

< 論 説 >

現代資産市場のマクロ・モデルと金融政策

——J. R. ヒックス貨幣理論の一解釈*——

小 畑 二 郎

はじめに

ヒックス貨幣・資本理論の一つの大きな特徴は、理論的分析と歴史的理解の2つのアプローチを組み合わせ、彼自身のIS-LMモデルに代替しうる現代の金融市場に関連するマクロ・モデルを構想したことであった。このモデルの特徴は、一方で貨幣市場や資本市場のようなオープン・マーケットの役割を重視しつつ、他方では金融機関の仲介機能をも重視する混合的な市場型間接金融市場の構造と機能について明らかにしていることであった。このモデルによるならば、とくに日本のような間接金融システムの改革の方向性を探ることができるように思われる。資産の保有動機に関する分類をヒックス貨幣理論の横系とし、流動性理論をその縦系に喩えるならば、ここで検討する金融市場に関するマクロ・モデルは、横系と縦系によって仕上げられた彼の貨幣理論の壮大な織物であったといえることができるであろう。これは、ヒックス貨幣理論の集大成であり、また現代金融市場に関連する革新的な理論を生み出すための母体とすることができるものとする。

ヒックスは、このようなモデルを前提として、現代の金融政策の目標とそのための手段について考察した。1970年代後半以降、金融政策の有効性については、むしろ批判的な議論が優勢となった時期もあったが、彼は一貫して、金融政策こそがさまざまな経済主体による自発的な調整を促すことをつうじて市場経済の本来の機能を十分に発揮させる役割を果たすものと主張し続けてきた。これに対して、財政政策やその他の経済政策は、その直接的な効果が期待されてきた反面で、市場経済の自発的な調整機能をむしろ阻害する欠点のあることが広く認識されてきている。このような共通の認識を前提として、ヒックスは、主として流動性の管理に力点を置いた金融政策の市場経済における役割に対して研究を集中したのであった。

ただし、ヒックスは、このようなマクロ・モデルをIS-LMモデルに完全に代替しうる現代の金融市場に関する理論へと明確に発展させるまでには至らなかった。またヒックスは、1980年代以降の金融技術と知識に関する革命を予知してはいたものの、その成果を十分にモデルの中に取り入れることはできなかった。このモデルは、一方でケインズ理論から出発して、現代の金融理論へと連絡をつける橋渡しの役割を果たすと同時に、他方では、金融市場と金融政策の歴史を

理解するための展望を開いたにとどまったものと理解することができる。

そこで本稿では、金融市場と金融政策に関する後期ヒックスによるそれぞれ独立した研究を結びつけることによって、現代の資産市場に関するマクロ・モデルを設計することを目標とする。また、その際にスティグリッツなどの現代の金融理論についても言及する。このような研究は、現代の金融理論を理解し、また現代の金融市場に関連する改革や政策について検討するための前提となるものとする。

[1] 貨幣理論の歴史からの展望

ヒックスは、IS-LM モデルに代替しうる金融市場に関連するモデルを構想するに当たって、貨幣理論と貨幣制度の歴史について概観し、そこからモデルの着想を得ていた。このような歴史研究は、彼自身の IS-LM モデルの欠陥に対する反省によって動機づけられたものであった。すなわち、金融市場に関連するモデルの設計は、たんに理論的分析を目的とするだけでなく、制度や慣行の歴史的变化をも反映するものでなければならない、という彼自身の反省から出発していたのである。

『貨幣理論』(Hicks, 1967) の第 9 章「貨幣理論と歴史」のはじめには、次のように書かれていた。

「私はかつて 2 つの機会に、ケインズと彼が「古典派」と呼んだ人々との間の関係を明らかにすることを試みた。この 2 つの論文¹⁾では分析的方法を用いた。分析は一面ではやはり必要なことであった。ある点までは、分析的方法はそれなりの合理的根拠をもっていた。しかし、私には何か満足できないものが残っていた。というのは、問題は分析的なばかりでなく、歴史的でもあるからである。」(p. 155 (210))

また、そのすぐ後では、貨幣理論が歴史の部類に入ると考えられることについて、次のように述べていた。

「貨幣理論はたいていの経済理論に比べて抽象度が低い。貨幣理論は現実とのある程度の関連を避けるわけにはいかないが、他の経済理論にはこのような関係は時には存在しないことがある。貨幣理論はある意味では金融史の部類に入るが、同じような意味では経済理論が経済史の部類に入るとは限らない。」²⁾ (p. 156 (212))

ヒックスは、このように貨幣理論が金融史の部類に属すると考えられる理由として、(1) 貨幣に関する最もすぐれた著作のほとんどが時論であったこと、(2) 時代を通じて貨幣そのものが進化をとげてきたこと、の 2 つのことをあげていた (pp. 156 (212), 157 (214))。そして、リカード

からケインズまでの貨幣に関する学説の歴史と、その背景となった貨幣制度の歴史について以下のように概観した。

(1) リカードの貨幣理論とその時代

リカードの貨幣に関連する著述は、主としてイギリスの対ナポレオン戦争の最終段階におけるインフレーションの進行と戦後の貨幣制度の再建に関連して書かれたものであった (Ricard, 1809/1903 および Hicks, 1967, p. 157 (213))。また、当時は、後の時代に比べると、信用制度はそれほど発展していなかった。一部では紙幣や手形などがすでに流通するようになっていたが、金属貨幣が流通貨幣の大部分を占めていた。したがって、リカードの貨幣数量説の前提であった金属貨幣の仮説、すなわち金貨を唯一の貨幣とし、その他の紙幣を金貨のたんなる代理物とみなすという仮説は、現実妥当性をもっていた。またリカードの貨幣制度に関する提案、すなわち金貨本位制度を維持して、信用貨幣に金属貨幣と同じ振る舞いをさせるという提案は、当時広く受け入れられた (p. 159 (216))。

古典的な貨幣数量説は、金属貨幣仮説に立つとき、もっとも有力な理論となる。すなわち交換方程式、 $MV=PT$ (M : 貨幣量, V : 貨幣の流通速度, P : 物価, T : 取引量) というモデルを応用することによって、貨幣経済のほとんどすべてのことは説明されるものと考えられたのであった。成長理論の観点から見れば、貨幣ストックは、ここでは名目産出量 (取引量) の成長の上限を画するものと理解される。金属貨幣のみが流通する場合にも景気変動の可能性はあるが、それは銀行や信用制度があるからではなく、資本市場が存在するためであった。

金属貨幣の仮説に立つとき、貨幣量が外生的に決まることは自明のことであった。しかし銀行貨幣の量が外生的に決まることはそれほど明瞭ではない。したがって、貨幣量の外生的な決定を仮定する現代の貨幣数量説は、程度の差はあれ、リカードの時代を基準として現代の成熟した金融市場を分析していたことになる (1977, pp. 59-60 (78-79))。

しかし、リカードの時代でさえ、信用制度がしだいに発展してきていたので、リカードの仮説が完全に妥当していたわけではなかった。リカードの追随者たちの政策提言は、次第に現実妥当性を失ってきていた。ソーントンの『イギリスの紙幣信用の性質と影響に関する考察』(Thornton, 1802) は、貨幣数量説の創始者でもあった D. ヒュームの見解を復活させ、短期には貨幣的な要因によって実物経済が変動することがありうるについて述べていた³⁾。そして信用制度が中央銀行によって管理される必要があることを強調した点で、貨幣制度は金本位制度のような機械的なルールによって運営されるべきであると主張し続けていたリカード派の見解と鋭く対立した (pp. 164-65 (224-25))。また、信用拡張のメカニズムとそれに対する中央銀行による抑制策とについて検討していた点で、J. S. ミルの分析は、ケインズ政策を先取りしていたともいえる (pp. 165-66 (226-27))。

さらに、1844 年の銀行法は、ふつうはリカード派の政策が採用されたものと理解されている

が、実際には、銀行学派の主張のほうがより多く採用されていたのである。リカードの主張によれば、イングランド銀行の発券部はたんなる通貨委員会となって、貨幣発行量を機械的に統御する代理人となるべきであった。しかし、イングランド銀行の銀行部は、実際には中央銀行としての裁量的な貨幣政策を次第に実施するようになっていたのであった (pp. 167-68 (230))。

しかし、新古典派の時代に、公認の貨幣理論として取り入れられたのは、実際の信用制度や貨幣政策において採用されていたソートンやミルの見解ではなく、むしろ現実妥当性を失いつつあったリカードの理論のほうであった。ケインズが批判したのは、まさにこのような新古典派の貨幣理論に残存していたリカード主義に対してであった。

(2) ウィクセルの信用経済モデル

マーシャルやその他の新古典派経済学者たちが価値論の改革を行っていた 1870 年代から 1880 年代にかけては、リカードの時代のような深刻な貨幣問題は生じなかった。この時代は、国際金本位制の確立した時代であった。なお金銀複本位制を採用し続けていた国は少なくなかったが、これらの国々における金本位制の採用は時間の問題であり、それほど深刻な問題とは意識されなかった。この時代の経済学者が貨幣理論に関して重要な革新を試みなかったのは、このような同時代の貨幣的な安定のためでもあった。

しかし、その直後の 1890 年代の貨幣理論の発展は、イギリスではなく、スウェーデンから始まった。K. ウィクセルの取り組んだ主要な貨幣的な問題は、同時代の物価変動 (低落傾向) に関連していた。彼は、純粹の信用経済を想定して、この問題について検討した (Wicksell, 1898『利子と物価』第 6 章「貨幣の流通速度」pp. 67-99)。このモデルにおいては、すべての取引が貨幣を媒介とせず信用によって行われることが想定されていた。いまだに完全には貨幣を除外していない現代の貨幣経済モデルから見ると、このようなモデルはきわめて先駆的な意味をもっていた。貨幣の決済機能は、すべて信用貨幣 (小切手、手形など) によって代行されることが想定されたが、その信用貨幣は、本位貨幣に兌換されることなく、ただより信用度の高い経済主体の振り出す支払約束への兌換が行われるにすぎなかった。最も高い信用は、実際には銀行制度によって果たされていたから、このモデルでは、事実上、すべての貨幣は銀行貨幣によって代表されるものと想定されていたことになる (Hicks, 1977, pp. 61-62 (79-80))。

ところで銀行貨幣とは、ここでは預金のことである。そして銀行は預金を集めるために、一部の預金に利子をつけて競争する。したがって、貨幣には利子が付かないという古典的な仮定は、ここでは外されることになる。また他方で、貨幣が無利子の金属貨幣である限り、利益を期待できる支出計画なしには資金が借り入れられることは想定できない。しかし、信用経済では、このようなリカード的な仮定もまた外される。借入金利と預金金利とのスプレッドが耐えられないくらい大きいものでない限り、銀行から借り入れて預金する経済主体がいてもおかしくないからである。彼らは、これによって、必要なときにはいつでも購買力に変えられる流動性を確保するこ

とになる。また彼らは、「貸越部門」と「自律部門」とを同時に兼ねることになり、貸出金利と預金金利との間のスプレッドを、流動性を保持するための費用とみなすであろう。このような場合には、銀行貨幣のかかなりの部分は、実際の取引には使われずに、遊休することになる。したがって、すべての貨幣が取引のために流通することを想定する古典的な貨幣数量説は、このようなモデルには適用されない (p. 62 (81))。

純粋な信用経済における金融調節手段は、したがって貨幣数量ではなく、利子率となる。本来の貨幣が流通しないのであるから貨幣量が考慮されなくなるのは当然であるが、利子率が重要となるのは、それが信用の需要と供給を調節するからである。利子率は、また信用によって支えられる投資の大きさに対しても重要な影響を与える。ウィクセルは、企業の投資から期待される収益率のことを「自然 (資本) 利子率」と呼んだ。「自然利子率」は、貨幣を支出するときの現在価格と、やがて生産物が販売されるとき将来価格との間の関係を反映するはずである。もし貸付利子率がこのような「自然利子率」よりも低くなれば、借入資金によって投資することは、それだけ有利となる。これによって資本財価格は上昇し、資本財産業に利益をもたらす。資本財産業は、これによって支出を拡大し、消費財価格も上昇するであろう。このように、市場 (貸付) 利子率が自然利子率を下回る限り、価格は累積的に上昇するであろう。これとは反対に、市場利子率が自然利子率よりも高い限り、物価は累積的に下落し続ける。ウィクセルの時代には、鉄道建設のピークは過ぎ去り、自然利子率は著しく低下していたものと考えられた。これに対して、銀行制度は対応を遅らせ、貸付市場利子率はそれほど低下しなかった。それゆえ市場利子率は自然利子率を上回る水準にあった。ウィクセルは、このような分析によって、当時の物価の低迷を説明しようとしたのであった。以上がウィクセルの不均衡累積過程にかんする理論の要点であった (Ibid. pp. 65-67 (84-86), ウィクセル『利子と物価』第8章 (pp. 125-48))。

このようなウィクセルの分析は、ホートレイに対してだけでなく、ケインズ『貨幣論』に対しても大きな影響を与えた。そしていまなお、この「信用経済モデル」は、現代の金融論研究に対して息の長い影響を与え続けている。次節で検討するヒックスのモデルも、またスティグリッツの信用経済理論も、大きく分類すれば、このようなウィクセルの信用経済モデルの枠内に入るといってよいであろう。現代の貨幣的経済学のモデルは、リカードの金属貨幣モデルから出発して、完全に貨幣を排除できることを想定するウィクセルの純粋信用経済モデルへと発展していく途上にあるといえる。

