

『ラドクリフ以後の

イギリス金融機関と通貨論争』

峰 本 暁 子

一 はじめに

金融政策の研究は、歴史的要素を多分に含んで居り、現実との関連なしになされ得ない。何故なら、金融に関するすぐれた著作は総じて時論的であり、それぞれの著者自身が考察の対象とした時代の特定の経験や特定のエピソードによって大きく影響されている。リカード (D. Ricardo)、ソーントン (H. Thornton) からケインズ (J.M. Keynes) に至るまで、その諸著作を見ても分るように、歴史的視点ならびに制度的観点を考慮に入れない金融理論、金融政策論は、必ずしも必要にして十分な条件を満たしているとはいえない。さらにまた周知のように、貨幣そのものの進化を含めて貨幣制度はめまぐるしく変転し、発展して、金融事情の軸の役割を果たしてきたのである。

私事にわたるが筆者は、イギリス金融学説史研究の一部として、一八一〇年前後の地金論争、一八四〇年代の

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

通貨論争を、特に歴史にかくれた人々の主張を拾いあげることによって、イギリス通貨論争の解明を長年試みてきた。イギリス通貨論争史の山と谷には興味深い問題が山積し、それらへの脱線に手間どり、本筋にもどるのに幾年かを費やした。本稿はそれら多くの events に満ちたイギリス金融史の一部を整理するために、通貨主義対銀行主義の歴史的流れを追う研究テーマの一片として書かれた覚書である。従って、本稿で、最初からラドクリフ以後のイギリス金融制度にふれていることも、単独の論文では唐突に思われるが、本稿の第二章は、通貨主義対銀行主義の現代的模索として、拙稿の「ラドクリフ報告と銀行主義」の続章として表われたものである。またラドクリフ時代からの金融制度の著しい変遷を語らずして、現代の「金融面におけるケインジアンとニュー・マネタリスト」の理論面も批判できないと考えたからである。

一九七一年には、さらにイギリスは新金融調節方式という新しい措置をとった。それについて詳細に論ずるには紙面が不足なので割愛した。従って、本稿は、「ケインジアン対マネタリスト」というよく知られた題材であっても、その目的は、通貨主義対銀行主義の原理的対立面の現代的延長を、あるいはその対立理論の存在の片鱗を現代の通貨論争のなかに模索することにある。

(1) 拙稿「ラドクリフ報告の史的考察―その銀行主義的発想の背景―」『成城大学短期大学部紀要』第六号。

二 ラドクリフ以後のイギリス金融機関の変革と発展

前稿の「ラドクリフ報告の史的考察」で述べた当時（一九五八―九年）のイギリス金融機関の状況から、現在（一九七四年）までにシテイにはかなり大きな変化が見られた。その主なものは、一、金融サーピスの多様化、

二、金融機關のグループ別専門化の衰退、三、海外銀行、加盟銀行の系列会社およびジョイント・ベンチャーの増加、四、いわゆる並行市場（Parallel Markets）の発達、五、加盟銀行の地位の変化、六、合併等をあげることができよう。内容に細かく立入れば、相互の重複は避けられないであろう。そしてこれらの変革は、イギリス国内市場の変化と共に、国際経済の影響を大きく受けて変化してきたことはいうまでもない。

本稿の主旨は前述の通りであるため変化の内容は詳述しない。ただ、近年における発達の多くは一九五九年以前からすでに始まっていたし、他のものはそれ以前には存在せず、ラドクリフ委員もほとんど考慮を払っていなかった環境から起こった。技術の進歩、生活水準の向上、現在進行中の産業の再編成、ポンドの地位の低下、国際収支の恒常的な赤字に基づく統制、さらに信用引締等がすべて金融機関の変化を促す圧力となった。

第二の専門化の衰退については、あらゆる種類の金融機関でスペシャリストの数が増加して居り、同時にかつてはシティの顕著な特色であった金融機関の専門化が崩壊してしまったことである。もちろん、ラドクリフ以前から、加盟銀行は国内業務のみに専念することをやめ、外国業務を扱う専門の支店を設け引受商会の領域に進出してきたが、六〇年以降この傾向は加速化した。「よろずや」銀行、「百貨店」銀行の方向への進展が行なわれた。第三に、シティや、シティだけでなくそれ以外のところにも全く新しい機関が多数表われ、古い機関には支店が設置された。それらのあるものは大銀行の系列会社であり、あるものは、イギリスと外国の銀行の両方が参加している銀行の集団によって設立されており、また、他のものは海外銀行の支店である。

銀行の系列会社は主として三つの分野に、すなわちフォワード・トラスト（Forward Trust）に見られるような賦払購入信用、カウンティ・バンク（County Bank）がその例とされるマーチャント・バンキング、およびウェス

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

トミンスター・フオーリン・バンク (Westminster Foreign Bank) が行なっているような並行市場における資金の調達と投資において活動している。

ロンドンの外国銀行の業務には、四つの主要なタイプができた。第一に、かれらは、イギリスおよび海外の会社に対して国際的銀行業者として活動し、第二に、かれらは、ポンドにおいても外貨においても短期貨幣市場での大取引業者であり、第三に、かれらは、イギリスおよび海外の顧客に対するのと同様に、国際貿易、海外開発事業、および国内取引活動に対する融資のためにも貸付および信用を与え、第四に、かれらは為替ディーラーとして活動し、この面ではロンドンの外国為替市場の不可欠な構成分子となった。⁽²⁾

