慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	金融政策の新しい課題
Sub Title	New problems of monetary policy
Author	浜田, 文雅
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1987
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.80, No.5 (1987. 12) ,p.395(1)- 408(14)
JaLC DOI	10.14991/001.19871201-0001
Abstract	
Notes	村井俊雄教授退任記念論文集
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19871201-0001

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

「三田学会雑誌」80巻5号（1987年12月）

金融政策の新しい課題

浜田文雅

金融政策の目的は通貨価値（物価）の安定と完全雇用の達成，特に前者であると考えられていた。しかし，国際化の進展と国内の銀行以外の金融仲介機関の目覚ましい発展，さらには金融投資家の活動の新しい展開が従来の日本の金融市場の様相を一変させ，これまでのマネー・フローについても量的のみならず質的な変化を生じている。一昨年来の「株高」とその乱高下はこれらの事実と密接に関連し，現代の金融政策に対して新しい課題を与える結果となった。この小論では，これらの課題に答えることはできないが，その内容をもう少し詳細に検討し，この難問解決の糸口を探る一つの資料を提供することを意図している。

1. 金融市場の構造変化

最近の金融市場の構造変化の特徴を把握する場合に，どの側面を重視するかによって検討すべき問題が異なってくることは止むを得ないことであろう。たとえば，金融革新やその一つの大きな要素としてのディスインターミディエイションなどの新しい金融的機能の発生・発展に注目してマネー・フローの変化を問題とすることもできる。[(1)] しかし，他方において既存の金融組織の活動の範囲内における主として実物経済の側からの誘因によって生じた金融構造の変化に注目することも極めて重要であろう。

このような視点から最近の金融市場の変化の中で，とりわけつぎの2点をここでは考察したいと思う。それらは，(i)銀行以外の金融仲介機関の抬頭および(ii)国際化（あるいはグローバリゼーション）を起点とする金融自由化である。この二つは，いずれも世界的な低成長時代と不確実性の増大を震源として，とりわけ日本の金融市場に大きな変化をもたらすに至ったものと考えられる。そこで，この点について，もう少し立ち入ってその背景となっているものを考察することにしよう。

（i） 銀行以外の金融仲介機関の抬頭

第1次石油危機以後における低成長時代は企業活動に対して抑制的に作用する諸要因が続出し，いわゆる不確実性の支配が経済全体の基調を弱気にする経済環境を作り出した。とりわけ，民間非

注（1） 奥村洋彦（1986），谷川浩道他（1986）はこの線に沿った議論を展開したものと言えるであろう。

金融法人企業部門の設備投資は大きく減少した。これらの企業は過去に蓄積した生産能力によってある程度の高い利潤を得ることができ，内部留保もそれほど大きく落ち込んでいないにもかかわらず，それを設備投資に向けられなくなった。そこで，これらの企業は余裕資金を金融資産で運用するようになったのである。つまり，本来資金不足部門であり資金需要者であった民間非金融法人企業部門が，逆に資金余剰部門となって，資金供給者に変容したのである。このことは公表された民間非金融法人企業部門の資金過不足には明確に表われていないが，この部門の設備投資の低迷から容易に推測できるところである。

民間非金融法人企業の金融資産保有増加は銀行部門への預金のみならず，銀行以外の金融仲介機関（信託・保険・投信等・郵貯）が供給する多様な金融証券への需要を発生させたのである。後述するように，これらの銀行以外の金融仲介機関に集った資金は，この部門が供給する多様な金融資産によって，ジョンG．ガーレイがかつて提唱した「加重流動性」を大量に発生させることにもなるのである。[(2)] 俗に「金余り」現象と呼ばれる流動性の堆積は，この非貨幣的金融仲介機関にかなり集中したと考えることができるのである。

銀行および銀行以外の金融仲介機関に流れ込んだマクロ経済の余剰資金は，金融投資家全体に一つの奇妙な信仰をもたらした。それは，資産選択の原資が過剰流動性によって膨れ上ったのであるから，分散投資の結果としてそれは当然証券市場にも向うであろう。そして，それは当然証券価格の上昇をもたらすであろう，というのである。しかし，これは全く非論理的な考えであることは言うまでもない。それでもその結果として証券市場は活況を呈し，非貨幣的金融仲介機関の資金運用の規模も著しく拡大したのであった。これに加えて，金融の技術革新も流動性概念の拡張を通じて上述の傾向を強めるのに大きく貢献したことは言うまでもない。

（ii） 国際化と金融自由化

日本経済の国際化は商品・サービス市場のみならず金融市場においても目覚ましい勢いで進行している。言うまでもなく貿易収支の黒字が定着して以来，円高によって日本の外国為替市場が国際金融市場の一つの核になりつつあることがその大きな原因である。この数年来，外国金融機関の日本への進出は銀行および銀行以外の金融仲介機関，とりわけ証券会社にまで及んでいる。

外国金融機関の国内金融市場への参入が無視できない規模に達することそのものが，すでに国内金融への種々の規制の緩和を意味することは明らかであるが，さらに業務分野によって依然として残っている諸規制撤去への圧力が益々大きくなり，その結果として残こされた規制が除去されることにもなるのである。

