＜研究ノート＞

アヴェイラビリティ理論
——その論理構造と課題——

土　橋　敏　光

戦後における金融政策の復活の理論的支柱となったアヴェイラビリティ理論は，1950年代から1960年代にわたる一連の展開の中でその有効性が疑問視されたにもかかわらず，アヴェイラビリティ効果は利子率効果と並んで，金融政策の一つの作用径路として一般的に受け入れられているように思われる[1)]。その理由は何であろうか。本稿は，アヴェイラビリティ理論の内容を整理し，その論理構造を明確にした上で，どのような問題点が残されておりかつこれからの課題は何であるかを，探ろうとするものである。

1.　アヴェイラビリティ理論の内容

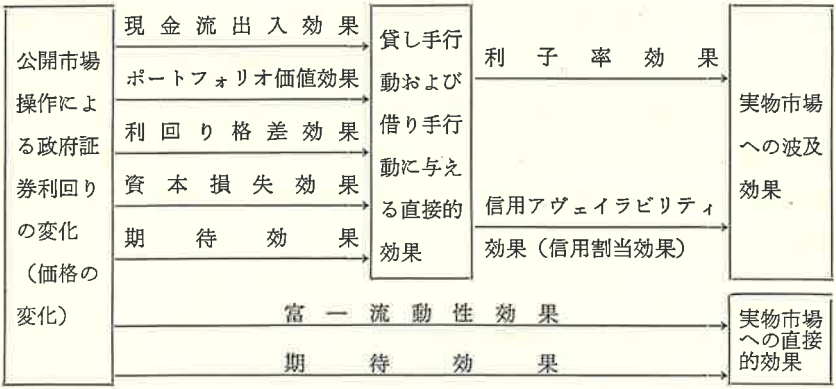
周知のごとく，アヴェイラビリティ理論は，R. V. ローザによって初めて体系的に吟味されそして提唱された[2)]。その後，この理論はいわゆる『パットマ

1）たとえば，次の教科書等を参照せよ。山下邦男(編)『貨幣経済論講義』青林書院新社　1975; 山下邦男・小泉明（編）『金融論』青林書院新社　1979; D. G. Pierce and D. M. Shaw, *Monetary Economics* (London: Butterworth & Co.) 1974.

2）R. V. Roosa〔37〕. 時を同じくして，同様の見解が，A. Sproul〔43〕, H. S. Ellis〔7〕においても表明されているが，ローザみたいにアヴェイラビリティ理論の作用様式について詳細な説明はなされていない。ローザ以前にも，利子率が借り手よりも貸し手に与える影響を重視する分析があった。それらの文献としては，J. H. Williams〔50〕, H. C. Wallich〔47〕, R. A. Musgrave〔32〕等があるが，より詳しい学

ン委員会報告書（The Patman Replies)』[3] の中でより一層精緻化されて詳しく述べられた。これを契機に，多くの経済学者がこの理論をあるいは擁護し，あるいは批判する過程の中で，その理論構造および前提条件が次第に明らかにされ，かつ資産選択論的基礎が存在していることも証明された。そのような文献の中で最も体系的にこの理論を再解釈・整理し，そして最も綿密に検討したのは，A. リンドベックの1962年における小冊子である[4]。

ところで，この理論の内容は多岐にわたっており，公開市場操作による政府証券価格の騰落（利回りの逆方向への騰落）が資金の貸し手に与える効果を通じて間接的に支出者の行動に与える影響のみならず，資金の借り手を通じて間接的に，また直接的に支出者の行動に与える影響も考察の対象になっている。この理論の内容を図式的に示せば，次のようになる（第1図参照)[5]。



第1図

説史的展開については，R. V. Roosa〔37〕, pp. 273—276; I. O. Scott, Jr.〔40〕, pp. 532—535 を参照せよ。

3）Joint Committee on the Economic Report〔17〕.

4）A. Lindbeck〔31〕.

5）この図は，A. Lindbeck〔31〕, p. 43 に示されている図を一部修正して描いたものである。原図においては，「現金流出入効果」はないし，また「信用割当効果」は「信用基準・信用割当効果」という名称のもとに，「期待効果」ら4つの効果と並列して置かれている。我々は，信用アヴェイラビリティの増減の具体的な表現形態が信用割当の増減であると解釈している。本文の「2『信用のアヴェイラビリティ』の意味」を参照せよ。

このようにアヴェイラビリティ理論の内容は多彩であるが，その出現の背景は，この理論が投資の利子非弾力性のゆえに有効性が疑問視されていた利子率効果(借入れ費用効果)に代わるものとして，金融政策の理論的支柱となるべく提唱されたものであるということである。従って，アヴェイラビリティ理論の真髄は，公開市場操作による政府証券価格の変動が貸し手に与えるいくつかの作用径路を通じて，資金のアヴェイラビリティを変化させるという点にある。我々は，アヴェイラビリティ理論の内容を，その真髄に関心を限定して考察する。すなわち，以下において我々が吟味するのは，政府証券価格の変動が資金の貸し手に与える効果，およびそれを通じての支出者の行動に与える影響である。

2. 「信用のアヴェイラビリティ」の意味

アヴェイラビリティ理論の内容が多彩であるために，「信用のアヴェイラビリティ」という概念によって何が意味されているか，必ずしもはっきりしない点があったのは無理がないかも知れない[6]。

J. ガッテンタークは，信用のアヴェイラビリティを「任意の時点において市場で行なわれている利子率以外の貸出条件の複合体」[7] と定義する。この定義によれば，信用のアヴェイラビリティの増減とは，

①ローンの貸付期間の長期化・短期化

②要求される正味資産—負債比率（eqity-debt ratio）の下落・上昇

③要求される負債返済額—所得比率（debt service-income ratio）の騰落

等，諸種の貸出条件の変化に他ならない。こうして，ガッテンタークは，資金供給量一定という強い仮定のもとで，合理的な行動として貸出期間の短期化（アヴェイラビリティの削減）が一時的にではなく永続的に続く傾向があることを証明しようと試みている。しかし，ガッテンタークの定義とは異なり，経済学者が通常「アヴェイラビリティの増大（あるいは減少）」という時には，

6） A. D. Tussing〔46〕を参照せよ。

7） J. Guttentag〔9〕, p. 222.

貸出条件そのものではなくして，それらの変化によって生じた信用供与量の増大（あるいは減少）とそれに伴なう満たされざる借り手の減少(あるいは増大)を意味しているのである。

言葉の純粋な意味からすれば，資金のアヴェイラビリティとは，一国民経済における貸付のために利用可能な資金の量，つまり貸付資金量を意味する。金融政策が資金のアヴェイラビリティに影響を与えることによって実物経済に作用するという場合に，関連する「資金」とは金融機関の貸出資金のみではなくして，証券発行市場を通じて支出者に供給される資金をも含んだ広い意味での資金である。この広い意味での資金，つまり貸付資金の量の増減が，利子率の騰落と並んで金融政策の作用において重要な径路となるのである。「信用のアヴェイラビリティ」概念の上述のごとき理解こそが，金融政策の有効性の論議において要求されるそして有用な理解なのである[8)]。

ところが，アヴェイラビリティ理論において問題にされている「信用のアヴェイラビリティ」とは，このように包括的なものでなく，主に金融機関，特に銀行，の貸出資金量に関連している[9)]。一般に，「信用のアヴェイラビリティ」という概念によって理解されているのは，金融機関が民間部門に対して行なう信用供与の熱意あるいは慎重さである。そしてこれらは，民間部門の借り手の立場から見れば，信用獲得の難易の程度を示すものである[10)]。信用のアヴェイ

8）A. D. タッシンが，「信用のアヴェイラビリティの最上の定義は，それでは，多分貸付資金方程式の『供給側』であろう」(A. D. Tussing〔46〕, p. 8) というとき，我々と同じ理解に立つものと思われる。

9）証券発行市場を通じる資金の利用可能性が全く無視されているわけではない。これは，R. V. ローザ，A. スプラウル，そして『パットマン委員会報告書』の記述より明らかである。A. Sproul〔43〕, p. 323, Joint Committee on the Economic Report〔17〕, p. 373 を参照せよ。なお，同様のことが「利子率」についてもあてはまる。利子率効果の議論で関連する「利子率」は，金融機関の貸出し利率のみではなくして，債券利子率もまた含まれる。