ラドクリフ委員会が、その調査の対象とした非加盟銀行金融仲介機関は、スコットランド系銀行と割引商会に加うるに、引受商会、海外銀行および外国銀行、賦払購入金融会社 (Hire Purchase and Finance House) 等の銀行業務を行なうものと、保険会社、退職年金基金、投資信託およびユニット・トラスト、建築組合より成っていた。これらの中でラドクリフ報告後現在までに著しく変化した点は、前述のように海外銀行と、とくに外国銀行の数が急速に増加したことであり、これらの銀行がイギリス国内のポンド建業務についてのかれらのシェアを非常に拡大させたことであり、一方、これらの銀行によって保有されたポンド建預金および非居住者に対してなされたポンド建貸出が増加しなかったことである。さらに重要なことは、非加盟銀行はかれらの引受業務を大きく増加させ、外国通貨業務にかれらが大きく関与したことである。

非加盟銀行の非居住者ポンド業務(預金および貸付)の相対的な低下は、主に世界経済におけるポンドの地位の変化に、また一部は政府の直接的な措置に帰することができる。非加盟銀行によって保有された外国通貨建預金

総額は一九六九年六月に約一四、五〇〇百万ポンドに達した。⁽³⁾このような預金は、ユーロ・ダラーのものが支配的であるが、他のユーロ・カレンシーも含まれている。

第四のいわゆる並行市場の発達は、前述のユーロ・ダラー市場という新しい現象と関連している。アメリカの銀行をロンドンにひきつける役割を果たしたユーロ・ダラー市場は、国際的な金融機構のギャップをうずめるために発達した。この市場は、ラドクリフ委員会が、その作業を終る以前からすでに存在していたにもかかわらず、それについて報告書は全くふれていない。シテイとくに外国為替ディーラーの専門的知識、およびこの市場をみたすようになったギャップがポンドの没落の結果あらわれたという事実、この二つの要因によってロンドンは比較的短い歴史の間にユーロ・ダラー市場の重要な中心地となったのである。ロンドンの銀行はもともと仲介業の性格をもっていたが、まもなくそれから銀行へと発達し、ユーロ・ダラーの中期貸付やユーロ債券の発行を行なうようになった。

次に注目すべきは、地方自治体市場の発達である。ラドクリフ委員会は地方自治体金融の処置に批判的であった。しかし地方自治体が大量の預金の取得者になるであろうということは予見していなかった。一九五五年来、大蔵大臣は、地方自治体は公共事業貸付局 (Public Works Loan Board) に頼るまえに、できるだけ市場でその必要をみたすように指示した。地方自治体は主として預金の形式で短期資金を調達するようになり、この預金は短期間に膨大な額に増加した。

最後に、加盟銀行も、ラドクリフ報告後いちじるしい変化をとげた。ラドクリフ報告時には五大銀行と、マーチンズ (Martins)、デイストリクト (District)、グリンス (Glyn's)、クーツ (Couts)、ウィリアムズ・ディーコン

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

ズ (William Decons) およびアイルランドでその営業の大部分を行なっているナショナル (National) の一の一の加盟銀行であった。しかし最近の一連の合併によって、このメンバーは6行にまで減少し、その中核部分は四つの大預金銀行グループの親銀行によって構成された。主なものを特筆すれば、一九六八年、バークレイズ (Barclays) は、マンチナス・バンクを合併し、ロイズ・バンク (Lloyds Bank) も、一九七一年 Bank of London and South America が Lloyds Bank Europe と合併して Lloyds and Bolsa International を成立した。一九六八年には、三つの大銀行—ウエストミンスター・バンク (Westminster Bank)、ナショナル・プロヴィンシャル・バンク (National Provincial Bank) およびディストリクト・バンク (District Bank) の合併によって、ナショナル・ウエストミンスター・バンク (National Westminster Bank) が形成された。

現代のイギリス銀行経営は、一方では、西ドイツ型の広範囲のサービスを提供する大規模組織の金融機関、他方では、フランス流のバンク・ダフェール (事業銀行)、すなわち銀行が商工業顧客を熟知し緊密な関係に入るという、何れにしても、巨大なコングロマリットの銀行組織を志向して居り、そこには、小売銀行、卸売銀行、マーチャント・バンク、保険サービスなどあらゆる金融業務を提供する巨大組織が考えられている。一例として、マネー・ショッピングなるものが最近急増して、斬新なセールズを開始している。

加盟銀行は、以上のようにラドクリフ時代から大きく発展して来たが、それでもロンドンにある国際的銀行、賦払購入金融会社、建築組合、貯蓄銀行等に比べて、顧客に十分なサービスも魅力的な利率も提供していなかったため、一九七〇年代を迎えたときには、金融組織における地位の継続的低下の可能性に直面した。しかし一九七一年の秋には、新金融調節方式が導入され、銀行間の競争を制限する諸慣行を撤廃するとともに、新しい支

払準備制度によって金融政策の効率を改善しようとした。これは当時シテイでは戦後における金融制度のもっとも重要な改革であると注目され、その発展に新局面が開かれたことは周知の通りである。

(2) Robin Pringle, *Banking in Britain*, 1973, p.83.

邦訳「現代イギリスの銀行業」山中、鈴木、野田訳、一二二頁。

(3) T. Rybzyrski, *Non-Clearing Banks*, in *Money in Britain 1959-1969*, edited by D.R. Croome & H.G. Johnson, p. 155.

邦訳「金融理論と金融政策ーラドクリフ報告以降」、渡辺佐平・高橋泰蔵監訳、一五五頁。

なお、本章については以下の文献も参照した。

E. R. Shaw, *The London Money Market*, 1975. H. Merae and F. Cairncross, *Capital City*, 1973.

三 貨幣需要論の発展とマネタリズムの台頭

以上の金融機関の変遷を背景にした金融理論の近年の展開について考察して見よう。

イギリスにおいても合衆国においても、第二次世界大戦以後は約三％という低い利子率で資金の調達が行なわれていた。これは第一次世界大戦時の高利子率とは対照をなすが、この差異はいうまでもなくケインズの勧告によるものであった。低利子率の一つの効用は、戦後の国債利払いを押し納税者の負担を軽減することにある。イギリス国債の償還による利子負担は、一九四五年以後、対債務比率が第一次大戦後のほぼ半分であった。戦後再建のための投資需要に対して、イギリスも合衆国も直接統制は維持されたが、戦後はいささか寛大な態度のため

