなければ、貯蓄水準は短期的には通貨政策によつて何の影響も蒙らないものと假定できるから

(9) *ibid.*, p.406.

通貨政策の役目は、投資がその貯蓄水準を超えないようにすることである。投資の事後的数量が不適當と見られるとすれば、その欠陥は投資が完全雇傭において自発的貯蓄を上廻るのを阻止し得る通貨政策にあるのではなく、不適當な貯蓄水準にある。通貨政策として阻止する投資は、インフレーションの惹起した強制貯蓄によつて融資されるような投資についてのみである。⁽¹⁾」比喩的に云えば、アンチインフレ的通貨政策の在り方は、投資に当てられる布の量を減らすのではなく、所与の布に応じて上衣を裁断させるようにすることだと兩人は述べている。以下本論は先ず消費節約のための金利効果を理論的に展開し、次にインフレ対策としての諸金融措置を政策的に検討している。

第一に金利はどのようにして消費を節約させるかと云う問題。通貨の引締 (restrictive monetary policy) は二つの過程を通じて貨幣所得に影響を与える。1つは通貨の造出や放出を抑えることによつて、貸銀、俸給、利子、配当等の諸支払に当てられる貨幣量、したがつて直ちに所得の流れに加わる貨幣量を減小させる。1つは現存資産や請求権、もしくは債務の支払等に当てられる貨幣量を減小させる。後者は直接間接用役に支出されるまでは所得の流れに加わらないが、消耗品の売上代金はその更新に用いられる用役に素早く支出されると云う意味で、耐久財よりは急速に人手に渡ると云う相違がある。何れにせよ銀行貸出は主として用役の支払か消耗品 (原材料をふくむ) の支払のために直接に用いられると見てよいから「銀行貸出の引締は、銀行の公債投資の減小よりは一層直接的な所得効果をもつものと考えられる。⁽²⁾」但しこれは銀行貸出を拒否された借手が、どのような高利を支払つてもほかに金融の途がつかないと假定した場合である。「何等かの条件でほかに資金が融通され得ることになれば、銀行貸出引締の効果はそうした金利への圧力を通じて発揮されよう。⁽³⁾」以上が通貨政策のいわば量的な考察である。

ところで周知のように金利の上昇がものの需要を阻止すると云う場合、その効果は獲得する資産の回転速度による。回転の速い在庫品に対する投資は、長期の設備投資程には金利に反応を見せない。しかしこれは短期投資家と長期投

(1) 1956/8号 p.477.

(2) *ibid.*, p.478.

(3) *ibid.*, p.478.

資家の負担する利子率が同等と假定した場合である。実際は短期利子率の変動は、長期利子率のそれとは異つて相当に大巾であるとして、両氏は Morgan とは同巧委曲にその理由を詳述している。即ち金融当事者には期待要因がはたつき、長期レートの先行は低下すると予測される場合には、借手としては現在の高い金利で長期契約をするよりは、相当な高利でも短期借入の方を愛好するし、貸手も現在相当な高利にまわせなければいせん長期貸付を選ぶだろう。これに反して長期の先行が上昇すると予測される場合には、短期の均衡レートは長期レートを遙かに下廻る可能性もあるからである。何れにせよ長期レートの僅かな変動は、短期レートの大巾な変動と結びつく。「したがつて短期借手の資金需要は、長期レートに通常見られる程度の短期レートの変動によつては殆ど影響を蒙らないが、短期レートのたとえば 0.5~20% に及ぶ変動も、長期レートが 5~6% に変動する場合の長期投資に及ぼす影響と同程度の効果しか短期投資には与えないものと見てよい。⁽⁴⁾」しかし Paish 等によると、理論的に見てこのように大巾な短期均衡レートの変動も、実際には次のような事情で強く制約されざるを得ない。それは第一に貸手の流動性選好が殆ど固定していて、現金や短期資産から長期投資に乗替えることによつて資本増価益を確保する機会を失うと云う可能性に適切な注意を怠り勝ちであるし、借手も長期投資を短期借入で賄うような方法でバランスシートポジションを悪化させるのを好まないからである。第二にイギリスの現状に照らしてより注目されるべきことは、中央銀行が手形割引商や大蔵省等特定の特権的な借手(certain privileged borrower)に短期間ではあるが、無制限に短期均衡レート以下で貸付ける慣習が実存するからである。公定歩合の他の短期レートに対する作用は、それを商業銀行の公衆との取引で受払される短期信用のレートと結びつけることによつて、一層直接的なものとされている。しかも商業銀行は古くから金利引上を以て貸出需要を阻止する武器とはしなくなつている。どんな銀行でも信用を引締めようとするときは、当座貸越または顧客貸付の枠を量的に削るだけで、一定量の資金供給に対する借手の競争的均衡水準まで金利を引上げようとはしない。そこで両氏によると、金利変動の取引(投資)決意に及ぼす効果に混乱を招いたのは