さらに，株式市場のように「安定株主」によって僅かに維持されていた株式市場の一種の取引きの硬直性と局地化に対して，海外からの投資家（外国の機関投資家および個人）による株式売買の規模の増大による株価変動の構造変化・株価の伸縮化が目立ってきている。同時に，日本の投資家も

注（2） Gurley, J. G. (1960)，水野正一・山下邦男監訳（1965），第5章を参照せよ。

国内の有価証券（円建て証券）のみならず外貨建て証券（米国の国債など）を投資の対象に組み入れるようになったため，国内金融市場は必然的に競争市場に変容しつつある。金利の変動は，実質的に国内金融市場と外国金融市場との相互作用（金利裁定）が生じるようになってきたのである。

国内市場が競争的になるということは，これまでの日本の金融システムの中で大きな役割りを果していた種々の慣習の崩壊を促すことになった。高度成長期に当然のこととして機能した「協調融資」や長短貸付けにおける役割り分担，メイン・バンク，系列融資，分野協定等々から，さきに述べた「安定株主」に至るまで，貸出市場も証券発行市場も競争は控え目であり，価格（利子）競争は市場の需給調整に対して二次的なものであった。

このことは，金融的な投資家の行動における一種の「秩序ある」共同行為が現実には普通の資金取引きとして認識されていたことを意味する。しかし，外国為替市場に端を発する金融市場の競争化（あるいは公開市場化）は，個々の金融投資家の行動の独立性を確立することになったのである。もちろん，この表現は少くとも現時点では些か誇張になるかもしれない。けれども明らかにその方向に進みつつあることは誰も否定しないであろう。

機関投資家も個人も，ともにその投資行動が独立性を維持したとき，金融市場は競争的であると言い得るであろう。そして，投資家の行動の独立性とは，個々の金融投資家の期待形成が相互に独立であり，期待の分布が金融市場の動向に大きな役割りを果すことを意味するであろう。以下では，銀行以外の金融仲介機関の抬頭と金融市場の競争化・期待の分布が，金融政策に対してどのような新しい課題を提出することになるかについて考察を進めることにしよう。

2. 非貨幣的流動資産と流動性

ガーレイの指摘にもあるように，「非貨幣的流動資産」の供給増加は経済の非金融部門による貨幣残高需要に少からぬ影響を与えるのである。ガーレイは貨幣との密接な代替物として米国の場合，商業銀行有期預金・貯蓄貸付け組合出資証券・相互貯蓄銀行預金・信用組合出資証券・郵便貯金・民間生命保険会社契約者諸積立金・合衆国政府貯蓄債券などを掲げている。(3)

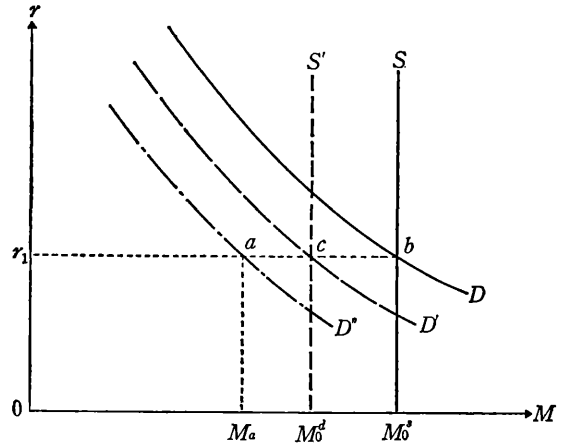
貨幣需要を M_1（現金通貨＋当座短期性預金）のみに限定したとして，非貨幣的流動資産には日本の場合大雑把に分類しても定期性預金・貯蓄性預金などの他に信託・保険・郵貯などを含めることができる。いま，これらの非貨幣的金融資産を M_i $(i=1,\cdots,k)$ で表わし，貨幣を M_0 で表わすとすれば，ガーレイの加重流動性のより一般的な表現をMで表わすと，

$$M=M_0+\sum_{i=1}^{k} w_i M_i \qquad (1)$$

で定義することができる。ここに，w_i は第 i 金融資産の流動性を表わすウェイトで $0<w_i\leqq 1$ である。言うまでもなく，この k 種類の金融資産の全体としての流動性は

