

金融統制をめぐる問題

—現金統制の効果—

玉野井昌夫

まえがき

1963年以降、イギリスでは、「ニュー・オルソドックス」といわれる、金融統制の基準を流動資産におく見解にたいして、いくつかの批判が現われるようになった。これは Newlyn, Crouch といった人々によって行なわれたものであるが、この人たちはそれまで支配的であったいわゆる「ニュー・オルソドックス」の考えを、実際の金融事情をよりどころとして具体的に検討しようと意図した点で、共通の特色をもっていた。そして、批判点はいろいろの部面にわたっているが、その一つの中心は金融統制の問題におかれている。すなわちこの批判者たちの、積極的な主張は、ニュー・オルソドックスが流動資産の管理に重きをおいたのに対して、それだけでは不十分であるとし、むしろ現金の統制の必要を強調した点にある。したがって、その努力は、ニュー・オルソドックスの提唱した流動資産の管理が、銀行預金および銀行信用の統制にいかにか無力であるかを実証しようということに集中された。そこで、1930年代の、マクミラン報告で代表される伝統的な見解以降60年代までの、金融統制に対する見解がどのように変化してきたかを紹介すれば、これをつうじて、最近にいたるまでのイギリスの金融機構がどういった機能をもっているかを明らかにすることができる。すなわち、ニュー・オルソド

ックス批判の立場の人々の見解を検討することは、理論の上だけの興味ではない。ところが、イギリスでは50年代から、従来とはちがった新しい特徴が短期金融市場の上に現われるようになっており、批判者たちの積極的主張も実際の金融事情の変化によって、必ずしも意味があるとは思えなくなっている。これは一つは国際化の進展によってロンドン金融市場が新しい影響を受けるようになったためと思われるが、それだけに新しい金融統制上の問題を生み出しているようにみえる。そこで、本稿では、これら諸見解の検討を行ないながら、実は、新しい変化の意味をできるだけ実情に即して探ろうとしたものである。

1

1950年代の半ばに、イギリスでは、金融政策について、一つの有力な見解が支配するようになったことは、よく知られている。この見解が支配的になったのは、この頃、ほぼ同じ時期に相ついで公表されるようになった W. Manning Dacey, W. T. C. King, R. S. Sayers の論文や著作¹⁾の影響によるものであるが、これらの人々が共通に狙った基本的な命題は、新しい金融上の叡智として急速にイギリスで受け入れられ、その後中央銀行が公にした文書やラドクリフ委員会の報告のなかで中心的な位置を占めるといふ、大きい影響を残すことになったのである。この基本

的命題とは、いうまでもなく、銀行信用の実際の基礎はもはや現金の供給ではなく、大蔵省証券の入手の難易に依存した流動資産であるという考え方であった。この見解に立てば、銀行預金の供給は、大蔵省証券の供給と因果的關係があるということになる。そして金融政策の行使に当って、いままでのような銀行の現金比率重視に代って、銀行の流動資産比率に決定的な役割が認められる。このようにして、50年代に形成された新しい金融政策観は、30年代のいわば古典的な信用統制の理論と対比されて、「ニュー・オルソドックス」と呼ばれることになったのである。30年代のールド・オルソドックスの見解は、マクミラン報告にもっとも代表的に示されている²⁾が、この考え方は、その内容をつぎの2点に要約することができる。すなわち、(1)銀行預金の量は、銀行が保有する現金の量に依存している。(2)銀行の現金は、中央銀行の金融政策——短期証券の公開市場政策——によって統制することができるということである。マクミラン報告では、このように、中央銀行が保有している資産および預金を変更すれば、これをつうじて商業銀行の現金準備に変化が生じ、この結果、商業銀行が使用できる信用の量に数倍の変化が生まれることになる。当時の銀行は、大体において10%の現金比率を維持していたので、たとえば商業銀行のイングランド銀行における預け金が一定額だけ増減すれば、商業銀行では、この金融の10倍の預金、9倍の収益資産の変動を招くことになる。ところが、この点をイギリスの実際の金融機構を対象にして観察してゆく必要があり、またその場合に金融政策の効果が波及してゆく径路をとくに問題とするのであれば、銀行だけではなく割引市場を含めた有機的な機構全体について考察を進めてゆかなければならない。というのは、割引市場は商業銀行と密接にからみあってイギリスの金融構造に重要な特色を与えているばかりでなく、後の

論点との関係でこの場所が一つの焦点となるからである。そこで問題をはっきりさせるために、中央銀行の売りオペ政策を出発点とする引締め政策に例をとり、波及の経過³⁾を検討してみよう。まず売りオペによって、手形交換所加盟銀行の預金と現金の低下が生じる。ここで加盟銀行の現金比率は、預金が低下したにもかかわらず、望ましい水準を割ることになる。このため加盟銀行は、低下した現金比率を回復させることが必要となり、これは割引市場に放出していたコール・マネーの回収によって果たされる。ここで割引市場には資金不足が生じることになり、この不均衡状態を脱却するために、イングランド銀行に借入れを仰ぐことになる。しかし、この場合、借入れを行なう割引市場に課せられる公定歩合は明らかに懲罰的なレートである。すなわち公定歩合は市場利子率を上回り、逆鞘となっている。このため割引商会は懲罰的な借入れをさけようとするが、ここでとりうる方法は、(1)加盟銀行および中央銀行以外の資金提供者の借入れに依存するか、(2)割引市場のポートフォリオの引下げによるかである。もし(1)の方法をとるとすれば、依存しうる資金供給者は中央銀行に勘定を設けていない企業か家計かである。結局、その資金供給は加盟銀行預金から行なわれることになる。したがって、加盟銀行の預金は引き出され、預金と現金の低下となる。そしてこの結果として、さらに現金比率の低下を招くことになる。(2)の方法をとった場合も同様である。すなわち割引市場のポートフォリオの引下げは、満期となった手形の償還を受けながら、その手取金を新しい手形に再投資しない場合に実現する。この手取金は、イングランド銀行からの借入れの返済にでも充てられるほかないが、ここでも手形の償還をつうじて加盟銀行の預金の低下と現金の減少を生じることになる。いざいざにしても二つの場合をつうじて、加盟銀行は預金量と現金の双方の低下を招き、現金比

金融統制をめぐる問題

率の回復の必要を生じ、またしてもコール・マネーの回収がくり返されることになる。最終的には、加盟銀行が貸出あるいは投資という収益資産の圧縮を行なって現金比率を回復させるまでは、この経過が継続することになるのである。このように、割引市場を介入させて引締め効果を観察しても、売オペによって銀行信用の収縮が実現する。もっとも、ここでの引締め過程で生じる複雑な反応を無視した。すなわち銀行預金の低下にともなう利子率の上昇、これに応じた現金需要の増加と政府債務の変化は考慮していない。

- 1) 50年代半ばには、つぎのような論文が公にされた。W. M. Dacey, "The Floating Debt Problem", Lloyds Bank Review, April 1956 ; W. T. C. King, "Should Liquidity