10）貸し手の信用供給の熱意と借り手の信用獲得の難易の程度は，川口慎二氏が指摘しているごとく表裏一体を成しているのであって，J. A. ガルブレイスが次の引用文の中で含意しているように別個のものではない。「『信用のアヴェイラビリティ』という語句それ自身は，文献の中で明確に定義されてはいない。それは，時々，予

ラビリティの増減は，具体的には，金融市場の不完全性という制度的前提の上に立てば[11]，信用基準および人的差別の変化による信用割当ての増減という形をとる。つまり，利子率以外の要因の変化による信用供与量の増減である[12]。

3. アヴェイラビリティ理論の作用様式

アヴェイラビリティ理論の基本的命題は次のように要約される。

> 公開市場での政府証券の売り操作（買い操作）による政府証券価格の下落（上昇）もしくは利回りの上昇（下落）は，さまざまな効果を通じて貸し手の政府証券保有を維持（妨害）および促進（減少）させ，その結果として民間部門への信用供給を削減（拡大）させる。

アヴェイラビリティ理論のこのような主張を基礎づけている波及径路ないし作用様式は，決して単一ではない。それは，第1図に示されているように，5つの径路から成っており，これらの径路の集約的結果として，信用のアヴェイラビリティの増減が結論されているのである。

以下において，我々はこの5つの作用様式がアヴェイラビリティ理論によって主張されている通りの効果を持つかどうか，持つとしたらどのような条件下においてであるか，ということを吟味していく[13]。

想される借り手がローンを獲得することができる容易さを意味し，そして他の場合には，貸し手が資金を貸し出す意欲を意味する。」（Galbraith〔8〕, p. 56）川口慎二〔29〕, p. 81,〔30〕, p. 149 を参照せよ。

11）アヴェイラビリティ理論がこの前提の上に立っていることは周知である。本文の「4. 信用割当と資金のアヴェイラビリティ」を参照せよ。

12）アヴェイラビリティ理論との関連で信用割当を論じている文献は，おおむね信用アヴェイラビリティの増減を信用割当の程度の増減としてとらえている。詳しくは，本文の「4. 信用割当と資金のアヴェイラビリティ」を参照せよ。

13）我々は，通常なされているように，公開市場売り操作による政府証券価格の下落の場合に限定して，この作用様式の吟味を行なう。公開市場買い操作による政府証券価格の騰貴の場合にも，逆のことが成立する——その程度に違いはあるだろうが。川口慎二氏は，「われわれは，カレーキンあるいはリンドベックと異なって，価格下落ないし利回り上昇の場合のみを問題としており，価格騰貴ないし利回り減

〈A〉 ポートフォリオ価値効果

政府証券，ことに政府短期証券，は流動資産として金融機関の流動性維持のための準備資産（第二線準備）としての機能を果たしている。従って，政府証券価格の低下による準備資産価格の減少は，金融機関の流動性の低下を意味する。この場合，低下以前の流動性状態が許容され得る最低水準にあるのであれば，金融機関は直ちに流動性の回復を意図しなければならない。あるいは，低下以前の流動性状態が許容され得る最低水準以上であっても，もし流動性の低下が著しく，そのため流動性状態が最低水準を割るようであれば，やはり流動性の回復を意図しなければならないし，たとえそうでなくても，金融機関は以前より流動性の維持により多くの関心を持つようになる。こうして，流動資産である政府証券の保有の維持あるいは増加が意図され，その結果として民間への信用供給は制限されあるいは削減されるにいたる[14]。

これがポートフォリオ価値効果（value-of-portfolio effect）の内容であり，流動性効果（liquidity effect）とも呼ばれる。この効果には次のような問題点がある。

ポートフォリオ価値効果の作用において，金融機関の流動性が政府証券価格の下落前においては必要最低限かそれに近い水準に維持されていたと仮定されている。というのは，アヴェイラビリティ理論においては，アヴェイラビリティ効果が有効に作用するために必要な政府証券利回りの上昇（価格の低落）は，わずかで済むと唱えられているからである[15]。大幅な過剰流動性が存在するのであれば，政府証券価格のわずかの下落によって流動性効果が働く余地は

少の場合において，逆の関係が成立可能であることを考慮の外においている」（〔30〕，p. 147の脚注 8）注べているが，その真意は定かでない。

14) Joint Committee on the Economic Report〔17〕, p. 380 を参照せよ。このポートフォリオ価値効果は，R. V. Roosa〔37〕においては指摘されていない。また，この効果の資産選択論的基礎が，I. O. Scott, Jr.〔39〕および A. Lindbeck〔31〕によって明らかにされた。

15) R. V. Roosa〔37〕, p. 283.

ない。ここで，この理論の生成の制度的背景を考慮するとき，この仮定が妥当するかどうか疑問が生じる。この理論が，巨額の政府証券の累積と金融機関によるその大量の保有という金融構造を背景として生成・展開されたことは，良く知られている[16]。こういう状況においては，金融機関は過剰流動性を常に保有しているかも知れない。

ところで，流動性効果の含意は，金融機関の流動性需要が政府証券利子率の増加関数であるということである。J. M. ケインズの流動性選好説によれば，流動性需要は利子率の減少関数である。これらは一見矛盾しているように見えるが，決してそうではない。というのは，ケインズ理論においては貨幣と債券との間の選択が問題とされているのに対して，アヴェイラビリティ理論においては政府証券と民間貸出しとの間の選択が問題とされているからである。ケインズ理論における流動性とは貨幣であるのに対し，アヴェイラビリティ理論におけるそれは政府証券である。つまり，分析されている問題が異なっている。さらに，両者間では仮定が異なっている。ケインズ理論ではセテリス・パリブスの仮定が置かれているのに対して，アヴェイラビリティ理論では，過剰流動性が存在しないこと，将来の政府証券価格変動の不確実性の増大，の仮定が本質的に重要である[17]。

〈B〉 利回りの格差効果

政府証券利回りの上昇は，民間貸出しとの利回り格差の縮小を意味し，同時に貨幣との利回り格差の拡大を意味する。このことは，貨幣および民間貸出しと比較した場合の政府証券の魅力の増大を意味するから，代替効果が働き，金融機関は民間貸出しを抑制ないし削減し，政府証券保有を増加させる[18]。

16) 川口慎二〔30〕, p. 153, I. O. Scott, Jr.〔39〕, p. 537 を参照せよ。

17) 荒〔1〕, p. 293 の脚注 9, A. Lindbeck〔31〕, pp. 19—20, 川口慎二〔29〕, pp. 91—92 の脚注 6; 〔30〕, p. 158 の脚注 18, 等を参照せよ。D. H. ロバートソンや石井隆一郎氏は，アヴェイラビリティ理論はケインズの流動性選好説と矛盾すると考えているが，これは我々が指摘したような相違点を見落しているからであろう。D. H. Robertson〔36〕, p. 721, 石井隆一郎〔16〕, p. 128 を参照せよ。

利回り格差効効果（yield-differential effect）の内容はこのように要約される。しかし，この効果に関しても，その妥当性には以下のような問題点がある。

第一に，アヴェイラビリティ理論においては，民間貸出し利子率の硬直性が仮定されている。その理由は以下の通りである。

議論に関連するのは，確かに，政府証券利回りの絶対的水準ではなくして，民間貸出し利子率と政府証券利回りとの格差，換言すれば，民間貸出しと比較した政府証券の相対的な収益性である[19]。金融機関が民間貸出しから政府証券の保有へ転換するのは，政府証券の利回りが民間貸出し利子率から危険プレミアムを差し引いたものより大きくなる場合である。これが可能となるのは，政策変更前に金融機関の主体的均衡および市場均衡がともに成立しているものとして，それ故政府証券の利回りが民間貸出し利子率から危険プレミアムを控除したものと等しくなっているものとして，政府証券利回りの上昇にもかかわらず，民間貸出利子率が全くあるいは十分には変化しない場合である[20]。これは，民間貸出し利子率の硬直性を意味する。

しかし，民間貸出し利子率の硬直性が長い間続くとは限らない。金融市場において早晩みられる調整作用の結果，民間貸出し利子率が上昇すると，政府証券の優位性は消滅するだろう。そうすると，この利回り格差効果は一時的ないしは衝撃的な効果に過ぎないことになる。

第二に，利回り格差効果は，政府証券保有と民間貸出しのどちらにおいて

18）R. V. Roosa〔37〕, pp. 289f., Joint Committee on the Economic Report〔17〕, pp. 371f., pp. 382f. を参照せよ。