注（3） Gurley（1960）第1節あるいは水野・山下（1965）p. 125を参照せよ。

図 1　非貨幣的流動性の増加と利子率



$$w=\sum_{i=1}^{k} w_i M_i \Big/ \sum_{i=1}^{k} M_i,\ \ 0<w\leqq 1 \qquad (2)$$

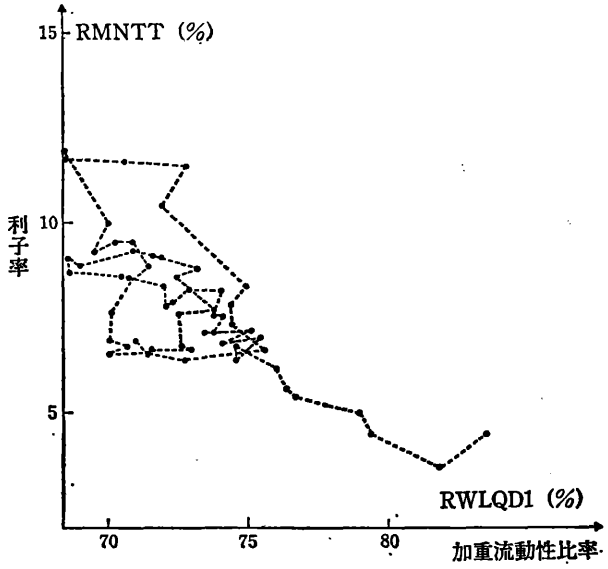
である。

図1は，ガーレイの貨幣市場における非貨幣金融資産の供給増加が非金融部門の貨幣需要と利子率に及ぼす効果を表わす図をそのまま描いたものである。図において，横軸に貨幣量を縦軸に利子率をとると，マクロ経済の貨幣需要曲線は曲線Dで表わされる。貨幣供給がM_0^sであるとすると，この貨幣市場では均衡利子率は r_1 である。そこで，このような状態で非貨幣的金融資産の供給増加$\sum_{i=1}^{k} M_i$が発生したとしよう。そして，この非貨幣的金融資産の流動性が1であり，公衆が貨幣とこれらの非貨幣的金融資産との間に完全な代替関係があると考えるならば，公衆の貨幣需要曲線は曲線 D'' にシフトする。ここに，図1の横軸における $M_aM_0^s$ の長さは丁度 $\sum_{i=1}^{k} M_i$ つまり非貨幣的金融資産の供給増加に等しい。非貨幣的金融資産の流動性を100パーセントであると想定することは少々乱暴であるとも考えられるが，最近の金融の技術革新は非貨幣的金融資産の流動性をかなり高める効果があると考えてよいであろう。因みに，ガーレイ（1960）では非貨幣的金融資産の流動性を50パーセントであるとしたときの代替性の間接的なテストを試みている。

非貨幣的金融資産の流動性が100パーセントより小さい場合，すなわち $0<w<1$ の場合の一つの例が図1に示されている。図において，もし非貨幣的金融資産の供給増加がこれまでと同じ $M_aM_0^s$ の大きさであったとしても，この供給増加によって $M_0^dM_0^s$ だけの貨幣需要の減少が生じるのであれば，貨幣需要曲線は曲線 D' までしかシフトしないであろう。そうして，均衡利子率は依然として r_1 にとどまることになる。

そこで，最近の日本経済において，非貨幣的金融資産は実際に貨幣との代替性がどの程度生じているかについて知ることができるならば，銀行以外の金融仲介機関の抬頭に対する金融政策の効果についての何らかの手掛りを得ることができるであろう。しかし，残念ながら，すでに述べたように上述の代替性を直接に測定することは極めて困難である。ガーレイの提示した間接的な方法は単

図 2　加重流動性比率と利子率：1972～87年



資料：日本銀行「経済統計月報」より作成。
RWLQD 1 は準貨幣＋CD の流動性を50%として現金・当座短期性預金に加えたものをＧＮＰで割った百分比。四半期・季節調整済。RMNTT は東証の利付電々債平均利回（最終）。

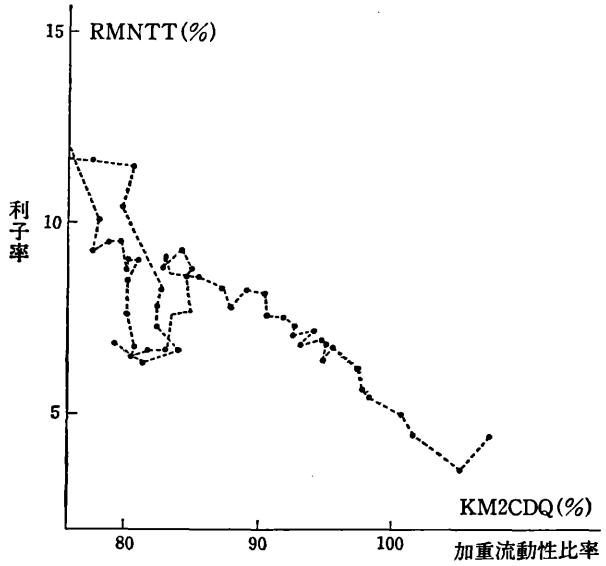
なる洞察の域を出るものではない。けれども一つの参考として，ガーレイの方法を用いて同様の分析を試みてみた。

図２は，縦軸に利付電々債（NTT）の平均利回（最終利回・年率・%）を，横軸にガーレイの定義による加重流動性比率（年率・%・季節調整済）をとり，両者の1972年１～３月期から1987年７～９月期の関係を描いたものである。ここに，加重流動性比率は分子に現金通貨・当座短期性預金残高と準貨幣＋譲渡性預残高に0.5を乗じたものを加えた値（季節調整済）をとり，分母に名目ＧＮＰ（季節調整済）をとった比率を百分比で表わしたものである。

図によると，最近の流動性の膨張と金利の低下を反映しているためもあって，両者の間には極めて明瞭な右下りの関係が認められる。この関係はガーレイ（1960）が見出した両者の関係（彼の第１図）と基本的に同一のものであると言うことができよう。図２では，準貨幣とＣＤの流動性を50%としているけれども，この想定はガーレイ自身が指摘するように全く恣意的なものである。たとえば，50%の代りに100%という極端な場合を想定すると，果して図２の右下りの関係は崩れてしまうのであろうか。