(3) ケインズ『一般理論』の投資金融モデル

ケインズ『貨幣論』(Keynes, 1930)の基本方程式のモデルは、ウィクセルの信用経済のモデルを土台とするものであった。ケインズは、ウィクセルの貨幣経済に関する構想を細部にわたって具体化していったのである。しかし、『一般理論』(1936)になると、ウィクセルとの違いがはっきりしてくる。その違いは、一つには、両者の扱った主題の違いによるものであった。

ウィクセルとケインズ『貨幣論』のモデルは、利子と貨幣が「物価」に与える影響を主として問題にしていた。これに対して、ケインズ『一般理論』では、利子と貨幣とが「雇用」に対して与える影響が主題とされていた。もちろん、ウィクセルとケインズ『貨幣論』とにおいて、雇用問題が全く考慮されていなかったわけではなかった。両者はともに、物価変動によって影響を受ける一つの重要な問題として、雇用の問題を扱っていたのである。他方で、『一般理論』において物価の問題が全く扱われていなかったわけではなかった。物価の変動は、産出量や貨幣の需要と供給に対して反作用を及ぼす要因として、分析されていたのである。しかし、このような留保条件はあるものの、ウィクセル・モデルとケインズ『一般理論』との間には、主題の明らかな違いが見出されるのであった。

ケインズ・モデルとウィクセル・モデルとの間のもう一つの違いは、両者が想定した貨幣制度の違いによるものであった。両者はともに、有効需要と雇用量との関係を明らかにしようとしていたのであるが、これらの関係を結びつける媒介となる貨幣制度については、ややちがったことを想定していた。そしてこのことが、両者の貨幣理論の違いに反映された (Hicks, 1977, pp. 72-74 (92-93))。

リカードの貨幣数量説の背後には、金属貨幣制度が想定されていたことについては、すでに述べたとおりである。すべての貨幣が硬貨であると想定されるならば、貨幣の供給は明らかに外生的に決められ、貨幣の流通速度は習慣や制度によって長期的にのみ変動するものと考えられる。したがって、貨幣量の変化は名目産出量の変化と比例的な関係を維持する。すなわち、 $MV=PT$ という先に述べた交換方程式によって、貨幣量と有効需要との間の比例的な関係が明らかにされるのであった (p. 74 (94))。

つぎにウィクセルの信用経済モデルは、その背後に信用 (銀行) 貨幣のみが流通する経済を想定していた。ここでは貨幣量の変化は説明要因とはならない。貨幣量に代わって、信用の需要と供給と、投資と貯蓄の関係とに対して、同時に影響を与える利子率の変化が重要な説明要因となる。貨幣を完全に不要なものとするほどに信用制度が発展した極限的な状況が、ここでは想定されていたことになる。

これらに対して、ケインズ・モデルは、発達した信用 (金融) 制度を前提としていた点では、ウィクセル・モデルと同じであったが、なお貨幣 (銀行貨幣) の供給が外生的に決められるとした点では、ウィクセルとは違っていた。貨幣保有は、公衆の信用制度に対する全般的な不信のパロメーターであるものと解釈された。さらに、ケインズ・モデルでは、人々が無利子の貨幣と、利子を生むその他の資産 (債券) とを同時に同じポートフォリオに保有することを如何に説明するのかということが重要な問題とされていた。ケインズ・モデルにおける貨幣は銀行預金であったから、ケインズは無利子の預金を主として想定していたことになる。預金に利子がつけられることは、銀行制度に競争が存在することを意味するから、ケインズ・モデルでは、非競争的 (独占的) な銀行制度が暗黙のうちに想定されていたことになる。あるいは、独占的な中央銀行のみ

が機能するような銀行制度を想定していたものと解釈することもできるであろう (p. 75 (94-95))。

(4) ヒックス・モデルの歴史的背景

最後に、ヒックス・モデルが係わった現代の資産市場に関しては、どのような貨幣制度が想定されていたのであろうか。現代の貨幣・金融制度は、リカードの想定した金属貨幣経済からウィクセルの純粹信用経済へと進化していく過渡期にあるものと想定される。この点に関してヒックスは必ずしも明確には述べなかったが、我々の理解するところによれば、ヒックス・モデルの背景には、貨幣以外の多様な金融資産が「流動性のスペクトル」を構成し、本来の貨幣に代替するとともに、そのような多様な金融資産を提供する金融機関（機関投資家）が金融市場の主要な構成員として、投資とそれに伴う情報を仲介するような状況が想定されていたということが出来る。このような状況は、ケインズ理論の歴史的背景であった 1920-30 年代の金融市場にはまだ十分には成熟していなかったが、第 2 次世界大戦後、とくに 1960-70 年代以降に先進国経済の金融市場において共通に意識されるようになってきた状況であった。そして、このような貨幣・金融制度を背後に想定したヒックス・モデルは、ケインズ・モデルや、その解釈を意図した IS-LM モデルとは、明確にちがった歴史的課題を担った新しいパラダイムの転換を目指したものであった、と理解することができるのである。

[2] 現代資産市場のマクロ・モデル：「核」と「マントル」と「産業」

ヒックスの「貨幣的経験と貨幣理論」(1977, pp. 45-107 (61-140)) は、彼自身によれば、ケインズ貨幣理論の一般化であり、またその完成でもあった。ヒックスの貨幣理論とケインズとの間の大きな違いの一つは、前者が後者にはなかった金融機関の存在と貨幣以外の流動的資産の市場とを明示的にモデルの中に導入したことであった。このような違いは、たんに形式的な違い以上の内容的な違いを意味していた。我々は、このようなヒックス・モデルから出発して、ケインズ理論や IS-LM モデルに代わりうる金融市場と金融政策とに関連する新しいパラダイムを構想することができると思う。以下では、そのようなモデルの構想について述べてみたい。

(1) モデルの設計

まず、ヒックスの構想から出発して、我々のモデルを設計してみよう。経済全体はつぎの 3 つの部門に分類される。

- (1) 貨幣を独占的に発行し、貨幣をその他の部門へと供給する金融市場または金融制度の「核」を構成する部門。具体的には、中央銀行と TB を発行し操作することだけの機能をもった政府の代理組織との合成部門。
- (2) 金融証券を発行して資金を調達し、産業証券に投資することによって「産業」に対して資金

を供給する競争的な金融機関（銀行など）の部門。この部門は、地球の内部構造になぞらえて、「核」を取り巻く「マントル」を構成するものと考えられた。

- (3) 経済の残余の部分、すなわち「産業」部門。なお、この部門の中には、産業企業だけでなく、家計も含まれる。場合によっては、政府部門や外国部門も含まれるが、ここでは問題を簡単にするために、これらの2つの部門は含まないこととする。これは、要するに、国内の民間非金融部門の総称である。この「産業」部門は、実物資産に投資する唯一の部門であり、そのために産業証券を発行して、「マントル」を構成する金融機関から資金を調達する。他方で、金融機関の発行する金融証券を流動資産として保有する。なお貨幣は、「産業」によっては取引のためだけに使われるが、金融機関は、貨幣を準備金として「核」に預金するものと想定する（Hicks, 1977, pp. 75-76 (96))⁴⁾。

表1 資産市場のマクロ・モデル

| | 産 業 | マントル | 核 | 差 引 |
|---------|----------------|----------------|----------------|-----|
| 実物資産 | R | | | R |
| 産業証券 | -L | L | | 0 |
| 金融証券 | f | -f | | 0 |
| 政府証券 | | TB | -TB | 0 |
| 貨 幣 | M | m | -(M+m) | 0 |
| 純資産(資本) | K _i | K _f | K _c | |

R: 実物資産額 L: 貸付金額 f: 金融証券の発行額 TB: TBの発行額

M: 貨幣額 m: 準備金額 K: 各部門（添え字で表示）の純資産（資本）額

以上の3部門は、上の表1に示したような資産と負債とをそれぞれ保有するものとする。なお、ここでは、資産についてはプラスで、負債についてはマイナスの符号をつけて表現する。まず「核」（中央銀行）は、「マントル」（金融機関）を相手に政府証券（TB）を購入または売却することによって、これらの機関に対して貨幣（M+m）を供給または吸収する。このような証券の売買操作によって供給または吸収される貨幣は、「産業」が取引のために使用する現金と金融機関が「核」に預金する準備金との合計額、すなわちベース・マネーの合計額を構成する。

つぎに「マントル」は、産業証券（L）に投資することによって、「産業」に対して資金を供給する。なお、この産業証券に対する投資は、具体的には、貸付または債券保有などの形をとる。株式については、純資産（資本）に対して発行されると考えられるので、これとは別のアプローチによって考察する。他方で「マントル」は、金融証券（f）を発行して、「産業」から資金を調達する。このような金融証券の中には、預金やCP、MMF、MMCなどのすべての短期の資金調

達手段が含まれる。これらの金融証券は、金融機関の主要な負債を構成するとともに、「産業」に対しては、貨幣に代替する流動的な資産を提供する。このような貨幣に代替する金融証券が多様に発行され流通するようになったことが現代の金融市場の大きな特徴の一つである。「マントル」は、また政府証券 (TB) を流動的な第2線準備として保有し、場合によっては、それを「核」に売却して中央銀行から資金を調達する。このようにして調達された資金は、一部は産業証券投資となり、また一部は、準備金 (m) として「核」に預金される。なお、ここでは「マントル」の保有する流動的な資産は、TB または準備金のいずれかの形をとり、現金では保有されないものとする。また、「マントル」は、ここでは一つの部門として扱われるが、やがて金融政策について論じるときには、「銀行」と、投資銀行などの「金融機関」とを区別して取り扱う。

さいごに、「産業」は、実物資産を保有する唯一の部門である。この部門は、実物資産へと投資するための資金の一部を調達するために、産業証券 (L) を発行する。その産業証券の一部は、「産業」部門内で、たとえば家計などによって保有されるが、その他の部分は「マントル」によって保有される。「核」(中央銀行) は、産業証券に対しては直接には投資しない。株式は、重要な資金調達手段ではあるが、純資産 (資本) との関係について考察するために、ここではモデルには含めない。他方で、「産業」は、金融証券 (f) を流動的資産として保有し、貨幣 (M) を取引のために保有する。金融証券の保有を減らして実物資産への投資資金とする場合には、内部金融によって投資が賄われているのである。

(2) 資産と負債の相互関係と純資産 (資本) について

つぎに、以上で述べた各部門の資産と負債が相互にどのような関係を維持し、またそれぞれの資産 (負債) がどのような機能を果たすものと考えればよいのかについて検討してみよう。まず、それぞれの資産 (と負債) は、閉鎖経済体系においては、互いに対応する負債 (資産) によって相殺され、国民経済全体では純資産とはならないことが分かる。このような中で、「産業」の保有する実物資産 (R) だけは、対応する負債を見出すことはできず、正味の純資産となる。このように、閉鎖経済体系の富または純資産 (資本) は、「産業」の保有する実物資産だけである。また、もしこのような実物資産に対する所有権を等分に表わすものが株式であるとするならば、株式発行総額は、経済全体の純資産額 (資本額) を代表することになる。

他方で、見方を変えて、今度は各部門の保有する資産と負債との関係 (表1の各列) について調べるならば、両者はつねに等しくはならない。各部門の保有する資産額と負債額との差は、会計学においては、「資本」として定義される。経済学においては、「資本」とは、産業において使用される機械・装置などの実物資産であるものと、長年にわたって考えられてきた⁵⁾。したがって、会計学の資本概念と経済学の概念とでは、明らかな対立があるように見える。しかし、これらの2種類の資本概念は、結局は同じことに帰着することについては、各部門の次のような会形式から出発して考えれば、明らかとなる。

$$\text{産業：} \quad R + (f - L) + M = K_i \quad (1)$$

$$\text{マントル：} \quad (L - f) + (TB + m) = K_f \quad (2)$$

$$\text{核：} \quad -TB - (M + m) = K_c \quad (3)$$

すなわち、「産業」においては、実物資産 (R) と金融証券 (f) と貨幣 (M) とが資産となり、また金融機関からの借入れ (-L) が負債となる。そして、それらの差額が資本 (K_i) として計上される。つぎに「マントル」においては、産業に対する貸付額 (L) と TB と準備金 (m) の保有額とが資産となり、預金を含む金融証券 (-f) の発行額が負債となる。そして、それらの差額が資本 (K_f) として計上される。最後に「核」については、ここでは TB と貨幣 (M) の発行額と準備預金 (m) の受入額とが負債となり、それらがこの部門の資本 (K_c) として計上される。したがって、「核」の純資産額は、ここではマイナスの値をとることになる。

他方で、3つの部門の資産額と負債額との差額を合計した経済全体の純資産 (資本) 額は、先の検討により互いに相殺されなかった実物資産額と結果的には等しくなる。したがって、次のような関係がつねに成立する。

$$R = K_i + K_f + K_c \quad (4)$$

この結果、経済学における資本額と会計学における資本額とは、つねに等しくなるのである。しかし、これら2種類の資本概念に関する考え方は、けっして同じものではないので、これらの概念を統合的に考えることがやがて必要となる。

ところで、(3) 式によって表わされた関係を考慮して、この (4) 式を書き換えれば次のようになる。

$$R = K_i + K_f - TB - (M + m) \quad (5)$$

この (5) 式は、我々にとって興味深い情報を提供してくれる。この式は、恒等的な会形式であって、時間的な因果関係を示唆するものではないが、「産業」の実物資産 (R) が TB とベース・マネーの残高だけ、「産業」と「マントル」の資本の合計額を下回ることを示している。言い換えれば、TB と貨幣の発行額 (保有額) が大きいほど、「産業」の実物資産は、それだけ産業と金融機関の資本の合計額よりも小さくなる。このような関係は、貸借対照表 (資本勘定) に基づいて解釈された「流動性のわな」のもうひとつ別の表現である。あるいは、つぎように見ることもできるであろう。すなわち、産業と金融機関の資本額は、たんに実物資産だけからなるのではなく、実物資産と流動的資産 (TB と貨幣) との合計額からなる。このような関係を理解することとは、貨幣的経済学における資本概念を再検討する場合の出発点である。