Ratios be Prescribed ?" The Banker, April 1956 ; R. S. Sayers, "The Determination of the Volume of Bank Deposits ; England 1955-56" Quarterly Review of the Banca Nazionale del Lavoro, December 1955. なお Sayers はこの論文を、後に Central Banking After Bagehot, 1957. に再録しており、Dacey は同一の見解を詳細に述べた Money Under Review, 1960. を公にしている。

- 2) マクミラン報告の中には、para 22, para 71, para 74, para 222 において、銀行信用に関する統制が述べられている。
3) A. B. Cramp は、金融引締めの過程を説明するために、つぎのような、加盟銀行と割引市場から構成される金融機構に関する表を掲げている。(A. B. Cramp, the Control

		手形交換所加盟銀行					
100万ポンド	(1)	(2)	(3)	(4 a)	(4 b)	(5)	
預 金	10,000	9,950	9,950	9,904	9,904	9,375	
		10,000	9,950	9,950	9,904	9,904	9,375
現 金	(1)	(2)	(3)	(4 a)	(4 b)	(5)	
コール・マネー	800	750	796	750	750	750	
手 形	750	750	704	704	704	704	
その 他・資産	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,200	
	7,100	7,100	7,100	7,100	7,100	6,721	
		10,000	9,950	9,950	9,904	9,904	9,375
現 金 比 率	8.0	7.5	8.0	7.6	7.6	8.0	
流動資産比率	29.0	28.6	28.6	28.3	28.3	28.3	
		割 引 市 場					
100万ポンド	(1)	(2)	(3)	(4 a)	(4 b)	(5)	
コール・マネー	750	750	704	704	704	(4 a)	
そ の 他	250	250	250	296	250	あるい	
イングランド			46			は(4 b)	
銀 行 借 入						のくり	
	1,000	1,000	1,000	1,000	954	返し	
		(1)	(2)	(3)	(4 a)	(4 b)	(5)
手 形	600	600	600	600	554	(4 a)	
債 券	400	400	400	400	400	あるい	
						は(4 b)	
						のくり	
						返し	
		1,000	1,000	1,000	1,000	954	

of Bank Deposits, Lloyds Bank Review, 1967. Oct.)

なお前頁の表の(3)の欄は、(2)の現金の低下に応じて、銀行が流動比率の低下は問題としないが、現金比率の回復を目的として割引市場からコール・マネーの回収を行ない、このため割引市場がイングランド銀行から借入れを行なったことを示す。(4a)は割引市場が懲罰的な借入れをさけるため、加盟銀行および中央銀行以外の資金供給者から借入れを行なったこと、(4b)は割引市場がポートフォリオの引下げによって対応し、懲罰的借入れをさけたことを示している。そして(5)は、高収益資産の処分をつうじて現金比率（および流動比率）の調整が行なわれた結果を示している。ところでオールド・オルソドックスの金融政策波及の径路は、(1)―(2)―(3)―(4b)―(5)の順序をとるものとして示すことができる。また(4b)および(5)に現われている手形保有の低下は、手形振出しの低下を理由とした手形需要の低下に対応したものと考えることができる。というのは、「ロンドン宛の手形」の全盛期には、引締めによって短期利率が上昇すれば、手形にもとづく信用の需要を他の国際中心地に振り向けるという動きが敏感に現われたからである。

2

このようにオールド・オルソドックスの金融政策は貫徹することになるが、この効果の波及を50年代については否定し、伝統的な金融政策に重要な疑問を提起したのが、ニュー・オルソドックスの人々である。もっともこれらの人々の間でも、その強調点と説明方法には差異があるが、ここではDaceyとKing, Sayersとその影響の大きかったラドクリフ報告との二つのグループに分けて、それぞれの見解を検討してみることにしたい。まず前者では、銀行組織が保有するポートフォリオの中にある大量の大蔵省証券によって、伝統的なオールド・オルソドックスの政策径路が

働かなくなったという。というのは、利子率の変動にたいして敏感でない国庫の大蔵省証券の供給は、銀行の流動資産の構造を変え、このためオペレーションによる現金不足の結果を総銀行信用および預金の収縮へと導くチャンネルとしては、銀行組織はもはや作用しなくなったというのである。もちろんDaceyもSayersも、現金不足を回復させる方法として、大蔵省証券を銀行組織外の保有者に販売するという径路に気づいており⁴⁾、これを問題としている。事実1950年代初期の数年間、大蔵省証券利率と預金利率の差は大きく開いていた。したがって大蔵省証券にたいする外部の需要がいちじるしく増加したことを認めている。それにもかかわらず、前者の人々は、この径路をつうじて金融引締めの効果が働くことを否定している。これにはいくつかの理由があると考えられるが、さし当っては、(1)当局は、公定歩合の引上げにともなって預金利率の引上げを行なうことを加盟銀行に許しているので、銀行は利子格差にもとづいた大蔵省証券の相対的な有利さを、簡単に解消させることができる。(2)もし銀行信用と銀行預金を実際に縮小させるほどの効果をもった引締めが行なわれた場合、外部の大蔵省証券保有者は、支出のための資金調達のためから大蔵省証券を処分しなければならない。そこで割引市場を含めた銀行組織にたいする大蔵省証券の供給はふえこそすれ、減少することはないであろう⁵⁾。という二つをとり上げることができる。このように考えれば、前者の人々が、結局、現金比率回復のための救済を最後の貸手としての中央銀行に求めるという途を選んだとしても、意味がないわけではない。しかしこのルートをとり上げる際も、銀行組織が大蔵省証券を中心とする過剰な流動資産を保有しているかぎりでは、たえず満期となる大蔵省証券の手取金によって引締め前の銀行信用と預金を維持することは簡単であり、この貸出しが懲罰的貸出しをつうじて行なわ

れるとしても、ともかく中央銀行の信用によって容易に現金を回復することができる。しかも、この大蔵省証券にもとづく信用供与は、中央銀行にとっては拒否できないものとなっているために、実質的にはペナル・レートが30年代のように手形の供給を低下させる有効な手段として働かなくなっているというのが、この人達の指摘していることである。Sayers およびラドクリフ報告の立場も、オールド・オルソドックスが想定したような金融政策の効果を否定する点では共通であるが、その主張はいちだんと明白である。