このことを見るために，図３では準貨幣とＣＤの流動性を100%とした時の加重流動性比率，つまりマーシャルのｋをＭ２ＣＤで測ったものを横軸にとって長期利子率の代表としての利付電々債平均利回りと関係づけている。図３によると，右下りの関係はむしろ改善されて一層明瞭になっているようにすら読みとれるであろう。このことから，準貨幣およびＣＤが，金融の技術革新の強い

図 3　マーシャルのkと利子率：1972～87年

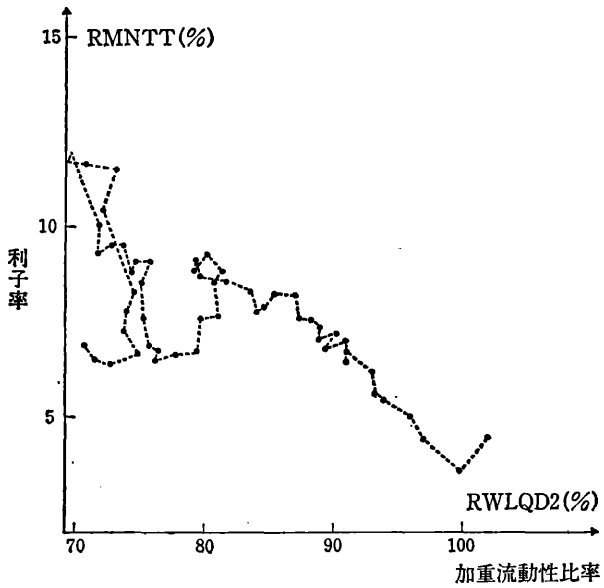


資料：図2と同じ。KM2CD@はM2CD／GNP．四半期・季節調整済。

影響を受けて，第二次流動性として極めて高い流動性をもち，現金・当座短期性預金とほぼ完全代替の関係にあることを示唆すると考えることもできるのではないだろうか。

そこでつぎに，準貨幣とCDに加えてさらに農協・漁協・信用組合・労働金庫の預貯金，全国銀

図 4　加重流動性比率と利子率（続）

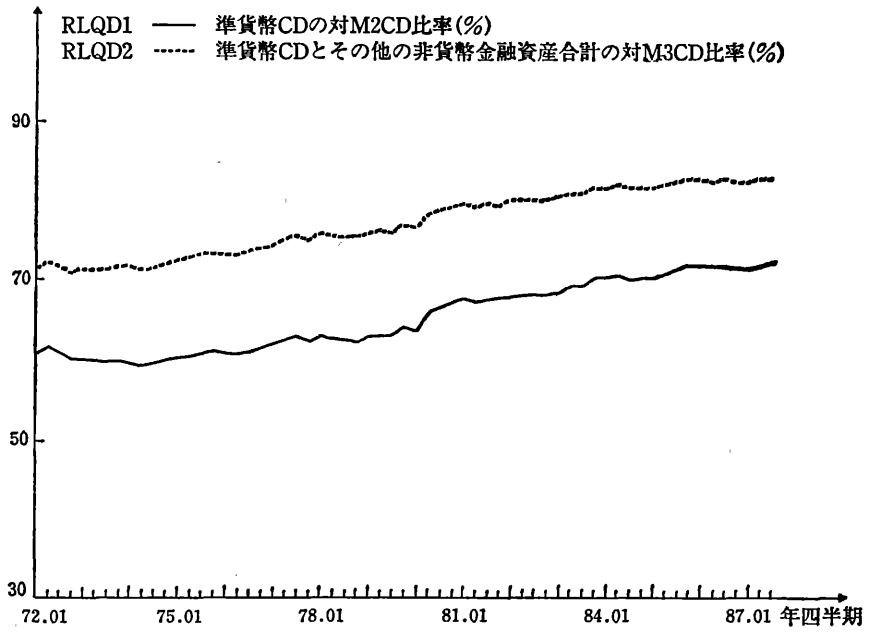


資料：図2と同じ。RWLQD2は（準貨幣＋CD＋郵貯＋農協・漁協・信組・労金の預貯金＋信託）の流動性を50%として現金・当座短期性預金に加えたものもGNPで割った百分比。四半期・季節調整済。

行信託勘定の金銭信託・貸付信託元本を含めた合計の流動性を50％としたときの加重流動性を分子に，そしてＧＮＰを分母にとったときの加重流動性比率を計算して，これと利付電々債平均利回との関係を図４で示してある。この図によると，図２や図３の場合よりもむしろ両者の関係がより明瞭に現われているように思われる。図４において，右半分のはっきりとした右下りの部分は1980年代の観察結果である。これに対して，1972～78年の期間ではこの右下りの関係がかなり急勾配である。

このことは，1970年代が貨幣需要の利子弾力性がかなり低かったという推測を可能にするであろう。このことを裏付ける一つの事実は図５に示されている。図５は準貨幣とＣＤの合計がＭ２ＣＤに占める割合RLQD１および準貨幣・ＣＤとその他の非貨幣的金融資産の合計がＭ３ＣＤに占める割合RLQD２の同じ期間における推移を示している。図によると，1970年代では上記の二つの割合とも比較的に安定した値（RLQD２については上昇傾向がややはっきり読みとれるが）で推移している。したがって，さきに述べた貨幣需要の利子率に対して非弾的なことは非貨幣金融資産の供給増加によるとは考え難い。

