

いわゆる“Credit Theory”の考え方について

——銀行信用重視論とマネーサプライ——

黒石 明 邦

1. はじめに

○ 近年、金融理論の上でも政策運営の上でもマネーサプライ重視の傾向が強まっているが、その位置づけを明確にするには“銀行信用の重要性”“中央銀行信用の能動性と受動性”といった金融の根幹にかかわる「信用」の諸問題について改めて考えてみる必要がある。

○ 欧米の金融理論を遡ると、ストックとしてのマネーサプライよりもその主要な先行形態であるフローとしての銀行信用を重視する流れがあり、様々なかたちをとって今日まで受継がれている。こうした考え方はしばしば“Credit Theory”と呼ばれる。

そこで、“Credit Theory”の考え方を整理するとともに、その現代的意義をマネーサプライ重視政策との関連を中心に探ってみることとした。

2. “Credit Theory”の概要

(Credit の概念)

○ Credit の定義については、Money 同様一義的なものではなく、対民間銀行貸出あるいは銀行与信から広く企業間信用を含むものまで広狭様々であるが、Credit Theory における Credit は銀行部門の対民間信用を指すことが多い(注1)ので、以下では一応そう定義する。

(Credit Theory の要点)

○ Credit Theory といっても、確立した一つの理論が存在するわけではなく、論者によって問題とする次元や重点の置きどころも異なるが、大づかみにみればその要点は次のとおりである。

① 金属貨幣あるいは正貨準備に裏づけられた銀行券が中心であった時代から、近代的銀行組織の役割が大きくなった時代に移行するにつれ、銀行信用の役割に分析の焦点が向けられている。

② 経済変動を規定する諸要因のうち最も重要な役割を果たすのは投資であり、その資金の大半は銀行信用(bank credit)によって供給される。したがって、金融政策は、信用のコストやアベイラビリティに働きかけることを中心とすべきである。

③ マネーは、主に銀行信用によって供給されるが、銀行は信用需要に対して短期的には accommodative である(「信用」の需要面の重視)。このため投資需要がシフトしたあとでは、当局は信用の量したがってマネーサプライを抑えるのは容易でない(「金融政策の予防的発動の必要性」)。

④ また、銀行信用とハイパワード・マネーとの間には一義的な因果関係は存在しない(フィリップスの「機械的信用乗数論」の否定)。さらに、当局はハイパワード・マネーを短

(注1) P. Cagan は、Credit Theory を吟味した論文の中で銀行部門の与信(中央政府向けを除く)と定義している。

期的にコントロールすることは難しい(短期における「中央銀行信用の受動性—中央銀行信用についても需要面を重視」)。

3. “Credit Theory”の起源と発展

(通貨主義・銀行主義の論争とCredit Theory)

- Credit Theoryの起源については、19世紀におけるThomas Tookeを中心とした銀行主義的見解を有する一連の学派(当時の通貨数量説論者を批判する学派、WicksellはTooke学派と呼称)に求めるのが一つの見方であるように思われる(たとえば、Wicksell)。(注2)

- 当時の通貨主義・銀行主義の論争は周知の如く、銀行券発行量を直接金とリンクさせるべきか否かを巡って行われた。まず通貨主義者(D. Ricardo, L. Overstone等)の主張を要約すると次のとおりである。

金貨本位制下では、一国の通貨量は金の対外流出入を通じて自動的に調節され、物価変動の加速化を阻止できるが、銀行券にはこのような自動調節作用がないから恣意的な発行が許され、物価の乱高下を惹起する恐れがある。したがって銀行券の発行には全額金準備を設け、金準備の変動に伴って銀行券の発行量が調節されるようにすべきであり、そうすれば金貨本位制と同様な自動調節作用が充分期待できる。

これに対して、Tooke、^(注3)J. Fullarton、J. S. Mill^(注4)らの銀行主義派は次のように通貨主義を批判した。

銀行券は、取引決済のために所望され、不要となれば直ちに還流する。換言すれば発券銀行は取引の必要に応じて受動的に銀行券を増減するにすぎない。銀行券発行が商業手形割引のみを通じて行われるならば、それは全て取引に基づくものであり、物価騰貴の原因となることはない。したがって、銀行券は取引の必要に応じて自由に発行されるべきである。

