

神戸大学金融研究叢書

第 1 冊

---

# 金 融 研 究



神戸大学経済経営研究所

1 9 6 4

# 金融研究

神戸大学

経済経営研究所

1964

## 序

本書は「神戸大学経済経営研究所金融専門委員会」の研究双書第1冊たると同時に、「神戸大学金融研究会」の研究年報第1巻として世に送られる。

「神戸大学金融研究会」は神戸大学経済経営研究所内に設けられた「金融専門委員会」を中核とし、これに関西学院大学、神戸商科大学などの専門を同じくする教官ならびに三和、住友、大和、神戸銀行調査部、兵庫、近畿、福徳相互銀行、さらに日本銀行神戸支店および東京銀行神戸支店の協力と支援をえて1963年4月、組織され、毎月1回、定例研究会をおこない、貨幣・金融問題の共同研究ならびに調査を目的としている。

神戸大学においては、その前身の神戸高等商業学校一神戸商業大学一神戸経済大学時代より伝統的に貨幣・金融論の研究がさかんであり、つねに具体的研究課題をもち共同研究により学界および実業界の要請にこたえてきたが、1946年いらい、「神戸大学金融調査室」の名のもとに本学のみならず近隣諸大学の金融研究教官ならびに阪神地区に本店をもつ4銀行調査部と日本銀行、東京銀行の大阪・神戸支店調査課のスタッフ諸氏を構成員とし、1963年4月迄に83回の月例研究会を重ねてきた。その間、「日本における資本制の発展と貨幣・金融制度の理論的・実際的研究」、「経済成長過程における通貨供給・資金循環および資金別、部門別、乗数効果の理論的・計測的研究」などを総合研究としてとりあげ文部省科学研究費の交付をうけ、その成果のあるものはすでに公刊されてわが国のこの分野の研究にいささかの寄与をしてきた。この研究会を継承し、改組、新発足した「神戸大学金融研究会」の過去1カ年あまりの研究の集録が本書の内容であるが、われわれは相互の研究、調査を引続き発行されてゆく神戸大学金融研究叢書によつて、わが国における貨幣・金融の研究につとめて貢献するところあらんことを期している。

なお、本書の刊行に当り、便宜を与えられた神戸大学経済経営研究所および御支援を賜った各金融機関に深く感謝の意を表する次第である。

1964年11月

神戸大学経済経営研究所  
金融専門委員会委員長  
神戸大学金融研究会主査

新 庄 博

# 目 次

## 〔研究〕

国際通貨と国際流動性に関する考察……………新 庄 博 1	
—トリフィン案を繞つて—	
資金循環勘定の若干の問願点……………石 田 定 夫 17	
—勘定形態と分析方法について—	
外債市場としてのヨーロッパ……………東 敏 夫 29	
Portfolio 選択理論の序説的考察 ……………三木谷 良 一 45	
西ドイツの銀行制度……………大 野 喜久之輔 61	
—特に資本形成との関連において—	

## 〔党 書〕

いわゆる貨幣側の意味するもの……………矢 尾 次 郎 79	
—貨幣・資金・金融資産—	
国際収支と財政金融政策……………岩 井 茂 91	
—マンデル説の理解—	
信用乗数と信用波及連関論……………則 武 保 夫 105	
預金と所得および投資資金……………則 武 保 夫 117	
国際通貨問題の一考察……………藤 田 正 寛 133	
銀行とその他金融機関という二分法について…石 井 隆一郎 163	
資金循環分析の理論と形態……………能 勢 信 子 181	
Financial Intermediaries について……………三木谷 良 一 189	
—とくに第二次大戦後における Savings and Loan Association の 発展について—	
金融政策の諸問題……………M. フリードマン 199	

# 国際通貨と国際流動性に関する考察

— トリフィン案を繞って —

新 庄 博

## I

近時貨幣本質論というような内容の研究が少なくなったが、交換・流通の場を世界全体とする国際的な観点からすれば、そこでの一般的交換手段、一般的価値尺度が金であることは名目主義者といえども否定しえないことであろう。そしてこのような国際的金本位制の妥当する限り、その範囲内の一国一国の通貨制度は必然的に本位貨幣を金とせざるを得ないということを強調するのがわれわれの立場にほかならない。

しかし、そのような基礎的条件の上に立ちながらも現実に通貨として機能するものは本位貨幣たる金そのものでなく、金に対する債権がこれに代り、そのような外貨債は金為替として最終的には金によって流動化されるという保証が存立条件として要請されることが注意されねばならない。現実において金の使用が可能な極限まで節約されることは、国際的側面においても国内的側面と異ならない。一般的交換手段、一般的価値尺度としての金は、現実に於て交換手段としての使用が極度の合理化によって省略せられるのであたかも一般的価値尺度としての機能のみを営むかのように見える。そこで一般的価値尺度としての機能を理解しない名目主義の立場では、金そのものを本位貨幣の地位から追放し、たとえばドルがそれに代りうるかのごとき主張として現われる。さらには全然、金の存在なくして国内的のみならず、国際的通貨制度の樹立さえ可能であるかのごとき飛躍した見解となって現われなくてもない。

ところで国内的制度としていわゆる金本位制が管理通貨制に移ったということは、兌換という形で銀行券を金に流動化することによって私人による金の退職や現送が行われることを抑制し、真に流動化を必要とする国際的決済の目的

にあてる場合に限定し、これによって金の使用を最も合目的に節約しようとするものにほかならない。わが国においても対ドル360円の為替相場の堅持が重大視されるのは、金との交換性の確実なドルとそのような関係で交換を保証することが間接的に円債務の流動化を保証する意味をもつからである。兌換ということだけが金への交換性を保証する方法でないことが理解されよう。

さて、もし為替送金の方法がなければ、輸入者はその対価の支払を現実に金の現送によって行なわねばならない。貿易外の原因に基づく送金についても同様である。しかし、他面において輸出による金の受取りがあれば、さきの債務をこの債権で相殺すれば差額だけ支払えば足りる。振替や相殺が三国間以上に亘って行われるならば実際金を以って決済を要する額は更に小さくなり、可能ならばその最終的決済をも金そのものの提供に代えて、金との交換性の確実な国の通貨の利用によって将来に繰延べることができるであろう。かつてのポンドとか現在のドルとかが、かかる国際通貨としての役割を果たしたことは周知のごとくである。

このような次第であるから、一口に国際貸借とか国際収支といっても、両国における取引の当事者は

- (1) 輸出業者と輸入業者もしくは取引に関連して原則的に金を現送すべきものと受取るべきものとの間
- (2) 輸出入業者もしくは送金者と被送金者の送金事務を代行する立場にある為替銀行と為替銀行との間
- (3) 上の二つの為替銀行を含む両国における為替市場相互間
- (4) 両国の為替市場と国際的為替市場との間
- (5) 両国の為替集中機関（中央銀行、大蔵省など）相互間

などいわば低次の段階のものから高次の段階のものまで種々なるレベルがありいわゆる振替相殺はこのそれぞれの段階においても行われるのであるが、高次の段階におけるほどより効率的に行われうることについては多言を要しないであろう。ただし最後の(4)と(5)とは、前者が古典的自由為替市場主義に基づく決済機構としての意味を有するに対し、後者が為替管理を前提とする決済機構としての意味を有する点で選択的であり、必ずしも同時併存的でないことに注意を促したい。後に触れるごとくこのことは多角的決済のための世界中央銀行を

設け(3), (4), (5)とそれとを如何にして結びつけるかを具体的に考察する場合に問題となるはずである。

さて、各国の国際収支の決済を単に最大多角的に行なうということによって諸国間の貸借関係がすべて相殺され、金の支払が全く省略される結果になるとは限らないことは改めていうまでもない。為替相場の安定と貿易の均衡的拡大という理念に立ってIMFがそれを考慮したように、短期的にしる決済資金の不足に苦しむ国のために、如何にして国際通貨を供給すべきかが、今後各国の経済成長の実現に関連して国際流動性の重要な問題とされるべきであろう。

各国が国際収支を支障なく決済する上に、幾何の金・外貨を必要とするかについては、貿易収支に関する限り、輸入額に匹敵する額を要するものとするもの、輸出入額の swing 相当額にて足るとするものとの両説がある。上の分類の(1)の立場においては、輸入業者が輸入代金決済のために輸入額相当を必要とすることは当然であるが、第二、第三の立場に立てば、例えば為替銀行は輸入代金の決済と同時に他面に外国への輸出に伴って彼の地の取引銀行から金・外貨を受取る関係に立つから両者の振替によって、相殺され、実際は貿易差額だけ金・外貨を支払えば足るのである。両国の受払の総計は両国における為替取引の全部を合計しなければならないが、これら多数銀行の為替需給は両国の為替市場更には第三国に存在する国際的為替市場を通じて平準化せられることとなり、しかもその間必要に応じて *usance facility* や *credit* を与え合うのが通常であるから、資本移動を論外とすれば、各国が現実に保有を要する額は更に小となり、短期資本の均衡化的方向に移動するものが更にこれを助けるであろう。しかしその反対の方向に移動するものがその逆の作用をもたらすことはいうまでもない。清算もしくは支払協定を前提とする為替集中制は、国内における為替需要を供給に合致する程度に抑圧することを趣旨としたものであり、このような集中制のもとではその国の国際収支が現在如何なる状態にあるかが、時々刻々明らかにされ、補填を必要とする金・外貨が幾何であるかも明瞭とされるが、貿易および為替取引が自由化された前提のもとでは、取引が両国の為替銀行相互間および為替市場相互間に自由に進行するはずであるから、集中機関が加盟者となって多角的決済に伴う不足額が機械的に補填されるということとはできず、中央機関自らが多角的決済の当事者とはならず、不足額

を適当に推量して別個に借入れの配慮をする機関となるほかはない。あたかも現在の IMF と中央機関との関係がそうであるごとくに<sup>(1)</sup>。

## II

さて国際的支払に世界貨幣たる金そのものの使用をできるだけ節約しようとするには、可及的に為替による振替決済部分を多くすることであり、それも第一次、第二次两大戦間にみられたごとき、二国的清算・支払協定ではなく、できるだけ多数の国を包擁する多角的な振替決済制度をとるのにしくはない。1945年12月、29カ国参加のもとに調印式が行なわれ、47年3月開業した IMF は「加盟国間の經常取引に関し多角的決済方式の確立ならびに世界貿易の成長を阻害する為替制限の撤廃に資する」ことを最も重要な目的の一つとしたのであり、その時まで発展してきた支払協定方式を最大限に応用し、全世界的な多角的支払協定の成立を目的としたものにほかならなかった。IMF の構成は加盟国がそれぞれ自国に割当られた Quotas を四分の一は金で、残りの四分の三は「自国通貨」で出資した資金からなり、債務国からアメリカへの支払は、支払を要するドル額に相当する「自国通貨」を IMF に提供して、アメリカから出資されたアメリカの「自国通貨」ドルをそれだけ借入れこれをアメリカに提供する形で行われるものとされた。しかし発足当時は、各国とも戦後の復興、再建のためにアメリカからの輸入に依存することが多く、いわゆる「ドル不足」となることは明瞭で、もしその状態をそのまま IMF の決済方式にのせて機能せしめるならば、ドルは開始早々「稀少通貨」の宣言を不可避とし、この宣言をうける加盟国はドルについて国内の為替需要を制限せねばならないような状態となり、それは為替管理の復活であって IMF が事態改善について何等の効果を及ぼさないことを意味する。IMF が一定の過渡期間を設けて、各国の為替管理をしばらく存続せしめながら各国の状態の改善を待ち、そのためには IM

(1) 国際収支の差額は、企業者間、銀行間、集中機関相互間というごとき階層別にも算定されうる道理であり、従ってある時点における中央銀行および大蔵省の金・外貨の保有高によって一国の金・外貨の保有高が代表されるわけではない。それ以外に、貿易業者、為替銀行の金・外貨保有が正であるか負であるかによってその国の真実保有する金・外貨の大きさが算出されるのであり、従って中央銀行および大蔵省の金・外貨保有高が相当の額に上る場合にも一国としての正味保有高はゼロもしくはゼロ以下の場合もありうることに注意するべきである。



Fの枠外においてアメリカから各国の必要とするドル資金の供与を行ない、IMFの本格的活動開始の時期を近き将来に期したのはそのような事情に基くものにはかならなかつた。しかし、実のところIMFはその発足の時以来、今日に至るまで未だ多角的決済という語に値する行為を全く行っていないということは注目に値することではなからうか。

IMFが主体となつての多角的決済とは本来具体的に如何なることが構想されていたのであらうか。規約には「基金と加盟国との取引は加盟国の大蔵省、中央銀行、為替安定資金その他これに類する公共的中央機関を通してのみ行われるもの」とされておられ、もし加盟国が為替を管理し、右の公共的中央機関に為替が集中されているならば、IMFは結果において加盟国間の多角的決済の主体となるに近い形をとるであらう。しかし、為替管理が漸次緩和され、遂に撤廃された状態こそIMFの機能する本来の場面であるとするならば、前記の公共的中央機関のみを取引相手として如何にしてよく文字通りの多角的決済が行われうるのかは疑問とされてよいであらう。各国における為替取引がもはや中央機関に集中されないとすれば（各国の中央機関もその為替持高をIMFの勘定の上に反映させうるとは限らないし）任意の国際通貨を用いて任意に行われる国際間の為替取引も行われうる道理であらう。

このことはヨーロッパにおいて、EPUが1958年12月末EMAへの発展的解消を遂げたこと、しかもその解消がヨーロッパ主要諸国の通貨交換性回復と同時であり、換言すれば為替の自由化によって少くとも非居住者勘定の為替管理が撤廃せられ、それとともに為替の集中制が不用となり、この為替集中制の廃止によって、中央機関相互間の多角的清算・取引の維持が不可能となつたことと思ひ合せて確認しうることであり、ニューヨーク、ロンドンなど世界的為替市場の存在をそのままとして、如何にしてIMFによる多角的決済が行われうるものかを問題とする十分な理由となるであらう。

知られるようにEMAではもはやEPUの場合のごとく各国間の支払関係が多角的決済の可能な勘定上で基金との間で記帳され、決済面において一定期間自動的にクレジットが与えられるということはなくなくなり、もし加盟国が欲するならば、あらかじめ決定された条件によって、他の加盟国に対する特定の債権、債務を毎月決済できるという機構を提供するものにすぎない。従つて加

盟国間の取引の極めて大なる部分が外国為替市場における実勢相場によって決済され、むしろ極めて例外的なものだけがこの決済機構に通告されるものとなることが推察される。ただ一時的に国際収支上の困難に陥る加盟国に対して二年期限の短期クレジットを与える目的で設置された六億ドルのヨーロッパ基金の存在が特別の意味をもつだけである。

以上を以ってすればヨーロッパ清算・支払同盟の段階においては尚多角的決済制度の内容を存したが、それがヨーロッパ通貨協定に発展するとともに、多角的決済機能はほとんど全く失われ、ただし加盟国の決済資金の一時的不足についてはアメリカからの剰出をも加えた加盟国の出資金を基としてこれに融資を行なおうとするものであり、期せずしてそれはほぼ現在までのIMFとその機能の一つとするに至ったことが見出される。尚また両者について重要な相違点として、IMFにおいては共通の基準通貨としてドル（1944年7月1日現在における金の量目および純分を有するアメリカ・ドル）が貨幣単位とされ取引がドルだけで計算せられるのに反し、EMAではここに報告される通貨残高の決済はもはや対ドル平価をもって行なわれる要はなく、持込まれた残高の性質によってその時々各種の為替相場によって多元的に行われることが認められるに至ったことである。

このようなヨーロッパにおける推移からみるならば、EMAはヨーロッパを中心とするIMFであり、IMFはドルを基準通貨とするEMA以下のものではないが以上でもなく、すでにヨーロッパにこのような対抗的なものが成立した以上、ヨーロッパ諸国としてはこれを解消してIMFに統合する必要もなく、熱意もなくなったとみるべきではなからうか。また統合されたとしてもそのままで言葉の真の意味における多角的決済が実行されうるものでもないであろう。いわんやドルのみを唯一の国際通貨とし、それに特別な資格を認めることにヨーロッパ諸国が抵抗を感じることも理解できないものではない。

かくて第二次大戦直後、IMFの発足のための準備と考えられていた間に、<sup>6</sup>ヨーロッパ諸国はそれぞれ自国に必要な程度の金・外貨準備をもちその上に独自のEMA協定をもつものとなり、イギリスを除くヨーロッパ諸国としてはヨーロッパに関する限り、もはやIMFに依存する必要をそれほど感じない程度に成長したのである。ヨーロッパ諸国はドル債権を金に交換することによつ

て、アメリカの金を分散し、かつての金集中と反対の現象が進行した。

アメリカが不完全ながらも（政府および中央銀行に対してのみ要求があればドル債権を金に交換する）金交換、金現送についての自由を保証する唯一の国であり他の諸国は為替を管理する状態にあることを前提とすればドルを基軸通貨とするIMF体制はまことに自然の構想でありえた。それはアメリカのドルのためにアメリカの保有する金を、そのままIMFのためのドルともして保有する意味をもつものと解して誤まることがなかったからである。アメリカの金保有が220億ドル台から200億ドル以下に減ったのは1958年から59年にかけてであり、他面外国のドル短期債権は1958年度の161億ドルから59年度の193億ドルに増加し、この時アメリカの短期債務がその保有する金の総額を越えた。ドルに対する信頼性に動揺がはじまったのはこの時からであり、外国政府および中央銀行の金引出が行われることとなった。しかも他面にヨーロッパ14カ国のいわゆる交換性回復が1959年1月から開始され、自国に金を保有する必要が引出しの理由となり得たのである。為替の自由化を旨とするIMFも資本移動の自由に対しては制限の必要あることを予知し、「加盟国は基金の資金を利用して巨額の、また継続的な資本の対外放出をなすことを得ない。基金は加盟国に対し基金のかかる利用を防止するために必要な統制を加うべき旨の要求ができる」（第6条）との規定をもった。当時に予想されたことはもちろん外国からのアメリカへの資金の移動であった。しかしOECDでは非居住者勘定に関する限り、資金の完全な移動の自由が原則となり、これに対応するごとく1961年にはIMF理事会は「資本の流出に当面した加盟国がIMFに資金援助を求めるときは、その国が適当な資本流出対策を講じ、かつ三年ないし五年以内に返済することを条件とすれば、資金の引出しに応じる用意がある」との決議を加えることとなったが、このことはむしろアメリカから資本が流出する際にこれをIMFが援助し、基軸通貨ドルを救済する目的に出るものと理解することができるであろう。ドル防衛のためには更にIMFの枠外で、個別的あるいは集団的に外国中央銀行からstand-by creditの供与やswap取引の利用が行われたことはここで詳説する要はないであろう。

## III

アメリカの国際収支の支払超過は貿易勘定での巨額の出超であるにかかわらず、貸出、投資、軍事支出等の資本移動勘定での大きな赤字に基くことは周知のごとくであるが、いずれにしろ、かって「ドル不足」と銘打たれたものが「ドル危機」といわれる状態に転化し、IMFにもドルを防衛する役割を期待するに至ったことは知られるごとくである。もとよりIMFの加盟国の一つとしてのアメリカのドルがIMFによって救済をうけるということには何の不都合も存しないが、IMFによって救済をうけねばならないようなドルがIMFの基軸通貨としての地位にあることが新しくIMFにとっての致命的な欠陥として感ぜられることとなった。

本来各国間の国際流動性問題の解決は、諸国間の支払貸借関係の決済を可能なる限り多角的に行うのみならず、決済のための金為替も、各国の需要が多いこと、特に後進諸国を考慮すれば、できるだけ供給しうる量の多いことが望ましいことはいうまでもない。現状では、ドル為替の供給増加は著しく困難を加えた。これに代るべきものは何か。金そのものと同視されうる金為替については金との交換が実際保証されていなければならないことが条件となるから、そのような金為替の合目的な増加供給のためには、世界中の金を集中した、基礎の上に、独自の通貨を発行する世界的中央銀行の設立であることは異論の余地がないであろう。

もし世界が一国となればそのような制度が容易に現実化することは当然予想されよう。しかし、一国であれば国際的ということとはもはやなく、国際的債務を金で流動化しなければならないという必要も失われているにちがいない。論理的に極限の姿を追究すると、もはやそのようなものの存在を必要としない環境の仮定の上においてはじめて可能であるということは何たる皮肉であろうか。

つとにケインズは「貨幣論」において超国家銀行とその金管理による超国家銀行貨幣の創出を示唆し、またIMF設立のためのイギリス案の形で、バンコール貨幣を基軸通貨とする多角的清算機構の設置を提案した。これらの着想はもとより極めて卓抜であり、かつ論理的であったが、それらの貨幣の背後に必要とする金を如何なる方法で如何にして集中するかを説かなかった点で全く観

念的な構想にすぎないという批難を免れなかった。必要な金はそこにあるとしても、それには所有者もあり、管理者もあるのであるから、その同意と承認なくして簡単に管理を移せるものではない。ドルの背後にある金をバンコールの背後に置き変えることができなければ構想の実現性はないのである。それかあらぬか、ケインズのバンコールは、金との完全な交換性を保証されないものである点で、現在のトリフィンの案と本質的に異なるものがあった。

トリフィンが金為替本位制を批評している。「1959年型の交換性回復は必然的に1931年型崩壊を準備する」「1920年代にはポンド、ドルが主要通貨となり、ときには補助的にフランが用いられた。しかし、為替相場の将来について不安が生じてくると、弱い通貨は競争から除かれ、最も強く硬いしかも最も安全な通貨のみが国際決済通貨となる。さらにこの通貨も安全でないと思われると金への移行が起り金為替本位制には終止符が打たれ、元の金ないし金地金本位制への逆転が起るであろう」<sup>(2)</sup>それが1925年イギリスの金本位制復帰によって創まったポンドが為替国際本位制がフランスその他の金交換によって1931年のイギリスの再禁止となって崩壊した過程であるといい、これを現代に移して1959年型の交換性回復は必然的に1931年型崩壊を繰返さしめるものであることを警告するのである。

#### IV

トリフィンのIMF改組案はIMFを世界の中央銀行としての実質を有するものに改組することが絶対に必要であることを精力的に説くものであり、ケインズの「清算同盟案」と「超国家銀行貨幣」と通ずるものがあることは明白であるが前者は「未熟で野心的すぎる計画」とし、後者については金とバンコールの間の一方向的交換性だけで両面的交換性の保証されないバンコールで金選好が抑制されると仮定する危険な楽観論を警める。

トリフィンという。「主要貿易国が（といて主要ならざる貿易国は一応考慮の外に置くごとくみえる）通貨の交換性を維持するに足る通貨準備の正常必要総額は今後十年間に、現在の金生産水準からこの目的のために繰入れられる

(2) R. Triffin, *Gold and the Dollar Crisis*. 1960. 村野, 小島監訳書。pp. 83-4.

額を大巾に（50億ないし150億ドル程度）上廻るものと予想せられる。このギャップは準備蓄積の手段としてのドル、ポンドその他の特定国通貨の残高をさらに増大させることによって世界の流動性を増すということだけでは補填されない。何等か特別の計画か政策が立案されない限り、世界準備額の不足は更に激しくなり、比較的近い将来に1929年以後にみられたような国際的デフレーション、平価切下、貿易制限の新しい波が発生することは必至であろう。」

そこで世界各国に準備される外国為替部分を真の意味で速やかに「国際化」し、金を現実の流通から徐々に回収して中央銀行の通貨準備に「集中」する方を極限まで押し進める必要がある、しかも漸進的に行う必要があるという。

一国における中央銀行の成立が示すように、世界の中央銀行が現在各国のもつ準備をそこに集中し、その基礎の上に金と交換性を保証される国際通貨バンクを創出し、これを通じて各国の多角的決済が行われ、またそれに対する金為替を準備として、各国の国内通貨の発行が行われるべきものと構想する。

如何にして現在各国に分散され、就中アメリカに最も多く保蔵されている金をここに集めるかが究極的には最も重要にしてかつ困難な問題とみられる。トリフィン<sup>(3)</sup>は世界中央銀行としてのIMFの発足のために、先ず各国が金とは限らず、金との交換性を有する国の通貨をも含めて、現に所有する金外貨準備の20%を、出資もしくは最低義務予託金として醸出するものとする。従って各国それぞれの20%の醸出はドル、ポンド、IMFに対する債権によっても行われ、アメリカのごとくほとんど外貨を保有しない国ほど大部分金が払込むこととなり、義務予託金の払込によって得られるIMFの資産約110億ドルのうち、約49億ドルが金、約30億ドルがドル、約20億ドルがポンド、残額その他となるものと予想されている。各国の予託金には利息が付けられ、最低義務額以下の予託金については金との交換は許されないが、対外決済のためには全額完全に役立ち、金との交換を許さないこの部分には金保証を付するものとする。

さらに、予託金は加盟国の準備ポジションに応じて弾力的であるから、各国の準備ポジションがIMFの資金ポジションに正しく反映され、国際収支の受取国では予金が自動的に増加することになってIMFは貸出資金にこと欠か

(3) R. Triffin, *Gold and the Dollar Crisis*. 1960. Table 19. (訳書 P. 135)

ず、必要通貨の不足という現在のIMFの隘路が開閉されるものと期待される。トリフィンによれば、上のような形態での資産保有はIMFから「稀少通貨」の発生する可能性を除去することとなり、義務預託額を漸次引上げることが結局望ましいことになるかもしれないとはいえ、その時までには自発的預託残高が大きくなってきて、強制的預託額の引上げは実際には不必要となる公算が極めて大きいとみる。

以上のごとくトリフィンの構想は金と国際通貨の関係を理論的に徹底せる点で他に比をみないものであるが、当初20%の義務預託に伴う金の世界中央銀行への集中以後、順次どこまで、如何にして集中度を高めて行けるものか、については必ずしも十分な考察と注意が払われているとは思えないふしがあり、それかあらぬか、IMFの流動性を守る措置として(1)中期の金証券の発行(金または義務預託超過部分によって購入されるものとする)。(2)預託額を25%、30%というごとく一律に引上げる権限をIMFに与える(3)一律20%はそのままとするも、加盟国の準備が世界の輸入額に対する世界の貨幣用金の平均率を超過するものに対しては更に高率の最低義務預託率を課するという三つの方法を選択的として掲げて若干の余韻を残す。<sup>(4)</sup>IMFへの各国の最低義務預託の中には、金以外にドル、ポンドその他の国際通貨が含まれ、これらをIMFによって漸進的にもバンコールに統一して行くためには、IMFが、ドルまたはポンド債権をその本国に求めて金への流動化を繰返し、繰返し実現し行くことによって準備金が増大して行かねばならず、その結果ドル、ポンド等直接金準備を裏付けとする特定国通貨は金準備の減少とともにやがては消滅して、他の諸国の通貨と同様に、単にバンコールによって準備し発行せられる国の通貨の一つにすぎないものとなるべきであろう。

さて国際的流動化がそのような形に変化した時に現在ニューヨーク、ロンドン等の市場がどのような機能を営むことになるかは米、英にとっては死活に関するというべきであろう。現在までのIMFも加盟国のための多角的決済制度として実際役立っているわけではない。多角的決済実施のためにはヨーロッパ諸国はドルを単位とするEPUを別個に設立しなければならなかった。為替の

(4) 松村善太郎「国際通貨ドルの研究」(昭39)P. 352.

自由化とともに、EMAとなって、多角的決済はまた、その外のものとなった。バンコールへの統一なく、ドル、ポンドなどの国際通貨の存在をも認めて多角的決済を一元的にIMFで行うということは実際上できることではない。なぜならば、その場合にはニューヨーク、ロンドンが多角的決済の場所となり、両者の裏付けとなる金は少くとも両国に分置されざるを得ない。ドル、ポンドを計算上だけバンコールに移しても、バンコールの金との交換性が保証されることにはならないであろう。

かくして、実際の困難はニューヨーク、ロンドンその他各国の為替市場がバンコールを決済通貨とするIMFの為替決済の単なる実務機関となるのでなければ、トリフィンの構想する真の中央銀行への途が開かれず鎖されるのではないであろうか。そしてそれは米英のトリフィン案に対して体質的に反撥を感じる理由にちがいない。それかあらぬが、トリフィンは新しい国際通貨としてバンコール創設の必要を説く時に、それと同時にドル、ポンドその他の国際通貨がそれと如何なる関連をもち、またそれらが従来と同様な機能をいつまで続けるものかを明確に示すところがない。

## V

トリフィン案は恒久的な制度としては本来かくあるべきものの姿を示すとしてもその成立に時間を要するものとすれば、差当ってのドルの危機をそのように改組されたIMFによって救済しようとする目的には役立たない。将来はともかくとして、現在のところ国際的流動性には制度の改革を行わなければならないほどの不足は認められず、現在の「ドル危機」はアメリカが自らの国際収支の改善に努力するとともに、IMFの増資とか、西欧中央銀行との間の相互通貨預け合い方式、同じく金プール協定などの支援によって切抜けられるべきものとするのがトリフィン案に対する諸々の反対提案の立場である。

IMFの増資は近く再び問題となるものと予想されているが、IMFの増資が必ずしも差当ってのドル問題の改善には役立たないとされる理由は左のごとくである。IMFへの出資は少くとも四分の一は金を以って払込まなければならないからそれによるIMFの金保有の増加は少なくなく、それによる補強の効果は疑いもなく大きい。しかしこの金はどこからくるか。西欧諸国は現在



の金保有分をそれだけ減らして出資に充てるというよりは、ドル債権の一部を換金してそれを払込みに利用し、甚だしい場合にはその機会を利用して自国に保有する金を一段と増加する措置に出でるものがあるかもしれない。そうとすればIMFの増資を機として却ってアメリカの保有する金が減少するかもしれない、そうなればドル危機を緩和するよりは逆に増大することにならないとも限らないのである。ヨーロッパ諸国の中にも当面ドルを支持する必要が認められるとしても、そのためにIMFの規模を拡大する理由はなく、他により有効な方法があるはずだとする考え方もあるかと察せられる。

しかし、現在のIMFのままであっても、増資が繰り返され繰り返行われて行くものとすれば、当初は外貨による出資が可能とされても次第に金そのものによる出資が必要とされ、ヨーロッパの金もアメリカの金も漸次IMFに吸収せられ、集中されて行くことになるであろう。かくなれば既述のトリフィン案が各国の金・外貨保有額の20%を吸収した後に如何なる措置をとるかについて明確な手続を示さなかったのに反し、却ってこの方法による方がIMFに金を集中するための捷徑となるかもしれない。そして一旦IMFが金の大部分を吸収してしまえば、その後において、国際通貨として新しく例えばバンコールを創設し、ドルをこれに転換することとしても差支えはなく、これによってもトリフィン案と同じ結果をうることができよう。ただIMFの加盟国が果してそのような際限のないIMFの資力増強に同意し協力するか否かが決定的な問題点となるというべきであろう。

しかし、IMFの将来にとっては、基軸通貨として如何なる国際通貨を採用し、その流動化のために如何なる方法を講ずるかよりも、各国間の債務の流動性、なかんずく工業国と農業国、先進工業国と後進工業国との間のギャップを如何にして埋めるかがより重大な問題とされる時が必ず来るであろう。

第二次大戦直後成立をみたIMF自体はある程度この問題を意識し、それに対して可能な限界内にて貢献するところあらんとしたことは疑をいれない。<sup>(5)</sup> 各国間の国際収支の決済を如何にして最も合目的なものたらしめるかに重点が置かれた当初においては、ドルの金への流動性が問題とされるような時の来る

(5) 新庄博、高橋泰蔵共著「国際金融論」（昭和24年）特に第七章参照。

ことは明らかに全く意識の外にあった。トリフィンのIMF改組案はもとより国際通貨としてのドルの不適合性を改善せんとする点を重視さるべきであるがそれだけでなく拡大して行く世界経済に見合う国際決済機構をつくるためにはこれまでとられた措置よりもはるかに包括的な大きな制度が不可欠だとする主張が看過されてはならない。なお、トリフィンは自己の処方箋（prescription）を展開する前に、当面の解決策として提案されていた金価格の引上げと自由変動為替相場の採用の二つを批判、排撃していることを付言しておかねばならない。この二つは本質的には別々のものではなく、ともに、価値尺度、価格基準としての金の役割に関するものであって、もし他に手段のない場合には自然の成行によるにしろ政策的にしろ、為替平価の変更や、為替相場の低落に委ねて国際収支の均衡をはかることとしなければならない場合があるであろう。しかしここでの問題として政策的に提唱されるのはそれを以って最善な結果をもたらすものとの確信の存することが必要である。為替相場を国際収支の決済が可能となるよう自然に変動するに任せよということはおよそIMFの精神に反するものであり、金価格の改訂もこれを一国の問題としてみれば平価の切下げにすぎず、いまドルの金への流動性の不安が問題となっている時に、まさにドルの金への流動性の根本を揺がす方策をとることが、如何にしてその救済策たりうるであろうか。尚また貿易収支に関する限り、「基本的不均衡」の証明の到底不可能なアメリカに、ドルについて金価格の改訂が認められるべき道理はないはずであろう。

金価格引上げの論拠としては1934年に、1900年設定以来の金1オンス20ドル67セントから現在の35ドルへの金価格の引上げが行われて以後、アメリカの物価は二倍以上にも騰貴しているのに金の価格のみ据置かれているのは不合理であり、ことに産金業者に対して不当であり、金生産の推進の障害となることが挙げられる。しかし1933-4年頃は1926年頃の好況期を基準として物価が約二分の一に低落した時期であり、価値尺度たる金価格の引上げは物価を26年頃の水準に引上げるために、それ以後行われたニューディール政策に先立って行われたものであり、しかも所期の目的の達成されたのは漸く第二次大戦以後においてであり、前掲のごとくそのために新しく金価格の引上げを行うことは今後物価を更にその程度に引上げるという目的をもつものでなければ、理論的に考え

られることではない。<sup>(6)</sup>

金価格の引上げ案の実際に意図するのはアメリカ一国についてではなく、各国を通じての一律変更であるから、この場合は一国のみの引上げのごとく為替相場を通じての即時的な価値尺度の切替の反応はなく、金準備の評価替に基づく通貨の増発、財政の拡大等を通じて一般物価への反映に時間を要するであろう。また、現在各国における金価格は政府の買上げ価格のほかに自由価格や補助金による補足などもあり、各国の公定価格をもって、価値尺度の価格基準とするには問題があることも弁えておかねばならない。しかし、いずれにしろ、価値尺度としての金の価格の引上げは必然的に物価騰貴を伴うのであり、物価の低落する時期においての不況打開の策としてならばともかく、現在むしろ、物価上昇を抑え安定を図ることを必要とする諸国の政策とはならず、また金選好を抑制して金為替を选好する国をして不測の損害を蒙らしめるような措置によって国際流動性を増大する目的の達成されるわけもないであろう。