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

に、インフレ圧力は急速に築き上げられ、合衆国においてのみならず、第一次産品市場への影響もあって全世界のドル物価は上昇し、これはイギリスにもはね返った。ドル物価の上昇はおそらくイギリスにおける物価の推移に、国内インフレ圧力以上の影響をもたらした。⁽⁴⁾

現代経済がそのインフレ的体質を顕在化させるにつれて、貨幣数量説といわれる分析方法がふたたび注目されるようになり、ケインズの、金融政策よりも財政政策を重視するという考え方を逆転させる思考が、シカゴ・スクールの中心であるフリードマン (M. Friedman) の理論によって代表されるようになったのである。

ケインズの貨幣需要理論においては、取引動機および予備的動機のための貨幣保有は、主に所得に依存する取引需要とされ、投機的動機のための貨幣保有は利子率に依存する貨幣需要とされて把握されていたが、ケインズの後継者たちはこれをしだいに批判、修正するようになった。ケインズ以後の論者は、取引貨幣を単に所得に依存するのみならず利子率にも依存するという点を重視するようになる。他方、かれらは貨幣と債権という二種類の資産の選択関係のみが問題とされるケインズの流動性選好説に対し、いっそう多くの種類の資産なканずく短期証券、長期証券、株式等の資産家による選択と保有の問題を取扱う理論を発展させた。すなわち「ポートフォリオ選択の理論とよばれるこの理論では、流動性選好理論をケインズ分析におけるごとく、とくに貨幣の需要にのみ関わるものとみないで、流動資産一般に対する需要と保有に関わる一般理論としてみる方向に拡大させていった点にその特色がある」⁽⁵⁾。

前述の第二次世界大戦後、低金利政策を採用して資本主義各国が一樣にインフレーションに見舞われた経験は、多くの経済学者をして貨幣に対する考え方を急激に変化させるにいたった。「貨幣供給量の統制の効果をも

つ措置をとらないで、インフレの抑制に成功した国はない」というフリードマンの新貨幣数量説の登場は、旧型の貨幣数量説を単純に継承したものではなかった。すなわち、それは貨幣需要の理論であり、生産高、貨幣所得又は物価水準の理論でないこと、貨幣を他の資産と比較しうる資産又は資本財として捉え、貨幣需要理論を経済主体のバランス・シートにおける資産のポートフォリオ構成と関連づけられた資本理論として取扱っている点⁽⁶⁾、前述の現代ケインズ理論の影響を強く受けている。

フリードマンを中心とするこのようなニュー・マネタリズムが強力な影響を人々に与えて、改宗者を続出させるようになったのは、一九六〇年に入ってからのことである。一九六五年以後、合衆国では、貨幣供給を金融政策の操作対象として重視する傾向がしだいに強まり、シカゴ大学の機関誌『*Journal of Political Economy*』は、一九六八年の七、八月号を貨幣問題の特集号として、最適貨幣供給の問題をとり上げ、トービン(J. Tobin)、マーティ(A. L. Marty)の論稿とそれに対する若干のコメントを掲載している。さらに同年十一月には、セントルイス連邦準備銀行の論文でのアンダーソン(L. C. Anderson)、ジョーダン(J. L. Jordan)の共同労作で「金融政策と財政政策——その経済安定化に果たす重要性の比較定検証」と題する論文で、「金融政策の方が財政政策よりも、効果の大きさ、結果の予想可能性、即効性のいずれの点においてもまさっている」という仮説を提示し、「この仮説はまだ十分に証明されてはいないが、現実に否定する証拠が現われるまでは、経済運営の手段として金融政策をもっと活用すべきである。金融当局は望ましい財政政策が実行されるまで長く待つようなことをしてはならない⁽⁷⁾」と結論している。

イギリスでは、一九六七年一月のポンド平価切下げに際し、IMFから借款供与にきびしい条件がつけられ

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

た。その中に貨幣供給に対する制限がある。イングランド銀行は、戦後総需要調整のために、貨幣供給を総支出の重大な要因として注目していなかったが、貨幣供給を総支出の決定因として重視する傾向が強まってきた。*The Banker* 誌は一九六八年十二月号に「貨幣供給討議⁽⁸⁾」と題して、そうした事態の推移を反映している。イギリスでは、たまたま「ラドクリフ報告以後一〇年」をテーマとする Hove 会議⁽⁹⁾が開かれた。この会議は、モルガン(E. Victor Morgan)のイギリス金融史上にみられる公的文献にてらして、貨幣数量説を擁護する論文を冒頭に、それをウォルターズ(A. A. Walters)の実証分析で裏づけ、さらにジョンソン(H. G. Johnson)が金融理論の発展のなかで位置づけるといった、きわめてマネタリズムの色彩の強いものであった。ジョンソンは、少なくとも Hove では、イギリスにおける新貨幣数量説の主唱者の一人にあげられていたが、後にカルドア⁽¹⁰⁾(N. Kaldor)たちとの激しい論争の結果、マネタリズムの批判者になった⁽¹¹⁾。この Hove 会議のマネタリズム論争について人々の関心を集めたのが、タイムス紙の「セント・ルイスからの経済的挑戦」(一九七〇・二・二六)と云われている。セント・ルイス連邦準備銀行は、日本、イギリス、ドイツなど八ヶ国について検討した結果、経済活動に対して貨幣作用が財政作用よりも大きく、より予測可能かつ迅速であるとの結論を発表した。こうした論争を決定づけたのが、ロンドン大学ユニバーシティ・カレッジで行なわれたカルドアの“The New Monetarism”とロンドン大学のセネタ・ハウスで行なわれたフリードマンの“The Counter-Revolution in Monetary Theory”であった。

(4) R. F. Harrod, *Money*, 1969. 邦訳『貨幣』塩野谷九十九訳、二八六—二八七頁。

(5) H. G. Johnson, “Recent Development in Monetary Theory,” in *Essays in Monetary Economics*, 1967,

pp. 92—4.

