

金融市場の需給調整メカニズム

著者	花輪 俊哉
雑誌名	関西大学経済論集
巻	46
号	5
ページ	399-430
発行年	1997-01-30
その他のタイトル	Demand-Supply Adjustment Mechanism in Financial Market
URL	http://hdl.handle.net/10112/14093

論 文

金融市場の需給調整メカニズム

花 輪 俊 哉

1. 市場経済の確立と銀行

1-1. アダム・スミスの市場経済観

資本主義勃興期におけるアダム・スミスは、その著『国富論』¹⁾において、国富増進の方策を提言した。スミスによれば、国富増進の条件として次の2つをあげている。その1は、分業——生産上の分業のみならず、社会上の分業も含む——によって効率を高め、国富を増進することである。ところで、分業は必然的に交換を必要とする。換言すれば、自給自足の経済では、交換は本質的な事柄ではない。分業が広範囲に行われるようになればなるほど、交換もまた広範囲に行われるようになる。逆に、交換が広範囲に、円滑に行われることが、分業を発展させ、経済効率を高めることになる。そして大事なことは、この交換が価格機構を通じて行われ、需要と供給が均等になるように調整される。スミスは、この交換が何者にも妨げられず、自由に行われることの必要を強調した。経済的自由主義の思想がここに見られるのである。

貨幣の基本的機能の1つである交換手段としての機能は、この交換との関連から生ずる。この交換手段の具体的形態として、商品価値をもつ商品貨幣と呼ばれるものと紙幣等のような信用貨幣がある。歴史的には言うまでもなく、商品貨幣から始まったと考えられるが、信用の確立に伴って、次第に信用貨幣が支配的になってきたといえよう。理論経済学者としてのスミスは、

貨幣の形態がどのように変化しようとも、交換手段としての機能をもつ貨幣の価値の安定を図ることが、価格機構を円滑に作用させ、生産資源の配分を適切に行うことを通じて生産効率を高め、国富を増進することになると考えた。逆に、貨幣価値の安定が損なわれる時、国富の増進が妨げられることになる。ここに貨幣制度の確立が重視され、金本位制度が実現されることになった。すなわち、貨幣を金に結び付けることによって、貨幣価値の安定を求めたのである。

国富増進の第2の条件は、資本蓄積に関係している。分業—交換の拡大は、確かに国富を増進させるであろう。しかし、分業—交換の範囲を具体的に規定するのは、各国の資本蓄積の度合いであると考えられる。では資本蓄積が如何にして行われるかという問に答えて、スミスは、「勤勉ではなくして節儉が資本増加の直接の原因である。いうまでもなく、勤勉は節儉が蓄積すべき対象物を作りはするが、勤勉が如何ほど多くを獲得しようとも、節儉が節約し貯蓄することがなかったならば、資本が大きくなることは決してない。」²⁾と主張し、節約の重要性を強調した。そして、価値保蔵手段としての機能をもつ貨幣は、この貯蓄の一手段として重視されたのである。ここにおいてもまた、貨幣価値の安定は、貯蓄を増大させるための条件として意義があり、貨幣制度の健全な運営が期待されたのである。

以上のように、貨幣制度を重視したスミスは、金融については、どのように考えていたであろうか。資本需要を表わす投資と資金供給を表わす貯蓄は、利子率を通じて均等になると考えた。すなわち、生産物市場における生産物価格や労働市場における賃金率と同じく、金融市場における利子率が自由に伸縮的であることが望ましいと考えたのである。このように金融問題が価格機構の問題として解決されたので、貨幣制度の確立が究極的に重要な目標となったのである。

さて、スミスは、その経済的自由主義の思想に示されるように、経済政策に対して批判的であったといえよう。それは、第一には経済政策の介入はか

えて自由な価格機構を乱し、国富の増進を損うことになると考えたからである。また第二には、政府の活動はいわば消費的活動であり、その拡大はただちに貯蓄ならびに資本蓄積の縮小につながり、国富の増大を妨げると考えたからである。

そして財政については、夜警国家観に見られるように、政府の役割を国防、司法および公共事業の施行など最低限にとどめ、出来るだけ民間の経済活動の拡大を期待したのである。また金融についても、金融政策によって自由な価格機構を歪めるよりは、むしろ貨幣制度を確立することによって貨幣の価値を安定させることが経済の安定と成長にとって基本的条件と考えたのであった。

このように、貨幣制度の確立と自由な価格機構に対する確信がスミスの調和的経済観の基礎にあったと考えられる。そして貨幣制度の確立は、具体的には金本位制度の成立となって現われた。それは、金の価値を背景に、貨幣の対内的、対外的価値を維持する制度といえよう。金本位制度は、本来ならば、貨幣管理を行う主体である貨幣当局は必要なく、貨幣委員会があればよいと考えられた。しかしながら、信用貨幣が発達してくると、一国の貨幣量を金に釘付けすることは困難となってきたのであり、その結果、信用恐慌が発生し、貨幣制度の危機、ひいては国民経済の危機となり、それを脱するために信用貨幣量の管理が必要とされたのである。その結果、金本位制の下でも、貨幣当局が発達してきたのである。

1-2. ハイエクの自由銀行制度

さて、スミスの考えていた貨幣が国家貨幣であるならば問題はないが、民間銀行の銀行券や銀行預金が貨幣とみなされるようになると、経済的自由主義の立場にあるスミスが何故、銀行をしてハイエク的な自由銀行制度³⁾をとらせなかったのか疑問が残るかもしれない。

自由主義者ハイエクは、政府による貨幣供給の独占を廃止して、銀行も一

般企業と同様自由であるべきと考えた。つまり、一般に企業は、自己の生産物を作って販売し利益を得る。それと同様、銀行も自己の生産物である銀行券を作り、他の銀行との競争の中で、その販売範囲の拡大を計ると考えるのである。ただし、銀行が供給する銀行券は同じ名称と単位をもったものではなく、各銀行の独自の銀行券なのであり、国家貨幣の代替物として利用されたのである。そして重要なことは、この民間の銀行券が、商品等価物の構成内容などで、その価値の基準を明確にすることおよびその価値を維持するように管理されることとされている。

民間銀行の銀行券の利用者は、いろいろの銀行の銀行券を吟味し、もっともよいと考えられる銀行券を利用しようとする。丁度それは財の購入者が、もっとも気に入った財を吟味して購入するのと同じである。良いと考える銀行券が選ばれ、悪いと考えられる銀行券は利用されなくなる。その結果、良い銀行券は悪い銀行券を駆逐することになる。まさに「良貨は悪貨を駆逐する」のである。周知の「悪貨は良貨を駆逐する」というグレシャムの法則(Gresham's Law)と逆となる。

このように、ハイエクの自由銀行制度では市場経済の原則が貫徹するようになってきている。ところで、この自由銀行制度の下では、中央銀行の存在は必要ではない。むしろハイエクは、現行の中央銀行制度を批判して、自由銀行制度を提唱したのである。この状況は、現代の変動為替相場制下での世界経済の状況に似ている。ここでは各国がそれぞれの国の貨幣を発行し、その価値の安定に注意しているのである。円は強くなったり、弱くなったりしている。場合によっては、消えてなくなる貨幣もあるかもしれない。

このように自由銀行制度の下では、経営が悪くなった銀行は、当然淘汰される。ただその悪い銀行券を持っていた人を救済するために、預金保険制度と同様の組織を持つことが考えられたのである。それがあれば十分で、中央銀行の存在は必要ないのである。各銀行の銀行券が銀行預金に代わっても、自由銀行制度として運営されているならば、同様に、考えられるであろう。