注目を惹くのはマハループ教授が逆に金価格の引下げを主張せることであり、教授は金価格引下げを予告し、この予定に従って連続的に金価格を漸次引下げて行くことによって、一般退蔵金の放出、金生産の促進、金選好からドル選好への転換、の順序で国際通貨としてのドル危機の克服が可能と推論されているのである。しかし、もし予告通りの金の価格が低落するはずがないとみるものが多ければ、金は手放されることなく、政府の安い売買価格で将来のために買っておこうとするであろうし、退蔵は一層増加するであろうから、低価格で売りにくるものはないであろうし、金選好が金為替選好に移ることも期待されない。そして計画は単なる机上の空論となって失敗するであろう。ともあれ、われわれにとっては、金価格の引上げといい、引下げという全く正反対の方策から同じ結果をもたらすことが示唆されている点に両者の理論的欠陥を認めるのであり、金価格の引上げも引下げも、ともに国際流動性の緩和をもたらすとみるとき推論は金を価値尺度として認識しない立場においてのみ可能であることを特にここで指摘したいのである。<sup>(7)</sup> (1964年6月15日稿)

(6) 新庄博「金価格は引上げられるか——引上げの可能性なし」(東洋経済新報、昭和34年2月28日号)

(7) ハロツド、宮田喜代蔵氏らの金価格引上論、マハループの金価格引下論については松村善太郎「国際通貨ドルの研究」(第七章)の詳細な紹介と適確な批判を参照。



# 資金循環勘定の若干の問題点

— 勘定形態と分析方法について —

石 田 定 夫

## I

資金循環勘定は、国民経済における通貨ないし資金の流れを部門別・形態別に記録する計算体系である。しかし、諸外国において実際に作成されている諸勘定をみると、それらは各種の事由からさまざまな形態に分かれており、国際的には必ずしも定型化されるには至っていない。もちろん、これは資金循環勘定に関する研究分野が開拓されてから日時がなお比較的浅いことにもとづく面もあるが、より基本的な事情として、資金循環勘定のもつ制度的な性格がその国際的標準化を著しく困難ならしめている点あげられる。

この小論は、こうした資金循環勘定の特質に着目しながら、米国、英国、西ドイツの各勘定体系を展望し、ついで日本銀行作成の「金融取引表」の勘定構造と利用上の問題点について素述しようとするものである。

この小論は、1963年11月22日神戸大学金融研究会における「資金フローの問題点」というテーマの報告の要旨である。私に報告の機会を与えて下さった同研究会主査新庄博先生、並びに私の報告に対して適切なコメントを寄せられた諸先生に、深く感謝する次第である。

なお、この小論における各国の勘定体系の説明には勘定表の雛型を具体的に掲示することが必要であるが、紙面の都合上割愛した。これについては次の資料を参照されたい。

日本銀行調査局「各国資金循環分析の研究」昭和36年7月

## II

米国連邦準備制度理事会の "Flow of Funds System of National Ac-

counts は、当初 1955 年に発表されてから、1957 年に一部修正され、さらに 1959 年に全面的に改正されて、現在に至っている。この勘定体系は、11 部門（民間 4、政府 2、金融 4、海外 1）から成り、非金融および金融の取引項目が経常勘定、投資・貯蓄勘定、金融勘定に分類整理されている。もっとも、基本表である「総括勘定」(Summary of Flow-of-Funds Accounts) では投資・貯蓄と金融項目が表示されているだけで、経常勘定の記録は「部門別内訳表」(Sector Statements of Sources and Uses of Funds) にゆずられている。このほか金融項目については「金融資産負債残高表」(Structure of Financial Assets and Liabilities) が作成されている。

この勘定体系は、次の特徴点をもっており、世界においてもっともすぐれた資金循環勘定とされている。すなわち、(1)国民所得勘定との関連づけ、とくに戦略的に重要な投資および貯蓄と金融取引との関係が明らかにされている点、(2)米国の高度に発達した金融制度ないし金融市場の状況に即して「部門構成」や「取引分類」が行なわれている点、(3)資金循環勘定が四半期別に作成され、しかも短期分析に役立つように最近は季節調整が行なわれている点、(4)資金の流れ(フロー)を記録する資金循環勘定のほかに、部門別金融資産・負債残高(ストック)を記録する残高表が作成されている点がそれである。ここではこのうち(1)と(2)について若干説明を加えておこう。

まず第 1 の点について 1955 年に発表された最初の勘定体系においては、通貨の産業的流通は取引総量 gross flows——年々の新生産物の取引のほかに中間生産物および既存資産の移転取引も含む——で記録されていた。これは Copeland 教授の勘定体系と同様に、「カネの流れ」(moneyflows) そのものの把握という点においては忠実であるが、反面、そこでは投資・貯蓄といった分析上重要な変数が明示されないうらみがある。このため通貨の産業的流通の記録には国民所得勘定が利用されるようになった。この場合、記録の内容は前述の gross flows に対して net flows の意味になるが、所得循環の角度から体系的にとらえられることになる。これは「国民所得勘定と資金循環勘定の統合」の問題とよばれるものであって、今日では米国に限らず国際的に共通の結論になっている。

第 2 の点について特に注目したいのは、部門構成において広義の金融機関が

(付表 1)

## 米国資金循環勘定における部門構成の改正点

当初の体系		第1次改正体系	今 次 改 正 体 系		
部 門	小 部 門		部 門	小 部 門	説 明
1. 消 費 者			1. 消費者および 營 利 団 体		非営利団体 [9-(1)から1へ]
2. 法 人 企 業			2. 法 人 企 業		
3. 個 人 企 業			3. 個 人 企 業		
4. 農 業			4. 農 業		非農業地主の農務活動(個人企業部門から) [3から4へ] 農業協同組合(その他投資部門、その他金融機関小部門から) [9-(3)から4へ]
5. 連 邦 政 府		[9-(3)から5へ] 連邦土地銀行 (1947年) 住宅貸付銀行 (1951年)	5. 連 邦 政 府		郵便貯金制度(銀行部門、郵貯小部門から) [7-(4)から5へ]
6. 州、地方 政 府			6. 州、地方 政 府		
7. 銀 行	(1) 商業銀行 (2) 連邦準備銀行 (3) 政府通貨 関係勘定 (4) 相互貯蓄銀行 郵貯制度		7. 商業 銀行 および通貨当局	(1) 連邦準備銀行 (2) 政府通貨 関係勘定 (3) 米国内商業銀行	
8. 保 険	(1) 生命保険会社 (2) 自己管理 年金制度 (3) その他保険会社	[1から8-2へ] 退職準備金による 利益分配制度	8. 貯 蓄 機 関	(1) 相互貯蓄銀行 (2) 貯蓄貸付組合 (3) 信用組合	(銀行部門、相互貯蓄銀行小部門から) [7-(4)から8-(1)へ] (その他投資部門、貯蓄貸付組合小部門から) [8-2から8-(2)へ] (その他金融機関小部門から) [9-(3)から8-(3)へ]
9. その他投資機関	(1) 非営利団体 (2) 貯蓄貸付組合 (3) その他金融機関		9. 保 険	(1) 生命保険会社 (2) 自己管理の 年金制度 (3) その他保険会社	
10. 海 外			10. その他金融機関 {プロカー ディーラー 金 融 会 社 の 他		(法人企業部門から) [2から10へ] (個人企業部門から) [3から10へ] (例、米国外領地の銀行、外銀(代理店) [9-(3)から10へ])
11. 海 外			11. 海 外		

(注) 当初の体系は、Bulletin 1955年10月号に、第1次改正体系は同1957年4月号にそれぞれ発表されたもの。

米国資金循環勘定における金融取引の分類の改正点

(付表 2)

当初の体系		第 1 次 改 正 体 系		今 次 改 正 体 系		
分 類	小 分 類	分 類	説 明	分 類	小 分 類	説 明
通貨および預金		通貨および要求払預金		金および政府通貨		
		定期預金		通貨および要求払預金		
逓 郵 依		逓 郵 債	(連邦土地銀行(1947年から)、 住宅貸付銀行(1951年から)、 の債券が「その他」から移る)	確定価格の償還可能債	(1) 定期預金、郵便貯金 (2) 貯蓄貸付組合、信用組合持分債 (3) 貯蓄債	
社債株式および 州債地方債		州債地方債		○ 生命保険による貯蓄		(貯蓄債券を控除)
		社 債 株 式		○ 年金基金による貯蓄		
紙 当 依 務		紙 当 依 務		連 邦 債		
		消費者信用	(消費者に対する短中期銀行信用 および銀行以外からの信用供与)	州 債 地 方 債		
	その他銀行貸付	その他企業信用	消費者短中期信用以外のもの全部	社債および外貨債		
	企業信用	その他銀行貸付	インターバンク貸付、不動産抵当 貸付、消費者信用以外の銀行貸付	株 式		
そ の 他	金および政府通貨	金および政府通貨	(無償増造額を非金融取引から加 入)	1~4大企業用住宅抵当 債券		
	その他	貯蓄貸付組合 信用組合持分債		その他紙当債務		
		そ の 他		消費者信用		
				証券担保信用		
				その他銀行貸付		
				その他貸付		(金融会社・生保会) 社の貸付など
				企業信用		
				○ 事業主の個人企業へ の純投資		
				その他金融取引		



(表3)

米 国 : 資 金 循 環 勘 定 總 括 表 (1960年)

(10億ドル)

取 引 項 目	酒 肴 者 および非 営利団体		企 業				政 府				金 融 機 関				商 外		合 計		(参 考)								
	使途	源泉	農 業		個人企業		法人企業		連邦政府		州・地方政府		商業銀行		貯蓄機関		保 險		その他金融		使途	源泉	不一致	貯蓄 投資			
			使途	源泉	使途	源泉	使途	源泉	使途	源泉	使途	源泉	使途	源泉	使途	源泉	使途	源泉									
A 総・貯蓄	76.1	4.3	8.6	30.4	3.9	-6.5	1.6	0.8	2.5	-0.5	-1.4	119.8	6.0	121.2	A												
B 資本減耗	45.0	4.3	8.6	25.0								82.9		82.9	B												
C 純貯蓄(A-B)	31.1			5.4	3.9	-6.5		0.8	2.5	-0.5	-1.4	36.8		38.3	C												
D 総投資(E+J)	70.1	4.3	8.6	24.8	3.9	-3.4	2.3	0.8	2.5	-0.1	-0.5	113.4	0.3	114.3	D												
E 民間資本支出(純購入分)	65.0	4.7	11.2	31.9			0.4		0.4			113.8		113.8	E												
F 消費者耐久財	43.6											43.6		43.6	F												
G 住宅建設	17.4		1.7	1.7								20.9		20.9	G												
H 設備	4.0	4.4	9.0	27.5			0.4			0.4		45.7		45.7	H												
I 在庫変動		0.4	0.5	2.7								3.6		3.6	I												
J 純金融投資(K-L)	5.1	-0.5	-2.6	-7.1	3.9	-3.4	1.9	0.8	2.1	-0.1	0.5	-0.3	-0.3	16.5	J												
K 金融資産の純増	21.3	-0.2	0.1	3.8	3.9	2.6	8.3	10.1	10.8	4.7	4.1	69.4		4.6	K												
L 金融負債の純増	16.2	0.2	2.7	10.9		5.9	6.4	9.3	8.7	4.8	4.6	69.7		4.1	L												
M 金および政府通貨							1.6				1.7			1.7	M												
N 通貨および要求払預金	0.2	-0.2	-0.1	-0.5	0.8	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	-0.1	0.8	0.1	-0.7	0.1	N											
O 鑑定価格の償還可能債権	12.7		0.3			0.4	1.4	5.8	9.5		0.3	14.8	14.8	-0.3		O											
P 定期預金	4.9		0.3			-0.2	1.4	5.8	1.4		0.3	7.0				P											
Q 貯蓄持分権	8.1								8.1			8.1				Q											
R 合衆国貯蓄債券	-0.3				-0.3							-0.3	-0.3			R											
S 生命保険による貯蓄	3.5				0.1				3.4			3.5	3.5			S											
T 年金基金による貯蓄	8.1				0.9	1.8			5.3			8.1	8.1			T											
U 証券および貸付	2.2	16.1	1.2	0.2	3.1	-2.2	10.2	2.5	-1.6	1.0	4.0	9.9	0.1	9.4	-0.2	10.5	4.5	4.3	1.2	1.9	39.2	39.2	0.7	U			
V 運 邦 債	-1.5				-3.0			-2.2	-0.7			2.6	-0.4		-0.5	0.9	0.4			-2.2	-2.2	-0.4	V				
W 州および地方債	1.0						0.3	3.6	0.6			1.6	0.1							3.6	3.6		W				
X 社債および外債	1.0				3.5	1.1		-0.2	0.2			3.3	0.1	1.6		0.5	5.5	5.5		0.4			0.4	X			
Y 株 式	0.1				1.8				0.1			2.4		0.8	1.5	0.2	0.1	3.5	3.5		-0.1			-0.1	Y		
Z 1~4人家族用住宅の抵当債務	0.1	11.2	-0.2		-0.2	0.9	0.2	0.1	7.9	1.7	0.1	10.9	10.9							4.5	4.5			4.5	Z		
a その他抵当債務	1.2	0.1	0.8	1.1	2.5	0.4	0.2	0.6	1.0	1.1										3.9	3.9			3.9	a		
b 消費者信用		3.9		0.2	0.2			1.3	0.7		1.5									0.4	0.4			0.4	b		
c 証券担保信用	0.1	-0.1						0.3				0.5														c	
d その他銀行貸付		0.2	0.2	1.5	1.6			3.4							-0.1	0.1	3.4	3.4							0.1	d	
e その他貸付		0.8	0.2	0.7	0.6	1.0	1.3	0.6	0.4	1.3		-0.2	0.9	1.0	0.8	0.5	1.2	5.6	5.6						0.7	e	
f 企業信用			0.2	3.8	4.7	0.5	0.1	0.2	0.1									4.9	4.9							4.9	f
g 事業主の個人企業への純投資	-5.3		-1.1	-4.2														-5.3	-5.3							-5.3	g
h その他の金融取引				1.5	0.1	0.4	0.7		0.1	0.4	0.5				0.5	1.0	2.7	3.5	4.5	1.0	1.7			1.0	1.7	h	
i 統計上の不一致(A-D)	5.9			5.6			-3.1		-0.7						-0.4	-0.9		6.3							6.9	i	

(注) \*印は5千万ドル未満。

(表4)

## 米 国：金 融 資 産 負 債 残 高 勘 定 (1960年12月末)

(10億ドル)

22

金融研究叢書

取 引 項 目	消 費 者 及 非 営 利 団 体		企 業						政 府				金 融 機 関						海 外		合 計						
			農 業		個 人 企 業		法 人 企 業		連 邦 政 府		州・地 方 政 府		商 業 銀 行		貯 蓄 機 関		保 險		そ の 他 金 融								
	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債			
K 金融資産の総計	952.1	—	5.7	—	18.6	—	191.9	—	51.4	—	51.6	—	251.9	—	115.6	—	173.6	—	54.4	—	62.8	—	1,929.1	—			
L 金融負債の総計	—	208.5	—	22.4	—	45.6	—	215.8	—	273.4	—	90.7	—	226.5	—	105.6	—	133.2	—	28.7	—	79.3	—	1,429.9			
M 金および政府通貨	—	—	—	—	—	—	—	—	0.1	2.7	—	—	—	23.0	—	—	—	—	—	—	—	22.6	—	45.7	2.7		
金	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	17.8	—	—	—	—	—	—	—	22.6	—	40.4	—		
政府通貨	—	—	—	—	—	—	—	—	0.1	2.7	—	—	—	5.2	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5.3	2.7		
N 通貨および要求払預金	62.4	—	5.6	—	13.0	—	33.5	—	6.8	—	11.8	—	152.0	2.8	—	3.5	—	3.3	—	4.7	—	—	—	147.4	152.0		
O 確定信託の償還可能債権	213.6	—	—	—	—	—	1.5	—	0.3	46.5	4.6	—	73.4	0.8	103.5	—	—	—	—	1.9	—	—	—	—	222.7	223.3	
P 定期預金	101.5	—	—	—	—	—	1.5	—	0.3	0.8	4.8	—	—	73.4	0.1	36.4	—	—	—	1.9	—	—	—	—	109.9	110.6	
Q 貯蓄分権	66.5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0.6	67.1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	67.1	67.1	
R 合衆国貯蓄債券	45.6	—	—	—	—	—	—	—	—	45.6	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	45.6	45.6	
S 生命保険による貯蓄	90.7	—	—	—	—	—	—	—	—	6.4	—	—	—	—	—	—	84.2	—	—	—	—	—	—	—	90.7	90.7	
T 年金基金による貯蓄	82.1	—	—	—	—	—	—	—	—	14.1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	82.1	82.1	
U 証券および貸付	503.3	206.5	—	20.1	5.5	43.7	31.6	146.8	34.5	195.6	35.3	69.6	228.5	—	110.1	2.2	168.3	—	51.1	25.0	21.2	38.5	1,189.5	748.1			
V 連邦債	24.0	—	—	—	—	—	20.2	—	—	194.8	17.6	—	—	—	12.1	—	16.2	—	—	—	10.1	—	—	—	193.3	194.8	
W 州および地方債	29.9	—	—	—	—	—	—	—	—	7.2	67.9	17.6	—	—	0.7	—	12.1	—	—	—	—	—	—	—	—	67.9	67.9
X 社債および外貨債	25.8	—	—	—	—	—	—	74.9	—	—	7.8	—	—	—	3.8	—	65.8	—	—	2.1	9.8	0.6	22.0	106.8	106.8		
Y 株式	391.5	—	n.a.	—	—	—	n.a.	—	—	—	—	—	n.a.	—	0.8	—	24.6	n.a.	15.6	n.a.	9.5	n.a.	—	—	442.0	n.a.	
Z 1~4人家族用住宅の抵当証券	11.7	135.1	—	—	—	5.1	—	1.5	7.1	—	1.3	—	19.2	—	74.7	—	26.1	—	—	—	—	—	—	—	141.8	141.8	
a その他抵当債務	19.4	1.1	—	13.1	—	16.8	—	33.7	4.1	—	1.3	—	—	—	12.8	—	17.5	—	—	—	—	—	—	—	—	64.7	64.7
商業その他	14.0	1.1	—	—	16.8	—	—	33.7	1.1	—	1.3	—	7.9	—	12.7	—	14.5	—	—	—	—	—	—	—	—	51.6	51.6
農業	5.4	—	—	13.1	—	—	—	—	3.0	—	—	—	1.6	—	0.1	—	3.0	—	*	—	—	—	—	—	—	13.1	13.1
b 消費者信用	—	56.0	—	—	5.5	—	8.8	—	—	—	—	—	20.1	—	5.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	56.0	56.0
c 証券担保信用	1.1	5.4	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	5.1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	10.9	10.9
d その他銀行貸付	—	2.6	—	5.0	—	14.1	—	31.4	—	—	—	—	63.2	—	—	0.2	—	—	—	—	—	—	—	—	—	63.2	62.6
e その他貸付	—	6.2	—	2.0	—	7.7	2.7	5.2	23.3	0.8	—	1.6	2.7	—	0.2	2.0	5.9	—	—	—	—	—	—	—	—	42.9	42.5
f 企業信用	—	2.0	—	2.3	—	1.9	92.3	63.6	1.8	3.1	—	2.1	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	96.0	74.9
h その他金融取引	—	—	0.1	—	0.1	—	33.0	5.5	7.8	5.0	—	—	0.3	1.1	1.9	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	55.1	56.1

「商業銀行と通貨当局」「貯蓄金融機関」「保険」「その他金融機関」の4部門に分割され、また金融項目も通貨、定期性預金、保険、各種の有価証券や貸付債権など形態別に詳しく分類されていることである。こうして「制度的」、「機能的」な観点から整備された資金循環勘定によって初めて、金融市場の高度に発達した状態における通貨と資金の流れの関係、各種市場の相互関係、各部門の流動性の状況などを解明することができる。

### III

英蘭銀行は1960年12月の同行四半期報に資金循環分析の中間報告として“Financial Surplus of the Private Sector”を発表し、1963年9月の四半期報に“Sector Financing”と題する包括的な資金循環勘定を発表した。これは6部門（公共1、海外1、民間2、金融2）から成り、取引項目も投資・貯蓄勘定と金融勘定に分けられ、しかも金融勘定は金融市場を通ずる取引（market financing）と市場の外部で行なわれる取引（outside the field of market financing）に分類整理されている。

まず、部門構成においては、部門の配列の順序が公共部門・海外部門から始まっている。このことは、英国経済において公共部門の地位、海外取引の比重がともに高いことに対する英蘭銀行当局の関心の強さを示すものであって、興味深い点である。また、金融機関は「銀行」（banking sector）と「銀行以外の金融機関」（nonbank financial institutions）の2部門に分類整理されているが、さらに注目すべき点は、英蘭銀行の発行部（Issue Department）は「銀行」部門に、銀行部（Banking Department）は「銀行」部門にそれぞれ含まれていることである。これは同行の発券業務はもっぱら国家の権限に属するという解釈によるものと思われるが、この解釈はともかくとして、資金循環勘定において中央銀行を機能的に二つの部門に分割している例はほかにはみられない。

次に金融取引が「市場内取引」と「市場外取引」に区分されて、前者には預金・貸出・証券に関する諸取引が、後者には主として公的機関相互の資金の流れがそれぞれ記録されている。この分類は、各部門の資金調達および運用の型あるいは金融市場における相互関連度を明らかにするうえで有益であり、金融

勘定の構成の一つの在り方を示すものとして注目される。

### Ⅲ

西ドイツ・ブンデスバンクは、すでに1954年に資金循環勘定“*Vermögensbildung und ihre Finanzierung*”の作成に着手したが、当初はその名称の示すとおり、各部門の資本形成とその資金調達との関係を記録することに重点をおいていた。その後1959年にこれに改正を加えて、各部門の投資・貯蓄と金融取引との関係を示す一般的な資金循環勘定の形態をとるに至った。この勘定体系も前述の米英両国のそれと同様に国民所得勘定における資本取引勘定と金融勘定の統合の形態をとっている。まず部門構成については、勘定は8部門（民間2，政府1，海外1，西ベルリン1，金融3）から成りたっている。金融機関は「銀行」（さらに「ブンデスバンク」と「信用機関」の2内訳部門に分けられる）、「保険会社」および「建築貯蓄金庫」の3部門に分割整理されている。ここで興味深くみられることは、「信用機関」（*Kreditinstitute*）のなかには商業銀行のほかに貯蓄銀行、郵便貯蓄銀行などのその他の金融機関が含まれている点である。この背後には、西ドイツの商業銀行は兼業銀行制度をとっており、また他方、貯蓄銀行なども貯蓄預金業務のほかに当座預金をも扱っているため、米英両国の金融機関のような明確な分業制度がとられていないという事実が存するからである。

次に取引分類についても、預金・貸出しが銀行・保険会社・建築貯蓄金庫など各「部門」別にそれぞれ分類されて、取引形態別と同時に部門間の資金の流れも表示されるように記録されている。一般的にいうと、一つの勘定表によって取引の形態“*Who owes what to whom*”と取引の経路“*From whom to whom*”を同時に表示することはむづかしいが、この勘定表式のように、取引項目の分類に金融部門別の表示を加えると、取引形態別の分類を基本としながら、あわせて取引の経路をも表わすことができる。この意味で、西ドイツの取引分類法は注目に値する。

### V

日本銀行の資金循環勘定は、従来の金融分析統計（銀行券発行 還収要因分

析、通貨増減要因分析、産業資金供給状況)をベースとして、いわば水平的に拡充して国民経済計算形態に仕上げたものであり、通貨ないし資金の金融的流通(フロー)を記録する「金融取引表」と、その蓄積残高(ストック)を記録する「金融資産負債残高表」とから成りたっている。

「金融取引表」は、文字どおり通貨ないし資金の金融的流通の記録に限定されており、この2点、前述の欧米3カ国の勘定体系がいずれも投資・貯蓄と金融の統合勘定の形態をとっているのに比べて、いくぶん異なっている。しかし、「金融取引表」が資金循環勘定として全く異端者的な形態であるかという点、必ずしもそうではなく、ノルウェー中央統計局の金融勘定およびオランダ銀行の流動性分析表も、「金融取引表」と同様に、金融的流通の記録にとどまっている。その点はともかくして、「金融取引表」が前述のように従来の金融分析統計の発展形態であるという点に関連して、その部門構成および取引分類がおもに「制度的」基準にもとづいて行なわれており、このことが同表構成上の特徴点となっている。

まず部門構成については、「金融」部門を「日本銀行」と「市中金融機関」の2内訳部門に、さらに後者は「銀行」「銀行」「中小企業金融機関」「農林水産金融機関」「保険」「信託」の内訳小部門に分けられている。ほんらい金融機関を機能的に分類するならば、銀行とその他金融機関に分け、後者のなかには政府金融機関も包含すべきであろう。また、中央銀行は政府の補助貨発行機能、外貨集配機能と合体させるべきであろう。<sup>(1)</sup>「金融取引表」ではこのような機能的部門構成でなく制度的部門構成がとられた理由として、わが国では銀行は兼業銀行制度によって運営されており、金融機関の機能上の分業が米英両国のように明確でないこと、さらに財政は国庫金制度を通じて金融市場に対して特殊の影響をもっているため、財政と金融の関係を明らかにするためには、政府部門を制度的観点から組み立てる必要があること、などの諸点があげられる。

(1) IMF方式の“Monetary Survey”では、通貨部門(monetary sector)の中央銀行部門には、中央銀行のほか政府の金融活動も合体されることになっている。また米国の“Flow of Funds”の「商業銀行および通貨当局」部門の通貨当局とは、連邦準備銀行のほかは財務省の通貨諸勘定(為替安定基金、金勘定、銀勘定など)の統合勘定である。

次に取引分類については、通貨の統計的範囲について注釈を加えておく必要がある。ここで通貨は、現金通貨・当座性預金・短期性預金の3項目から成るが、問題は短期性預金（普通・通知・別段預金）を通貨のなかに含めてよいかどうかという点にある。法人企業の短期性預金は、その回転率が比較的に高いところから、有利子の預金通貨として差し支えないであろう。しかし個人部門とくに個人家計の短期性預金は、ケインズ「貨幣論」の定義による所得預金と貯蓄預金の二つの性格をもつものと思われるので、その全部を預金通貨とみることが、たしかに問題であろう。ただ、それが当座預金と同じく要求払であるという点と、さらに企業の短期性預金を預金通貨として認めることの統計上の便宜の二つの理由から、個人の短期性預金をも広義の通貨の範囲に含めることにした。これは統計上の定義の問題であるから、実際にこの計数を分析するときには、現金通貨・当座性預金・短期性預金に分けて、それぞれの動きをとらえることが必要である。

## VI

最後に、「金融取引表」にもとづく資金循環分析の方法の問題に進むことにしよう。資金循環分析の方法として「資金過不足分析」と「流動性分析」があるといわれている。たしかにこの二つの分析方法は、ある意味では資金循環分析の本質をつくものであり、私自身もかつてこの表現を用いたことがある。しかしこの言葉を不用意に用いると、重要なポイントを見失うおそれがあると思われる。

「金融取引表」における各部門の「資金過不足」は、通貨の産業的流通と金融的流通のいわば結び目にあたるから、どの部門が借り手（つまり投資超過部門）であるか、逆にどの部門が貸し手（つまり貯蓄超過部門）であるかを示すものであり、またこれを手がかりとして、各部門の投資と貯蓄、それに対する資金調達と資金運用の関連を理解することができよう。ただし「金融取引表」の記録は前述のように通貨ないし資金の金融的流通に限定されているから、通貨の産業的流通との関係を明らかにするには、各部門の「資金過不足」をよりどころにして、国民所得統計の投資・貯蓄の各部門別の動きをみる必要がある。

ところが、こうした通貨の産業的流通と金融的流通の動態的な交渉関係をとらえようとするには、さらに進んで、資金の金融的流通そのものの態様を分析することが必要である。「金融取引表」はこうした金融の動きを記録したものであるが、そのなかでも、流動性の状況に最大の関心がよせられる。「流動性分析」とは、経済各部門の流動性の状況を統計的にとらえて、それらが相互間にいかなる関連をもっているが、そしてそれらが経済実体面にいかなる影響を及ぼし、また逆に経済実体面からいかなる変動をうけたか、といった点のみようとするところである。

そこで、流動性の内容が問題となる。わが国では欧米先進国に比べて金融市場の発達がおくれており、近似通貨として適当な流動資産の存在量も少ない。そのための流動性の主要内容は通貨であり、いわば「通貨流動性」という言葉で示されるものである。したがって、流動性分析の狙いは通貨の需給関係を部門別に明らかにすることであるが、そのなかでも、通貨供給の任に当たる銀行部門の流動性と、通貨需要サイドでは投資の主体である法人企業部門の流動性の二つが、戦略的に最も重要な項目であるといえよう。なぜならば、経済の変動はおもに法人企業部門の投資活動によってもたらされるが、それは同部内の流動性、つまり通貨の保有高と密接に結びついており、さらに、銀行の流動性はその貸出態度を通じて法人企業部門の流動性を規制している関係にあるからである。これを図式的にいえば、 $\text{銀行の流動性} \rightarrow (\text{貸出態度}) \rightarrow \text{法人企業の流動性} \rightarrow \text{投資活動}$  という関係がかかれる。

このような「通貨流動性」のメカニズムについては、これを米英両国のように金融市場の高度に発展した国における流動性と対比することによって、その意味が一層明らかになると思われる。一般的にいうと、金融の働きは産業的流通に必要な通貨量を供給する点に求められるが、わが国の場合、これまでの高度成長に必要な通貨はおもに銀行の信用創造によって追加的に供給されてきた。ところが、米英両国の場合、産業的流通の拡大に必要な通貨は、銀行の信用創造によるほか、金融的資産とくに短期国債の流動化によっても調達されている。<sup>(2)</sup>

(2) 例えば経済拡大期に企業の資金需要が増大する場合、もし企業は手持ちの短期国債を市場で売却すれば、必要な資金をみずから調達することができる。また、商業銀行が多額の短期国債を保有しているとき、商業銀行はこれを売却して、企業の借入れ申込みに応ずることができる。いずれのケースをとってみても、経済全体としては通貨の追加的供給は行なわれずに、むしろ通貨の回転率の上昇によって資金の供給が行なわれることになる。

これは、米英両国の経済成長率自体が相対的に低いこと、いわゆる不活動通貨が相当存在していることなどによるものであるが、ともかく、産業的流通面からの通貨需要と銀行組織による通貨供給の間には、金融市場における流動化機構を通して、短期国債などのいわゆる第2次流動資産がクッション的な働きを営んでいることを示すものである。この意味で、広義の流動性——ラドリフ報告の「一般的流動性」——の概念が有用であり、しかもこの広義の流動性の状況を部門別にとらえることが重要となってくる。

いずれにしても、「流動性」の範囲をいかにみるかは、制度的ないし構造的な問題と密接に関連している。わが国では、金融市場の未発達、流動的な金融資産の欠如などの理由から、「一般的流動性」の分析ではなく、「通貨流動性」の分析が現実的な意味をもっているものと解される。これは資金循環のなかでも最も monetary な局面であり、通貨当局の関心がそこに向けられているのも、十分に承認されてよいことと思う。しかし、通貨の需給分析だけで資金の金融的流通の問題のすべてを解明しているかという点、決してそうではない。というのは、前述の投資や貯蓄に結びつくのは、一定期間の流量としての資金形成であり、この資金の流れの形態、作用をとらえることもきわめて重要であるからである。この資金の流れは、前述の「資金過不足」を接点として産業的流通面における投資・貯蓄の動きと関連しているが、同時に金融的流通面においては通貨の需給関係とも関連している。つまり、貸付資金のフローとしての需給と通貨のストックとしての需給は、いわば表裏の関係にある。

通貨ないし資金の金融的流通は、(1)貸付資金の需給、(2)通貨の需給、(3)現金の需給の三つの階層関係に整理できると思われる。上述の「通貨流動性」は、(2)通貨の需給と(3)現金需給の分野を対象としているが、(1)貸付資金の需給の問題に直接迫るものではない。したがって、「通貨流動性」の分析とはいちおう別個に、貸付資金の需給ないし資金の流れについての分析を用意しなければならない。いずれにしても、金融的流通の分析には、相互に関連している「資金——通貨——現金」の三つの階層関係を、立体的な視角から部門別に解明することが重要であろう。(1964年6月10日稿)





昭和36年末金融資産負債残高表

(単位 億円)