というのは、この場合には、中央銀行の救済が市場利利率を大きく乱すことなしに行なわれ、したがって銀行組織がいちじるしい損失をこうむることなしに現金不足を回復する事態を正面にとり上げているからである。この点はラドクリフ報告の para 376 にきわめて明瞭に示されている。また Sayers 自身も、その論文のなかで⁶⁾、50年代半ばには、市場利利率による買オペ、すなわち裏口 (the back door) をつうじての中央銀行の救済は、1940—51年の時期に比べては制限されるようになっている、したがってペナル・レートを適用することが併用されていることは認めながら、現金量を決定するに当たってイングランド銀行は、まったく受身であることを述べている。いずれにしても、ニュー・オルソドックスの立場では、現金による金融統制、あるいは直接現金比率を対象とした引締め政策は、それだけではなんら効果がないことになる。これに代って流動資産に働きかけることが必要となり、あるいは現金比率に代るものとして積極的に流動資産比率を規制の手段に使用するという政策決定が登場してくることになる。ラドクリフ報告のいう一般流動性効果、流動性概念は、たしかに明確な概念とはいえなかった。しかし、これらを主張した背後には、金融政策の効果にたいする認識の程度こそちがえ、大蔵省証券の異常な累積というニ

ュー・オルソドックスの人々の間に共通にみられる、正しい事実認識があったことは、一応評価しなければならないであろう。

- 4) たとえば、W. M. Dacey, *Money Under Review*, pp. 84-5. Sayers, *Central Banking*……, p. 104. を見よ。
- 5) A. B. Cramp, *op. cit.*, p. 24.
- 6) R. S. Sayers, *the Determination of the Volume of Bank Deposits: England 1955-6* (*Central Banking After Bagehot*, pp. 100-2.) なお Dacey および King と Sayers およびラドクリフ報告のそれぞれの見解のちがいをシエーマ化すれば、銀行組織が中央銀行の貸出しを受けるさいに、前者はペナル・レートによる資金供給を考え、後者は市場レートによるルートを考えているという点で、両者の特徴を区別することができる。

3

ところが、これらのニュー・オルソドックスの人々の見解を批判し、さらに金融政策にたいして新しい見解を打ち出した人々に、R. L. Crouch と Messrs. W. T. Newlyn があつた⁷⁾。そこでまず、Crouch の見解を中心として、新しい金融政策観をとり上げてゆこう。彼はニュー・オルソドックスの金融政策が果たして実効があるかどうかという問題提起を行なうのであるが、その場合、ニュー・オルソドックスの人々が提唱する大蔵省証券供給の統制に論点を集中する。そしてこれによって債券市場に変化が生まれ、これがまた銀行組織外の大蔵省証券保有者に影響を与える点に注目する。すなわち当局によって大蔵省証券発行の規模が縮小され、これが、(1)予算の黒字によって、あるいは (2)借替え操作 (Funding) をつうじて行なわれることから出発する。Crouch は、その際にニュー・オルソドックスにしたがって、必ずしも実状を反映していないにもかかわらず、(1)銀行は、流動資産比率30%で出発する。また、(2)割引

金融統制をめぐる問題

大蔵省証券のフロー

週	13		14		15		26		27	
売 買	買	売	買	売	買	売	買	売	買	売
国 庫	250	250	250	200	250	200	250	200	200	200
加 盟 銀 行	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
割 引 商 会	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
「その他入札者」	150	150	100	150	100	150	100	150	100	100

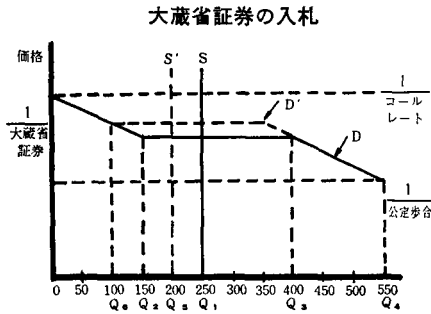
Crouch, the Inadequacy of "new orthodox" methods of monetary Control, the Economic Journal 1964. Dec. p. 917.

商會は、大蔵省証券の保有を低下させて自由に債券保有を増加させることはできない。すなわち割引商會の債券保有にはかなり厳格な制限があるという状態を前提とする。そしてCrouchは、課税によって予算の黒字が生じ、大蔵省証券の発行が圧縮される場合を、加盟銀行、割引商會、公衆、イングランド銀行という四つの部門から構成される金融組織について、大蔵省証券のフローとストックの変化を示す簡単な数字例⁹⁾をあげて説明する。そこでまず、国庫、加盟銀行、割引商會、その他入札者（加盟銀行、割引商會以外のいっさいの入札者＝公衆、イングランド銀行も含む）の間では売買が過不足なく割り当てられているという均衡状態に、大蔵省証券発行の圧縮が行なわれ、総供給量の減少という変化が生じた場合からはじめる。この減少は、右に述べた四者の間の大蔵省証券のフローに変化を生ずることになるが、この間の経違はうえの表のようになる。

すなわち第13週まで国庫の純現金必要額は0であり、売買量はいずれも同一である。「その他の入札者」はそのうち150の償還を受け、新規発行の150をこれと引替えに購入する。割引商會は入札によって100を獲得するが、同時に加盟銀行に100を販売する。結局、銀行は割引商會から100の購入を行なうが、その代りに保有していた100の大蔵省証券について国庫から償還を受けるといふので

ある。ところが第14週の大蔵省証券発行は収縮し、国庫の販売は200に低下する。しかし銀行は流動資産比率30%を維持するために、前週同様100の買換えを必要とし、したがって割引商會は前週と同じように100の購入を行なって銀行に販売しなければならない。したがって総供給量の減少は、結局のところ、その他入札者の買入れ量の低下をひき起こさざるをえない。このようにして、第26週まで同一の大蔵省証券のフローが継続しながら、毎週ストック量の50の減少を招く。しかしこのストックの減少は、加盟銀行、割引商會、公衆、イングランド銀行のうち、もっぱら公衆の保有量の減少となる。銀行の預金量には変化は生じない⁹⁾。すなわちその他入札者のうち、イングランド銀行以外の入札者の大蔵省証券保有量の低下という結果にみちびくだけである。このようにして第27週には予算が均衡し、国庫の純現金必要額はふたたび0となり、大蔵省証券の発行＝売却額は、償還額＝買入額と同一となるが、この償還は第14週に発行された大蔵省証券の満期到来（したがって期限は13週）によるものである。ところで、右の場合、大蔵省証券の圧縮がなぜその他入札者の購入量の減少となるかを、イギリスの入札の慣行に合わせてより具体的に説明しなければならないが、それにはCrouchの次頁のような図表によるのが便利である。

すなわちこれは、大蔵省証券の各週におけ



Crouch, op. cit., p. 918.