資本主義初期において、自由銀行制度は実際に見られたようである。しかし、長続きしなかった。それは何故か。その理由として、貨幣は、市場経済の中で、他の財と異なる働きを必要とされたからではなかろうか。すなわち、一般の財は、需給の変動の中で、価格を変化させていくであろう。また価格の変化が、その財の需給を変えていくのである。しかし、貨幣は一般的交換手段として受領されているので、A銀行の銀行券とB銀行の銀行券とは固定率で交換されることが便利である。銀行券の交換比率が絶えず変化するならば、銀行券の交換は高いコストとなるだろう。もちろん原理的に出来ないということではない。現に国際経済の中では、すでに変動為替相場制になってから久しいのであり、それなりにうまくやっていると言わなければならない。しかし、国内では貨幣の相対価格に変動があることはない。それはその方が便利と考えられたからであろう。そして、各銀行の銀行券が固定率で自由に交換できるということになると、市場経済の競争原理は変質してくると言わなければならない。悪い銀行券が良い銀行券と同等にみなされることによって、悪い銀行券に足並みを揃える可能性があるからである。その結果、銀行間の結束が必要となり、また中央銀行も必要となってくる。こうして銀行は、ハイエクの考えとは反対の方向に発展したと考えられる。

1-3. スミスにおける銀行観

このように考えるならば、経済自由主義者であるスミスが、自由銀行制度を採用しなかったとしても不思議ではない。ただスミスの時代にも確実に銀行は発展していたと考えられる。スミスは、銀行について Real Bill Doctrine を考えていたことは、銀行がすでに預金・貸出業務をしていたことを意味している。ただスミスの想定している経済構造からして、銀行券や銀行預金は、まだ貨幣ではなく、準貨幣にとどまっていたのではないかということである。したがって、銀行は貨幣供給機関であるというよりは、むしろ金融仲介機関、それも短期金融機関と考えられていたと考えられるのである。

したがって、スミスの貨幣供給においては、国家貨幣の供給管理をうまくやればよかったのであり、銀行の存在はそれ程問題にならなかったと考えられるのである。銀行は、短期金融機関として、Real Bill Doctrineに従って行動していれば、金融市場を攪乱することはなかったと考えられるのである。

しかし、銀行の銀行券はその後も発達しつづけ、次第に貨幣供給量への影響を無視できなくなったのであろう。1844年のピール条例において、銀行は銀行券の発行を禁止されるようになる。つまり、中央銀行のみが発券銀行となるのであり、中央銀行券は国家貨幣化したのである。こうして銀行は銀行券発行の権利を失うのであるが、それは決して不幸なことではなく、銀行券の代りに銀行預金の創出が可能となり、それが帳簿貨幣であったことから、貨幣供給コストが大幅に低下したのである。

考えてみると、銀行券も銀行預金も負債の貨幣化としての特色においては同一であったが、銀行券が有形のものであるのに対し、銀行預金は無形化されたので、貨幣としての銀行預金は、それを移転させる指図書である小切手によって効率的、安全に移転させることができるようになった。そして貨幣それ自体も進化が予想されるが、それを移転させる小切手の方も、カードや電子マネーのような技術革新が生じているのである。

さて、スミスの考えた貨幣供給の原理は極めて簡単で、また正確である。それは金本位制度であり、貨幣価値を金により保証しようとしたのである。ただこれを厳格に適用することは難かしい。銀行預金が貨幣化されるに応じて、貨幣当局は、金融政策をたくみに利用して、貨幣価値の安定に努力してきたのである。

1-4. 価格経済という市場経済

さて、ここで市場経済における価格機構について考察する必要がある。スミスにおける市場経済では、代表的経済主体として、消費者と生産者が考えられていた。まず消費者は欲する財の価格を目安に財を購入するのであるが、

当然その財が安ければ安いほど多くを購入すると考えられる。そしてその行動は需要曲線として示されるであろう。また生産者は、その生産する財の価格を目安に財を生産し、市場に供給するのであるが、当然その財が高ければ高いほど多く生産し、供給すると考えられる。そして、その行動は供給曲線として示されるであろう。市場で生じた需給のアンバランスは、当然価格の変化を通じて調整される。すなわち、超過需要の場合には、財の価格は上昇するであろうし、また超過供給の場合には財の価格は下降するであろう。そして、需給の一致する時、均衡価格が成立する。このように、スミスにおける市場経済は、価格経済とみることができるのであり、大事なことは、この価格が自由に決定されねばならないことである。政府の介入や企業の独占、寡占によって価格の決定がゆがめられるならば、生産資源の配分にゆがみが生じ、生産効率を低下させると考えられたのである。

こうしたスミスの市場経済観は、純粹のフローの体系であると考えられる。しかし、現実の市場経済は、価格経済であっても、このような純粹のフローの体系ではない。市場経済をより深く観察した経済学者マーシャル⁴⁾は、消費者と生産者の需給均衡の過程に商人が存在するのが通常であると考えた。すなわち、商人は在庫を保有し、市場経済における需給の調整に深くかかわったのである。消費者は、財を買う経済主体であり、生産者は財を売る経済主体であるのに対し、商人は買うこともあれば、売ることもある経済主体である。つまり、商人は、購入・販売価格と在庫コストを考慮して利潤の極大を計っているのである。この場合、商人は投機 (speculation) を行うかもしれない⁵⁾。たとえば、穀物市場において凶作が予想されるならば、商人はおそらく在庫を増大させ、凶作による穀物価格の高騰による利益の増大を得ようとするだろう。その結果、穀物価格は、そうでない時よりも上昇するであろう。これが通常商人による不当な利益獲得として批判されるところである。しかし、この価格の上昇により、生産が刺激されたり、消費が抑制されれば、凶作が実現した時、その穀物価格の上昇は、それほど大きくないかもしれない。

このように投機は、全体としてみれば、価格の平準化に役立っていると考えられるのである。また、もし凶作の予想がはずれ、平年作になったとすれば、在庫の積増しを行った商人は、損をし、市場経済から敗退するかもしれない。こうしたことは豊作の予想の場合にも同様に考えることができる。

重要なことは、市場経済における需給の調整は、商人が参加することにより、純粹のフローの体系から、在庫の調整を考慮に入れた需給調整モデルとなることである。在庫はストックである故に、フロー・ストック体系といえよう。しかし、そのいづれであっても、市場経済の需給調整が価格経済として把握されていたということができよう。そして、こうした価格経済がもっとも妥当すると思われるものは、農産物市場であり、そこでは、なす、きゅうり等にみられるように、品質にはそれ程の差異はなく、ただ価格の差異によって需給が変化すると考えられた。しかし、経済が成長し、製造業が発達してくると、まったく異なる資本主義観が生まれてきたと考えられるのである。次にそれを考察しよう。

2. 企業者精神と在庫・生産調整モデル

2-1. シュンペーターの革新

20世紀の生んだ代表的経済学者として、シュンペーター⁶⁾とケインズ⁷⁾をあげることができる。彼らは、資本主義経済の核心をスミスのように価格経済にではなく、企業者の革新にみたのである。これは彼らはともにマルクスの資本主義観に対抗して、新しい資本主義観を打ち立てようとした時に考えられたのであろう。もちろん、両者の分析は全く異なっている。すなわち、シュンペーターの考えは、極めて抽象的であり、そのままでは実証研究とはなりにくいのに対し、ケインズの考えは反対に実証主義的であり、国民所得分析と容易に結びつくことができたことから容易に推察できよう。それにもかかわらず、両者は資本主義観の基本において共通していたと考えられる。それはまさに資本主義経済を支えているのが企業者であるという認識であっ

