

貨幣および流動性と monetary control

一橋大学 堀内 昭 義

1. 貨幣の定義と “New View”
2. “New View” はなぜ irrelevant だったか?
3. 若干の追加事項

1. 貨幣の定義と “New View”

「貨幣とは何か」あるいは「何を貨幣と定義すべきか」という理論的な — 多少皮肉を込めて言えば形而上学的な — 問題は非常に古くから多くの人々によって論じられてきたおなじみの問題である。しかし、既によく知られているように、この問題に対して確定的な答えが与えられたことはなかったし、また今後も抽象的な議論の次元で明確な解答が与えられる見通しは立っていない。実務的次元では、比較的狭い範囲の金融資産、すなわち民間非銀行部門の保有する現金通貨と銀行預金(その一部分)とを貨幣 (money) と定義し、かつそのように定義された貨幣を金融政策の中間的目標として重視する考え方が、それに

対する「革新的」な批判にもかかわらず、無視し得ない影響力を発揮し続けている。1970年代に入ってから、この傾向はますます強まっているようにも見える。

現金通貨と銀行預金とによって貨幣を定義し、かつそれを金融政策運営の重要な中間目標とする考え方に対しては、多くの批判が繰り返し加えられてきたが、手近なところでは1950年代末から60年代の初頭にかけて一時期の隆盛をみた “New View” による批判がある。この “New View” は、たとえば1959年に発表された英国の Radcliffe 報告書を支配していた考え方であり、また米国にあっては Gurley-Shaw によって精力的に主張されたものであった。^(注1) “New View” の基本的命題は一見きわめて常識的であ

(注1) Gurley-Shaw (1956)、The Radcliffe Report (Committee on the Working of the Monetary System, Report) (1959)。“New View” の命名者は Tobin (1963) であるが、彼の言う “New View” とは、その債務が最終的な決済手段として機能する銀行も、そうでない非銀行金融仲介機関も金融市場において原理的には全く同一の機能を果たしているという考え方、つまり、銀行(およびその債務である預金)を他の金融仲介機関(およびそれが発行する金融資産)からはっきり峻別する伝統に対して批判的な考え方のことである。

“New View” をめぐる論争の過程では、「貨幣の本質とは何か」という哲学的議論から「銀行預金以外の間接証券に乘数的な創造過程がみられるか」というかなり実際の議論に至るまで多くの論点がとりあげられた。しかし、私の考えでは、金融政策の運営の視点からみて重要なのは以下の本文で述べている2つの相互に関連し合う論点、すなわち、(1)金融理論の伝統の中で重視されてきた狭義の貨幣供給量は中間目標として意味があるか?、(2)狭義の貨幣供給量を重視する金融政策の枠組みは有効な monetary control を実現できるか?、である。“New View” に与する人々は、これらの2つの論点に対して、いずれも否定的な見解をもっていたと考えられ

る。つまり、狭い概念で定義された貨幣と密接な代替物が経済に導入された場合、あるいは従来から存在するそのような代替物の重要性が急激に高まった場合、狭い概念の貨幣に重点を置いた金融政策は破綻を来たすであろうというのである。この破綻を来たすということは、より具体的には次の2つの事柄を意味していたと考えられる。(1)中央銀行が金融市場の状況や自らのおこなった金融政策の効果の程度を判断する指標、つまり金融政策の中間的目標として、狭義の貨幣を利用することはミス・リーディングである。(2)狭義の貨幣のコントロールを第一義的な目標とするような、少なくともアカデミックな世界では伝統的とも言える金融政策の枠組みは陳腐なものとなる。

1960年代初頭からおよそ10年間“New View”の以上の基本的命題は、狭義の貨幣を前面に押し立てた monetarism の盛行の前に言わば地に埋もれてきた。しかし、1970年代に入ってから、とくに米国において次第に顕著になりつつある financial innovation — とくに electronic fund transfer system (EFTS) を基礎とする financial innovation — のインパクトが、再び“New View”の主張を表舞台に引き出そうとしているかに見える。