19）C. R. Whittlesey〔49〕, p. 36, 川口慎二〔29〕, p. 88; 〔30〕, p. 154を参照せよ。

20）当初において，民間貸出し利子率から危険プレミアムを控除したものが，政府証券利回りより高い不均衡状態にあった（金融機関は最小必要流動性維持のために，政府証券から民間貸出しへ転換できない状態にあったため）と想定することは，我々の議論においては非現実的である。というのは，こういう状態は信用逼迫の状態であるが，我々はインフレーション的な景気過熱気味の経済を考察の対象にしているからである。逆の不均衡状態を想定することも現実的でない。というのは，この場合は金融機関は民間貸出しから政府証券へ転換できるからである。

も，利用可能な資金量は同じだと仮定しているが，この仮定は満たされない。というのは，商業銀行の場合，民間への信用供給において信用創造ができるからである。政府証券の売却によって得られる現金は，支払い準備として機能することによって，それに信用創造乗数を掛けただけの大きさの貸出し資金を創り出すことを可能とする。従って，たとえ収益性の比較において政府証券が民間貸出しより有利であっても，得られる収益の絶対額は民間貸出しの場合が大となることがありうる。このように商業銀行による貸付資金の創出の可能性を考慮に入れるとき，関連する議論は，「利回り格差の比較」ではなくして「収益の絶対額の比較」となる[21]。

〈C〉 資本損失効果

アヴェイラビリティ理論によって恐らく最も重視されている効果は，「資本損失効果（capital loss effect)」であろう[22]。この効果は，合理的な行動に基づくものと非合理的行動に基づくものとに大別される[23]。

政府証券価格が資産保有者のその証券の帳簿価格（取得価格）以下に下落するならば，資本損失実現の可能性が生じる。この場合，もし金融機関が民間部門への信用供給のために必要な資金を調達するために，保有する政府証券を売却するならば，資本損失は現実化する。金融機関が合理的に行動するものと考えるならば，政府証券を売却して民間貸出しに運用することが可能であっても，政府証券の売却による資本損失を償い，危険プレミアムを考慮した後で純

21） これは，川口慎二〔29〕, p. 89; 〔30〕, p. 155 によって初めて指摘された。

22） 資本損失効果は，通常，「封じ込め効果（閉じ込め効果）lock-in effect, locking-in effect, locked-in effect)」，「ピン留め効果（pin-in effct)」，「凍結効果（freeze-in effect)」などと呼ばれる。しかし，注意すべきことは，貸し手に対する期待効果もまた政府証券を封じ込める効果を持つかも知れないということである。

23） E. J. ケイン・B. G. マルキールは，各々を「最適化された（optimized)」封じ込め効果，「偏好的な（predilected)」封じ込め効果と呼んでいる。 E. J. Kane and B. G. Malkiei〔19〕を参照せよ。

収益の増加が見込まれるものでない限り，金融機関はこのような資金運用は行なわない[24]。可能な資本損失額の大きさは，短期証券よりも長期証券の方がはるかに大きい。たとえば，『パットマン委員会報告書』に次の数値例が載せられている[25]。利回りが$2\frac{1}{2}$%から$2\frac{3}{4}$%へ上昇した場合，1年もの債券だと価格は100から$99\frac{3}{4}$へ下落するのに対し，20年もの債券だと価格は100から$96\frac{5}{32}$へ下落する。資本損失は，1年ものが$\frac{1}{4}$で，20年ものが$3\frac{27}{32}$である。

ところで，金融機関は資本損失の現実化そのものを忌避するという非合理的な性格を有することが，R. V. ローザによって次のように指摘されている。

「実際には起こらないかも知れないけれども，一般的にある重要性をもっているところの，有価証券売却による資本損失に関する広く行きわたっている恐怖感が存在する。多くの場合，大規模な貸付け金融機関においてさえも，現在所得に対する資本損失の影響を顧慮するあまり，このような転換によって長期的に利得を得ることが数学的に示されても，それを棄却することがある。このように，政府証券利回りの軽微な上昇によって，政府証券利回りが釘付けにされていたとしたならば，政府証券から直ちに新規貸付けまたは投資に転換したであろうところの多くの現在の保有者を『封じ込める』ことがありうる。」[26]

この非合理的な封じ込めの原因，すなわち「資本損失に関する広く行きわたっている恐怖感」，は次のようなものであると考えられる[27]。

① 資本損失は経営の失敗であると，株主，預金者，監査官，理事，および銀行界の同僚に解釈されることの恐怖。特に，証券投資部と貸出し部とが分離している場合には，資本損失をこうむって政府証券を売却してでも，貸出しに資金を回した方が利潤増大につながるとわかっていても，証券投資部の部員の

---

24) R. V. Roosa〔37〕, p. 290, Joint Committee on the Economic Report〔17〕, pp. 379—380 を参照せよ。

25) Joint Committee on the Economic Report〔17〕, p. 380. 同様の例は，R. V. Roosa〔37〕, p. 290 でも与えられている。

26) R. V. Roosa〔37〕, p. 290の脚注29.

27) E. J. Kane and B. G. Malkiel〔18〕, pp. 389—390, E. J. Kane〔20〕, pp. 365—366, W. F. Beazer〔2〕, p. 674, 川口慎二〔29〕, p. 86, 〔30〕, p. 152 を参照せよ。

地位保全のためには，証券投資部は資本損失を実現することを忌避する傾向が強くなると主張される。

② 資本勘定の規模と関連して規定されている法的制約——たとえば，一人の借り手に対する最大貸出額，最高抵当貸付保有額など——を最小化したいとする銀行家の希望。もし資本・剰余金が減少したために大切な顧客の貸付金需要を拒否せざるを得なくなったとしたら，対顧客関係が悪化する恐れがある。これは，ひいては預金の減少につながるかも知れない。

以上，資本損失効果のメカニズムを説明したが，果たしてこのメカニズムは現実に作用するであろうか。

まず，金融機関が合理的に行動するものとすれば，アヴェイラビリティ理論が主張する通り，民間貸出し利回りが，資本損失を補償した後で，危険プレミアムを控除してもなお政府証券利回りより大きければ，資本損失効果は作用しない。政府証券利回りのある所与の大きさの上昇に対して，政府証券の売却による資本損失を補償するのに必要な民間貸出し利回りの上昇幅を算定したものに，W. L. スミスの論文がある[28]。それによると，以下の通りである。ⓐ利回り格差（＝危険プレミアム）は政府証券利回り変化の前後において不変である，ⓑ政府証券はその額面価値で取得されており，それ故，利回りは表面利率に等しかった，ⓒ政府証券利回りおよび民間貸出し利回りは，変化した後一定期間後にもとの水準に戻る，ⓓ利子の支払いは年1回である，という仮定のもとで，政府証券利回りが2.5%から3%へ変化したとき，資本損失を償うのに必要な民間貸出し利子率の水準は次表の通りである（第1表参照）——危険プレミアムは0.25%，従って当初の民間貸出し利回りは2.75%であると仮定されている。資本損失を補償するのに必要な利回りの上昇幅は，満期1年ものに対しては0.501%でコンソルに対しては0.55%である。政府証券利回りの上昇幅は0.5%であ

第1表

償還年数	利子率(%)
1	3.251
5	3.259
10	3.265
20	3.278
30	3.287
↓	3.300

28) W. L. Smith〔42〕. 同じような仮設例は，R. A. Musgrave〔33〕, pp. 605—606 でも与えられている。

るから，これよりほんのわずか高いだけである。かくして，スミスは，「多くの場合において，民間証券と政府証券との間の利子率格差のわずかの増大が，政府証券の売却によってこうむった資本損失をその保有者に補償するのに十分であろう」[29]と述べている。

ところで，スミスの計算においては，上述した信用創造の可能性が無視されている。商業銀行による貸付資金創出の可能性を考慮すれば，資本損失を補償するのに必要な民間貸出し利子率の上昇幅はより小さくてすむ。

次に，利子率が上昇する時，通常は，政府短期証券の利子率が長期政府証券の利子率より相対的に大きく上昇する。しかし，価格下落に関しては，長期政府証券の方が政府短期証券よりもその下落幅は大きい。ゆえに，可能な資本損失額は政府短期証券よりも長期政府証券の方が大きい。従って，資本損失額の大きさは，関連する金融機関の資産ポートフォリオに含まれる政府証券の満期構造に依存することになる[30]。

(イ)　資産ポートフォリオに占める政府証券の割合が大きい程，

(ロ)　政府証券の中で長期政府証券の占める割合が大きい程，

潜在的な未実現の資本損失額は大きくなり，予想される資本損失効果も，現実に発生するものとすれば，大きくなる。それ故，もしビルズ・オンリー政策ないしビルズ・プレファラブリ政策によって，公開市場操作の対象が政府短期証券に限定もしくは集中されるならば，金融市場の調整作用が働いても—アヴェイラビリティ理論はこの調整作用が不完全であると想定していることはすでに指摘した—長期政府証券の価格低下は政府短期証券の価格低下に遅れることになる。これは，資本損失効果が，働くものとして，有効に働くのには時間がかかることを意味する。

ポートフォリオの満期構造に関連して重要なもう一点は，ポートフォリオの中で満期日を迎える証券に対しては，資本損失の封じ込め効果は作用しないという点である。このような債券は満期日以後貸出しに転用することが可能であ

29)　W. L. Smith〔42〕, p. 591.