両者の論争はピール条例(1844年)によって通貨主義の勝利に帰したが、理論的には大きく尾を引いている。すなわち、その後英国では正貨準備に縛られて、経済主体が必要とする銀行券を十分供給できず信用恐慌が再三生じ、実体経済面に対しいわれなき圧迫ではないかとの疑問が生じたほか、銀行主義の方が発展途上にあった信用システムへの洞察が豊富であったため、銀行主義への関心はその後も失われることはなかった。

(Wicksell, HayekにみるCredit Theoryの考え方)

- 銀行信用が投資と貯蓄の不一致を可能とするという点で、銀行信用の景気循環における積極的役割を主張したK. Wicksell, F. A. Hayek

(注2) It is usual to speak of a Credit Theory of Money, which is supposed to originate from Thomas Tooke and provide a scientific antithesis to the Quantity Theory.

(Wicksell, “Interest and Prices” 1898)

(注3) That the prices of commodities do not depend upon the quantity of money indicated by the amount of bank notes, nor upon the amount of the whole of the circulating medium; but that, on the contrary, the amount of the circulating medium is the consequence of prices. (Tooke, “An Inquiry into the Currency Principle” 1844)

(注4) Even if we suppose, as we may do, that bankers create an artificial increase of the demand for loans by offering them below the market rate of interest, the notes they issue will not remain in circulation; for when the borrower, having completed the transaction for which he availed himself of them, has paid them away, the creditor or dealer who receives them, having no demand for the immediate use of an extra quantity of notes, sends them into deposit. In this case, therefore, there can be no addition, at the discretion of bankers, to the general circulating medium: any increase of their issues either comes back to them, or remains idle in the hands of the public, and no rise takes place in prices.

(Mill, “Principle of Political Economy” 1865)

にも Credit Theory の考え方がみられる（彼らの理論が Credit Theory of the Business Cycle と呼称される所以である）。Wicksell と Hayek とで若干その見解は異なるが、共通の論点は次のとおり。

- ① 預金通貨は銀行信用によって創造される。
- ② 企業は投資に必要な預金を銀行借入に仰ぐので、銀行信用の如何は实体经济に積極的な影響を及ぼす。
- ③ 投資主体の信用需要は、市場利子率（長期）と自然利子率との相対関係に敏感に反応する。そして、市場利子率の自然利子率に対する調整の遅れが、物価上昇（下落）の累積的過程をもたらす。
- ④ 市場利子率は、主として銀行の支払準備水準の増減によって変化する（準備が枯渇しそうになれば上昇し、過剰になれば低下する）。

○ Wicksell の理論を中心に景気循環過程との関係をやや詳しくみると以下のとおり。

- ① 信用制度の存在を前提とすると、銀行の付加信用（ ΔM ）によって短期的には貯蓄以上の投資が可能になる（ $S + \Delta M = I$ ）。
- ② 投資は、借入金利（市場利子率、 i ）と自然利子率（注5）（ i^* ）との関係によって変動する。すなわち、 $i < i^*$ であれば、企業家に超過利潤が発生するが、 $i > i^*$ であれば逆に損失が発生する。したがって技術的要因等により i^* が上昇し、 $i < i^*$ となれば企業の借入需要が増加し、銀行貸出が増加する（同時に預金通貨も増加）。
- ③ 一方、投資増大の過程で生産要素の補給が遅れる（完全雇用に近い世界を想定）ので、

貨幣賃金の騰貴、物価の上昇を惹起するが、 $i < i^*$ の状態が続く限り、物価の累積的上昇がもたらされる。

- ④ かかるプロセスが終了するのは、銀行貸出により創造された預金が出金されることにより準備金が減少し、銀行がやがて市場利子率の引上げでこれに対処する結果（Hayek は“貨幣的变化の自己転換性”＜self-reversing character of monetary change＞と呼称）、 i が i^* に近づくに至る時点である。しかし実際には、貸出増→準備減少→市場利子率引上げの間にはかなりのタイム・ラグがあるから、物価の累積的な上昇がある期間続くことになる。