たということができよう。

それはシュンペーターにおいて、もっとも明確に述べられた。彼の言う企業者は、スミスの生産者とは全く異なる。すなわち、生産者はただ商品の価格を情報として反応し、価格が上昇（下降）すれば生産を増大（縮小）すると考えられているのであるが、企業者にあつては、商品の価格よりもむしろ質を問題にしたと考えられるからである。

シュンペーターの企業者は、従来存在したものとは異なる新商品を作り出したり、また同一商品であっても、全く異なった原料から作ったり、全く異なった方法で作ったりすると考えられた。また企業者は、新ルートの発見や、新組織の創出なども重要と考えたのである。こうした革新(innovation)によって、資本主義経済の発展が持続するのであり、またその革新力が企業組織の巨大化に伴う官僚主義化によって阻害されるようになると、資本主義経済は崩壊せざるをえなくなると考えられたのである。

こうし企業者精神が現実の投資に結びつくためには、当然企業は資本調達を円滑にできなければならない。シュンペーターにあつては、銀行の信用創造による貨幣を企業が獲得することによって投資を実施できると考えたといつてもよいだろう。いずれにしても、シュンペーター理論の特色は、きわめて核心をつくものであるが、抽象的である点である。したがって、その実証化はかなり困難と考えられるのである。

2-2. ケインズの資本主義分析

ケインズは、資本主義経済の特色を企業活動の中にみた。企業は従来の経済学と同様に利潤追求を行う経済主体と考えられたのであるが、従来の経済学のフレームワークが価格調整経済の下で利潤極大行動を考えたのに対し、ケインズは、在庫・生産調整経済の下で利潤極大行動を考えたということが出来る⁸⁾。こうした変化は、農水産物中心の第1次産業から製造業中心の第2次産業へと経済が変化してきたことにあるところから来たものと考えられ

る。

ケインズの「投資乗数論」によると、実施された投資は、所得の変化を通じて、投資に等しい貯蓄を生み出す。古典派経済学では、投資と貯蓄の均等を利子率という価格調整で考えていたのとは異なり、ケインズ経済学では、投資と貯蓄の均等を所得の調整によって考えたのである。そして「投資乗数論」で明らかのように、企業の投資は貯蓄で賄うことはできない。なぜなら、投資を決意する時にはまだ貯蓄は形成されていないからである。したがって、投資はまずもって銀行の信用創造貨幣によって賄わなければならない。この点は、シュンペーターの考えと同様である。

ところでケインズの所得分析は、古典派の価格分析がミクロ的調整と考えられたのに対し、一般にマクロ的調整と考えられている。しかし、『一般理論』では、その調整過程で、企業は意図せぬ在庫のほかに、意図せざる在庫の変動を目安に利潤の極大を実現することを強調している。これはマクロ理論のミクロ的基礎ともいえるものであるが、価格ではなく、在庫に力点を置いている点で注目してよいだろう。その意味で、ケインズの資本主義分析は、在庫・生産調整と呼べるものである⁹⁾。

ところで、ヒックスは、ケインズのこうした分析を、企業の価格形成の問題としてとらえている。すなわち、価格調整モデルを伸縮価格モデル (Flex-Price Model)、また在庫・生産調整モデルを固定価格モデル (Fix-Price Model)と呼んでいる¹⁰⁾。これはまさに資本主義経済の変容に密接に関係していると考えられる。すなわち、第1次産業が支配的であった時代では、腐敗してしまうので在庫はできないから、価格調整が唯一の市場経済のあり方であったかもしれないけれども、第2次産業である製造業が支配的な時代になると、在庫を保有することで需給が調整されるようになってきたと考えられる。このことは需給の調整を価格で行うことが必ずしも望ましいとはいえないことを示している。

たとえば、超過需要の時、企業が価格を引上げて需給の調整をはかること

は、顧客の足元につけこむ所業として、顧客の信頼を失ってしまうと考えられた。反対に、超過供給の時にも、企業が価格を引下げて需給の調整をはかることは、その商品の質に疑問をいだかせ、顧客の信頼を失うおそれがあると考えられた。したがって、企業としては、出来るだけ長期正常価格（これは長期正常コストに正常利潤を加えたもの）を維持し、短期的な需給のギャップには、在庫もしくは生産の調整で対応しようとしたのである。もちろん、絶対に価格を変化させないわけではなく、顧客に合理的に説明できるような場合—原油価格の上昇時等にみられた—には、価格を引上げて顧客の不信をかうことは少なかったと思われる。反対に、超過供給の場合には、価格を引下げることも考えられるが、むしろ顧客のニーズに合った低価格の新商品を作って対応する方が通常であると考えられ、最近の自動車の例にみられる。このように資本主義経済の変容に応じて、市場経済の調整メカニズムが変わってきたと考えられる¹¹⁾。

2-3. 銀行の信用創造

シュンペーターもケインズも、企業の技術革新のシンボルである投資行動に対して、銀行の信用創造の意義を十分理解していた。資本主義経済の発展にとって、企業者精神を持つ企業とそれに資金を供給する銀行の信用創造は、車の車輪の如き存在なのである¹²⁾。

このように重要な銀行の信用創造力は、銀行の負債が貨幣として受容されるようになったことで生じたのである。もちろん、民間銀行が銀行券を発行していた時も、銀行の信用創造力はあったであろう。そして、銀行券が中央銀行に吸収され、民間銀行が銀行券を発行できなくなると、銀行券の代りに銀行預金が銀行貨幣として発達してきた。銀行預金も銀行券とともに銀行の負債であるから、負債の貨幣化という点で特色を持つのであるが、銀行預金はさらに帳簿貨幣としての特色を持つので、その供給コストはかなり低下してきたと考えられる。また銀行預金の移転は、通常、小切手の振出によって行

われたので、安全面においても一層充実したと考えられる。

ところで、小切手それ自体は貨幣ではなく、その背後にある銀行預金が貨幣なのであり、小切手はその銀行預金を移転させる移転指図書と考えられるべきものである。このように小切手の誕生は、貨幣それ自体にも変容があると同時に、貨幣の移転指図書にも発達があることを示している。近年では、小切手の他に、コンピューターの発達により、カードが普及しているし、また電子マネーも最近話題となっている。ことに電子マネーは、マネーと呼ばれているけれども、これ自体はやはり銀行預金の移転指図書の一種と考えられるべきものであろう。その意味で、これら移転指図書は、必ずしも銀行組織が担当しなければならないものでもない。カードのように、電子マネーもより適した組織が参入することがあってもよいのである。そうなっても銀行預金が貨幣であることに変わりはない。もちろん、そこに新しい貨幣の参入がおこってもなんの不思議はないであろう。

さて、民間の銀行預金が貨幣として普及するようになると、信用創造は普通のこととなる。そして、これは合成の誤謬の典型的な初期の例となったのである¹³⁾。合成の誤謬とは、個別主体の経験により正しいと判断されることがあっても、それは必ずしも全体としては正しいかどうかかわからないという考えである。すなわち、これを銀行の信用創造¹⁴⁾についてみると、個別銀行の頭取は、預金以上の貸出を行うことはできないと考えるかもしれない。何故なら、銀行は、銀行預金の引出しに対して、その一部を支払準備金として保有していなければならないからである。しかし全体としての銀行を考えると、預金以上の貸出が可能となるのである。それは次のようにして理解することができる。

A銀行は、自己の銀行の顧客が他の銀行の顧客に払い出す額だけ、その立場が弱くなるけれども、他のB銀行では、受動的に増える預金によって同額だけその立場を良くするだろう。同様に、他行が貸出によって能動的に預金を創造するときには、何時でも自行の立場は良くなるのである。したがって、