30)　これは，W. L. Smith〔42〕, p.590, A. Lindbeck〔31〕, p. 24, 川口慎二〔29〕, p. 91 の脚注 5,〔30〕, p. 157 の脚注 17, 等で指摘されている。

る。従って，

(ハ) 資産ポートフォリオの中で満期を迎える債券の割合が大きい程，資本損失効果は弱くなる。

第三に，資本損失に対する税制上の優遇措置が，資本損失効果を弱めるように作用するということはよく指摘される。帳簿上の資本損失は負の所得として所得から控除されるから，節税の見地から資本損失を現実にこうむることをいさぎよしとする，というのである[31]。果たして，そうだろうか。

アメリカの税法では，1939年の「収入法（Revenue Act)」以来，「租税択一選択権（two-way tax option)」が認められている。この租税択一選択権とは，

> 銀行はその保有する有価証券の大部分を，あるいは商い品（Stock-in-Trade）としてあるいは資本資産として取り扱うことを，彼らの自由な選択にまかされている

ということである[32]。従って，彼らは有価証券の売却にさいして，

① 資本損失実現の場合には，有価証券を商い品として取り扱い，資本損失を損金として所得より完全に控除し，

② 資本利得実現の場合には，有価証券を資本資産として取り扱い，法人所得税率より低い資本利得税率を適用されるように取り計ろう

ことができる。ところで，租税択一選択権は純資本利得もしくは純資本損失に対して適用される。すなわち，銀行は最初に総資本利得と総資本損失を相殺し，純資本利得（あるいは純資本損失）を算定しなければならない。祖税択一選択権はこの純資本利得（あるいは純資本損失）に適用されるのである。このような税法上の適用規定の合意は，

> 資本利得年度（a "gain" year）に資本損失をこうむることおよび資本損

31) この点を強調する論者は多い。たとえば，C. R. Whittlesey〔49〕, p. 36, I. O. Scott, Jr.〔40〕, p. 535（脚注9), S. B. Chase, Jr.〔4〕, pp. 172—173. A. Lindbeck〔31〕, p. 24, 川口慎二〔29〕, p. 89,〔30〕, p. 156.

32) あらゆる種類の有価証券が，無条件で租税択一選択権の対象の適格性を有しているわけではない。この適格性を有する証券の種類および条件については，R. H. Parks〔34〕, pp. 23—24 を参照せよ。

失年度（a "loss" year)[33]に資本利得を得ることは，銀行にとって税法上の恩典を十分に生かせず無駄にしていることを意味する[34]，

ということである。それ故，もし銀行が合理的に行動するものとするならば，銀行はできるだけ早くその年度を資本利得年度とするか，それとも資本損失年度とするかという決定を行ない，資本利得（資本損失）年度においては資本損失を実現しないように努めるであろう。それ故，当該年度が資本利得年度であれば，アヴェイラビリティ理論が唱えるように資本損失効果が作用する可能性が強くなるが，逆に資本損失年度であれば，資本損失効果が働く余地は少なくなる（封じ込めよりむしろ閉め出し（lock-out）効果が働く）。

W. F. ビーザーは，一定の条件のもとで次のことを示した[35]。

(1)　債券利回りが最初下落して次に旧水準に復帰する場合，保有債券を売却

33）銀行は，ある年度を純資本利得を計上する年度とするか，それとも純資本損失を計上する年度とするか，という決定をするものと考えられる。前者を資本利得年度，後者を資本損失年度と呼ぶ。このような租税年度の決定（tax-year decision）に関しては，E. J. Kane〔10〕, pp. 368—371 を参照せよ。

34）資本利得をG，資本損失をL，資本利得税率を t_g，そして法人所得税率を t_e とする。もし当該年度が資本利得年度である（G>L）ならば，徴収される資本利得税は，

$$t_g(G-L)$$

であり，資本損失年度である（G<L）ならば，徴収される税は

$$-t_e(L-G)$$

である。つまり，資本損失年度の場合には，純資本損失に対して税率 t_e の負の租税が与えられることを意味する。資本損失Lを資本利得年度に実現した場合には，t_gL の節税しかできないのに対して，資本損失年度に実現した場合には，t_eL の節税ができる。$t_eL>t_gL$ だから，L は資本損失年度に集中して実現した方が得である。同様に，資本利得G を資本利得年度に実現すれば，t_gG だけの税を徴収されるのに対し，資本損失年度に実現すれば，t_eG もの税を徴収される。$t_gG<t_eG$ だから，G は資本利得年度にできる限り集中した方が得である。この結論は，$t_e>t_g$ という事実に決定的に依存している。もし $t_e=t_g$ ならば，資本利得および資本損失をどちらの租税年度に実現しようと，節税できる金額は等しくなり，本文の命題は成立しない。つまり，租税年度の事前的な決定が銀行にとって節税という見地から重要な意味をもつのは，銀行に租税択一選択権が与えられているからである。

35）W. F. Beazer〔2〕.

して資本利得を稼ぎ，次に同種類の債券を購入して資本損失をこうむる方(tax swapping と呼ばれる)[36]が，当初の保有債券を持ち続ける方（no tax-swapping）よりも，最終のポートフォリオ価値は増大する。この結論は，tax swapping が資本損失—資本利得というパターンの場合にも成立し，資本利得—資本損失パターンと資本損失—資本利得パターンの両方において，最終のポートフォリオ価値は同一である。以上の結論は，資本利得税率が資本損失税率（つまり，法人所得税率）より小さい場合はもちろん，等しい場合にも成立する。

(2) 債券ポートフォリオ価値の他に利子所得を併せて評価しても，tax swapping が no tax-swapping より有利になると思われる。そして，tax swapping においては，資本損失—資本利得パターンの方が資本利得—資本損失パターンよりも有利である。

(3) 資本損失はできる限り早く実現し，資本利得はできる限り実現を遅らせた方が良い。

上の(1)および(2)の結論の含意は，租税択一選択権の存在は税目的のための債券売買をより活発にする，ということである。さらに，(3)の含意は，資本損失効果は金融引締めおよび金融緩和の両政策において弱められる，ということである。

さて，租税択一選択権の存在はアヴェイラビリティ理論に対して味方となるだろうか，それとも敵となるだろうか。以上の結論をふまえて，金融政策を引

36) R. H. パークスは，tax swapping (tax swaps) —節税目的のための証券の買い換え—が2つの効果をもつことを示した。2つの効果とは，「租税猶予効果(tax deferral effect)」と「租税削減効果」である。そして，彼は以下のことを示した。

①租税なしの世界では，両効果とも働かないから証券の買い換えを行なっても行なわなくても，得られる所得（利子，資本利得，償還差益を含む）は同額である。

②資本利得税率と法人所得税率が等しい世界では，税引き所得は同じであるが，租税猶予効果が働くので，証券の買い換えを行なう方が有利である。

③法人所得税率が資本利得税率より高い世界では，両効果が作用するので，証券の買い換えを行なう方が有利である。

R. H. Parks〔34〕, pp. 27—30 を参照せよ。

第　2　表

政　策	tax-year decision		実現時期	実現の可否	予想される行動	封じ込め効果
引締め r↑ P↓	loss year	資本損失	できる限り早く	実現可	できる限り早く資本損失実現	作用しない
	gain year	〃	〃	実現困難	資本損失を実現しない，又は tax-year decision 変更後は本損失を実現	不確定
緩和 r↑ P↓	loss year	資本利得	できる限り遅く	〃	資本利得を実現しない，又は tax-year decision 変更後資本利得を実現	〃
	gain year	〃	〃	実現可	できる限り遅く資本利得実現	作用する