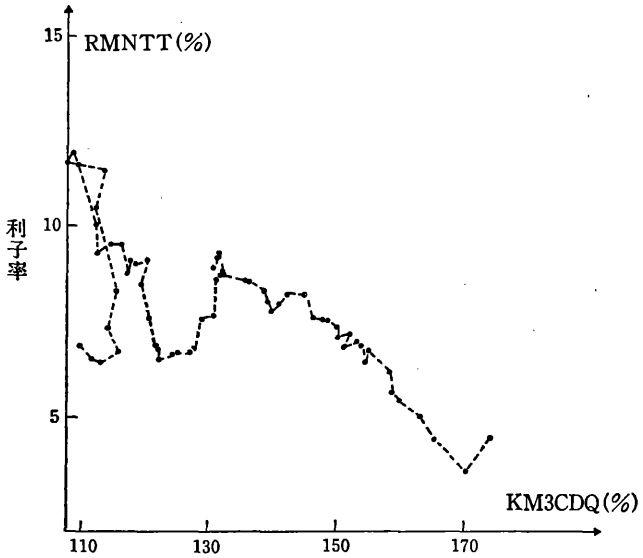
図５　Ｍ２ＣＤおよびＭ３ＣＤにおける非貨幣金融資の比率の推移



資料：日本銀行「経済統計月報」より算出。

これに対して，1980年代に入ると，両構成比が共に極めて明瞭な上昇傾向を示しているのである。つまり，非貨幣的金融資産の供給増加の速度は現金・当座短期性預金の供給増加を凌いだことになる。このような状況でなおかつ図３に見られるような右下りの関係が認められたことは，1980年代に入って非貨幣的金融資産が現金・当座短期性預金とかなり密接な代替関係をもったという洞察を可能にするであろう。図６は，非貨幣的金融資産の流動性を100％としたときの流動性比率と利子

図 6　マーシャルのkと利子率（続）



資料：図2と同じ。KM3CD@はM3CD/GNP．四半期・季節調整済。

率の関係を示している。この図も基本的には図4と変るところがない。したがって，ここに用いられた非貨幣的金融資産に関するかぎり，流動性はかなり高いと考えてよいであろう。そしてこれまた最近の金融革新に負うところが大きいと言わなければならない。

以上の図2～6において示した分析についてはつぎの二点を留意する必要がある。第一に，1970年代と1980年代では貨幣市場に一つの明瞭な構造変化が起きているということである。図4および図6にはこのことが明瞭に示されている。そして，この構造変化が図5に示された非貨幣的金融資産がM3CDに占める割合の変化とよく対応していることが分るであろう。あえて大胆に推論するならば，1980年代に入って，非貨幣的金融資産の流動性は一層高まり，貨幣との代替関係は大きく高められたと結論することができよう。第二に，これまでに分析したデータには保険が含まれていないことが問題である。しかし，保険については他の非貨幣的金融資産に比して，その流動性を同列で分析することがむつかしい。ただ，保険をも含めた加重流動性比率の分析によって上述の結論がひっくり返えることは考えられず，むしろより積極的な肯定を得る可能性が大である。しかし，分析の効率を考慮してこれ以上の詰めはおこなわないであろう。

3.　国内金融の国際化

金融市場の構造変化のもう一つの要素は金融の国際化である。第2節で述べた銀行以外の金融仲介機関の抬頭はその資金規模も手伝って，外貨建債券や外国為替の取引きにも参入することになった。これと日本経済の国際収支の大幅な黒字が外貨預金の増加を生じ，日本は外国為替市場に次第に深く関わるようになった。外国為替取引きの活況は低成長時代の民間非金融法人企業部門の資金

のだぶつきとともに，ドル・外貨建証券・円建証券の間の資産選択の範囲を拡げ，国内金融市場の多元化をもたらした。

もう一つの大きな要因は外国銀行および銀行以外の外国金融仲介機関の国内金融市場への参入である。1980年代後半に入ると，日本の証券市場の活況と金融投資機会の拡大に惹かれて，数多くの外国金融機関が日本に支店を開設するようになった。モルガン・トラスト銀行，チェイスマンハッタン・トラスト，ケミカル・トラスト，ロイド・バンク，スイスユニオン銀行，カナダインペリアル商業銀行，マニュファクチャラーズ・ハノーバー・トラストなど，それに東京証券取引所の会員としてはゴールドマン・サックス，ジャルディン・フレミング，メリル・リンチ，モルガン・スタンレー，シェアーソン・リーマン，S.G.ウォーバーグ，ビィッカース・ダ・コスタ等々が続々と参入した。さらに，1984年には外国の民間法人企業が発行の規模・数などに制限なくユーロ円債を発行することができるようになった。(4)

国内金融市場は上述したような文字通りの国際化が急速に進む中で，国内独自の種々の規制は次第に形骸化している。株式，債券の流通市場は従来の日本的企業社会に個有の非競争的な協調関係の維持を次第に困難にしている。株式市場の不安定は安定株主を基盤とする日本的株式会社の市場を危くし，メイン・バンクを中心とする協調融資は「強い企業」にとっては意味のないものになりつつある。