(3) 貸借対照表の均衡についての一考察

ヒックスは明らかにしなかったが、以上のような資産と負債に関する会計表を用いることによって、貸借対照表（資本勘定）の均衡について考えることができる。その場合に、資産の保有動機に関するヒックスの分類が役に立つ（Hicks, 1967, pp. 38-41 (53-56)）。

まず「産業」は、実物資産（R）の大部分を稼動資産として保有するであろう。また金融証券（f）と貨幣（M）とを、それぞれ準備資産と稼動資産として保有する。金融機関からの借り入れ（-L）の一部は、隠された流動資産となるが、その大部分は実物資産への投資資金を調達するために保有される負債である。「産業」の保有する実物・稼動資産（R）と金融・準備資産（f, M）との間には、安定的な成長経路をたどる歴史的局面においては、一定の比例的な関係が維持されるであろう。また実物資産（R）と金融負債（L）との間にも比例的な関係が維持されるであろう。なぜならば、このような局面においては、実物資産投資からえられる将来の所得に関する期待や、危険に対する態度は、そう大きくは変わらないものと考えられるからである。このような比例的な関係が維持されることについては、歴史的な経験からもある程度確かめられている⁶⁾。このような状態を貸借対照表の均衡であると解釈してもかまわないであろう。

このような安定的な関係が大きく変化するのは、技術革新を伴う転換期（traverse）においてであろう。このような転換期には、実物資産投資からえられる将来の所得に関する期待も、また危険に対する態度も、ともに大きく変化し、これらの要因が安定することは暫くの間なくなる。「産業」は、稼動資産の保有に対しては、著しく消極的になる一方で、同時に危険に対する過度の反応から、金融・準備資産を過剰に保有するようになる（「過剰流動性」）。このような状態は、一種の「流動性のわな」の状態であるが、このような状態は、次の投資機会を発見するための準備期間の経過的な状態でもある。ひとたび新しい投資機会が群生的に発見されれば、準備資産は減少し、これに代わって投資資産が急増する。経済は、再び活況を呈し、やがて革新的な投資は、防衛的な投資となる。企業は、それぞれの業界で存続していくためには、標準的な稼動資産を保有しなければならなくなる。その結果、雇用の増加を伴いつつ、実物・稼動資産の比率が再び増え、その他の資産や負債との間に安定的な関係が維持されるようになる。「産業」における資産の構成比率は、おおそ以上のような推移をたどるものと考えられるのである。

他方で、競争的な金融機関からなる「マントル」についても、貸借対照表（資本勘定）の均衡を考えることができる。その場合に、銀行と、投資銀行に代表されるその他の金融機関との間では、均衡を考える基準は若干相違するように思われる。

銀行の場合には、貸付は、たとえそれが短期のものであっても、回転されることが多く、投資資産というよりもむしろ稼動資産に分類されたほうがよいであろう。他方で、銀行の負債の大部分は預金よりなり、このような負債は、銀行にとっては蒸発しやすい稼動資産（負債）である。それゆえ銀行は、たえず預金の引き出しの危険に対して準備をしておかなければならない。銀行は、このような目的で、準備金（m）を保有する一方で、TBなどの第2線準備を保有し、また

中央銀行（「核」）からの借入れの可能性を確保しておく必要がある。したがって、流動性の観点から銀行資産の間に一定の比例的な関係を維持することが、銀行にとっても重要なこととなる。このような考え方は、ケインズ『貨幣論』においても示唆されていたことであった⁷⁾。

これに対して、投資銀行に代表されるようなその他の金融機関の場合には、銀行とは少し違う基準によって貸借対照表の均衡を考えることができる。これらの金融機関の資産投資に関しては、ポートフォリオ理論が示唆する均衡の概念をほぼそのまま適用することができる。投資銀行や投資会社に関しては、ポートフォリオ全体からの期待収益と危険の組み合わせを最適な状態にするように資産全体の組み合わせを調整することが絶えず求められている。これらの金融機関にとっては、「産業」の経営に対して参画することは本来の業務ではなく、新しい投資機会に関する情報を収集しながら、そのような情報に反応して絶えず資産の保有状態を組み替えるようにしておくことが求められている。資産保有の均衡については、ポートフォリオ理論の基準が適用され、また流動性の概念については、ポートフォリオ全体の期待収益の平均値からの乖離の可能性（標準偏差）によって測定される。

以上のように、「産業」が固定的（solid）な投資家として、また銀行以外の投資家が流動的な（fluid）投資家として分類されたとしたならば、銀行は本来の金融仲介機関として両者の中間に位置づけられるであろう。このようにタイプの異なる投資家によって構成される金融市場に関する分析に関しては、ヘッジャー（hedger）と投機家（speculator）と裁定仲介人（arbitrager）の3つの異なったタイプの投資家を想定してなされる先物市場の分析方法が適用されるかもしれない。その場合には、「産業」はヘッジャー、投資銀行や投資信託は投機家、銀行は仲介人をそれぞれ代表するものと想定されるであろう。

このように異なった動機づけをもつ投資家が市場を構成することを想定して行われる金融市場の分析は、大変魅力的な研究テーマであろう。そのような分析結果について、ここで先取りすることはできないが、異なったタイプの投資家から構成される金融市場の動きは、すべて同質的な投資家によって構成される金融市場よりも安定的であることは、大いにありうることである。というのも、同質的な投資家の「期待」は、同じ情報に対して同一方向に反応し、しばしば市場全体に関連するシステムティック・リスクを増幅させてしまう傾向がある（いわゆる「バンドワゴン現象」）のに対して、異なった動機づけをもつ投資家は、同じ情報に対しても異なった「期待」を形成するものと考えられるからである⁸⁾。

最後に、「核」の資産保有については、金融政策と切り離して考えることはできない。中央銀行は、自分たちの資産保有の均衡を考えて行動するよりも、むしろその他の部門の資産保有の均衡をできるだけ維持することに専念しなければならないであろう。このような金融政策については、節を改めて検討することとしよう。

[3] 金融機関と金融政策

(問題の所在と概説)

現代の金融市場に関する以上のようなマクロ・モデルを前提として、つぎに金融政策とその効果に関するヒックスの議論について検討していこう。ヒックスの金融政策論の重要な特徴のひとつは、金融政策の波及経路として、金融機関との関係をとくに重視したことであった。この点では、ヒックスの金融政策論は、後のスティグリッツの議論を誘導する役割を担ったといつてよい⁹⁾。それは、金融機関がたんに信用を供与し、投資と貯蓄を仲介して金融市場の働きを補完するだけでなく、情報伝達の中心的な中継所として機能し、さまざまな種類のリスクを自ら引き受け、また異なった経済主体の間にリスク負担の機能を配分することによって、国民経済全体に対して重要な影響を与える存在であると判断したからであった。またこのような金融機関によって仲介される金融市場は、一般的な財市場とは異なって、たんに同質的な個々人が競争し合うオークション・マーケットとして分析されるのではなく、金融機関とともに信用とリスク負担とを異なった経済主体の間に配分し、不完全な情報を中継または創造する市場として分析されなければならない。したがって、金融市場を通じて経済全体に対して何らかの影響を与えることを目的とする金融政策は、何よりもまずこのような金融機関と金融市場との間に想定される相互作用をつうじて、経済システム全体に対して働きかけなければならないのである。

ところで、このような金融機関と金融政策との関係について、ヒックスは、『貨幣理論』(Hicks, 1967)の第3章「貨幣の本質と機能：講義Ⅲ」の中で詳しく論じていた(pp. 46-60 (63-84))。我々の以下の研究は、このヒックスの叙述の解釈から出発するが、これまでの議論との間に統一をもたせるために、少し用語を変えて議論することとする。ヒックスは、『経済学の思考法』の第3章「貨幣の経験と貨幣理論」(1977, pp. 45-107 (61-140))におけるような「核」と「マントル」の分類法を用いずに、ここでは金融部門を「金融機関」と「基金」とに分類していた(1967, pp. 46-49 (63-68))。「金融機関」は、預金と貸付を取り扱う銀行に代表されるような機関のことを表わしていたのに対して、「基金」は具体的には投資信託を代表していた。我々は、議論の統一性を確保するために、前節のモデルにおいて「マントル」と呼ばれていた金融機関一般を、以下では「銀行」と「金融機関」とに分けて議論したい。

「銀行」については、ヒックスの分類する「金融機関」が預金と貸付を取り扱う銀行のことを事実上意味していたので、これを「銀行」に読み替えることには問題はないが、ヒックスの「基金」の読み替えについては、若干の説明が必要かもしれない。ヒックスは、銀行がその資産の大部分を金融・稼動資産として保有する一方で、預金に代表されるような流動的で「けっして休眠しない負債」に依存するという特徴をもつことを指摘していた。これに対して、「基金」は、そのほとんどの資産を金融・投資資産として保有するか、もしくは他の経済主体の代理として資産を運用するところにその特徴があるものとされていた。「基金」はまた、「…ある金額の資本を与

えられそれに対する収益を最大にすること以外はどのような義務も負っていない経済主体である」とされ、その負債が「休眠している」ところにその特徴があるとされていた (p. 47 (65-66))。このような「基金」は、具体的には投資信託のことをあらわすものと考えられていたが、我々はそれだけでなく、投資銀行や投資会社、またイギリスではマーチャント・バンクなども含まれると考える。保険については、一方で保険契約に基づく負債の発生に依存するが、その運営が保険数理的な原則に従う限りでは、負債の発生をある程度正確に予測することができるので、保険基金は、銀行預金のような「蒸発しやすい」負債であるとはいえない。したがって、ヒックスのいう「基金」の中には、銀行以外の多様な金融機関が含まれるべきだと考え、これらをたんに「金融機関」として一括して論じることにしたい。なお、「銀行」と「金融機関」との間のこのような区別は、前者が主として短期の金融政策の対象とされ、後者が投機に対する中期的な金融政策の対象とされると考えられるために、金融政策を論じるためには重要な区別となる。

ところで、ここで検討しているヒックスのモデルと、ケインズの『一般理論』または IS-LM モデルとの間における最も重要な違いのひとつは、先にも述べたように、ヒックスのモデルにおいては、金融機関（と銀行）が明示的にその中に登場することであった。これに対して、ケインズのモデルの中には、金融機関は明示的には登場せず、それに代わって利子生活者と投機業者が大きな役割を演じていた¹⁰⁾。このような相異は、たんなるモデルの形式的な相異にとどまらず、金融政策に関する考え方の違いに対しても重要な影響を与えていた¹¹⁾。ケインズの『一般理論』においては、利子生活者または投機業者たちが金融市場を通じて貨幣と長期債とに対する投資について選択するものと想定されていた。同書の第12章「長期期待」においては、このような個人投資家は、しばしば群集心理によって左右される投機的な活動の主役となり、市場の不安定要因の一つとなるものとされていた (Keynes, 1936, pp. 153-58 (151-56))。このようなことを前提として、ケインズの金融政策では、主として貨幣量とそれによって変動する長期利子率とを操作して、投資に影響を与えることが目標とされていた。しかし、個人投資家による貨幣の投機的な需要は、このような金融政策の目標の実現を阻止するものと考えられたのであった（「流動性のわな」）。

これに対して、ヒックスのモデルにおいては、金融機関と銀行が金融市場において主要な影響力をもつものと考えられた。これらの金融機関は、もはや貨幣を投機的な動機または準備としては保有しなくなるとともに、他方では、それらの機関の資金調達のために多様な流動的負債（証券）を発行して、金融証券の流通を仲介するようになる。その結果、貨幣は「産業」の取引のためだけに使われ、しかもそのような用途もやがて消滅していくことになるであろう。このようなヒックスの見通しは、ウィクセルの信用経済モデルが究極的に到達すべき将来の枠組みを提供するものと考えていたことによる。銀行や金融機関が大きな比重を占めるようになった現代の金融市場においては、貨幣が投機的な動機によって保有されることはめったになくなっていった。したがって、ケインズの貨幣政策のように貨幣量と利子率とを調節して、公衆の貨幣と長期債との間

の選択に対して影響を与えるというような政策は、もはや時代遅れとなっていたのである。ケインズの貨幣政策は、貨幣が投機のような能動的または自発的な動機によって保有され、しかも長期債と代替されることが想定されるかぎり、有効であったが、そのような想定そのものが現実的ではなくなっていたのである。

ヒックスの推奨する金融政策は、貨幣量や長期利子率のような単一の利子率を操作目標とするものではなかった。「産業」と銀行および金融機関の流動性一般の保有に対して圧力を加え、またそれをつうじて投資資産の保有に対して影響を及ぼすことを目標としていた。そして、長期的には、金融組織の改善を通じて、投資水準そのものを望ましい高さに引き上げることを目標としていた。それは、以下のような3段階の金融政策として、提起されたのであった。