以下本稿では、上に紹介した“New View”の2つの命題をあらためて取り上げて検討することを通じて、financial innovation と貨幣の定義、さらにそれとの関係で中央銀行の政策運営のあり方に簡単な(試論的)考察を加えることにしたい。本稿の狙いは、

要するに狭義の貨幣概念の有用性を弁護すること、さらに狭義の貨幣概念の有用性が中央銀行によるハイ・パワード・マネーのコントロールのあり方と深く結びついている点を強調することである。

2. “New View” はなぜ irrelevant だったか？

個々の経済主体の支出行動に関する意思決定が、最終的な決済手段として一般的な受容性 (general acceptability) をもつもの — 即ち狭義の貨幣 — の保有量によって規定されるという前提から議論を出発せよう。この前提の下では、明らかに、中央銀行にとって、狭義の貨幣量を金融政策の中間的目標として注目し、かつそれを適切にコントロールすることが意味をもつ。次に、financial innovation によって、最終的に決済手段そのものではないが、容易にそれに交換し得るような(流動的な)金融資産が経済に導入されたとしよう。技術的刷新のおかげで、個々の経済主体にとって必要とあらば、その金融資産をいつでもネグリジブルな費用で狭義の貨幣に替えることが可能であるとすれば、個々の経済主体の支出行動が、狭義の貨幣の保有量ばかりでなく、この新たに利用可能となった金融資産の保有量にも依存するようになるであろうことは確実である。ところで、今日の資本主義経済を支えている高度に発達した金融構造の下では、多くの金融資産が多かれ少なかれ最終決済手段に交換可能であり、その交換のための取引費用は程度の問題に過ぎなくなる。それゆえ、まさに“New

る。そこで本稿では“New View”を、これら2つの論点に対して否定的な考え方で定義している。したがって、本稿における“New View”という言葉は Tobin の“New View”よりも、恐らく、若干拡大された意味で使われているであろう。

View”の主張するとおり、中央銀行にとって狭義の貨幣をことさらに重視すべき理由はないように見える。少なくとも、先験的な理論的考察だけから、金融政策の中間的目標として注目すべき金融資産の範囲を確定することは不可能である。ここでは、統計データ収集の正確性、迅速性等の純粹に技術的条件と相俟って、金融政策の最終的目標となる変数と最も安定的な関係をもつのはどの範囲の金融資産から形成される monetary aggregateかといった、実証的分析の結果が最終的な判断基準となるべきであることは論をまたない。このように考えると、上に紹介した“New View”の主張、とりわけ(1)は、ほとんど trivialなものとは言え、まことに至当とみなすべきもののように思える。にもかかわらず、“New View”が実際的な影響力を発揮し得なかったのはなぜだろうか？1960年代以降、先進諸国の金融市場にいくつかの看過し得ない financial innovationが見られたにもかかわらずである。^(注2) 以下では、この疑問に対して、上記の“New View”の2つの論点に対応して、2つの角度から解答を与えたいと思う。以下の説明から直ちに分るように、この2つの角度は相互に関連し合っているが、ひとつは(1)の論点に関するもので、実証的分析にかかわる事柄、もうひ