国内の民間非金融法人企業は自ら資金の金融的運用に強い関心をもち，一般家計も銀行預金からより広範の資産選択に目を向けるようになると，銀行も銀行以外の金融仲介機関も金融の新商品の発売に熱心になり，金融市場は多様化と同時に実質的に競争的な市場に変貌しつつある。これらのことはすでに周知の事実であるけれども，ここに強調しておきたいことは，このような国内金融の国際化と競争化の結果として，金融的投資家の行動が相互に独立性をもつようになったことである。

金融行動の独立性とは，個々の投資家あるいは個々の機関投資家が相互に独立した「期待」をもつことである。別の言い方をすれば，協調的な投資家グループに見られた内部に共通の期待の同一性あるいは等質性（それが人為的に統一されたものであることは言うまでもないが）が次第に失われ，個々の投資家相互間で「期待の相違」が生じ，この期待の異質性 heterogeneity は，ケインズ→トービンの主張する期待の分布あるいは予想に関する見解の相違の重要性を生み出したのである。このことは，従来の日本の金融政策の効果を考える場合あまり十分に留意されていたかどうかは疑わしいのである。従来の日本の金融政策は，金融機関の協調と約束の下に共同して事に当る方式が支配的であった。この方式は，国際化・競争化そしてここではとり上げなかった長期国債の累積とともに影を薄くしてきたのではないだろうか。そして，この傾向は第2節で論じた銀行以外の金融仲介機関の抬頭とも密接に関わっている。つぎの節では，まず銀行以外の金融仲介機関の抬頭と金融政策の課題について論じ，第5節でこの章で指摘した投資家の期待の分布と金融政策の有効性の関わりについて論じるであろう。

注（4） Hamada (1987) を参照せよ。

4. 銀行以外の金融仲介機関と金融政策

すでに第2節で明らかになったように，非貨幣的金融資産の貨幣との代替関係はかなり高い。そして，非貨幣的金融資産を供給する銀行以外の金融仲介機関が貨幣・金融市場で占めるウェイト（あるいはシェアー）はかなり大きくなってきているのである。このことは，通貨当局の貨幣・金融政策の運用に際して極めて重要な課題を提起していることになる。

結論をさきに述べるならば，通貨当局はその貨幣・金融政策の効果を高めるために，銀行以外の金融仲介機関が供給する非貨幣的金融資産の供給の大きさを予測すること，そしてさらに，これらの非貨幣的金融資産の流動性について可能なかぎり正確な知識をもつことが必要である。このことは，さきに示した図1とほぼ同じ構図の図7によって明示することができる。

図 7　貨幣供給と利子率：貨幣政策の効果

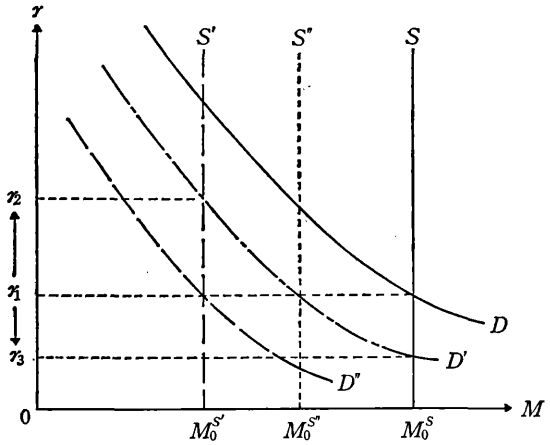


図7は縦軸に市場利子率，横軸に貨幣量をとったものであり，貨幣需要曲線は曲線Dで貨幣供給は垂線 SM_0^s で表わされている。したがって市場の均衡利子率は r_1 である。そこでもし非貨幣的金融資産の供給が $M_0^{s'}M_0^s$ だけ発生したとき，通貨当局がその大きさを逸速く察知し，さらにこの非貨幣的金融資産の供給量の総体としての流動性が（$M_0^{s''}M_0^s/M_0^{s'}M_0^s$）という比率であると知ることができるならば，貨幣供給を $M_0^{s''}M_0^s$ の大きさだけ減少させることによって市場金利を r_1 の位置に維持することができるであろう。

非貨幣的金融資産の供給増加を正確に予知することができたとしても，もし上述の比率で表わされる流動性の推定を誤まるとしたら，市場金利は r_1 から離れて動き出してしまう。たとえば，この非貨幣的金融資産の流動性を100パーセントと判断して貨幣供給を $M_0^{s'}M_0^s$ だけ減少させたとすると，貨幣の超過需要が $M_0^{s'}M_0^{s''}$ だけ発生し，市場金利は r_2 まで上昇してしまうし，逆に流動性をゼロであると判断すると貨幣当局は何もしないから貨幣供給は OM_0^s にとどまるけれども貨幣需要曲線は曲線Dから曲線 D' にシフトしているから $M_0^{s''}M_0^s$ だけの貨幣の超過供給が発生し，

市場金利は r_3 まで低下してしまう。言うまでもないことだが，もしこの非貨幣的金融資産の流動性が100パーセントであるならば公衆の貨幣需要曲線は曲線 D'' までシフトするであろう。

貨幣当局が非貨幣的金融資産の供給の大きさとその総体としての流動性，つまり(2)式で定義された w の大きさについて正確な情報をもたないと，貨幣供給の管理に齟齬を生じ，延いては通貨価値の安定を損う恐れを生じるであろう。