締めと緩和の二政策に分け，それぞれの場合において封じ込め効果が作用するか否かの検討を行なったものが，第2表に載っている。金融引締めの場合には資本損失が実現されないとき，金融緩和の場合には資本利得が実現されるとき，封じ込め効果が作用すると言う。表からもわかるごとく，資本損失効果が作用するか否か，確定的な結論を得ることはできない。言えることは，租税年度の決定が，資本損失効果の発現に深く関連しているということである。金融引締め，緩和の両政策において，資本利得年度のとき封じ込め効果が作用する。

しかしながら，租税択一選択権は銀行の証券売買を活発にする傾向があるから，政府証券利回りの不安定性に力を貸すことになる恐れがある[37]。これは国債管理政策の目的を妨げることになる。

さて，資本損失効果においては，金融機関のとる非合理的な行動，つまり，資本損失実現に対する恐怖感，にも重点が置かれている。しかし，この非合理的な行動が果たして純利潤の増大を犠牲にする程強いものかどうか疑問である[38]。さらに，金融機関にとっての対顧客関係の重要性を考慮するとき，金融機関がローン需要を拒否してまで資本損失の実現を避けようとする偏好的な行動をとるかどうか，非常に疑問である[39]。

37）R. H. Parks〔34〕, p. 34, E. J. Kane and B. G. Malkiel〔18〕, p. 396 を参照せよ。

38）C. R. ウィットルジーは，我々と同じ見解に立って，非合理的な資本損失効果を厳しく否定している。C. R. Whittlesey〔49〕, p. 36 を参照せよ。

39）金融機関の行動において対顧客関係がいかに重要な決定要因となっているかは，

以上，様々な観点から，資本損失効果の妥当性を検討したが，肯定的よりむしろ否定的な要素が強いようである[40]。

〈D〉 期待効果

アヴェイラビリティ理論で主張されている貸し手に与える期待効果（expectational effect）は，2つに分けることができる。

① 不確実性増大の効果……公開市場売り操作による政府証券利回りの上昇は，将来の利子率の動きと信用のアヴェイラビリティの程度についての不確実性を増大させる。その結果として，貸し手は現金や流動資産を保有する傾向が強くなり，民間部門への貸付資金の供給を減少させる[41]。

② 期待の効果……政府証券利回りの上昇は，将来さらに利子率が上昇するのではないかという期待を生じさせ，その結果として，新規貸出し契約の差控え，貸出し期間の短縮等を金融機関にとらせる[42]。

ところで，この期待効果には次のような問題点がある[43]。

アヴェイラビリティ理論では，「利子率水準」のタームで議論がなされているが，「利子率の変化率」のタームで論じる方が適切であろう。そこで，「利子率期待の弾力性」のタームで期待効果の内容を吟味しよう[44]。

D. R. Hodgman〔12〕に詳しく論じられている。

40) 資本損失効果の実証分析もいくつか試みられているが，その結果は肯定的なものも否定的なものもあり，確定した結論はまだ引き出せない。それらの文献として，次のものがある。W. L. Smith〔42〕, S. B. Chase, Jr.〔4〕, E. J. Kane and B. G. Malkiel〔18〕, A. D. Tussing〔46〕, E. J. Kane〔20〕, V. Timmermann〔44〕, R. J. Cebula and G. L. Chapin〔3〕.

41) Joint Committee on the Economic Report〔17〕, p. 383, R. V. Roosa〔37〕, p. 287 を参照せよ。

42) R. V. Roosa〔37〕, p. 287, Joint Committee on the Economic Report〔17〕, p. 372, p. 373. を参照せよ。

43) 期待効果を最も詳しく吟味したのは，A. Lindbeck〔31〕, pp. 25—29 である。その他に，D. H. Robertson〔35〕, p. 141, C. R. Whittlesey〔49〕, p. 36, 川口慎二〔29〕, pp. 89—90, 〔30〕, pp. 156—157 等がある。

ノーテイションを次のように定める。r_1，r_2……政策変化前および変化後の利子率水準，r_1^e，r_2^e……政策変化前および変化後の将来の期待利子率水準。利子率期待の弾力性は次の式で表わされる。

$$\rho=\left(\frac{r_2^e-r_1^e}{r_1^e}\right)\Big/\left(\frac{r_2-r_1}{r_1}\right)$$

ところで，アヴェイラビリティ理論では，「現在利子率水準に対する期待利子率水準」$\mu=r_2^e/r_2$ のタームで議論されている。このような議論は，$r_1^e=r_1$ の場合，換言すれば，将来の信用状況に関する予想は，政策前においては，その時の現実の信用状況が続くものと考えられていたような場合，においてのみ，期待の弾力性のタームでの議論と整合的なものとなる[45]。というのは，$r_1^e=r_1$ のとき，

$$\rho=(r_2^e-r_1)/(r_2-r_1)$$

となり，μ との間に

$$\mu>1\rightleftarrows\rho>1,\ \mu=1\rightleftarrows\rho=1,\ 1>\mu>0\rightleftarrows1>\rho$$

の関係が成立するからである。ゆえに，貸し手の利子率期待は弾力的（$\rho>1$）で，借り手の利子率期待は非弾力的（$1>\rho$）だということになる[46]。こういう仮定は，アヴェイラビリティ理論にとっては好都合である。というのは，貸付資金の需要供給の双方とも減少するからである。しかし，政策による利子率上昇が，貸し手と借り手の予想に対して与える効果が相反していると想定することは，全く恣意的である。そういう風に想定する根拠ないし理由は明らかにされていない[47]。

44）以下の議論は，A. Lindbeck〔31〕に負う。

45）信用状況の指標として，我々は利子率水準をとっている。

46）借り手は，将来，信用市場の状況が逆転し，貸出し利子率は低下するであろうと予想するものとされている。Joint Committee on the Economic Report〔17〕, pp. 373—374 を参照せよ。

47）このような批判は，D. H. Robertson〔35〕, p. 141, A. H. Hansen〔10〕, p. 56, でも行なわれている。これに関して，D. H. ロバートソンからの次の引用文は，R. V. ローザが本当は何を考えていたかを知る手助けとなる。「それでも，貸し手と借り手が伴なわれた利子率の上昇という事実から整合的に相反する推測を行なうと仮定することは，いくらか逆説的に見える。親切にも私に書き寄こしてくれた私的な

さて，経済理論においては，通常，利子率期待の弾力性は小さい（非弾力的である）と仮定される。その理由は，人々の心の中には「正常利子率（the normal rate of interest)」水準とみなされるものがあって，市場利子率がこの正常利子率から長い期間にわたって乖離すると予想されることは考えがたいからである。それ故，引締め政策後の利子率が正常利子率よりも高い場合には，貸し手の利子率期待が弾力的だという仮定は納得し難いものとなる。

さらに，貸し手の弾力的な利子率期待という仮定は，アヴェイラビリティ理論を基礎づけている他の作用様式の前提条件と矛盾するような含意をもつ。たとえば，貸し手は将来さらに利子率が上昇するのではないかという期待を持つから，新規貸付けを手控えようとすると，期待効果においては説明される。これは，貸出し利子率が決して硬直的ではなく，政府証券利回りの上昇に影響されて，やがては上昇するだろうと考えられていることを意味している。そうすると，利回り格差効果における「貸出し利子率の硬直性」という仮定と照らし合わせて考えると，非常に不自然である。資本損失効果との関連では，将来さらに利子率が上昇するだろうという貸し手の期待は，合理的な封じ込め効果を弱いものにするという点が重要である。さらに，貸し手の弾力的な利子率期待は，政府証券を「封じ込める」よりむしろ「閉め出す（lock out)」効果を有するということである。なぜなら，政府証券の保有者たる貸し手は，将来における政府証券価格のより一層の下落，従って，より一層の資本損失の増加を見越して，政府証券を早めに手離そうとするからである[48]。このような効果は，政府短期証券より長期政府証券において大である。この議論が正しければ，資本損失効果においては，政府証券価格が将来に下落し続けることはない，つま