つつは(2)の論点に関連する、どちらかと言えば規範的内容をもつ事柄である。

(1) 金融資産の「位階的構造」の安定性

“New View”が実際的な影響力をもち得なかった最大の理由は、経済の集計された支出と狭い範囲で定義された貨幣の存在量との関係が、いくつかの代替的な金融資産の導入にもかかわらず、十分に安定的なものだったことであろう。このことから、狭義の貨幣と密接に代替的な金融資産の導入が個々の経済主体の支出行動に何ら有意な影響を与えなかったという解釈を引出すべきではない。むしろ、financial innovationによる新しい金融資産が速やかに金融市場へ吸収されると、ハイ・パワード・マネーから始まって、各種の金融資産の間に、いわば「位階的構造」とでも呼ぶべき関係が安定的に形成されることを意味していると解釈すべきであろう。金融資産の位階的構造が安定的であれば、経済全体の支出活動水準が、実際には狭義の貨幣供給量ではなく、“New View”の強調する包括的な流動性の水準に依存しているのだとしても、統計上その動きを比較的正確に捉えることのできる狭義の貨幣供給量を中間的目標とすることで、中央銀行は大過なく金融政策の運営をおこなうことが可能であろう。^(注3)

(注2) 日本については、1970年代に入ってその重要性を急速に高めた条件付債券売買を一種の innovation と考えることができよう。

(注3) Tobin-Brainard (1963) は“New View”を代表する理論的分析とみなされてきた。しかし、私の見るところ、彼らによって展開された一般均衡モデルは本稿のいう金融資産の「位階的構造」の安定性を立証するために役立つものであり、その政策的含意ははなはだ曖昧なものとなってしまう。Tobin-Brainardは、非銀行金融仲介機関の発行する貨幣と代替的な金融資産の存在が、中央銀行による貨幣供給量の一定の変化によってもたらされる the supply price of capital (または required rate of return on capital) の変化幅を縮小させることを証明し、この意味で金融政策の「有効性」が低下すると述べている。しかし、次に引用する彼らの文章は、彼ら自身こうした含意をあまり重要視していないことをほのめかしている。

狭義の貨幣と何らかの形で定義される包括的な流動性との間にも十分安定的な関係が成立することになり、前者が後者の代理変数として有効な役割を果たし得るからである。言うまでもなく、financial innovationは金融資産の既存の位階的構造に攪乱を与える。しかし、たとえば米国において1960年代のはじめから70年代の前半くらいまでの間にみられた程度のテンポでのfinancial innovationの進行は—日本にいる者の眼にはかなり顕著なものに映るが—実際問題として、狭義の貨幣の上述のような機能を損なうことにはならないと判断し得るのではない^(注4)だろうか。

(2) 流動性の自生的拡大の可能性

“New View”は少なくとも暗黙のうちに第2の命題、すなわちfinancial innovationによる貨幣との代替性の高い金融資産の導入が、狭義の貨幣供給量を重視する金融政策の枠組みを陳腐化するという命題を含

意していた。この命題をさらに具体的に言い換えれば次のようになるであろう。本稿で既に言及された金融資産の位階的構造は、存在するとしても不安定なものであり、狭義の貨幣供給量とほとんど無関係に、流動的な金融資産の存在量が、たとえば経済の流動性に対する需要の増大に対応して自生的に拡大する可能性が強い。したがって、中央銀行が狭義の貨幣供給量のコントロールに専念するならば、包括的な流動性をコントロールすることは不可能であろう。

“New View”が含意する以上のような事態が、ひとつの現実的な危機として現われたとすれば、“New View”は強い影響力を発揮し得たであろう。しかし、実際問題として、中央銀行にとって制御不可能な流動性の自生的拡大の危機は存在しなかったのである。“New View”がrelevantなものとして受入れられなかった第2の理由はここに求められる。この点を以下に多少詳しく検討してみよう^(注5)。

“Whether it is important that monetary controls be more effective in this sense is another question, to which this paper is not addressed. When a given remedial effect can be achieved either by a small dose of strong medicine or a large dose of weak medicine, it is not obvious that the small dose is preferable. Increasing the responsiveness of the system to instruments of control may also increase its sensitivity to random exogenous shocks.” [Tobin-Brainard (1963:284ページ)]