受動的に創造される預金は、たとえそれが自行の能動的な預金創造の結果でないときでもなお、他行の能動的な預金創造の結果と考えられるのである。この点に関して、ケインズは次のように言っている。

「すべての支払が小切手で行われ、現金が全くもちいられない国で、外部の世界とは何の関係も持たない封鎖的な銀行組織を想像し、さらにまた、このような事情のもとで銀行は少しも現金準備を保有している必要を認めず、銀行相互間の債務は（現金以外の）他の資産の譲渡によって決済すると仮定するならば、それらの銀行が歩調を揃えて進む限り、銀行が安全に創造しうる銀行貨幣の額には、何らの限界もないことは明らかである。……個々の銀行の前進はすべてその銀行を弱くするが、しかしそのとなりの銀行の一つでのこのような行動は、すべてこの銀行を強くするのであり、したがって、もし全部と一緒に前進するならば、結局どの銀行も弱められることはない。このように、各銀行は他行に数歩を先んじて動くことはできないけれども、その行動は銀行全体としての平均的な行動——しかしながらこの平均に対しては、各銀行は小さなあるいは大きな分け前を寄与することができる——によって支配されるであろう。」¹⁵⁾

こうして銀行は信用創造力をもつことによって、貨幣の供給を円滑に行うことができるようになったのであるが、他方で信用機構を不安定化することになる。そして、この信用機構の不安定化を救うために、中央銀行の設立が求められるようになる。中央銀行は、銀行の銀行として信用創造が適切に行われるように、交響楽の指揮者のように行動しなければならない。勿論中央銀行は何時でもうまく行動できるとは限らないであろう。中央銀行は銀行機構の安全を守るために、最後の貸し手機能を利用するのである。

さて、銀行の信用創造が一般的となると、銀行の破綻の救済は、かつてのように価格のメカニズムにのみ任せては置けなくなる。この中では、中央銀行が内生的存在であるから、中央銀行の失敗と民間銀行の失敗を区別しなければならなくなるからである。それ故に、銀行の破綻については、通常の破

産法とは違った方策を必要とするのである。機械的に価格のメカニズムに任せては置けないのである。ある意味で、信用機構は本来不安定なものである。中央銀行は確かに経営の悪化したすべての銀行を救済することはないであろう。TOO-BIG-TOO-FAIL 原則と呼ばれているように、大きい銀行は救済されるかもしれないが、大きい故に救済されるのであれば、それは公平の原則に反することになる。問題は、信用機構のリスクを避けることが大事なのである。TOO-BIG-TOO-FAIL 原則なるものは、その場合の運用要領ともいうべきものであろう。

2-4. 固定価格モデルとしての銀行組織

一般に銀行の信用創造モデルというと、貨幣乗数理論のような完全マクロモデルを想起する者が多いかもしれない¹⁶⁾。すなわち、それは次のように定式化される。

Mを一国経済の貨幣量、Cを公衆の現金貨幣保有量、Dを公衆の預金貨幣保有量、Rを銀行の支払準備、Hをハイパワード・マネー、 $r (= \Delta R / \Delta D)$ を銀行の支払準備率、 $m (= \Delta C / \Delta D)$ を公衆の現金貨幣保有比率とすると、次の式が得られる。(なお、 Δ は増分を示す。)

$$\begin{aligned} \Delta M &= \frac{\Delta C + \Delta D}{\Delta C + \Delta R} \cdot \Delta H = \frac{\frac{\Delta C}{\Delta D} + 1}{\frac{\Delta C}{\Delta D} + \frac{\Delta R}{\Delta D}} \cdot \Delta H \\ &= \left(\frac{m + 1}{m + r} \right) \Delta H \end{aligned}$$

これより、 m と r が安定的であれば、ハイパワード・マネー(ΔH)は、 $\frac{m+1}{m+r}$ 倍の貨幣量の増加(ΔM)をもたらすことがわかるとされる。

しかし、このような貨幣供給乗数は、銀行のミクロ的行動を隠してしまう怖れがある。本節では、そのような銀行のミクロ的行動に注目しよう。いま3タイプの銀行が存在する経済を考えよう¹⁷⁾。Aタイプの銀行は、貸出額と

預金額がバランスしている銀行であり、資金尻は赤字でも黒字でもない。Bタイプの銀行は貸出額が預金額を上廻っている銀行であり、資金尻は赤字となっており、他の銀行から資金を取ってこなければならぬ赤字銀行である。これに対してCタイプの銀行は、貸出額よりも預金額が上廻っている銀行であり、資金尻は黒字となっているので、他の銀行に資金を出すことができる黒字銀行である。銀行は、その資金過不足を銀行間貸借市場であるコール市場で調達・運用する。赤字銀行はコール資金の取り手であり、黒字銀行はコール資金の出し手である。銀行は積極的に貸出を行うならば、当然赤字銀行になるのであり、資金の収支尻をみることによって自動的に、銀行経営の健全性をはかれるようになってきているのである。反対に銀行が貸出に消極的であれば、当然黒字化が予想され、資金の収支尻をチェックすることによって、自動的に銀行の健全性がはかられることになっていた。

コール市場は短期の自由市場であるとして、銀行がそこで決定されたコール・レートを重要視したのである。コール市場で資金が逼迫してくれば、当然コール・レートが高騰してくるであろうし、反対にコール市場で資金が余れば、当然コール・レートは下落してくるであろう。そして、国民経済に円滑な貨幣供給が行われるコール・レートの水準で、銀行群は貨幣の供給量を決定するのである。こうして中央銀行がなかったとしても、銀行群が協調してコール市場を通じて円滑な貨幣の供給を行うことができるのであるが、この際注目すべき事は、銀行群が一致して一実際にはリーダー格の銀行の指導性によりコール・レートが決定され、適正貨幣量が供給されることになる。

中央銀行が設立されると、銀行群の協調はより円滑になると考えられる。中央銀行の市中銀行への貸出金利である公定歩合は、イギリスの初期では、罰則金利が通常であった。これは市中銀行が中央銀行に依存することは例外と考えられたので、できるだけ民間が自立しているということが望ましいと考えられたからであろう。しかし、貨幣供給の原理が、民間銀行保有の適格手形の再割引方式から、公債オペ方式に移行するにつれて、公定歩合はむし

ろ市中金利の後追いをするようになったと考えられる。いわば公定歩合が市中金利を公認するといえるので、公定歩合のアナウンスメント効果が認められるのである。

さて、貨幣の特質として、(1)生産の弾力性が低いこと、(2)代替の弾力性が低いこと、(3)貨幣需要の弾力性が高い事があげられる¹⁸⁾。この特質は、貨幣が民間の經濟財とまったく異なることが示されている。民間の經濟財は、すべて自由な市場經濟の中で生産、取引されているのに対し、貨幣のみは政府の手中に置かれてきたのは、上記の貨幣の特質から来るのである。支配的な貨幣が銀行貨幣となり、銀行の信用創造が可能となる場合、上述の生産の弾力性が低いという貨幣の特質は変わるのであろうか。すなわち、企業の手形が振り出され、それを割引く形で貨幣が供給されるのであるから、企業の貨幣需要に応じて貨幣供給が行われるようになったからである。たしかに昔の金属貨幣供給制度よりも弾力的に供給できるようになったと考えることはできる。しかし、それは銀行全体としての意思次第といえるのではなからうか。中央銀行が設立されれば尚更である。企業の需要が如何に強くとも、貨幣価値の安定を望む中央銀行の意思が強ければ、貨幣は供給されることはないからである。このように、銀行の信用創造が生じて、貨幣の特質が変わるものではない。