項目	金融		政府												公社団 体及び 地方公共団体		法人企業				個人		合計													
			日本銀行		市中金融		銀行		中小企業 金融機関		農林水産 金融機関		保 険		信 託		外為資金		資金運用部		政府金融機関		政府一般部		証券会社											
	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債						
A 現金通貨	2,358	14,801		14,801	2,358		1,658		562		123				3		3								691		5		1,706		13		11,283		15,492	15,492
B 当座性預金		4,554		1,587	1,587	4,554	1,587	3,276	270	1,419	138	217	45				19	156		19						31		4,007		59		653		4,710	4,710	
C 短期性預金		37,055			37,055			28,778	1,499	6,363	892	4,568	251				209			209						1,662		15,129		397		20,055		37,055	37,055	
D 小計	2,358	56,410		16,388	3,945	41,609	3,245	32,054	2,331	7,782	1,153	4,785	299				368	847		349	156	19			691	1,698	20,842	469		31,991		57,257	57,257			
E 政府当座預金		184		184													184		105	7		16		56									184	184		
F 貯蓄性預金		82,823			82,823		55,291	932	22,052	586	6,978	157					12,732			12,732					7	1,776		27,961		206		65,818		95,555	95,555	
G 信託		8,276			8,276		228		534		146		28													103		2,779				5,394		8,276	8,276	
H 保険		7,014			7,014									7,014																		15,345		15,345	15,345	
I 小計		98,113			98,113		55,291	1,466	22,052	732	6,978	185	7,014	17	9,229		21,063			21,063					1,879		30,740	206		86,557		119,176	119,176			
J 短期証券	742		742													3,319	4,121		1,781	2,813		136		370	2,340	58		2		0		0		4,121	4,121	
K 長期国債	2,604		2,135		469		456		4		7		2	0		171	3,183			169		2			3,183		0		0	299		3,074	3,183			
L 地方債	1,541			1,541		1,282		21		104		29	85			12				11		1					69		10	181		1,803	1,803			
M 公社債	3,114			3,114		2,736		24		88		6	260			482	839			482			839			1,803	1,390	59	591		5,577	5,577				
N 金融債	6,983	12,646		6,983	12,646	5,243	10,512	545	1,469	955	665	56	153			2,300				2,300						999		133	2,364		12,646	12,646				
O 事業債	9,845			9,845		5,596		617		800		90	2,742			220				220						215	10,783	69	503		10,783	10,783				
P 株式	14,594	2,624		14,594	2,623	3,296	2,070	209	198	67		3,007	335	8,004		840								840			10,690	37,806	1,728	732	18,203	44,327	40,430			
Q 投資信託受益証券	390	11,795		390	11,795	95		227		40		20		7	11,795												776		359	10,629		11,795	11,795			
R 小計	39,813	27,065	2,877	1	36,936	27,064	18,704	12,582	1,667	1,667	2,061	665	3,210	335	11,251	11,795	7,344	8,143	1,781	5,995		139	839	1,210	5,523	58	6,541	14,141	48,589	2,358	732	32,770	94,126	90,338		
S 日銀貸出金・借入金	12,846	12,846	12,846			12,846		12,448																									12,846	12,846		
T コーポレート	1,288			1,288		1,266	2,848	1,115	74	152		147	1,470															1,288		1,288		1,288	1,288			
U 市中貸出金・借入金	149,063			149,063		98,189	1,277	28,329	1,377	9,415		5,885	1	9,030			31,534			24,112		16,482	9,539	1,026	547		512	124,634		2,319	23,917	149,063	149,063			
V 政府貸出金・借入金																											12,365	12,224			6,945	31,534	31,534			
W 小計	149,063			149,063		98,189	1,277	28,329	1,377	9,415		5,885	1	9,030			31,534			24,112		16,482	9,539	1,026	547		12,877	136,858		2,319	30,862	180,597	180,597			
X 証券会社貸付金																											1,373	370	1,373		1,003	1,373	1,373			
Y 政府預託金		1,426			1,426		1,298				128					1,426	207	1,449	870		8,835	176		9,471	172	172		35				1,633	1,633			
Z (外貨預託)		(1,298)			(1,298)		(1,298)									(1,298)	(1,298)														(1,298)	(1,298)				
a (金融機関等預託)		(128)			(128)						(128)					(128)	(35)				(35)										(163)	(163)				
b (公社預託)																(172)	(172)														(172)	(172)				
c (部内預託)																(151)	(870)				(8,800)	(176)		(9,343)												
d 企業信用																																	20,017	104,599	104,599	
e 出資金		1,018			1,018					563		453	2			1,097			1,637		9	5,502	8,227			25	967	104,599	84,582			5,466	5,466			
f その他		3,757	119	277	270	3,869	761			1,058	1,330	381	424	125	798	842		91		1	158	226	105		55		60	3,481	1,517	91	3,538	5,466				
g 外貨準備高	2,791		2,791													2,559		2,459														5,350	5,350			
h 差額		7,340		1,783	5,557	4,595		1,121		461			2,499		703		14,161		275		252		1,082		13,102		-16,553	-104,089		158	104,491		5,350			
i 合計	208,159	208,159	18,633	18,633	191,502	191,502	122,393	122,393	35,966	35,966	13,894	13,894	9,851	9,851	22,569	22,569	44,512	44,512	4,013	4,013	30,464	30,464	17,067	17,067	20,090	20,090	3,832	3,832	172,596	172,596	4,497	4,497	156,373	156,373	585,472	585,472

\* うち証券投資信託の保有分 11,029

株式：市場価額 \* 18,342

\* 35,116

(付表 2)

部 門 別 金 融 取 引 の 説 明

取引分類	金 庫		政 府		公 社 公 団 ・ 地 方 公 共 団 体		法 人 企 業		個 人		海 外		取 引 の 範 囲					
	日 本 銀 行		市 中 金 融		外 為 資 金 ・ 資 金 運 用 部 等		政 府 一 般 部		公 社 公 団 ・ 地 方 公 共 団 体		法 人 企 業			個 人		海 外		
	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債	資 産	負 債		資 産	負 債	資 産	負 債	
1. 現金通貨		銀行券発行高	現金手持高		現金手持高(郵便局)		補助貸発行高	現金手持高		現金手持高		現金手持高					日本銀行券の発行高および補助貸発行高	1.
2. 預金通貨(当座性預金)		市中当預	日銀当預	当座預金		郵便振替貯金		当座預金		当座預金		当預、振替郵貯					当座預金および郵便振替貯金	2.
3. (短期性預金)				普通・通知・別段預金				普通・通知・別段預金		普通・通知・別段預金		普通・通知・別段預金					普通・通知・別段預金などの要求払預金(通常郵便貯金は含まれない)	3.
4. 政府当座預金		政府当預				日銀政府当預	日銀政府当預										日銀政府当座預金	4.
5. 貯蓄性預金				定期・定積・納税準備預金		通常・定額・定積郵貯		定期預金		定期・定積・納税準備預金		定期・定積・納税準備預金、郵便(通積・定額・定積)					定期・定積・納税・納税準備預金、相互銀行掛金、郵便貯金(振替貯金を除く)	5.
6. 信託				金銭・貸付信託				金銭・貸付信託		金銭・貸付信託		金銭・貸付信託					金銭信託、貸付信託の元本(投資信託は含まれない)	6.
7. 保険証券				生命保険契約準備金		簡易保険、郵便年金						保険債権					生命保険(郵便および郵便年金を含み、損害保険は含まれない)	7.
8. (短期証券)	手持高		手持高		手持高	為券発行高	手持高	証券・証券発行高	手持高	手持高		手持高					四半期表の有価証券の内訳 短期証券	8.
9. (長期国債)	〃		〃		〃			長期国債発行高		〃		〃					公債(長期国債、地方債)	9.
10. (地方債)	〃		〃		〃				地方債発行高	〃		〃						10.
11. (公社債)	〃		〃		〃	金融公庫債発行高			公社・公社債発行高	〃		〃					社債(公社債、金融債、非業債)	11.
12. (金融債)			〃	金融債発行高	〃					〃		〃						12.
13. (事業債)			〃		〃					〃	事業債発行高	〃						13.
14. (株式)		資本金	〃	株式発行高	〃					〃	株式発行高	〃					株式	14.
15. (投資信託受益証券)			〃	投資信託	〃					〃		〃					投資信託受益証券	15.
16. 日銀貸出金・借入金	貸出金		コールドローン	日銀借入金													借用手形、手形貸付、外国為替貸付の合計	16.
17. コールマネー											コールマネー(証券会社)						コールマネー、コールマネー	17.
18. (市中貸出金・借入金)			貸出金、邦銀ユーザンス						借入金		借入金、邦銀ユーザンス		借入金				市中金融機関貸出金と邦銀ユーザンスの合計	18.
19. (政府貸出金・借入金)					貸出金												資金運用部および政府金融機関の貸出金	19.
20. 証券会社貸付金										証券会社貸付金			証券会社借入金				信用取引関係貸付金、一般貸付金など。	20.
21. 政府預託金				外貨預託、指定預金	外貨預託	国庫余裕金受託	指定預金、国庫余裕金預託	公社預託金受託	公社預託金預託								外貨預託金、内地指定預金、対市中金融機関前渡金、3公社の国庫預託金、国庫余裕金預託	21.
22. 企業信用										受取手形(含む別手)売掛金	支払手形金		企業信用受信超過				法人企業統計(大蔵省調)の売掛・受手(別手を含む)と買掛・支手から推計	22.
23. 出資金				出資金	出資金	出資金	出資金	出資金	出資金	出資金	出資金	出資金	出資金				貸付法人(合名、有限など)、公社公団などの出資金	23.
24. その他	仮払、未収金など	仮受、未払金など	仮払、未収金など	仮受、未払金など				仮払、未収金など		仮受、未払金など		仮受、未払金など					仮払、未収金、仮受、未払金など。	24.
25. 外貨準備高	外貨準備高				外貨準備高		外貨準備高										日本の外貨準備高	25.
26. 外国為替等			外銀預け金、買取輸出形、外国証券など	外銀預り金、借入金、オーパードラフトなど						外銀ユーザンス				日本の外国為替等の債務	日本の外国為替等の保有高		外銀ユーザンス、為替の対外債権負債勘定(国庫(借入金)預金を除く)など。	26.
27. その他対外債権債務		海外借款借、米軍預金、IMF預り金など		非居住者円預金	オープン勘定など	IMF・IBRD出資債権、外債財務代理人預け金	IMF・IBRD出資国債、本邦外債債、余剰資産物借款	IBRD借入、外債発行	輸出延払債権など	IBRD借入、綿花借款、輸入延払債務など			日本のその他の対外債務	日本のその他の対外債務			海外借款、海外出資金、オープン勘定、非居住者円預金、輸出延払債権など。	27.
28. 資金過不足(貯蓄-投資支出)							資金余剰または資金不足(貯蓄超過または投資超過)		資金不足または資金余剰(投資超過)		資金不足(投資超過)		資金余剰(貯蓄超過)				日本の国際収支経常勘定の超過または受超(-)	28.

各部門の資金過不足と投資・貯蓄の比較（暦年）

— 資金循環表と国民所得統計との関係 —

(表 3)

(単位 億円)

区 分	29 年	30 年	31 年	32 年	33 年	34 年	35 年	36 年	
法人企業	総投資 (I)	7,619	7,408	15,351	20,302	11,966	22,722	30,599	47,534
	設備	6,051	5,566	10,141	14,532	13,938	16,899	25,287	35,233
	在庫	1,568	1,842	5,210	5,770	- 1,972	5,823	5,312	12,301
	総貯蓄 (S)	4,488	5,536	8,015	9,419	8,279	12,766	18,055	23,126
	純貯蓄	2,024	2,559	4,258	4,683	2,683	6,523	9,785	12,116
(S - I)	- 3,131	- 1,872	- 7,336	- 10,883	- 3,687	- 9,956	- 12,544	- 24,408	
資金過不足	- 3,044	- 3,697	- 8,772	- 10,726	- 5,219	- 9,477	- 14,094	- 24,416	
不一致	- 87	1,825	1,436	- 157	1,532	- 479	1,550	8	
個人	総投資 (I)	4,820	6,411	3,526	6,685	5,343	6,534	8,014	10,158
	設備	1,922	1,779	1,956	2,213	2,188	2,616	3,060	3,862
	在庫	1,572	3,244	68	2,418	874	1,222	1,707	1,945
	個人住宅	1,326	1,388	1,638	2,054	2,281	2,696	3,247	4,351
	総貯蓄 (S)	8,217	10,145	13,085	15,674	14,762	19,461	23,291	28,940
純貯蓄	5,949	7,719	10,357	12,773	11,242	15,398	18,727	23,252	
(S - I)	3,397	3,734	9,559	8,989	9,419	12,927	15,277	18,782	
資金過不足	4,588	6,423	8,636	7,616	7,141	11,762	13,724	19,090	
不一致	- 1,191	- 2,689	923	1,373	2,278	1,165	1,553	- 308	
政 府	総投資 (I)	5,708	7,532	7,712	6,482	8,306	11,164	13,178	15,037
	総貯蓄 (S)	3,758	3,776	6,244	7,686	6,647	8,769	12,920	16,511
	純貯蓄	3,099	2,995	5,388	6,746	5,674	7,771	11,829	14,859
	減価償却	659	781	856	940	973	998	1,091	1,652
	(S - I)	- 1,950	- 3,756	- 1,468	1,204	- 1,659	- 2,395	- 258	1,474
資金過不足	- 1,727	- 1,911	15	878	- 334	- 984	886	1,668	
不一致	- 223	- 1,845	- 1,483	326	- 1,325	- 1,411	- 1,144	- 194	
海 外	国際収支差 (B)	- 56	798	- 139	- 2,260	1,195	1,266	555	- 3,661
	(-は経常勘定赤字)								
資金過不足	183	- 815	121	2,232	- 1,588	- 1,301	- 516	3,658	
不一致	- 127	17	18	28	393	35	- 39	3	
合 計	国内総投資 (I)	18,147	21,351	26,589	33,469	25,615	40,420	51,791	72,729
	国内総貯蓄 (S)	16,463	19,457	27,344	32,779	29,688	40,996	54,266	68,577
	国際収支差 (B)	- 56	798	- 139	- 2,260	1,195	1,266	555	- 3,661
	不一致 (I - S + B)	1,628	2,692	- 894	- 1,570	- 2,878	690	- 1,920	491

1. 政府部門は、資金循環表の政府部門と公社・地方公共団体部門との合計。
2. 投資、貯蓄は国民所得統計の計数による。
3. 国際収支差と海外部門の資金過不足とが33年において大きく一致しないのは、対インドネシアオープン勘定債権の放棄額が資金過不足に含まれていないためである。

資金循環表の部門構成

(付表 1)

大 部 門	内訳大部門	内訳小部門	範 囲
I 金 融	1. 日本銀行		日本銀行
	2. 市中金融	①銀行 ②中小企業金融機関 ③農林水産金融機関 ④保険 ⑤信託 ⑥その他	都市銀行、地方銀行、長期信用銀行、信託銀行 相互銀行、商工組合中央金庫、信用金庫、全国信用金庫連合会、信用組合、全国信用組合連合会、労働金庫 農林中央金庫、信用農業協同組合連合会、農業協同組合、信用漁業協同組合連合会、漁業協同組合 生命保険会社、損害保険会社 信託勘定 在日外国銀行、短資会社、証券金融会社
II 政 府		①外国為替資金 ②資金運用部 ③政府金融機関 ④政府一般部	外国為替資金特別会計 資金運用部、郵便貯金制度、簡易保険積立金および郵便年金資金 開発銀行、輸出入銀行、中小企業金融公庫、農林漁業金融公庫 国民金融公庫、北海道東北開発公庫、住宅金融公庫、中小企業信用保険公庫、公営企業金融公庫、医療金融公庫 一般会計、前記以外の食糧、産投、余剰農産物など特別会計
III 公 社 公 団 及 び 地 方 公 共 団 体			国有鉄道、電々公社、専売公社、原子燃料公社（以上4公社） 住宅公団、道路公団、首都高速道路公団、愛知用水公団、船舶整備公団、水資源開発公団、など各種公団 地方公共団体
IV 法 人 企 業		(証券会社)	金融機関以外の法人企業、事業組合など 証券会社
V 個 人			消費者、個人企業、農漁業者
VI 海 外			わが国の対外取引の相手先となる外国政府および法人・個人

- (注) 1. \_\_\_\_ は四半期表に含まれないもの。  
2. 在日外国銀行は31年末残高表および32年年間表までは含まれていない。  
3. 法人企業部門の証券会社内訳部門は、年間表のみに設けられ、時系列も32年末残高表および33年年間表から整備されている。  
4. 市中金融部門の「その他」部門は本表には揭示していない。

# 外債市場としてのヨーロッパ

東 敏 夫

## I ヨーロッパ市場注目の背景

昨年頃から外債市場としてのヨーロッパが俄かに注ぎ目れ始めたが、これには三つの背景がある。

- (1) アメリカ合衆国の要求
- (2) ヨーロッパ内部からの自生的要求
- (3) 主として資本借入国からの希望

(1) 戦後いち早く国債市場を復活させたのはニューヨーク市場である。その再開第一号は1946年に発行されたオーストリア債5350万ドルであった。スイス・スウェーデンがその翌年、市場を再開したがその他諸国の市場は戦争による被害が、大きく国内復興のための資金調達に追われて開放は遅れた。

第二次大戦後の世界の外債の殆んど大半がニューヨークで起債されてきた。因みに1957—1962年の6年間の公募発行額はアメリカ35億6800万ドル、スイス7億1600万ドル、イギリス4億600万ドル（1959—1962年合計）オランダ2億700万ドル、西独1億5400万ドル、ベルギー1000万ドル、イタリア7200万ドル、計53億ドルでアメリカが全体の70%を占めている。

こうしたニューヨーク市場への一方的依存が長短資金のアメリカからの流出となり同国の国際収支を圧迫する一つの大きな要因となっていることは周知のとおりである。

このようなアメリカ市場における国債発行に公式の関心が表明されたのは1962年5月ローマで開催された米国銀行協会年次大会におけるディロン財務長官の演説であった。

即ち「近年ニューヨーク市場における国債発行が多額にのぼり米国国際収支に重大な脅威となりつつある。西欧諸国の新規発行も著増傾向にあるが、これ

は米国の金利水準が相対的に低いということだけでなく、西欧の市場が十分に整備されておらず、外国からの需要に対してはもとより国内の資金需要に対しても有効に応じえない状態にあるのである。西欧諸国が現在のような繁栄に相応じ巨額の貯蓄を擁しながらもこのような状態にあるのは遺憾である」としヨーロッパ諸国は早急に自国の市場を整備し過度のニューヨーク依存を是正するとともに政府の諸制限を速やかに緩和して市場を広く外国に解放すべきであると呼びかけている。

このような考え方が金利平衡税構想にみられる積極的な具体的資本流出阻止策となって結実したわけである。

ディロン長官の言葉を借りれば「金利平衡税は時限立法として作成しているが、この期限が切れた場合、ヨーロッパ市場がアメリカ市場の代役に立たねばならない」のである。

(2) このように欧州資本市場の整備拡充の必要性は米国の国際収支との関連で問題となるだけでなく欧州内部からも自生的に認識されている。

めざましい経済成長をとげた西欧にとってヨーロッパ市場の育成はヨーロッパ自身のためにも必要なものなのであってその必要性がヨーロッパ市場統合の動きやあるいは個々の市場の強化育成の動きとなって現われてきている。ヨーロッパ諸国内の企業のための長期資本調達の場合としての資本市場の拡充のみならず、市場の国際化にも積極的な関心を払ってきつつあるのである。

クローマ英蘭銀行総裁は一昨年秋、ロンドン市長招待晩餐会席上、シティーが再び国際資本市場となることは英国にとって多くの利益であり、その時期はまさに到来していること、市場の国際化は資金の国外流出だけではなく、投資機会を求める外資の流入をも促すものであるので市場の拡大を早め、また国際収支上も却って有利であることなど説いている。市場の国際化意欲は目下のところイギリスが最も強いが、他の多くの諸国にも多かれ少かれある。フランスはパリ市場をE・E・Cの金融センターにしたいとの意向から従来国債を締出していた自国市場を近く開放する用意があり、数ヶ月以内に国際金融機関から開始、その後、外国政府分も検討すると昨年十一月に言明し十二月には欧州投資銀行債6000万フランを発行した。

(3) 欧州市場注目の第三の背景は借入国側からの期待である。とくに我国は

従来、外資の大半に依存しておりヨーロッパ市場は金利平衡税法案の発表以前には大阪府・市マルク債があったのみで長期資本市場としては極めて馴染のうすいところであった。

ところがアメリカでの起債が金利平衡税法案で出来ないところから昨秋頃から政府、産業界と各方面がヨーロッパ市場に多大の関心を払い始めてきたのである。

日本の外資導入の相手方としてのヨーロッパ市場に対する見方には楽悲両論がある。一つはヨーロッパ市場の狭隘さ、資金量の不十分さを指摘して現在の時点でアメリカに代りうる市場になりえないことは勿論、将来もあやしいという悲観の見方であり、他は現実とはともかく現在のE・E・Cにイギリス、その他を含めた広い範囲のヨーロッパ市場の統合の進展にかなりの期待をかける楽観的見方である。さて、現状はどうかというに、我国の欧州市場での資金調達はいせいで年間6000万ドル程度と専門家筋は推測していたのであるが既に昨年十一月から現在まで一億ドルを突破する好成績をおさめ一段と起債意欲が高まりつつある。

## II ヨーロッパ外債市場の現状

### (一) 各国市場に於ける外債発行実績

#### (1) スイス市場

(単位 100万スイス・フラン)

年 度	発行額	地域別内訳	発行高	%
1947～54	1,288	ヨーロッパ	2,992	58.9
55	428	イギリス	500	9.8
56	285	ベルギー	490	9.6
57	16	イタリア	395	7.7
58	152	西ドイツ	272	5.3
59	530	アメリカ	485	9.6
60	660	南アフリカ	355	7.0
61	1,012	オーストラリア	240	4.7

62	705	世界銀行E.C.S.C	830	16.4
計	5.076	その他	174	3.4

Swiss Bank Corporation, 「Prospect」, 1963年4月号。

スイス市場における1947年から1992年までの総起債額（公募分）は50億600万スイス・フランでニューヨークに次ぐ世界第二位の外債市場である。本格的起債活動は1952年以降で1961年には年間起債額は10億スイス・フランを越えた。ただしスイスの起債市場はスイスの国際収支および国内金融の情勢と密接な関係があるので57, 58年のように起債が抑えられて激減することがある。外債発行者の約6割はヨーロッパ諸国であるが、アメリカも1954年以降、借手として登場している。

表面金利は1954年末までは4%であったがその後4½%に上昇した。発行価格は額面またはこれを僅かに下廻る程度で期間は通常15年である。

### (2) ロンドン市場

Central Statistical Office の資料によると1946年から60年までの外債新規発行高（借換えを除く）は7億7290万ポンド、うち、6億8430万ポンドは英連邦諸国の起債分で、その他諸国の起債額は総額の約一割である。

#### ロンドン市場に於ける外債発行

(単位100万ポンド)

年 度	総 発 行 高	公 募	私 募
1959	57.0	46.7	10.3
60	40.8	36.8	4.0
61	43.4	39.2	4.2
62	24.4	22.2	2.2
計	165.6	144.9	20.7

(イングランド銀行四半期報1963年6月号による)

### (3) オランダ市場

アムステルダムは戦前から外債市場として目立った存在であったが戦後もヨーロッパではスイスに次ぐ実績を有している。しかしスイスと同じように経済



規模が小さいので国際収支や国内資金需要によって抑制されがちである。

オランダにおける外債発行（公募分のみ）

（単位 100 万ギルダー）

年 度	発 行 数
1 9 5 4	1 1 7
5 5	2 7 7
5 6	—
5 7	1 9
1 9 5 8	—
5 9	3 8
6 0	9 0
6 1	5 7 7
6 2	1 4 0
計	1. 1 7 8

Swiss Bank Corporation, 「Prospect」, 1963年 4月号。

#### (4) 西ドイツ市場

別表に見るように 1957年以降、62年まで西ドイツで発行された外債は総額6億1440万マルクに過ぎず、うち、1億3440マルクは下引受分であるから純粋に西ドイツで発行されたのは4億8000万マルクである。

西ドイツにおける外債発行（公募分のみ）

（単位 100万マルク）

年 度	発 行 額	国 別 内 訳	発 行 額
1957	21.0	世界銀行	200.0
58	92.0	オーストリア	142.0
59	374.6	ベルギー	33.0
60	14.8	ノルウェー	30.0
61	12.0	アルゼンチン	12.0

62	100.0	南アフリカ 日 本	50.0 112.6
計	614.4	そ の 他	34.8

ブンデスバンク月報，1963年 4月号。

#### (6) イタリア市場

イタリアは1961年7月に世銀債150億リラを発行し、ここ25年来始めて外債発行をみた。その後、62年2月に欧州投資銀行債150億リラ、4月にInter-American Development Bank 債150億リラをそれぞれ発行したが、これらはいずれも国際機関債であつ、まだ一般には解放されていないといえよう。

#### (7) フランス市場

フランス地域諸国の起債を除き完全に閉鎖されている。

#### (8) ベルギー市場

ベルギー国際資本市場においては借手として登場しており一般には解放されていないといえよう。

### (二) 各国外債市場の規模

資本市場の大きさを決定する要因として考えられるものに、

- (1) 国民総所得とそのうちの総貯蓄、いわゆる資金量の大小
- (2) 国内資金需要がどの程度、資本市場で調達されているか  
(証券市場への依存度とその市場の発達度)
- (3) 外貨準備率
- (4) 通貨価値の安定度
- (5) 行政上の制限の有無
- (6) 金 利

等がある。先ず G. N. P. の大きさは、アメリカを除くと、西ドイツ、イギリス、フランスがほぼ等しくベルギー、オランダ、スイスが小さくイタリアが中間に位する。現在、最も活発な外貨市場をもつスイスとオランダが G. N. P. の大きさでは最小なのは皮肉であるが、国力が小さいことが両国の場合、資本市場ないし外債市場に制約をあたえている(別表A表参照)。欧州全体の1962年度の G. N. P. はアメリカの約60%である。

次に G. N. P. に占める総貯蓄の比率はアメリカ、イギリスの17%台に対し

欧州諸国はいずれも20%以上を占めていて、投資活動が盛んで国内資金需要の旺盛なことを示している。G. N. P. と総貯蓄と外債との関係で各市場を分類すると、

(1) 国民所得と総貯蓄の割に外債発行の実績が多くアメリカ以上ないしアメリカとかわらない国——イギリス、スイス、オランダ

(2) 国民所得と総貯蓄の割に外債発行の少ない国——西独、フランス、イタリア

(フランスは外債皆無、西独は G. N. P. はアメリカの15%なのに外債発行はその4%に過ぎない)

更に最近の国際収支の観点からヨーロッパ諸国を分類してみると

(1) 貿易収支、経常収支共、黒字の国、西独、フランス

(2) 貿易収支は赤字、経常収支は黒字の国、オランダ、イタリア

(3) 貿易収支、経常収支共に赤字の国スイス、イギリス

## A 表

1962年度の G. N. P. 貯蓄、投資の比較

(単位 10億ドル)

国 別	G. N. P.	総投資 = 総貯蓄	G. N. P. に占める%	固定投資	在庫投資	対外寄与
アメリカ	553.6	94.67	17.1	89.68	3.32	1.66
スイス	10.6					
イギリス	78.7	13.38	17.0	12.90	0.24	0.16
オランダ	13.0	3.53	27.1	3.21	0.20	0.14
西ドイツ	84.2	22.31	26.5	21.22	1.35	-0.42
イタリア	37.8	10.07	26.6	9.39	0.42	0.30
ベルギー	13.3	2.70	20.3	2.56	0.08	0.07
フランス	71.6	15.54	21.7	14.04	1.07	0.43

B I S 年報 (1963年 6月刊)

貿易収支、経常収支共に黒字のフランスが外債皆無でいずれも赤字のイギリス、スイスが外債発行はヨーロッパで最も活発である。イギリス、スイスは

外債引受の資金を自国の資金蓄積によらずに外国からの流入資金によって調達しているのであって、いわば他力本願ともいえるものでこのような市場は非常に不安定であり長期安定的な市場とはなりえないのではなからうか。

オランダ、イタリアには国際収支上の制約があり、西独、フランスに外債実績の少ないのは現在では資本蓄積の過小や国際収支上の要因に依るものでないことが明らかである。国全体の投資資金の証券市場依存度は別表(B)のとおりで、依存度が特に高いのはイタリア、イギリス、ベルギーであり、オランダは特に低い。スイス、フランス、アメリカ、西独はいずれも13~14%台でその中間である。アメリカ、スイス、オランダの外債発行額が大きいのは、証券市場に対する国内からの起債圧力が小さいことにも起因するのであろう。逆にイタリア、ベルギーは国内債の消化だけで手一杯の状況にあるといえよう。なお西独、フランスにはこれらの要因以外の特殊事情があるのであろう。

投資資金の証券市場依存度 (1962年度)

B 表

(単位10億ドル)

国 別	総固定資本形成 (A)	内国証券発行総額 (B)	B ÷ A %
ア メ リ カ	89.68	12.0	13.4
ス イ ス	3.11	3.45	14.5
イ ギ リ ス	12.30	3.19	24.7
オ ラ ン ダ	3.21	0.24	7.5
西 ド イ ツ	21.22	2.76	13.0
イ タ リ ア	9.39	2.48	26.4
ベ ル ギ ー	2.37	0.58	24.5
フ ラ ン ス	14.04	2.01	14.3

(出所、東京銀行月報、1963年 11月号)

証券市場発達の程度を発行時コストによってみる方法がある。これは発行時コストの中心である引受人手数料が発行事務に対する報酬と損失の危険に対する補償の合計であり、これは市場の需要の大きさ、証券価格の振幅の度合など市

場の性格によりきまるものであって従って市場のマーケットタビリティを端的に象徴するとみられるからである。

### 各国の発行時コスト内訳

(額面価格に対する%)

国 別	銀 手 行 手 数 料	発行税	取引所上 場手数料	その他	合 計	年 率
日 本	1.6	0.398	0.085	0.3	2.533	0.40
アメリカ	1.125	—	0.012	0.398	1.54	0.06
スイス	2.5	0.64	—	0.06	3.20	0.25
イギリス	2.0	0.25	0.03	0.49	2.77	0.13
オランダ	2.52	0.75	0.06	0.10	3.43	0.33
西ドイツ	2.5	2.5	0.515	0.68	6.20	0.48
イタリア	1.7	0.12	—	1.08	2.90	0.22
ベルギー	3.0	0.70	0.0125	0.43	4.13	0.39
フランス	5.0	0.47	—	0.35	5.82	0.45
カナダ	3.25	0.20	—	0.42	3.87	0.19

(東京銀行月報, 1963年 11月号)

これによって市場発達の程度をみるとイギリス、スイス、オランダは比較的発達した市場をもちフランス、西ドイツは市場の発達が遅れている。

では何故にフランス、西ドイツは資本市場の発達が遅れたかという点、これには次のような特殊事情があるためである。

西独では投資資金の源泉が圧倒的な割合で自己資金に依存しており、不足分は銀行借入に依存していることである。

(減価償却資金や留保利潤に対する税制上の優遇措置などの条件もあって)

中・長期資金の貸手としては抵当銀行、貯蓄銀行、市中大銀行などがあり、近年、短期信用より中・長期信用の伸びが著しい。なおそのほか復興金融庫や産業信用銀行が長期金融の中心をなしている。

フランスでは多くの特殊金融機関が特恵的な金利で貸出を行ない、中央銀行たるフランス銀行も中期信用のため再割引を行なうので、一般企業は資本市場

で債券を発行して資金調達する必要が少ない。

また両国に共通したことだが長期貸出を行なう特殊金融機関は、その資金源として自ら債券を発行するので民間企業にとってただでさえ狭い起債市場をますます圧迫する結果になっている。

ケネン教授の言を借りると、このような証券市場の未発達が西独、フランスでは貯蓄を債券から他の資産に転換せしめており、更にはそれがヨーロッパ資金にニューヨークに通ずる道をつけるに役立っていることになる。次に外債発行に関する行政上の制限について述べると、現在、各国とも外債発行を含めて、外国資本取引を自由化する方向にあって、事実かなりの程度まで自由化されている。しかし外債の流出入に対し全く人為的制限をしない。本当の自由市場であるのはアメリカのみで、ヨーロッパ諸国はこれまで主として国際収支の観点と自国の資金需要充足の見地から、かなり強い規制をしてきたのであって、今後と雖ども完全に自由化することは不可能であり、たとえ為替管理上の規制はなくとも、なんらかの形で行政的な規制は残されている。

ヨーロッパ諸国のうち、外国の起債について最も規制がゆるやかなのは西独、ベルギー、ルクセンブルグでこの三国についてはスイスが比較的自由である。

イタリアは戦後、国際機関による三件の起債しか許可しておらず、フランスは更に徹底してフラン圏による起債しか従来、認めていなかった。

スイスは比較的規制の少ないところがあるが、起債は中央銀行への届出制がとられている。すなわち、連邦銀行法により金額1000万フラン以上、期間一年以上の対外貸付は中央銀行に報告することを要求され、中央銀行は、そのときの為替、金利、経済の状態により、それを拒否したり、それに条件をつけたりすることが出来る。

オランダも外国の起債は中央銀行の厳重な規制下におかれている。中央銀行は自国の国内金融市場や国際収支の動向をにらみ合せて毎年起債枠を定めることにより、外債の受入を随時コントロールしている。また、現在は一件あたりの発行限度も、5,000万ギルダーと規制されている。

西ドイツは外債発行については為替管理上は全く自由で国内債と同様の取扱いである。最後に資金コスト、そのうちの金利差と外債起債量との関係につき

若干ふれておく。別表にみられるように各国の一流事業債の利廻り及びコストは国によって相当の開きがある。

## 一流事業債の利廻りおよびコスト

(％年率)

	表面利廻り	応募者利廻り	発行時コスト	発行者利廻り
日本	7.3	7.41	0.40	8.2
アメリカ	4.37	4.45	0.06	4.6
スイス	3.75	4.02	6.25	4.4
イギリス	6.25	6.43	0.13	6.7
オランダ	4.75	4.81	0.33	5.3
西ドイツ	6.00	6.12	0.48	7.0
イタリア	5.50	6.15	0.22	8.9
ベルギー	5.50	5.57	0.39	6.2
フランス	5.00	5.77	0.45	7.8

出所, The Times, 1963年4月16日.