(4) *ibid.*, p.479.

まさに銀行が金利を信用政策の手段として用いたがらなると云う慣習によるものであると云う。銀行によつて受払される短期金利は、企業の取引政策に実質的な影響を齎す程には決して変動しないと見られるようになったから、取引政策は金利の変動によつて事実上も左右されなくなるのは当然である。したがつて銀行から貸出を拒まれた借手は、ほかに金融の途がつかなければ投資計画を縮小しなければならないから、貸出の量的な引締は即自的に貨幣所得の減退を招く。尤もこれは企業家の「取引政策が当座貸越の枠をふやすか、もと通りとするのを拒否されるとか、金利の上昇が一時的なもので見られているような場合に、長期金利が上昇するとか云うような事情によつて影響を蒙らないことを意味するのでもなければ、またその取引政策は銀行側が貸出の量的引締に依存する代りに、短期レートを均衡レートに符合して変動させるようにすると云うことによつて、何の影響も蒙る筈はないと云うことを意味するものではない。⁽⁵⁾」とされている。だがこの借手が手形の振出や帳簿信用及び証券発行等に依存し得る限り、銀行信用引締の効果はにぶると共に、銀行外からの借入の実効金利が大きくものを云うようになる。この点に関連して両氏の認識によれば、民間企業の流動的ポジションは第一次大戦前に較べると非常に強化されている。こうした銀行組織外の過大流動性は、部分的な現象として凍結されずに、何等かのルートで滲透せざるを得ないから、銀行貸出を拒まれた者も公債利廻以上の金利を負担する力があれば、資金手当ができる実情にある。したがつていまや銀行の貸出引締は、顧客の直接的支出に対してよりは、金利の一般的水準に対して、より強い影響を及ぼすことになる。即ち引締めの効果は、銀行の証券処分の場合と大して異ならないと云うことになる。このように見ると「貸出の引締めは、貨幣供給の全般的な制限と金利の一般的な上昇をともなわなければ、ほんの部分的な成功しかおさめられないし、他方では貨幣量を全般的に制限すれば、貸出引締めの成果を大いにあげることができる。⁽⁶⁾」両氏は以上のよ

うに、現段階におけるインフレ対策としては貨幣供給の全般的引締めと、金利の一般的引上げの必要性を認めている。なお金利の上昇が、貸出引締めによつ

(5) *ibid.*, p.481.(6) *ibid.*, p.482.