2-5. 信用機構の不安定性について

銀行が信用創造力を持つことは、たとえ貨幣の円滑な供給を可能にできたとしても、信用機構の不安定性をもたらすとすれば、銀行の信用創造に対して疑問を抱くものがあつたとしても不思議はないだろう。わが国における近年のバブル經濟の形式とその崩壊は、まさにこうした銀行の信用創造により、その被害を大きくしたと考えられる。もちろん、ここで銀行の信用創造という時は、当然中央銀行である日銀の指揮の下におかれることを忘れてはならない。

銀行の信用創造力に対する批判は、二つの相反する考えにより形成されている。その1の考えは、社会主義的思想家ともいべき人々のものであって、貨幣という様な重要なものを、利潤追求する民間銀行に供給させることはいけないと考えるのであり、銀行の国有化を図るべきであると考えた。そうした考えは社会主義思想家の中では、結構強力なのである。ただ現今では社会主義経済の特色である計画経済が破綻したことによって、国有化の考えは下火となってきたようにみえる。

第2の考えは、社会主義思想家と相対立するような自由主義思想家による考えである。彼等は、フリードマンを領袖とする人々であるが、100%準備案もしくは全額準備制度を主張する。銀行が現在のように信用創造できるのは、部分準備制度（支払準備率が0と1の間にある）のためであるから、支払準備率を100%にすることによって、銀行の信用創造力を零にしようとしたのである。この制度の下では銀行はただ現金を預金に代えるだけで、貸出ができなくなるので、銀行の収入源は銀行預金を利用させることによる手数料となるのである。

現行制度では、預金利率と貸出利率の差異が大きな銀行の収入源であるから、銀行の行動は大きく異なってくると考えられるのである。100%準備制においても、中央銀行は存在する。中央銀行は、100%準備案の中でむしろ貨幣供給の完全な責任者として出現するのである。換言すれば、現行では民間銀行が、その信用創造力の発揮によって、中央銀行の貨幣管理の力が損なわれると考えられているのである。

さて、信用機構の不安定性は、決して新しい問題ではない。そもそも貨幣が誕生したときからあったと考えてもよいのである。

通貨主義と銀行主義の対立も、そうした信用機構の整備をめぐる論争であったと考えられる。通貨主義の考えでは、各銀行による銀行券の発行は貨幣供給の過剰発行をもたらすものとなり、貨幣価値の低下すなわちインフレーションを惹き起すおそれが強い。そこでこの貨幣的不安定性を避けるために

は、貨幣の発行を金属貨幣発行制度に準じて行うことが必要だと考えた。

これに対して、銀行主義の人々は、銀行券は銀行の業務活動として生まれたものであり、またそれは社会の取引の必要に応じた貨幣需要と考えられるものである。それ故銀行券は、経済活動の拡張に応じて自動的に拡張されるとともに、経済活動の停滞に応じて自動的に収縮されるはずである。ただその際銀行は、次のような銀行鉄則を守らなければならないとされた。すなわち、銀行は經常生産を賄うためのみ銀行券を発行すべきであり、固定的な工場・設備は經常的な経済活動の結果として生じた貯蓄資金によって賄われるべきだとされたのである。この鉄則は、短期運転資金は銀行が、また長期設備資金は証券がという長短金融分離制度の基礎となるものである。このように銀行の原点は、商業銀行であると考えられるのであり、英米では現在でも、この基本にのっていると考えられるのである。こうして銀行主義の人々は、銀行鉄則にしたがって銀行が行動すれば、金に依存させることなく、適正貨幣の供給が可能と考えたのである。バブル期の銀行は、こうした原点から離れたところにあつたといつてもよいだろう。

ところで、短期運転資金は企業の決済資金に関連し、長期設備資金は企業の設備資金ファイナンスに関連すると考えるならば、この主張は、最近のピアスの提案¹⁹⁾にも通じるものがあるといわねばならない。すなわち、ピアスは、その負債を政府に保証してもらっているお陰で、巨額の資金を安い費用で調達することができ、商工業貸付や商業不動産向けの貸付といったリスクの高いところにそれらの資金を使っており、いまや銀行はそのリスクを賄うのに十分な利益を得ることが難しくなり、問題を起こした金融機関を政府が助けなければならない機会が増えているというのである。問題の根本的原因は、政府の保護を受けた負債を使って金融機関がリスクの高い活動に融資していることであるとし、支払決済という貨幣的業務を他のすべての金融業務から分離しようとする。安全で確実な貨幣サービスがなければ、現代経済は機能しないのは明白であり、それを守れるのは政府だけであると考えたので

ある。そして金融業務については、政府の保護を無くし、自己責任原則を貫ぬかなければならぬとしたのである。これは長短金融分離原則の現代版と考えられるのである。

3. 転換期の銀行

3-1. 1940年体制

現在、日本経済は閉塞感に悩んでいるが、これは今までうまくいっていた1940年体制が行き詰まりをみせたからである。従来日本経済を成功させてきた、いわゆる1940年体制とは、その提唱者である野口悠紀雄²⁰⁾によると、①大企業を中心とした終身雇用と年功序列および企業は従業員の共同体という考え方、②銀行が中心に資金供給を行う間接金融方式が主流、③農業、流通業など低生産性部門への規制・統制が行われる、④食管、借地借家法を基本とした地主が弱い土地制度が基礎となって出来ているという。

たしかに日本的経営による企業は、労働者に強いインセンティブを与えてきた。そして日本の金融は、初期の段階で、輸出産業中心に資金を流すことに貢献し、成功をおさめてきた。また社会的な摩擦を最小限に抑えるために、規制や統制が加えられ、経済成長が順調に実現するようにはかられた。そして、保守的な地主層の社会的影響力が弱かったのも経済成長の実現にプラスに働いたといえよう。

しかし、いまや日本経済は行き詰まり感で悩んでいるが、その原因は、まさに従来日本経済の高成長を実現させてきた、この1940年体制だということである。換言すれば、40年体制が、日本の新しい状況に適応しなくなったと考えられた。

ところで、こうした1940年体制は、戦後に新しく出来たのではなく、40年頃戦時動員体制として出来たものであり、また江戸時代などからの日本の歴史的特性を反映したものでもなく、人為的に形成されたものと野口は主張している。

こうした野口の立場は、日本的制度や慣行を日本の長い歴史的な伝統や文化に根ざす故に、それを変革することはなかなか難しいと考える立場に対するものである。たとえば、「終身雇用は日本の家族主義を反映する文化」と考えれば、それを変えることは難しいということになろう。こうした考えは国内にもあるし、国外にもある。とくにアメリカでは「日本異質論」、「対日修正主義(リビジョニズム)」としてよく知られるようになってきたが、彼らは今までうまく機能してきた1940年体制を簡単に捨てることはできないと考えている。

しかし、野口説では、1940年体制論の考える状況は、せいぜい50年程のものであるから、日本国文化として定着してしまったものではなく、主体的に変革しようという考えになる。文化宿命論に落ち入らなかったことが、野口説のメリットといえるであろう。そうでなければ、日本の企業も国民も、日本文化宿命論に泣くだけで、どう手をつけるかわからなくなるからである。

しかし、他面、野口説も半世紀余とはいえ日本文化宿命論の一翼と言えるのではなかろうか。すなわち、戦時体制への対応という形で導入されたものが、戦後もひき続き効率のために維持されたものであり、欧米先進国とは異質のものと考えられているからである。その意味で、野口説の1940年体制論も日本異質論の一種、換言すれば、変革は可能ではあるが、その主体的変革にかなりの努力を要するとされているように思われる。