- (9) M. Friedman, "The Quantity Theory of Money-A Restatement," in M. Friedman(ed.) *Studies in the Quantity Theory of Money*, 1956.
- (10) L. C. Anderson and J. L. Jordan, "Monetary and Fiscal Actions: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization," *Review Federal Reserve Bank of St. Louis*, Nov. 1968, pp. 11—23.
- (8) "The Money Supply Debate", *The Banker*, Dec. 1968, pp. 1095—96.
- (9) A Conference (at Hove, Sussex) of Monetary Economists working in British Universities, Banks, and Government Departments which was held in October 1969 to commemorate the Tenth Anniversary of the Publication of the Report of the Radcliffe Committee into the Working of the U. K. Monetary System.
- (10) N. Kaldor, "The New Monetarism," *Lloyds Bank Review*, July, 1970.
- (11) H. G. Johnson, "The Keynesian Revolution and the Monetarist Counter-Revolution," *American Economic Review*, May, 1971.

四 ケインジアンと反革命としてのニュー・マネタリズム

価格水準を通貨数量の多寡によって説明する貨幣数量説⁽¹⁾、したがって金融政策の手段として貨幣供給を重視すべきであるとする見解は、少なくともケインズの「一般理論」が現われるまでは、正統派経済学の貨幣・価格理論として支配的な地位をしめ、一般に支持されてきた。イギリスにおいても、このような考え方は一八一〇年の地金報告から一九三一年のマクミラン報告 (the Macmillan Report) に至るまで終始一貫して変わっていない⁽¹²⁾

⁽¹⁾ 『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

いわれる。

一九三〇年代の世界恐慌は貨幣数量説に大きな打撃を与え、とりわけ当時の通貨当局の金融緩和政策にもかかわらず、価格の暴落、企業倒産、大量失業の発生などを阻止できなかったという事実が、貨幣数量説への疑いを強めた。一九三六年、ケインズは「一般理論」を発表して、種々のフローの關係とくに自生的支出が所得に与える影響を重視するという全く新しい分析方法を示し、それによって当時の不況が有効需要の不足によることを明らかにし、不況克服策として財政政策による有効需要の注入を提案したことは、周知の通りであり、まさに経済革命であった。こうしたケインズの考を受け継いだケインジアンたちの議論は総じて投資と貯蓄との關係の問題や、利子率決定の問題などをめぐって盛に行なわれたが、金融政策の戦略的変数としての貨幣供給については、若干の例外を除いてはほとんど顧みられず、一九五九年のラドクリフ報告はこのような傾向に拍車をかけたような感があった。

したがってフリードマンが、金融政策の手段として貨幣供給を重視することは、ケインズ革命に対する反革命の意義をもっていると自負している。その根拠は、ケインズ理論がフローとしての支出を物価水準の主たる決定因とみなし、いわゆる所得・支出アプローチをとっているに反し、フリードマンは、貨幣量すなわちストックとしての貨幣量を物価水準に関して重視していることであり、第二次大戦後の前述のインフレーション⁽¹³⁾説明に対して、ケインズ理論より説得力のある対策をニュー・マネタリズムが提示しうると確信している点にある。

フリードマンの新貨幣数量説は多くの論文で表明されている。そのいくつかの論文から彼の主張を簡単にとりあげて見よう。数量説は一九三〇年代や四〇年代においてシカゴ大学で優勢であったが、この理論の組織的体系

化は試みられていなかった。フリードマンの主要な著述には、第一に『貨幣数量説の再述』⁽¹⁴⁾、第二に『貨幣の需要—若干の理論的ならびに経験的結果』⁽¹⁵⁾があり、第三にシェヴァルツ (A. J. Schwartz) と共同論文である『貨幣と景気循環』⁽¹⁶⁾、第四にマイゼルマン (D. Mieselman) との共同論文「一八九七—一九五八年のアメリカ合衆国における貨幣の流通速度と投資乗数との相対的安定性」⁽¹⁷⁾等がある。

第一の論文に於てフリードマンは、数量説論者とそうでない者とを区別するメルクマールのそれぞれについて、反対意見もしくは批判があることを十分に承知したうえで、数量説論者の考え方を主張している。すなわちその両者のいちじるしい差異は、第一に、数量説論者は、貨幣需要関数が安定的であるという実証的仮説を認めるばかりでなく、経済全体の分析にとって非常に重要であるとみなされる貨幣所得水準や価格水準等の決定にそれが決定的な役割をはたすとみる。一方、反数量説論者はそうは考えない。第二に、数量説論者は、貨幣の供給には影響を与えるが需要には影響を与えないような重要な諸要因があると主張する。つまり貨幣供給は、貨幣需要に影響する諸要因とは独立の諸要因によって決定されることがあると主張する。こうした考えに対して銀行主義あるいは、真正手形学説といわれるものは、取引の必要性が貨幣の供給を決めると主張する。第三の点は、貨幣需要関数もしくはその関連諸関数の形状についてであって、これには反数量説の見解としてケインジアンの過小雇用分析と結びついた主張がある。すなわち、貨幣需要は正の低い利子率において無限に弾力的となり、この利子率のもとでは実質貨幣供給の変化があっても、それは何にも影響を及ぼさないという有名な liquidity trap の主張である。フリードマンは、利子率がそうした作用をもったという証拠はないとして、貨幣需要関数の形状についての liquidity trap の存在をみとめない。