（貸付資金説による Credit Theory の発展）

○ Credit Theory の考え方は、その後利子決定理論としての貸付資金説（Loanable Funds Theory, 1930～40年代）に至り、その頂点に達した。貸付資金説の萌芽は既に18世紀後半～19世紀初頭に R. Cantillon らの主張にみられるが、（注6）これを完成された形で展開したのは D. Robertson らである。

○ Robertson の貸付資金説の骨子は次のとおり。

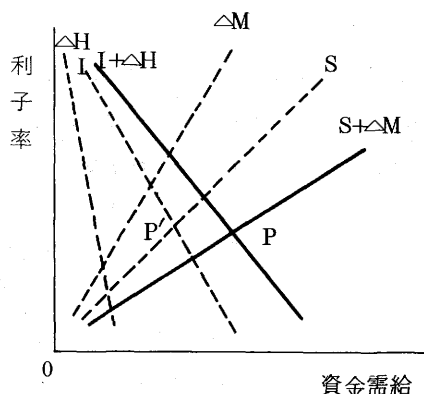
- ① 貸出利子率（以下単に利子率）は、貨幣ストックの需給関係によって決定されるのではなく、貸付資金フローの需給関係によって決定される。

すなわち資金市場における供給サイドとしては、①貯蓄および減価償却引当（ S ）と銀行の付加信用（ネット、 ΔM ）があり、他方需要サイドとしては、②投資（ I ）およびネット貨幣保蔵（ ΔH ）がある。したがって資金市

（注5）「実物資本が、貨幣を媒介とせず実物のまま貸付けられる場合の需給均衡利子率」（Wicksell, 'Interest and Prices'）を指す。いわゆる資本の限界生産力に近い概念。

（注6）Cantillon は「資金の需給は利子率を媒介に決定されるが、その均衡利子率は、借手の期待利潤と貸手の資本損失の危険代償が一致することを意味する」と述べている。

場においては、 $S + \Delta M = I + \Delta H$ が成立し、これらは全て利子率のみの関数であることから、市場利子率が決定される。これは、一定期間における総資金需給均衡を表わすが、市場利子率が実体経済均衡 ($I = S$) をもたらす保証はない (下図、 $P \neq P'$)。



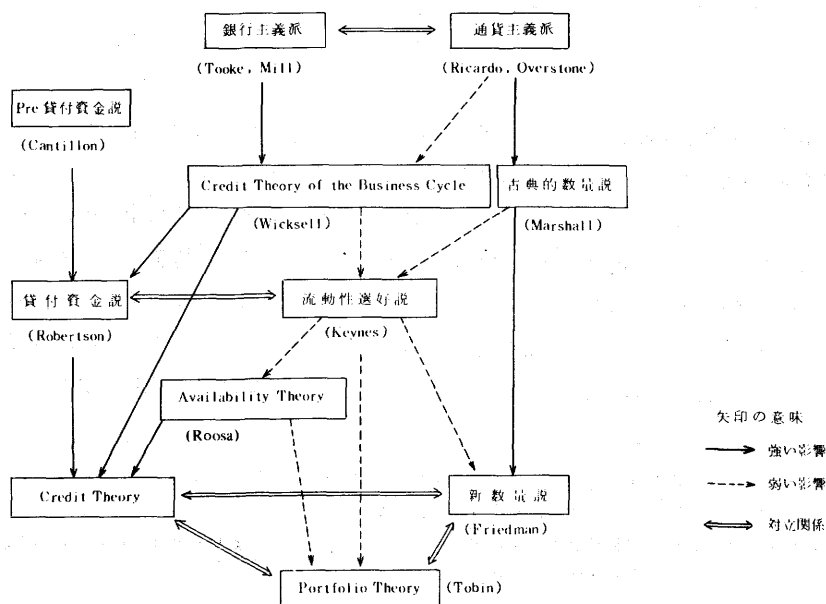
- ② 貯蓄性向の増大あるいは何らかの理由による貸付資金供給増は、利子率を低下させる。
これに対し、Keynes は、貯蓄性向の上昇