たしかにアメリカは、資本主義国の中ではもっとも成熟している国であるけれども、アメリカだけが資本主義経済のすべてではない。多様な資本主義経済の形態があり、とくに発展段階の差異によって、その形態が変わっても少しもおかしくないからである。むしろアメリカは、巨大な国であるところから、農業の近代化が著るしく、農産物が大きな輸出品となっているのは例外的形態であるといってもよいだろう。日本の戦時体制とか、アメリカの農業特化とかの例外的形態にとらわれることなく、通常の資本主義経済の発展形態に着目することによって、日本の今後を考察したいと考える。このことは、

もちろん、各国の特殊なあり方を否定するものではない。ただ各国の経済成長を共通の尺度を基本にして理解することが大事であると考えられるからである。

その経済成長の共通の尺度とは、クズネッツの第1次産業、第2次産業、第3次産業という経済発展論である。一般に経済成長は、国民所得の大きさ、もしくは一人あたりの国民所得水準で考えられるであろう。だがそれでは、国民経済を支える企業の特徴が明瞭にはみえてこない。ここでクズネッツの産業構造にこだわるのは、その変容を通じて市場経済の調整メカニズムが変ってくると思えるからである。

わが国の場合、こうした市場経済の調整メカニズムは如何に変容してきたのだろうか。節をかえて考察しよう。

3-2. 市場経済の調整メカニズム

第1章で、われわれはスミスの価格調整による市場経済を考察してきた。そして、それは農産物に代表されるような第1次産業が支配的に取引されていた社会で成立する可能性が強いことをみてきた。現在のような冷蔵庫は普及していず、在庫を保有することは一般的でなく、余った物は腐ってしまうと考えられたのである。在庫零の社会といってもよいだろう。

次の第2章のケインズの資本主義分析では、その在庫・数量調整による市場経済が成立してきたことが前提とされていたと考えられる。それはまさに第2次産業を代表する製造業が産業革命を通じて支配的となってきたことに対応するのである。いうまでもなく、製造業においては、企業者による革新が実施されるとともに、その生産物もまたその原料も、在庫で保有されることが普通となったからである。その意味で、同じ利潤極大を考えているといっても、その需給調整メカニズムは大きく異なるものと考えられる。

ところが、資本主義経済、とくに先進諸国は、はや第3次産業の時代に変わってきたと考えられる。すなわち、先進諸国はおおかた就業者数において

も、付加価値額においても、すでに50%を超しているとみられるからである。そして、第3次産業の代表であるサービス業は、在庫の保有はその性質上困難と考えられるからである²¹⁾。したがって、そこでの需給調整メカニズムは如何に行われるのであろうか。

サービス産業を代表とする第3次産業においては、在庫の保有は不可能である。その意味で、第3次産業の時代は第1次産業の時代と似ている。しかし、第1次産業の時代が価格調整経済として、価格伸縮制が望ましかったのに対し、第3次産業の時代では、第2次産業と同じく、在庫保有はできないものの、固定価格制をとることもある。すなわち、超過需要を理由にむやみな価格の引上げは顧客の信頼を失うだろうし、反対に超過供給を理由にむやみな価格の引下げも顧客に商品の質について不安をいだかせてしまうであろう。したがって、サービス産業としては、長期正常価格で価格を維持することになるのである。

ところで、近年価格破壊とか新価格革命とかいうことで、価格の下落がみられるようになった。これをもって価格調整メカニズムの復活と考える者もいるかもしれない。筆者はサービス経済化を3種に分けて考えることが便宜と考える。第1は、水道、電気、交通のような公益事業に関するもの、第2は流通業に関するもの、第3は情報産業に関するものである。

第1のグループは、一般に多くの資本設備を必要とする。そして在庫保有は難かしく、その上、固定価格制であるところから供給能力調整経済と考えられるものとなる。稼働率を変化させることによって、需要に対応するものと考えられるのである。

第2のグループである流通業は、現在の価格破壊の代表である。そして、それは一見在庫・生産調整経済に対する批判と考えられ、価格調整経済への回帰とみられるが、よく見ると必ずしもそうではない。たとえばPB商品等にみられるように、流通業のブランドによって、ある品質水準の低価格商品が生産可能になったのである。この商品は、従来の製造業優位の中での商

品よりも低価格であるところから、顧客のニーズを開拓することができたであろう。そして、このような生産システムは、途上国の生産体制を組み込むことによって容易になったであろう。しかし、基本的には、このシステムも在庫・生産調整経済と考えられるものであり、価格調整経済に戻ったとは考えられないのである。もっとも流通業での競争が激しく、絶えず低価格のP B商品が投入されるならば、価格調整経済に限りなく近くなると考えられるかもしれない。それでもなお原理的には固定価格制と考えられるのである。

問題は第3グループの情報産業にあり、そこでは完全に伸縮価格制が採用されていると考えられるのである。そして本稿では情報産業の代表として金融業を検討することにしよう。節をあらためて検討する。

3-3. 金融業における価格調整メカニズム

製造業が支配的である経済においては、金融業とくに銀行業は、製造業の裏方的存在としてマネーフローにかかわっていた。裏方的存在というのは次の2つの意味においてである。その1は、われわれの生活において真に必要なものは財・サービスであるという事実である。金融資産それ自体を食べることはできないのである。またその2は、手形割引による貨幣供給方式に示される。つまり、手形を振出したのは企業であって、銀行はその振出された手形の健全性を判断して、銀行貨幣を供給しているからである。こうした銀行主義の原理に基づく貨幣供給が円滑に行われる限り、銀行は、たとえ信用創造が可能だったとしても裏方的だとみられたのである。

ところで銀行主義的貨幣供給の原理は、国家が介入しない市民社会の貨幣供給機構と考えられるものであるが、近年先進諸国における貨幣供給の現実には、はるかに国家の存在が大きな影響を与えているのである。それは公債の累積とその多様化ということである。このことはサービス経済化と原理的になんの関係もないといえるだろう。しかし、現実においては、両者は一体として現われてきたのである。たとえば、公債の発行がなくとも社債市場が充

実すれば長期利率は存在する筈である。しかし実際には公債が発行され累積することによって始めて公社債市場が発展できたのである。換言すれば、公社債市場は公債の発行・累積がなければ、流通市場の充実は望めなかったと考えられるのである²²⁾。

公社債市場が充実される以前においては、コール市場で決定された短期利率が次第に社債の利回りである長期利率へ伝播したのであるが、公社債市場が発達してくると、機関投資家等の発達もあり、資産選択の結果として長期利率がコールレートとは独自に決定されるようになってきた。

ケインズの『貨幣論』は、短期利率としてのコールレートが長期利率へ影響を与えるというフレームワークの中での考えであった。それに対して、『一般理論』では、むしろコンソル公債の利回りとしての長期利率が投資家のポートフォリオ選択の結果として決定されることが重要視されている。そしてこのように決定される長期利率は企業の設備投資決定における重要なファクターなのである。

ところで、ケインズは簡単化のために代表的利率としてコンソル公債の利回りのみを考えたのであるが、実際には公債の多様化が進行していた。そしてアメリカでは、TBが豊富に発行され、短期利率はTBレートが代表するのが普通である。もはやコールレートの地位は後退したと考えられるのである。したがって、金融政策手段も公開市場操作が通常化し、公定歩合政策は後退したといってもよいのである。もちろん公社債市場操作といっても、直接長期債をオペ対象とすることは少なく、通常は短期債であるTBオペで実施されると考えられる。