第二の論文『貨幣の需要』に於ては、『再述』におけるモデルを採用しつつ、合衆国の現実の流通速度の動きを理解しようと試みたものである。すなわち(1) 流通速度の趨勢および循環変動は主として安定的な貨幣曲線に沿った変動としてこれを説明しうる。⁽¹⁸⁾ (2) 利子率や価格変化率は流通速度の観測された変動を説明するに十分な影響力をもっていない。⁽¹⁹⁾ (3) 貨幣理論では貨幣保有の各種「動機」がいちじるしく重視されてきたが、この分析結果はそれに重大な疑問を投げかけるものであること。⁽²⁰⁾ (4) この分析結果からみれば、いわゆる liquidity trap は存在しないということ。⁽²¹⁾ (5) 少なくとも貨幣所得および価格の長期波動に関するかぎり、支配的な役割をはたすのは貨幣ストックであるということ等を指摘している。⁽²²⁾

次に『貨幣と景気循環』では、経済変動における貨幣的要因というテーマに数量説の立場から解答を求めたもので、一八六七年から一九六〇年までの合衆国を対象にしている。この場合、著者たちは、貨幣的要因として貨幣ストックを考え、経済変動として National Bureau の基準循環をとって、景気循環における貨幣ストックの役割を検討している。さらに、彼らは貨幣量を公衆保有の現金プラス商業銀行における調整済みの要求払預金と有期預金とし、一八六七年から一九六〇年まで、若干の例外を除けば拡張期にも後退期にも増加してきた。また貨幣量の循環的变化をヨリ明瞭に知るために、貨幣ストックの変化率の変化と景気循環を関連せしめてみると、貨幣ストックの変化率は山と谷の双方において、景気循環の山と谷と先行していることがわかった。ただし先行の月数はまちまちである。この分析結果は、因果関係が「経済から貨幣へ」ではなくて、「貨幣から経済へ」であることを示唆していると考えられ、著者たちは、貨幣が経済変動の本質的部分を説明することができるという意味においてその因果関係を主張している。⁽²³⁾

『相対的安定性』の論文では、一八九七年から一九五八年までの合衆国の資料を使って、ケインズ流の所得支出接近法とフリードマン流の数量説接近法のいずれがよりよく現実を説明しうるか検証しようとしたものである。前者の接近法は、独立変数と従属変数の間を乗数によって結びつけ、その乗数の安定性を軸にして独立変数の側から経済変動の主要部分を説明しようとする。これに対して後者の接近法は、ストックとしての貨幣量とフローとしての所得（または消費）の間を貨幣の所得流通速度によって連絡させ、この流通速度の安定性をてこにして貨幣ストックの側から経済変動の主要部分を説明しようとする。そして彼らは、その分析結果を以下のようにまとめている。「結果はおどろくほど一方的である。大不況の初期の年をのぞけば（現金プラス商業銀行の預金と定義された）貨幣は、（純民間投資支出と政府赤字の合計と定義された）自主的支出よりもいっそう密接に消費と関係している。これは名目額すなわち価格変動について調整がなされていない場合についても、また実質額すなわち諸変数が価格変動に関して調整されている場合についても、ともに真である。このようなデータに関するかぎり、投資乗数が貨幣の流通速度より安定的であるとの広く普及した信念は、三、四年間の経験を不当に一般化したものである。この信念は、それ以後の年についても、それ以前の年についても妥当しない。この結果の一つの意味は、貨幣政策にとって重要な変数は貨幣ストックであって利子率や投資支出ではないということである⁽²⁴⁾」。

したがってこの論文の結論として、この分析結果は「科学的分析にとっては、所得変化に対する数量説接近法が所得支出接近法よりもいっそう実り多いであろうということを示している⁽²⁵⁾」ということになる。この論文の結論は、多数の人々に改宗を迫ったが、かえって多くの反批判をよび起こした。

ここで、フリードマンの新しい数量説の特徴を整理して見よう。すなわち、(1) 数量説は貨幣需要の理論であ

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

つて、物価や生産量の理論でなく、物価や生産量に関しては、数量説と貨幣供給その他の変数とを結びつける必要があること。(2) 貨幣は一種の資産であり、富保有の一方方法であるから、貨幣需要の理論は資本理論の特殊な問題にはかならないこと。(3) 貨幣需要は(a)全体の富の大きさ、(b)貨幣保有と他の形態の富保有の価格と収益、(c)富の所有者の嗜好と選好の三つの要因に依存すること、などである。

貨幣需要における利子率の問題についてケインジアンは、貨幣供給の増減が利子率の変動↓投資支出の変動↓所得の変動をひき起すものとしてそれ故利子率を媒介的経路として間接的に所得に影響を及ぼすとみるのに対し、マネタリストは、貨幣供給から所得水準への直接的な因果関係を強調する。マネタリストはケインジアンが考える意味での利子率についてはとくに重視しない。マネタリストは別の意味での利子率、すなわち金融資産のみならず実物資産をも含めた各種の資産が生み出す収益率としての利子率を考慮し、これを重視している。フリードマンによれば、「ケインジアンは狭い範囲の市場資産と計測利子率に注意を集中しがちである。われわれは、耐久財、半耐久消費財、建造物およびその他の実物資産のようないっそう広範囲にわたる資産とその利子率が念頭におかれねばならぬと主張する⁽²⁶⁾」という。

次に重要な問題は、ニュー・マネタリストは貨幣から所得への因果関係を主張するにしても、彼らの意味する所得は、貨幣所得ないし名目所得であるからそれは物価と実質所得とに分割されるわけであるが、貨幣はこの両者のいずれに作用するものとして捉えられるかという点である。フリードマンは、短期的には、貨幣的变化は物価水準と実質所得水準との両者に影響を及ぼす要因として把握している。長期的には貨幣量の変化は実質所得水準にはほとんど影響を及ぼさず、単に物価水準を変動させることによってのみ名目所得水準を変動させるのであ

つて、実質所得の変動は非貨幣的諸力によって規定されるものとして考察している。短期的には貨幣量の變化が物価と実質所得の両者に影響を及ぼすとみるのは、伝統的貨幣理論として旧型の數量説の立場ともケインジアン⁽²⁷⁾の所得―支出理論の立場とも異なる新しい見地であるという批評がある。