手紙において，ローザ博士は，借り手は『弾力的な』期待を貸し手と分かちあっているが，非常に重要な場合においても，それらに基づいて今借入れに殺到するような行動をとりうる立場にはいないだろう，という見解をとっているように思われる。すなわち，借り手は利子率の現実の上昇によってより多く影響され，そして貸し手は期待される利子率のより一層の上昇によって影響されるだろう，という見解をとっているように思われる。」(D. H. Robertson〔35〕, p. 141)

48) これは，D. H. Robertson〔35〕, p. 141, A. H. Hansen〔10〕, p. 59, 川口慎二〔29〕, p. 90,〔30〕, pp. 156—157, 等で指摘されている。

り，政府証券価格は現行のままにとどまるかあるいは上昇するだろうと貸し手は予想していると，アヴェイラビリティ理論では考えられていることになる。換言すれば，資本損失効果においては，貸し手は非弾力的な利子率期待をもっていると考えられているのである。これは，「貸し手の弾力的な利子率期待」という前提と明らかに非整合的であり，かつ不自然である。

〈E〉 現金流出入効果

公開市場売り操作による政府証券の利回り上昇は，これまでに吟味してきた4つの作用様式より，より一層直接的にかつ強力に貸し手に対してある効果を及ぼす。不思議なことに，この効果はこれまでアヴェイラビリティ理論に関する文献の中で取り扱われなかった。しかしながら，この効果こそが金融政策の作用径路において従来から重視されてきたものである。それは，政府証券の売り操作によってその価額相当分の現金が流通から吸い上げられてしまい，民間貸出しのために供給される資金量が減少するという効果である。この効果は「現金流出入効果」と呼ぶことができる。売りに出された政府証券を金融機関が購入する場合には，金融機関の手持ち現金（支払い準備）は減少するから，民間貸出しは抑制される。商業銀行の場合には，支払い準備の減少によってその乗数倍もの民間貸出しの削減が行なわれることになることは，信用創造理論が教える通りである[49]。非金融機関公衆が政府証券を購入する場合にも，公衆の最適な現金・預金通貨比率が変わらないとすれば，この比率に応じて商業銀行の要求払い預金および支払い準備が減少する。その結果は，民間貸出しと預金の乗数倍的な縮小である——もし過剰準備があったなら，その量に比例して効果は弱められる。

この現金流出入効果を，R. V. ローザは，政府短期証券の公開市場操作がその利回りを変化させることによって，「三重の効果」を持っているとして，その第一にあげている[50]。

49）政策変更前に金融機関が過剰準備を有していたならば，現金流出入効果は過剰準備の量に比例して弱められることになる。

4. 信用割当と資金のアヴェイラビリティ—結びに代えて

以上において，我々は，アヴェイラビリティ理論の礎石となっている5つの効果（作用様式）を吟味した。これらの効果の前提条件は，あるいは支持しがたいものであり，あるいは互に非整合的であり，問題が多い。そして，これらの効果が現実に作用するかどうかもきわめて疑わしい。しかし，政府証券の売り操作による現金の中央銀行への吸い上げ，換言すれば，流通現金量の減少，による現金流出入効果は明らかに作用する——大量の過剰流動性が存在しており，このため現金流出の効果が完全に吸収されてしまうような経済状況下においては別だが。

ところで，これら5つの作用様式を通じて貸し手に与えられた効果は，今度は貸し手行動を通じて金融市場，ひいては実物経済に影響を与えることになる。この影響は，伝統的には利子率効果（借入れ費用効果）を通じてなされるとみなされていたが，アヴェイラビリティ理論ではむしろ「価格によらない資金の割当（non-price rationing of funds)」，つまり「信用割当（credit rationing)」，が強調されている。この信用割当によって民間部門への「信用のアヴェイラビリティ」が削減されると言うのである。この節においては，信用割当の内容を説明し，残されている課題を明確にしよう[51]。

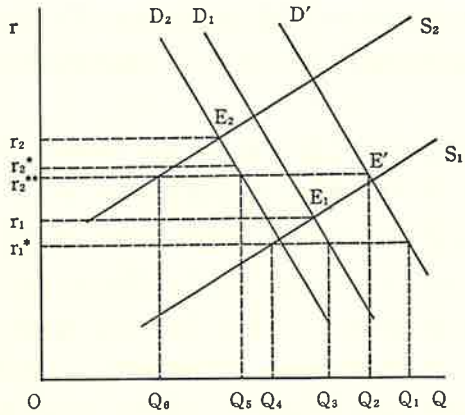
信用割当は金融市場の不完全性を示すものであるが，この金融市場の不完全性には「信用基準(credit standards)」の存在と「人的差別（待遇）(personal

50) R. V. Roosa〔37〕, p. 287 を参照せよ。

51) アヴェイラビリティ理論との関係で，信用割当を論じた文献として次のものがある。R. A. Musgrave〔32〕, pp. 229 –232, H. S. Ellis〔7〕, pp. 253—269, J. Tobin〔45〕, pp. 464—465, H. C. Wallich〔47〕, pp. 38—40, P. A. Samuelson〔38〕, pp. 695—697, W. L. Smith〔42〕, pp. 593—598, I. O. Scott, Jr.〔40〕, pp. 538—539, J. H. Karecken〔21〕, pp. 301—302, D. R. Hodgmnn〔11〕, pp. 71—72, A. Lindbeck〔31〕, pp. 29—35. 1960年代後半から1970年代にわたって，信用割当に関する文献が数多く発表されているが，これらはアヴェイラビリティ理論の延長線上にあるとは言え，その分析目的がやや異なっているので，ここでは触れていない。

discrimination)」がある[52]。信用基準とは，貸し手たる金融機関が設けている潜在的借り手の信用度（creditworthiness）に関する要件であり，申請されたプロジェクトの安全性，借り手の正味資産，経営者能力，担保の質等に関する基準から成っている。人的差別とは，信用度は同一であっても，小口の顧客よりも大口の顧客，新しい顧客よりもなじみの顧客，一般の顧客よりも系列下の顧客，等を優遇する金融機関の行動を意味する。

さて，信用割当をグラフを用いて説明すると，以下のようになる[53]。



第　2　図

第2図において，横軸に資金量(Q)，縦軸に民間貸出し利子率(r)がとられている。右上がりのSは供給曲線，右下がりのD′およびDは需要曲線である。D′は信用基準が全く設定されないと仮定した場合の「潜在的資金需要曲線」，Dは信用基準が設定されている現実の「適格（ないし有効）資金需要曲線」，をそれぞ

52）信用割当の2つの側面の存在を指摘したものとして，H. C. Wallich〔47〕，A. Lindbeck〔31〕，W. L. Smith〔42〕がある。

53）以下の議論は，J. H. Karecken〔21〕および A. Lindbeck〔31〕を参考にした。

54）2種類の需要曲線を識別することができるという点は，貸出し市場を普通の財市場から区別する大きな特徴の一つである。H. C. Wallich〔47〕, p. 40, W. L. Smith〔42〕, pp. 593—594, A. Lindbeck〔31〕, p. 33 を参照せよ。これは，資金の借り手の売る「商品」，つまり彼の借用証書，が異質である—安全性あるいは危険という商品の属生においてその程度が異なる—ということと本質的に関連している。I. O. Scott, Jr.〔40〕, pp. 538—539 を参照せよ。ところで，信用基準の設定を我々は需要曲線の左方シフトとして理解したが，あるいは供給曲線の左方シフトとして理解することも可能であろう。というのは，信用基準の設定は需要者の行動ではなくして，供給者の行動だからである。

れ表わす[54]。次の2点に注意しなければならない。

① 潜在的需要曲線は不変でも，貸し手によって設定される信用基準の上げ下げによって適格需要曲線はシフトする。一般的に言えば，金融緩和期には信用基準は緩やかで，金融引締め期には信用基準は厳しい。

② 逆に，潜在的需要曲線がシフトすれば，信用基準に変更がなくても適格需要曲線は同方向へシフトする。しかし，シフト幅は同じとは限らない。というのは，新たに追加ないし削限された潜在的需要（というより，実際の需要）のすべてが「適格」だとは限らないからである。