高金利国の資金需要者が、低金利国の資本市場に資金供給源を求めるのが一般的に予想されるところであるが、ケネン教授は金利格差と外債起債量との間には明確な関係を把握することは困難といっている。

これは問題は必要な資金量が調達出来るかどうかであり、需要者は借入が出来るのであれば多少の金利高には目をつぶる。とくに国債、公共債には金利弾力性は比較的少ないといったような事情によるものであろう。

しかし以上のことは金利較差が変動しても起債量がそれに比例して変動しないというだけのことであり、金利の相対的に低いところはやはり起債量が多いということは明確に言いうる。金利がその市場の資金需給関係、規模、ならびに制度的なあるいは伝統的な構造やその国の金融政策によって決定されるものである以上、資金の借入れ易い市場構造をもっているところは従って金利も安いと言い得よう。

ヨーロッパ全体に共通していえることはスイスを除いて金利が割高であるこ

とである。

以上述べた観点からヨーロッパ各国市場を概評すると、

(1) スイス市場。国民貯蓄と流入外資を主要資金源とし、スイス・フランの調整をバックとするスイス市場は低金利、低コスト、かつ国内債の起債需要も大きくないから、今後もヨーロッパでは最も安定した市場としての地位を保つであろう。ただし国力が小さいこと、外資流入に限度があることから起債額の大幅増加は望めない。

(2) オランダ市場。低金利、低コスト、かつ国内起債需要も比較的小さい。ただしおもな資金源は外資の流入であるから、国際収支の面からチェックされ易い、国力も小さく、現状維持が精一杯というところであろう。

(3) 西ドイツ市場。外債発行上の制限はなく、国力も大きく、国際収支は安定しており、金・外貨準備も豊富であるにも拘らず、外債市場としての実績が少ないのは、高金利、高コストであるためである。

(4) フランス市場。現在はまったく閉鎖されており、最近パリー市場をE.E.Cの中心市場にするというフランス政府の方針が伝えられてはいるが、早急に早急に実現することは難しい。しかし市場の大きさは西ドイツに匹敵し、以前に比べて経済の安定感も著しいから、市場が開放されれば有望な市場となりうる可能性はある。

(5) イタリア、ベルギー市場。両国とも現在のところ国内の資金需要が大きく、起債コストも高く外債市場として期待することは無理である。

(6) イギリス市場。外債発行実績はスイスに次ぐが、英連邦諸国の起債が大部分を占めている。戦前は国内債より外国債の起債が大きかったが、戦後はこの比率が逆転した。したがって国内資金を外債発行に向けることは難しいがロンドンのシティ筋がねらっているのは、ロンドンに集まってくる外国資金をこれにあてることである。したがってロンドンの外債市場としての可能性はロンドンがどの程度、世界の金融市場としての地位を回復するかにかかっているといえよう。

このようにヨーロッパ諸国の市場は、一国としてはとうていニューヨーク市場に匹敵しえない。そこで考えられる解決策はこれらの市場が統合され、単一の市場を形成することである。



## III ヨーロッパ資本市場の新しい動き

ヨーロッパ資本市場の育成はアメリカや我国のような借入国にとって望ましいだけでなく、ヨーロッパ自身にとって必要なことである。そのためにヨーロッパの資本市場を統合しようとする動き、あるいはこれと平行して個々の資本市場の強化、整備の動きが目立っている。

このような新しい動きを外債発行方式についてみると、

- (1) ロンドンないしルクセンブルグを発行地乃至上場地とするドル建起債
- (2) ユニット・オブ・アカウント建起債 (Unit of Account)
- (3) アプス構想にもとづく起債

(1) の形式が当面もっとも活発な動きをみせている

この形式の起債は既に11件を数え、しかも現在交渉中のものが数件ある模様である。

この形式が現在成功している理由は、まずロンドン市場の国際資本市場としての長い伝統ある機能と経験を生かしヨーロッパにあるドル資金をこれに投資させることによってアメリカの対外債務の固定化をはかり、比較的上場の容易なルクセンブルグ市場に上場することにより欧州大陸筋の機関投資家のドル資金を動員するというように現状を改革することなく利用することが出来る点である。

しかし長期的にみると問題は多い。その最大のものはヨーロッパで動員しうるドル資金の限度である。もしヨーロッパにあるドル資金だけで足りず新たにアメリカからドルの流出がおこれば、利子平衡税を提案したアメリカの意図に反するわけであり、なんらかの対抗措置がとられるであろう。

また利子平衡税は時限立法であるからその効力が切れた後はドル建起債は再び有利なニューヨーク市場に集中することが考えられる。

(2) のユニット・オブ・アカウント方式は決して最近に考え出されたものではない。これを使用した起源もすでに61年に実現している。それにもかかわらず最近この方式が非常に注目をあつめているのは、この方式によって各国市場という境界を越えて国際的に資金が調達されるという点に加えて、将来資本市場が統一され、ヨーロッパに単一通貨が導入されるための下地を作りうる可能性をもっており、現実はこの方向に向って一歩前進しているからである。

このユニット・オブ・アカウント方式による起債の創始者、クレジット・バンクの頭取コラン氏はその意義について次のように言っている。「ヨーロッパ大陸には各国市場が分立しているので必要資金をまかなうだけの規模をもつ市場がない。このような資金不足はヨーロッパ企業にとって大きなハンディキャップとなっている。どうしたら単一の大資本市場をヨーロッパに形成しうるか。それには二つの方法がある。

第一は単一のヨーロッパ通貨の導入である。

しかしこのような改革はまだ時期尚早であり、各国政府および通貨当局はまだその自主権を放棄することに同意しないようである。そこで残された可能性は一つしかない。それは各国で発生する契約上の債務の確定にあたりユニット・オブ・アカウントを使用することである」。

市場統合の最大の障害は通貨の異なること。通貨が異なるために為替相場変動のリスクがある。そこでユニット・オブ・アカウントでもって投資家に為替変動のリスクを免れさせ、ヨーロッパ全土にわたって外債を発行しようというわけである。

ユニット・オブ・アカウントは国際的な債権債務を確定するための価値尺度であって、統一された定義があるわけではない。したがって当事者間の話し合いによって自由に定義づけられる（ユニット・オブ・アカウントの内容についての説明はここでは省略する）。

ユニット・オブ・アカウント建起債に対しては、自国通貨に対する信認を失わせる結果になるとかいった色々の批判があり、スイス当局や西ドイツ当局は反対しているといわれるが、一般投資家の関心は案外高いともいわれ、今後しだいに本方式は発達するものと予想されている。

(3) アプス構想というのはドイツ銀行頭取アプスが1993年10月西ドイツ銀行大会で行った「ヨーロッパにおける銀行界の協力」と題する演説の中で提案したものである。その骨子は「現在ヨーロッパで外債を起債したい国に対して開かれている市場はごく僅かである。また引受能力も限られている。そこで国際的な銀行引受国を結成して外債発行を引受け、それを各国に割当ててはどうだろうか。なおその際、表面金利と期間は等しくし各国の金利差に応じて発行価格に差をつける。また各国の引受分はその国の通貨建てで発行する」といったも

のである。

この構想には色々の欠点はあるが、そのまま現状にあてはめることが出来る点で現実的ではある。

この構想は各国の注目をあつめ、1963年12月発行された欧州投資銀行債はこの線に沿って起債の条件の調整が行われたとえ伝えられている。

アプス構想をそのまま具体化した起債はまだ一件もないが1964年2月末にスイスで発行された5,000万スイス・フランの日本国債はその具体化のはしりといわれている。というのはこのスイス・フラン債の発行目論見書に「64年半頃には西ドイツで1億マルクの日本国債を発行する用意がある。これはヨーロッパにおける共同外債発行の一環である」と記されているからである。

このようにヨーロッパ単一資本市場形成への努力が現実になされているのであるが、真にヨーロッパが大きな資本市場となるためには、E.E.C.による経済統合をまつほかはない。E.E.C.は経済的独立を保つ諸国家からなる協力機構ではなく、加盟国の経済的統合、ひいては政治的統合を目指すものであるから最終的にはその地域内に共通通貨を設定することは必然的帰結であるといえよう。そしてこの共通通貨の導入こそヨーロッパ市場統合とうらはらをなすものであろう。(1964年6月30日稿)



# Portfolio 選択理論の序説的考察

三木谷 良一

## I

Portfolio 選択理論の問題は、いくつかの制約条件のもとに、特定の目的函数を最大（あるいは最小）ならしめるような最適の金融資産の保有割合を決定することであると、一般には云うことが出来よう。

Portfolio 選択についての議論は、理論的、実証的に英米においては、1950年代に入ってから急速に活発化して来た。しかし端緒的には、すでに J. M. Keynes によって、流動性選好説としてその経済理論体系の中に組込まれていることは周知のことである。そこでは将来の利子率水準が不確実である（したがって将来の債券価格変動が不確実である）という前提条件のもとで、貨幣と証券の保有割合はいかに決定されるか、という問題提起であった。いま現行利子率が高ければ高い程、将来利子率の下落の可能性、したがって、資本利得の可能性が高いと、人々は予想するであろう。したがって、かかる種類の期待のもとでは、利子率が高ければ高いほど、人々は投機的貨幣の保有を減じ、証券の保有を増加さすであろう。經常利子率と投機的動機にもとづく貨幣保有量は逆関係にあることが、ケインズにおいて結論された。

しかしケインズにあっては、貨幣（安全金融資産）と証券（危険金融資産）の選択のみが問題とされ、かつその二つの保有割合の絶対値を決定する問題は取上げられなかった。

この方面における先駆的業績は Harry Markowitz の 1952年の論文である<sup>(1)</sup>。それは後に彼の書物“Portfolio Selection”（1959年）、また James Tobin

---

(1) Harry Markowitz, "Portfolio Selection", Journal of Finance, March 1952.

の論文“Liquidity Preference as Behavior towards Risk”, (1958年)<sup>(2)</sup>へと発展して行った。

そこでの分析の特徴は数理統計学の概念と数理計画法の利用である。その議論の大綱を見るために、選択資産の種類を三つに限って要約する。

$R_i$ , ( $i=1, 2, 3$ ), は第  $i$  番目の証券の収益率であり, これは確率変数であり, その平均値 ( $\mu_i$ ) と, 分散 ( $\sigma_{ii}$ ) をもつ主観的確率分布をしている。

また  $R_i$  と  $R_j$  との間には共分散, covariance, ( $\sigma_{ij}$ ) が想定される。<sup>(3)</sup>

$X_i$ , ( $i=1, 2, 3$ ),  $X_i$  は投資家はその全資産のうち, 第  $i$  番目の証券に投資する割合である。  $\sum_{i=1}^3 X_i = 1$

したがって今投資家が [ $X_1$   $X_2$   $X_3$ ] なる Portfolio Selection を行った場合に, その全収益率 ( $R$ ) は,

$$R = R_1 X_1 + R_2 X_2 + R_3 X_3$$

となる。 $R_1, R_2, R_3$  はそれぞれ確率変数であるから,  $R$  もまた確率変数である。

全収益率  $R$  の期待値 (平均値) は,

$$\begin{aligned} E \equiv E(R) &= E(R_1 X_1) + E(R_2 X_2) + E(R_3 X_3) \\ &= X_1 E(R_1) + X_2 E(R_2) + X_3 E(R_3) \\ &= \sum_{i=1}^3 X_i \mu_i \end{aligned}$$

また分散, variance は

$$\begin{aligned} V \equiv E [R - E(R)]^2 &= E[X_1(R_1 - \mu_1) + X_2(R_2 - \mu_2) + X_3(R_3 - \mu_3)]^2 \\ &= \sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^3 \sigma_{ij} X_i X_j \end{aligned}$$

以上整理すると,

$$\left\{ \begin{array}{ll} V = \sum_j \sum_i \sigma_{ij} X_i X_j & \dots\dots\dots(1) \\ E = \sum_i \mu_i X_i & \dots\dots\dots(2) \\ \sum X_i = 1 & \dots\dots\dots(3) \\ X_i \geq 0 & \dots\dots\dots(4) \end{array} \right.$$

(2) The Review of Economic Studies, No. 67, Feb. 1958.

(3)  $\sigma_{ij} = E\{ [R_i - E(R_i)] [R_j - E(R_j)] \}$

これは **Quadratic Programming** として、 $\mu_i, \sigma_{ij}$  の係数が既知であれば、 $X_i$ の解を見出すことが出来る。すなわち **E**に特定の値 ( $\bar{E}$ )を附すことによって問題は、次の様になる。

$$\text{Minimize } V = \sum \sum \sigma_{ij} X_i X_j \quad \dots\dots\dots(5)$$

$$\text{Subject to } \bar{E} = \sum \mu_i X_i \quad \dots\dots\dots(6)$$

$$\sum X_i = 1 \quad \dots\dots\dots(7)$$

$$X \geq 0 \quad \dots\dots\dots(8)$$

われわれは最適解  $[\bar{X}]$  を得ることが出来る。また **E**に異った値を附することによって他の最適解を得るであろう。

$i=1, 2, 3$  の場合を図によって示す。

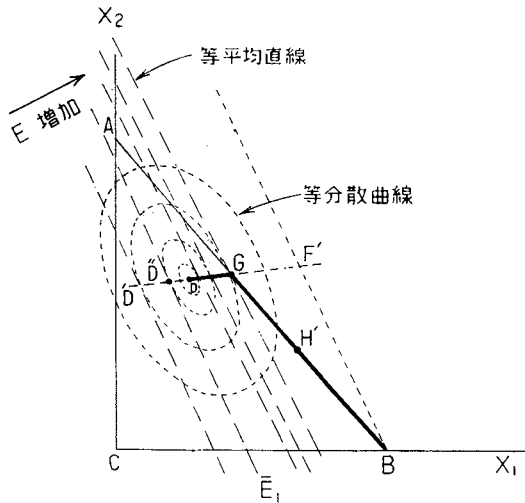
(5)式は楕円式であり、

中心  $D$ に近い、小さな楕円ほど分散  $V$ の小さな楕円である。<sup>(4)</sup>

また(6) (7)式により、

$$\begin{aligned} \bar{E} &= \mu_1 X_1 + \mu_2 X_2 + \mu_3 (1 - X_2 - X_3) \\ &= (\mu_1 - \mu_3) X_1 + (\mu_2 - \mu_3) X_2 + \mu_3 \end{aligned}$$

これは等平均直線として図に示されている。 $\bar{E}$ が大になれば右方へシフトする。



【第一図】

(4) (7)より  $X_3 = 1 - X_1 - X_2$

(5)に代入  $V = \sigma_{11}X_1^2 + \sigma_{12}X_1X_2 + 2\sigma_{12}X_1X_2 + 2\sigma_{13}X_1(1 - X_1 - X_2) + 2\sigma_{23}X_2(1 - X_1 - X_2) + \sigma_{33}(1 - X_1 - X_2)^2$   
 $= (\sigma_{11} - 2\sigma_{13} + \sigma_{33})X_1^2 + (\sigma_{22} - 2\sigma_{23} + \sigma_{33})X_2^2$   
 $+ 2(\sigma_{12} - \sigma_{13} - \sigma_{23} + \sigma_{33})X_1X_2 + 2(\sigma_{13} - \sigma_{33})X_1$   
 $+ 2(\sigma_{23} - \sigma_{33})X_2 + \sigma_{33}$

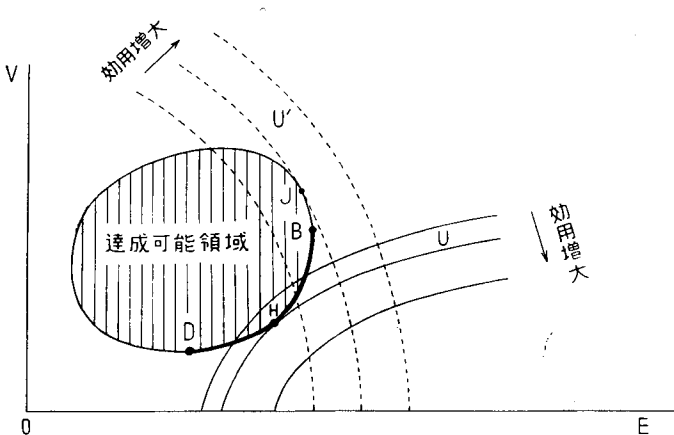
更に(7) (8)式によって、 $\triangle ABC$ が規定される。 $\triangle ABC$ は達成可能な領域である。

(6)式において特定の $\bar{E}$ の値、たとえば $\bar{E}_1$ を与えることは、第一図で直線 $\bar{E}_1$ を選択することである。そこで全収益率の分散、 $V$ を最小ならしめることは、等分散楕円と $\bar{E}_1$ との接点を見出すことである。第一図では点 $D''$ がそれである。したがって任意の値を $\bar{E}$ に与え、(5)(6)式を解くことによって、直線 $D'F'$ を得る。

ところが、 $D''$ は $D$ に比して、 $\bar{E}$ は小さく、かつ $V$ は大である。すなわち、 $D''$ におけるごとき Portfolio は、 $D$ におけるそれに比して、期待収益率は悪く、かつ危険も大であり、投資家が危険を特に好まないかぎり、明かに $D$ 点の Portfolio を選好するであろう。すなわち $\bar{D}\bar{D}'$ は、 $D$ と比べて劣悪な、無効な Portfolio である。

$D \rightarrow G$ に従って、 $\bar{E}$  (期待収益)も増加するかわりに、一方 $V$  (危険)も増大する。 $GF'$ は(7)式の制限により達成不可能である。 $G \rightarrow B$ に従って、 $D \rightarrow G$ と同様に、 $\bar{E}$ の増加、 $V$ の増加が見られる。

$D \rightarrow G \rightarrow B$ は有効集合 (the efficient set) と呼ばれる。投資家は達成可能な領域として、 $\triangle ABC$ をもっており、領域内のいずれの点も選択可能であるが、 $D \rightarrow G \rightarrow B$ のみが有効な Portfolio であって、それ以外の Portfolio はい



第二図



わば無効な Portfolio として支配 (dominate) されてしまう。有効な Portfolio 線上の、すなわち  $\overline{DGB}$  上の任意の二点を比較する場合、一方の  $E$  (収益) が大であれば、その  $V$  (危険) も大であって、二点のうち、いずれが投資家にとって有利であるかは以上の情報だけでは決定することが出来ない。

その決定には、投資家の  $E$  と  $V$  に対する評価の問題が介入して来る。

第一図はいわば Portfolio Space の図であるが、これを平均値・分散、( $E$ ・ $V$ ) 空間に写像して見ると第二図のごとくなるであろう。

第一図での達成可能領域は斜線の領域で示されるであろう。

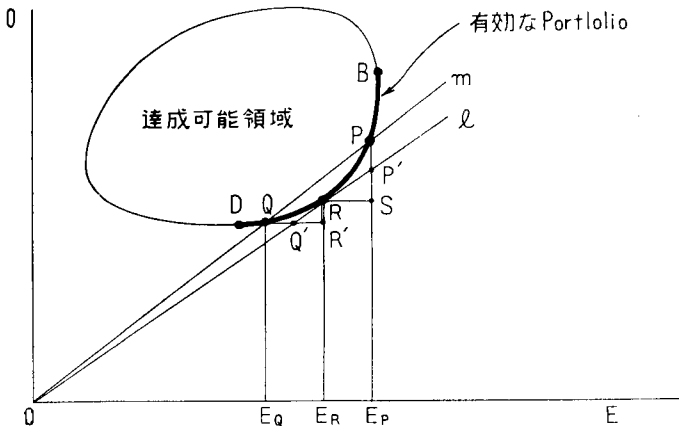
また有効な Portfolio は  $DHB$  の太線の部分で示される。 $D$  点は達成可能領域に含まれておりかつ  $V$  の最低となる点であり、また  $B$  点は、達成可能領域に含まれており、かつ  $E$  の最大になる点である。

人々が今  $E$ - $V$  空間のある点を選択するとき、次の二つの基準に従うものとする。

i)  $E$  を固定した場合、 $V$  が最低になる様な点、すなわち (Min  $V$ , Fixed  $E$ ) を選択する。

ii)  $V$  を固定したとき、 $E$  が最大になる様な点、すなわち (Fixed  $V$ , Max  $E$ ) を選択する。

この二つの基準を満す点は、第二図で  $DHC$  の境界線である。すなわち第二



〔第三図〕

図の境界線  $DHC$  は、第一図の  $DGB$  の  $E$ - $V$  空間への写像である。

有効な Portfolio の中、いずれの Portfolio を選択するかは、当該投資家の  $E$  (収益) と  $V$  (危険) についての主観的評価が与えられないかぎり決定することは出来ない。

今  $E$  と  $V$  についての等効用曲線 (無差別曲線) を考えて見る。もし投資家が危険回避的タイプ (risk-avertter) であるとする。かかるタイプの投資家の無差別曲線は第二図で  $U$  に示される一組の曲線群で示されるであろう。  $V$  (危険) が増大するにつれて、限界的に同じ危険度 ( $\Delta V$ ) を補うに必要な、限界収益 ( $\Delta E$ ) は増大する。<sup>(5)</sup>

もし投資家が危険愛好的である場合、すなわち、危険を冒すこと自体が正の効用であるような賭博者的な場合には、その無差別曲線は第三図の  $U'$  で示される。

危険回避的タイプの投資家は、その効用が極大のところを選択を行うであろう。たとえば第二図の点  $H$  を選択するであろう。また危険愛好タイプの投資家は点  $J$  を選択するであろう。

危険回避的タイプの投資家は、(注での (イ), (ロ) のタイプともに)、その最適 Portfolio を、必ず有効な Portfolio (図では  $DHB$ ) の中から選択するで

$$(5) U_0 = U(E, V)$$

$$\frac{dV}{dE} = -\frac{U_E}{U_V}, \quad \left( U_E = \frac{\partial U}{\partial E} \text{をしめす} \right)$$

$$\frac{d^2 V}{dE^2} = -\frac{U_{EE} U_V - U_E U_{VE}}{(U_V)^2}$$

ここで3つの場合が区別される。

(イ) 危険回避的で、逡増的に危険回避を求めるタイプ。

$$\frac{dV}{dE} = -\frac{U_E}{U_V} > 0, \quad U_E > 0, \quad U_V < 0$$

$$\frac{d^2 V}{dE^2} > 0, \quad \text{すなわち} \quad \frac{U_{EE}}{U_E} < \frac{U_{VE}}{U_V}$$

(ロ) 危険回避的であるが、危険回避の度合は逡減するタイプ。

$$\frac{dV}{dE} = -\frac{U_E}{U_V} > 0.$$

$$\frac{d^2 V}{dE^2} > 0, \quad \frac{U_{EE}}{U_E} > \frac{U_{VE}}{U_V}$$

(ハ) 危険愛好者タイプ (Risk-lover)

$$\frac{dV}{dE} = -\frac{U_E}{U_V} < 0, \quad U_V > 0$$

あろう。最適 Portfolio は有効な Portfolio の中に含まれる。

しかし危険愛好家タイプの場合には、最適 Portfolio が必ずしも有効な Portfolio から選ばれるとは限らない。例えば第二図における様な場合であると、点  $J$  のごとき非有効的な Portfolio が選択される可能性がある。また、たとえ有効な Portfolio から選択されとしても、それは端点から選ばれるであろう。これは有効な Portfolio (DHB) においては、 $\frac{dV}{dE} > 0$  であり、危険愛好家タイプの無差別曲線においては  $\frac{dV}{dE} < 0$ 、であることから明かである。

次に主観的効用を導入せずに次の様に議論することも可能である。

われわれは個々の証券の収益率の期待値 ( $\mu_i$ ) と分散ならびに共分散 ( $\sigma_{ij}$ ,  $\sigma_{ij}$ ) を知っているから、一定額の資産を、種々の比率で投資した場合に得られる全収益率の期待値と分散の、達成可能な組合せを知ることが出来る (第三図の達成可能領域)。今危険の尺度として、標準偏差 ( $\sqrt{V} = \sigma$ ) をとるとする。

更に標準的な投資家は、危険を考慮に入れた収益率の規準として ( $\frac{E}{\sigma}$ ) を尺度とするとしよう。これは、いわば  $E$  の scale に関係なく収益・危険の相対比率をもって行動の規範としている場合である。いま ( $\frac{E}{\sigma}$ ) が  $E$  の大きさと独立であるとすれば、彼は ( $\frac{E}{\sigma}$ ) を最大たらしめる如き Portfolio を選択するであろう。第三図で言えば直線  $l$  のごとき、達成可能領域に下から接する点  $R$  が最適 Portfolio である。

もし observable な Portfolio が点  $R$  に合致しておれば、この投資家は上記の意味の「標準的な」な投資家と云うことが出来る。

しかし現実には投資家が点  $P$  とか点  $Q$  を選択している場合には、その最適規準は上記の規準とは異なったものであるにちがいない。

いま第三図において点  $Q$ ,  $P$  を通る直線  $m$  と、達成可能領域に下から接する直線  $l$  を比較してみる。明かに直線  $m$  上の点の平均収益・危険比率 ( $\frac{E}{\sigma}$ ) は、 $l$  上のそれより小である。にもかかわらず現実に  $R$  でなくて  $P$  または  $Q$  が選ばれたという事実は、この投資家の行動規準が、平均収益・危険比率の最大化とは別個のものであることを示している。まず  $P$  と  $R$  とを比較して  $P$  が選ばれた場合、 $P > R$  を考えて見よう。 $P$  が選ばれたということは、当該投資家にとって  $P$  のごとき Portfolio の方が、 $R$  のそれよりも“有利”である結果であ

る。 $\overline{RS} (\Delta E)$  だけ 限界収益率を高めるために、 $\overline{SP} (\Delta \sigma)$  だけ 限界危険度をあえて甘受しても、この投資家は  $P$  点の方が  $R$  より有利であると判断しているわけである。 $P$  点が  $B$  に近づけば近づくほど  $\frac{\Delta \sigma}{\Delta E}$  は大となる。すなわち投資家は、限界収益の一単位の増加をはかるために、ますます大なる危険を冒すことを、あえて辞さないわけである。したがって点  $B$  に近い Portfolio Point を選択する投資家ほど、限界収益を高めるためには、より大なる危険を甘受するタイプの投資家である。つまり収益が増大すれば（したがって将来資産が増大すれば）、多少の危険を問題としないような投資家である。

逆に点  $R$  より左方の点、たとえば点  $Q$  を選択する投資家は、収益率よりも、むしろ安全性を高く評価する投資家である。 $R$  点よりも点  $Q$  が選択されている場合、一定の危険度の減少を図るために、すなわち  $\overline{RR'}$  だけ危険度を引下げるために、投資家は  $\overline{Q'R'}$  を上廻る  $\overline{QR'}$  の収益を犠牲にしても、なおかつ  $Q$  点の Portfolio の方が、 $R$  点の Portfolio よりも有利であると判断しているわけである。 $D$  点に近い Portfolio を選択する投資家は、いわば“安全第一”主義のタイプの資産選択者である。

## II

前節では Portfolio 選択の均衡点の分析であったが、この節では移動均衡論的考察を取上げる。<sup>(6)</sup>

理論の単純化のために、選択対象となっている資産は、安全資産（流動的で、たとえば現金）と危険資産（たとえば長期証券）の二者であるとする。

投資家は、その効用函数  $U(X)$  の期待値 (the expected value) を最大にする様に行動するものとする。 $X$  は当該投資家の富 (wealth) を表す。

効用函数については次の想定を設ける。

- (1). 効用函数は bound されている。
- (2). 限界効用は正である。 $U'(X) > 0$ 。
- (3). (1), (2) より当然限界効用は逡減する。 $U''(X) < 0$ 。

(6) Kenneth T. Arrow, "Comment" to J. S. Deusenberrys' "The Portfolio Approach to the Demand for Money and Other Assets". Feb. 1963. Review. of Econ. & Stat. が本節の基礎をなしている。

次に危険回避の尺度 (the measure of risk aversion) として二種類考えて見る。

(イ) 相対的危険回避尺度として次のごとく定義する。

$$R.R. (X) \equiv -X \frac{U''(X)}{U'(X)}$$

これは限界効用の所得弾力性である。<sup>(7)</sup>

(ロ) 絶対的危険回避尺度として、

$$A.R. (X) \equiv -\frac{U''(X)}{U'(X)}$$

両者ともに、効用の尺度から独立していることが注意されねばならない。

また相対的危険回避尺度には富の絶対水準 ( $X$ ) が **explicit** に入っているのに対して、絶対的危険回避尺度の定義には、それが **explicit** に入っていない。

効用函数が **bound** されていることから、危険回避が、 $X$  について単調であれば、相対的危険回避尺度は  $X$  について単調増大する。すなわち、富 ( $X$ ) が大になるにしたがって相対的危険回避尺度  $R.R. (X)$  は増大する。すなわち<sup>(8)</sup>

$$\frac{d [R.R.(X)]}{dX} > 0.$$

$X$  の増大につれて、絶対的危険回避尺度が増大するか、減少するかは、効用函数についての以上の想定からは、先験的には判定出来ない。

いま投資家は、現金か証券かのいずれかの形で富を保有するとしよう。証券

$$\begin{aligned} (7) \quad \text{限界効用の所得弾力性} &= -\frac{dU'(X)}{U'(X)} \bigg/ \frac{dX}{X} \\ &= -X \frac{dU'(X)}{dX} \bigg/ U'(X) \\ &= -X \frac{U''(X)}{U'(X)} \end{aligned}$$

(8) 効用函数の **boundness** から、

$$\lim_{X \rightarrow \infty} -X \frac{U''(X)}{U'(X)} > 1$$

$$\lim_{X \rightarrow 0} -X \frac{U''(X)}{U'(X)} < 1$$

を保有した場合、利子収入と資本利得（損失）の合計が総収入になる。これは将来の利子率変動に依存しているわけであるから、総収入率は確率変数である。

$A$  = 初期保有の富の量

$R$  = 上述の意味の利子率、確率変数

$a$  = 保有せんとする証券類

しからば期末の富は

$$a(1+R) + (A-a) = A + aR \quad \dots\dots(1)$$

となる。

問題はこの期末の富の効用の期待値を最大にする様な、 $a$ の大きさ如何ということである。

$$\max_a E[U(A+aR)], \quad 0 < a < A \quad \dots\dots(2)$$

たらしめる $a$ を決定することである。(2)を $a$ について微分し、極大条件を求めれば次のごとくなる。

$$E[U'(A+aR) \cdot R] = 0 \quad \dots\dots(3)$$

テーラー展開により近似化すると、

$$E\{[U'(A) + U''(A) \cdot aR]R\} = 0$$

$$a = -\frac{U'(A) \cdot E(R)}{U''(A) \cdot E(R^2)} \quad \dots\dots(4)$$

前提により  $U'(A) > 0$ ,  $U''(A) < 0$ , また  $E(R^2) > 0$  であるから、

もし  $E(R) > 0$  ならば、 $a > 0$  である。

もし  $E(R) < 0$  ならば、 $a = 0$  である。(2)式の条件による。)

すなわち利子率の期待値が正であるかぎり、投資家は証券を必ず保有するであろう。

次に初期の富の量( $A$ )が証券保有額( $a$ )に及ぼす影響を見ると、

(4)より、最適の $a$ は、

$$a_{opt.} = -\frac{1}{U''(A)} \cdot \frac{E(R)}{E(R^2)} = -\frac{1}{A \cdot R(A)} \cdot \frac{E(R)}{E(R^2)} \quad \dots\dots(5)$$

である。

$$\frac{d a_{\text{opt.}}}{dA} = - \frac{d[A.R.(A)]}{[A.R.(A)]^2} \cdot \frac{E(R)}{E(R^2)} \quad \dots\dots(6)$$

もし絶対的危険回避数が通増的であるならば、すなわち  $\frac{d[A.R.(A)]}{dA} > 0$  であるならば、初期の富、 $A$ 、が大になればなるほど、証券保有量を減ずる、 $\frac{d a_{\text{opt.}}}{dA} < 0$ 、結果になる。これは投資者の富が大になれば、かえって証券保有量の絶対額を減ずるといふ、現実には妥当しない結果であり、したがって絶対的危険回避係数が通増的であるということは現実の投資家の行動に合致しない。

逆に絶対的危険回避係数が通減する場合には、投資者は、初期の富が大であれば、証券投資額も増大させるという通常の結論をえる。

次に相対的危険回避係数との関連において考察して見る。

(4)式より

$$\begin{aligned} \frac{a}{A} &= - \frac{U'(A)}{A U''(A)} \cdot \frac{E(R)}{E(R^2)} \\ \frac{a}{A} &= \frac{1}{R.R.(A)} \cdot \frac{E(R)}{E(R^2)} \quad \dots\dots(7) \end{aligned}$$

相対的危険回避尺度が通増的であるならば、初期の富( $A$ )の増大につれて、証券の保有割合 ( $\frac{a}{A}$ ) は通減する。この場合には、証券保有量の富に対する弾力性は1より小になる。<sup>(9)</sup>

更に(7)式より

$$a = \frac{A}{A.R.(A)} \cdot \frac{E(R)}{E(R^2)}$$

$$(9) \quad \frac{a + \Delta a}{A + \Delta A} < \frac{a}{A}$$

$$\frac{1 + \frac{\Delta a}{a}}{1 + \frac{\Delta A}{A}} < 1$$

$$\frac{\Delta a}{a} \Big/ \frac{\Delta A}{A} < 1, \quad \left( 1 + \frac{\Delta A}{A} > 0 \text{ とするならば。} \right)$$

$$\frac{da}{dA} = \frac{R.R.(A) - A \cdot [R.R.(A)]'}{[R.R.(A)]^2} \cdot \frac{E(R)}{E(R^2)} \quad \dots\dots(8)$$

相対的危険回避係数の富に対する弾力命が1より小さい場合には、 $\frac{da}{dA} > 0$  すなわち投資家は富の増大とともに、証券保有の絶対額を増加<sup>(10)</sup>さす。

他方、もし相対的危険回避係数の富に対する弾力性が1より大である場合には、投資家は富の増大とともに、証券保有の絶対額を減少さすという、非現実的な結果になるので、上述の弾力性が1より大の場合は通常ではありえない。

次に利子率の変動が、証券保有量(a)に及ぼす影響の問題を見よう。<sup>(11)</sup>

$$\begin{aligned} a &= \frac{1}{A.R.(A)} \cdot \frac{E(R)}{E(R^2)} \\ &= \frac{1}{A.R.(A)} \cdot \frac{E(R)}{\text{Var}(R) + [E(R)]^2} \quad \dots\dots(9) \end{aligned}$$

利子率変動の最適証券保有量に及ぼす影響を見るには、(9)式において  $\frac{E(R)}{E(R^2)}$  または  $\frac{E(R)}{\text{Var}(R) + [E(R)]^2}$  だけを考察すればよい。

利子率は確率変数として取扱われているから、その変動は二つの構成部分、すなわち平均、 $E(R)$ の変動と、バラつき $\text{Var}(R)$ 、 $E(R^2)$ の変動に分割して考えなければならない。

種々の場合が起りうるが、二三の典型的な場合を考察する。

(i) 利子率の平均  $E(R)$  は増加し、一方平均を中心とする分散は不変の場合  $\text{Var}(R) = \text{constant}$ 。

(10)  $\frac{da}{dA} > 0$  なるためには、

$$R.R.(A) - A \cdot \frac{d[R.R.(A)]}{dA} > 0$$

$$\frac{d[R.R.(A)]}{R.R.(A)} \Big/ \frac{dA}{A} < 1, \quad (R.R.(A) > 0 \text{ である。})$$

$$\begin{aligned} (11) \quad \text{Var}(R) &= E[R - E(R)]^2 \\ &= E(R^2) - [E(R)]^2 \end{aligned}$$



利率についてある特定の分布が想定されるならば<sup>(12)</sup>、利率の期待値の上昇は証券保有量の増加をもたらす。

(甲) 次に利率の期待値  $E(R)$  は不変であるが、ゼロを中心とする分散、 $E(R^2)$  が増加した場合。

この場合には  $E(R^2)$  と逆比例して証券保有量は減少する。

(乙) 利率の期待値、 $E(R)$  は不変であるが、平均を中心とした分散、 $\text{Var}(R)$  が変化した場合。

$b = \frac{E(R)}{\text{Var}(R) + [E(R)]^2}$  において、 $E(R)$  は不変であるから、明かに  $\text{Var}(R)$  の増加は  $b$  の減少をとまなう。すなわち、利率の期待値が不変であるかぎり、その確率分布の分散の増大は、(したがって危険率の増大は) 投資家をして、貨幣(乃至は流動的資産)を選好せしめる。

(丙) 以上の変化の種々の複合的組合せが考えられる。

その中の一つのケースとして、利率の平均、 $E(R)$ 、と平均を中心とする分散、 $\text{Var}(R)$  の同時変化の場合を取上げて見る。

$$b = \frac{E(R)}{\sigma_R^2 + [E(R)]^2} = \frac{1}{\sigma_R} \cdot \frac{\frac{E(R)}{\sigma_R}}{1 + \left(\frac{E(R)}{\sigma_R}\right)^2} = \frac{1}{\sigma_R} \cdot \frac{\rho}{1 + \rho^2} \dots\dots(10)$$