フリードマンが、自己の理論は「名目所得の貨幣理論」にほかならぬことを強調しているが、彼が貨幣需要を簡単に実質所得と利子率との関数とみた時、第一に実質所得に関する貨幣需要の弾力性は一であると想定され、第二に貨幣需要関数に導入される利子率は名目利子率として捉えられ、貨幣需要にとって重要なのは実質利子率ではなく物価変動―インフレ・デフレであるという考察が行なわれる。ケインジアン⁽²⁸⁾の所得―支出接近法では、物価水準の硬直性の想定がとられるために、貨幣需要関数における利子率において実質利子率と名目利子率とが区別されることはない。フリードマンは、ケインズにおける物価の硬直性の想定はかなり恣意的なものであるとして、実質利子率と名目利子率を区別している。また、フリードマンは、經濟諸量についての期待の役割をいっそう重視し、関数の中に期待実質利子率、物価の期待變動率といった期待諸量を導入すべきことを主張しているが、ケインズの貨幣需要関数の中には「期待」の問題が導入されていないと批判している。この点は、両者の接近法に決定的な相違をもたらす原点でもあろう。

さらに指摘すればフィリップス曲線の解釈についての相違である。周知のように、物価上昇率と失業率との間にトレード・オフの関係があるならば、総需要調整策のみによって物価の安定と低い失業率の同時達成を実現することは不可能であり、物価の安定を目標とする金融政策は限界をもつことになる。ケインジアン⁽²⁹⁾が近年所得政策に積極的なのもこの理由であらう。これに対して、フリードマンならびにフェルプス(E.S. Phelps)は、フィ

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

リップス曲線が右下りとなる、すなわち物価上昇率と失業率との間のトレード・オフが生ずるのはなぜかを問題とする。物価が上昇しても、貨幣賃金が比例的に上昇すれば実質賃金も変わらないから、雇用量は変わらないはずである。したがって、物価の上昇に伴って失業率が減少するとすれば、それは人々の期待を越える物価の上昇があり、賃金の上昇がこれに追いつかず、実質賃金下落するからでなければならぬ。つまり、物価の期待上昇率と実際の上昇率とが乖離し、実際の上昇率が期待上昇率を上回るからである。社会には労働者の長期期待実質賃金（恒常賃金）に見合つて一定の「自然失業率（恒常失業率）」が存在する。インフレーションは一時的に自然失業率以下に失業をへらすことができるとしても、それはインフレが人々の予想に織りこまれるまでの過渡期的ことであり、それをこえて失業を低く維持しようとすれば、それはインフレの加速化をもたらす。貨幣政策によって自然失業率をへらすことはできない。このフリードマンの主張⁽³⁰⁾に対しては、トビン・ソロー（R. Solow）が反批判を加えているが、それらは実証面からの反批判にとどまる。いずれにしても、フィリップス曲線をめぐり上記の問題提起は、物価の安定と失業との間のトレード・オフが絶対的なものでないということ明らかにした点で重要な貢献であると考えられる。

- (12) 一谷藤一郎『金融政策論』有斐閣、一九七四年、一五六頁。
- (13) Milton Friedman, *A Program for Monetary Stability*, 1960, pp. 1—2.
- (14) M. F. Friedman, "The Quantity Theory of Money—A Restatement," *op. cit.*, pp. 3—21.
- (15) M. Friedman, "The Demand for Money; Some Theoretical and Empirical Results," *NBER Occasional Paper*, No. 68, 1959, pp. 1—25. 水野正一・山下邦男監訳『現代の金融理論』、八八一—二三頁。

- (16) M. Friedman and A. J. Schwartz, "Money and Business Cycles", *Rev. Econ. Stat.*, Feb. 1963, pp. 32—64.

- (17) M. Friedman and D. Meiselman, "The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 2897—2958," in *Stabilization Policies (A Series of Research Studies for Commission on Money and Credit)*, 1963, pp. 165—268.

千田純一『新しい数量説の展開とその貨幣作用』金融論選集十四巻 一四—一六頁参照。

- (18) M. Friedman, "The Demand for Money," p. 3, 16. 訳書九〇、一一頁。
- (19) M. Friedman, *ibid.*, p. 3. 訳書九一頁。
- (20) M. Friedman, *ibid.*, pp. 22—23. 訳書一一九—一二頁。
- (21) M. Friedman, *ibid.*, p. 23. 訳書一二〇—一二頁。
- (22) M. Friedman, *ibid.*, p. 3. 訳書九一頁。
- (23) M. Friedman and A. J. Schwartz, "Money and Business Cycles," p. 49.
- (24) M. Friedman and D. Meiselman, "The Relative Stability," p. 166.
- (25) M. Friedman and D. Meiselman, *ibid.*, p. 213.
- (26) M. Friedman, "A Theoretical Framework for Monetary Analysis," *Journal of Political Economy*, Vol. 78, March/April 1970, p. 28.
- (27) 岡本善男『通貨と信用』東洋経済 一一五頁。
- (28) M. Friedman, "A Theoretical Framework for Monetary Analysis", *op. cit.*, pp. 29—46.
- (29) E. S. Phelps, *Inflation Policy and Unemployment Theory*, 1972.

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

(30) M. Friedman, "The Role of Monetary policy," *American Economic Review*, March, 1968.