- (1) 短期の金融政策：中央銀行は、主として「産業」または「銀行」の流動性の保有状態に対して、影響（圧力）を加えることによって、景気の過熱またはリセッションの出現、または、インフレまたはデフレによる攪乱をできるだけ抑制することを目標とする。
- (2) 中央銀行および政府は、多様な投資資産に関連する長期から短期までにわたる利子率の体系（金利スプレッド）に影響を与えることによって、または、証券市場に対して間接的な影響力を行使することによって、過度の投機的活動を抑制するとともに、他方では投資の低迷に対しては、システミック・リスクをできるだけ軽減することによって、投資を促進することを目標とする。主として「金融機関」と証券市場を通じて、政策の効果が期待される。
- (3) 長期の停滞、もしくは「投資のわな」に対しては、政府は、金融組織を改善することによって、投資水準を望ましい水準に回復させることを目標とする。このような金融組織の改善は、「銀行」と「金融機関」の両方を対象とし、これらの機関の経営を事実上の補助金などによって安定させるのではなく、会計基準の厳格な適用や、透明性（開示）の制度的な要求などによって、これらの機関の資産運用の基準を明確にし、それらのことを通じて公衆の金融システムに対する信頼を回復させることを目標とする。このような金融組織の改善は、システミック・リスクの削減へとつながる。競争の促進と信用秩序の回復とを両立させることによって、金融不安などによる不確実性と取引費用の増大に対して、対抗措置をとる。

このような金融政策は、経済変動のそれぞれの局面によって、適切に組み合わされることによって、現代の資産市場の変化に対応することが求められている。このような政策体系は、現代の理論と結び付けられることによって、旧来のケインズ政策やマネタリズム政策に代わりうる新しい政策パラダイムへと発展させることができると考える。以下では、これらの3つの政策体系のそれぞれについて、もう少し詳しく検討していこう。

(1) 「銀行」の流動性と短期金融政策

ヒックスの推奨する短期の金融政策は、「銀行」が預金債務に対して一定の安定的な比率で流動性を準備するというイギリスの商業銀行において確立され、その後世界的に普及してきた銀行

の伝統的な慣行の存在を前提に考えられたものであった。ここで、銀行の保有する流動性とは、我々のモデルにおいては、準備金 (m) と TB との合計からなるが、このような流動性の預金債務 (f) に対する比率 a を次式のように一定の水準以上に保とうとする貸借対照表の均衡を求める銀行の性向に対して、金融政策は働きかけることを意図していた。

$$(m + TB)/f > a \quad (6)$$

すなわち、健全に経営されている銀行は、第2戦準備を含めた流動的準備を預金に対してある経験的な水準よりも大きな比率で保持しておこうとする慣行を維持してきたが、そのような銀行の慣行に訴えかけて、自発的な調整を促すような金融政策がまず考えられたのである。このような金融政策は、貨幣量 (M サブライ) をコントロールして、利子率を変化させ、「産業」の投資に対して直接に影響を与えようとする旧来のケインズ政策の考え方よりも、むしろそれ以前からあったイングランド銀行の伝統的な金融政策の考え方に近いものであった。ヒックスは、短期の金融政策に関しては、このような伝統的な金融政策がなお有効であるものと考えた。ただし、そのような政策から期待される波及効果に関しては、旧来のメカニズムとはちがった経路が考えられていた。すなわち、金融政策の波及効果については、「銀行」に対する効果と、「産業」に対する効果との、2つの段階に分けて検討されていた。

まず、中央銀行のTBの売り操作 (売りオペ) について考えてみよう。実際には、中央銀行の貸出政策や外貨政策なども考えられるが、ここではTBの売買操作に限定して検討してみよう。中央銀行は、「銀行」に対してTBを売却し、「銀行」はそのTBを第2線準備として保有することになる。もし、「銀行」が準備金を減らしてTBの保有を増やすならば、金融政策の効果は、(6) 式の準備金 (m) がTBに振り替わることを招いたにすぎない。ただし、預金準備率は明らかに低下し、また「銀行」の保有する流動性は低下する。「銀行」は、「完全に流動的な」貨幣 (m) を減らして、その代わりに「多少とも流動的な」TBの保有を増やし、その結果、銀行の流動性は減少することになる。「銀行」がそのような流動性の低下をその他の資産の減少によって補おうとするならば、「銀行」信用は縮小されるであろう。だが、この第1段階では、「銀行」資産の流動性に関しては、直接的には、そう大きな変化はないものといえるであろう¹²⁾。

より大きな変化は、以上のような銀行の資産保有の変化を促した諸条件の変化によって引き起こされる。中央銀行によるTBの売り操作に対して、「銀行」が自発的に対応するためには、TBの価格が下落 (TBの割引率は上昇) しなければならない。したがって、TBの売りオペは、短期金利の引き上げを引き起こす。その結果、TB価格の低下と短期金利の上昇とは、以下のような第2段階の効果を与える。

TB価格の低下 (TB金利の上昇) は、これと競合する短期証券の価格に対して同様の効果をもたらす。銀行預金を含む多くの種類の短期証券の金利は、これをきっかけとして、いっせいに引き

上げられるであろう。短期金利の上昇は、流動的な金融資産に対してだけでなく、商品在庫などの実物・準備資産の価格に対してもやがて影響を与えるようになる。したがって、「銀行」だけでなく、「産業」の流動性もこれによって低下しはじめる。「産業」の貸借対照表における金融証券 (f) を含む流動資産の価値は、たとえ漠然としたものではあっても、年々の産出高との間になんらかの比例的な関係を維持しなければならない。このようなことが「産業」における貸借対照表 (資本勘定) の均衡であると解釈されてもよいであろう。もし、「産業」における産出高がもとのままであるとするならば、「産業」は準備資産の価値の下落によって、流動性準備の不足を意識せざるをえなくなるであろう。そのような準備不足は銀行借入によって埋め合わされるかもしれない。しかし、ちょうどそのようなときには、他方で「銀行」もまた、先に検討したように、準備資産 (TB) の価値の低下によって、流動性を低下させているものと見なければならぬ。

銀行からの借り入れ (L) の可能性によって流動性を維持するような「貸越部門」においては、このような「流動性圧力効果」は、主として「銀行」の流動性の低下をつうじて作用する。「銀行」は、流動性を回復するために、信用を制限せざるをえない。スティグリッツのいうように、現代の金融政策は、貨幣量の変化ではなく、信用量と信用条件の変化をつうじてその効果をあげることができるといえる¹³⁾。その結果、一部の「産業」では、銀行借入によって流動性の低下を補うことを断念せざるをえなくなる。それでもなお貸借対照表の均衡を維持しようとするならば、稼動資産を縮小して、流動資産の保有を増やすほかなくなる。しかし、短期の金融引き締め政策は、あくまでも景気の過熱やインフレの懸念を未然に防ぐために行われるのであって、「産業」の稼動資産の実質的な縮小を招くようなものであってはならない。消費者物価の動向を観察しながら、「産業」の稼動資産の異常な拡張とそれに伴うインフレの発生とを抑制することが、その主要な目標となる。こうして経済は、一時的に緩やかな縮小過程をたどることになる (1967, pp. 49-51 (70-71))。

以上のように、第1段階では「銀行」に対して流動性圧力を加えたにすぎなかった金融引き締め (TBの売りオペ) 政策は、「産業」の流動性の低下という第2段階の効果を引き起こして、経済の拡張過程に対してブレーキをかけることになった。もし経済がそれにもかかわらずそのまま拡張を続けていくとしたならば、恐らく「産業」または「銀行」のどちらか、またはその両方で、流動性が著しく低下し、財務内容が悪化し、倒産確率が増大するであろう。このような場合には、中央銀行は、金融の引き締め効果について、注意深く見守り、つぎの政策を検討しなければならない。事態がもっと悪くなれば、金融組織の改善を通じて、「銀行」および「産業」の財務内容の改善を指導しなければならなくなるかもしれない。こうなると金融政策は、もはや短期の政策ではなく、より長期的な視野をもった政策によって置き換えられなければならない。

以上は、いわゆる「ホートレイ効果」¹⁴⁾とは違う経路と動機づけに基づくイギリスの伝統的な短期金融政策の現代的な解釈であった。伝統的な短期の金融政策は、在庫調整という経路ではなく、流動性 (資産) 効果を通じて、現代の金融市場に対してもなお有効である。ここで重要なこ

とは、このような引き締め効果がこれまでのように貨幣量の変化によって説明されていないことである。貨幣量は不変であったとしても、売りオペ政策は、「銀行」と「産業」の流動性に対する圧力をつうじて、経済活動に対して、短期的な抑制効果を与えることができるのである。すなわち、「銀行」と「産業」とが貸借対照表（資本勘定）の均衡を求めて、健全な経営状態を維持しようとする自発的な活動に基づいて、その効果が発揮されるのであった。

つぎに、今度は、以上とは反対のTBを対象とした買いオペ政策の効果について検討してみよう。この場合には、中央銀行は、準備貨幣（m）の供給の増加と交換に、「銀行」の保有するTBを買い取ることになる。この第1段階の効果は、先の「売りオペ」とはまさに正反対になる。「銀行」の準備金は増加し、TB保有額は減少する。「銀行」は、その貸借対照表において「多少とも流動的な」TBを減らし、その代わりに「完全に流動的な」準備貨幣（m）を増やした。その結果、「銀行」の資産の流動性は増加した。このような資産構成へと、「銀行」を自発的に導くためには、TB価格は上昇（TB金利は下落）しなければならない。その結果、TB金利だけでなく、銀行預金を含む金融証券の金利もいっせいに下落する。ここまでの「買いオペ」の効果は、先の「売りオペ」の効果とまさに対称的に作用する（pp. 51-53 (71-73)）。

しかし、これに続く第2段階の効果については、これまでのような対称性は期待できない。というのは、「銀行」や「産業」の保有する金融・準備資産の望ましい水準に関しては、ある最低限を想定することができるが、その上限を画することはできないからである。そのような意味で、「銀行」の流動性の保有比率は、(6)式のような、不等式によって表現されていたのである。もし準備資産の比率が最低限以下に下落した場合には、稼動資産を削ってでも、流動性を回復させようとするであろう。これとは反対に、準備資産の比率が最低の水準を超えている限りでは、余分の準備資産が稼動資産に転換されなければならない必然性はない。このような余剰分の転換先としては、むしろ投資資産のほうが適当であろうが、そのような投資資産が増加するためには、これとは独立の別の要因が必要となる。すなわち、革新的な投資を増加させるような新しい投資機会に対する「期待」が著しく好転しなければならないのである。したがって、短期の金融政策は、経済の拡張を開始するための必要条件になったとしてもその十分条件にはならない。このことこそ、金融政策の効果について、引締め政策と緩和政策とでは非対称的となる理由なのであった。

現代の短期の金融政策は、最初に「銀行」の、つぎに「産業」の資産の流動性に対して働きかけるが、引き締め政策と緩和政策とではその効果は異なっている。引き締め政策は、景気の過度の高揚とインフレに対する懸念とを未然に予防するために極めて迅速な効果を発揮する。だが、このような短期の引き締め政策は、継続して使用されるべきではない。これに対して短期の緩和政策は、単独では、景気の回復やデフレ脱出の十分条件とはならない。もし緩和政策を有効なものとしたいならば、より長期的な視点のもとに遂行される金融政策がこれに追加されなければならない。緩和政策は、むしろ、引き締め政策の行き過ぎを修正する目的で行使される。稼動資産

の実質的な縮小とそれに伴うデフレとを引き起こすような引き締め政策は、短期の政策としては、明らかに行き過ぎなのである。以上が、短期の流動性効果を通じたヒックスの金融政策の概要と、我々の解釈である¹⁵⁾。

(2) 中期的な金融政策：投機抑制または投資促進の効果について

短期の金融政策が主として「銀行」と「産業」の稼動資産と準備資産との関係に対して働きかけるものであったのに対して、以下に検討する中期の金融政策の目標は、「金融機関」と「産業」の保有する投資資産に対して働きかけるものへと拡張される。

預金債務と顧客貸付とに拘束された「銀行」は、先にも述べたような理由で、リスク負担能力の点では一定の限界をもっている。これに対して、預金のような「蒸発しやすい負債」をもたない投資銀行をはじめとするその他の「金融機関」は、そのような限界からある程度免れている。また、これらの金融機関は、投資の分散化によってポートフォリオのリスクを軽減し、必要に応じて安全な流動的資産を保有することによって、投資収益（リターン）と危険（リスク）との両方の基準から見て最適と思われる状態に、つねに資産の組み合わせを調整することが求められている。他方で、このような「金融機関」の仲介機能は、その資金供給と情報伝達の両面から見て、「産業」の革新的な投資に対して、きわめて有益な貢献を果たすことが期待されている。「産業」が新しい投資機会を開拓し、革新的な新規事業を軌道に乗せるためには、このような「金融機関」の資金調達能力と情報収集・伝達能力とリスク負担能力とが必要となるのである。

短期の金融政策の限界を乗り越えて遂行される中期の金融政策は、革新的な投資機会の開拓をめぐる「金融機関」と「産業」との間の特別の関係に対して働きかけることになる。すなわち、短期の金融政策によっては抑制しきれない投機の過熱または過剰な投資に関しては、これらの機関と企業に対して相応するリスクの増大を喚起し、またこれとは反対に、投資の極端な低迷に対しては、システムティックなリスクの負担をこれらの機関からできるだけ取り除いてやることによって、これらの機関の自発的な投資活動を促進することが政府および中央銀行の政策目標とされるのである。

ところで、このような「金融機関」の役割と「産業」との関係に注目した金融政策については、ケインズの時代には、議論はまだ成熟したものにはなっていなかったとみることができる。『一般理論』においては、産業の固定資本投資と長期利子率との間の関係に対して議論が集中していた。そしてこの関係に関するケインズの結論は、きわめて消極的なものにすぎなかった。というのも、彼の時代には、産業の投資と長期金利との関係については、主として2つの障害があるものと信じられていたからであった。

その一つは、長期利子率の操作可能性に関する障害であった。長期利子率は、心理的・慣習的に決まるので、貨幣政策によっては操作または変更することは難しい、とケインズは考えたのであった。比較的操作しやすい短期利子率の変更を通じて、長期利子率に対して影響を与えること