ただし  $\rho = \frac{E(R)}{\sigma_R}$

(12)  $b = \frac{E(R)}{\text{Var}(R) + [E(R)]^2}$  とおく。

$$\frac{d b}{d E(R)} = \frac{\text{Var}(R) + [E(R)]^2 - 2 E(R) \cdot E(R)}{[\text{Var}(R) + [E(R)]^2]^2}$$

$$= \frac{\text{Var}(R) - [E(R)]^2}{[\text{Var}(R) + [E(R)]^2]^2}$$

$$\text{Var}(R) - [E(R)]^2 > 0$$

$$\frac{[E(R)]^2}{\text{Var}(R)} - \left(\frac{E(R)}{\sigma_R}\right)^2 < 1$$

もし  $\frac{E(R)}{\sigma_R} > 1$  ならば  $\frac{d b}{d E(R)} > 0$

$\rho$  は前節で使用した収益・危険比率である。まず利子率の期待値、 $E(R)$ の増大に比例してその標準偏差、 $\sigma_R$ も増大する場合、すなわち  $\rho$  を不変に保つ様な、 $E(R)$ と $\sigma_R$ の同時的増加が生じた場合が考えられる。(10)式から明かごとく、この場合には、 $b$ の値は、証券が正常財 (normal goods) であるならば  $a$ の値をともに、減少する。

次に  $E(R)$ と $\sigma_R$ の同時的変化の結果として、 $\rho$ も変化する場合が挙げられる。

$$\frac{d}{d\rho} \left( \frac{\rho}{1+\rho^2} \right) = \frac{1-\rho^2}{(1+\rho^2)^2} \begin{cases} \geq 0 \\ < 0 \end{cases} \text{の条件は,}$$

$$\rho \begin{cases} \leq 1 \\ > 1 \end{cases} \text{である。}$$

$\rho \geq 1$ の場合には、 $E(R)$ と $\rho$ を上昇せしめるごとき $\sigma_R$ の増加は、明かに $b$ 、したがって $a$ を減少せしめる。

$E(R)$ と、 $\rho$ を増加せしめる様な $\sigma_R$ の同時的増加によって、証券保有量、 $a$ が増加する必要条件は $\rho < 1$ である。

また、 $E(R)$ と $\sigma_R$ はともに増加するが、 $\rho$ が減少する場合には、 $\rho \leq 1$ ならば、 $a$ は減少し、 $a$ の増大の必要条件は $\rho > 1$ である。

### III

Portfolio選択の理論的核心は、不確実性のもとにおける意思決定(decision-making under uncertainty)の問題である。冒頭にも述べたごとく、数理統計学の用具と、数理計画法の援用によって、現在この理論は形成過程にあるといえよう。更に電子計算機の容量と計算速度の飛躍的増大にともなって、学問的実証研究もすでに二三発表されているが、さらに経済社会、とくに証券会社・銀行において、試論的ではあるが、行動指針として Portfolio 選択理論が応用されつつある。

この理論の発展方向として二つの道が考えうる。一つは、いわばマイクロ分析的方向であり、他はマクロ分析的方向である。

抽象的に論ずれば、Portfolio 選択の主体の種類として三つのタイプが考えうる。

- (1) 

資 産	負 債
種々の資産形態	Net Worth
- (2) 

資 産	負 債
種々の資産形態	種々の負債形態
	Net Worth
- (3) 

資 産	負 債
Net Debt	種々の負債形態

われわれがここで取扱って来たのは、第一のタイプに属する主体のPortfolio選択である。そこでは不確実性は主として資産面にのみ入ってくる。部門的に言えば家計がこれに当るであろう。

第二のタイプでは不確実性は、資産面だけでなく負債面にも入って来る。資本主義における企業・金融機関がこのタイプに属する。たとえば企業において資金の調達の種類によって、種々の不確実性の要素が入って来るが、これは資産面の不確実性の要素をもつ諸形態の選択に影響を及ぼすであろう。また銀行においては、負債の預金額は不確実性の最も強い形態である。また資産面の貸付・投資も強く不確実性の影響をうけている。両者の相互関係連性を折り込んだ分析が必要になってくる。

第三のタイプに属するものとして財政部門がある。そこでは **debt management** が主たる問題である。

Portfolio 選択の問題にあっても、まず以上のごとく、部門別、主体別の行動分析としての選択理論が完成されねばならない。

更に第二段階として、各部門間の相互関連がマクロ的に考察されねばならない。この局面で Portfolio 選択理論とマネー・フロー分析の協業が今後必要になって来るであろう。(1964年8月30日稿)



# 西ドイツの銀行制度

— 特に資本形成との関連において —

## 大野喜久之輔

西ドイツの銀行制度の問題を考えるためには、これを西ドイツの経済という全体的なパースペクティブのもとにおいてとらえることが必要であろう。少なくとも、資本形成との関連における銀行制度の意義を考察することは不可欠である。そこで、小論では銀行制度そのものの細かな検討の前に、資本形成において銀行制度を通じる金融のルートがどれほどの貢献をしているか、またこの銀行制度を通じる金融のルートそのものの特徴は何かという問題をまずとりあげることにする。

### I

ブンデス・バンク月報 1963年5月号によると、1962年における西ドイツの「資本形成と資金調達」が資金循環表の形で示されている。これによると、粗投資総計は908.0億DMであり、それは企業部門の粗投資772.8億DMと、政府部門の粗投資135.2億DMとからなっている。他方、そのうちの減価償却は総計が302.5億DMであり、その内訳は企業部門289.2億DM、政府部門13.3億DMである。したがって、これらの差額としての純投資は、総額では605.5億DM、企業部門では483.6億DM、政府部門では121.9億DMである。純投資にみる企業部門と政府部門との比重はそれぞれ79.9%、20.1%となるので、西ドイツにおいては政府部門の資本形成において占める比重の高いことがまず注目される。

つぎに、企業部門について、これらの粗投資なり、純投資なりがいかに融資されたかを調べてみよう。企業部門の貯蓄（移転を含む）は193.6億DMであ

るから、粗投資について、減価償却と貯蓄との合計の比率でもって、粗自己金融率を表わすものとする、これは62.5%とかなりの高率を示す。また純投資について、貯蓄の占める割合でもって、純自己金融率を表わすものとする、これは40.0%とそれ程の高率でないことが明らかとなる。すなわち、純投資については外部資金に依存する度合が相当に高いのである。企業部門の資金不足は290.0億DMとなっている。

この資金不足を埋めるものは、他部門の資金余剰でなければならないので、ここでまず家計部門に眼を転じてみよう。家計部門の貯蓄（移転を含む）すなわち資金余剰は、174.4億DMである。これは企業部門の資金不足の60.1%を補填するものでしかない。（1959年の数字にもとづけば、この比率は91%であった。<sup>(1)</sup>）この家計部門の貯蓄の低位の役割ということをもっと端的に示しているものは、全貯蓄605.5億DMに占めるその比重28.8%であって、これを企業貯蓄の比重32.0%、政府貯蓄の比重36.5%と比較すれば、おのずからその意義の過少なることが明らかであろう。

それはともかくとして、家計部門はその資金余剰に見合って金融資産の増加をはかっている。金融資産の増加は179.4億DMであり、負債の増加は5.0億DMであるから、金融資産の純増は174.4億DMで、これはこの部門の資金余剰に等しい。

ところで、この金融資産の増加のうち、確定利付有価証券の購入は26.6億DM、株式購入は8.3億DMで、これらの合計をもっていま直接金融比率を表わしてみると、これは19.5%と相当に低率であることがわかる。すなわち、証券市場において家計が企業に直接その余剰資金を投下する程度が低いのである。反対に家計の銀行への定期性預金81.0億DM、建築貯蓄金庫における金融資産形成17.8億DM、保険会社における金融資産形成33.5億DMの合計をもって一つの間接金融比率を表わしてみると、これは73.7%ときわめて高率であることがわかる。すなわち家計が銀行、建築貯蓄金庫、保険会社を通じて間接に企業にその余剰資金を投下する程度がきわめて高いのである。この間接金融の

(1) 1959年の資金循環表をもとにした分析は拙稿「西ドイツの資本市場」金融ジャーナル1964年2月に発表しているので併せて読まれたい。なお、そこでは西ドイツの貨幣市場、中央銀行政策についてもふれているので、参照して頂ければ幸いである。

うちで貯蓄預金のみをとりだしても、その比率は44.9%であり、西ドイツの金融取引における貯蓄預金の重要性がきわめて大きいことがわかる。

反対に企業部門の金融取引に着目してみよう。企業部門全体としては金融資産の増加が80.1億DMであり、負債の増加が370.1億DMであり、その差すなわち企業部門の金融負債の純増290.0億DMはさきの企業部門の資金不足に等しい。ところで、この負債増加のうち、確定利付有価証券の売却は21.8億DM、株式売却は19.2億DMで、これらの合計をもつて直接金融比率を表わしてみると、これは11.1%ときわめて低率であることがわかる。すなわち、証券市場において企業が他部門から直接その不足資金を調達する程度がきわめて低いのである。反対に、企業への短期銀行信用28.9億DM、中・長期銀行信用163.0億DM、建築貯蓄金庫の貸付15.2億DM、保険会社の貸付24.8億DMの合計をもつて一つの間接金融比率を表わしてみると、これは62.7%ときわめて高率であることがわかる。すなわち、企業が銀行、建築貯蓄金庫、保険会社を通じて間接に他部門（主として家計）からその不足資金を調達する程度はきわめて高いのである。この間接金融のうちで、中・長期銀行信用のみをとりだしても、その比率は44.0%であり、西ドイツの企業の外部資金調達における中・長期銀行信用の重要性がきわめて大きいことがわかる。

ところで、企業の負債増加のうちで直接に政府の信用に負う部分が68億DMもあり、その比率は18.4%と相当にのぼることを指摘しておかなくてはならない。すなわち、企業の外部資金調達の中のかなりの部分が政府信用に依存しているのである。

そこで、最後に政府部門について考察しよう。政府部門はすでにのべたように121.9億DMにのぼる巨額の純投資をおこなっている。だが、この部門の貯蓄（移転を含む）が221.2億DMとこれまた巨額にのぼるために、その差すなわち政府部門の資金余剰は99.3億DMとなる。これは企業部門の資金不足の34.2%を補填するものであり、それ自身の純投資の大きさと考え合わせれば、政府部門貯蓄の比重の大なること（全体の36.5%）が改めて想起される。

政府部門の金融取引は資産の増加が134.4億DM、負債の増加が35.1億DMで、その差すなわち資産の純増は99.3億DMとなって、資金余剰の額に等しい。この資産増加の中で、確定利付有価証券の購入16.4億DM、株式の購入

2.2億 DMの合計が占めるいわゆる直接金融比率は13.8%であり、銀行への定期性預金45.7億 DMの占める間接金融比率は34.0%であって、ともに大きいものではない。これに対して、政府が証券市場をも通じずに、文字通り直接に企業への債権として、その資産の増加となったものが68.0億 DMもあり、その比率は50.6%にのぼる。政府が特異な方式でその余剰資金でもって、企業の資本形成を助成している有様がここにかがわれる。

さて以上の考察から、西ドイツの資本形成と資金調達（1962年）について、およそ次のように結論づけることができるであろう。

(1) 西ドイツでは政府部門の純投資の純投資総額において占める比率が相当に高い。(20.1%)。

(2) 政府部門の貯蓄が巨額で、その全体に占める比率は高く(26.5%)、したがって前記の政府投資をまかなってなお、その資金余剰は企業部門の資金不足の相当部分(34.2%)を補填する。

(3) 政府部門の余剰資金が企業部門に投ぜられるのは、その大半(50.6%)が通常の資金供給ルートを通じることなく、全く直接的に企業に対する政府の債権の増加という形でなされている。

(4) 企業部門の粗自己金融率は相当に高い(62.5%)が、純自己金融率は余りに高くはない(40.0%)。

(5) 企業部門の外部資金調達では、証券市場を通してのいわゆる直接金融の比率は小さく(11.1%)、銀行等の金融機関を介してのいわゆる間接金融の比率が大きい(62.7%)。なかんずく、銀行の中・長期信用の供与の占める比率だけをとりても相当に大きいものである(44.0%)。

(6) 家計部門の貯蓄が貯蓄総額に占める比率は驚くほどに低い(28.8%)。したがって、家計部門の資金余剰で、企業部門の資金不足を補填し得る部分が余りに高くはない(60.1%)。

(7) 家計部門の金融資産増加では、証券市場証券の取得の占める割合が小で(19.5%)、銀行等の金融機関に対する預金、金融資産形成の占める割合が大きい(73.7%)。なかんずく、銀行への貯蓄預金の増加の割合だけをとりても相当に大きいものである(44.9%)。

(8) 以上を通観すれば、西ドイツの企業金融はやや外部金融への傾向を示し



つつあるが、外部金融といってもそれは証券市場金融をさすのではなく（これは依然として弱体であるといえる）、銀行、保険会社等の金融機関を通じてのいわゆる間接金融である。そして、特に銀行は家計よりの貯蓄預金の受領、企業への中・長期信用の供与をもって、家計部門の資金余剰と企業部門の資金不足とを接合するための重要な媒介機関となっている。

## II

西ドイツの資本形成と資金調達の中で銀行部門の占める地位について明らかにしたので、つぎに市中銀行組織そのものの実態について詳細に観察することにしよう。ブンデス・バンク月報によると、1963年5月末における銀行組織全体の構成、それぞれの機関の規模、その主なる業務分野での役割については、第1表にみるごとくである。

西ドイツの銀行組織はおよそ四つの主要なグループに分けて考えることができる<sup>(2)</sup>。その第一は商業（信用）銀行であって、その数は343行あり、資産総額は747億DMにのぼり、銀行組織全体の資産総計の約 $\frac{1}{4}$ を占めている。商業銀行の中ではベルリンの三大銀行すなわち、ドイツ銀行、ドレスデン銀行、コムメルツ銀行が最もぬきんでており、これら三つの大銀行だけでも銀行組織全体の資産総計の $\frac{1}{10}$ 以上を占めている。つぎに、商業銀行の中では州、地域、地方銀行がグループとして重要である。行数は97と相当に多い（したがって個々のものは平均して小さい）が、資産総額としては、三大銀行に匹敵する勢力を示している。次に私的銀行業者はその数からいえば多いが、いずれも小規模のものであり、その活動もハムブルク、デュッセルドルフ、ケルン、フランクフルト、ミュンヘンの都市に限定されており、また純粹の銀行業以外に商品の販売業をも兼営している異色のものである。専門商業銀行は狭い範囲の経済活動、特定の産業、に対してのみその金融を行なうというように業務分野が限定され

(2) 以下における西ドイツの銀行組織についての説明は、R. G. Opie, "Banking in Western Germany", in R. S. Sayers(ed.), *Banking in Western Europe*, 1962; H. Irmeler, "Banking System in Western Germany", in B. H. Beckhart(ed.), *Banking Systems*, 1954; 大月高『欧米諸国の金融制度』上巻, 昭和28年; 吉野俊彦『欧米金融視察旅行記』昭和33年に負う所が多い。

第1表 銀行組織の構成、規模と主なる活動状況 (%)

1963年5月末

	行数	資産額 億DM	行数比	資産比	手形比	大蔵省 <sup>4)</sup> 証券比	顧客 <sup>5)</sup> 貸出比	長期 <sup>6)</sup> 貸出比	要求 <sup>7)</sup> 払預金比	有期 <sup>8)</sup> 預金比	貯蓄 <sup>9)</sup> 預金比
銀行組織全体	3,768 <sup>1)</sup>	3,117	100	100	100	100	100	100	100	100	100
商業銀行	343	747	9.1	24.0	61.9	30.2	48.8	8.2	42.2	61.2	15.6
大銀行	6 <sup>2)</sup>	331	0.2	10.6	32.6	26.3	23.6	1.5	24.3	32.2	9.0
州、地域 地方銀行	97	323	2.6	10.4	21.0	3.8	18.2	6.2	13.4	22.3	5.6
私的銀行 業者	202	70	5.4	2.2	6.6	0.0	5.4	0.3	3.8	5.2	1.0
専門商業 銀行	38	23	1.0	0.7	1.7	0.0	1.6	0.2	0.6	1.6	0.0
シロ振替中 央機関	12	409	0.3	13.1	8.4	27.2	6.4	15.7	3.8	14.6	0.3
貯蓄銀行	866	766	23.0	24.6	12.2	0.1	19.6	26.2	33.4	18.6	63.5
信用協同組 合中央機関	18	68	0.5	2.2	2.2	—	0.8	1.4	0.7	1.5	0.2
信用協同組 合	2,208 <sup>3)</sup>	197	58.6	6.3	5.7	—	14.3	3.7	12.1	3.1	14.4
抵当銀行	48	420	1.3	13.4	0.0	0.0	0.8	25.8	0.3	0.1	0.0
特殊機能信 用機関	24	391	0.6	12.5	4.7	19.8	3.6	16.8	0.7	0.9	0.0
賦払信用機 関	234	42	6.2	1.3	4.2	—	5.8	0.0	0.5	—	—
郵便貯蓄銀 行局	15	76	0.4	2.4	0.8	22.8	—	2.1	6.4	—	6.0

1) ブンデス・バンクに毎月営業報告を行なっている銀行の行数である。実際の数は1962年末では12,982行。2) 三大銀行の西ベルリンにおける子会社をも計算にいたしたもの。3) 産業信用協同組合と農業信用協同組合との内訳、ならびに実際の行数については本文を参照。4) 西ドイツ政府発行のもの。5) 小数点以下2位で4捨5入した結果。6) 皆無。7) 銀行以外の預金者からの預金だけをとった(以下同じ)。

た商業銀行である。すなわち、醸造業銀行、機械信用会社、西ドイツ建築金融信用銀行といったぐあいである。

これらの商業銀行はもとより短期信用の授受を中心としており、西ドイツの銀行組織の中で短期信用の分野ではぬきんでた地位を占めていることは、第1表からも明らかである。すなわち、割引手形をとってみると、実に銀行組織全体の割引手形の61.9%までが商業銀行グループによって占められている。同じく、顧客への貸出（主として当座貸越）をとってみてもこの比率は、48.8%であって非常に高いことが明らかである。授信業務とは反対に受信業務の面でも、非銀行預金者からの預金の中での要求払預金においては、商業銀行グループとして占めている割合は42.2%であり、有期預金においては実に61.2%となっている。しかし、周知のように、西ドイツの銀行は商業銀行といえどもいわゆる兼営主義的に営まれていないのであり、以上の手形割引、手形引受、当座貸越以外にも中・長期の貸付、さらには証券発行、仲介にまで手を広げているのみみられるのである。例えば長期貸付でみれば、商業銀行はすべてこれを行なっているが、その中では州、地域、地方銀行が最も活発である。また、証券発行は商業銀行の中ではこれらの地方銀行のみが行なっている。このように、商業銀行グループも全体としては兼営主義的色彩をおびているものの、このグループを他と比較するならば、最も商業銀行主義に近いものであるということができ、さらに三大銀行のごときはその中でも最も純粹の商業銀行主義に近いものと考えることができる。

銀行組織全体の中で第二に来るグループは貯蓄銀行である。その行数は866とかなりな数にのぼるが、資産総額としては766億DMを保有しているのも、規模としては商業銀行グループを上回っている。これらの貯蓄銀行はその大半が種々の地方公共当局による公有であり、その預金はこれら公共当局によって保証されている。貯蓄銀行の本来の業務分野は貯蓄預金を獲得し（全体の63.5%）、それを長期に貸付ける（全体の26.2%）ことにあるが、貯蓄銀行は次第に商業銀行の業務分野にも喰い込んで、要求払預金(33.4%)、有期預金(18.6%)でも相当な活動を行ない、また、短・中期の貸出(19.6%)では中小企業への

貸出に専門化してきて、後にふれる産業信用協同組合とはげしい競争を演ずることとなってきている。

貯蓄銀行は独自の中央機関、12のジロ振替中央機関をもっており、これを通して資金の移転のための決済機能を営んでいる。したがって、中央機関は決済銀行としての活動を行なうと共に、これら貯蓄銀行の現金準備を保有する。もっとも、中央機関もそれ自身が一つの金融機関として、以上の業務のほかに、手形割引、外国為替取引、証券発行等の活動も行ない、また公共当局からの大量の短期預金を受けいれている。

銀行組織全体の中の第三のグループとして信用協同組合がある。信用協同組合はさらに産業信用協同組合と農業信用協同組合とに分けられるが、このうち前者ではプンデス・バンクに毎月の営業報告を行なっている行数は758であり、実際の行数は763である。後者の農業信用協同組合については、報告しているものの数が1,449行であり、実数は10,558行である。都市の信用組合は中小企業、中産階級に対する重要な金融機関であって、当座貸越(14.3%)、手形割引(5.7%)の形で短期信用を供与し、また預金業務を営み、貯蓄銀行と同じく、独自の中央機関を通じて大量の無現金振替を実施している。またその預金の64.5%が貯蓄預金であることは注目に値する。

地方の信用組合は収獲の金融のために主として中期信用をその成員に供与している。そのほかの銀行業務についてもすべて営んでいるが、預金については、その中の貯蓄預金の割合は実に75.1%に達している。

これら二つの信用組合のグループはそれぞれの中央機関と地域的な結びつきをもち、これら中央機関は個々の信用組合の流動準備を保有し、また信用組合間の支払取引を決済する。産業信用協同組合は5つの中央機関、農業信用協同組合は13の中央機関をもっている。前者はそれ自身が協同組合か株式会社であって、ドイツ協同組合連合に統合されている。他方後者はすべて協同組合で、ドイツ・ライファイゼン式組合連合に統合されている。またこれらの中央機関のグループの中央に、ドイツ協同組合金庫があり、これは連邦政府の出資で営まれている。その目的は種々の信用協同組合を相手に資金の貸借を行なうことであり、また、西ドイツ貨幣市場では重要な役割を演じている。

銀行組織を形成する第四のグループは、長期信用供与を目的とする金融機

関、特種の機能をもった信用機関からなる。まず抵当銀行をあげるならば、これは私営30行、公営18行からなり、住宅建築、都市開発のための長期資金を供与するのがその主たる目的となっている。私営のものは新旧の資産ならびに都市、地方の区別なく、地域的な制限をうけずに活動できるが、公営のものは、例えば、小規模の住宅建築とか特定の地方とかにその融資の対象を限定されるという特殊の義務を負わされている。そして、これらの抵当銀行にとって主たる資金調達の方法は資本市場において長期の抵当債券を発行することである。

特殊機能信用機関は24行あるがその中で最も重要なものは復興金融会社である。これは1948年11月に連邦政府と州政府とが同額を出資しあうことによって設立されたものである。その目的は中・長期の貸付を行なうことで、その活動の最初の数年間では、石炭、鉄鋼産業ならびに公共企業体はその資金をほとんど専らこれに依存していたものである。海外での借款、証券発行、特殊の場合の中央銀行よりの短期借入の権限が与えられているが、その資金の最大の源泉はヨーロッパ復興援助計画の見返り資金であった。

以上の他に、このグループに賦払信用機関と郵便貯蓄銀行局とがある。前者は他の金融機関より短期の信用を受けて、顧客に対する短・中期の貸出を行なっている。後者は公営であって、顧客から主として貯蓄預金の形で資金をあつめて、これを証券投資、長期貸付、大蔵省証券の保有に利用している。

さて、これまでの考察から西ドイツの銀行組織がきわめて雑多な銀行機関の集りからなることが明らかである。銀行組織といってもその中には特殊機能信用機関、郵便貯蓄銀行局、大部分の貯蓄銀行といったような政府金融機関があり、大銀行、私的銀行業者といった純然たる私的金融機関もある。またその規模からみても、三大銀行のような巨大なものから、私的銀行業者、貯蓄銀行、農業信用協同組合のようにきわめて小規模のものまでである。さらに業務の内容からみても、すでにみたように、西ドイツの銀行の多くはいわゆる兼営主義的銀行経営を営んでいて、手形割引、手形引受、当座貸越、中・長期貸付、証券発行、証券仲介など広範な業務をおこなっている。しかし、以下で詳しく考察するように、すべてが兼営主義的色彩をおびているとはいえないものの、銀行の種類が異なれば、これらの業務の中のどの業務に授信業務の重点がおかれるかはそれぞれ異なる。これらのことから、西ドイツの銀行を他の諸国（ことに英

米)の商業銀行と比較するような場合には、これらの相違に充分注意を払っておく必要がある。

### III

主要な銀行グループの活動に着目すれば、西ドイツの銀行経営の特徴としていかなることがうかがわれるであろうか。まず、負債構成の中の主なる項目について述べてみよう。

(1) 預金業務についてみれば、先にのべたように、この業務が個々の銀行の種類に応じてその負債総額に占めている割合が著しく異なっている。すなわち第2表にみられるごとく、三大銀行、貯蓄銀行あたりでは83.2%、94.2%という高率を示しているが、<sup>(3)</sup> 抵当銀行では実に0.6%という低率である。さらに賦払信用機関では9.0%と、やはり低率である。後でふれるように、これらの低率の機関は、その資金を証券発行、借入金の形で調達しているのである。しかし、預金に関してさらに注意すべきは、その内訳である。西ドイツでは預金に要求払預金、定期預金、貯蓄預金の区別が設けられている。ここで有期預金とは一定の期限後はある通知期間をおけばいつでも引き出せる預金のことであり、貯蓄預金とは日本の定期預金のように一定期日の経過後はじめて引き出せる預金のことである。ところで、有期預金、貯蓄預金の合計を定期性預金とすると、これらが総預金の中で占める比率はきわめて高い。銀行組織全体についていえば、それは71.0%であり、商業銀行だけをとっても60.7%、三大銀行では58.7%となる。また貯蓄銀行では実に80.8%となっている。これらをいまロンドンの手形交換加盟銀行と比較すれば、<sup>(4)</sup> イギリスでは33~40%というのが普通であることから、西ドイツの銀行預金について定期性預金からなる割合がいかに高いかが明らかであろう。

(2) つぎに短・中期の借入金についてみれば、抵当銀行をのぞいて、預金業務の比率の大きいところは借入金の負債に占める比率は小さい。預金業務の小

(3) 銀行の負債構成を示すより包括的な表を、小論の末尾に附表1として掲げておいたので参照されたい。

(4) この節で行なう比較に用いられているロンドン手形交換加盟銀行の諸比率は W. M. Dacey, *The British Banking Mechanism*, 2nd ed., 1958 からとったものである。

第2表 銀行の負債構成(%)

1963年5月末

	預金 <sup>1)</sup>	定期性預金	借入金	債券 <sup>2)</sup>	資本金 <sup>3)</sup>	中銀借入金
	負債	預金	負債	負債	預金	負債
銀行組織全体	53.4	71.0	2.6	14.7	8.8	0.9
商業銀行	70.2	60.7	2.9	6.3	7.8	2.7
大銀行	83.2	58.7	0.2	—	6.2	2.4
貯蓄銀行	84.2	80.8	0.3	—	4.2	0.0
信用協同組合	81.5	71.8	1.3	—	7.2	0.2
抵当銀行	0.6	52.4	0.5	57.4	566.7	0.0
賦払信用機関	9.0	—	63.8	—	85.6	0.2

1) 銀行間預金も含む(以下同じ)。 2) 流通中の債券。 3) 資本勘定での準備金を含む。

さい賦払信用機関は借入金の比率が高く(63.8%)、その資金を他の金融機関からの借入に主として仰いでいることが明らかである。

(3) それ自身の債券を発行して資金を調達している銀行は、西ドイツでは州、地域、地方銀行、ジロ振替中央機関、抵当銀行、特殊機能信用機関の四つのグループであって、さきに(1)で例外扱いとされた抵当銀行は、その負債総額の57.4%も証券発行に依存しているのである。

(4) 預金に対する資本金(資本勘定での準備金をふくむ)の比率をあげるならば、これは銀行組織全体で8.8%、商業銀行部門で7.8%、三大銀行で6.2%、貯蓄銀行で4.2%である。兼営主義的経営の基礎としては、この比率が大であることが一つの条件と考えられるが、これらの比率はほぼ戦前水準(ベルリンの銀行で1937~8年において6~7%)を回復しているものと考えられる。なを貯蓄銀行の比率が小さいことは、その預金の定期性預金からなる比率の大きなことと考え合わせるならば、この機関が中・長期貸出に授信業務の重点を相当においても、経営上特に問題をふくむものとは考えられない。<sup>(5)</sup>

(5) 西ドイツの銀行の兼営主義の問題については、板倉董一『銀行論』昭和32年を参照されたい。

(5) 銀行組織全体の中央銀行依存度は、1950年では14%、54年には3.5%であったが、58年以来1%以下にとどまっている。これはドイツ経済の発展、なかんずく輸出の伸びによって外貨が大量に流入し、経済が流動的となったこと、さらにユーロ・ダラーなどの短期資金の流入などで銀行がきわめて流動的となったことの反映である。

つぎに負債から転じて資産構成の中の主なる項目について述べてみよう。

(1) 前貸の預金に対して占める比率が大きい。短期・中期の前貸の比率を第3表でみると<sup>(6)</sup>、銀行組織全体では32.6%、商業銀行部門では51.4%、三大銀行では47.8%であり、貯蓄銀行では15.5%となる。ところで先と同じように、こ

第3表 銀行の資産構成 (%)

1963年5月末

	短・中期前貸 <sup>1)</sup>	総前貸 <sup>2)</sup>	証券保有 <sup>3)</sup>	流動資産	流動資産
	預金	預金	預金	預金	負債
銀行組織全体	32.6	105.4	16.9	40.3	21.5
商業銀行	51.4	70.4	13.2	48.1	32.8
大銀行	47.8	54.3	12.9	45.0	37.4
貯蓄銀行	15.5	65.0	16.5	22.7	19.1
信用協同組合	44.5	72.5	7.6	28.7	23.4
抵当銀行	200.0 <sup>4)</sup>	12616.7	533.3	850.0	5.1
賦払信用機関	808.9 <sup>4)</sup>	810.0	6.7	238.9	21.5

1) 対信用機関前貸も含む(以下同じ)。 2) 信託ベースの貸付は除く。 3) 短期証券は除く。 4) 抵当銀行、賦払信用機関の預金が少ないのでこの比率は無意味である(以下同じ)。

これらの比率をロンドンの銀行と比較してみると、そこではこの比が30.1%となっており、ここからみれば西ドイツの商業銀行のこの分野における活動が盛んであることが知られる。ところで、貯蓄銀行の比率が小さいのは、貯蓄銀行が長期貸出に主力を注いでいるからで、長期貸出をふくむ総貸出で先の比率をみ

(6) 銀行の資産構成を示すより包括的な表を、小論の末尾に附表2として掲げておいたので参照されたい。



れば、これはそれぞれ105.4%、70.4%、54.3%、65.0%となり、貯蓄銀行との比率もきわめて高いことが明らかである。負債に占める預金の割合が小さい銀行グループが含まれていることから、銀行組織全体としては、銀行貸出が預金を上廻る(105.4%)ということができている。(ただし、これは先にみたように中央銀行依存度が低いことから知られるごとく、日本の場合のようにオーバー・ローンの状態と同じであるとみられてはならない。)

なお、西ドイツの銀行が中・長期貸出に重点をおいていることは第4表にみるごとくであるが、ここでも銀行の種類が異なるにつれて、短・中・長期の貸出の比率がそれぞれ異なる点に注意すべきである。先の預金の種別構成と考え合わせるならば興味のある事実が見出されるであろう。これらのことから、三大銀行もやはり兼営主義的に営なまれているとはいうものの、どちらかとい

第4表 銀行以外への貸出の内訳(%)

1963年5月末

	貸出額 (億DM)	短期貸出	中期貸出	長期貸出
		貸出	貸出	貸出
銀行組織全体	1,920	27.3	10.0	62.7
商業銀行	485	62.3	16.0	21.7
大銀行	200	70.9	19.8	9.3
貯蓄銀行	461	17.8	8.4	73.8
抵当銀行	361	0.2	0.9	98.9

えば西ドイツの銀行の中では最も純粹の商業銀行に近いものであるということを確認できる。他方、貯蓄銀行はその一つ一つの規模は小さいながら、グループとしては商業銀行部門を凌駕し、その預金構成、貸出構成からみてもきわめて兼営主義的色彩の濃い経営方式で営なまれており、これが第一節でとりあげた銀行を通じる間接金融についての西ドイツ式の典型的な姿を端的に表わすものであるということが出来る。

(2) 証券保有(短期は除く)の預金に対する割合で見れば、銀行組織全体で16.9%、商業銀行部門で13.2%、三大銀行で12.9%、貯蓄銀行では16.5%である。ロンドンの銀行ではこの比率は31.5%であるから、やはりここでも相当な

相違があるということが明らかである。しかし、このひらきはロンドンの銀行が政府証券を中心として余りに証券投資に比重をかけすぎている事実から説明されるべき問題であろう。

(3) 現金、要求払の諸債権、短期の債権、商業手形、大蔵省証券の保有額が預金に対して占める割合でもって、一応イギリス流の流動性比率を表わしてみると、銀行組織全体では40.3%、商業銀行部門では48.1%、三大銀行では45.0%、貯蓄銀行では22.7%となる。銀行負債中の預金の占める割合が異なるのでこれだけでは不十分な資料にしかならないから、総資産中の上記流動資産の占める割合をとってみると、それぞれ 21.5%、32.8%、37.4%、19.1% であって、これらのことから、商業銀行ことに三大銀行の流動性比率は、イギリスの銀行のそれと比較して優るとも劣るものでないことが明らかである。

#### IV

西ドイツの銀行組織そのものの実態と、主たる銀行グループにおける主要な経営上の特色について詳しく考察してきたので、最後にいま一度ブンデス・バンクの「資本形成と資金調達」なる資金循環表にもどって、以上の所論を総括することにしよう。

ブンデス・バンクと市中銀行組織とを統合した勘定によれば、1962年における銀行部門の金融資産の増加は 254.2 億 DM となっており、これは実物取引部門全体の金融資産増、ならびに銀行をふくむ金融部門の金融資産増の合計額 764.6 億 DM の 33.2% にあたる。この比率は 60 年には 35.0% であり、61 年には 38.8% であったが、趨勢としてはやや下降する傾向にある。

他方、金融部門の中では保険会社が次第にその比重を増しつつあるもののように、1962年における保険会社の金融資産増 40.9 億 DM が、銀行部門の金融資産増 254.2 億 DM に対する比率をみると 16.1% となるが、この比率は 60 年には 12.7%、61 年には 12.4% という数値を示している。

銀行以外の金融機関でいま一つ建築貯蓄金庫の同様の比率をみると、62 年には 20.6 億 DM / 254.2 億 DM で、8.1% となっているが、この比率は 60 年には 8.1%、61 年には 7.3% とほぼ安定している。

ところで、銀行部門にもどって、その金融資産増のうちの中・長期信用の

増加 199.5億DMの割合をとってみると実に78.5%となり、銀行部門の授信業務における増分もやはり中・長期銀行信用によって圧倒的に説明され得ることがみられる。他方、銀行部門の同期の負債増のうちで要求払預金をのぞいて、有期預金、貯蓄預金、その他銀行預入資金の増加によるものが165.8億DMであり、この比率は65.2%である。銀行の新規の資金獲得においてもやはり定期性預金の占める比重は大きい。(貯蓄預金だけでも36.2%である。)