五 ニュー・マネタリズム批判と銀行主義

フリードマンの理論に対しては多様の批判が出され、フリードマンは精力的にそれらに対して反論、応答している⁽³¹⁾。

H・G・ジョンソン(H. G. Johnson)は、ラドクリフ報告以後の金融理論の発展をサーベイするなかで、新貨幣数量説の復活を高く評価している⁽³²⁾。ジョンソンによれば、フリードマンのニュー・マネタリズムの特徴は、数量説を価格あるは産出高の理論としてではなく、これを貨幣需要理論として再構成し、貨幣量と少数の独立変数との安定的関数関係を確立したことにあると。フリードマンの考え方は、ケインズの流動性選好理論の延長線上にあるが、貨幣需要への近代ポートフォリオ・アプローチによって精緻に展開したものとみる。しかし、ジョンソンによれば、フリードマンは価格水準の期待変化を強調し、ケインズは現実の予想された安定価格水準を想定して居り、それが経済政策実現の相違として、マネタリストは経済指標としての貨幣利子変化の不確実性を強調し、貨幣供給の変化を統制の変数として重視するのに対し、ケインジアンは財政政策を重視している。しかし、フリードマンは、貨幣供給、したがって総需要における短期的変化の貨幣価格ならびに物理的産出高におよぼす相対的影響について明らかに述べて居らず、この解答のためには、通貨需要の増減を賃金や物価の変動によるものと、雇用や産出高の変化によるものに分析して、期待の理論を適用することがのぞましいとジョンソンは助言している⁽³³⁾。ジョンソンはさらに、新ケインジアンの貨幣理論は、ヒックスのIS—LM分析によって一般均衡論

の体系に接合されてしまっていることを指摘し、新ケインジアン⁽³⁴⁾の貨幣理論は、その結果、ケインズその人の貨幣理論から離れてしまっていることを、レーヨンフーブッド(A. Leijonhufvud)を引用して批判している。レーヨンフーブッドによれば、新古典派的ケインズ解釈では、ケインズ体系を財と貨幣・債券および労働サービスの四財モデルであるとみているが、これは正しくないと主張する。ケインズ体系は「貨幣論」の構成を受継いでおり、消費財と貨幣・非貨幣資産および労働サービスからなる四財モデルであるという。ここで非貨幣資産というのは、長期債券と物的資産に対する請求権によって代表される長期資産であり、貨幣と違ってその現在価値は利子率について高い弾性値をもつ。したがって、利子率の僅かな変動も非貨幣資産の価値に大きな影響を与える。ケインズは、一方で時間割引率の変化は貯蓄に大きな影響を与えないといっているから、ケインズの windfall effect は、代替効果ではなくて資産効果、つまり誘発された資産効果と解釈されなければならないという。レーヨンフーブッドによる「ケインズ経済学」の再解釈は、金融理論のみならず、広く最近の経済理論の注目すべき発展と考えられているので重要である。トゥーク(T. Tooke)時代の銀行主義理論の延長線上に、ケインズ理論を結びつけるには、上述の一例のように現代のケインズ理論といわれるものは、あまりに複雑化し、多くの問題を内蔵している。しかしながら、われわれは、その原点を見つめながら、通貨主義理論の延長線上にあると考えられるニュー・マネタリズムの批判を考察して見よう。

第一に、ニュー・マネタリストは、貨幣量を現金通貨と要求払預金以外に有期預金を含めて定義し、多くの歴史的データに照らして、その貨幣が所得ともっとも密接な相関関係にあるとする。すなわち、貨幣供給の変化が名目所得の変化の主たる原因であるという貨幣数量説の根本命題をめぐる、活潑な論争が行なわれてきた。カ

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

ルドア (N. Kaldor) は、フリードマンの貨幣から所得への影響を重視する見解に対して、(1) 貨幣供給と所得水準との間の高い相関関係はどちらの方向への因果関係を示しているのか、(2) 強い統計的な関連が存在するということは変数のうちのひとつ、たとえば貨幣供給を規制することによって、他の変数の予想された変化をひき起こすことができるという意味であるのかという二つの疑問をなげかけ、経済事実にもとづき貨幣供給の変化は経済活動または所得の変化の結果とみなされるべきであって、その原因と考えられるべきでないとし、さらに貨幣供給を規制しても貨幣代替物が流通するために、貨幣供給の規制だけでは所期の効果をあげることは困難であると強調して、フリードマンの主張に真向から反対している。⁽³⁵⁾ また、A・B・クランプ (A. B. Cramp) も、貨幣量は需要または経済の必要に応じて内生的に決まるものであり、所得↓貨幣需要↓貨幣量の順であって、マネタリストが主張しているように、中央銀行によって外生的に与えられるものではないと反論している。⁽³⁶⁾ この外生的、内生的論議は、通貨主義対銀行主義の金融史上の大論争の類似を想わしめる。前述のように、現代の通貨論争は、往時のそれよりその深さと広がりにおいて、はるかに深く広いことはいうまでもない。さらに、上記の批判者たちが貨幣供給に対する経済制度の内部から需要を強調する時、これに財政収支の赤字、国際収支の黒字による部分を含めており、その限りでも往年の論争とは異なる側面もある。しかも、往年の論争では貨幣を単に通貨としてのみ把握するか、通貨のほかに資金を認識するかという問題が含まれていたが、こうした点はもはや顧みられることはない。すなわち、フリードマン等は、貨幣供給決定が外生的である点では通貨主義的立場にたちながら、他方では、貨幣を通貨として捉えることはせず、反対に資金の概念に近い資産機能を果たす貨幣として把握するのみである。

第三の批判として制度的問題点がある。一つには、フリードマンの実証的試みが、金兌換—金為替本位制—管理通貨制という貨幣制度の変遷を無視している点であり、二つには、合衆国とイギリスの金融制度の相違を注意すべきである。すなわち、フリードマンによれば、貨幣的変化が貨幣所得ないし物価の変動に対して及ぼす影響は、貨幣が金貨または兌換銀行券の場合であろうと不換銀行券の場合であろうと変りはなかったと考察されて、兌換制、不換制の相違に重要な評価が与えられていない。たとえば、マネタリストは、一九二九年の大恐慌以後、不況が深刻化した理由は連邦準備当局が金融政策に対して消極的態度をとったためであるとみて⁽³⁷⁾いるが、もしその際、当局が金融緩和、貨幣供給の増加の積極的措置を採用したならば、当時の銀行恐慌を回避し深刻な経済不況から脱出し得たであらうか。ここに兌換制の場合と不換制の場合との相違を軽視した立場が認められる。当時兌換制を維持していた連邦準備当局が恐慌時に発生する支払手段の需要に応じた銀行券を増発したならば、銀行券は過剰となり金との関係で減価し、パニックは一層促進されたであらう。