は、消費需要の減退を通じて在庫資金需要の増加をもたらすので、利子率は必ずしも直ぐには低下しないと批判した。なおこの Robertson の利子率低下のプロセスを、後述のように Cagan は credit effect と呼んでいる。

(以後の展開)

○ その後一世を風靡した Keynes の流動性選好理論にせよ、後の J. Tobin らによる Portfolio 理論にせよ、M. Friedman らによって復活された新数量説にせよ、いずれもマネーストックに焦点を当てたため、貸付資金説以後の Credit Theory の展開については際立った論争がないこともあって定かでない。しかしながら Credit Theory 的な考え方というのは、前記 Cagan も指摘しているように、企業・資産選択行動を中心とした Portfolio 理論、あるいは通貨と実体経済面との直接的な量的関係に重点を置いた数量説と対峙する一つの有力な考え方として、現在でもその存在意義は小さくないと思われる。

(参考) Credit Theory の系譜



4. “Credit Theory” の現代的意義

(Credit Theory の解釈)

- Credit Theory を現代的な理論展開の枠組みの中で如何に捉えるかといった点については、前述のように Keynes 以後目立った論争が行なわれていないこともあって仲々難しいが、例えば P. Cagan は主に monetary effect のトランスミッションの観点から、Credit Theory の考え方を次のように整理している。

「マネーは資金需要者に対する銀行の信用拡張によって創造される。いま、何らかの理由で貸付資金 (loanable funds) の増加が生ずると、準備に支障がない限り、貸出金利を下げるインパクトが与えられる。利子率引下げが起こると、それはまさに資金を使用せんが為に待機している借手の投資実行を決意させる。とくに長期利子率の変化に対して借手の反応は敏感である。(注7)

従って、重要なのは、マネーストックの量あるいはその変化率よりもマネーの供給のされ方 (credit の出方) である。その際、貸出市場の条件 (credit market conditions) が重要な役割を果たす。かかる credit market conditions を規定するものは、利子率 (credit interest rate) と信用のアベイラビリティ (credit availability) の2つで

ある。(注8)」

(Cagan, “The Channels of Monetary Effects on Interest Rates” 1972)

- (Credit Theory とハイパワード・マネーのコントロール)

- 既にみたように、Credit Theory の歴史的潮流を遡ると、19世紀の「通貨主義か銀行主義か」といった古くて新しい問題が浮び上ってくる。Credit Theory 的に考えれば、中央銀行信用は短期的には受動的な性格を有し、中央銀行はハイパワード・マネーを短期には直接操作することは出来ないと言われる。英国においてはピール銀行条例に基づく通貨主義的政策が、その後の歴史の推移のなかで次第に破綻を余儀なくされ、銀行主義的な考えが金融政策の運営に取入れられていったが、ハイパワード・マネーのコントローラビリティについては、今日でも各国通貨当局者 (わが国も含め) は基本的には Credit Theory 的な立場をとっているように窺われる。

例えば、ニューヨーク連銀のホームズ (Executive Vice President) は次のように述べている。

「一部の理論では市場に準備金が供給された後、これを基に銀行は貸出を伸ばすとの主張がみられるが、実際には銀行の貸出増加と預金創造が先行し、その後で銀行が所要準備を調達

(注7) Cagan あるいは M. Friedman は、かかる利子率引下げの効果を credit effect あるいは first-round loanable funds effect と呼んでいる。

(注8) Cagan は、“Bills Only” 論争 (bills only policy ‘53~’61) における bills only 反対論は、Credit Theory の考え方に沿ったものと解している。

すなわち、当時の bills only 賛成論は、論拠の一つとして、①公開市場操作は銀行準備増減を通ずる量的信用統御手段であって、利子率変動効果を狙ったものではないのでオペ対象を bonds に拡大する必要はない、②仮に、公開市場操作が利子率に影響を及ぼし、かつ投資が長期利子率に感応的であったとしても、長短利子率の間には絶えず金利裁定が働き、bills only operation でも長期利子率に影響を与えうる筈である、との見解に立った。