結論的に言って、中央銀行としてのFedは銀行を直接にコール市場を通じて管理するのではなく、TB市場へオペ介入することによって貨幣供給を行っているといつてよいだろう。

このようにサービス経済化における金融業は、短期金融市場、公社債市場の充実を前提にしている故に、価格調整メカニズムが前提となるのである。

その意味でも間接金融方式より直接金融方式が重要となってくるであろうし、金融機関にとっても金利の自由化を前提とした資金の運用・調達の技術開発が望まれるのである。

3-4. わが国における金融自由化

わが国では、金融業は農業と同様に、国民生活に与える影響が大きいと考えられたから、自由化は遅れ、ながく規制が続けられてきた。しかし、遂に金融にも自由化の波が押し寄せてきたのである。

金融の自由化が押し寄せるといふと、国際的外圧と考えられがちであるが、国内的要因も大きかったと考えられる。もちろん国際的要因がなかったというのではないが、むしろ国内的要因が深くかかわっていたと言わなければならない。すなわち、石油危機に際し、わが国が落ち込んだデフレからの脱却のために、赤字財政となり大量の国債が発行されるようになると、従来、慣習的に銀行に買わせていた国債も、負担が過重となってきた。

別言すれば、日銀が成長通貨としてオペで買上げる以上の国債が発行されたので、銀行の中には負担となった国債を公社債市場で買却するところが増えてきた。はじめは相対売買で行われていたが、それも限界があり、証券市場での売買が通常となったのである。その結果、自然に公社債市場がわが国でも形成されるようになってきたのである。ここでも他の先進国と同様に、公債の発行が重要な役割を果たしていたことがわかる。

こうして、わが国の金利の自由化が始まった。また資金不足経済から資金余剰経済への転換を背景にして、銀行の金利の決定も自由化されてきた。貸出金利から預金金利へ、また預金金利も大口預金から小口預金へ、さらに定期預金から流動性預金へと自由化が進行し、現在すべての金利の自由化が完成したと考えられる。

そして、この金利の自由化は、いち早く金利の自由化を達成したアメリカの要望するところでもあったので、国際化が国内の規制を無意味にしたこと

も大きく影響したと考えられる。それに加えて、情報通信の発達があり大量のデータが瞬時に処理できるようになったし、またパソコンによる情報の分散処理が、インターネットなどネットワークで結び付き始めた。このように、わが国は、金融の自由化、国際化および機械化(コンピュータリゼーション)によって、大きな変化をとげるようになったと考えられる。

ところで、金融の自由化には、金利の自由化のほかに、業務の自由化がある。これについては、わが国は1940年体制の枠組みの中で、専門性重視の金融組織が管理上効率的と考えられ、銀証分離、信託分離、長短分離が行われ、銀行業への参入制限も厳しかったといえよう。これをヨーロッパのユニバーサル・バンキングやアメリカの特殊会社方式と比べると、その規制の厳しさがわかるのである。わが国の業務の自由化は、一応業態別子会社方式として実現したが、子会社での業務は制約され、本体での業務レベルにはとてもないようである。したがって、わが国でも国際競争上、アメリカ的な金融持株会社方式が検討され始めている。

こうしてわが国の規制緩和は、今後も進展すると考えられるが、これからの規制緩和は①わが国の高コスト構造の改革のための規制緩和でなければならず、また、②競争条件の整備のための規制緩和でなければならないことは明らかである。そして大事なことは、これらの規制緩和を通じて、日本企業の活性化が実現し、雇用問題の改善がはからなければならないのである。

さて、21世紀をめざして、わが国の金融機構を考えると、国際的にみて金融の自由化が遅れたことで、とくにアメリカと較べると、わが国の金融組織は仲良しクラブ的であり、かなり相違したものとなっている。したがって、アメリカよりみると、わが国の金融機構はかなり不透明とみえるかもしれない。そこに金融摩擦も生じるし、またわが国の金融機関の収益性の低さ、効率の悪さは明白である。

民間銀行については、かなり自由化は進んでいるが、政府にからんだ問題を見るとまだまだである。たとえばアメリカの代表的な金融政策手段である

公開市場操作を考えてみよう。この政策は公社債市場および短期金融市場の充実と投資家の発展を前提としている。金融政策はもっぱら短期金融市場のTBレートに影響することによって実施されている。それはTBの場合には長期公債の場合と異なりキャピタル・ロスが生じ難いと考えられるのである。ところがわが国では政府の資金調達はまだに低金利での調達で行われ、市中公募の形は少ないのではなかろうか。したがって、長期債については公社債市場が発達してきたものの、短期金融市場の中核ともなるべきTB市場が見あたらず、オペといっても手形、CDオペ等の形で行なわれるので、公開市場操作とはかなりおもむきを異にしているといえよう。すなわち、わが国の金融政策は、日銀と銀行との間で行われるので、貸出方式の変型ともいえるものである。このことは代表的短期利率が、アメリカではTBレートであるのに対し、わが国ではCDレートであることに反映している。自由化はマーケット重視となるものであり、公社債市場や短期金融市場が本当のマーケットとして充実しなければならない。わが国の場合には、長期利率についても長期信用銀行等が関与するところが大きく、短期利率についてはCDレートというように、マーケットの力は弱いといっても良いだろう。

こうした事態が克服されて、はじめてわが国でも金利の自由化が完成するといえるのである。

3-5. 金融市場の均衡に関する若干の考察

金融市場を考察する時、3タイプに分けて理解することがよいだろう。第1のタイプはコール市場であり、銀行がもっとも活躍した場である。第2のタイプは短期金融市場で、近年とくに急速に発達したものである。最後の第3のタイプは公社債市場であり、ケインズの流動性選好説の基盤となったところである。

コール市場は、2-4で考察したように、金融における固定価格モデルの例である。問題は、ケインズの流動性選好説の背景である公社債市場が如何

なる金融市場と考えられるかということである。ケインズは、貨幣と債券の選択を考え、ここで代表的利子率が決定されると考えたが、それは債務不履行の危機がもっとも小さい長期証券(たとえば国債)の利子率である。そして貨幣は利子を生まないものとして取り扱ったが、ケインズの「貨幣」の中には現金や銀行預金だけでなく、利子率変化によってほとんど資本価値の損失を受けない短期証券が含まれていることに注目しなければならない。いふなれば、ケインズの分析は、単純モデルであり、たとえば短期金融市場が進展すれば、当然拡充することができるものと考えてよいだろう。

ところで、フリードマンは、金融市場分析においても、ケインズは価格と数量の相対的調整スピードに関する仮定を重視したと考え絶対的流動性選好として特色付けている²³⁾。フリードマンは、貨幣需要量(M)は、取引需要の M_1 と、投機的需要の M_2 とからなり、 M_1 は所得(y)のほぼ一定割合(k_1)と考えられた。また M_2 は現行利子率rと将来支配的となると予想される利子率(r^*)に依存すると考えられるから、次のように定式化できるとした。ただし物価は一定。

$$M = M_1 + M_2 = k_1 y + f(r - r^*, r^*)$$

rは観察値であるが、 r^* は観察できない。貨幣保有者によって異なると考えられ、個別保有者にとっては確率分布の平均値と考えられる。また集計的関数としては、 r^* は一つのベクトルと解釈すべきという。