(注4) James Meigs (1975)は1960年代から70年代初頭にかけて、financial innovationに帰因し得るような貨幣需要関数のシフトが米国においてみられたか否かを、いくつかの計量分析を展望することによって確かめようとしている。彼の展望の結果によると、BurnsやMitchell等のFederal Reserve当局者の主張にもかかわらず、貨幣需要関数がシフトしたことを示す証拠は存在しない。

(注5) ここで金融政策の「枠組み」を非常に広く解釈すれば、financial innovationはそうした「枠組み」を陳腐なものにする作用をもっていることを述べておこう。つまり、financial innovationはその全てがそうとは言えないにしても、そのかなりの部分が現行の金融政策の「枠組み」を形成している様々の規制措置の存在によって触発され、規制措置をかいくぐってより大きな利益の獲得を目指して実現されたものと考えられる。それゆえに、金利規制等の措置が金融政策の「枠組み」の重要な要素となっている程度に応じて、financial innovationはまさにそうした「枠組み」を陳腐させる効果をもっているのである。

実際問題として、financial innovationを上述述べたような意味で規制措置によって生み出され

現在、money market を中心とする金融市場で取引されている金融資産の流動性、つまり狭義の貨幣との代替性の程度は、(1)貨幣と交換する際の取引費用の程度、(2)その市場価格の確実な予測の可能性の程度、という2つの条件によって基本的に規定されていると考えられる。このうち(1)の条件が重要なことは言うまでもないことであり、米国における昨今のEFTSの発展は、貨幣との取引費用を著しく削減することによって、この側面から多くの金融資産の流動性を高めることに貢献しているのである。しかし、こうしたfinancial innovationが流動性の自生的拡大に結びつくものではないことに注意すべきである。金融市場での民間の経済主体相互間の取引、あるいは公共部門と民間部門との取引から生みだされる金融資産は、その保有者にとって直接決済手段として利用できず、決済手段を入手するためには、その金融資産が市

場で売却されねばならない。一般的には金融資産を市場で売却する際にどのような価格がつけられるかを正確に予測することは不可能である。それゆえに、(1)の取引費用がほとんどネグリジブルな金融資産であっても、直ちにそれが狭義の貨幣とほぼ完全に代替的なものとみなすことはできない。このように依然として流動性が相対的に不完全である金融資産を人々のポートフォリオへより多く送り込むためには、その資産の市場価格が引下げられねばならないだろう。金融資産を発行する主体にとっては、その市場価格ではとうてい発行することが引き合わないような最低限の価格水準が存在するはずである。^(注6)

金融資産の流動性を規定する(2)の条件は、中央銀行のハイ・パワード・マネー供給量の調整と深くかかわっていることに注意しなければならない。そして、“New Niew”の議論の中では、この点がほとんど常に看過さ

たものと、そうでないものとに厳密に区分することは難しい。Holland (1975) は financial innovation を“circumventive”なものと“transcendental”なものとに区分し、たとえば悪名高き regulation Q による金利規制が触発したとみなされる innovation を“circumventive”なものと分類する。Holland は1970年代に入って顕著となってきたEFTS関連の financial innovation を規制と無関係な“transcendental”なものと分類しているが、Goldfeld (1975:79ページ) は Holland の論文に対するコメントの中で、EFTS 関連の financial innovation を現行の規制と無関係とみなすのは誤りであるとして、financial innovation に関する Holland のこの分類法の曖昧さを批判している。一般的に、アカデミックな専門家の間には、EFTS 関連の financial innovation のかなりの部分が米国における金利規制等の金融規制に触発されたものとする判断が有力のようである。この点はEFTSに関する委員会 (National Commission on Electronic Fund Transfer) の報告書 (1977:第6章) に寄せられた専門家の意見を参照されたい。