て銀行を閉め出された借手の競争の結果惹起されようと、銀行の証券処分や政府の売オペレーションまたは起債によつて惹起されようと、そうした金利上昇は短期投資に対してよりは、もつぱら長期投資に作用し勝ちであるが、長期投資には長い準備期間を要し、一度準備されるやその計画は多少の金利上昇では放棄や延期されないのが常であるから、既に起案された計画を中止させるには、起案そのものを中止させるよりは一層大巾な利上げが必要である。したがつて「長期金利を非常に大巾に引上げることなくして、金利操作によつて投資活動を減退させる効果をあげるには、数ヶ月から1年を要すると云うことになりそうである。特に経済が急激な拡張過程にある場合は一層然りである。⁽⁷⁾」として Paish 等は King や Morgan と異つて、金利引上げの敏速な効果を疑問視している。これは第一次大戦後の経済構造に関する認識の相違によるものであろう。

第二にインフレ対策としての金融措置について。これには一般に 1. 総合的黒字財政によつて流動債を償却する。2. 流動債の借替えをする。3. 支払準備制度を実施する。4. 大蔵省預り証制度を復活する。以上四つの方法が論議されているが、両氏はこの論文では最近論争の的となつている 2. 3. 4. を特に取上げている。先づ銀行は銀行組織外からは流動資産を獲得できないし、流動比率が低下すると貸金を回収するよりは証券を処分して過小レシオを調整すると假定した場合。funding によると、当局は金縁証券の一部を公衆に売出し、その資金で銀行組織の流動債を償却する。これに対して支払準備制度によると、当局は準備率を定め、その最低率を引上げるだけで銀行の余分の流動資産を凍結するが、それ自体としては預金や金利には影響を与えない。だから King が力説するように、前者の方が引締め効果は大であるように見えるが「当局の目的とするところが預金を一定額だけ減らし、かつ非流動資産をも減小させようとするのであれば、以上の相違は消滅する。⁽⁸⁾」これについて Paish 等は次のように説いている。funding によつて預金を100m£だけ減小させるには、銀行の現行流動比率が最低の30%とすると、当局は30m£を借替えればよい。これによつて銀行は流動比率を維持するためには、手持証券を70m£だけ処分しなけれ

(7) *ibid.*, p.482.

(8) *ibid.*, p.484.

ばならない。したがって当局と銀行が公衆に売却する金縁は合算して100m£となり、預金もそれだけ減退する。これに対して当局が準備率の法定限度の引上げによつて預金を6000m£から5900m£へと同じ100m£だけ減らすには、最低率を30%から30.5%に引上げればよい。これによつて銀行は証券を100m£だけ売却し、預金も同額だけ減小する。後者によると当局としては1£の売オペも要しないが、預金及び金縁市場に対する圧力効果では両者は同様である。これに対して King は funding の場合当局の売オペは直接に銀行の流動資産をしぼる一方では、金縁市場の軟化に照応して銀行として適正と認める流動比率を上昇させる派生的効果をとまなうから、それは支払準備制度に比して優れていると強調している。だが Paish によると King の比較の仕方に難色がある。「(King の假定している) 二つの方法は比較にならない。蓋し funding による方法は預金を減小させるが、支払準備制度による方法はそれを動かさないと假定されているからである。もし一定量の預金が確実に減退すれば、両者の金利効果は原則的には同様であつて、長中期レートを引上げ、ビルレートを引下げる傾向をもつ⁽⁹⁾。また King は、支払準備制度による引締めは金利体系を歪曲する副作用(銀行の証券投資を短期債に集中させる)があると述べているが両氏によると、これは支払準備制度の必然的な所産と云うよりは運用上の不手際によるもので、funding や TDR の制度も粗暴に用いられれば (with sufficient violence) 同様の事態を招くおそれがある。金利体系を均衡レートに平準化させることが重要だとすれば、寧ろ大蔵省預り証制度の復活が最も好都合である。それは第一に当局は預り証券の発行高を、支払準備率の引上げによる銀行の証券処分高よりもつと小刻みに動かすことができるから、預金量をより適当に統制することができるし、第二にこの制度は既に実施されたことがあつて(戦時戦後)、銀行はこれに対応すべき手段を心得ている。第三にそれは銀行自体によつて重視されかつ実行されてきた流動比率の慣習を通じて作用することになっているからである、と彼等は云っている。尤も以上は、前述のように銀行が外部から流動資産を入手し得ないし、流動比率がスクイズされても貸出を抑制しないで証券を売却すると假定した場合であるが、この假定を除去す

(9) *ibid.*, p.485.