第二の、合衆国とイギリスの金融制度の差異についてであるが、ラドクリフ以後の金融機関の変革と関連して次の諸点に注意するべきであらう。(1) 合衆国では市中銀行の中央銀行への直接的な接近が許されており、したがって市中銀行の流動資産を貨幣に換えることに對する心理的拘束がイギリスよりも大であるから、中央銀行のいわゆる窓口規制の効果が強く作用する。(2) 合衆国では財務省証券市場がイギリスよりもはるかに広く、しかも利子率のわずかの上昇にも敏感であるから、短期資金調達のために政府が信用創出機能をもつ銀行組織に頼る程度はイギリスよりも小である。(3) 政府の短期資金調達の必要は合衆国でもイギリスと同様に、戦時債務の借換のために大であるが、しかしイギリスのように資本不足にあえぐ国有化産業の資金需要に悩まされていない

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

どである。⁽³⁸⁾ 前述のフィリップス曲線の問題にしても、フリードマンが主張するように、期待物価上昇率の適応に長い年月がかかるとすれば、その調整の過程で雇用量がどのように変化するか、金融制度がどのように変化するか問題となるが、数量説にはそれを説明する理論を欠いており、結局数量説は短期的変動を説明する理論としてはケインズ理論に対抗できないと思われる。各国の金融制度⁽³⁹⁾によってケインジアン的政策が適切か、マネタリズムが適切かは自ずと異なるのも当然となろう。第二章の金融制度の大きな変遷を知るにつけ、そのメカニズムと両主義の対応を詳細に述べる枚数がないが、それらの制度を動かし得る理論の実効性が、その国、その時代に要求されるであろう。

- (15) Milton Friedman's Monetary Framework, A Debate with His Critics, edited by Robert J. Gordon, 1974.
- (32) H. G. Johnson, "Recent Development in Monetary Theory," in *Money in Britain 1759-1969*, 1970, p. 84.
- (33) H. G. Johnson, *ibid.*, p. 90.
- (34) A. Leijonhufvud, *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*, 1968.
- A. Leijonhufvud, "Keynes and Classics," *the institute of Economic Affairs, Occasional Paper* 30, 1969.
- (35) N. Kaldor, "The New Monetarism," *Lloyds Bank Review*, July 1970, pp. 5-9.
- (36) A. B. Cramp, "Does Money Matter?" *Lloyds Bank Review*, Oct. 1970, pp. 30-31.
- (37) M. Friedman & A. J. Schwartz, *Monetary History etc.*, pp. 407-419, pp. 691-3. 参照。
- (38) D. H. Robertson, "An American 'Radcliffe' Report," *Lloyds Bank Review*, Jan, 1962, p. 21.

(39) ここでは、貨幣制度、金融制度を包括する。

六 まとめ

以上、ラドクリフ報告書が世に問われて以後のイギリス金融制度の変遷と、インフレーションをめぐる復活した通貨論争の展開を概観した。

「ケインジアンとマネタリスト」という固有の論稿であれば、それぞれのモデルの展開、問題点をより詳細に述べなければならないであろうが、われわれの目的は、序文でもふれたように、一八一〇年代の地金論争、一八四〇年代の通貨論争の基底に対立した原理の現代への延長線を迎えることであつた。重要な視点は、地金論争当時は、金本位制度を脱却した状態の論争であり、通貨論争は金本位を前提とした論争であり、現代のケインジアン対ニューマネタリスト論争は、後者の地盤が貨幣制度の変遷を無視した主張であつたということである。したがつて、そこに一貫した論理を体系づけることは無理であつたかもしれない。しかし、われわれはすでに、トゥークの「通貨原理」の中に所得理論を見出し、⁽⁴⁰⁾通貨主義対銀行主義の中に、貨幣量と有効需要の対決を見てきたが、ラドクリフをめぐる論争の中にもそして現代の通貨論争の中にも、同じ原理的対立として、なお終焉を見ない、人々の模索と試行錯誤を見出し得るのである。

カルドアが指摘したように、⁽⁴¹⁾ニュー・マネタリズムの内容は、ケインズ体系のように、国民経済を構成する各経済主体の行動と市場機構の関係を分析して、全体としての経済の構造を循環的に説明するという理論的に整合性をもったモデルによって論じられていないものであるならば、なおさら、ケインジアン対ニュー・マネタリス

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

『ラドクリフ以後のイギリス金融機関と通貨論争』

トという題材は、特定の目的をもった部分分析のため以外には、軽々しく対立せしめ得る対照ではないであろう。

通貨論争は、一つの時代に同一の経済問題を対処するにあたって火花を散らしたものであれば、現代の金融理論を絶対的基準として遡って評価することも、一八四〇年代の論争原理を現代に模索しようとすることも一方面的な理解に終りがちである。現代の経済学がいろいろな意味でその方法論が問われてきたように、最近の金融理論の収獲通減の傾向の中で通貨論争の研究にも、単なる歴史や理論の交叉の奥に、「貨幣とは何か」というより哲学的な思考が求められる領域の存在することを感じるのである。

(40) 拙稿「トウ・ワーク通貨原理の研究―反地金主義より銀行主義へ」『成城大学経済研究』第八、九号、「金融論選集」第六卷。

拙稿「地金論争再考―地金主義と反地金主義―」『金融経済』一二八号。
(41) N. Kaldor, "The New Monetarism," op. cit.

(一九七六・三・二五)