が考えられたのであるが、しかし、これらの利子率の間に明確な関連のあることは、残念ながら認められなかった。利子率の期間構造については、今なお未解決の問題が多く残されている。さらに、個人投資家の「貨幣愛」が根強く残っていたために、金融政策はいわゆる「流動性のわな」に陥り、長期利子率を引き下げることに対しては、重要な障害があるものと信じられていたのであった。

もう一つの難問は、長期利子率と産業投資との関連性について提出された。ケインズは、もし長期利子率さえ十分に引き下げることができれば、産業の投資活動が活発になることについては、疑問をもたなかった。だが、『一般理論』出版直後に行われた信頼できる調査は、このような長期金利と産業投資と間の明確な関連性を否定していた¹⁶⁾。つまり、ケインズが想定した金融政策については、長期金利の操作可能性と、長期金利が産業投資に対して与える影響という2つの観点から、その効果に対しては疑問がもたれていたのであった。

ヒックスは、このようなケインズの時代の金融政策に関する議論を新しい時代の条件に対応するものに作り変えようと努力した。短期の金融政策が、いわゆる「ホートレイ効果」の新版を目指したものであったのに対して、中期の金融政策に関する提案は、「ケインズ効果」の新版を目指したものであったということができよう。まず、長期利子率は、ケインズの時代以降には、必ずしも安定的ではなくなり、周期的に変動してきたことが指摘されている。また、金融政策によって、少なくとも長期利子率と短期利子率との関係に対して影響を与えることはできるものと考えられていた。利子率は、主として2つの要因によって変化する。まず供給側の要因に関しては、さまざまな償還期限をもつ証券類の相対的な供給量に依存し、また需要側については、利子率の将来の動向に関する人々の長期期待に依存して変化するものと見ていた (p. 75)。

供給側の要因については、政府短期証券 (TB) と長期国債とに関する発行と返済の条件を調節することによって、短期利子率と長期利子率との関係にある程度変更することができる。例えば、長期利子率を低下させるためには、TBに対する長期国債の発行の比率を減少させるような政策が考えられる。ただし、このような政策が有効となるためには、中央銀行の金融政策と財務省の国債管理政策との協力関係が必要とされるであろう。アメリカのケネディー大統領の下で、トービンの発案によって行われたオペレーションズ・ツイスト政策 (長期国債の買いオペとTBの売りオペ) は、国債の償還期限を短期化し、かつ長期金利を引き下げる目的で実施された。

他方で、需要側の要因に関する観点からは、金融政策の目的の明確化 (透明性) と持続性 (一貫性) とが要求される。投機が危険な方向に向かうことを抑制するためには、金融引き締め政策が短期ではなく長期間継続されることを、投資家に期待させるようなものでなければならない。もし引き締め政策が短期間しか続かないと予想されてしまうならば、短期利子率は変化するかもしれないが、長期利子率に対してほとんど影響を与えることはできないであろう。これに対して、ケインズも指摘しているとおり、もし中央銀行が「あたかも意図的に」ある目的をもって、断固としてそのような政策を続行することを投資家に期待させるようなものであるならば、その

ような政策は効果を発揮するであろう (Keynes, 1930, vol. 1, p. 202)。長期利子率は、このように心理的・慣習的な要因によって左右される。したがって、長期利子率を変化させることを目標とする金融政策は、第1に財務省の国債管理政策との協力によって補強され、第2に政策意図の明確化と持続性によって、投資家の心理や慣行に対して、影響を与えるようなものでなければならない¹⁷⁾。

つぎに第2の論点について、検討しよう。もし長期金利が何らかの方法で変更できたとしても、そのことは産業の投資に対してどのような影響を及ぼすことができるのであろうか。ケインズは、長期金利さえ引き下げることができれば、遊休している過剰な設備は稼動し始め、雇用は回復するものと見ていたが、事態はそれほど単純ではなかった。このことは、『一般理論』出版以降の調査によっても明らかとされていた。この点に関して、ヒックスは、後年、産業の実物資産への投資には大きく分けて、革新的な投資と防衛的な投資とがあり、それぞれについて金融政策の効果は一様ではないことに注意を喚起した (Hicks, 1989, pp. 116-20 (139-43))。

産業の実物資産への投資は、実物的な側面と金融的な側面の両方から影響を与える。まず実物的な側面についていえば、増強された物理的な設備は非流動的であるため、投資の結果、産業の流動性は低下する。また金融的な側面に関しても、よほど有利な資金調達をしない限り、投資のための資金調達の結果、「産業」または「金融機関」のいずれかで流動性の低下が生じる。したがって、産業の投資によって、実物的、金融的の両側面から、流動性は一般的に低下すると見てまちがいない。

しかし、その投資が防衛的な投資か、革新的な投資かによって、流動性の低下が与える効果は異なってくる。防衛的な投資には、企業による通常の更新投資、労働力の維持のための設備の増強、顧客のニーズに対応する製品ストックの増強などが含まれる。また新しい生産技術を利用する新規設備に対する投資についても、最初の投資家にとっては革新的な投資であったとしても、追従的な競争者たちにとっては、それは競争から取り残されないようにするための防衛的な投資となる (p. 117 (139))。

これに対して、革新的な投資は、新しい生産技術を利用する新規設備の導入、新しい商品の開発やそのための市場の開拓、新しいアイデアの具体化、生産・交通・通信手段の新しい組み合わせなどに対する投資の総称である。すなわち、シュムペーターのいう「革新」と「信用創造」との関係がここで問題とされていたことになる (Schumpeter, 1911/1980, Chap. 3, pp. 95-115 (上 251-90))。先の防衛的な投資については、実物・投資資産への投資に分類されるが、同類の投資からの採算がある程度予測できることから考えれば、稼動資産へと速やかに移行しつつある投資とみなすことができる。これに対して、革新的な投資は、全く新しい分野への挑戦であり、その成果については、技術的にもまた収益的にも、全く不確実であるといつてよい。したがって、もし失敗するならば、その資産価値はなくなるかもしれない投資 (投機的) 資産として特徴づけられるであろう。

ここで、防衛的投資と革新的投資とでは、金融政策の考え方やその効果が異なるということを指摘することができる。防衛的投資は、期待収益とリスクとがある程度予測できるため、リスクを考慮した後の期待収益が長期利子率を上回る限り、投資は続行されるであろう。このような投資を金融政策によって抑制するためには、よほど強力な引き締め政策が必要となる。しかし、このような投資を抑制する必要は、実際にはほとんどない。なぜならば、金融政策の最終的な目標は、安定的な雇用機会を確保することにあるのであって、稼動資産を増強させる防衛的な投資は、当面はそのような雇用機会の拡大に資するものと考えられるからである。

これに対して、革新的投資に関しては、将来の収益や危険について人々はまったく不確実であるため、金融政策に対して敏感に反応することが考えられる。金融政策の変化に対して反応しないような新規投資は、実際には不確実な投資ではないのである。『資本と時間』(Hicks, 1973)の中では、このような革新投資のためには、相応の準備期間と建設期間とを要し、この期間には収益と支出の関係は逆ザヤとなり、支払不能となる危険が増大することが指摘されていた (pp. 14-19)。このような支払不能の危険を回避するためにも、何らかの方法で流動性や信用を確保することが必要となる。したがって、金融政策の影響は、防衛的投資よりも革新的投資に対するほうが強力に作用するであろう。

ヒックスの分析は、ほぼ以上にとどまったが、我々は、さらに先にまで議論を進めることができるように考える。ヒックスの分析の意義は、これまでの金融政策の常識に対して、中期の金融政策もしくは投機的活動に対する政策の必要性を指摘したことにあった。それでは、短期的な金融政策だけでなく、何故中期的な金融政策が必要とされるのであろうか。それは、資本主義経済がたんに循環的な景気変動によってだけでなく、投機の異常な過熱または投資の極端な低迷によって、時折苦しめられてきたからである。投機の異常な過熱は、生産的資本の適切な配分を攪乱し、ブームが去れば、やがて利潤を生まなくなる（損失の原因となる）大量の不良資産を排出し、資源のミス・アロケーションを結果的に生み出す原因を作り出すことが歴史の経験を通じて明らかにされてきた。多くの金融機関がその結果として破綻し、金融システムに対する公衆の信頼が失われてきた。そして、ひとたび失われた信用が回復するためには、長い期間にわたって多くのことが犠牲にされなければならなかったのである。他方で、投資活動の著しい停滞は、ふつうは異常な投機の失敗の後に訪れるのであったが、稼動資産の機能を麻痺させて、新しい雇用機会を極端に縮小させるだけでなく、既存の固定的な雇用機会をも奪ってしまう。したがって、投機の過熱も投資の停滞も、両方ともに、現代の資本主義経済の明らかな弊害となってきたのであった。

しかし、旧来からの貨幣政策によっては、このような投機の過熱や投資の低迷に対しては、有効に対処できる手段をもつことができなかった。危険な投機の過熱を見分ける兆候は、株式や不動産などの資産価格の異常な値上がりであるが、消費者物価の動向に注目してきた旧来の金融政策においては、このような資産価格の変動を政策変更の重要なシグナルとすることはできなかつ

た。また中央銀行が資本市場に直接的に介入することは、長い間一種のタブーとされてきたのである。これらのことは、伝統的な貨幣政策が現代の経済において無力であり続けてきた有力な原因となってきたのである。バブル経済期に投機の過熱を防止できなかった一つの理由は、日本銀行がここで検討している中期の金融政策を実施できなかったことによる。

投機と企業との関係に関する『一般理論』(Keynes, 1936)におけるケインズの叙述は、投機に対する政策に関して重要な示唆を与えている。投機は、企業活動と無縁な領域にとどまる限りでは、無害にすることはできるが、ひとたび企業が投機の渦の中に巻き込まれると、やがてそれは重大な弊害をもたらすことになる。このような投機を沈滞させるためには、企業リスクか信用リスクのいずれか一方が高まれば、それで十分である。投資家の将来に対する楽観はそれによって消滅し、これに変わって今度は極端な悲観が支配するようになるであろう。これに対して、投資の停滞から脱出するためには、企業の長期的な見通しの改善と信用の回復とが同時に起こらなければならない。しかし、そのような好都合な状態を保証するような特効薬はまだ見つかっていない。このことが、経済が長期的な停滞から脱出することが著しく困難であることの原因となってきたのである (p. 158 (156))。

しかし、このようなケインズの指摘から、少なくとも投機を抑制するための手段に関しては、重要な示唆が引き出されることを見逃してはならない。危険な投機の傾向を抑制するためには、企業リスクか信用リスクのいずれか一方が高まればよい。あるいは、リスクに対する人々の態度を変えることはできないとするならば、そのようなリスクをあえて負担する収益に対する期待を打ち砕くことによって同じような効果が期待できる。中央銀行は、「銀行」や「金融機関」との間に形成されてきた情報のチャンネルを使って、これらの機関のリスクに対する見通しや態度に対して影響を与えることは不可能ではない。アメリカ連邦準備制度のグリーンズパン議長は、在任期間中に、しばしばそのような情報操作によって、金融政策の効果を高めてきたといわれている¹⁸⁾。あるいは、外国資本の投機的活動が主要な混乱の原因となっていることが確信されたならば、あえてグローバリゼーションの世界的傾向に逆らってでも、資本市場の自由化に対して規制を加えるような政策を実施することも必要である¹⁹⁾。

他方で、中央銀行は、財務省と協力して、長期金利と短期金利との関係を変えることによって、投機活動を押さえ込むことができるかもしれない。また長期金利については、ヒックスがいうような手段によって変更できるかもしれない。あるいは、一定の長期金利の水準を与えられたものとしたとしても、TB金利や公定歩合を(したがって預金金利も)変えることによって、長期金利と短期金利との間のスプレッドを変えることはできる。我々のモデルでは、産業証券(L)の金利とTB金利との間のスプレッドは、「銀行」または「金融機関」の利ざやを意味する。それは、また「産業」が流動性を信用によって保持するための機会費用として考慮されるであろう。いずれにしても、投機の過熱するような時期には、「銀行」や「金融機関」の投資リスクも全般的に高まっているはずであるから、このように高いリスクに対して、金融機関の収益率(利ざ

や) が突然に縮小するならば、投資収益の見込みにとりわけ敏感な「金融機関」は、過大なリスクをあえて負担することを躊躇するにちがいない。また機関投資家の流動性に対する考え方は、「銀行」や「産業」と同じではなく、資産全体に対して一定の比率で流動的資産をつねに保有するわけではなく、期待収益とその平均値からの乖離(分散)に依存して、彼らの対応は変化する。したがって、金融政策によって、もしそのような危険もしくは流動性の指標を変化させることができるのならば、それによって機関投資家の投資行動に重要な変化が引き起こされるであろう。中央銀行の金利政策は、投機の過熱に対しては、機関投資家の行動の変化を呼び起こすことによって、有効に作用することが期待できるのである。

ポートフォリオ理論は、歴史的には、とくにアメリカの資本市場における投機の失敗をきっかけとして、多くの機関投資家によって実践的に採用されてきた理論であった。中期の金融政策は、このような機関投資家の資産管理の均衡に関する理論に訴えかけることによって、その効果を挙げることをねらったものである。安全資産(TB)と危険資産(産業証券)との間の収益率に関するスプレッドが縮小するならば、これらの機関投資家は、危険資産を減らし、安全な流動的資産への投資を増大させるであろう。このような変化に対しては、中央銀行は、TBの売りオペによって対応することができるであろう。機関投資家の危険資産への投資態度の変更は、株式投資や土地投機に対しても抑制効果をもつにちがいない。