るとどうなるか。

先ず銀行が外部から必要とする流動資産を確保し得る場合で、事実割引市場には現在相当額の蔵券が保有されているし、また市場は割引歩合を引下げることによつて商業手形を取得することもできる。そこで商業銀行は短期債を処分した資金でこうした手形の価格を競り上げることによつて、蔵券や商手を各自のポートフォリオに引出す。このような銀行側のデイスインベストメントと手形の需要圧力によつて、ビルレートと債券レートの利巾は拡大するが、市場の流動比率は弾力的であるから、市場が別途に有利な投資先がなければ、高利廻を追つて手形類と債券の乗替えに応ずるかも知れない。また市場は銀行からコールマネーを受けて短期債投資を増加させることもできる。「このように銀行が別途に流動比率をたかめる可能性がある」と云うことは、銀行の流動性を低下させるためにどんな方法が用いられようと、それは高度に伸縮自在なものでなければならぬと云う主張を力づけるものであつて、支払準備制度に対する借替え操作や大蔵省預り証制度の優位を強化するものである。⁽¹⁰⁾

次に銀行は流動資産に不足すれば、手持証券を処分するばかりか貸出も引締めると假定すれば、結果は主として長期金利の上昇となつて、証券投資の抑制のみによると假定した場合と同様である。しかし銀行を閉め出された借手がほかに金融の途がつかなければ、前述のように貸出制限の所得効果は、証券投資の減退よりはもつと直接的なものになる。とは云え Paish 等によると「金利、とりわけ短期債利率の上昇によると、銀行側としては債券が満期に近づくともなつて確保される資本増価益の見込が大となるから、それを売却するのを益々躊躇することになりそうである。だからビルレートよりは債券レートを引上げようとする政策には、銀行の貸出引締め気配を強化すると云う利益が加わる。⁽¹¹⁾」何れにせよ銀行の流動性を制限しようとする措置は、預金を減小させる点まで推進されれば、長期レートの上昇と短期レートの低下を招く。この過程で当局がビルレートの低下を喰いとめるような手段、たとえば funding や TDR を公定歩合の引上げと結びつけるような措置を講ずれば、デイスインフレ

(10) *ibid.*, p.486.

(11) *ibid.*, p.487.

の効果は一層靦面にあらわれるとして、両氏は結局 King や Morgan の主張に部分的な賛意を表している。

しかし Paish 等の政策的結論は、一般に金融引締政策はビルレートの上昇や貸出制限を通じてよりは、中長期利子率の上昇を通じて作用するものだと云う見地から、借替政策を高く評価し、これを支持しているが、イギリス当面の金融情勢から考えると、何れにせよ「通貨政策の効果は、往年よりは緩慢かつ根本的なものになつていて……国際収支の一時的な不均衡を是正するには役立たないし、またそれに利用すべきでもない。通貨政策は、この国の固定投資にあてられるもの（資金）以上を消費しようとする根本的な傾向（インフレーション）を除去するためにとつておかれるべきである。通貨政策をこの目的（過大消費の抑制）に使用することは、それが在庫投資を妨げたり、国外から短資を導入したりして、国際収支の困難を迅速に打開した時代に必要とされた程度よりはるかに多くの熟練と慎重さを必要とするに至つている。」⁽¹²⁾と結んでいる。

コ メ ン ト

四氏の主張を要約すると以上の通りで、夫々の論題が示すように、焦点は必ずしも支払準備制度の当否には向けられていないが、しかもそれがデイスインフレのための monetary policy の手段として、重要な問題と意識されていることは共通だろう。この論争において、市場の金利効果を重視する King の一元論的な見解に対して、それを否定する Balogh の統制派的な非難が特に注目されるが、結論的には King に加担して、支払準備制度よりは、公債の市場操作を是とする Morgan や Paish も、論証のプロセスでは夫々微妙な相違を見せている。以下簡単に大筋を追つて私の所感を述べてみたい。

云う迄もなく King は、monetary policy が経済全般の regulator たることを信じている。しかし現段階においてそれを効果的に使用するためには、古典的な手段に依存するだけでは不十分であつて、当局が商業銀行の流動比率 (liquidity ratio) に直接はたらきかけるような措置を講じなければならないと云う。これは決して Balogh が非難するように、通貨政策一般として現金準備率

(12) *ibid.*, p.487.