5. 金融投資家行動の独立性と金融政策

マクロ経済理論の共通の問題として，個々の経済主体の行動の独立性はその等質性によって代置されているという難点がある。このインプリシットな仮定がさらに大胆に用いられるときには，単一の経済主体が消費者，企業家としてそれぞれ独立に行動すると仮定される。金融政策について考察するときにもこの仮定に変更はない。

しかし，さきに述べたように，金融投資家の期待が相互に独立であるというとき，たとえば，株式市場において，ある株の価格が下がりつつあるさ中にその株を買う人と売る人という全く反対の行動をとることが現実に起きているのである。シャープ (1964) やモッシン (1966) のように投資家の等質性を仮定した市場均衡の分析をおこなうことは，この現実的問題への解答を用意することにならない。これに対して，ケインズ (1936) およびそれを基礎とするトービン (1958) は，この現実的課題への解答を与える努力であった。

ここでは，金融的投資家の行動が相互に独立性を維持するような金融市場に対する貨幣当局の金融政策が，どのような問題を考慮しなければならなくなるかについて考察することにしよう。(5)

図 8　第 i 資産の予想収益率の母集団分布

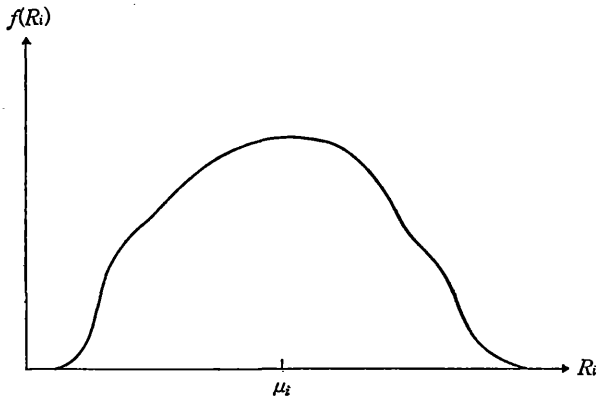
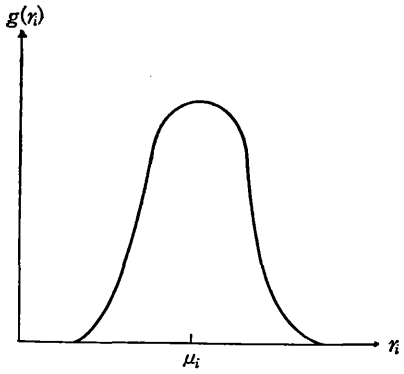


図 9　市場における第 i 資産の予想収益率の投資家間の分布



任意の第 i 資産の収益率に対する金融投資家の期待の分布は図8で表わされる母集団をもつと仮定する。図8の横軸は第 i 資産の予想収益率 R_i，縦軸はその相対頻度 $f(R_i)$ を目盛ってある。この母集団分布の形は分らないけれども，一応 uni-modal（単峯性）の分布であり，母平均は，μ_i，母

注（5）　以下の議論は浜田 (1988) に基づいている。

分散は σ^2（一定）であると仮定する。この母集団は，後述するように，貨幣当局による金融政策によってシステマティックに移動する性質をもつと考えるのが現実的であろう。そこで，この母集団に対して，第 k 投資家が主観的な予想収益率として n 個の可能性を想定できるとして，それらを $R_i^k(1)$, $R_i^k(2), \cdots, R_i^k(n)$ とすると，その平均値は

$$r_i^k=\frac{1}{n}\sum_{j=1}^{n}R_i^k(j) \qquad (3)$$

である。周知の中心極限定理により，r_i^k の k の変化に対する分布は標本平均の分布であるから，

$$r_i \sim N\left(\mu_i, \frac{\sigma^2}{n}\right) \qquad (4)$$

である。ここに，r_i は投資家間の予想の相違による変化を各自の平均的予想の相違によって表わしている。

図9は，上述した意味において，この第 i 資産の市場における投資家の期待の分布を表わしている。図9において，横軸は各投資家の平均的予想 r_i を，縦軸はその相対度数 $g(r_i)$ を目盛っている。言うまでもなく，分布密度関数 g は平均 μ_i，分散 σ^2/n の正規分布関数である。すなわち，

$$g(r_i)=N(r_i:\ \mu_i, \sigma^2/n) \qquad (5)$$

である。この分布の母平均 μ_i は第 i 金融資産に対する「市場の予想」を表わしていると考えることができる。それは各投資家が主観的にもつ期待の集約された結果であるからである。ここに留意すべきことは，予想収益率の母分散 σ^2 は与えられていること，そして他の資産の予想収益率と母分散も所与であることが想定されていることである。このような期待の分布はトービン（1958）によって uni-modal な分布として想定されたものと基本的に同一のものである。