このように、危険な投機の過熱に対しては、短期の金融政策ではできなかった政策が採用されるであろう。だが、これと対称的な政策が投資の停滞に対してそのまま適用されるわけではない。このような意味では金融政策の非対称性が中期の金融政策に関しても妥当するものといわざるをえない。投資の停滞から脱出するためには、企業の見通しの好転と信用の回復とが同時に必要とされるのであるが、投資が全般的に停滞するような時期に、このような好都合な状態を保証するような政策を中央銀行に期待することはきわめて困難なことなのである。このような時期には、たとえ短期金利と長期金利とを同時に引き下げることができたとしても、企業の期待収益の見通しはそれ以上の速度で低下し、他方でリスクに対する態度は極端に危険回避的となっていると見なければならない。その結果、「銀行」と「金融機関」と「産業」のすべての部門において、危険資産への投資は著しく縮小し、その半面で不良資産と流動性の保有とが不釣り合いな規模で拡大してしまう。これが現代における「流動性のわな」の状況であろう。

もともと、このような投資の全般的な停滞は、危険な投機の過熱を金融政策によって予防しきれなかったことから起こったことであった。このような金融政策の失敗が「バブル経済」とその後の不況をもたらし、このような状況からの脱出に多くの犠牲が払われたことは、まだ記憶に新しい。このような状況では、中期の金融政策は、ほとんど有効ではなくなり、それに代わって、より長期の金融政策が必要とされるのであった。

(3) 長期の金融政策：金融システムの改善

最後に残された問題は、過剰な投機の渦の中に企業が巻き込まれることを中期の金融政策によっても防ぎきれなかったことの反動として、経済が長期の停滞局面に突入した後で、そのような停滞から脱出することに役立つような金融政策が果たして考えられるのかという問題である。この問題は、理論的な問題というよりも、すぐれて歴史的・経験的な問題である。市場経済が現在のように発展するようになってから今までには、資本主義経済は、幾度となくそのような長期の停滞を経験してきた。そして、そのたびにそれぞれ異なったやり方で、停滞から何とか脱出してきたのであった。日本においても、1920-30年代と1990年代以降とに、そのような停滞からの脱出が問題となったが、日本経済は試行錯誤の末に、何とか停滞から脱出することができた。もちろんそのような経済回復がすべて経済政策の結果であったということとはできないが、結果的に回復を援護することになった経済政策は、通常の金融政策というよりも、むしろ「金融行政」と呼ぶにふさわしい政策であった。その政策は、はじめは多くの金融機関や産業企業の破綻に対処するにすぎないものであったが、そのうち金融システム全体に対して何らかの改善を促す政策へと発展していったのであった。我々は、このような「金融行政」を含めた広義の「金融政策」について、ここで論じることにはしたい。なぜならば、これまで検討してきた短期と中期の金融政策と、長期の金融政策とは、密接に関連しあっており、これらをすべて広義の「金融政策」として、一括して議論することが必要であると考えからである。また、このような広義の「金融政策」こそ、ヒックスが『貨幣理論』(1967)の第3講の中で、長期にわたる停滞から脱出するための金融政策として、議論したことにほかならなかったのである(pp. 57-59 (78-82))。

ケインズは、『一般理論』(Keynes, 1936)において、このような広義の金融政策について議論しようとはしなかった。彼が「流動性のわな」について議論するときに想定した状況は、経済の長期的な停滞局面であり、またそれに対処することに思い悩んだことは、そのような停滞からいかにして脱出することができるかということであった。しかし実際に検討された政策は、(1)と(2)ですでに検討してきた短期と中期の金融政策であった。その結果、彼は金融政策に対しては、消極的な期待しかもてなくなり、その代わりに財政政策による有効需要の拡大策に対してより多くのものを期待することになったのであった(1936)。

これに対してヒックスは、停滞からの脱出はすぐれて長期の問題であり、経済をたんなる循環的な不況から回復させるための短期の金融政策によっては対処できないと論じた。ケインズの誤りは、実際には長期の停滞からの脱出を問題としながら、短期の金融政策と長期の金融政策とを区別しなかったことにあった。短期の問題に関する限り、金融政策によって不況からの回復を図ることは難しいことに関してケインズの言ったことは、彼の時代の状況を考えた場合には、全く正しかった。なぜならば、投機家が危険を回避するために貨幣を無制限に保有するような状況の下では、貨幣当局が金利を引き下げるために貨幣供給を増やしたとしても、その貨幣のほとんどが投機的な動機によって保有されてしまい、金融政策は無効にされてしまうからであった。これ

は、まさにケインズが論じた「流動性のわな」の状況であった (Hicks, 1967, pp. 57-58 (79-81))。

しかし、現代の停滞に関しても、同じようなことがいえるかどうかは疑わしい。ヒックスは、相当の期間にわたって貨幣が投機的動機によって保有され、大量の貨幣残高が保有されることはありうるが、現代ではそのような状況が無制限に続くと考えすることはできないと述べている。投資資産は、究極的には投資収益を目的とするから、短期と同じように長期においても、「わな」が作用するとは考えられない (p. 58 (80))。ケインズが誤っていたのは、流動性の保有があたかもどんな場合にも投資の阻害要因になるという印象を与えてしまったことにある。流動性の保有は、後に述べるような条件が金融組織の改善によって整備されるならば、よりよい投資機会を開拓するための時間と資金の源泉とを投資家に保証し、停滞からの回復をむしろ促進するということができるのである。

このような長期の問題に対する場合には、狭義の金融政策だけによっては、不十分であり、金融組織の改善を含む広義の「金融政策」が必要となる。この点がヒックスの金融政策論が示唆したもっとも注目すべき点ではなかったか、と我々は考えている。それでは、一体どのような金融組織の改善が、長期の停滞から経済を脱出させるために役に立つというのであろうか。ヒックスは、この問題に答えるために、我々が先に検討したような金融市場に関するモデルを想定して考察を進めた。すなわち、「核」を中心に、その周りに「マントル」を、また一番外側に「産業」を配列させた同心円よりなるモデルによって、この問題を議論しようとしたのであった。そして、そのような議論の中で、「銀行」以外の「金融機関」の機能を向上させることに対して、金融組織の改善に関する政策の力点を置いていたのである (1982, pp. 209-73)。しかし、彼は、このような金融組織の改善が何故停滞からの脱出のために役立つのかということについては、それ以上説明しようとはしなかった。そこで、我々は以下において、このようなヒックスの議論を補い、かつ拡張してみよう。

まずヒックスが何故銀行以外の「金融機関」の機能の向上を金融組織の改善策として強調したのかということについて考えてみると、その理由の一つは、銀行のリスク負担能力の限界から出ていたことが分かってくる。銀行は、先にも述べたように、預金と顧客貸付とによって拘束されているために、リスク負担の点で一定の限界をもっている。とくに長期の停滞局面では、貸出を制限し (信用割当)、TBと準備金を含む流動的準備資産を過剰に保有することになる (現代の「流動性のわな」)。これに対して、「金融機関」は銀行のような特別の流動的な負債や資産による拘束からある程度自由に、ポートフォリオを流動的に組み替えることができる。さらにまた、アメリカの投資銀行に典型的に見られるように、これらの「金融機関」の中には、TBのプライマリー・ディーラーとして短期証券市場の中心的なマーケット・メイカーとなるものがある。したがって、「産業」や「銀行」の流動的準備資産を投資資産へと転換させるためには好都合な立場にたっている。もし、このような「金融機関」が新しい投資機会に関する情報の収集に卓越するようになるならば、これらの機関は、経済の停滞から脱出し、革新的な投資へと「産業」を鼓舞

する上で重要な役割を果たすことができるようになるであろう。このような理由から、投資銀行をはじめとする「金融機関」の資金仲介機能と情報収集およびリスク負担能力の向上が、長期の停滞からの脱出を図るための広義の「金融政策」の中心に位置付けられたものと理解されるのである²⁰⁾。

しかし、「銀行」と「金融機関」との間の役割分担は、我々のモデルの前提だったはずである。ここで何故改めてそのような分業の利点が強調されなければならないのであろうか。じつは、銀行とその他の金融機関との間の役割分担や、機関投資家に特有のリスク負担などについては、長い間の歴史的経験を通じて、金融業務に関する慣行や制度によって築きあげられてきたことなのであった。そしてそのような金融業務をめぐる役割分担のシステムについては、時代の環境の変化によって、修正または再編成されてきた。したがって、英米などの先進国においては、他の国々に比べて、分業による効率性は高いがそれはまだ完全なものではなく、日本などの金融後進国の市場においては、このような分業の機能整備そのものが広義の金融政策の中心的な課題とされるべきなのである。

さらにまた、「銀行」が預金に対して一定の比率でTBや準備金などの流動性の保有を維持することは、銀行の貸借対照表の均衡条件であったが、このような流動性比率を法的な強制や勧告などを通じて厳密に守らせるようなシステムを導入することも長期の金融政策の重要な柱とされるのである。「金融機関」の貸借対照表の均衡条件は、ポートフォリオ理論が教えるような安全資産と危険資産の集合との最適な組み合わせによって示されるが、このような資産保有の状態をどの程度実現しているかということ、法的な強制を通じて開示させることが広義の金融政策の中に含まれなければならない。「銀行」や「金融機関」がそれぞれの貸借対照表の均衡に留意して資産を慎重に構成するならば、短期または中期の金融政策は有効に機能したのであろう。これらの金融政策は、「銀行」や「金融機関」がそれぞれの貸借対照表の均衡を自発的に求めることを前提して、それらの機関の資産保有に対して効果的に働きかけることを狙ったものであったからである。別の見方をするならば、長期の金融政策は、「銀行」や「金融機関」がこのような均衡条件を遵守せず、過剰な投機的活動に巻き込まれることを制御できなかった結果として必要となったと見ることができる。したがって、「銀行」や「金融機関」が資産の均衡を追求することを制度的に強制または指導することを目標とする広義の金融政策は、経済を停滞から脱出させるための長期の金融政策なのである。

広義の「金融政策」の最終的な目標は、金融制度から「不確実性」と「取引費用」をできるだけ取り除くことによって、「産業」の投資水準と投資効率を高め、雇用機会を拡大することである。このような政策の要点は、個々の「銀行」や「金融機関」の資産保有の均衡条件に干渉するものと、情報公開に関連するものとの2つに大きく分けられる。

まず、個々の機関の資産保有に対する干渉に対しては、これまで多くの抵抗があった。「銀行」が流動性比率を守り、また「金融機関」がポートフォリオの均衡条件をできるだけ実現する

ことは、個々の機関の自発性に任されるべきであり、中央銀行や規制当局はこれに対して干渉すべきではないと考えることもできたかもしれない。しかし、銀行やその他の金融機関がそれぞれの資産保有の均衡を守るような慣行は、経済活動の発展につれてどうしても避けることのできない「不確実性」や「危険」に対して個々の機関ができるだけ対処しようとしてきた工夫の一つとして、金融機関の破綻の歴史的な経験を通じて、長年にわたって形成されてきたものにほかならなかった。中央銀行や政府の指導によって、そのような破綻とその後の建て直しに要する費用を節約することができるのなら、節約された資源を雇用機会の拡大を伴う生産的な投資に振り向けることができるであろう。しかも、個々の機関の破綻は、連鎖倒産を引き起こし、個々の機関の負担するリスクを超えて経済全体の蒙るシステムック・リスクを拡大させるであろう。個々の機関によっては対処することのできないシステムック・リスクに対して重点的に対処することこそ、広義の金融政策の重要な任務なのである。

このようなシステムック・リスクに対処する政策として、近年中心的に議論されるようになってきている金融政策の手段は、スティグリッツも指摘したように、預金保険と自己資本比率規制である²¹⁾。このような政策手段は、ともに本来は預金の一斉引き出し（取り付け）と貸付資金の回収不能とに備える目的で、「銀行」に対して導入されたものであった。預金の引き出しや貸し倒れの被害は、個々の銀行にとどまらず、金融システム全体に波及する傾向がある。このために、このような危険に備える政策は、長期の金融政策の重要な柱に加えられるであろう。ただし、預金保険は、近年保険一般について議論されるようになってきているように、被保険者たちのモラルハザードを引き起こしやすい。そこで銀行の自己資本比率に対する規制が同時に要求されるようになったのである。しかし、これらはもともと銀行の倒産または支払不能に伴うシステムック・リスクに備える目的をもつ広義の金融政策の手段として考案されたものであった。これと同じような対策は、銀行以外の「金融機関」に対しても適用されて悪いわけではない。なぜならば、MMFや中期国債ファンドなどの金融商品は、近年、銀行預金と同じような決済機能をもっているため、「金融機関」の倒産や支払不能は、銀行の場合と同じようなシステムック・リスクを経済全体に対して与えるからである。いずれにしても、システムック・リスクに対して重点的に対処し、経済全体の「不確実性」と「取引費用」をできるだけ軽減することが広義の金融政策の目標とされなければならないのである。

金融制度に特有の「不確実性」や「取引費用」を軽減させるために近年もっとも注目されてきているもう一つの主要な政策は、情報の不完全性に関連するものである。かつては銀行やその他の金融機関の資産についてできるだけ秘密にしておくことが、むしろ公衆の信用不安を回避し、金融に関連する守秘義務を果たす上で望ましいこととされてきた。このために、銀行をはじめとする金融機関の情報公開は、もっとも遅れた分野の一つとされてきたのである。しかし、情報の不完全性が株式市場をはじめとする公開市場の効率性を損なうことが近年ますます強く主張されるようになってきている。情報の不完全性は、「不確実性」と密接に関連する。銀行をはじめと