(cash ratio) の統制を流動比率の統制でおきかえるとか、前者が後者よりは重要ではないと云っているのではなくて、イギリスの銀行組織が現在構造的に直面している過大な流動資産の保有をより正常な在り高までしぼらなければ、別して金融引締と云うような monetary policy を能率的に実施することはできないと説いているのである。即ち商業銀行の中央銀行との接触において、割引市場と云う特有の制度を媒介としているイギリスにおいては、銀行は cash ratio が低下したと見るや、貸出や投資を直ちに引締めるよりは、call loan を回収するか、手形の再割を自制する途を講ずるかも知れない。したがって銀行現金が慣習率を多少下廻つても、割引手形や call loan の如き quick assets を豊富に保有していれば、中央銀行の銀行現金引締めと云う措置の商業銀行の earning assets (もしくは risk assets) に対する効果も、それだけ量的かつ時間的に制約される可能性がある。King が銀行の流動比率の squeeze を重視するのは、このような意味においてであると解される。商業銀行の貸付や投資と見返に造出される公算が大きい預金が、通貨として機能することも monetary policy の関心事でなければならない。

しかし King によると、一般的には中央銀行の実効レートの引上げによる金利水準の上昇は、銀行に対する流動資産の供給を必然的に減少させる関係にあると云う。これについて彼は、金利水準の上昇は、先づ手形割引歩合が預金利率を追い越すと云う形で現われるから、公衆は預金よりは手形を選好し、したがって銀行に対する流動資産の供給も、また派生預金の増加もくいとめられる傾向があると説明している。だが彼自身示唆しているように、このような利市に依存する引締政策には限界があろう。ところで Balogh は金利の引上げが手形の出廻りを減少させたり、借手の投資や所得を抑制する効果を明白に否定しているし、Morgan や Paish もこれには懐疑的であるが、King はやはり原則的にも手形割引歩合の上昇は、内外手形の出廻(振出)を減退させる作用があることを認めているようである。即ちいまや金利の変動に供給の弾性を見せない蔵券が銀行組織の主要な流動資産になつており、しかも中央銀行はこの蔵券の再割や担保貸付をいぜん優遇しているのであるから、そのような事態と慣習が存続している限りは、金融引締めとしては、不自然の直接統制か、中央銀行の

道徳的、心理的な圧力に依存する以外には手がないと云うのである。

だがヴィクトリア風のレツセフェールならずとも、金融資本の独占競争を尊重する King は、当局の直接統制や心理威圧の arbitrariness には我慢がならない。彼が過大な流動資産（蔵券）をしぼる措置として公債の長期借替か、それとも支払準備制度による準備率の引上げかと云うように問題を提起したのは、過渡的にさえ金融資本のエージェントとしての銀行資本（商業銀行其他の金融機関）の営業的＝投機的動機を、より傷つけなくて済むようにと云う慎重な配慮のうえからであろう。これについて、King がこの論文のはじめに Pakenham 卿（National Bank 頭取）の“コンマーシャルベースに沿つた自由競争を認めるような通貨政策をとれ”と云う当局側に対する要望に加えて「こゝで、彼が懸念していることは、明らかにある種の国有化であるが、流動比率の法制化が、たとえ本来の意図から歪められて（銀行の所有権が）形式的に（国家の手に）接收され、その損失が何等補償されないと云うような事態にならなくても、国有化と同様の幾多の作用を発揮するような装置になると云うことは、決して考えられないことではない。」と述べていることから彼の態度が察知される。だから King は Balogh が非難するような“通貨政策を、貸手に信用を割当てるように強制させる政策と規定する”立場とは無縁なことは明らかである。