る入札の状態を示したものであるが、 OQ_1 量の大蔵省証券の発行にたいして、総応募量は OQ_4 とされる。しかしこの場合には、総応募量のうち、 Q_3Q_4 は割当てを受けることができない。というのは Q_2Q_3 が割引商会の応募量であるが、 Q_3Q_4 は割引商会のシンジケート価格をこえない限り入札の優先順位を与えられないからである。そして入札をすべてカバーするために割引商会は発行量 OQ_1 に等しい Q_2Q_3 量を応募したのであるが、割引商会の割当て量は Q_2Q_1 に引き下げられる。これは、その他の入札者がシンジケートの協定価格をこえて応募した OQ_2 量については優先的に割当てを受けることができたからである。先の数字の例で、大蔵省証券の圧縮は、大蔵省証券の供給を S から S' に移行させる。ここでシンジケートの入札価格が以前のままであるとすれば、割引商会にたいする割当ては Q_2Q_5 に減少する。しかし、先に述べた理由によって割引商会は100の量の大蔵省証券を入手しなければならないので、シンジケート価格を引き上げて対処する。需要曲線は D から新しい D' に移行する。この結果、外部の入札者の割当ては OQ_6 に減少し、割引商会は Q_6Q_5 を確保することが可能になる。外部の入札者の需要曲線はシフトしないが、これは代替的な金融資産の価格およびその他入札者の嗜好に変化がないという仮定にもとづいている。このように、予算の黒字の結果は、大蔵省証券の総ストックの減少と公衆の保有量

の減少を招くだけで、銀行組織が保有する流動資産と現金には変化は起こらない。したがって預金も変化しない。この結果は、Sayersが述べた、大蔵省証券の圧縮がすぐさま銀行組織の割当に影響を与え、流動資産比率の逆数倍、すなわち $\frac{10}{3}$ 倍だけの預金の低下を生じるという結果¹⁰⁾といちじるしく相違することになる。なお借替え操作の場合も、予算の黒字の場合と基本的には同一の効果を生じる。すなわち政府債との借替えによって大蔵省証券の供給は減少するが、その後の経過はまったく同様である。銀行は流動比率の維持を目的として、償還を受けただけの大蔵省証券を割引商会から購入し、割引商会はこの大蔵省証券を確保するためにシンジケート価格を引き上げることによって必要額の割当てを受ける。ただ、この場合には債券市場に直接影響を与えるが、通常の場合は大蔵省証券の価格が上昇し、債券価格は下落すると予想するのが正しい。そして公衆は、新規発行の政府債引受けを促進されることになる。要するに大蔵省証券の供給低下は、銀行—割引商会部門の需要価格引上げによるポートフォリオの保護を生み、その結果は公衆の側における大蔵省証券保有の引下げ、債券購入の増加という調整を生む。さきにとり上げた Sayersの見解の決定的弱点は、銀行および割引商会の自由なポジション調節の途を無視した点にある。そしてこのような誤りにおちいったのは、銀行の流動資産の低下をひき起こすものとして、もともと代替的にとり上げるのでできない公衆による大蔵省証券の吸収と、公衆から受けとる政府収入にもとづいた大蔵省証券の償還とを、並列的にそれぞれ原因とした点¹¹⁾にある。いわば余りにも銀行組織を中心として考え、両者が同じ径路のなかで同時に生ずることを看過したのである。同じように銀行組織中心の考え方は、Daceyにも見られる。すなわち Dacey においても、「すべての大蔵

省証券は、銀行組織の内部に保有される……」という仮定があり、この仮定をゆるめる際にも、外部の保有者が大蔵省証券を銀行組織に供給する可能性を軽視している¹²⁾。いずれにしても、ニュー・オルソドックスには、実態を無視した極端な抽象化が行なわれていたことになるのである。とくに最初にニュー・オルソドックスにしたがって採用した (1)流動資産比率30%、(2)割引商会の債券保有についての拘束という条件は実状を離れたものであり、この条件をはずせば、ニュー・オルソドックスの立論はいっそう困難となる。すなわち、実際には流動資産比率は1950年代の大部分をつうじて30%以上であったし、割引商会は、債券および民間商業手形の保有を大蔵省証券と交換に増加することができる。そしてこの二つの点は、それだけ引締め政策の衝撃を緩和させることになる。Crouch は以上のようにニュー・オルソドックスの批判を展開し、自身の仮定として、つぎのように考える。

すなわち大蔵省証券の供給が引き下げられたとき、(1) 短期の利子率は長期利子率に比較して下落するであろう。その結果として、(2)「外部の入札者」の大蔵省証券ポートフォリオは低下するであろう。(3) もし流動資産比率が最低必要額以上であるとすれば、銀行の流動資産比率を低下させることができる。(4) 割引商会の債券と商業手形ポートフォリオは、大蔵省証券ポートフォリオに比較して増加するであろう。そして結論として、(5) 銀行預金の低下は生じないであろうというのである。これらについてCrouch は実証的に検討を加えるのであるが、それはともかくとして、金融政策に関する彼の究極の主張は、ニュー・オルソドックスの提唱した大蔵省証券の供給の操作は銀行預金の統制を実現するためには不十分な手段であるということになる。したがって積極的な狙いとしては、現金の統制を重視する見解に移るのである。ことに大蔵省証券の圧縮によって大蔵省証券利率

の低下が生じる場合には、これは公開売り操作により銀行組織内の現金を低下させることによって防止できるというのである。

7) R. L. Crouch, "The Inadequacy of New-Orthodox Methods of Monetary Control", *Economic Journal*, December 1964. W. T. Newlyn, *Theory of Money*, 1962. そのほか D. J. Coppock and N. J. Gibson, "the Volume of Deposits and the Cash and Liquid Assets Ratios", the Manchester school, September 1963.

8) Crouch の上の論文には、大蔵省証券のストックの表と、加盟銀行および割引商会のバランス・シートがつけ加えられているが、これは、つぎのとおりである。この13週の欄は、それぞれに13週間にわたって大蔵省証券の売買が行なわれた結果を示している。したがって総発行高は、250×13である。この総発行高のうち、その他入札者は1,950 (150×13)を保有し、これは公衆とイングランド銀行によってそれぞれ1,500と450に分けられる。なお割引商会は4週間のあいだだけ保有し、それが銀行に販売せられた後、銀行は9週間保有するということになる。

またつぎのバランス・シートでは、銀行の現金比率および流動資産比率は、それぞれ8%と30%が守られており、割引商会は、中央銀行からの再割引および貸出しを受けていないという意味で均衡状態にある。(Crouch, op. cit., pp. 919-920)

大蔵省証券のストック

週	13	14	15	26	27
大蔵省証券発行高	3,250	3,200	3,150	2,600	2,600
加盟銀行	900	900	900	900	900
割引商会	400	400	400	400	400
公衆	1,500	1,450	1,400	850	850
イングランド銀行	450	450	450	450	450

Crouch, op. cit., p. 919.

金融統制をめぐる問題

加盟銀行

負債	13~27	資産	13~27
当座勘定	5,000	現金	640
預金勘定	3,000	株式市場へのコール・マネー	60
		割引市場へのコール・マネー	600
		大蔵省証券	900
		その他手形	200
		投資	1,600
		貸出	4,000
	8,000		8,000

割引商会

負債	13~27	資産	13~27
加盟銀行からのコール・マネー	600	大蔵省証券	400
公衆	400	債券	400
イングランド銀行	0	その他手形	200
	1,000		1,000

Crouch, op. cit., p. 920.