(注6) 銀行以外の金融仲介機関の発行する金融資産が、もともとがあれば当該金融仲介機関によって常に一定の価格で買い取られるという条件が成立している場合があり得る。このとき、資産保有者にとってこの金融資産は上記の(2)の条件をほぼ完全に満たしているという意味で、狭義の貨幣との代替性が非常に高いものである。しかし、この金融資産を債務として発行する金融仲介機関にとっては、その債務を一定の価格で常買い戻すという条件を満たすためには、自らのポートフォリオに制約を置いて、狭義の貨幣から成る準備を十分な量だけ保有しなければならない。金融仲介機関にとって、資金運用の機会に応じて無制限にそのような金融資産を発行することはできないのである。ただし、本文で以下に述べるように、そのような金融資産の買い取りについて中央銀行からの直接、間接の援助を期待できる場合にはその限りではない。

れてきたのである。たとえば、money market で取引される金融資産の市場価格の変動パターンを規定するもっとも重要な要因は言うまでもなく、中央銀行によるハイ・パワード・マネーの調整のあり方である。一般的に言って、money market の金融資産の市場価格が、金融市場に与えられる様々の攪乱にもかかわらず安定しており、それゆえに十分に予測可能であるという条件が成立するためには、中央銀行によるハイ・パワード・マネーの制御可能性が、その金融資産の市場価格の変動を抑制するという目的に向けられることが、ほとんど不可欠である。中央銀行が money market における利子率の変動幅を狭いものに抑えるというルールにしたがってハイ・パワード・マネーの調整をおこなう場合には、money market で取引される金融資産が狭義の貨幣に比肩し得る流動性をもつばかりではない。そのような金融資産の自生的拡大を中央銀行が抑止し難くなるという意味で、まさに、“New View”の主張する流動性の自生的拡大の可能性が生じるのである。なぜなら、流動性に対する経済全体の需要が拡大する時期には、近い将来の中央銀行による買い支え — すなわちハイ・パワード・マネー供給量の同調的増加 — を期待して、金融資産の創造が急テンポで進むだろうからである。中央銀行による金融資産の市場価格の安定化が実行されるというルールの存在 — こうしたルールは決して明示的なものではないかも知れないが — が、金融逼迫期に中央銀行によって実際に買い支えられるべき金融資産の額、つまり追加的に供給しなければならないハイ・パワード・マネーの額を膨張させてしまうのである。これは、まさしく流動性の自生的拡大と呼ぶにふさわしい状況である。

しかし、この状況を、financial innovationの結果として狭義の貨幣と密接に代替的な金融資産が導入されたため、中央銀行が狭義の貨幣の供給量を重視する金融政策の枠組みの変更を迫られている状況と理解すべきであろうか。そのような、“New View”的な理解は妥当ではない。これまでの説明から明らかなように、流動性の自生的拡大は、結果的にハイ・パワード・マネーの同調的供給に結びつくような特定の政策ルールによって条件づけられているからである。中央銀行がそのような政策ルールから離れて、ハイ・パワード・マネーの自律的なコントロールをおこなうかぎり、現在の金融制度の下では流動性の自生的拡大の危険はあり得ないとみてよいであろう。“New View”は、資産保有者の観点から、狭義な貨幣を超えるより包括的な流動性を強調したが、その流動性の言わば供給側の条件、とりわけ、中央銀行によるハイ・パワード・マネーの調整パターンが流動性を根本的に規定するという側面を不当に看過してしまったのである。

3. 若干の追加事項

本稿の議論はきわめて単純であり、その主張をあらためて要約する必要はないであろう。ここでは、最後に若干の注意事項とでも言うべき事柄を付け加えておくことにする。

まず第一に、financial innovation が流動的な金融資産の自生的な拡大の契機を作ることにはあり得ないが、狭義の貨幣に含まれていた金融資産の一部が financial innovation および中央銀行によるその流動性の保証の結果、新たな金融資産あるいは既存の別の金融資産によって完全にとって代られる (dominate) ことがあり得る。たとえば E F T S の発展の結果、定期性預金、貯蓄性預