King は以上のような基本的態度を固持して funding を擁護するが、その論拠は次の通り。当局の長期債への借替は、直接に長期レートの上昇を招くと共に、銀行に供給される蔵券の減小を惹起する。そこで銀行は流動比率の低下に則応して、risk assets の取得を抑えようとするが、貸出を急激に削ることができないとすれば、専ら手持証券を軟化した市場で処分しなければならない。だがこれを売処分すればする程証券価格は悪化して、銀行が経営の安全性を維持するに必要と認める流動性選好を強化させることになる。このようにして funding は、広義の金融市場を媒介とすることによつて引締め追加的圧力を自然に培養する。（なおこゝで銀行の収益性がどのように作用するかは問題だろう）。これに対して支払準備制度によつてレシオを引上げる方法は、証券市場に対する直接効果はなく、市場とのリアルな接触もないから、準備率の策定はどうしても専断的となり、事後的な摩擦を激化するおそれがあると。

このような引締圧力の相違について、Paishは“当局が何れの方法を用いようと、同額の預金を減退させるように操作すれば、結果は同様である”と異論を出しているが、預金は民間の金融取引の結果として事後的に変動する性質をもっているから、この取引が自由に放任され、ばされる程目的とする量的測定は不確実となる事情を考慮すれば、たえず市場とのリアルな接触を要する funding operation の方がその効果は確実であると見てよい。なおこの点は Paish 自身も“銀行が外部から必要とする流動資産を確保し得る”と假定した場合には、flexible な証券操作の方が支払準備制度よりは好都合であることを認めている。

さて King は Balogh のように極端な流動性選好説の信奉者とは異つて、金融引締の過程では預金や銀行券の現在高の変動をさ程重視してはいない。たとえば銀行預金残高は不変でも、その流通速度が変化すればインフレ圧力は異つてくる。彼はこのような idle balance と active balance の釣合いを規制する要因が、まさに金利関係であると見ているのである。しかも King がこの論文で金融引締に必要と認める金利の引上げとは、金利水準一般と云うよりはすぐれて長期金利である。長期レートが短期レートに比して不当に低いと云う金利体系は、今日の経済構造から見て不健全な投資誘因を強化するものと考えられるが、支払準備制度によるレシオの引上げは、長期レートを低目に保合させたまま、短期レートを独走的に上昇させる。それは慣習的に運命づけられた短期借手の犠牲で、慣習的な長期借手を援助する作用があるが、funding operation はこのようなパラドックスをとまほす効能があると云う。

これに関して“短期レートの上昇を支持する”と銘打たれた Morgan 論文が注目される。Morgan によると金利の上昇は資産価値下落の symptom に過ぎないから、後者はデイスインフレの過程で利子率そのものよりは一層根本的な役割を演ずると云うのである。King が funding の追加的圧力になると見ている要因も、実は資産価値の下落である。それは銀行等の貸手を圧迫するばかりでなく、消費者たる借手にも圧力をかける。Morgan が金利の表象としての資産を具体的にどのようなものと見ているかは明らかでないが、長期資産の価値を重視していることは疑いの余地がない。即ち彼は金融引締の過程では、