- 9) 予算の黒字によって、租税をつうじて公衆の預金と現金は減少するが、この減少は大蔵省証券の償還の手取金で回復するということになる。
- 10) Sayers は、銀行の流動資産比率が30%であり、この比率を回復しなければならないとすれば、預金の総減少額は、政府黒字の $\frac{10}{3}$ 倍に等しくならなければならないという。Sayers, Central Banking……, p. 105.
- 11) 銀行の流動資産の低下は、Sayers によれば、(1)銀行によって保有されていた満期大蔵省証券、あるいは割引市場によって保有されていた大蔵省証券または債券に代って、公衆による大蔵省証券または短期債券の吸収が起きる場合、あるいは(2)当局が大蔵省証券あるいは短期債券の償還に公衆からの収入を充てる場合のいずれかによるとしているが、この両者の関係は代替的なものではなく、もし(2)の予算の黒字による流動資産の引下げが行なわれた場合には(1)の場合は生じえない。すなわち大蔵省証券の価格の上昇によって、公衆

は逆に大蔵省証券を売却、処分する。いいかえれば、大蔵省証券の供給を低下させる手段として、(2)と(1)とは並列的に行ないする方法ではない。これとまったく同一の困乱は、ラドクリフ報告についてのイングランド銀行の覚書にもみられる。

- 12) Dacey, "Floating Debt Problem", p. 27, p. 31. Dacey は、銀行組織外の保有者を問題とする場合も、大蔵省証券の価格上昇によって、外部の保有者がその保有を継続してゆく側面のみを強調する。すなわち、銀行組織にたいする外部の保有者の影響を無視してゆこうという考え方は一貫している。

これまで検討してきたように、Crouch の主張するところは銀行組織外の大蔵省証券保有者の反応と債券市場を考察の範囲に置いて、ニュー・オルソドックスの見解をいっそう具体的な根拠にもとづいて批判しようというのであった。ところでこのように銀行組織外の金融機構あるいは金融メカニズムを考慮しながら、批判を行なう点では Newlyn も同様である。そして政策に関する結論も同様である。いまその論拠を簡単に紹介すれば、つぎのようになる。Newlyn は、現金の供給ではなく、大蔵省証券の供給量が国内銀行組織を効果的に調整するペースになったというラドクリフ委員会の命題を問題とする。そしてこれは中央銀行の「裏口」操作によって、現金と大蔵省証券とが自由に交換できるという状況が前提になっているという。したがって必ずしも金融組織の性格によるものではなく、特殊な金融政策からこの問題が生じているというのである。しかし、この特殊な情況の範囲内でもニュー・オルソドックスの見解には受けいれがたい問題点があるという。というのは、大蔵省証券の供給の変化と加盟銀行の流動資産の変化の間にはいちじるしい相違があり、これは民間商業手形と短期債券、また割引市場の資金源泉の一つである外部貨幣および外部入札者の大蔵省証券の保有額とが、

大蔵省証券の供給変化と独立に変動するからであるという。そればかりでなく大蔵省証券以外の貨幣市場資産や外部貨幣の変化が、大蔵省証券の供給の減少にもかかわらず、銀行の流動資産を変化させない傾向をともなっているという点を注目する¹³⁾。もちろん、この場合に、Newlyn は、大蔵省証券の減少にもかかわらず現金が不変に維持されておれば、銀行の流動資産が最低水準にあったとしてもこれが変化しないというのであるが、それはつぎのような経過をたどることによって実現する。借替えによって入札大蔵省証券が減少した場合、銀行は商業手形の保有をふやし、割引商会はより多くの短期債券の購入をふやす。要するに加盟銀行と割引商会の信用供与の増加によって貨幣市場資産は増大させられる。同じように大蔵省証券の供給が減少しても、シンジケート価格を引き上げることにより、割引商会は減少した入札大蔵省証券のより大きい部分を獲得し、あるいは利子率を引き下げ外部の借入れを減らし外部貨幣を減少させる。このようにして、銀行と割引商会は、大蔵省証券の減少の影響を、その他の貨幣市場資産の増大によってか、入札値の引上げによって大蔵省証券の獲得を維持するか、あるいは外部貨幣の借入れを減少させることによるかによって緩和する。結局において銀行の流動資産に変化は生じないことを指摘する。このような検討にもとづいて、現金の適切な縮小が行なわれなにかぎり、預金および銀行信用の減少はもたらされないというのである¹⁴⁾。

13) Newlyn はつぎのような表を掲げて、大蔵省証券の供給の変化とロンドン手形交換所加盟銀行の流動資産の変化との間にいちじるしい相違があることをフローの量で比較している。そしてこの結果はスコットランドおよびアイルランドの銀行を加えてもそれほど変化しないことを述べている。そしてこの関係を説明するために、市場大蔵省証券と銀行の流動資産の関係をつぎのように明らかにしている。

大蔵省証券の供給と銀行の流動資産 £ m

	市場大蔵省証券マイ ナスイングランド銀 行保有分	ロンドン手形交換所 加盟銀行の流動資産
1951/2	-1,265	-446
52/3	+ 398	+121
53/4	+ 228	+ 64
54/5	+ 121	-141
55/6	+ 4	+ 95
56/7	- 354	- 5
57/8	+ 330	+152

年変化、12月から12月まで

市場大蔵省証券と銀行の流動資産の関係

(1958年12月31日)

£ m		£ m	
Cb	銀行の現金 735	md	外部貨幣 310
t	市場大蔵省証券 3,434	mt	外部入札者 1,629
pb	銀行保有の 民間手形 141		
pd	市場民間手形 70		
bd	市場債券 321		
4,701		1,939	

銀行の流動資産： $q = 4,701 - 1,939 = 2,762$

Newlyn, op. cit., p. 35.

$q = Cb + tb + pb + l$ (1) l は割引市場に対する貸付である。割引市場の資金源泉は、 l と外部貨幣 (md) との合計であり、それらは大蔵省証券 (td)、民間商業手形 (pd) と短期債券 (bd) との合計に等しい。そこで

$l + md = td + pd + bd$ (2) これは $l = td + pd + bd - md$ (3) (1)式の l に(3)式を代入すると、

$q = Cb + tb + pb + td + pd + bd - md$ (4) 大蔵省証券 (t) の市場発行総額は、銀行、割引商会および外部の入札者によって保有されているもの (mt) の合計に等しい

$t = tb + td + mt$ (5) (4)式の $tb + td$ の代りに $t - mt$ を代入、 $q = Cb + t + pb + pd + bd - (md + mt)$ (6) この関係が上に示した表に現わされている。そこで便宜的に $pb + pd + bd$ を「その他貨幣市場資産」(w) としてグループにし、 md と mt を「外部貨幣」として一括すれば、 $q - t = Cb + w - m$ (7)