これに対し、反対派は、①投資決定に関しては長期利子率が非常に重要である、②長短利子率間の裁定は不完全かつ長時間を要する、として反論したが、Cagan はこうした反対派の見解が銀行の長期貸出利子率を重視するものとして、Credit Theory の考え方に立脚していると思倣している。

しようとするのである。

こうして生じた準備需要に対しては、ごく短期でみる限り、連銀は信用を供与せざるをえない。

しかしながら、連銀はこの準備需要を如何なる方法で供給するかについては自己の裁量で決定することができる。例えば、市場で不足する準備をオベで供給することもできれば、貸出で供給することもできる。今、必要な準備に対して買オペを渋目にしか行わないとすれば、それだけ銀行を連銀の窓口に追い込むことになり、その結果マネー・マーケットをタイトにすることができる。」('Operational Constraints on the Stabilization of Money Supply Growth' 1969)

またブンデスバンクのボッケルマン(調査局次長)も次のように指摘している。

「中央銀行は既に生じてしまった通貨創造を望ましくないと考えるならば、中央銀行通貨の追加供給を拒否すべきである、と言う人もあろう。中央銀行は必要な準備預金の供給を拒否しても何も得る所がないし、むしろ信用秩序の拠り所というその重要かつ当然な役割を自ら放棄するものといえよう。したがって、所要準備を積むのに必要な準備預金を全体としては供給せざるを得ないというのが中央銀行の立場である。」('Quantitative Targets for Monetary Policy in Germany' 1977)

(Credit Theory に対する批判)

- こうした Credit Theory の考え方に対して批判も少なくない。その批判は、主として、次の点に向けられている。(注9)

イ. Credit Theory が、マネーの供給ルートのうち、殊更銀行信用を重視し、また monetary effect のトランスミッション・チャネルも銀行信用を通ずるものが支配的であると考えていること。

ロ. Credit Theory が、フローを重視し、ストックの役割を余り重視していないこと。

- 先ず、イ. の銀行信用重視についての批判としては、以下の諸点が指摘されている。

- ① Credit Theory は銀行信用により創造された inside money を重視しているが、マネーは外貨・国債の変動によっても大きく変化する。
- ② monetary effect のトランスミッションのチャネルは銀行信用を通ずるものに限られる訳ではない。あらゆるトランスミッション・メカニズムを包括的に捉えるためにも、マネーサプライを重視すべきである(例えば Cagan)。

なお monetary effect に関連し、Credit Theory における貸出資金増加が貸出利率を直ちにかつ永続的に引下げるという 'credit effect' は実証されていない。実証結果によれば、貸出利率に与える影響は、マネーサプライの量に依存し、銀行信用の量に依存するわけではない (Cagan)。(注10)

次に、ロ. のフロー重視についての批判としては、以下の諸点が指摘されている。

- ① 貨幣や証券のようにストックが新規発行(フロー)に比して著しく大きいものは、ストックの関係が重要 (L. Klein)。
- ② 既存のストックの需給に不均衡がある場合は、フローのみの需給均衡を問題にするだけ

(注9) このほか、マネタリストを中心に、「ハイパワード・マネーは通貨当局の裁量で動かしかる外生変数であり、これを直接操作することによりマネーサプライをコントロールできる」との立場から、Credit Theory は中央銀行信用の受動性を強調し過ぎるとの批判がみられる(これに対する通貨当局者の考え方は前述のとおり)。

では不十分である。

- ③ 富（ストック）の変動が支出活動に与える効果（いわゆる wealth effect）の重要性を過小評価している。

（Credit Theory とマネーサプライ・ターゲット — わが国の場合）

- 以上みてきたように Credit Theory の考え方の一つの特徴は、フローとしての銀行信用の増減がフローとしての投資、ひいては所得・雇用・物価に支配的な影響をもたらすという点にあり、このことは、金融政策の観点からはとりも直さず通貨当局は銀行信用の出方に主たる注意を払っていけば良いということに繋がる。しかしながらこうした見解が一般的に妥当するためには、少なくとも以下のような条件を満たすことが必要であろう。