短期レートを長期レートよりは大巾に引上げる必要があると云う根拠として、一般に“長期資産の価値は短期レートのみの変動によるよりは、金利の画一な全面的変動 (a uniform all-round rise in rates) によつて一層大きな影響を蒙るが、金融市場の logical part としては (これは natural part と書きかえられるべきだろう) 短期的に見ると、短期レートの方が長期レートより大巾に変動するのが常であるから、銀行の証券投資に影響を与えるような金融引締をやるには、金縁市場における短期債のふちにはたらきかけるように短期利子率をドラステックに引上げなければならない。“そのためには公定歩合がコンソルの利廻を上廻ることも許される”と云う。これは funding が、短利を長利より引下げ、政府の流動債による借入経費や国際収支の負担を軽減する効果があるものとしてそれを支持する King の主張と対立するかの如くであるが、Morgan が必要と認める短期レートの引上げは、名実共に短期間で flexible に訂正され得るから、それが短期の借手に実際に過大な負担を課することはないと考えられるし、King も本来金利の上昇を以て金融引締の“唯一の行程”であると見て一切の公開操作をそれと不可分の adjunct であると繰返し述べているのであるから、公定歩合を中心とする短期レートの低目な釘付けを固執する理由はないわけである。私は両氏の見解は本質的には矛盾しないと考える。

Paish の立場は多元的であつて、インフレ対策としての通貨政策は黒字財政や実物統制等の経済政策と補完関係にあるし、通貨政策としての量的引締は、ある条件においては質的引締 (金利引上) とも補完し合うものと見ているようであるから、金利の引上げには King, Morgan ほどの大きな期待を寄せてはいない。しかし彼は投資や消費は、銀行貸出によつてのみならず其他の信用取引 (特に証券金融) によつても広汎に賄われ得ると云う実情を直視して、“金融引締は割引歩合の上昇や貸出の量的引締による短期投資の抑制よりは、中長期レートの上昇による長期投資の抑制に一層大きな圧力をかける”ことを認めている。尤も Paish によると、長期投資には計画の立案と実施に相当の time lag があるから、長期レートはドラステックに引上げられなければ迅速な効果はのぞめない。何れにせよ通貨政策をデイスインフレの目的に用いるには、往年よりは遙かに高度の熟練と判断を要するにいたつてはいるが、それには flexible に

操作し得る funding operation が無難であると暗示しているようである。

問題をデイスインフレにおける金利効果と云う点にしぼつて四氏の意見を以上のように吟味してみると、イギリスの現状では、King のドクトリンにもとづく借替操作が最も有力ではないかと思われる。だが遺憾ながら以上の論文では、funding を必須とする基本的な原因の解明が欠けている。即ちインフレーションのまさにその原因が。これについて私は別の論文で詳述したからこゝでは言及しないが、戦後インフレを表面化した monetary policy が、Dalton 氏の cheap money policy であつたこと、それは各政府機関が流動債を増発してこれを中央銀行が惜しみなく高価で（低利に）換金した unfunding のプロセスであつたと云うことを附記しておきたい。政策がデイスインフレまたはアンチインフレの名に価する効果をあげるためには、その犠牲がどこに転嫁されようと、unfunding を裏返さなければなるまい。それが大禍なく行われ得るかは財政の規模とも関連しよう。これについてビッグ ファイブの首脳者中にも次のような意見を公表している者があると云うことは大いに注目されてよい。

「我国の国内金融は、政府支出によつて圧倒されている。政府支出の増大は銀行信用の増加をはるかに追い越してしまつた。更に攪乱要因は国債の増加であつて、それは過去 3 年間に 10 億 £ も増加した。このような数字から見て、銀行信用の引締めは国民支出の全領域に対しては、うまくいつても極めて限られた効果しかもたないことは明らかである。私は敢て主張したい。銀行信用の独断的な統制は単にインフレの表象を覆わんとする試みに過ぎず、その病根を癒すことはできないと。今や高度の政府支出及び公共部門の過大消費と結びついて信用需要を圧縮することが必要である。だからインフレの弊害に対処するにあつて、重点的に銀行借入の削減を要請するのは間違つている。経済におけるインフレ圧力の多くは過大な政府消費から発出している。我国当面の要請と能力に鑑み、国防費や厚生費及びあらゆる補助金支出をふくめて根本的な再検討を要する次第である。」National Provincial Bank の頭取 D. J. Robart 氏の 1956/2 株主総会における報告 (the Banker 1956/2号 卷末附録 xxxii)

以上