第 i 資産の予想収益率 r_i はつぎのように書き表わされる。すなわち，

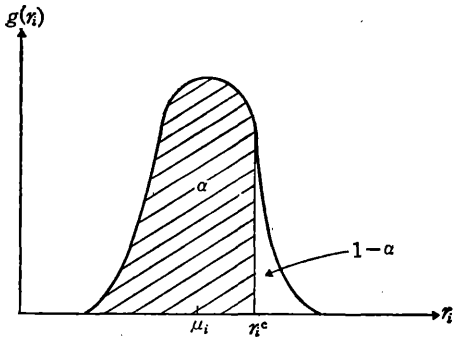
$$r_i=r_i^c+\dot{p}_i^e \qquad (6)$$

ここに，r_i^c は第 i 資産の現在の利回り，$\dot{p}_i^e$ は第 i 資産の価格の予想変化率である。定義により，

$$\mu_i=E(r_i)=r_i^c+E(\dot{p}_i^e) \qquad (7)$$

上式において，$E(\dot{p}_i^e)$ は第 i 資産価格に対して市場が予想する変化率である。(7)を用いて図9に現在の利回り r_i^c を目盛ったものが図10である。図10では，$\mu_i<r_i^c$ したがって，$E(\dot{p}_i^e)<0$ の場合が描かれている。図における斜線を引いた部分の割合の投資家は，(6)によって明らかなように $\dot{p}_i^e<0$ つまり第 i 資産の価格は今後低下すると考えているのである。もし，$\alpha>0.5$であれば，つまり図10の場合のように $\mu_i<r_i^c$ であれば，この市場では売手が買手より多い（$\alpha>(1-\alpha)$），したがってこの市場では第 i 資産の超過供給が発生するであろう。その結果，第 i 資産の価格は低下することになる。

図10　$p_i^e<0$ という見解の投資家の割合



ここで留意すべきは，市場が予想するμ_tの動向である。μ_tの変化は図8における予想の母集団の変化・移行であり，これは当該金融資産が請求権をもっている実物資産の収益率（資本の限界効率）のみならず，この資産の市場およびこれと密接な関連をもつ他の資産の市場の動向にも依存している。さらに重視すべきことは，通貨当局の貨幣・金融政策によっても強い影響を受けることである。マネー・サプライの変化，公定歩合の変化はかなり大きく R_t を変化させる影響力をもつからである。

このことは，もし貨幣当局が意図的に市場の期待の分布を動かそうと働きかけるとすれば，それは明らかに可能だと言うことである。たとえば，$\alpha<0.5$ の状況において，つまりこの資産市場の期待が著しく強気（$\mu_t \gg r_t^e$ $\therefore E(\dot{p}_t^e) \gg 0$）であると判断される場合には，貨幣当局はマネー・サプライを適当に引締めるとか，その意向のあることをアナウンスすることによって，$\alpha=0.5$ の方向に市場を誘導してやることができるであろう。もちろん，貨幣当局が資産市場に常時介入すれば，逆に無用の混乱を招くのみで決して好ましいことではない。

6. 結論に代えて

これまでに述べた主な論点は二つある。一つは銀行以外の金融仲介機関の抬頭による非貨幣的金融資産の供給増加が貨幣・金融政策に対して新しい課題を提供したこと，二つは国内金融の国際化をともなう金融市場の競争化とそれによって生じた金融投資家行動の独立性と期待の分布が資産価格の変動・不安定，したがって金融市場全体の不安定化をもたらしたことである。そしてこれまた貨幣当局の新しい政策的対応が要請されているのである。

これらの諸問題の芽はすでに1980年代の初めから生れていたし，米国では金融革新はなくても，1960年代に注目されていたのである。しかし，わが国でこの問題が適切にとり上げられ論じられたことは，筆者の知るかぎりあまり多くはなかったように思われる。とりわけ，1980年代後半に入ってから外国為替相場，特にドル・レートの変動が激しくなり，さらに外国金融機関の国内市場への参入と国内機関投資家の金融的投資活動の活発化は，特に貨幣当局を困惑させることにもなった。このような状況において貨幣・金融政策が有効に作動するために必要なことは何か，という設問は今後ますます重要な研究課題になるであろう。

この小論では，(1)貨幣当局が非貨幣的金融資産の供給増加の大きさを正しく予測すること，(2)その総体としての流動性を正しく推測すること，そして(3)資産市場の期待の分布をシフトさせるためにマネー・サプライあるいは公定歩合をどの程度調整すべきであるかについての可能なかぎり正確な情報を得ることの3点を指摘した。けれども，このいずれを一つとっても，それらは極めて困難な課題であり，すべては今後の研究の発展に待つ他はないであろう。

参考文献

Gurley, J. G. (1960), "Liquidity and Financial Institutions in the Postwar Economy," Study Paper No. 14, 86 th Congress 1 st Session Joint Committee Print. United States Government Printing Office Washington. 水野正一・山下邦男監訳『現代の金融理論 I』勁草書房，第5章，1965年。

Hamada, F. (1987), "Historical Introduction," B. Robins ed.. Tokyo: A World Financial Centre, Euromoney Publications, London, 1987.

浜田文雅 (1988)「証券価格の変動：一つの図解」，金融学会報告（近刊)。

Keynes, J. M. (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money, MacMillan, London. 塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』ケインズ全集7　東洋経済新報社，昭和58年。

Mossin, J. (1966), "Equilibrium in a Capital Asset Market," Econometrica, Vol. 34, No. 4.

奥村洋彦 (1986)「金融機関の機能の変化」金融学会報告，No. 62, pp. 110-116.

Sharpe, W. F. (1964), "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," Journal of Finance, Vol. 19, No. 4.

Tobin, J. (1958), "Liquidity Preference as Behavior towards Risk," Review of Economic Studies, Vol. 25, No. 1.

（経済学部教授）