する金融機関の資産運用に関する情報を公開することは、人々の自発的な経済行動によっては回避できない種類の「不確実性」を軽減し、資産市場の透明性を向上させることが次第に分かってきている。このような情報公開は、各種の金融取引に関連する手数料や課税を軽減することとともに、金融市場に対する最大の障害となっている「不確実性」と「取引費用」の問題の解決に近づくための重要なステップとなることは確かであろう。またこのような金融政策は、金融システムに関する人々の信頼を向上させ、システミック・リスクを軽減することによって、ひいては投資銀行をはじめとする「金融機関」のリスク負担能力を向上させる要因となるであろう。

(4) 日本における金融制度改革の歴史に関する一考察

さいごに、日本の金融制度を考える上で重要な改革となった1920-30年代の金融制度改革と現代の改革とを比較することは、広義の金融政策について考える場合に、重要な参考となるであろう。広義の金融政策は長期の政策なのであって、それゆえ、それぞれの時代の歴史的な環境と直面する政策課題(issue)の違いによってさまざまに異なり、一律に議論することはできない。前の時代に成功したのと同じ政策が成功するとは限らないだけでなく、むしろ前の時代と同じ政策をちがった環境の下で適用しようとして失敗した例は歴史上枚挙にいとまがない。

井上準之助をはじめとする1920-30年代の日本の指導者たちの先例となった改革は、1880-90年代の松方正義による金融制度改革であった。松方は不換紙幣の乱発によるインフレを納め、脆弱な財政基盤を改善するために、財政の緊縮と、日本銀行を中核とする銀行制度の整備と、最終的には金本位制の実施とを主要な金融制度改革とした。その結果、日本の今日に至るまでの金融制度の基本線が引かれた²²⁾。

1920年代に日本が直面した環境は、たしかにある側面からみれば、松方の時代のそれによく似ていた。第1次世界大戦後の「バブル経済」後のインフレと、財政と国際収支の赤字に直面し、政府は財政の緊縮と金本位制への復帰を共通の政策課題としていた。しかし、小銀行の乱立と金準備の流出とによって悩まされていた日本政府の政策的な課題と、金本位制度が以前のように機能しなくなっていた国際的な経済環境とは、松方の時代とは全くちがっていた。このような環境の中で、松方の先例にならって、財政の緊縮と金本位制への復帰という政策を断行した井上の経済政策は、見事に失敗した。その大きな原因の一つは、歴史的な環境の違いと諸条件の変化とに対して、井上が政治的な理由のために柔軟に対応できなかったことによる²³⁾。

他方で、銀行合併を指導して、小銀行の乱立を一掃し、国債の日銀引受を断行した高橋是清の金融制度改革は成功を収めたものと、長い間、歴史的に評価されてきた。しかし、当時の改革論議を詳しく調べると、この改革にも多くの問題があり、そのような問題点を検討してこなかったことが、1990年代の金融制度に対する一般的な信用不安の遠因となっていたことが分かってくる²⁴⁾。

1927年の金融恐慌で倒産した多くの銀行は、台湾銀行や十五銀行をはじめとする大銀行で

あった。当時の銀行制度の欠陥は、大多数の銀行の規模が零細であったことではなく、むしろ、ほとんどの銀行が特定の企業に貸出先を固定化または集中するとともに、資産の健全性を維持するための流動性比率などの基本的な条件を満たそうとしなかったことによる。したがって、銀行合同や、それに伴う銀行の規模の拡大は、それ自体では、根本的な解決策とはならなかったのである。このような問題点は、当時の金融制度調査会でも詳しく論議されていた。この調査会の委員たちは、銀行の預金準備率を制定することや、銀行その他の金融機関に対して資産の公開や報告を義務付ける改革案についてしきりに議論していたのである。しかし当時の政府（大蔵省）は、大部分の金融機関がそのような条件を満たすような資力をもたないと判断して、改革を先送りにした。その結果、資産保有の健全性などの重要な事項については、明確な規則によってではなく、大蔵省による行政指導に一任され、また預金保険などの重要な改革については、公的資金による破綻銀行の無制限な救済策と合併政策によって事実上置き換えられていったのである²⁵⁾。いわゆる「護送船団方式」の開始であった。

その結果、重要な金融制度改革は、じつに「バブル不況」後の1990年代まで持ち越されたのであった。この時期には、一方で、銀行合併と公的資金を導入した安易な銀行救済策は相変わらず繰り返されたが、他方でようやく、自己資本比率規制や不良資産の公開などの金融機関の資産管理に関する規制が本格的に議論されるようになった。金融システムの危機が一段落した2006年になって、ようやく投資水準が回復し始めたが、これは超緩和政策（「ゼロ金利政策」から「量的緩和政策」へ）というような短期の政策の効果ではなく、金融機関の資産の健全性を確保しようとする規制を含む長期の金融政策がようやくその効果を部分的に発揮し始め、信用不安が緩和されたことによるものと評価することができる。流動性の操作による短期の金融緩和政策は、先にも述べたように、長期の停滞から脱出するためには、その効果をほとんど期待できないのである。金融機関の資産の健全化と透明性とによって、金融制度に対する公衆の信頼を回復することこそが、システミック・リスクを軽減しようとする広義の金融政策の要点なのである。

[4] 要約：現代の資産市場と金融政策

以上のような検討を踏まえて、現代の資産市場に対応する金融政策に関して、表2のような一覧表によって要約できると考える。我々は、これまでのような単一の貨幣政策を想定するのではなく、「金融行政」または「金融規制政策」とこれまで呼ばれてきたような長期的視点に立った金融に関連する政策をも含めた「広義の金融政策」について問題にすることにした。短期、中期、長期という3段階に分けられる包括的な政策を考えることが、現代の資産市場に対応した新しい金融政策のパラダイムとなるのではないかと考えるからである。

表2 現代の金融政策のパラダイム

| | | 短期 | 中期 | 長期 |
|----|----------------------|--------------------------------|--|--|
| 1) | 適用の状況 と 政策サイクル | 景気循環 物価変動 2-3 年 | 投機の過熱 投資の停滞 資産価格変動 10-20 年 | 長期の停滞（デフレ） 投資・雇用水準の低迷 倒産確率の上昇 30-50 年 |
| 2) | 政策手段 | 信用量と流動性 短期金利 TB オペレーション | 資産価格の調整 長短金利スプレッド 情報と「期待」 | 金融システムの改善 投資銀行機能の活用 自己資本比率規制 情報開示の制度化 |
| 3) | 働きかける機関 | 「銀行」 | 「金融機関」 | 「銀行」と「金融機関」 |
| 4) | 波及経路 | 稼動資産に対する 準備資産の関係 (流動性比率) | 投資資産と準備資産の 関係 リスクとリターンの均 衡（最適ポートフォリ オ） | 資産構成の均衡回復 システミック・リスク の軽減 |
| 5) | 最終目標 | 物価安定 (貨幣価値安定) | 異常な資産ブームの沈静 投資停滞の予防 | 投資・雇用水準の回復 資本・資源利用の均衡 不確実性と取引費用の 軽減 |

上の表から読み取れるように、「短期の金融政策」は、イギリスの伝統的な「貨幣政策」を継承し、また、いわゆる「ホートレイ効果」の新版を狙ったものである。この政策の目標は、物価を安定させ、貨幣価値をできるだけ不変に保つことである。このような目標こそ、中央銀行に課せられたもっとも基本的な任務である。政策のサイクルは、2—3 年ともっとも短い、物価の動向によっては、それよりももっと頻繁に変更されなければならないこともある。旧来の「貨幣政策」との違いは、貨幣量を操作して、物価や利率に直接影響を与えることを目標とはせず、「銀行」の稼動資産（L）と流動的準備資産（m+TB）との関係やその構成に対して影響を与え、「産業」に対する信用量（L）の変化を通じて経済活動に対して間接的な影響を与えようとするものである。現代の信用経済においては、貨幣量そのものは、主要な政策変数ではなくなっているという見通しがこの政策の背後にある。貨幣量の操作に代わって、TB のオペレーションをつうじて、「銀行」の流動性を変え、銀行信用の変化を通じて、「産業」の活動水準に影響を与えることを狙っている。このような政策は、「銀行」が稼動資産に対する準備資産の比率を一定の水準以上にすることによって資産の均衡をつねに守ろうとする慣行が定着していることを利用して、「産業」に対する信用の量や条件を変えようとするものである。また、多様な種類の短期証券が貨幣に代替する「流動性のスペクトル」を構成する現代の資産市場の特徴に対応しようとするものである。

「中期の金融政策」の目標は、1980年代後半の日本のバブル経済においてみられたような異常な資産ブームを沈静化させることにおかれる。ブームが異常かどうかを見分ける基準は、資産価格の変動である。資産価格の変動がこれまでの歴史的な経験から見て、異常に高い（または低い）レベルに達しているならば、そのことは資産ブーム（またはスランプ）の有力な徴候となる。短期の金融政策が主として消費者物価の動向を指標としたのに対して、この中期の金融政策は、株式や土地の価格に代表される資産の市場価格に注目する。資産価格の変動によって見分けられるこのような資産ブームを制御することが何故重要かという、それは投機ブームが破綻した場合には、今度はその反動として極端に悲観的な「期待」が支配し、その結果、投資と雇用の水準が極端に圧迫されることが歴史的経験を通じて明らかにされてきているからである。また、異常な投機ブームそれ自体についても、それが資源配分や倫理的関係などの多様な側面から伝統的な社会関係に対して破壊的な作用を及ぼすことが分かってきている。

中期の金融政策の主要なターゲットは、投資銀行を初めとする銀行以外の機関投資家である。中央銀行は、これらの「金融機関」がリスクとリターンとの観点からつねに最適なポートフォリオを維持しようとする慣行が定着していることを利用して、そのような「金融機関」の資産構成に働きかけて、金融政策の効果を引き出そうとする。すなわち、これらの「金融機関」との間に結ばれている情報のチャンネルを使って、リスクとリターンに関する情報を操作して、これらの機関の将来に対する見通しに影響を与えることによって、異常な資産ブームを沈静化させようとする。また、機関投資家のリスクに対する態度が変わらないとするならば、長期と短期の金利スプレッドに影響を与えて、リスクに見合わないような収益に対する見込みを形成させる。このようなことを通じて、投機の過熱を沈静化させようとするのである。

他方で、中期の金融政策は、資産ブームを沈静化させることに対してはその効果を発揮するが、投資活動のスランプから抜け出すためには、これと対照的な効果を必ずしも期待できない。この点では、短期の金融政策と同じような金融政策の効果の非対称性が中期政策についても確認される。しかし、そのことは重大な障害とはならない。なぜならば、投資と雇用の水準を圧迫するような長期の停滞は、大体は異常な投機ブームが破綻した後に起こっており、中期の金融政策は、このような投機の過熱を制御することに力点を置いているからである。投資活動のスランプに対しては、もっと長期の金融政策の助けがどうしても必要とされるのである。

最後に「長期の金融政策」は、短期および中期の金融政策によっても防ぎきれなかった異常な資産ブームが破綻し、今度はその反動として、投資水準の極端な低迷が支配するような長期の不況または停滞（デフレ）の局面に適用される。このような時期には、企業や金融機関の倒産確率もまた異常に高まっている。このような状況に対して、これまでの政府は、しばしば公的資金を使って、破綻した金融機関を救済したり、合併を促すことによって、対処してきた。しかし、このような救済政策は、金融機関の間にモラルハザードを引き起こし、競争を停滞させ、かえって金融機関に対する人々の信頼を損なうこともまた分かってきている。このようなときこそ、政府

は中央銀行と協力して金融システムの根本的な改善を図り、金融システムに対する信頼の回復と投資水準の向上とに努めるべきなのである。

長期の金融政策の必要は、これまでは30年から50年以上のサイクルで起こっている。したがって、ある時代の金融制度改革から次の時代までにはかなりの時間が経過し、その間に諸条件や問題の性質が変化しているために、以前に成功したように思われるのと同じような政策が採用されたとしても、同じような効果は望めない。そればかりか、ふつうはそのような政策は時代遅れとなり、その結果、信用不安はますます高まることになる。1880-90年代の松方改革に習った1920-30年代の井上の改革、また1930年代前半の高橋是清の改革の再来を狙った1990年代の宮沢元首相の改革など、そのような失敗例には事欠かない。長期の金融政策は、それぞれの時代の環境と係争問題に直接対決しなければならないのであり、それゆえいかなる時代にも通用する万能薬があるわけではない。

現代の金融システムの改善の焦点は、それぞれ異なった種類の金融機関に適合する資産構成に関する均衡基準を明確にし、そのような基準を自発的または強制的に守らせるようなシステムを作り出すことにある。「銀行」の流動性比率の尊重や、「金融機関」の最適な資産構成などは、歴史的に築かれてきた重要な均衡基準である。自己資本比率に関する規制は、預金保険と一体となって、銀行その他の金融機関の資産の健全性を保つための基準として、近年、国際的に広く認められてきている。自己資本比率は、金融機関の倒産確率と有意の関係があることが分かっている。もちろん、公表される自己資本比率それ自体は、その経営体の資産の健全性を必ずしも保証するものではない。しかし、このような明確な基準を設定して、そのような基準を守らせるように指導することによって、金融機関の経営に対する規律付け（ガバナンス）が一步前進するということは大いにありうることであろう。あるいは、金融機関の将来の現金収入と支出との間のバランスを適切な利子率で割引いた現在価値（discounted cash flow; DCF）をその金融機関の資本評価額とするという基準を厳格に適用することも考えられるであろう。