すなわち C_b を不変のままに維持するような i の減少は、 w や m の変化が q の変化をひきおこさないように作用する傾きがあるという。

14) Newlyn は x 額の預金の減少をもたらすためには、大蔵省証券の額を $\frac{30}{100} x$ 減らすだけでは十分でないという。大蔵省証券は、裏口操作という特殊な政策が行なわれている場合、 $\frac{22}{8}$ の比率で縮小される場合に現金 C が減少させられるという。また1960年以降採用された統制手段である特別預金制度も、流動資産ベースに働くように考慮されているかぎり無効であるという。なお Newlyn の現金比率重視の見解は、一般的流動性を満期概念、金融能力、金融緩和度に区別した考え方とも関係がある。すなわち貨幣当局は、現金ベースの縮小もしくは拡張をつうじて利子率効果、信用割当効果に影響を及ぼすことによって金融緩和度を統制し、さらに評価効果をつうじて金融能力に影響を及ぼすことができる。また貨幣供給を現金ベースの拡張あるいは縮小によって変化させ、政府証券残高の満期分布を発行と償還により、あるいは借替えによって変更し、満期概念にも影響を与えることができる。このように、満期と金融能力については当局の完全な自由にはならず民間部門の借手、政府の財政政策によって影響をこうむる度合は大きい、金融緩和度については当局によって完全に統制できるという見解がみ

られる。いずれにしても流動性概念のそれぞれの内容を統制するものとして、現金ベースの縮小もしくは拡張につよい信頼をおいていることは特徴的といわなければならない。

4

ところで、Crouchは、すでに述べたようなニュー・オルソドックスの批判の論拠を示そうとして、1956年8月から1963年半ばまでの時期について実証的な検討を行なっているが、その際七つの数字をとり上げて比較している。まず入札による大蔵省証券のストックと預金量との比較を行ない、右の期間に大蔵省証券の残高がいちじるしく減少した三つの時期を選んで検討を加える。これは (1)1956年8月—1957年8月、(2)1958年9月—1959年3月、(3) 1960年6月—1963年3月の三つの期間であるが、それぞれの期間の預金は、(1)については15,300万ポンド、(2)については13,500万ポンド、(3)では61,100万ポンド増加している。ところが、これにたいして大蔵省証券のストックの減少は(1)において32,000万ポンド、(2)では10,000万ポンド、(3)では61,000万ポンドとなっており、両者の間に直接かつ比例的な関係を見出すことはできない。

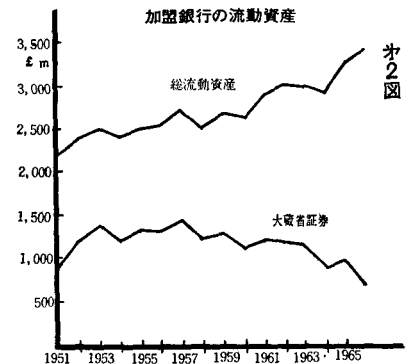
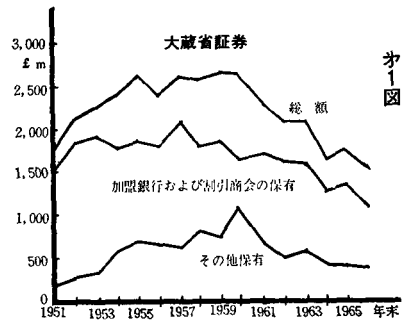
そこでつぎに大蔵省証券レートと長期利子

日 時	大蔵省証券 ストック £ m	大蔵省証券 レ ー ト %	コンソル 利 回 り %	公衆保有の 大蔵省証券 £ m	流 動 資 産 比 率 %	割引商会の 債券および 商業手形 £ m	預 金 £ m
1	2	3	4	5	6	7	8
1956年8月	3,390	5.03	4.80	1,789 ^a	0.353	330 ^a	6,294
1957年8月	3,070	3.98	5.09	1,415 ^a	0.351	376 ^a	6,447
1958年9月	3,270	3.65	4.87	1,533	0.335	372	6,682
1959年3月	3,170	3.30	4.82	1,609	0.327	430	6,817
1960年6月	3,500	4.89	5.68	1,853	0.321	490	7,207
1963年3月	2,890	3.55	5.89	1,527	0.322	610	7,818

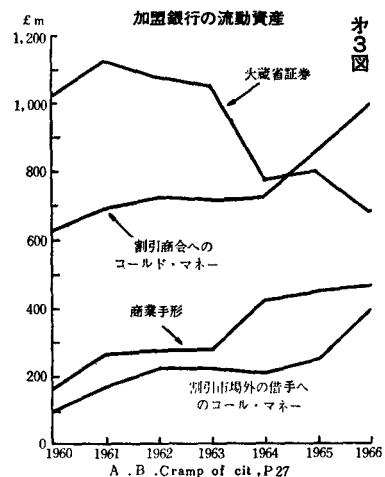
a 印は1956年 1957年とも9月の数字
Crouch, op. cit., p. 929.

率との関係を見るのであるが、(1)の時期では両者の隔差は1.34% (-0.23%から1.11%へ)変化し、(2)の期間には0.30%上昇し、(3)の時期では1.55%増加している。すなわち大蔵省証券の相対的な価格上昇が大蔵省証券の供給の低下にともなって生じているが、これは割引商会のポートフォリオに代替が生じたことを意味している。事実三つの時期をつうじて割引商会の保有する債券および商業手形は、それぞれ4,600万ポンド、5,800万ポンド、1,200万ポンド上昇している。同じように短期の長期にたいする相対的な政府証券の価格の上昇による、公衆の手形保有の変化をみれば(1)では37,400万ポンド、(3)では32,600万ポンド低落しているが、(2)において逆に7,600万ポンド上昇しており必ずしも一貫していない。ところでニュー・オルソドックスの見解によれば、大蔵省証券の供給低下と公衆の需要の増加が二つながら起こる場合には、銀行預金を低下させ流動資産をも低下させることになるが、実際にはこの期間に銀行預金は連続的に上昇し、流動資産には僅少の低下が生じているにすぎない。Crouch は、とくにこの事情については独自の説明を加え、この理由として割引商会は商業手形と債券の保有をふやし、銀行はむしろ投資と貸出しをふやすことによって流動資産比率を低下させたという。ともかく、ニュー・オルソドックスの擁護者は、大蔵省証券の低下にともなって預金が増加するとすれば、それは、(1)公衆が大蔵省証券のポートフォリオを引き下げない場合、(2)割引商会が大蔵省証券の代りに商業手形と債券の代替を行なわない場合、(3)銀行が流動資産比率を引き下げない場合に認めることになる。しかしこの三つの場合は、大蔵省証券レートが長期利子率に比較して下落すれば、通常は起こると考えるのが当然である。また、事実の上でもこの条件は成立していないというのである¹⁵⁾。