しかし、銀行部門の資金獲得方法において確定利付有価証券売却が占めている比重はかなりなものである。すなわち売却額が65.7億DMであって、その比率は25.8%にのぼる。第一節でのべたように企業部門の有価証券売却額は21.8億DMにすぎなかったことに較べると、銀行部門のこの売却額はその約3倍にあたっており相当大きいものであるということが出来る。さらにいえば、西ドイツでは証券市場を通じる資金調達は一般には弱小であるが、銀行部門の証券による金融方式だけが一人活発に行なわれているということが出来る。この銀行の証券売却に買い応じている部門として、その規模の順であれば、銀行自体、家計、政府ということになる。

さて、以上を要約して西ドイツ銀行制度の資本形成に対する役割を評価すれば、(1)企業部門の純自己金融比率がやや低下し、外部金融比率が高くなってきている現在において、証券市場が依然として弱体であることを考え併せるならば、銀行部門が金融媒介機関として果している意義はきわめて大きい。(2)銀行部門はその組織自体が雑多であり、またそれぞれの銀行グループが兼営主義的に営なまれていること、とくに貯蓄銀行などがきわめてその兼営主義的色彩を濃厚にしていることが、証券市場に代って中・長期資金の収集と配分の機能を営むのに好都合となっている。(3)現時点においては西ドイツ経済、ならびに銀行部門の流動性はかなり高く、以上の兼営主義的特色にもかかわらず、銀行経営上の流動性の問題はとるにたらぬものであると考えられる。

(1964年1月30日稿)

附表1 銀行の負債構成 (%)

1963年5月末

76

	L	$\frac{L}{L}$	$\frac{D}{L}$	$\frac{D_n}{D}$	$\frac{D^{d_n}}{D}$	$\frac{D^{t_n}}{D}$	$\frac{D^{s_n}}{D}$	$\frac{D_b}{D}$	$\frac{D^{d_b}}{D}$	$\frac{D^{t_b}}{D}$	$\frac{B_r}{L}$	$\frac{B^{s_r}}{B}$	$\frac{A_c}{L}$	$\frac{B_n}{L}$	$\frac{L_l}{L}$	$\frac{L_t}{L}$	$\frac{K}{L}$	$\frac{OR}{L}$	$\frac{OL}{L}$	$\frac{C_e}{L}$
	(億DM)																			
銀行組織全体	3,117	100	53.4	81.4	22.1	14.5	44.8	18.6	6.9	11.8	2.6	63.5	0.2	14.7	12.9	7.3	4.7	1.9	2.3	0.9
商業銀行	747	100	70.2	79.8	29.6	28.1	22.1	20.2	9.7	10.5	2.9	65.2	0.5	6.3	6.6	2.0	5.5	2.5	3.3	2.7
大銀行	331	100	83.2	85.0	32.5	28.2	24.3	15.0	8.8	6.3	0.2	60.0	0.1	—	3.7	0.6	5.2	2.7	4.2	2.4
州、地域、地方銀行	323	100	59.4	75.3	25.7	27.9	21.6	24.7	10.7	14.0	2.7	59.4	0.4	14.6	9.9	3.2	4.9	2.2	2.5	2.2
私的銀行業者	70	100	66.8	71.7	30.0	26.5	15.2	28.3	11.8	16.4	11.7	72.2	2.4	—	4.0	2.0	8.1	2.8	2.3	5.9
専門商業銀行	23	100	44.3	62.2	21.3	37.6	3.2	37.8	8.8	29.0	16.5	64.8	2.0	—	11.4	5.9	11.6	2.5	5.8	3.7
シロ振替中央機関	409	100	37.9	33.3	9.0	22.7	1.6	66.7	18.2	48.5	1.5	23.5	0.0	27.6	20.1	8.3	2.3	1.0	1.3	0.5
貯蓄銀行	766	100	84.2	99.4	19.0	7.0	73.4	0.6	0.2	0.4	0.3	45.2	0.0	—	4.1	4.4	3.5	1.5	2.1	0.0
信用協同組合中央機関	68	100	66.5	16.5	6.1	7.8	2.7	83.5	36.1	47.4	0.7	29.5	0.1	—	20.9	4.2	4.4	1.0	2.2	2.0
信用協同組合	197	100	81.5	99.1	27.8	4.7	66.6	0.9	0.4	0.6	1.3	67.6	0.0	—	6.0	2.0	5.9	1.6	1.6	0.2
抵当銀行	420	100	0.6	57.3	43.5	12.6	1.2	43.1	4.1	39.0	0.5	24.6	—	57.4	21.3	11.7	3.4	2.5	2.6	0.0
特殊機能信用機関	391	100	14.0	8.8	4.6	4.1	0.2	91.2	18.3	72.9	4.6	30.6	0.6	14.8	30.9	22.7	9.4	2.1	1.0	0.7
賦払信用機関	42	100	9.0	45.2	45.2	—	—	54.8	54.8	—	63.8	100.0	0.3	—	3.0	0.6	7.7	4.7	11.0	0.2
郵便貯蓄銀行局	76	100	95.0	94.1	132.3	—	61.7	5.9	5.9	—	1.2	—	—	—	—	—	—	—	3.9	—

略号の説明。L負債、D預金、D<sub>n</sub>銀行以外のものからの預金、D<sup>d<sub>n</sub></sup>そのうちの要求払預金、D<sup>t<sub>n</sub></sup>同じく有期預金、D<sup>s<sub>n</sub></sup>同じく貯蓄預金、D<sub>b</sub>銀行間預金、D<sup>d<sub>b</sub></sup>そのうちの要求払預金、D<sup>t<sub>b</sub></sup>同じく有期預金、B<sub>r</sub>借入金、B<sup>s<sub>r</sub></sup>そのうちの短期借入金、A<sub>c</sub>流通中の自己引受手形、B<sub>n</sub>流通中の債券、L<sub>t</sub>長期借入、L<sub>i</sub>信託ベースの借入、K資本勘定の準備金をふくむ資本金、ORその他の準備金、OLその他の負債、C<sub>e</sub>中央銀行借入金。

附表2 銀行の資産構成 (%)

1963年5月末

	A (億 DM)	A/A	C/A	C <sub>B</sub> C	o A	B <sub>b</sub> A	M <sub>b</sub> A	B <sub>l</sub> A	TB <sub>g</sub> A	TB <sub>f</sub> A	M A	S A	B <sub>o</sub> A	E <sub>q</sub> A	C <sub>l</sub> A	D <sub>b</sub> A	D <sub>bn</sub> D <sub>b</sub>	D <sub>bc</sub> D <sub>b</sub>	L <sub>l</sub> A	L <sub>n</sub> L <sub>l</sub>	L <sub>c</sub> L <sub>l</sub>	L <sub>l</sub> A	P <sub>a</sub> A	e A	O <sub>A</sub> A		
銀行組織全体	3,117	100	3.886.8	0.1	9.5	0.3	5.8	1.9	0.1	0.6	8.4	12.0	0.6	17.4	92.67	438.98	6.4	13.67	30.51	1.0	1.7						
商業銀行	747	100	5.886.0	0.1	8.7	0.7	14.8	2.4	0.3	0.7	8.6	12.3	0.3	36.1	90.9	9.1	13.3	97.4	2.6	2.0	1.1	1.1	1.7				
大銀行	331	100	6.784.5	0.1	7.1	0.8	17.6	4.7	0.4	1.2	9.5	—	2.8	239.8	90.3	9.7	5.4	98.1	1.9	0.6	0.7	1.3	1.0				
州、地域、 地方銀行	323	100	5.086.7	0.1	9.5	0.5	11.7	0.7	0.2	0.5	7.2	12.2	0.4	43.1	490.0	10.0	23.3	97.1	2.9	3.2	0.9	0.9	2.1				
私的銀行業	70	100	5.890.0	0.1	10.4	0.8	16.8	0.0	0.1	0.2	11.9	—	0.7	140.5	95.0	5.0	4.4	98.1	1.9	2.0	2.7	1.2	2.2				
専門商業銀行	23	100	2.694.9	0.0	15.4	0.4	13.2	0.0	—	0.1	6.5	—	0.5	0.35	396.6	3.4	12.0	99.6	0.4	5.9	3.0	1.0	4.2				
シロ振替中央 機関	409	100	1.693.8	0.0	16.8	0.3	3.7	4.0	0.1	1.5	6.4	20.7	0.1	8.789.3	10.7	46.7	86.6	13.4	8.30	2.0	2.3	0.5					
貯蓄銀行	766	100	6.085.8	0.1	9.8	0.3	2.9	0.0	—	0.3	13.6	—	3.1	1.5	13.198.3	1.7	41.6	96.3	3.7	4.0	3.1	7.1	1.5				
信用協同組合 中央機関	68	100	7.396.4	0.2	25.5	1.0	5.8	—	—	2.4	9.7	—	1.3	0.1	12.9	48.0	52.1	25.9	30.0	70.0	4.2	0.5	0.8	1.8			
信用協同組合	197	100	5.277.9	0.2	12.2	0.6	5.2	—	—	0.1	6.1	—	3.1	1.0	36.3	99.8	0.2	22.8	99.0	1.0	2.0	0.4	2.9	2.0			
抵当銀行	420	100	0.080.0	0.0	5.1	0.0	0.0	0.0	—	0.2	3.0	0.4	0.9	0.0	1.277.9	21.9	74.5	98.0	1.4	11.7	0.0	0.2	2.2				
特殊機能信用 機関	391	100	0.998.3	0.0	5.6	0.0	2.1	3.0	0.5	0.7	1.7	20.9	0.3	5.387.1	12.9	52.7	247.3	52.7	22.7	0.6	0.1	3.3					
賦払信用機関	42	100	1.595.3	0.1	1.7	0.1	18.1	—	—	—	0.6	—	0.0	—	72.8	94.7	5.3	0.1	100.0	0.0	0.6	0.6	0.8	2.9			
郵便貯蓄銀行 局	76	100	3.1	100	—	1.2	—	1.9	17.8	—	0.3	37.4	—	4.4	0.1	—	—	—	33.8	966	3.4	—	—	—	—		

西ドイツの銀行制度

略号の説明。A資産、C現金準備、C<sub>B</sub>そのうち Bundes・バンクへの残高、P<sub>o</sub>振替郵便勘定での残高、B<sub>b</sub>銀行間の残高、M<sub>b</sub>満期の債券、利子、配当クーポン、小切手等、B<sub>l</sub>手形、TB<sub>g</sub>西ドイツ政府発行の大蔵省証券、TB<sub>f</sub>外国の大蔵省証券、M中期証券、S証券シンジケート参与、B<sub>o</sub>自己発行債券、E<sub>q</sub>平衡請求権、C<sub>l</sub>通貨改革にともなう請求権、D<sub>b</sub>顧客への前貸、D<sub>bn</sub>そのうち銀行以外のものへの前貸、D<sub>bc</sub>同じく信用機関への前貸、L<sub>l</sub>長期貸付、L<sub>n</sub>そのうち銀行以外のものへの長期貸付、L<sub>c</sub>同じく信用機関への長期貸付、L<sub>t</sub>信託ベースでの貸付、P<sub>a</sub>参与、R<sub>e</sub>不動産、O<sub>A</sub>その他の資産。



# いわゆる貨幣側の意味するもの

— 貨幣・資金・金融資産 —

矢 尾 次 郎

## I

貨幣・金融理論において貨幣経済を把握する場合、これをカネの側とモノの側ないし貨幣側と実物側の二面に区分することは通常広く行なわれるところである。このさいカネないし貨幣の側をいかなる内容のものとするべきかは、一見したところほどには単純な問題ではない。周知のとおり、貨幣数量説では交換方程式 ( $MV=PT$ ) または残高方程式 ( $M=PkR$ ) にみられるごとく、貨幣側を貨幣の流通量 ( $MV$ ) または存在量 ( $M$ ) としてとらえている。これに対しいわゆる貨幣的経済理論の立場においては、単なる貨幣流通量という表面的把握ではなく、その内容に立入って、貨幣によりになされる購買力の流れがいかなる経済諸量から構成されるかを把握する。すなわち貨幣的購買力の流れは、それが国民生産物の生産・分配・消費と資本形成への充当を媒介するか、または購買力それ自体が貸借取引の対象となるかにより、ケインズのいわゆる産業的流通と金融的流通に区分される。産業的流通においては貨幣的購買力の流れは貨幣資本と貨幣所得の流れの循環を構成するものとみられ、とくに貨幣所得の形成・消費支出と貯蓄への配分・貯蓄と投資支出の関連という貨幣国民所得の循環の分析に重点がおかれる。また貨幣的経済理論の立場では、貨幣数量も単純な存在量ではなく、それが産業的流通にあるか、金融的流通にあるかにより、取引貨幣量と資産貨幣量とに区分される。前者は直接的に貨幣国民所得の循環を支え、後者は価値貯蔵の一形態として、貯蓄性預金・社債・株式などの金融資産と選択関係に立つものとみられる。資産貨幣は他の金融資産とならんで広く資産選択の一環をなすものとして、それ自体の孤立的なとり扱

いを許さず、金融資産の全体的把握が要求される。

以上の学説発展の簡単な要約からうかがわれるように、一口に貨幣側といっても、そこには(1)単純な貨幣流通量ということから貨幣的購買力の流れの内容的把握へ、(2)単なる貨幣存在量ということから取引貨幣と資産貨幣の区分、資産貨幣を含む金融資産の全体的把握へと特徴づけられる貨幣側の把握における内容深化と範囲拡張とがみられるのである。最近においてこのような傾向を最も端的に示したものは、単なる貨幣存在量ではなく、それを一構成部分として含む「全体的な流動性の状態」こそ金融政策の攻撃目標でなければならないと強調したラドクリフ報告である。<sup>(1)</sup> 小論は以上の一般的傾向を背景として、貨幣側の意味するものを改めて考えてみようとするものである。<sup>(2)</sup>

## II

貨幣経済のいわゆる貨幣側把握のさいの中心概念は資金であるとする。ここに資金とは広義に解して、貨幣単位で表示（貨幣額表示）の購買力を意味する。財貨・用役に対する請求権ないしその獲得能力としての購買力は実物経済のもとにおいても考えられる。たとえば任意の一財は物々交換を通じて他の財貨・用役の獲得能力をもつ。しかし実物経済下の購買力が物々交換の対象により種々雑多に表示され、統一的表示者を欠くため、ひとつの購買力量としての総計を許さないのに対して、貨幣経済のもとにおける購買力は統一的に貨幣単位によって表示され、ひとつの購買力量として総計が可能となる。ここに貨幣額表示の購買力としての資金概念がみられるのである。資金が貨幣額表示の購買力であるというとき、必ずしも資金が貨幣形態をとることを意味しない点に

---

(1) 貨幣経済の把握方法の学説史的展開およびラドクリフ報告については拙著「貨幣的経済理論の基本問題—貨幣経済の構造と貨幣の作用—」（昭和37年）第一編および第七章を参照されたい。

(2) かつて筆者が R. S. Sayers 教授と面談したとき、同教授がいわゆる貨幣的要因が決して貨幣数量にとどまらないことを強調されたことは誠に印象深いものがあり、小論作成のひとつの動機となっている。また新庄博博士は早くから貨幣と資金の区別を強く主張されており、小論は同博士の教えによるところが多い。勿論小論の含むことあるべき誤りないし不徹底の諸点は筆者の責任である。



注意すべきである。購買力が貨幣単位で表示されるというだけで、資金が貨幣形態のみならず、その他の資産形態をとりうることはつぎに述べるとおりである。この点を明らかにするためには、ストックとしての資金とフローとしての資金を区別しなければならない。

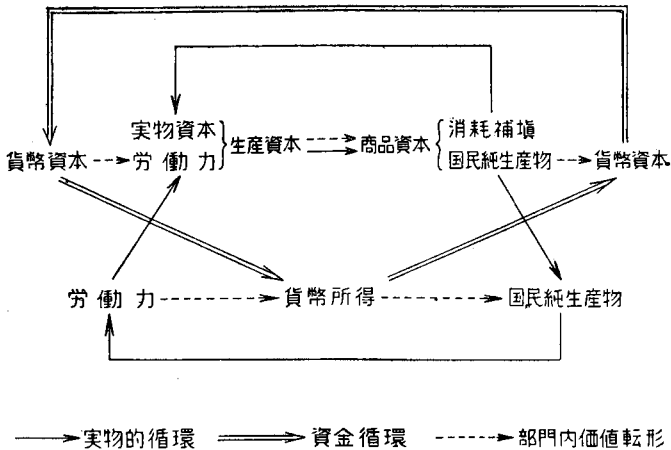
ストックとしての資金というとき、資金の存在形態—購買力の貯蔵形態が問題となる。このさい資金は貨幣形態（現金通貨、預金通貨）をとることもあれば、貯蓄性預金（短期性預金・定期預金・貯蓄預金・郵便貯金、貯金・金銭信託・貸付信託・金融債など）または証券（社債・株式・公債・投資信託・貸付債権など）の形態をとることもある。いわゆる金融資産の選択とは経済主体がその保有する資金をこれら各種の金融資産形態のいずれに投ずるかの配分の選択にはかならない。貨幣形態の資金はなんらの限定なく、あらゆる財貨・用役に対して即座に購買力として発動しうるとの意味で、一般的・即時的購買力としての存在にかならない。（狭義の資金）これに対し貨幣以外の金融資産の形態をとる資金は、特定の資産形態に投ぜられており、それが貨幣形態に転換されなければ、一般的・即時的購買力としては作用しえないという意味において、特殊的・潜在的購買力としての存在とみることができる。前者が自由資金であるのに対して、後者は拘束資金ともいうべきものである。

資金が現実の購買力として発動するときには貨幣形態をもって流れ、資金フローを形成する。資金フローは狭義の資金の流れであり、それは購買力の発動様式ないし購買力の作用の仕方にはかならない。資金フローは外面的には貨幣の流れという形態をとるが、内容的にはそれは貨幣資本・貨幣所得というごとき経済的意味を異にする各種の購買力量の流れたることに注意しなければならない。このさい貨幣そのものは資金フローの実質的内容をなす資本・所得などの購買力を載せて移動する車輛のような機能を営む。同一の車輛が何回も移動して荷物を運ぶのと同様に、同じ貨幣が一定期間内に何回も移動することにより貨幣存在量に数倍する資金フローを形成する。基本的には、貨幣数量が資金フローの規模を規定するのではなく、逆に資金フローの規模がその実現に必要なとする貨幣数量を要求するという関係にある。（金融引締め政策はこの基本的関係のうえに立って、かかる要求を制限することにより、資金フローの規模を限定しようとするところにその意義が存する。）

資金フローはそれが直接的に再生産過程の進行を支えるか、あるいは資金それ自身が貸借取引の対象になるかにより、産業資金フローと金融資金フローに区分される。<sup>(3)</sup>

再生産過程はマルクスの再生産表式、ハイエクの生産構造図式というごとく種々の角度から把握されるが、その実質的内容は実物資本と労働力の結合により国民総生産物が生産され、それが分配・流通の過程を経て、最終的に消費と実物資本形成(補填と拡大)に充当されることにより、労働力の再生産と実物資本の維持・拡大が可能となって、次期の生産が再び進行していくという実物的循環にはかならない。このような実物的循環は貨幣経済においては資金フローを通じて実現されなければならない点にその特徴が存する。

いま単純化のため、単純再生産過程のもとで国民総生産物は一個の巨大企業により生産されるものと仮定する。この巨大企業はあらかじめ必要な実物資本(設備と原料在庫)を所有するものとする。巨大企業はまず貨幣資本をもって必要労働力を家計より購入し、この労働力と実物資本を生産資本として生産に投ずるこ



とにより国民総生産物を生産する。生産された国民総生産物は巨大企業の商品資本を形成するが、そのうち資本財部分は企業内部において実物資本の消耗補

(3) 現実にはこのほかに重要なものとして、財政資金フローがあるが、小論ではこれに触れない。

填に充当され、その残りの国民純生産物（消費財）は家計に売却され、巨大企業はその売上代金としてさきに投じた貨幣資本を回収する。以上の過程の反面では家計は労働力の売却により貨幣所得を受取り、貨幣所得の消費支出により消費財を獲得して、これを消費に充当することにより労働力を再生産する。

上図は以上の諸前提のもとにおける再生産過程とこれを支える資金フローを示すものであるが、ここで貨幣側の在り方としてつぎの諸点に注意すべきである。

(1) 上図はふたつの部門内循環とふたつの部門間循環から構成されている。まず企業のもとでは、貨幣資本→生産資本→商品資本→貨幣資本というごとく、資本がカネ→モノ→カネの形態変化をしながら循環し（企業内資本循環）、また家計のもとでは、労働力→貨幣所得→国民純生産物というごとく、モノ→カネ→モノの形態変化を通ずる所得の受領と支出の循環（家計内所得循環）がみられる。つぎに企業内資本循環と家計内所得循環とは労働市場と国民純生産物市場のふたつの場面において交錯し、国民経済全体としては、実物資本と労働力の結合→国民総生産物の消耗補填と消費への充当（労働力の再生産）という再生産過程の実物的循環と、貨幣資本→貨幣所得→貨幣資本という資金循環のからみ合い的対応関係を企業と家計の両部門のあいだに成立せしめている。

(2) 以上のごとく再生産過程における実物的循環にからみついて存在する資金循環—資本と所得の資金フロー—が基本的形態における産業資金フローである。換言すれば産業資金フローは資本資金フローと所得資金フローより合成されている。産業資金フローは根本的には再生産過程を基盤として成立するものであり、逆に再生産過程は貨幣経済のもとにおいては産業資金フローを通じて進行しなければならないという意味で両者は相互規定的関係にある。

(3) 上述の巨大企業の仮定を除去すれば、企業内部の実物資本の消耗補填過程に代わって、ハイエク流の生産構造観が導入されねばならない。すなわち実物資本の消耗補填は各生産段階の企業相互間の資本財（補填財）の売買を通じて行なわれることとなる。それゆえ各生産段階の企業相互間に新たな資本資金フローが成立することになる。貨幣資本には家計に流れて貨幣所得に転化する部分のほかに、各生産段階の企業相互間を貨幣資本→貨幣資本の過程で流れ、資本

財の売買を媒介する部分が存するのである。さらに狭義の生産段階のほかにも商業段階が導入されることにより、資本資金フローは生産資金フローと商業資金フローに区分されることになる。

(4) 単純再生産の仮定を除けば、国民純生産物は消費財のみならず投資財を含み、それが実物資本の拡大に充当されることになる。貨幣所得も全額が消費支出に向けられるのではなく、その一部は貯蓄される。それゆえ資金フローとしては貯蓄に見合うだけの投資支出がなければ、貨幣資本→貨幣所得→貨幣資本という産業資金フローの全循環の輪は閉ざされないのである。すなわち所得資金フローは消費資金フローと貯蓄・投資資金フローから合成されるとみられる。

(5) かくて産業資金フローは資本資金フローと所得資金フロー、前者は生産資金フローと商業資金フロー、後者は消費資金フローと貯蓄・投資資金フローからそれぞれ合成されるものとして、さきの基本的形態におけるものよりも複雑化してくる。しかしそれが全体として再生産過程を基盤として成立しながら、再生産過程それ自体はかかる産業資金フローを通ずることなしには貨幣経済におけるものとしての意味をもちえないという相互規定的な基本関係にはなんら異なるところはないのである。

### III

金融資金フローは貸借取引を通ずる貨幣形態の資金そのものの流れである。産業資金フローが再生産過程の実物的循環と直接的に結びついて成立するのに対して、金融資金フローは一応実物的循環を離れて独立に存在する。(究極的には、金融資金フローといえども、産業資金フローしたがって再生産過程を離れては存在の意味をもちえないことはいうまでもない。) ここに貸借とは広義に解して、通常の意味の貸借(狭義)のほかにも、新規証券の発行と応募、旧証券の売買、貯蓄性預金の預入れと受入れ、貨幣の新発行と保有を含ませる。かかる広義の貸借取引—金融取引—を通ずる貨幣形態の資金の流れが金融資金フローにはかならない。

企業が必要貨幣資本をあらかじめ所有するとのさきの仮定を除去すれば、企業は金融取引を通じて貨幣資本を調達しなければならない。生産資金ないし商

業資金としての貨幣資本は生産物ないし仕入商品の売却により回収さるべき運転資金であるから、ここに運転資金貸借フローが成立する。また貯蓄資金と投資資金とは究極的資金供給部門と究極的資金需要部門とのあいだにおいて当然には結びつかないのであって、それは金融の働きをまって始めて可能となるのであり、そこに貯蓄・投資間貸借フロー（直接金融資金フローと間接金融資金フローに区分）が成立する。さらに各種金融機関相互間の貸借フローが存在する。

金融資金フローは貸借取引を通ずる資金フローであるから、その流れの跡には各部門間の貸借関係の変化を残す。かかる貸借関係の存在を表示するものが債権者の立場からみて金融資産、債務者の立場からみて負債にほかならない。それゆえ金融資金フローのあるところ、金融資産・負債の増減移動を必然的に伴う。ここに一部門の金融資金フローの支出（貨幣残高の増加を含む） $\equiv$ 金融資産の増加，金融資金フローの収入 $\equiv$ 負債の増加，金融資金フローの支出－同収入 $\equiv$ 金融資産増加－負債増加なる関係が成立する。この関係からただちに明らかなくとく、各部門における金融資金フローの収支、したがって金融資金フローの全体としての動きは各部門における金融資産・負債の選択のいかんにより動機的に規定されるのである。このさい金融資産の選択は資金供給方式の選択であり、負債の選択とは資金調達方式の選択にほかならない。

産業資金フローと金融資金フローはつぎのごとく結びつく。産業資金フローにおいて各部門の収支は必ずしも一致せず、黒字部門と赤字部門が存する。そこで黒字部門は産業資金フローにおける収入超過分（資金余剰分）を金融資金フローにおける支出超過 $\equiv$ 金融資産増分超過の形で運用しなければならない。これに対し、赤字部門は産業資金フローにおける支出超過分（資金不足分）を金融資金フローにおける収入超過 $\equiv$ 負債増分超過により調達しなければならない。けだしそれにより黒字部門も赤字部門も産業資金フローと金融資金フローの双方を通じて、それぞれの部門全体としての収支を一致せしめることができるからである。すなわち各部門に成立する産業資金フローにおける収入－同支出 $\equiv$ 金融資金フローにおける支出－同収入 $\equiv$ 金融資産増分－負債増分なる関係を通じて産業資金フローと金融資金フローは結びつくのである。国民経済全体としては収入の反面には支出があるから、産業資金フロー、金融資金フローのいずれにお

いても事後的には、収入合計≡支出合計であり、各部門の収支差は全体的には相殺されるとしても、各部門ごとにはたとえ事後的でも収支は一致しない。それゆえ各部門の産業資金フローにおける資金過不足は金融資金フローにおける逆の資金尻により調整されなければならないのであり、ここに金融資金フローの機能が存するのである。

金融資金フローの在り方は金融資産・負債の増減移動を通じて、その下部構造としての金融資産・負債の存在量とその構成内容の在り方に結びつく。金融資金フロー→金融資産・負債の存在量と構成内容は金融資産の価格体系（≡金利体系）とあいまって、一国の金融構造を構成する。産業資金フローが一国の再生産過程と直接的に結びつくのに対して、金融資金フローは一国の金融構造と不可分の関係をもつ。金融構造の一側面としての金融資産・負債の存在量とその構成内容の在り方は、再生産過程を支える下部構造としての一国の実物資本の存在量と構成内容に対する直接・間接の金融的支配関係を表示するものにはかならない。（再生産過程と実物資本の存在量の関係は量的には、国民生産）<sup>(4)</sup> 実物資本は企業の資産として所有されるが、直接金融方式のもとでは究極的資金供給者は株主ないし社債保有者としての所有権ないし 抵当権を通じて企業資産への支配力を持ち、また 間接金融方式のもとでは究極的資金供給者は金融機関を通じて間接的に企業資産への支配力をもつものと解することができる。このことはたとえば企業部門—金融部門—家計部門の部門別貸借対照表の相互関連を考えれば、容易に理解しうるであろう。

## VI

上述のごとく、ストックとしての資金は購買力の貯蔵として貨幣を含む各種金融資産の形態をとり、フローとしての資金は購買力の発動として貨幣形態における資金の流れを形成する。それゆえストックとしての資金は貨幣形態をと

(4) ゴールドスミスは金融資産と実物資本の量的関係を金融連関比率 (Financial Interrelations Ratio) と呼んでいる。これは本文の金融的支配関係の解明にひとつの手掛りを与える。R.W. Goldsmith, "Financial Structure and Economic Growth in Advanced Countries: An Experiment in Comparative Financial Morphology," in *Capital Formation and Economic Growth*, 1955.

る部分は一般的・即時的購買力として、いつでも発動して資金フローに入りうるのに対して、非貨幣形態の金融資産がそうするためには、それらは買却または借入れ担保たることを通じて貨幣形態に転換されねばならない。しかし非貨幣的金融資産が貨幣に転換される可能性と確実性の程度は一様ではなく、ここに貨幣を最高流動性とする各種の非貨幣的金融資産の流動性の格差が存する。

金融資産がその種類により程度を異にするプラスの流動性をもつものに対して、負債はいわばマイナスの流動性をもつ。ただし金融資産が貨幣への転換性を持ち、その保有者の一般的・即時的購買力への支配性を高めるのに対して、負債は返済期の接近につれ、その返済のため一定量の貨幣残高の準備ないし拘束を必要とし、それだけ短期負債ほどより大なる程度で一般的・即時的購買力への支配性を拘束することになるからである。国民経済全体としては金融資産の総計と負債の総計は恒等であるが、各種金融資産は各部門に分布保有され、その反面としての各種負債は各部門に分散負担されることになる。かくて国民経済の各部門は種々の程度におけるプラスの流動性をもつ金融資産とマイナスの流動性をもつ負債とを保有分担するわけであり、各部門の金融資産の内部構成と存在量および負債の内部構成と存在量の相対的關係のいかに当該部門の流動性ポジションを規定する。各部門の流動性ポジションの分布状態のいかにさらに国民経済全体の流動性ポジションを定める。流動性ポジションは一般的・即時的購買力への支配性の程度として、支出決意→有効需要または金融資産の選択に直接・間接の影響を及ぼし、資金フローを発動せしめるから、流動性ポジションのいかにストックとしての資金の資金フローへの転換発動を規定するひとつの要因として作用することになる。流動性ポジションの規定にあたり負債をいかにとり扱うかはひとつの重要問題であるが、この点の詳細は別の機会に譲り、ここではストックとしての資金が流動性ポジションをひとつ径路として資金フローにつながるという関連を指摘するにとどめよう。

## V

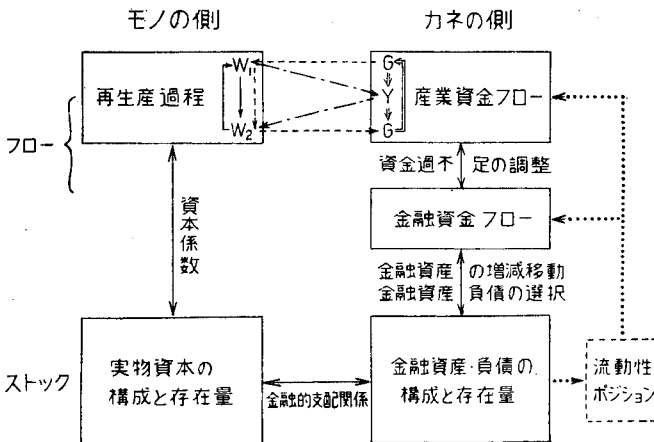
以上は紙面の制約もあるため、多くの論点を未整理のまま残しており、その

---

(5) ニューリンのいわゆる *Finacial Strength* の考え方は、この問題の解明に重要な手掛りを与えるものと考えられる。W. T. Newlyn, *Theory of Money*, 1962, Ch. X (小泉明監修, 山田良治・花輪俊哉訳「貨幣の理論」昭和39年)

詳論にはのちの機会を期するものであるが、少なくとも貨幣経済のいわゆる貨幣側が単なる貨幣流通量または貨幣存在量をもって把握されるには、余りにも複雑な内容と広範な範囲をもつことだけは明らかにされたものというのであろう。すなわち一定の関連で結びつく産業資金フローと金融資金フロー、金融資金フローの下部構造としてそれを通じて増減移動するストックとしての資金たる金融資産の存在、金融資産・負債の内部構成と存在量に規定される流動性ポジション、流動性ポジションを介するストックとしての資金から資金フローへの影響という全体的関連が貨幣側の意味するものにはかならない。貨幣側はこのような内部構成をもって実物側と有機的に結びつくのであって、いわゆる貨幣ペール観に含意されるごとく、貨幣側と実物側が機械的に対応するのではない。すなわち産業資金フローは再生産過程と交錯的に結びつき、金融資金フローとその下部構造たる金融資産・負債の構成と存在量は直接間接の金融的支配関係を通じて、再生産過程の下部構造たる実物資本の構成と存在量に対応しているのである。

下図はこのような実物側との関連のもとに貨幣側の在り方を簡略に示したも





のである。以上のごとく貨幣側の意味するものを貨幣流通量ないし貨幣存在量から解放するところに貨幣経済構造の全体的把握—モノとカネ、ストックとフローの四面に交錯する循環的にして構造的な把握—の途が開けてくるのである<sup>(6)</sup>。(1963年6月10日稿、本稿は1964年2月1日、神戸大学金融研究会第93回定例研究会の報告の前半に加筆したものである)

---

(6) 図の再生産過程と産業資金フローの関連において、→実物的循環，⇒産業資金循環，  
 …→企業内資本循環，--→家計内所得循環，G=貨幣資本，Y=貨幣所得， $W_1$ =生産資本， $W_2$ =商品資本の意味である。



# 国際収支と財政金融政策

— マンデル説の理解 —

岩 井 茂

近時日本の国際収支尻の悪化を一つの指標として、金融引き締め政策がとられてきた。その回数は戦後四回であるとされている。ところが昭和38年の国際収支尻悪化の兆を契機として、これは財政金融政策によって匡正をしなければならぬという論調がしばしば見聞される。しかしその財政金融政策がどのような過程を通じ国際収支に作用し、またそれがどのような効果をもたらすかについては、あまり明確な解説を聞かない。そこでこれに対し何らかの解明のいとぐちをつかみたいと考えていたところ、たまたまIMFスタッフ・ペーパーズのうちに、次のような一文を発見した。

Robert A. Mundell "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability," in IMF Staff Papers, Vol., IX No., 1. (March 1962) PP. 70~79.