- ① 通貨供給のルートは、主として銀行信用である。

- ② 企業は手元流動性に裕りがなく、家計も金融資産の蓄積が少ない。加えて、通貨と代替性のある金融資産市場も未発達なため、マネーサプライも既にストックとして保有されている部分については殆んど変動がない。

わが国では、これまでどちらかといえば

「Credit Theory 的な考え方に立って金融政策が運営されてきた」という学者の指摘もあるが、多分にわが国の特殊事情により前述の条件が満たされていた面があることを考えると Credit Theory の妥当性がそれなりに存在していたと

いえるであろう。

- しかしながら、こうした Credit Theory 的政策を有効ならしめた諸条件は、近年変貌を遂げつつある。とくに、前述の諸条件との関係でみると、まず国債の大量発行・外貨流入増を背景にマネーサプライの供給ルートが多様化してきているほか、企業、家計の流動性水準が高まる一方、現先市場等企業が直接アクセスできる短期金融資産市場の出現や家計の金利選好の強まり等から、既存のマネーストックについてもその readjustment の可能性が次第に無視できなくなってきた。こうした情勢の変化は基本的に、Credit Theory 的な考え方からマネーサプライ重視への政策スタンスの移行を促すものであろう。

- ただ、こうした諸条件の変化は未だその緒についたばかりであるし、また将来そうした条件が十分整ったとしても、企業投資の少なからざる部分が銀行信用によって賄われる以上、銀行信用の重要性を否定することは許されないであろう。というのは、マネーサプライの軽視が、民間に貯えられたマネーあるいは流動性ストックの経済的役割の過小評価につながる（先般の過剰流動性下でのインフレの教訓）のと同様に、銀行信用を軽視することは、資金の流れ方により短期的には経済効果が異なることを看過してしまう危険をはらんでいるからである。また、Credit Theory が、通貨量変動の事前的側面をもった信用を重視し、また、金融政策と実体

（注10）Cagan は、次の回帰式で、Credit effect の有意性を検定したが、肯定的な結果はえられなかったとしている（パラメータ β_L の t value は必ずしも高くなく、また貸出金利以外の利率についても結果は同じ）。

$$i = \beta_L dL + \beta_I dI + \mu (dM - dL - dI)$$

i …… 利率（commercial paper、銀行貸出、TB、Government Bonds 等各種金利を用いてそれぞれ定式化）

L …… 銀行貸出残高

I …… 銀行証券投資残高

M …… マネーサプライ（広義）残高

d …… 増減額

経済との重要なチャネルとして信用のコストやアベイラビリティを重視した点は評価すべきであろう。

したがって今後の政策運営に当たっては、マネーサプライ、銀行信用双方を脱んでおくことが必要であろう。すなわち、金融政策の中間目標（intermediate target）としては経済活動の基本的な枠組みを規定するものとしてマネー

サプライを重視しつつ、金融政策と实体经济との重要なチャネルとして、またマネーサプライ・コントロールの最重要ルートとして銀行信用にも細心の注意を払っていくことが肝要であろう。

以 上

（53年3月）

「参考文献」

- [1] T. Tooke, "An Inquiry into the Currency Principle" 1844
"A History of Prices" 1859
- [2] J. S. Mill, "Principle of Political Economy" 1865
- [3] K. Wicksell, "Interest and Prices" 1898
"Lectures on Political Economy" 1928
- [4] F. A. Hayek, "Monetary Theory and the Trade Cycle" 1929
"Prices and Production" 1931
- [5] D. Robertson, "Essays in Monetary Theory" 1940
- [6] P. Cagan, "Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money" 1965
"The Channels of Monetary Effects on Interest Rates" 1972
- [7] A. R. Holms, "Operational Constraints on the Stabilization of Money Supply Growth" 1969
- [8] H. Bockelmann, "Quantitative Targets for Monetary Policy in Germany" 1977