ケインズは、短期の需要関数に注目したので、 r^* は固定されていると考えたから、投機的需要はrだけの関数となる。そして、相当な数の投資家が同じ予想をいただき、その予想を確信をもつと考えると、fは $r = r^*$ の下で完全に弾力的となるだろう。そうなれば、貨幣と債券は完全に代替的となり、流動性選好は絶対的となる。つまり、貨幣当局は、これら投資家達により当局の行動が無効にされるので、利子率を変化させることが不可能であることがわかるのである。それ故、貨幣当局による貨幣供給の増加は、投資家によりすべて吸収されるであろう。また貨幣供給が減少されるならば、投資家は供給さ

れる債券のすべてを吸収することになろう。このようにケインズは、 M の変化が Y よりもむしろマーシャルの k に反映されると考えていたのであり、ケインズのモデルでは、価格である利子率は緩慢に調整されるのに対し、直ちに反応する変数は、人々が保有したいと望む実質貨幣量と考えたという点で、金融市場にも価格と数量の相対的調整スピードの仮定を導入し、数量調整をケインズが説いたと主張するのである。

そして、さらにフリードマンは、長期の貨幣需要にも絶対的流動選好があるが、ケインズはそれを考慮してはいないとした。すなわち、長期的均衡では $r=r^*$ となり、 f 関数は r^* だけの関数となるという。ケインズは、短期のみを考えたが長期を考えれば、貨幣の導入は「市場」利子率に床を導入するだけでなく、実は「均衡」利子率にも床を設けるといふ。そして長期的には二つの床は同一であり、これがいわゆるピグー効果の本質であるといっている。

ここで筆者が問題にしたい点は次の2点である。第1点は、フリードマンがケインズおよびその追随者の特質として価格と数量の相対的調整スピードをとらえたことを評価したいということである。この点を抜いてはケインズ理論を理解することはできないと考える。しかし、第2点として、フリードマンは、銀行組織が関与するコール市場だけでなく公社債市場でも価格調整でなく数量調整を適応させようとする。コール市場は、2-4でみたように固定価格モデルであり、数量調整と考えることはできる。しかし、公社債市場でケインズが数量調整を考えていたとは思えない。すなわち、ケインズは『貨幣論』では、金融政策がコール・レートを通じて長期利子率の影響を及ぼしていくと楽観的に考えていたのに、『一般理論』においては、その伝達メカニズムに疑問を提示し、長期利子率については投資家(investor)の力が大きく影響すると考えているのである。こうして貨幣と債券の選択を通じての長期利子率の決定においては、投資家の資産選択行動が大きく影響するのであり、貨幣を通じての銀行の力は弱められるというのが、公社債市場での実

態なのである。近年、マーケットでの決定が重視されるのは、まさにその点にあるのであり、そこでは価格調整が主役なのである。

前で金融市場を3タイプに分けた。ケインズは簡単化のため、コール市場と短期金融市場を混合体としてとらえたと考えることができる。そこで長期金融市場である公社債市場では、長期証券の長期利子率と短期証券（TB）の短期利子率を考え、公開市場操作は主として、安全資産である短期証券のオペとして行われている。第2のタイプの短期金融市場では、この短期証券の利子率とコール・レートが考えられ、銀行と投資家の調整の場となる。第1のタイプのコール市場では主として中央銀行を含めた銀行間取引となる。こうして金融市場といってもコール市場→短期金融市場→公社債市場といくに依じてマーケットの性格が強くなり、価格調整的特質が強くなると考える。

このように、金融市場のタイプの相違によって数量調整、価格調整の程度は異なるのであるが、金融市場の均衡のあり方については一致した特色がある。それは、どの金融市場でも均衡の多元性がみられるということである。すなわち、金融市場での均衡は、一般的には不完全利用均衡であり、完全利用均衡はその中の一点でしかないということである。完全利用均衡は完全雇用均衡に対応すると考えられる。それ故、不完全利用均衡から完全利用均衡へは、経済政策によらなければならないのである。これはあたかも不完全雇用均衡と完全雇用均衡との関係に似ている。

あとがき

本稿は故丹羽明教授に捧げるものである。故人は、一橋大学の私のゼミで学問研究を志し、大学教授となった初めてのゼミテンである。不確実性下の行動を研究対象に選んだが、金融経済が成熟すれば、不確実性の分析が重視されるようになるのは必然である。不確実性の分析といっても、大数の法則の下で理解できるような確率分析ではなく、本当にながら起きるかどうかわからないという意味での不確実性の分析であった。金融経済には、そうした

不確実性の世界である投機がさかんに生ずるであろう。故人の研究がもっとも妥当する成熟した金融経済の実現が目前となった時、君は此の世を去ってしまった。まことに残念であるというよりほかに言葉がみつからない。いまはただ君の御冥福を祈って筆を擱くことにしよう。

注

- 1) Smith, Adam, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, 1776, 5th ed., London, 1789（大内兵衛・松川七郎訳『諸国民の富』全2冊, 岩波書店, 1966）。
本章については、次の文献に大きく依存している。
中山伊知郎『スミス 国富論』岩波書店, 1935。
- 2) Smith 前掲書 第2巻, 3章, p.320
- 3) Hayek, F. A., Denationalization of Money, 1976, 1978。
（川口慎二 訳『貨幣発行自由化論』昭和63年 東洋経済新報社）
- 4) Marshall, Alfred, Principles of Economics, 1890. 9th ed. 1961,
（馬場啓之助訳「原書第9版訳」全4冊, 東洋経済新報社, 昭和40～42）
- 5) Hicks, J. R., A Market Theory of Money, 1989,
（花輪俊哉／小川英治 訳, 『貨幣と市場経済』1993, 東洋経済新報社）
第1～2章。
- 6) Schumpeter, J. A., Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 1912
（中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論』岩波書店, 昭和12）。
- 7) Keynes, J. M., The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936
（塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』「ケインズ全集第7巻」昭和58）
- 8) Hicks, J. R., 前掲書 第3章
- 9) Gordon, R. J., Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with His Critics., 1974, (加藤寛孝訳『フリードマンの貨幣理論—その展開と論争』昭和53, マグロウヒル好学社) 貨幣分析の理論的枠組を参照のこと。
- 10) Hicks, J. R., 前掲書 第3章
- 11) Hicks, J. R., 前掲書 第1～3章
- 12) 拙書『貨幣と金融経済』1980, 東洋経済新報社 第2章。
- 13) 拙編者『日本の金融経済』1995, 有斐閣, 序章参照。
- 14) Keynes, J. M., A Treatise on Money vol.1. chap.2. (小泉・長沢訳『貨幣論—貨幣の純粹理論』「ケインズ全集第5巻」東洋経済新報社, 昭和54) 樋口元郎『銀行理論』1963, 東洋経済新報社。本書の中で、氏はケインズの信用創造の考えを評価し、サムエルソン等の捉え方を批判している。

- 15) Keynes, J. M., 前掲書 第2章 p.23
- 16) Gordon, R. J., 前掲書3参照
- 17) 樋口午郎, 前掲書
- 18) Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936. chap.17
(塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』「ケインズ全集第7巻」第17章)
- 19) Pierce, J. L., *The Future of Banking* 1991.
(藤田正寛 監訳家森信善・高屋定美訳『銀行業の将来』1993, 東洋經濟新報社)
- 20) 野口悠紀雄『1940年体制』1995, 東洋經濟新報社
- 21) 拙書『金融經濟』1982東洋經濟。「結語にかえて一資本主義經濟と金融經濟」参照
- 22) Hansen, A. H., *Fiscal Policy and Business Cycles*, 1941
(都留重人訳『財政政策と景氣循環』昭和25, 日本評論新社第2篇第9章)
- 23) Gordon, R. J., 前掲書フリードマンの「貨幣分析の理論的枠組み」第5参照