近代経済学に対する素養の極めて少ない、いなむしろ皆無といってよい私であるが、何とか上記の問題につき解決のヒントをつかみたいという念願から、この論文を手がかりに考えを運んでいきたいと思っている。

## I マンデルの図解

まずかれは、対内的均衡と対外的均衡との達成を目標においている。その際対内的均衡（安定ともいっているが、本稿では均衡という言葉に統一しておく）とは、完全雇用の下における国内産出—総供給が、国内総需要に等しいことであるとする。そしてこの両者に不均衡があるとインフレ圧力またはデフレ圧力が生ずる。

総需要 = 総供給……対内的均衡

総需要 > 総供給……インフレ圧力 (在庫は所要量に対し不足)

総需要 < 総供給……デフレ圧力 (在庫は所要量に超過)

次に対外的均衡とは、安定為替平価を条件として、貿易収支尻 (黒字) が純資本輸出 (赤字) に等しいことを意味する。これが不均衡となれば国際収支尻は黒字または赤字となる。

貿易収支尻 (黒字) = 資本輸出 (赤字) ……対外的均衡

貿易収支尻 (黒字) > 資本輸出 (赤字) ……国際収支尻黒

(中央銀行は保有外貨を累積する)

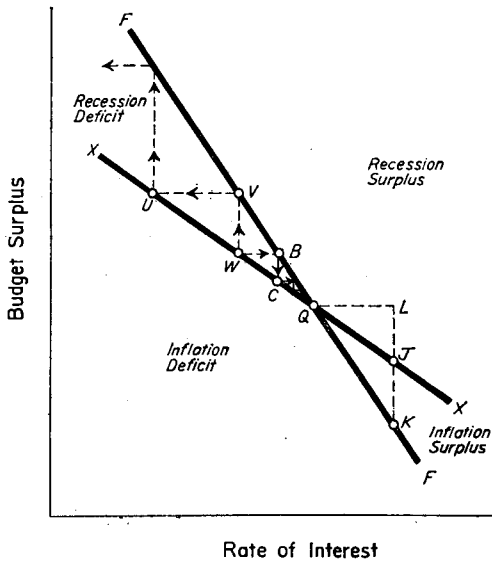
貿易収支尻 (黒字) < 資本輸出 (赤字) ……国際収支尻赤

(中央銀行は保有外貨を放出する)

さてマンデルの理論展開には、数多くの条件が与えられている。

まず本論全体を通ずる課題としては、為替相場の改訂とか輸入制限を課することが望ましくないと考えられる国において、対内的および対外的均衡を達成

第 1 図



する問題を論ずることとしている。

この課題を解くために、マンデルが考えている条件は次のとおりである。

- (1) 諸外国のあらゆる政策ならびに輸出需要（自国の輸出品に対する諸外国の需要）は所与とする。
- (2) 国内の支出水準が高まると、それによって貿易況は悪化する（入超）。
- (3) 資本の流出入は金利差に反応して起る。
- (4) 国内支出は（完全雇用下における産出水準を前提して）、財政政策（黒字予算）と通貨政策（金利）によってのみ左右されるものと仮定する。

このような前提条件をおくと、対外的均衡の全体制を、二つの政策変数、すなわち金利と黒字予算とをもって、幾何学的図形（第1図）で示すことができる。

このグラフでFF線は対外均衡スケデュールを示すものとし、完全雇用に見合う所得水準において、金利と黒字予算の交点の軌跡をあらわし、その線に沿って国際収支は均衡を保つこととなる。なおこのスケデュールは右下りとなる。何となれば金利が上げれば、資本輸出の減少→国内支出の減退→輸入減少→国際収支改善の過程をたどる。他方黒字予算を下げると、国内支出増大→輸入増大→国際収支悪化の過程をたどるからである。よってこの線のどの点からスタートしても、金利の引き上げは国際収支の黒字を来たすので、均衡を回復しようと思えば黒字予算を減少してこれを補整しなければならぬわけである。

この対外均衡スケデュールの上方と左方の諸点は国際収支の黒字をあらわし、その下方と左方の諸点は国際収支の赤字を示す。

XX線は対内均衡スケデュールを示すものとし、やはり金利と黒字予算の交点の軌道であるが、この線上において、財貨と用役とに対する国内市場において完全雇用均衡が持続されるものとする。いいかえると、国内産出（財貨と用役）に対する国内需要は、完全雇用下における国内産出から輸出を差し引いたものに等しい状態を示す。よって完全雇用と所与の輸出水準とに見合う国内産出に対する国内需要水準はただ一つある。このことは、国内支出はXX線に沿ってコンスタントであることを意味している。よってまたXX線は右下りとならねばならぬ。何となれば、国内支出を不変に保つためには、金利引き上げと黒字予算の減少とが相い伴うからである。

以上のようにFF線とXX線の意味を明らかにしたのち、マンデルは両スケジュールの勾配を比較し、FF線の方がXX線よりその勾配が急であることを論証する。

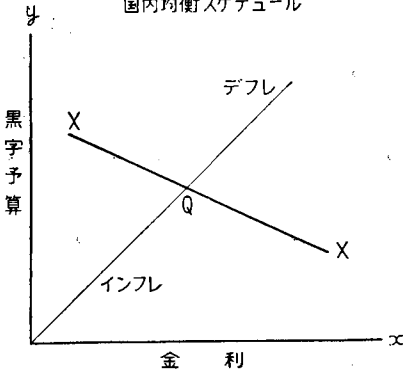
すなわちXX線の絶対的傾斜は、国内支出の金利に対する反応性と、国内支出の黒字予算に対する反応性ととの比である。いま仮りに資本輸出はコンスタントであり、国際収支は国内支出によってのみ左右されるものとする。これは輸出はコンスタントであるとしておき、輸入だけが支出によって左右されるものと考えからである。

この仮定において資本輸出をコンスタントとしているので、FF線も国内支出が金利に対する反応性と、その支出が黒字予算に対する反応性ととの比となるので、このFF線もXX線と同じ勾配になる。ところが、F線には金利に対する資本輸出の反応性という要素があるので、これを考慮に入れるとFF線はXX線の絶対的傾斜より急勾配になるわけである。

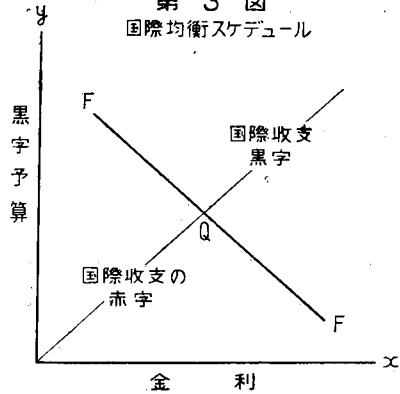
このことをグラフによって説明すると次のようになる（第1図参照）。

仮りにQ点において全面的均衡がえられているものとする。しかるにいま金利が上がってQLに等しくなり、それによって均衡が破れたとする。金利が上がるとデフレ圧力が生じ、また国際収支の黒字はL点に達する。この際黒字予算を縮少すればデフレ圧力を取り除くことができる。その点をJとする。しかしJ点においても国内支出は（仮定によって）Q点におけると同じであるから、輸入、従って国際収支もQ点におけると等しくなければならぬ。よって国際収支はJ点において黒字を示す。何となれば金利高で資本の輸入が誘発されるからである。このことは国際収支を均衡させるためには、黒字予算をさらに縮少する要のあることを物語っている。従ってXX線上のJに対応する点をFF線上に求めてこれをKとする。このK点はJ点より下にあるから、FF線はXX線より勾配が急であるということになる。そして資本移動が自由であればあるほど、そして限界輸入性向が小なれば小なるほど、この両勾配の絶対差は大きい。何となれば所定の国際収支上の黒字を匡正するには、黒字予算を一そう縮少するか、または赤字予算を一そう大ならしめる要があるからである。

第 2 図  
国内均衡スケジュール



第 3 図  
国際均衡スケジュール



II マンデルの所論の理解

われわれはここにおいて、マンデルのこれまでの論述をよりよく理解するために、かれのテキストから離れて、しかしながらかれの思考経路に沿って考えてみよう。

まず、マンデルの与えている諸条件は一おうそのまま受け入れておく。次にかれは  $XX$  線と  $FF$  線とを一図表に書いているので、われわれの理解を困難ならしめる懸念があるので、これをそれぞれ書き分けてみよう。ことにその場合、均衡点を45度線上にあるものと仮定する。するとこの二つの図表は次のように描くことができる。

まず第2図において、縦軸の黒字予算は、いうまでもなく政策としての黒字予算であるから、公共投資政策、租税政策その他によって予算上の黒字（または赤字）が増減するような措置を講ずることである。これに対して横軸の金利は、金利政策によって公定歩合の上下をはかることと限定してよいであろう。従ってそれは短期金利をさしているものとして、長期金利はしばらく度外視してよいであろう。

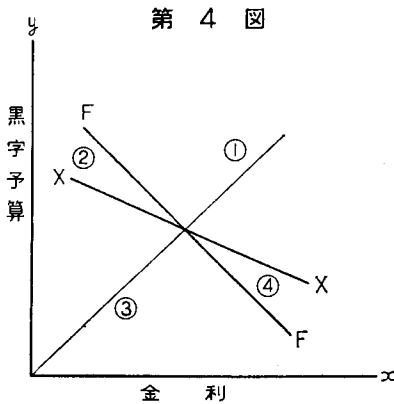
さて第2図において、国内支出は一定という仮定のもとにおいて、黒字予算を増大すると、均衡点  $Q$  より上方へ均衡点が移行するからデフレ圧力が生ずる。故に  $XX$  線の上方はデフレ的である。反対に黒字予算を縮小する（または赤字予算を増大する）と  $Q$  点は下方へ移行するので、インフレ圧力を生ずる。よって  $XX$  線の下方はインフレ的である。

またかりに、この第2図について、金利を上げると、Q点は右方へ移行するからデフレ的であり、金利を引き下げるとQ点は左方へ移行するからインフレ的となる。これを別の表現をもってすれば、金利が上がれば投資は小さくなり、金利が下がれば投資が大となることを物語っている。よってその効果を打ち消すために、それぞれ黒字予算の縮小、または黒字予算の増大をもって対処しなければならぬこととなる。

次に第3図についてみるに、FF線は対外均衡スケジュールを示し、この図で金利を上げると外国資本の流入（または自国資本の輸出減少ないしその還流）となって国際収支の黒字を増すこととなる。これに反し金利を引き下げればその反対に国際収支は赤字となる。よってこの線の右方は黒字、左方は赤字となっているのである。

またこの第3図において、黒字予算政策をとると、Q点は上方へ移行するので、それに対応する均衡点をFF線上に求めると、横軸に平行に左方へ直線を引いたところにこれをうることができる。しかしこの点はもとのQ点に比し低金利を意味し、また国際収支の減少を示している。これはのちに、国際収支改善策として黒字予算政策が非安定的であることの論証にされる。

以上はXX線とFF線とをそれぞれ別々に理解しようとしたものであるが、この2つのスケジュールを重ねると第1図になる。いまこの二線によって劃される四つの区劃に仮りに象眼の名称を与え、これを①から④までの数字で示すと次の第4図のようになる。



この第①象眼は国内均衡スケジュールではデフレ、国際均衡スケジュールでは国際収支の黒字を特徴づけている。第②象眼では同様にしてデフレと国際収支の赤字、第③象眼ではインフレと国際収支の赤字、第④象眼ではインフレと国際収支の黒字となる。

### Ⅲ 方程式による理解

以上の文字による理解を方程式によっ



て示めせば—そう明らかになるかと思う。

まず基本方程式を次のように定める。

$$Y = G + I + (R - G) + (X - M) \quad (1)$$

ただし  $Y$  は所得,  $C$  は消費,  $I$  は投資,  $R$  は財政収入,  $G$  は財政支出,  $X$  は輸出,  $M$  は輸入。

そして

$$X - M = K_x - K_m \quad (2)$$

$K_x$  は資本輸出,  $K_m$  は資本輸入 (貿易尻の黒字と資本の純輸出とが等しい関係)。

(1)式は実物経済的にも貨幣経済的にも解釈されるが, (2)の殊とに右辺は純然たる貨幣経済的現象である。そしてマンデルの  $XX$ 線 (対内均衡スケジュール) はこの(1)式で示されるものであり, その  $FF$ 線 (対外均衡スケジュール) は(1)式に(2)式の関係を入れて代したものである。そして実物経済的に考える場合に, 特にそのことを明示するため,  $Y$  を  $S$  に書き改めると, 需給関係は次のようになる。

$$\bar{S} - X = C + I + (R - G) + (-M) \quad (3)$$

しかしマンデルは「国内産出に対する国内需要は, 完全雇用下における国内産出から輸出を差し引いたものに等しい」といっているのです。かれは(3)式から  $M$ 項を省いたものをそこに考えている。またこの  $M$ 項を除いた右辺は国内需要 (貨幣経済的には国内支出) を意味する。

$$\bar{S} - X = C + I + (R - G) \quad (4)$$

次に前記の条件(4)によって, 国内支出は, 黒字予算と金利とによってのみ左右されるのであるから,  $C \cdot I$  は黒字予算 ( $R - G$ ) と金利 ( $r$  で表わす) の関数であることを物語っている。この際かれは消費と投資とをはっきり区別して説明していないので,  $(C + I)$  を一群の要因として扱ってもよいであろう。しかし限界消費性向や限界投資性向を考える場合には, それぞれその値がちがうであろうから, このグルーピングは許されない。

また条件(2)について, 国内支出水準が高まると, それに従って貿易尻は悪化するという場合には,  $(C + I)$  が大となり  $(R - G)$  が小となり, しかも均衡を保つ要のあるときは, すでに国内均衡の域を脱して, 国際均衡の場で考

えているので、この場合には(3)式を考え、 $-M$ の増大によってその均衡を保ちうるものとしているのである。

次に資本の流出入について考えると、マンデルは、国内均衡スケジュールが均衡状態にあることを前提して、さらにその上に、

$$(X-M)=(K_x-K_m)$$

の要因を入れて考えている。そしてこの右辺が左辺に比して大であれば国際収支は赤字となり、その反対であれば黒字となる。しかも資本の流出入は金利( $r$ )の関数である。その際資本の流出は金利に対し減少関数となり流入はその逆の関係にある。しかもここに重大な一つの仮定がある。それは金利が上がると資金の流入または輸出資本の還流があってもそれは国内支出には無影響であるということである。流入資金の二次的効果を考えると、この仮定は崩壊し易いが、マンデルはそこまで考えないで、流入資金の国内収支に対する効果はゼロであると仮定しているのである。

こういう状態のもとにおいて国際収支の均衡をはかるためには、仮定された条件によって、黒字予算の縮小(または赤字予算の増大)をはからねばならぬ。黒字予算の縮小をはるることによって何故に国際収支が均衡するかといえば、恐らく次のような推理によるものであろう。

いま(3)式

$$\bar{S}-X=(C+I)+(R-G)+(-M)$$

において、 $(C+I)$  コンスタントとし、 $(R-G)$  と  $(-M)$  が可變的であるとし、他方(2)式

$$X-M=K_x-K_m$$

の $K_m$ が増大してしかも、この等式関係を保とうとするためには、 $X$ (輸出)の縮小か $M$ (輸入)の増大によらなければならぬ。しかし $X$ は所与とされているので、この場合には $M$ の増大よりほかに途がない。それをいかにして達成するかというに、 $(R-G)$ の値を小さくするかまたは $(G-R)$ の値を大きくし、これによって $-M$ の増大に見合うようにするほかない。これがマンデルの説く対外的均衡達成の方向であると考えられる。

さらに進んで第1図に示されている関係を方程式によって示せば次のようになるであろう。

$\bar{S}$  ……総供給

$\bar{D}$  ……総需要

$D$  ……需要関数

$B$  ……黒字予算

$r$  ……金利（利率）

$\bar{X}\bar{X}$  ……対内均衡スケデュール

$\bar{S} = \bar{D}$ として、 $B$ と $r$ の交点の軌跡

$$\bar{X}\bar{X} = D(B, r)$$

$$\bar{X}\bar{X} - D(B, r) = 0$$

$$D_B < 0$$

$$D_r < 0$$

$B$ で偏微分して

$$\frac{dB}{dr} = - \frac{D_r}{D_B} < 0$$

$T$ …貿易収支戻（輸出超過を常態として）

$A$ …資本収支戻（資本輸出を常態として）

$P$ …国際収支戻

$$T = A \quad P = 0$$

$$T > A \quad P > 0$$

$$T < A \quad P > 0$$

$\bar{F}\bar{F}$  ……対外均衡スケデュール

$\bar{F}\bar{F}$ には $T$ が含まれているものとして

$$\bar{F}\bar{F} = \bar{X}\bar{X} + P$$

$m$  ……限界輸入性向

$K$  ……資本流動性関数

$$P = K(r)$$

$$\bar{F}\bar{F} = mD(B, r) + K(r)$$

$$\bar{F}\bar{F} - mD(B, r) - K(r) < 0$$

$$mD(B) < 0$$

$$K(r) < 0$$

$B$ で偏微分して

$$\begin{aligned}\frac{dB}{dr} &= -\frac{mD_r + K_r}{mD_B} < 0 \\ &= -\frac{Dr + \frac{K_r}{m}}{D_B} < 0\end{aligned}$$

ただし  $m=1$  とすれば

$$= -\frac{D_r + K_r}{D_B} < 0$$

$\overline{X}$ と $\overline{F}$ とを比較すると、後者は前者に  $-\frac{K_r}{D_B}$  の加わったものであることを知る。

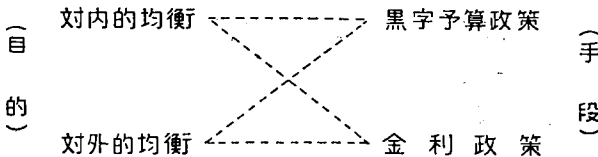
(この方程式的説明の前半は、神戸市外国語大学教授広江貞助博士、後半は神戸商科大学助教授三木谷良一氏の教示に待つところが多い。付記して謝意を表す。ただし表現上の責任はあけて筆者の負うところである。)

## VI 安定的政策の選択

以上解説したような理解の上になつて、ついでマンデルは、国際収支の改善(対外的均衡の達成)のためには金利政策が安定的であり、対内的均衡の達成のためには黒字予算政策が適していることを論証している。よって再びかれの説に耳を傾けよう。

前提条件によって、対内的均衡と対外的均衡を達成しうるための政策手段としては、黒字予算政策と金利政策の二つだけが利用されるものとする。従つて次の四つの組み合わせが可能である。

まず完全雇用と国際収支の赤字とが結び付いた状態を仮定して、それをW



とする（第1図参照）。国際収支の赤字を匡正しようとするれば、黒字予算をVからVへ引き上げなければならぬ。Vにおいて国際収支は均衡するであろう。しかし黒字予算が増大してデフレ圧力が加わる。そこで失業の脅威を防止するために、金利政策をとるとすれば、金利はVからUへ引き下げられねばならぬ。しかしUにおいて再び国際収支の赤字が現われ、こんどは黒字予算をさらに増大させる必要が生ずる。この過程がつづく、金利と黒字予算とが、均衡状態からますます遠ざかっていく。従ってこの方途は非安定的である。このことは次の点を注意すればすぐにわかる。すなわちXX線上におけるUに対応するFF線上の点は、Wに対応するVより左方にあるから、国際収支の赤字は増大しているわけである。XX線は対内均衡スケジュールであるから、この線上のいかなる点（この例ではWとU）においても、貿易収支は等しいはずである。しかるにUに対応するFF線上の点はVより左方にあるから国際収支の赤字は大となる。これはそもそも国際収支の赤字を匡正しようとした当初の目的に反するので、この方途は非安定的である。

次に国際収支の赤字解消（対外的均衡達成）のために金利の引き上げを行い、加わうるに對内的均衡達成のために黒字予算の縮小政策を講じたものしよう。上例と同じく不均衡点Wから出発して、金利をWからBへ引き下げる（第1図参照）と、それによって国際収支の赤字は縮小し、対外的均衡の目的に近かずく。金利引き上げによる金融引き締め効果、例えば失業増加傾向のごときは、黒字予算の縮小または赤字予算の増大によってこれを是正しなければならぬ。このFF線上のBに対応するXX線上のCにおいても、Wにおけると同様、對内的均衡と国際収支上の赤字とが存在するが、その赤字はW（に対応するU）におけるよりも小さい。また貿易収支はCにおいてもWにおけると同様均衡をえているが、Cにおいては金利は高くなっているが国際収支の赤字は小さい。よってこの方途は安定的である。

要するにW点—または第②象限のいかなる点も一は、全面的均衡点であるQにおけるよりも金利は安くまた黒字予算は大である。よって對外的均衡達成のために黒字予算政策を用い、また對内的均衡達成のために金利政策を用いることは、均衡状態からますます分離する結果となり、その逆の方途をとると均衡に接近させることとなる。

これを第④象眼についていえば、そこで均衡を回復するためには、金利の引き上げと黒字予算政策の強化をはからねばならない。そして対外的均衡達成のために金利政策を用い、対内的均衡達成のために黒字予算政策を用いることによってのみ、不均衡の是正は自動的に確保されるのである。

また他の二つの象眼（①と③）においても、金利政策と黒字予算政策は同じような反応を示すものである。すなわち金利の引き上げと黒字予算の増大の両者は国際収支の赤字とインフレ圧力を匡正し、金利の引き下げと黒字予算の縮小の両者は、国際収支の黒字とデフレ圧力を取り除く傾向を有する。

## V む す び

元来、筆者の興味は現実の日本における金融引き締め政策において国際収支の悪化とこれが匡正策としての公定歩合引き上げとの関係につき何らかの理論的根拠を探りたいとの念願から、たまたま偶目したマンデルの所説に興味を覚え、これを研究してみることにあった。そして私の理解したかぎりのことを以上において述べたのである。しかしマンデルの所論は極めて多くの条件を前提した静態モデルであり、私自身が解明を期している現実の問題は、極度に複雑な動態である。従ってこの両者の間に架け橋をかけることには非常な困難が伴う。従って私のいまの力量の限界を越えた仕事である。よって本稿では、もっぱらマンデルの所論の理解に止めて、しかもその理解の誤りまたは不徹底があれば、その教示をえたいものとしてあえて報告を行い、また本稿を草したしだいである。同学の叱正をまつ。

### 補説 国際収支と対外請求権

なおこの報告のあとで、関西学院大学教授小寺博士から次の意味の質問があった。それは「貿易収支が黒字であるとしても、その金額は結局外銀に対する預金の形をとっているもので、それを資本輸出として払い出そうと、あるいは資本輸出をせずしてこれを払い出すまいと、外貨の受け払いには関係がないのではないか」同教授の質問の要旨は以上のものであったと私は理解したが、もしそういう私の理解が誤りであったとすればお詫びせねばならぬ。しかしこのような疑問は、私自身に対し解明を迫るものがある。よってこの立論の当否を検

討してみた思考過程を併記して、合わせ識者の叱正を待つ。

この問題を考えるに当って、まず推理を単純にするために、為替取引引きは自由に行なわれるが、為替レートはすべて基準レート（1ドル＝360円）によるものと仮定しよう。

さてそこで、商品輸出に伴う資金の動きをたどってみると次のようになる。

1. 日本の輸出商が米国の輸入商へ商品を輸出したとする。
2. 輸出商はドル建一覽払い荷為替を取り組み、その代り金を為替銀行から円で受け取る。
3. 為替銀行は買取った荷為替を米国の為替銀行へ送り、同行に対する預金とする。
4. (3)の取引引きにより、日本の貿易収支は事実上の受け取りに計上される（IMF国際収支表の計上時期とは異なるが、今はこのことを問題にしない）。
5. 日本の何びとかが、海外投資の目的で、為替銀行からドルを買いとり、対米送金したとする。
6. (5)の取引引きにより、日本の資本収支上支払いに計上される。

以上の取引引きを記帳方式で示せば次のようになる。

A 輸出高 (日本)	B 為替銀行 (日本)
(-)商品輸出 \$ 10,000 (+)荷為替代り金 ¥3,600,000	(+)荷為替買取 \$ 10,000 (-)代り金支払 ¥3,600,000 ..... (-)外貨売渡し \$ 10,000 (+)代り金受取 ¥3,600,000
C 輸入高 (米国)	D 為替銀行 (米国)
(+)商品輸入 \$ 10,000 (-)荷為替支払 \$ 10,000 (預金引出)	(-)輸入商預金引出 \$ 10,000 (+)日本為替銀行預金 \$ 10,000 ..... (-)日本為替銀行 預金引出 \$ 10,000 (+)日本投資家 送金受入者の預金 \$ 10,000

## E 投資家(日本)

(+)外貨買入	\$ 10,000
(-)代り金支出	¥3,600,000
(-)外貨送金	\$ 10,000
(+)投資債権	\$ 10,000

以上の各関係者記録上の変化を見るに、B、Dの二記録において点線より上の部分は、日本側の輸出によって、日本の貿易収支が黒字になっている状態を示す。この際、日本の為替銀行は米国の為替銀行に対し一万ドルの預け金、すなわち対外請求権を獲得したことを意味し、米国の為替銀行では居住者の預金が非居住者の預金に振り替わっている。このことがとりもなおさず、日本の国際収支が黒となり、米国の国際収支が赤となった状態を示すものである。よってドル債権(債務)の所在に変更がなくても(すなわち同一為替銀行内の帳簿上の振替えにすぎなくても)、その所有関係(所属)が居住者から非居住者に移れば、それが国際収支上の受け払いがあったものと考えられるのである。

次に、日本の投資家が米国の投資受け入れ者に一万ドル送金すれば、その資金は、米国の為替銀行の記帳では、非居住者の預金が居住者の預金に振り替わるので、こんどは米国側が(資本取引で)受け取りとなり、国際収支上米国の赤字解消となる。この場合にも、資金そのものは同一為替銀行内に留まっていた、ただその所属の変化のみが記録されただけである。

これを要するに、国際収支上の受け払いとは通貨請求権の所属(居住者↔非居住者間)の変化を意味するものである。よって国内取引引きにおける現金取引引きのごとき場合に見られる現金の授受を、ここに想定してはならないことを知る。

以上の推論によって国際収支の意味をいくらか明らかになしえたかと思う。

(1964年7月30日稿、本稿は1964年7月4日、神戸大学金融研究会第98回定例研究会の報告に加筆したものである)



# 信用乗数と信用波及連関論

則 武 保 夫

## I はじめに

これまでの預金と貸付とが交互におこなわれ、その結果として、本源的預金にたいして、いくら派生的預金や貸付が可能となるかといった問題意識にもとづく、信用乗数のとりあつかいにかたにおいては、信用創造論はその独自の分野で展開され、国民経済とは切りはなされて展開されてきたようである。また銀行は、個別銀行の経営的立場、あるいは、全体としての一つの銀行組織として想定されてきた。さらに貸付の対象となる産業は等質的な全体としての一つの組織として考えられてきた。ここでは、このような想定をはづし、

(1) 信用創造論と所得理論の架橋をはかり

(2) 信用乗数は各産業別に考え

(3) 個別銀行の立場から信用創造を考える場合には、他銀行への預金の流出を考慮して、銀行と企業の結合度を信用乗数論に入れようと試みるものである。

## II 信用波及と所得形成

預金を $D$ 、本源的預金を $D_0$ 、貸付を $L$ 、銀行の現金準備率を $f$ 、現金準備額を $R$ 、現金流出率を $g$ 、現金流出額を $G$ 、 $t$ を期間として示すと、現金流出をふくむ預金と貸付の波及過程、および、預金 $D$ 、現金準備額 $R$ 、貸付 $L$ 、現金流出額 $G$ のそれぞれの合計は、第1表によって、しめすことができる。 $D$ 、 $R$ 、 $L$ および $G$ は、それぞれ、初項を、 $D_0$ 、 $fD_0$ 、 $(1-f)D_0$ 、 $g(1-f)D_0$ とし、公比を $(1-f)(1-g)$ とする無限等比級数で、かつ $1 > f > 0$ 、および $1 > g > 0$ であるからである。ここに

$$R(t) = fD(t) \dots \dots \dots (1)$$

$$L(t) = D(t) - R(t) = (1-f)D(t) \dots\dots\dots(2)$$

$$G(t) = gL(t) = g(1-f)D(t) \dots\dots\dots(3)$$

第1表 現金流出をふくむ預金と貸付の波及

期	預金 $D$	現金準備額 $R$	貸付 $L$	現金流出額 $G$
0	$D_0$	$fD_0$	$(1-f)D_0$	$g(1-f)D_0$
1	$(1-f)(1-g)D_0$	$f(1-f)(1-g)D_0$	$(1-f)^2(1-g)D_0$	$g(1-f)^2(1-g)D_0$
2	$(1-f)^2(1-g)^2D_0$	$f(1-f)^2(1-g)^2D_0$	$(1-f)^3(1-g)^2D_0$	$g(1-f)^3(1-g)^2D_0$
3	$(1-f)^3(1-g)^3D_0$	$f(1-f)^3(1-g)^3D_0$	$(1-f)^4(1-g)^3D_0$	$g(1-f)^4(1-g)^3D_0$
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
$t$	$(1-f)^t(1-g)^tD_0$	$f(1-f)^t(1-g)^tD_0$	$(1-f)^{t+1}(1-g)^tD_0$	$g(1-f)^{t+1}(1-g)^tD_0$
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
合計	$\frac{1}{f+g-fg}D_0$	$\frac{f}{f+g-fg}D_0$	$\frac{1-f}{f+g-fg}D_0$	$\frac{g(1-f)}{f+g-fg}D_0$

$$D(t) = L(t-1) - G(t-1) = (1-g)(1-f)D(t-1) \dots\dots\dots(4)$$

である。よって、一般的に

$$D(t) = (1-f)^t(1-g)^tD_0$$

$$R(t) = f(1-f)^t(1-g)^tD_0$$

$$L(t) = (1-f)^{t+1}(1-g)^tD_0$$

$$G(t) = g(1-f)^{t+1}(1-g)^tD_0 \dots\dots\dots(5)$$

$$D\text{の合計} = \frac{1}{f+g-fg}D_0$$

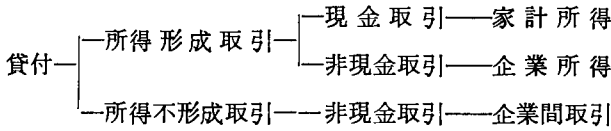
$$R\text{の合計} = \frac{f}{f+g-fg}D_0$$

$$L\text{の合計} = \frac{1-f}{f+g-fg}D_0$$

$$G\text{の合計} = \frac{g(1-f)}{f+g-fg}D_0 \dots\dots\dots(6)$$

である。

いま、簡単化のために、企業所得および企業間取引は、預金のふりかえでおこなわれ、家計所得への支払いは現金によっておこなわれると仮定しよう。この仮定を図式的にしめせばつぎのようである。



この場合、貸付にたいして、企業所得の形成される比率を $y$ とし、企業所得および家計所得をそれぞれ $Y_f, Y_h$ とすると

$$Y_f = gL = g(1-f)D \dots\dots\dots(7)$$

非現金取引は貸付と現金流出の差額であるから、

$$\text{非現金取引} = L - G = (1-f)(1-g)D \dots\dots\dots(8)$$

所得不形成の企業間取引は、非現金取引と企業所得との差額であるから、

$$\text{企業間取引} = (L - G) - Y_f = (1-f)(1-g-y)D \dots\dots\dots(9)$$

家計所得は、現金流出分にひとしいから、

$$Y_h = gL = g(1-f)D \dots\dots\dots(10)$$

よって、所得は

$$Y = Y_h + Y_f = (1-f)(y+g)D \dots\dots\dots(11)$$

である。

企業所得、家計所得、所得の波及過程は第2表にしめすことができる。

$1 > f > 0, 1 > g > 0$ なるゆえ、そのおのおのの合計は

$$\text{企業所得 } Y_f \text{ の合計} = \frac{y(1-f)}{f+g-fg} D_0$$

$$\text{家計所得 } Y_h \text{ の合計} = \frac{g(1-f)}{f+g-fg} D_0$$

$$\text{所得 } Y \text{ の合計} = \frac{(y+g)(1-f)}{f+g-fg} D_0 \dots\dots\dots(12)$$

第2表 所得形成の波及

期	企業所得 $Y_f$	家計所得 $Y_h$	所得 $Y$
0	$y(1-f)D_0$	$g(1-f)D_0$	$(y+g)(1-f)D_0$
1	$y(1-f)^2(1-g)D_0$	$g(1-f)^2(1-g)D_0$	$(y+g)(1-f)^2(1-g)D_0$
2	$y(1-f)^3(1-g)^2D_0$	$g(1-f)^3(1-g)^2D_0$	$(y+g)(1-f)^3(1-g)^2D_0$
3	$y(1-f)^4(1-g)^3D_0$	$g(1-f)^4(1-g)^3D_0$	$(y+g)(1-f)^4(1-g)^3D_0$
...	.....	.....	.....
$t$	$y(1-f)^{t+1}(1-g)^tD_0$	$g(1-f)^{t+1}(1-g)^tD_0$	$(y+g)(1-f)^{t+1}(1-g)^tD_0$
...	.....	.....	.....
合計	$\frac{y(1-f)}{f+g-fg}D_0$	$\frac{g(1-f)}{f+g-fg}D_0$	$\frac{(y+g)(1-f)}{f+g-fg}D_0$

である。

このようにして、預金と貸付の波及過程は所得を形成する。これらの所得のうち、企業所得は投資資金を形成し、家計所得は、さらに消費支出と貯蓄に分かたれる。

いま、消費性向を  $k$  (ただし、 $1 > k > 0$ ) とすれば、さらに第2次の所得 = 消費の波及過程を生じる。その過程は、各期の  $Y_h$ 、すなわち、 $g(1-f)^{t+1}(1-g)^tD_0$ 、のおのおのについて

$$Y_h + kY_h + k^2Y_h + k^3Y_h + \dots = \frac{1}{1-k}Y_h \dots \dots \dots (13)$$

なる所得波及が生じると理解されるのである。

家計所得  $Y_h$  の合計は  $\frac{g(1-f)}{f+g-fg}D_0$  であり、初期の所得にひとしい

貯蓄を生じるから、

$$\text{家計所得の合計} = \frac{g(1-f)}{(1-k)(f+g-fg)}D_0$$

$$\text{家計貯蓄の合計} = \frac{g(1-f)}{f+g-fg}D_0 \dots \dots \dots (14)$$

である。

家計所得のうち消費部分は、所得預金となり、消費財の売上げとして、企業の営業預金に回収される。また貯蓄はさらに直接あるいは間接的に貸付けられる。しかし、ここではこれ以上の波及については考察を加えないことにする。

しかし、われわれは、つぎのものを区別しておくことが必要である。

- (1) 本源的預金
- (2) 派生的預金
- (3) 派生的預金および貸付の波及過程に生じる所得
- (4) 所得の第2次波及と貯蓄の形成

### Ⅲ 部門別信用乗数

従来までの預金と貸付の波及を中心とする信用創造論においては、貸付の対象となるべき産業は等質的な統合された一つの経済としてあつかわれてきたようである。

しかし、貸付けのおこなわれるのは、等質的な統合された経済に対してではない。各産業部門によって、貸付のなかからの現金流出率、したがって、貸付の預金還流率はことなるはずであり、その結果として、信用乗数も当然にちがってくるはずである。そこにおいて形成される所得形成率も各産業によってことなるはずである。