15) Crouch は1955年1月から1963年7月まで



A . B . Cramp, The Control of Bank Deposits, P. 25 P. 26



A . B . Cramp of cit, P27

の時期について、月別の数字をあげて、これを検討している。

ここでニュー・オルソドックス批判者たちの見解をさらに検討しなければならないが、その前にまず、1951—65年にわたる、つぎの三つの図表をとり上げてみよう。これらは、それぞれ大蔵省証券の総額および保有の構成、加盟銀行の流動資産の構成とを明らかにしたものであるが、第1図では大蔵省証券の総額と加盟銀行および割引商会の保有額、その他の保有額とを比較している。これによれば、1954年ならびに1958—61年においては外部の大蔵省証券保有額の変動は、総大蔵省証券と銀行組織の保有額の変動の差を埋めているということができる。しかし他の年次においては、大体において総額の変動と銀行組織の変動とは対応している。そしてこの外部の保有が総額の変動と銀行組織内の保有の変動の不一致を埋める動きを示しているが、これはニュー・オルソドックスの人達も認めていたところである。ところが第2図によると、ほぼ1958年以降加盟銀行の総流動資産と大蔵省証券との関係がいちじるしく相反した動きをとるようになり、それ以前の時期と比べて大きい変化を生じている。もっとも59年と61年は両者が同一の方向をとっているが、それ以外の年では明らかに両者が背反した動きを示している。第3図は、したがって第2図にみられるような総流動資産と大蔵省証券とのギャップの増大がどのようにして埋められたかを検討するためのものであるが、これによれば、つぎのことが明らかである。すなわち1963年をのぞけば、60年代のいずれの年においても、大蔵省証券以外の流動資産、すなわちコール・マネーあるいは商業手形があいともなっており、あるいはそのいずれかが上昇してギャップを埋めている。このようにみれば、ニュー・オルソドックスが想定していた大蔵省証券と銀行流動資産との密接な関係はせいぜい58年までであり、60年代に入るとはこの図表でみ

るかぎり両者の関係はますます稀薄となっている。すなわちその限りでは、ニュー・オルソドックス批判者たちの見解に有利であるようにみえる。そこで、再び論点を最初にとり上げた径路の問題にもどして¹⁶⁾、批判者たちの見解を検討することにしたい。この批判者たちは現金の統制を金融統制のベースとすることを主張しているのであるが、これが実際に効果をもちうるためには、売オペにもとづく現金の引上げが現金不足を生み、この結果、割引商会は、イングランド銀行からの懲罰的借入れをさけようとしながら、加盟銀行および中央銀行以外の資金源から借入れを行なうか、あるいはポートフォリオの引下げを行なうかの途を選ぶようにならなければならない。そしてその結果としてさらに銀行信用が収縮した場合に政策の効果が完全に貫徹することになる。ところで近年においては、大蔵省証券の供給の低下は銀行の流動資産総額を低下させることはなく、大蔵省証券の低下とは独立に、銀行が流動資産総額を拡張していることは、さきにもたとおりである。そこで、金融機構のこの変化した事態を考慮し、ニュー・オルソドックス批判者の見解を金融引締め過程に即して整理すれば、問題の焦点はつぎのように限定されることになる。すなわち銀行組織が、現金不足の結果を、大蔵省証券引受けの引下げ、あるいは大蔵省証券の外部への販売によって、またあるいは銀行組織以外の資金源からの借入れによって切り抜けることができるかどうか最後の問題となる。いいかえれば、もしこのような方法による対処が実現できた場合には、その結果は銀行の流動資産の圧縮となり、信用の収縮を招くことになるからである。批判者たちの見解はここではじめて実際に貫徹したことになる。ともかく銀行組織が自己の主導性の下で自由に流動資産を低下させることができるかどうか、ここでの、中心の論点になるといわなければならない。

16) 第1節でとり上げた、オールド・オルソドックスの見解、とくに割引商会の対応の径路を参照されたい。また注3で紹介したCrampの金融政策の径路を参照していただきたい。なお第1—第3図の大蔵省証券は、いうまでもなく、定率発行、海外投資の保有分を差し引いたものである。

そこでまず最初に、割引商会が、大蔵省証券の保有を引き下げることによって懲罰的な借入れを逃れる能力が実際にあるかどうかを検討しよう。大蔵省証券の入札の実情は、すでに明らかにしておいたように、割引商会がシンジケート価格を引き下げられる場合には外部の保有者の割当てが増加するという仕組みになっている。しかし同時に割引商会は、入札に当ってこれを買入れをしなければならないという慣習が確立しているために、割引市場に割当てられる大蔵省証券の量とシンジケート価格をこえた価格にもとずいて外部の入札者によって応募された額との差額を最初に引き受けることになっている。したがって割引商会が外部の需要の予測に十分に成功した場合はともかくとして、シンジケート価格が外部需要の状態に十分に適合しない場合には、割引業者の割当てを十分に管理できないことになる。この点はニュー・オルソドックスことにDacey, Kingといった人々が、銀行組織内に考察の対象を限定し、したがって銀行組織が自己の責任で外部の保有者に大蔵省証券を販売するというルートを軽視した実体的な根拠と考えられる。Crampは、1961年7月から1966年6月までの大蔵省証券入札の週報によってこのシンジケート価格の機能の状態を詳細に検討しているが、それによればつぎのようである。すなわちこの間56の週については、シンジケート価格をその前週に比べて引き下げているが、28週については割引商会の割当ての引下げに成功し、27週ではシンジケート価格の引下げにもかかわらず割当て

は上昇して失敗、1週については割当てが不変にとどまっているという。もっともこの期間は金融政策が緩和の方向で運営されたかなり長い期間を含んでいる。したがって引締め政策が明白にとられていた1964年10月—1966年6月という2年足らずの期間をとり、とくに割引商会がシンジケート価格を引き下げた20週をとってみれば、この場合も結果は、ニュー・オルソドックスの批判者の見解に合致しない。すなわちこのうち6週については、割当ての引下げに成功しているが、残りの16週については割当てが逆に増加している。もっとも、大蔵省証券の究極の消化先は、この入札割当てを検討するだけでは十分に把握されたとはいえない。というのは、大蔵省証券の既発行市場が存在しており、割引商会の入札には顧客の代理人として行なったものと自身の勘定によるものが併存しているからである。

この点で上の結果をそのまま受けとることはできないが、しかし、割引商会の現金不足の対処は、このルートによってそれほど効果をあげているとはいえないようである。しかも重要な点は、50年代末から借替え政策と定率発行分の大蔵省証券の増加とによって、入札大蔵省証券の比重はかなり大きく減少していることである¹⁷⁾。そればかりでなく、同時に、輸出信用の増大、賦払購入取引においてその資金調達のために商業手形を使用するという新しい動きによって、60年代に入って銀行組織における民間商業手形の保有は急速に増大し、これに代って大蔵省証券の保有はいちじるしく減少している。これらの結果によって割引市場において政府債の比重は増大しながら、公共部門の資産に投じられた資金の割合は減少している。要するに、このような商業手形増大という銀行組織の資産構造の変化を考慮すれば、割引市場の統制力には、いちだんと制約が加えられることになる。第一には、そもそも割引市場のメカニズムからいって、