第2図において，もし信用基準も人的差別も存在しないならば，資金貸借の均衡値はS_1曲線とD′曲線との交点であるE′に決まる。この時には，均衡利子率ですべての借り手が資金の借入れをすることができ，いわゆる「満たされざる借り手（unsatisfied fringe of funds)」は存在しない。しかし，現実には信用基準が設定されるから，適格需要曲線が関連する需要曲線となり，均衡値はS_1曲線とD_1曲線との交点E_1に決まる。ここで，もし人的差別に基づく信用割当が存在すれば，実際の利子率は均衡利子率（r_1）よりも低い利子率，たとえば，r_1*，に決まることになる。この時には，Q_1-Q_4だけの「満たされざる借り手」が存在する。そのうち，Q_1-Q_3 が信用基準の設定による信用制限で，Q_3-Q_4 が人的差別による信用制限である[55]。

---

55) 我々は，信用基準の存在とその引き上げを，適格需要曲線の存在とその左方シフトとして把握した。そのため，信用基準の設定は利子率に代替的な資金配分方法とみなされ得る。もし我々が信用基準の設定とその引き上げを供給曲線の左方シフトとして把握するならば，信用基準の設定およびその引き上げは単に利子率の上昇として働くに過ぎない——資金配分の代替的な方法ではない。A. Lindbeck〔31〕, p. 34 の脚注1を参照せよ。

ところで，我々は「信用割当」を「信用基準の設定と人的差別による信用制限」として理解しているが，「信用割当」の定義は論者によって異なる。P. A. Samuelson〔38〕, p. 695, p. 696, R. A. Musgrave〔32〕, p. 231, A. Lindbeck〔31〕, p. 34, 等は，人的差別に基づく信用制限のみを信用割当と考えている。H. S. Ellis〔7〕, pp. 253—259は，信用基準の行使を信用割当と理解している。J. H. Karecken〔21〕, p. 301, 〔22〕, pp. 73—74 の「信用割当」に対する理解は，我々のと同じだと思われる。

いま，金融引締め政策（たとえば，公開市場売り操作）により供給曲線がS_1からS_2へシフトしたとする。潜在的需要曲線は変化しないものとすれば[56]，信用基準の引き上げにより適格需要曲線がD_1からD_2へシフトする。その結果，均衡値はE_2へ移る。以前と同程度の人的差別があれば，現実の利子率は均衡水準(r_2)よりも低い水準，r_2^*，に保たれる。しかし，人的差別に基づく信用制限が強化されると，現実の利子率はr_2^*よりもさらに低い水準r_2^{**}に保たれることになる。このとき，信用制限はQ_2-Q_6であり，そのうちQ_2-Q_5が信用基準の設定による，そしてQ_5-Q_6が人的差別による信用制限である。金融引締め政策によって信用割当が強化された（信用制限額が政策変更前のQ_1-Q_4から政策変更後のQ_2-Q_6へと増大）結果，資金のアヴェイラビリティが$(Q_4-Q_6)-(Q_1-Q_2)$だけ減少したのである。民間部門への資金の供給量は，Q_4からQ_6へ(Q_4-Q_6)だけ減少した。このうち，$(Q_4-Q_6)-(Q_1-Q_2)$が信用割当効果（すなわち，信用アヴェイラビリティ効果）による資金供給量の減少で，(Q_1-Q_2)が「価格による資金の割当（price rationing of funds)」，つまり，利子率効果による資金供給量の減少である——利子率はr_1^*からr_2^{**}へ上昇しており，それに対応して貸出し資金が(Q_1-Q_2)だけ減少しているのである。前者を「信用割当による信用アヴェイラビリティの減少」，後者を「利子率上昇による信用アヴェイラビリティの減少」と呼ぶことができる。しかし，アヴェイラビリティ理論において「信用アヴェイラビリティの増減」ないし「信用のアヴェイラビリティ効果」という用語によって意味されているのは，「信用割当による信用アヴェイラビリティの増減」のみである。

以上において，我々は，アヴェイラビリティ理論において想定されている「信用のアヴェイラビリティ効果」のメカニズムをグラフを用いて示した。この信用のアヴェイラビリティ効果には次のような問題点が残されている。

第一に，アヴェイラビリティ理論においては，貸付け資金市場は不完全競争市場であるという前提が存在する[57]。この前提はそれ自体としては正しいし，

56）アヴェイラビリティ理論では，政府証券の売り操作によって，資金の供給とともに資金の需要も減少すると考えられている。R. V. Roosa〔37〕, Joint Committee on the Econcmic Report〔17〕を参照せよ。

そして正しいものとして一般に理解されている。貸し手たる金融機関は寡占企業の立場にあり，貸出し利子率やその他の貸出し条件——歩積・両建預金の割合，担保の質と量，返済期限と返済条件，等——をかなり左右することができる。つまり，貸出し利子率は競争価格ではなくして，「管理価格」である。

ところで，アヴェイラビリティ理論においては，政府証券利回りの上昇は信用割当を強化させると考えられている。このことは，貸付け資金市場の不完全性の程度が高まることを意味する。しかし，金融機関が寡占企業の地位にあるのなら，どうして貸出し利子率を引き上げないで，信用割当の強化という「非合理的な」行動をとるのだろうか。このような疑問をかかげて，P. A. サムエルソンは，「中央銀行が通常の操作によって誘発することができる信用割当の追加的な強化は，2，3ヵ月後には消え失せ，そして利子費用の増加と信用割当の正常な厳しさへの復帰によって置き換えられるであろう」と主張している[58]。

それ故，アヴェイラビリティ理論に残された最大の課題は，信用割当は非合理的な行動ではなく，むしろ「合理的な」行動であり，金融政策の変更に応じて信用割当の程度もまた強化・緩和される，ということを証明することである。金融引締め時期に，金融機関が貸出し利子率を引き上げずに信用割当を強化するという行動をとるのは，必ずしも非合理的ではないという見解もある。その根拠として，以下のことが示される[59]。

① 貸出し利子率は法的あるいは慣習的に上限を持っており，硬直的である。そのため，利子率によらない資金配分方法たる信用割当が採用される。

---

57) Joint Comittee on the Economic Report〔17〕, p. 370 を参照せよ。R. V. Roosa〔37〕には明示的には書かれていないが，明らかに含意されている。この前提の存在は，P. A. Samuelson〔38〕, p. 695, J. Tobin〔45〕, p. 464, H. C. Wallich〔48〕, p. 38, W. L. Smith〔42〕, p. 593, J. H. Karecken〔21〕, p. 295, 等によって指摘された。

58) P. A. Samueison〔38〕, p. 697, 同様の見解が，J. Tobin〔45〕, pp. 464—465 および H. C. Wallich〔48〕, p. 38 によって表明されている。

59) A. Lindbeck〔31〕, p. 32, I. O. Scott, Jr.〔40〕, p. 538, E. J. Kane and B. G. Malkiel〔19〕, pp. 118—119 を参照せよ。

② 短期利潤と長期利潤の最大化の間には相反するものがあり，貸し手は長期利潤最大化の観点から，大口の顧客や長年のお得居様との間の関係を持続的に維持しようとして，人的差別待遇を行なう。

③ 貸出し利子率の引き上げは信用危険（貸倒れ危険）を大きくし，その結果，約定利子率（contract interest rate）の上昇は必ずしも利潤増大につながらない。

④ 金融引締め時期における信用基準の強化は，信用危険や貸出金の管理費用を小さくすることによって，「実効利子率（effective rate of interest)」を高めることに寄与する。

しかし，厳密な証明は全く行なわれていないので，このような根拠の列挙だけでは，信用割当が合理的な行動だとは断言できない。

参 考 文 献

略　号

A. E. R. = *American Economic Review*

J. F. = *Journal of Finance*

N. T. J. = *National Tax Journal*

R. E. & S. = *Review of Economics and Statistics*

R. E. S. = *Review of Economic Studies*

〔1〕荒憲治郎「公開市場操作による資金統制の新理論」　中山伊知郎（編）『資本蓄積と金融構造』東洋経済新報社　1961.

〔2〕Beazer, W. F. "Tax Law, Lock-ins, and Bank Portfolio Choice," *J. F.* 20(4), Dec. 1965, 113—134.

〔3〕Cebula, R. J. and G. L. Chapin, "Bound Yields and the Lock-in Effect of Capital-Gains Taxation : A Pedagogical Note," *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali* 20 (1), Jan. 1973, 83—87.

〔4〕Chase, S. B. Jr., "The Lock-in Effect: Bank Reactions to Securities Losses," *Monthly Review* (*Federal Reserve Bank of Kansas City*), Jun. 1960. Reprinted in *Essays on Commercial Banking* (Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City) 1962.