いずれにしても、このような資本勘定に関する健全性の基準を明確にし、それぞれの金融機関が資産構成についての情報を公正に開示することが大切なのである。このような情報公開を金融機関が自発的または合法的に行えるように指導するようなシステムを導入することが現代の金融政策に対して強く求められていることができる。このような情報開示は、金融機関と金融市場に対する透明性（transparency）を高め、公衆の金融システムに対する信頼を回復するために、もっとも重視されなければならない。金融システムに対する信頼の回復は、経済全体のシステムミック・リスクを低下させ、投資と雇用の水準を全般的に高めるための要点である。ヒックスが述べたように、現代の金融問題の焦点は、「不確実性」と「取引費用」とをできるだけ軽減することであり、この点を軽視するような金融政策は、時代の要請に応えることはできないであろう。ビッグ・バンによって象徴されるような現代の金融制度改革は、以上のような課題に応えるものである限り、金融制度の歴史を一步前進させるものとして、歴史的に高く評価されるにちが

いない。

注

- * 本稿で考察する資産市場のマクロ・モデルは、主としてヒックスの『経済学の思考法』(Hicks, 1977) の第 3 章「貨幣的経験と貨幣理論」(pp. 45-107 (61-140)) の考え方を発展させたものである。この論文は、ヒックス貨幣理論の集大成であるものと考えられる。もちろん、ヒックスの他の著作にも言及しており、それらに関しては、行論においてそのつど参照する。
- 1) ケインズと古典派に関するヒックスの 2 つの論文とは、IS-LM モデルと後に呼ばれるようになったケインズ解釈を公表した 2 つの論文、すなわち「ケインズと古典派」(Hicks, 1967, Chap. 7 pp. 126-42 (171-92)) および「古典派再論」(pp. 143-54 (193-209)) のことであろう。
 - 2) 貨幣理論が金融史の部類に属することについては、このほかに『経済学の思考法』(Hicks, 1977) においても再び強調されていた (p. 45 (61))。
 - 3) Thornton, 1802/1962, Chap. XI, pp. 260-76.
 - 4) このような資産市場のマクロ・モデルの設計は、ヒックスの「貨幣的経験と貨幣理論」(Hicks, 1977, pp. 45-107 (61-140)) の考え方に依拠しているが、我々独自の解釈をこれに加えている。ヒックスのモデルについては、ibid., p. 76 (97) を参照。
 - 5) 資本概念に関する論争についてのヒックスの見解は、Hicks, 1977, pp. 149-65 (197-220) を参照として知ることができる。
 - 6) 国民所得に対する金融資産の比率 (FIR) については、未発展な経済では、1 よりもかなり小さいが、経済が「離陸」して成長し始めると、1 に近づき、その後一定の値で安定するということが経験的な観察されている (Goldsmith, 1966, pp. 19, 40-41)。このことは、経済全体の所得または実物資産と金融資産との間に一定の均衡が維持されることを経験的に示すものである。
 - 7) 銀行の資産運用に関する均衡の考え方については、Keynes, 1930, vol. 2, pp. 59-60 (II 66-68) を参照。なおケインズのこの叙述は、ヒックスの流動性概念の典拠とされたものであった (Hicks, 1962, (7-8))。
 - 8) 異なった動機付けをもつ投資家の行動については、シャープの流動性と情報との 2 種類の異なった動機付けをもつ投資家 (liquidity-motivated investors と information-motivated investors) の行動に関する分析が参考になる (Sharpe, 1990, p. 45)。
 - 9) スティグリッツの金融政策論については、Stiglitz, 2003, Chap. 8 (155-205) を参照。
 - 10) この点については、ケインズ『一般理論』の第 12 章「長期期待の状態」(pp. 147-64 (145-62)) を参照せよ。ただし、ケインズの『貨幣論』においては、銀行制度が分析の主要な対象とされていた。ただし、基本方程式のモデルの中には、銀行制度の存在は明示的には登場しなかった。基本方程式については、Keynes, 1930, vol. 1, Book III, pp. 111-214 (II 125-248) を参照。
 - 11) ヒックス・モデルの中に金融仲介機関が明示的に登場することについては、後期ヒックスの市場観と切り離して考えることはできない。彼は、すべての財に関して取引所が成立すると想定するワルラスの市場観や、すべての取引に再契約が許されていることを想定するエッジワースの市場観ではなく、マーシャルやケインズの部分均衡論や移動均衡論の想定する市場観のほうをむしろ採用するようになったのは、商人に代表される仲介業者が市場の調整者として不可欠であると判断したことと関連する。これらの点については、Hicks, 1989, Chap. 1-3 (pp. 7-26 (7-30)) を参照。
 - 12) 貨幣乗数理論によれば、銀行準備金の変化は、その乗数倍の貨幣量の変化を促すものとされるが、ヒックスは、準備金と貨幣量と信用量との間に、そのような機械的な関係があることを認めなかった。この点は、中央銀行の政策担当者の多くによって証言されていることでもある。日本の場合については、翁, 1993, pp. 99-108 を参照。
 - 13) スティグリッツの信用理論については、Stiglitz, 2003, pp. (117-136) を参照。
 - 14) いわゆる「ホートレイ効果」とは、中央銀行の公定歩合の引き上げ (引き下げ) が商人の在庫保有のコストに影響を与え、彼らの在庫保有を変化させて、そのことを通じて産業の生産活動に対して影響を与え

- ることであった。とくに19世紀の伝統的な金融政策はこのような効果をねらったものであった。この点について、詳しくは、Hawtrey, 1932, Chap. IV, pp. 116-302を参照。また、Hawtrey, 1938は、イングランド銀行の百年にわたる伝統的な金融政策に関する実証的な研究である（とくに第6章（166-67）を参照）。ヒックスの「短期金融政策」は、短期利子率の変化が流動資産に対して与える資産効果を期待したものであった。しかし、パティンキンとはちがって、実質残高効果は、非対称的に働くものと考えていた（Hicks, 1967, p. 52 note (p. 72)）。
- 15) 短期の金融政策は、引き締め政策については、いわば物理的な作用に近い効果を発揮するが、緩和政策については、それだけではあまり効果を期待することはできない。もし緩和政策に効果を持たせたいと考えるならば、それは人々の「期待」を変えるような政策を伴っていなければならない。したがって1999年から7年間にわたって続けられた日本の超緩和政策（「ゼロ金利政策」から「量的緩和政策」へ）は、それだけでは効果を期待することはできなかった。その効果があったものとするならば、それはむしろ銀行経営の救済策としての効果であり、これは本来の短期の金融政策によるものではなかったのである。
- 16) これは、オックスフォード大学が行った調査（T. Wilson&P. W. S. Andrews, Oxford Studies in the Price Mechanism, pp. 1-74に再録）である。Hicks, 1967, p. 55 note (76)を参照。
- 17) このような金融政策がいままで何故困難な問題を抱えてきたかということ、その理由は、政策の継続が政治的理由と対外的な要因とによって、しばしば妨げられてきたからであった。政権の維持のためには、拡張政策のほうに指示され、引き締め政策に関してはしばしば政治的な中断を余儀なくされてきたのであった。また対外的な要因に関しては、国際収支や為替レートに対する影響を無視することはできないし、また対外的な経済協力の観点から国内政策はしばしば犠牲にされてきた。1980年代後半の日本のバブル経済において、中央銀行が投機的な動向を抑制できなかった理由の一つには、このような政治的な理由と対外的な要因とがあったのである。この点については、小畑, 1996, pp. 159-84を参照。
- 18) グリーンスパン連邦準備制度議長は金融政策については、Blinder, 2005, pp. 5-48を参照。
- 19) 金融のグローバリゼーションに対する規制については、マハティール首相の金融政策の擁護については、スティグリッツ, 2004, p. 107を参照。
- 20) 投資銀行に代表されるような銀行以外の金融機関が投資の停滞からの脱出において果たす役割を重視するこのような長期の金融政策の提案は、1933年のアメリカのグラス・スティーガル法によって具体化され、第2次大戦後の日本の金融制度改革に対しても影響を及ぼした銀行と証券との分離政策とは区別されて理解されるべきであろう。というのも、提案されていることは銀行以外の金融機関のリスク負担能力を発揮させるような制度を導入することなのであって、銀行中心の金融制度から証券引受などのリスク負担業務を分離または排除するような以前のような政策とはその主旨が全く異なるからである。商業銀行業務と投資銀行業務との有機的な連携を重視する金融制度改革案は、まさに資産経済の新しい歴史的な局面に適合する時機的な政策であるものと評価されるべきであろう。
- 21) 預金保険と自己資本規制との政策的な関連性については、スティグリッツのつぎの論文、Stiglitz, 2004, Chap. 9 (207-37)を参照。ただしスティグリッツは、このような政策を本来の短期または中期の金融政策と区別しなかった。
- 22) 松方正義による金融制度改革については、松方正義, 1881「財政義」『日本金融史資料 明治大正編 第4巻』（pp. 983-88）日本銀行, 1958年, を参照。
- 23) 井上準之助の金融政策については、長幸男, 1973, V章, pp. 69-82を参照。
- 24) 1927年の銀行法の前提となった金融制度改革にかんする議論については、日本銀行, 1956年『日本金融史資料 明治大正編 第18巻』を参照。
- 25) 1930年代の倒産銀行の救済策については、日本銀行, 1928「諸休業銀行ノ破綻原因及其整理」『日本金融史資料 昭和編 第24巻』1969年（pp. 168-529）

Reference

- Blinder, A. S., R. Reis, 2005, "Understanding the Greenspan Standard," *The Greenspan Era: Lessons for the Future, A symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City*, August 25-27, 2005. FRB Kansas City.
- Goldsmith, R. W., 1966, *The Determinants of Financial Structure*, Paris: OECD Publication.
- Hawtrey, R. G, 1932/1970, *The Art of Central Banking*, London: Frank Cass&Co.
- 1938, *A Century of Bank Rate*, London: Frank Cass&Co. 英国金融史研究会訳『金利政策の百年』東洋経済新報社, 1977 年
- Hicks, J. R., 1935, "A Suggestion for Simplifying the Theory of Money" *Economica*, Feb, 1935, 「貨幣理論単純化のための提案」(1967, CEMT pp. 61-82 江沢・鬼木訳『貨幣理論』85-114 に再録)
- 1962, "Liquidity", *The Economic Journal*, Dec, 1962, 「流動性」付録「ポートフォリオ投資の純粹理論」(水野正一・山下邦男監訳『現代の金融理論—流動性と貨幣需要—』1965 年, pp. 1-74)
- 1965, *Capital and Growth*, Oxford: Clarendon Press. 安井琢磨・福岡正夫訳『資本と成長 I, II』岩波書店, 1970 年
- 1967, "*The Two Triads, Lecture I, II, III*" 「貨幣の本質と機能: 講義 I, II, III」(1967, CEMT pp. 1-60 (1-84))
- 1967, *Critical Essays in Monetary Theory* (CEMT) Oxford: Clarendon Press に収録, 江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』オックスフォード出版局, 1969 年
- 1974, *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford: Basil Blackwell. 早坂忠訳・解説『ケインズ経済学の危機』ダイヤモンド社, 1977 年
- 1977, *Economic Perspectives, Further Essays on Money and Growth*, Oxford: Clarendon Press. 貝塚啓明訳『経済学の思考法』岩波書店, 1985 年
- 1979, *Causality in Economics*, Oxford: Basil Blackwell
- 1982, *Collected Essays on Economic Theory, vol. II, Money, Interest and Wages*, Oxford: Basil Blackwell
- 1989, *A Market Theory of Money*, Oxford: Clarendon Press. 花輪俊哉・小川英治訳『貨幣と市場経済』東洋経済新報社, 1993 年
- Keynes, J. M., 1930, *Treatise on Money I, II* (CW 5, 6) 『貨幣論 I II』, 『ケインズ全集』第 5 巻, 第 6 巻, 東洋経済新報社, 1979 年, 1980 年
- 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (CW 7) 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, 東洋経済新報社, 1980 年
- Ricardo, 1809/1903, *Three letters on the price of gold: contributed the morning chronicle (London) in August-November, 1809*, reprinted by Jacob H. Hollander, Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Schumpeter, J. A., 1911/1980, *The Theory of Economic Development, An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, London: Oxford University Press. 塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論 (上) (下)』岩波書店, 1977 年
- Sharpe, W. F. and G. J. Alexander, 1990, *Investment*, Fourth ed., New Jersey: Prentice-Hall.
- Stiglitz, J. E., B. Greenwald, 2003, *Toward a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge: Cambridge University Press. 内藤純一・家森信善訳『新しい金融論』東京大学出版会, 2003 年
- Thornton, H., 1802/1962, *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, edited with an introduction by F. A. v. Hayek, London: Frank Cass & Co. 渡辺佐平・杉山俊朗訳『紙券信用論』実業之日本社, 1948 年
- Wicksell, K., 1898, *Geldzins und Guterpreise, Eine Studie uber die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*, Yena. 北野熊喜雄・服部新一訳『利子と物価』日本経済評論社, 1984 年
- 井上義朗, 1991 「『後期』ヒックス研究—市場理論と経験主義—」日本評論社

- 翁 邦雄, 1993『金融政策, 中央銀行の視点と選択』東洋経済新報社
- 小畑二郎, 1996「マネー・フローよりみた「バブル経済」と株式市場」日本証券経済研究所『証券研究』第114巻 (pp. 159-84)
- ステイグリッツ, 2004『早稲田大学講義録, グローバリゼーション再考』藪下四郎・荒木一法編著, 光文社新書
- 長 幸男, 1973『昭和恐慌—日本ファシズム前夜—』岩波書店
- 松方正義, 1881「財政義」日本銀行『日本金融史資料 明治大正編 第4巻』1958年 (pp. 983-88)
- 日本銀行, 1956『日本金融史資料』明治大正編 第18巻
- , 1969『日本金融史資料』昭和編 第24巻