金を支払い手段へ交換することの費用が徹底的に削減されるとすれば銀行・金融機関の預金の現金化に対する保証は先進国ではほぼ完全に揺るぎない原則として確立しているから、人々による現金の保有は極端に節約され、ほとんどネグリジブルな額にまで低落するであろう。この場合には、現金を重視し、定期性預金、貯蓄性預金を無視する M_1 という貨幣概念はその有用性を失うであろう。ここでは中央銀行にとっての中間的目標の変更も必要とされるであろうが、その必要性はほとんど自明のことであって、多くの論議を要しないものと思われる。

第二の点は、連続的な financial innovation の可能性に関することがらである。これまでの考察では financial innovation が次々と金融市場に導入されるといった状況を想定していない。しかし、米国における EFTS の発展の経緯をながめてみると、financial innovation の継続の見通しは予断を許さないものがある。それゆえ EFTS 関連の financial innovation が金融市場に対して、継続的にほとんど予測し難い攪乱を与えるという事態が全くあり得ないわけではない。^(注7) このことは、既に言及した金融資産の位階的構造が継続的な financial

innovation の攪乱を反映して、絶えず変動し続けることを意味する。このような不確定な攪乱の継続の下では、中央銀行当局にとって、どのような金融集計量を中間的目標とすべきかという問題に確かな答えを与えることはほとんど不可能である。絶えず新しい攪乱が生じている状況の下では、実証的分析に依拠することもできない。このような極端な状況にわれわれが近い将来直面せざるを得ないかどうかは定かでない。しかし、このような状況の下で中央銀行がなし得ることは、何らかの単一の指標を中間的目標として、それに固執することを避けて、いくつかの集計量やさらには市場利子率の動向にも注意を向けながら総合的判断を下すということであろう。このような、まことに常識的な対応が理論的にも妥当なのである。^(注8) しかし、ただひとつ確かなことは、こうした financial innovation の継続も、それ自体で経済の包括的な流動性の自生的拡大に結びつくことはないということである。既に述べたように、中央銀行がハイ・パワード・マネーの自律的調整という行動原則を放棄しないかぎり、流動性の自生的拡大による金融市場の混乱を回避することは可能である。

以 上

【引用文献】

- S.M. Goldfeld, "Comment: Speculation on Future Innovation: Implications for Monetary Control," in W.L. Silber (ed.), Financial Innovation, D.C. Heath and Company 1975.
- J.G. Gurley and E.S. Shaw, "Financial Intermediaries and the Savings-Investment Process," Journal of Finance, Vol. 11, No. 2, May 1956.
- R.C. Holland, "Speculation on Future Innovation: Implications for Monetary Control," in W.L. Silber (ed.), Financial Innovation, D.C. Heath and Company 1975.

(注7) 専門家の一部は、既に米国においてこのような事態が生じているのだと主張している。たとえば Phillips (1979) を参照されたい。

(注8) Poole (1970)。

- A. James Meigs, "Recent Innovations: Do They Require a New Framework for Monetary Analysis," in W.L. Silber (ed.), Financial Innovation, D.C. Heath and Company 1975.
- National Commission on Electronic Fund Transfer, EFT and the Public Interest: A Report of the National Commission on Electronic Fund Transfers, U.S. Government Printing Office, Feb. 1977.
- A. Phillips, "Implications of the New Payments Technology for Monetary Policy," in F.R. Edwards (ed.), Issues in Financial Regulation, McGraw Hill 1979.
- W. Poole, "Optimal Choice of Monetary Instruments in a simple Stochastic Macro Model," Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 2, May 1970.
- The Radcliffe Committee (Committee on the Working of the Monetary System), Report, H.M.S.O. 1959.
- J. Tobin, "Commercial Banks as Creators of 'Money'," in D. Carson (ed.), Banking and Monetary Studies, Richard D. Irwin 1963.
- J. Tobin and W.C. Brainard, "Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls," American Economic Review, Vol. 53, No. 2, May 1963.