〔5〕沈晩燮「貸手分析の展望と金融政策」 経済科学 8 (2), 1960年12月, 99—130.

〔6〕——『金融資産選択の理論』税務経理協会 1968.

〔7〕Ellis, H. S., "The Rediscovery of Money," in D. M. Wright and R. V. Roosa(eds.) 〔51〕, 253—269.

〔8〕Galbraith, J. A., *The Economics of Banking Operations*(Montreal: McGill University Press) 1963.

〔9〕Guttentag, J., "Credit Availability, Interest Rates, and Monetary Policy," *Southern Economic Journal* 26 (3), Jan. 1960, 219—228.

〔10〕Hansen, A. H., "Monetary Policy in an Advanced Economy," Ch. 3 in his *The American Economy* (New York: McGraw-Hill) 1957, 42—58.

〔11〕Hodgman, D. R., "In Defense of the Availability Doctrine: A Comment," *R. E. & S.* 41(1), Feb. 1959, 70—73.

〔12〕——————, *Commercial Bank Loan and Investment Policy* (Champaign Ill.: Bureau of Economic and Business Research, University of Illinois) 1963.

〔13〕池田宗彰「アヴェイラビリティ学説について」経済学季報 24(3/4), 1975年3月, 13—71.

〔14〕石田興平「ポートフォリオ行動と信用アヴェイラビリティ——アヴェイラビリティ理論を中心に——」 同氏著『経済発展の金融理論』丸善 1969, 350—365 (第6編第3章).

〔15〕石田隆一郎「アヴェイラビリティ理論の再吟味」研究年報 (神戸大学) 1962年12月.

〔16〕————「アヴェイラビリティ理論」 同氏著『現代銀行理論』(補

訂版）千倉書房　1965，126—145（第8章）.

〔17〕Joint Committee on the Economic Report, *Monetary Policy and the Management of the Public Debt, Their Role in Achieving Price Stability and High-Level Employment, Replies to Questions and Other Material for the Use of the Subcommittee on General Credit Control and Debt Management*, 82nd Congress, 2nd Session (Washington: U. S. Government Printing Office) 1952.

〔18〕Kane, E. J. and B. G. Malkiel, "U. S. Tax Law and the Locked-in Effect," *N. T. J.* 16(4), Dec. 1963, 389—396.

〔19〕————————, "Bank Portfolio Allocation, Deposit Variability, and the Availability Doctrine," *Quaterly Journal of Economics* 79(1), Feb. 1965, 113—134.

〔20〕Kane, E. J., "Is there a Predilected Lock-in Effect?" *N. T. J.* 21 (4), Dec. 1968, 365—385.

〔21〕Karecken, J. H., "Lenders' Preferences, Credit Rationing, and the Effectiveness of Monetary Policy," *R. E. & S.* 39(3), Aug. 1957, 292—302.

〔22〕————, "In Defense of the Availability Doctrine: Reply," *R. E. & S.* 41(1), Feb. 1959, 73—74.

〔23〕川口弘「貨幣的理論の一展開——貸手の分析——」　同氏著『貨幣と経済』弘文堂　1958，159—256.

〔24〕———「貸手分析の問題点」『金融学会報告Ⅸ』東洋経済新報社　1959 100—127.

〔25〕川口慎二「利子率・投資決意および信用利用度——米国金融政策の一論点」バンキング(67)，1953年10月，46—55.

〔26〕———「ローザ・利子率と中央銀行」大阪大学経済学　3(2)，1953年11月.

〔27〕———「貨幣政策と経済安定」　高田保馬(編)『経済成長の研究』第3巻，有斐閣　1957，139—201.

〔28〕———「アヴェイラビリティ理論の構造」大阪大学経済学 11(1/2). 1961年11月，85—99.

〔29〕———「貸手分析」 川口弘・川合一郎(編)『現代の金融理論』（金融論講座２）有斐閣 1965，67—95（第３章).

〔30〕———「アヴェイラビリティ理論の構造」同氏著『現代金融政策論』東洋経済新報社 1973，139—159（第８章).

〔31〕Lindbeck, A., *The "New" Theory of Credit Control in the United States*, 2nd ed. (Stockholm: Almqvist and Wicksell) 1962.

〔32〕Musgrave, R. A., "Credit Controls, Interest Rates, and Management of the Public Debt," in *Income, Employment and Public Policy, Essays in Honor of Alvin H. Hansen* (New York: Norton) 1948.

〔33〕————, *The Theory of Public Finance* (New York: Mc Graw-Hill) 1959.

〔34〕Parks, R. H., "Income and Tax Aspects of Commercial Bank Portfolio Operations in Treasury Securities," *N. T. J.* 11(1), Mar. 1958, 21—34.

〔35〕Robertson, D. H., "More Notes on the Rate of Interest," *R. E. S.* 21(55), 1953—54, 136—141. Reprinted in his *Economic Commentaries* (London: Staples Press Limited) 1956, 64—70.

〔36〕————, "A Squeak from Aunt Sally", *The Banker*, Dec. 1959.

〔37〕Roosa, R. V., "Interest Rates and the Central Bank," in D. M. Wright and R. V. Roosa (eds.) 〔51〕, 270—295. 水野正一・山下邦男監訳『現代の金融理論』勁草書房 1966に訳載，103—131.

〔38〕Samuelson, P. A., *Monetary Policy and the Management of the Public Debt, Hearings before the Subcommittee on General Credit Control and Debt Management of the Joint Committee on the Economic Report*, Congress of the United States, 82nd Congress, 2nd

Session, 691—698.

〔39〕 Scott, I. O. Jr., "The Availability Doctrine: Theoretical Underpinnings," *R. E. S.* 25(66), Oct. 1957, 41—48.

〔40〕 ————, "The Availability Doctrine: Development and Implications," *Canadian Journal of Economics and Political Science* 23(4), Nov. 1957, 532—539.

〔41〕 千田純一「公債，金融媒介機関と金融政策の効果」六甲台論集　9(2), 1963年7月，26—36; 9(4), 1963年12月，33—44.

〔42〕 Smith W. L., "On the Effectiveness of Monetary Policy," *A. E. R.* 46(4), Sept. 1956, 588—606.

〔43〕 Sproul, A., "Changing Concepts of Central Banking," in D. M. Wright and R. V. Roosa(eds.) 〔51〕, 296—325.

〔44〕 Timmermann, V., "Wertpapiergestände und Rendite, Liquiditätsentwicklung und Kredite —— Eine Empirische Analyse über die Wirksamkeit des Roosa-Effektes in der BRD," *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft* 124(4), Oct. 1968, 684—696.

〔45〕 Tobin, J., "Monetary Policy and the Management of the Public Debt: The Patman Inquiry," *R. E. & S.* 35(2), May. 1953, 118—127. Reprinted in his *Essays in Economics, vol. 1; Macroeconomics* (Amsterdam: North-Holland) 1971, 456—470.

〔46〕 Tussing, A. D., "Can Monetary Policy Influence the Availability of Credit," *J. F.* 21(1), Mar. 1966, 1—13.

〔47〕 Wallich, H. C., "The Changing Significance of the Interest Rate," *A. E. R.* 36(5), Dec. 1946, 761—787.

〔48〕 ————, "Recent Monetary Policy in the United States," *A. E. R.* 43(2), May 1953, 27—41.

〔49〕 Whittlesey, C. R., "Monetary Policy and Economic Change," *R. E. & S.* 39(1), Feb. 1957, 31—39.

〔50〕 Williams, J. H., "The Implications of Fiscal Policy for Monetary

Policy and the Banking System," *A. E. R. Supplement* 32 (1), Part 2, Mar. 1942, 100—130. Reprinted in his *Post-War Monetary Plans and Other Essays* (Oxford: Oxford University Press) 1949.

〔51〕 Wright, D. M. and R. V. Roosa(eds.), *Money, Trade and Economic Growth, in Honor of John Henry Williams* (New York: Macmillan), 1951.

〔52〕 山崎研治「量的信用統制に関する新しい理論づけ」　金融問題研究会（編）『金融機構と金融政策』同会　1959, 17—41.

〔53〕 矢尾次郎「貨幣作用の流動性径路—貨幣の復活—」　同氏著『貨幣的経済理論の基本問題』千倉書房　1962, 321—382（第7章第3節）.