割引商会は商業手形については、その発生の過程ですでにこれに関係する。第二には、右の点を利用して割引商社が手形による信用を圧縮の方向に動かすことができるとしても、マーチャント・バンカーが引き受けた第一級の手形はこれを拒否することができない。このように競争と慣習をつうじて、割引商社の商業手形にたいする統制力は、大蔵省証券の場合に比べてはるかに弱いものとならざるをえなくなるという新しい問題が生じている。

17) たとえば1960年(3月31日)から66年(3月31日)までの6年間に348,000万ポンドから約1,300万ポンドすなわち $\frac{1}{3}$ 以上に減少して218,000万ポンドに下落している。これに対して、定率発行の大蔵省証券は同期間に172,200万ポンドから、294,200万ポンドに上昇している。タップでの発行の増大は、一部分ポンド動揺により為替平衡勘定へのポンド流入の結果によっている。政府債券の増加は、国民貯蓄債券の条件改善に応じている。また銀行組織の商業手形保有高は、1960年(年末)から65年(年末)までに28,300万ポンドから79,000万ポンドに増大し、約3倍となっている。

つづいて、それでは、割引市場は懲罰的借入れを逃れるために、外部の資金源から不足な資金を借り入れることができるかどうかという問題に移ろう。もっともこの問題は、第一の問題と簡単に切り離すことはできない。すなわちもし割引商会の大蔵省証券のポートフォリオを調整しこれを統制する能力を肯定すれば、外部の保有者がこれに応じて追加的な大蔵省証券保有のための資金をどこから、あるいはどのような形で調達したかを、あらためて問題としなければならないからである。この意味では、これから検討する第二の問題は、実は第一の問題と緊密に関連しているのである。ところで、公開市場政策によって銀行預金の残高が低下させられた場合、この低下は社会の遊休残高あるいは活動残高から解

放されたものでなければならないが、短期金融市場のオペレーターは、それほど大規模な遊休残高は保有していないし、また引締めにもなう利子率の上昇にたいして支出がそれほど敏感に反応するものではないことは広く認められている。現金受取りや支払いのパターンを変更して活動残高の節約をはかるということもそれほど短期間に簡単にできるものではない。本稿では、ニュー・オルソドックスの批判者の見解を、金融機構の実態に即して検討することに重要な目的をもっているので、そのことから銀行預金の残高の内容についての検討をこれ以上行なわないで、ここでただちに具体的な外部の資金源の問題に移ってゆくことにしよう。この資金源としては、(1)地方公共団体の一時借入れ市場、(2)ユーロ・ダラーの市場、(3)債券市場が考えられるのであるが、ことに前二者の市場はいずれも近年における金融機構に現われた変化にもつづいて重要性を増すようになったものである。イギリスでは、割引商会およびこれとイングランド銀行ならびに商業銀行と連絡する古典的な市場が、依然として、金融制度の中核となっていることはいうまでもない。ところがこの古典的市場と並んで新しい諸市場が、副次的あるいは並行的に形成されるようになったことが、50年代以降の新しい特徴である。もっとも、これら諸市場の発展は現在流動的であり、伝統的な市場との境界、諸市場相互の区別も明確ではないが、地方公共団体を中心とした短資市場、ユーロ・ダラーの市場は、中でも確実な地歩を占めるようになってきている。地方公共団体の市場は、国内の金融機関、商工業会社のみではなく、ユーロ・ダラーの動きに応じて海外銀行および外国銀行からも資金を提供され、借手の地方公共団体も資金調達にさいして他の資金需要者に比べて有利な地位にあるという点で有力な市場である。しかし、地方公共団体は支出を切り下げることが容易ではなく、利子率の上昇に応じて借入れの減

少、あるいは他の資金源への転換を行なうことがもっとも困難な借手である。もし割引商會がこの市場で資金調達に成功したとしても、それはせいぜい一時的なものにとどまり、永続するものではない。あるいはこの市場で借入れが強行された場合、もつとも起こりそうなことは利子率の螺旋的上昇であろう。すなわちこの利子率の上昇は、割引商會がマーチャント・バンカーや海外銀行からコール・マネーをとり入れることによって一時停止せられたとしても、これらの金融機関は遊休預金を保有していないために、地方公共団体の市場からふたたび短資を引き上げることになる。そしてまたしても利子率の上昇、螺旋的上昇がはじまる¹⁸⁾ことになる。あるいは、第二に、ユーロ・ダラーの市場をつうじて資金の転換を行なうことも考慮に入れることができる。しかし、ユーロ・ダラーの借入れとポンドへの交換が市場をつうじて行なわれるとすれば、これは為替相場にたいするポンドの上昇圧迫をとまなうことになる。また為替平衡勘定へのドルの売却をつうじて行なわれれば、平衡勘定は必要なポンド資金の調達のために大蔵省証券の追加発行を行なわなければならない。この結果は、大蔵省証券の市場における資金の追加的供給が大蔵省証券発行にとまなう資金の追加的な需要によって一致させられることになる。そこで第三の方法としては、債券の販売によって資金を調達するルートがある。この場合は短期利子率の上昇が長期利子率の上昇へと波及して長期利子率の上昇に敏感な投資支出を阻止し、あるいは債券利子率の上昇が債券市場に新しい資金を導入するという効果をもたらすかもしれない。しかし長期利

子率の上昇が実際の支出に効果を及ぼすためにはかなりの時日を必要とする。したがってニュー・オルソドックス批判者の人達がいうように、この方法がただちに銀行信用の収縮をもたらすとはいえない。また後者についても、当局は短期利子率の上昇が債券市場に波及して、債券にたいする需要を増加させるよりは、これを低下させることを恐れている。ラドクリフ報告によれば、当局が市場利子率でしばしば救済を与え、大蔵省証券の買い支えを行なっているのは、借替えに際して支障を生じさせないよう債券利子率の安定をねらっていることが目的となっているという。昨秋来長期国債の買い支え操作を消極化しているが、これはいつまでもつづけるものとは思われない。また7月には史上最高利率の長期国債を発行したが、外部の市場の最近の異常な金利高騰は、かえって銀行信用にたいする借入れ申込みを増加させるという結果をとまなっている。ともかく外部の資金源に依存して銀行資産を圧縮するという意図は、いずれの方法によっても、その実効は疑わしいことになる。したがって、ニュー・オルソドックス批判者達の見解がいちだんと具体的で、現実の金融機構を把握する点で精密であることを認めながら、その結論にはまた多くの疑問をいだかざるをえない。金融の問題がたんなる抽象に終るものではないと同時に、適切な理論化がいかに重要であるかも明らかである。

18) A. B. Cramp, "Financial theory and Control of Bank Deposits", Oxford Economic Papers, March 1968.