第3表 部門別預金率、現金流出率および所得率

		貸 付				
		1	2	3	.....	<i>n</i>
預 金 率	1	$a_{11}$	$a_{12}$	$a_{13}$	.....	$a_{1n}$
	2	$a_{21}$	$a_{22}$	$a_{23}$	.....	$a_{2n}$
	3	$a_{31}$	$a_{32}$	$a_{33}$	.....	$a_{3n}$
	⋮	⋮	⋮	⋮		⋮
	<i>n</i>	$a_{n1}$	$a_{n2}$	$a_{n3}$	.....	$a_{nn}$
現 金 流 出 率	1	$b_{11}$	$b_{12}$	$b_{13}$	.....	$b_{1n}$
	2	$b_{21}$	$b_{22}$	$b_{23}$	.....	$b_{2n}$
	3	$b_{31}$	$b_{32}$	$b_{33}$	.....	$b_{3n}$
	⋮	⋮	⋮	⋮		⋮
	<i>n</i>	$b_{n1}$	$b_{n2}$	$b_{n3}$	.....	$b_{nn}$
所 得 率	企業	$c_{11}$	$c_{12}$	$c_{13}$	.....	$c_{1n}$
	家計	$c_{21}$	$c_{22}$	$c_{23}$	.....	$c_{2n}$

いま、国民経済が  $n$  個の産業部門から構成されているとし、第  $j$  部門への貸付を  $X_j$ 、その貸付けが、第  $i$  部門への預金のふりかえ支出によって、銀行に還流してくる額を  $A_{ij}$ 、現金取引によって、第  $i$  部門から預金が現金流出する額を  $B_{ij}$ 、第  $j$  部門において形成される企業所得を  $C_{1j}$ 、家計所得を  $C_{2j}$  をもってしめすこととする。

$$\text{さらに } \frac{A_{ij}}{X_j} = a_{ij}$$

$$\frac{B_{ij}}{X_j} = b_{ij}$$

$$\frac{C_{1j}}{X_j} = c_{1j}, \quad \frac{C_{2j}}{X_j} = c_{2j} \dots \dots \dots (1)$$

をもってしめせば、第3表をえがくことができる。

さきに仮定したように、現金流出は家計所得にひとしいから、第j部門 (j=1, 2, 3, …, n) の

$$\text{預金還流率} = \sum_{i=1}^n a_{ij}$$

$$\text{所得形成率} = c_{1j} + c_{2j} = \sum_{i=1}^n b_{ij}$$

$$\text{現金流出率} = \sum_{i=1}^n b_{ij}$$

$$\text{また、} \sum_{i=1}^n a_{ij} + \sum_{i=1}^n b_{ij} = 1 \dots \dots \dots (2)$$

である。

つぎに現金準備率を  $f$  とし、

$$(1-f)a_{ij} = d_{ij} \dots \dots \dots (3)$$

とすれば、 $d_{ij}$  は、第j部門の貸付のうち第i部門を通じて還流した預金のうちさらに貸付可能な率をしめすことになる。

第4表 部門別貸付可能率

部門	1	2	3	……	n
1	$d_{11}$	$d_{12}$	$d_{13}$	……	$d_{1n}$
2	$d_{21}$	$d_{22}$	$d_{23}$	……	$d_{2n}$
3	$d_{31}$	$d_{32}$	$d_{33}$	……	$d_{3n}$
⋮	⋮	⋮	……	……	⋮
n	$d_{n1}$	$d_{n2}$	$d_{n3}$	……	$d_{nn}$

$1 > f > 0$ , かつ  $1 > a_{ij} > 0$ , ゆえに  $1 > d_{ij} > 0$  である。第4表はこのようにして作製せられた貸付(可能)率表をしめす。

いま、第j部門へ  $X_{j0}$  の貸付がおこなわれたとしよう。第t期の銀行への預金の還流は

$$\sum_{i=1}^n a_{ij(t)} X_j(t) \dots \dots \dots (4)$$

である。tは期間をしめす。 $X_j(t)$ は第t期の第j部門への貸付を、 $a_{ij(t)}$ は第t期の貸付すなわち  $X_j(t)$  のうち、第i部門を通じて銀行に還流する預金率をしめす。各期により、貸付けの対象となる部門、すなわち、jはことなりうる。

$(1-f)a_{ij} = d_{ij}$  なるゆえ、

$$\sum_{i=1}^n d_{ij(t)} X_j(t) \dots \dots \dots (5)$$

は第  $t$  期の貸付をしめす。

貸付が順次くりかえして、還流した預金からおこなわれるとすると、派生貸付の合計は一般に

$$\left\{ \sum_{i=1}^n d_{ij(t)} + \sum_{i=1}^n d_{ij(t+1)} \sum_{i=1}^n d_{ij(t)} + \sum_{i=1}^n d_{ij(t+2)} \sum_{i=1}^n d_{ij(t+1)} \sum_{i=1}^n d_{ij(t)} + \dots \right\} X_{j0} \dots (6)$$

でしめすことができる。

$1 > \sum_{i=1}^n d_{ij} > 0$  なるゆえ、貸付がくりかえして、行われる時には、(6)式は、 $t \rightarrow$

$\infty$  とともにある有限値に収れんしてゆく。

貸付がくりかえして、同じ産業部門におこなわれる場合には

$$\sum_{i=1}^n d_{ij(t)} = \sum_{i=1}^n d_{ij(t+1)} = \sum_{i=1}^n d_{ij(t+2)} = \dots$$

なる故、派生貸付の合計は

$$\frac{\sum_{i=1}^n d_{ij}}{1 - \sum_{i=1}^n d_{ij}} X_{j0} \dots (7)$$

である。

## VI 個別銀行の信用乗数

銀行が貸付をおこなう場合、貸付の対象となる各産業によって、貸付の預金回収率、したがって、信用乗数に差が生じることはすでにのべた。これは銀行組織全体について考えられたものであった。しかし、たとえ、同一の産業にたいして同一額の貸付がおこなわれたとしても、その貸付をおこなう個々の銀行に還流する預金は同一額であるという保証はない。

いま、第  $r$  銀行が第  $j$  部門に  $X_{j0}$  だけ貸付をおこなったとしよう。この場合、第  $r$  銀行は第  $j$  部門に貸付をおこなうにあたっては、もっとも自己の銀行に關係の深い企業から貸付をおこなってゆくと考えるのはけっして非現実的な想定ではあるまい。

$X_{j0}$  の貸付をうけた第  $j$  部門の企業は、第 1, 2, 3, …… $n$  の産業部門に、それぞれ、 $a_{1j}X_{j0}$ ,  $a_{2j}X_{j0}$ ,  $a_{3j}X_{j0}$ , …… $a_{nj}X_{j0}$  でしめされる額を預金のふりかえで支払うことになる。したがって、銀行組織全体としては

$$\sum_{i=1}^n a_{ij} X_{j_0} \dots\dots\dots(1)$$

だけ預金として還流するわけである。しかし第  $r$  銀行に預金として還流するのは、通常その一部分である。

第  $r$  銀行が第  $j$  部門に貸付けた場合、第  $i$  部門を通じて還流してくる預金率を

$$u^r_{ij} a_{ij} \dots\dots\dots(2)$$

でしめすと、 $u^r_{ij}$  は、第  $r$  銀行と第  $j$  部門の企業との資金的結合度および第  $i$  部門の企業との資金的結合度をしめすこととなるのである。まず、第  $j$  部門が第  $r$  銀行と結合関係が大なれば大なるほど、第  $j$  部門の企業は第  $r$  銀行よりの貸付  $X_{j_0}$  による第  $i$  部門への支払いを第  $r$  銀行と関係のふかい企業におこなおうとする行動が強くなるであろう。にもかかわらず、第  $i$  部門の企業がどの程度、第  $r$  銀行と結合度が大であるかに依存して、預金は第  $i$  部門を通じて、第  $r$  銀行に還流するのである。

$u^r_{ij}$  は一般的にはかならずしも一定ではないであろう。銀行と企業との結合度は短期的には安定的であると考えてよいであろう。しかし、それのみによつてかならずしも  $u^r_{ij}$  の安定は保証されない。

$X_{j_0}$  の額が次第に大となるにつれて、第  $j$  部門に貸付けられる第  $r$  銀行の資金は、次第に第  $r$  銀行と結合度の弱い企業に流れてゆくであろう。さらに第  $j$  部門を通じて、第  $i$  部門に預金のふりかえで支払われる  $a_{ij} X_{j_0}$  も、 $X_{j_0}$  が大になるにつれて増大するから、次第に第  $r$  銀行と結合度の弱い第  $i$  部門内の企業に支払われてゆくと考えられるからである。その結果は  $X_{j_0}$  が増大するにつれて、 $u^r_{ij}$  は逡減する。

しかし、銀行としては、各産業部門と自行の結合関係を考慮して、比較的好利な部門から貸付をおこない、しかも急速なる貸付資金の増減がないとするならば短期的には、 $u^r_{ij}$  はほぼ安定的であると考えられうる。

さて、第  $r$  銀行が第  $j$  部門に  $X_{j_0}$  を貸付けた場合、第  $r$  銀行に還流してくる領金は、

$$(u^r_{1j} a_{1j} + u^r_{2j} a_{2j} + u^r_{3j} a_{3j} + \dots + u^r_{nj} a_{nj}) X_{j_0} \dots\dots\dots(3)$$

である。



現金準備率を  $f$  とし

$$(1-f)u_{ij}^r a_{ij} = v_{ij}^r \dots\dots\dots(4)$$

とすれば

$$(v_{1j}^r + v_{2j}^r + v_{3j}^r + \dots + v_{nj}^r) X_{j0} \dots\dots\dots(5)$$

は、第  $r$  銀行が第  $j$  部門に  $X_{j0}$  だけ貸付けた場合、第  $r$  銀行に還流した預金から、貸付可能な額をしめすことになる。

よって、貸付が  $t$  期、 $t+1$  期、 $t+2$  期……と順次くりかえしておこなわれる場合の合計は、

$$\left\{ \sum_{i=1}^n v_{ij}^r(t) + \sum_{i=1}^n v_{ij}^r(t) \sum_{i=1}^n v_{ij}^r(t+1) + \sum_{i=1}^n v_{ij}^r(t) \sum_{i=1}^n v_{ij}^r(t+1) \sum_{i=1}^n v_{ij}^r(t+2) + \dots \right\} X_{j0} \dots\dots\dots(6)$$

でしめされる。

$1 > \sum_{i=1}^n v_{ij}^r > 0$  なるゆえ、くりかえし行われる貸付の合計は  $t \rightarrow \infty$  とともに次第にある有限値に収れんしてゆく。

貸付けが、くりかえして同一の産業部門について、おこなわれる場合には

$$\sum_{i=1}^n v_{ij}^r(t) = \sum_{i=1}^n v_{ij}^r(t+1) = \sum_{i=1}^n v_{ij}^r(t+2) = \dots\dots$$

なるゆえ、派生貸付の合計は

$$\frac{\sum_{i=1}^n v_{ij}^r}{1 - \sum_{i=1}^n v_{ij}^r} X_{j0} \dots\dots\dots(7)$$

でしめされることになる。

$u_{ij}$  について若干の説明を補足しておくことにしよう。

(1) 銀行の集中独占化がすすみ、銀行の数が少くなるにつれて、 $u_{ij}$  は大となることが考えられる。そのもっとも極端な場合、銀行が一行となる場合は  $u_{ij} = 1$  である。

その反対に銀行が無数にあり、銀行と企業とは完全に自由な競争のなかにおいて、貸付と預金がおこなわれる場合には、全銀行の預金量を  $D$ 、第  $r$  番目の銀行の預金量を  $D^r$  とすると、

$$u_{ij} = \frac{D^r}{D} \dots\dots\dots(8)$$

(1) である。これはエンゼルの、フィセク (J. W. Angell and K. F. Ficek) の場合である。

(2) 企業の集中独占化が進み、独占的企業と独占的銀行の結合が強まるにつれて、 $u_{ij}$  の値は一そう高まると考えられる。銀行の独占化が一行になる程度にまで進行しなくても、企業の集中独占化とその系列化により、同一系列の企業集団中でほとんどの取引が完了する程度にまで独占化が進めば、しかも、それに特定の銀行が結合すれば、 $u_{ij}$  の値はきわめて高くなるのが容易に理解せられうるであろう。

(3) 地域的な銀行独占の場合にも  $u_{ij}$  の値は高まることが考えられる。

(4) 銀行のいわゆる歩積み、両建預金は、結果として、 $u_{ij}$  を高めるのと同様の効果をもつ。

フィリップス (A. Phillips)<sup>(2)</sup> やロジャース (J. H. Rogers)<sup>(3)</sup> は、最初に貸付けた銀行の預金への還流については考慮をはらっていない。しかし、フィリップスは、アングロサクソンの国々、とくにアメリカの多くの都市においては、銀行がその貸付の一部を、多くの場合、その20%を預金として、継続的にそのまま顧客の勘定に残留せしめておくことを、顧客に要求する慣習になっているとのべている。

わが国の銀行における歩積み、両建預金はよく知られているところである。<sup>(4)</sup>

(1) J. W. Angell and K. F. Ficek, *The Expansion of Bank Credit*, *The Journal of Political Economy*, Vol. 41, pp. 1-32, 1933.

(2) A. Phillips, *Bank Credit, A Study of the Principles and Facts underlying Advances made by Banks to Borrowers*, 1921 p. 42.

(3) J. H. Rogers, *The Absorption of Bank Credit*, *Econometrica*, Vol. 1, No. 1, 1933.

(4) 歩積み、両建預金は過去数年間に大蔵省が10数回も自粛通達をだしているのに改まらなかった。貸し金に対して、どのくらいの預金を拘束しているかの平均は、都市銀行で10%、地方銀行で20%、相互銀行で40%程度のものである。しかし、都市銀行でも中小企業に対しては、貸し金の30~40%、相互銀行が対人信用で貸しているばあいは50%~60%という例もまれではないといわれている。日本経済新聞、昭和38年8月14日参照。

貸付の自行預金還流を比較的好く留意したのは、ローレンス (J. S. Lawrence)<sup>(5)</sup> である。(1964年7月30日稿, 本稿は1963年11月30日, 神戸大学金融研究会第91回定例研究会の報告に加筆したものである)

---

(5) J. S. Lawrence, Borrowed Reserves and Bank Expansion, Quarterly Journal of Economics, 1928, Vol. 42. p.593. ;Stabilization of Prices, p.349.



# 預金と所得および投資資金

則 武 保 夫

## I 資金の流れと預金

一般的に貨幣の流れ (money-flow) あるいは資金の流れ (funds-flow) と  
いわれるものには、基本的に性格をことにする3種の流れがある。

1 商品流通のばあいである。 $W_1$ ,  $W_2$  を使用価値をことにする商品,  $G$  を  
貨幣とすると商品流通はつぎのようにあらわされる。

$$W_1 - G - W_2$$

このばあいの商品の交換には、貨幣は流通手段 (購売手段) として機能して  
いるが、資本としては機能していない。この流通は、自分が必要でない商品を  
ひきわたして、それと交換にかれが必要とする他の商品をうけとることを意味  
している。流通の目的は使用価値の交換である。

労働力を提供して、所得をうけとり、それで消費財を購入するばあいには、  
つぎのようにあらわすことができる。 $A$  を労働力とすれば

$$A - G - W$$

このばあいの貨幣  $G$  は、所得あるいは消費を媒介する機能をはたしている。

2 貨幣資本, すなわち資本の貨幣形態の流れである。

産業資本の循環は、つぎのようにあらわすことができる。

$$G - W \xleftarrow{Pm} \dots P \dots W' - G'$$

ただし、 $G$  および  $G'$  は貨幣資本,  $W$  は生産資本,  $Pm$  は生産手段,  $W'$  は商品資  
本 (商品の形態の資本) をしめす。 $P$  は生産を意味し、 $P$  の前後の点線は、生  
産過程が進行していることをしめしている。通常のばあい、 $G'$  は  $G$  よりも増  
加した貨幣資本額, すなわち、 $G' = G + \Delta G$ ,  $\Delta G > 0$  をしめしている。

商業資本の循環はつぎのようにあらわすことができる。

$$G - W - G'$$

$G' = G + \Delta G$ である。ただし、 $\Delta G > 0$ である。

3 貸付貨幣資本の流れである。貨幣が産業資本家に貸付けられ、回収される流れはつぎのようにしめすことができる。

$$G - G - W < \frac{A}{Pm} \dots\dots P \dots\dots W' - G' - G''$$

最初の  $G - G$  は、貸付貨幣資本家から産業資本家に貨幣が貸付けられる過程をしめし、最後の  $G' - G''$  は、産業資本家から貸付貨幣資本家に貸付けが返済される過程をしめしている。通常のばあいにおいては

$$G' > G'' > G$$

である。 $G'$  と  $G$  との差額は、産業資本家の粗利潤である。 $G''$  と  $G$  との差額は、貸付貨幣資本家の利子である。 $G'$  と  $G''$  との差額は、産業資本家の利潤である。

貨幣資本が、商業資本家に貸付けられるばあいには、つぎのようにしめすことができる。

$$G - G - W - G' - G''$$

$G - G$  は、商業資本家に貨幣資本が貸付けられる過程をしめし、 $G' - G''$  は、その回収をしめす。通常のばあいにおいては、

$$G' > G'' > G$$

である。 $G'$  と  $G$  との差額は、商業資本家の粗利潤、 $G'$  と  $G''$  との差額は、商業資本家の利潤、 $G''$  と  $G$  との差額は、貸付資本家の利子である。

さて、われわれは、以上のような資金の3つの流れを前提として、預金の考察にとりかかろう。

### 1 消費預金

第1の、所得と消費を媒介する貨幣の流れに対応する預金は、消費預金である。家計に企業から、所得として貨幣が流入し、それは消費と貯蓄にわかれる。しかし、家計への所得の流入はつねに、時間的にたえまなく均一的になめらかにおこなわれるわけではない。それは断続的におこなわれる。したがっ

(1) 各資金の性格の相違と国民経済内の各部間の流出入径路との関係については、則武保夫「貨幣の流通と金融資産」、経済学研究年報7、昭和35年を参照せられたい。

て、所得の受けとりとそれからの消費支出のあいだの間隙を架橋するために、人々は現金または預金を保有することが必要である。これが、消費預金である。ケインズ (J. M. Keynes) の「貨幣論」における所得預金 (income-deposits) , および「雇用・利子および貨幣の一般理論」における所得動機 (income-motive) によって保有される預金は、これに該当するであろう<sup>(2)</sup>。

ケインズがこの種の預金に、所得預金と名づけ、あるいは所得動機によって保有されるものとしたのは、この種の預金が現在の国民所得の函数であるという認識にもとづくものであろう。しかし、この消費預金は、直接的にただちに国民所得とむすびつくものではない。国民所得は、企業留保分と家計所得に分かれる<sup>(3)</sup>。家計所得は、さらに消費と家計貯蓄に分かれる。消費預金が直接に依存するのはこの家計部門における消費である。家計所得からの貯蓄は、のちへのように貯蓄預金あるいは他の形態における金融資産として保有されるのであるから、消費預金が直接に依存するのは、消費の部分についてである。

いま、企業留保分については無視するとしよう。このばあいには、家計所得は国民所得にひとしい。この仮定はケインズにひとしい。ケインズは、「貨幣論」では、 $M_1$  を所得預金、 $E$  を所得、 $V_1$  を所得預金の速度とすると、つぎのような式が成立するとした<sup>(4)</sup>。

$$M_1 = \frac{1}{V_1} E$$

しかし、 $M_1$  はすでにのべたように、直接的には消費に依存するのである。消費は現在の所得  $E$  のみに依存するものでないことは、今日、多くの研究によってあきらかとなっている。デューゼンベリー (J. S. Duesenberry) やモディリアニ (F. Modigliani) は、消費は現在の所得のみならず、過去に到達した最高の所得にも依存することを重視し、トービン (J. Tobin) は流動資産の

(2) J. M. Keynes, A Treatise on Money, 1930. pp. 34-36, 鬼頭仁三郎訳「ケインズ貨幣論」, 第1分冊, 42-44頁。J. M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936. p. 195. 塩野谷九十九訳「雇用・利子および貨幣の一般理論」, 220頁。

(3) 企業部門と家計部門に分けて、考察したものとすれば、則武保夫「貯蓄の構造と資産選好」, バンキング, 177号, 昭和37年12月を参照せられたい。なお、その簡単な内容は則武保夫「貯蓄の構造」金融学会報告, XV11, 昭和38年をみられたい。

(4) J. M. Keynes, A Treatise on Money, 1930 p. 244. 邦訳, 第3分冊, 4頁。

(5) J. M. Keynes, op. cit., pp. 135-136. 邦訳, 第2分冊, 20頁。

保有が、パティンキン (D. Patinkin) は物価変動が消費にあたる影響力を重視した。また、フリードマン (M. Friedman) は、恒常所得と変動所得、恒常消費と変動消費をもって、消費の決定を説明しようとした。<sup>(6)</sup>したがって、この種の預金が直接、現在の所得のみに依存するとするよりは、消費に依存するとし、消費の変動要因は別途に究明するほうがよいとおもわれる。

つぎに、消費預金はその社会の所得および消費の支払い制度と慣習に依存する。消費に支出すべき購買力を預金で保有するか、現金で保有するかの比率は、信用制度の確立の程度と所得および消費の水準に依存している。信用制度が確立され、所得および消費の水準が上昇するにつれて、預金で保有する比率は上昇するであろう。

さらに消費預金の流通速度は、その所得支払いとつぎの所得支払いのあいだの期日の長さに依存している。したがって、特定の社会の特定の期間においては、所得の支払い方法には大なる変化はないと考えられるから、消費預金の流通速度は比較的安定的であると考えられる。所得支払いの期間が短かければ短いほど、流通速度は大であるから、一定の消費にたいして、小なる消費預金で消費支払いがまかなわれることはいうまでもない。その逆は逆である。

## 2 営業預金

貨幣の流れの第2，すなわち資本の移譲を媒介する貨幣の流れに対応する預金は、営業預金である。ケインズは営業預金 (business-deposits) を分けて、*A*および*B*とした。

営業預金のうち、産業の目的のために用いられるものが、営業預金*A*で、金融の目的のために用いられるものが営業預金*B*である。前者は産業的流通 (industrial circulation) であり、後者は金融的流通 (financial circulation)<sup>(6)</sup>とされている。

(6) J. S. Dusenberry, *Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior*, 1944. T. Modigliani, *Fluctuations in the Saving-Income Ratio. Studies in Income and Wealth*, Vol. II 1948. J. Tobin, *Relative Income, Absolute Income, and Saving*, in *Money, Trade and Economic Growth*, 1951, pp. 135-156. D. Patinkin, *Money, Interest and Prices*, 1956.

(7) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 35. 邦訳, 第1分冊, 42頁。

(8) J. M. Keynes, *op. cit.*, pp. 243-244. 邦訳, 第3分冊, 3-4頁。



営業預金 $A$ は、内容的にみると2つの部分から成り立っている。第1は、家計にたいして、生産要因の報酬を支払い、消費の売上げによって回収される部分であり、第2は、企業間の売買に必要とされる部分である。

第1の部分はあきらかに家計所得と所得の支払い方法（現金と預金支払の比率、および所得の支払い期間の長短）に依存するものである。後者は短期においては比較的に安定的であると考えてよい。

第2の企業間売買のために必要とされる営業預金 $A$ は、主として置換投資（国民経済からみて、資本の減耗のための補填）と国民所得計算においては二重計算として計上されない企業間取引に依存している。これらはいずれも、純国民所得の計算においては計上されないものである。しかも、営業預金においては重要な地位を占めるものである。<sup>(9)</sup>

このように考えるならば、営業預金 $A$ は国民所得に直接依存するというよりは、取引量に依存するとしたほうがよいことはいうまでもない。

企業は営業預金をできるだけ節約しようとする傾向がある。営業預金そのものには、利子がつかないのが通常であろう。しかも、企業は営業預金を保有することによって、費用を負担しなくてはならないからである。営業預金の過剰部分は、生産資本や商品資本などの実物資本の購入に投ずることによって収益をあげることができる。あるいはまた不況などの取引不活動期には、貯蓄性預金や短期証券などの購入にあて、収益をうることができ、さらには借入金を返済することによって、利子支払いを節減することができる。企業留保分などによって、営業預金をまかなうばあいには現金費用は必要とされないけれども、他の目的に運用することによって収益をあげうる機会を営業預金によって犠牲にしたと考えるならば、理論的には機会費用（opportunity cost）を計

(9) ケインズの「一般理論」においては、所得を  $Y$ 、売上げを  $A$ 、使用者費用を  $U$  とすると、 $Y=A-U$  である。営業預金は  $Y$  にのみ直接依存するのではなくて、 $A=Y+U$  に依存するのである。景気の各局面において、 $Y$  と  $U$  の間に確定的な関係があるという保証はかならずしも精確ではないであろう。使用者費用については、J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, pp. 52-54. 塩野谷九十九訳「雇用、利子および貨幣の一般理論」61～63頁。

上することが可能である。<sup>(10)</sup> このために企業は営業預金を技術的に可能なかぎり、できるだけ節約しようとするから、流通速度はつねに早くなる誘因をもっているといえることができる。

営業預金の流通速度はいちじるしく変化しやすいということが指摘される。とくに消費預金にくらべてそうである。経済が活況をていしている局面では、取引回数が多くなり、同一の預金量で多くの取引量をまかなうことが可能である。さらにこのような局面では、借入利率は上昇し、機会費用も高まるから、できうるかぎり流通速度を高めることによって、営業預金を節約しようとするであろう。

経済が沈滞している局面では、活況の局面とは逆に、流通速度はおそくなると考えられるのが通常である。しかしながら、両局面で完全に可逆的であるとするには、疑問なしとしない。なぜならば、この種の預金は企業に対して、すでにのべたように費用を負担せしめるものであり、取引に支障をきたさないかぎり、少なければ少いほど有利なものであるからである。であるから、一度び速い流通速度で、すなわち、より流通速度を高めることによって営業預金を節約した経験は、その後の流通速度に影響をあたえうるとおもわれるからである。一度高められた流通速度は、それで経済活動が可能とせられるかぎり、後退することにたいして粘着性をもつといわなくてはならない。

このことはより明確にはつぎのようにのべることができる。取引高を  $A$ 、営業預金を  $M_2$ 、第  $t$  期の流動速度を  $V_t$ 、過去に到達した最高の流通速度を  $V_0$  とし、営業預金を保有する費用を利率でしめすことにする。ここでは簡単化のために、短期利率をもって、営業預金を保有する費用  $r$  を代表せしめることにすれば、これまでのべてきたことは、つぎの 2 式でしめすことができる。

$$V = \frac{A}{M_2} \dots\dots\dots(1)$$

$$r_t = r_i \left( A_t, \frac{V_t}{V_0} \right) \dots\dots\dots(2)$$

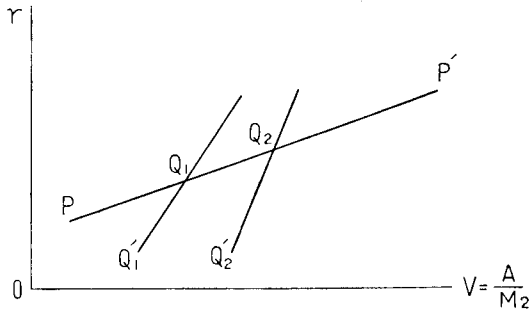
これを第 1 図でしめすことにしよう。第 1 図において、利率  $r$  が上昇する場

(10) 機会費用のよりくわしい説明については、例えば、J. S. Duesenberry, *Business Cycles and Economic Growth* 1958, pp. 91-97. 則武保夫「投資の金融的側面」、経済学研究年報、第 9 号、昭和 37 年 7 月を参照せられたい。

合には、流通速度  $V$  も上昇する。 $V$  の上昇は、 $A/M_2$  の上昇を意味するから、

取引高  $A$  に比して、相対的に営業預金  $M_2$  が節約されたことを意味する。

(1) いま、 $PP'$  線上を  $P$  点から  $Q_1$  点に向って移動するとしよう。活況の局面である。このばあいには、(2) 式の  $V_i/V_0$  において、過去に到達された最高の流通速度  $V_0$  は  $V_i$  にひとしい。



度  $V_0$  は  $V_i$  にひとしい。

(2) しかるに  $Q_1$  点において、経済は下方に転換する局面になったとしよう。取引高  $A$  および 利率は下落する。よって、流通速度  $V$  も下落をはじめ。しかし、 $Q_1$  点から  $Q_1P$  線上を  $P$  点に向って、 $V$  が下落するのではない。(2) 式において、 $V_i/V_0$  の  $V_i$  は下落するが、 $V_0$  は一定である。よって  $V$  が下落するにつれて、 $V_i/V_0$  の値は次第に小さくなる。よって、 $V$  は、 $Q_1$  点から  $P$  点に向ってではなくて、 $Q_1'$  点に向って、 $Q_1Q_1'$  線上を下落する。このことは、流通速度について、下方に「歯止め効果」(ratchet effect) が存在していることを意味している。 $P$  点から  $Q_1$  点に上昇するばあいと、 $Q_1$  点から  $Q_1'$  点に下降するばあいを比較すれば、後者のばあいは前者のばあいに比して、営業預金  $M_2$  は取引高  $A$  に対して相対的に節約されていることを意味する。

(3) つぎに  $Q_1'$  点から、局面はふたたび活況に転じたとしよう。この場合は、(2) 式の  $V_i/V_0$  において、 $V_i$  は  $V_0$  より小、すなわち過去に到達せられた最高の流通速度よりも小であるから、 $V_0$  は一定であり、 $V_i$  のみ増大することになるから、 $Q_1'$  点より  $Q_1$  点に向って、 $Q_1Q_1'$  線上を移動する。

(4)  $Q_1$  点に達すれば、 $V_i$  は過去に達した最高の流通速度  $V_0$  ととなる。それ以後は、 $V_0$  は  $V_i$  であるから、 $PQ_1$  線上の延長、 $Q_1Q_2$  線上を移動することになる。

(5) 以上を要約すれば、流通速度は上昇する場合には、 $PP'$  線上と  $Q_1'Q_1$ 、 $Q_2'Q_2$ 、 $Q_3'Q_3$ 、……線上であり、下降する場合には、 $Q_1Q_1'$ 、 $Q_2Q_2'$ 、 $Q_3Q_3'$  線

上となる。

さて、営業預金 $B$ は、金融取引の目的のために保有される営業上の預金である。これは主として、証券価格とその取引量、およびその流通速度に依存している。有価証券取引高は、営業流通の取引高に比較すれば変動がはげしい。したがって、営業預金 $B$ は営業預金に比すれば、その変動は大きいといえることができる。

なお、長期的にみれば、成長経済においては、金融資産の成長は実物資産の成長に比較して大であるといわれている<sup>(11)</sup>。もし、これが正しいとすれば、営業預金 $B$ の成長は営業預金 $A$ の成長に比較して大であるといえることができる。

### 3 貯蓄預金

貯蓄預金 $M_0$ は、これを2つに分けることができる。その第1は将来の消費のための今日の貯蓄預金 $A$ である。病気や不時の災害に備えて、子供の教育のために、老後の生活を安定せしめるために、あるいは耐久消費財の購入のために、人々は貯蓄する。これは主として所得の水準に依存している。さらに、社会保障がその社会において、どの程度確立されているか、教育と教育制度がどの程度普及しているか、また教育費の国民の負担程度に依存している。この貯蓄については、かつてくわしく考察した。ここではこれ以上くわしく立ち入らない。ただこの種の貯蓄は、将来の消費のために貯蓄せられるものであるから、一方では貯蓄されるが、他方ではたえず引出され、消費にまわされる。したがって、安定した非成長経済においては全体としては、ほぼ変化の少ない貯蓄預金である。

貯蓄預金の第2の部分は、他の金融資産と選好の結果、保有されるものである。いわば、金融資産選好の対象となる貯蓄預金 $B$ である。これは、他の金融資産、例えば、株式、債券などといづれを保有するのが、もっとも有利であるかを基準として保有される。この預金は、利潤のための利潤の追求、いわば致富動機にもとづいて保有されるものであり、その価値は通常のばあい、たえず

(11) この点については、ゴールドスミスやガーレイおよびショウの研究がある。R. W. Goldsmith, *Financial Structure and Economic Growth in Advanced Countries*, 1955. J. G. Gurley and E. S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, 1960.

(12) 則武保夫「貯蓄選好とその段階性」、国民経済雑誌、105巻、第1号。

増殖される。はじめにのべた、貸付貨幣資本の流れの一つに該当する。この種の預金はしたがって蓄積される。しかも、新しく追加される預金のみが、保有資産の選好の対象とされるのではなく、すでに蓄積された貯蓄預金も資産選好の対象とされる。しかも、実際には、新しく追加される貯蓄は、蓄積された過去の貯蓄に比較すれば、その量は小さいから、保有資産構成の変動はすでに蓄積された資産の全体についての分析のほうがより重要な意味をもつことになる。流量 (flow) 分析よりも、貯量 (stock) 分析のほうがより重要視されるゆえんである。

具体的な金融資産の保有選好はつぎのようにしておこなわれる。

(1) 各種金融資産のもつ性格に応じて

(2) 各種金融資産の保有選好基準、たとえば、それを保有する便益性、所得の確実性、資本価値の確実性、物価変動にたいする安全性、貸手の危険性などに関する有利性がことなる。

(3) しかも、これらの保有選好の基準は、経済の変動の長期的および景気の各局面においてことなるから、それに応じて金融資金の保有の選好内容がことなり、その結果として金融資金の構成は変動するわけである。しかし、これらの具体的な金融資金の選好については、別の機会によりくわしくのべた。よってここではこれ以上くわしく立入ることをひかえることにしたい。<sup>(13)</sup>

このような、将来の消費のための今日の貯蓄預金、金融資金の保有選好を通じて、いわば、金融的投資や投機のために保有される貯蓄預金とならんで、いま一つ企業によって保有される貯蓄預金 $C$ がある。企業は貨幣資本 $G$ を生産資本あるいは商品資本に投じて、生産活動あるいは商業活動を行ない、回収した $G' = G + \Delta G$ をふたたび生産あるいは商業に投下する。

しかし、このばあい企業はやはり一種の資産選好をおこなうのである。ただし、このばあいには、当然のことながら、貯蓄預金 $A$ あるいは貯蓄預金 $B$ とことなっていて、実物資産(生産資本と商品資本)がその選好の対象のなかに入ってくる。

企業は実物資産を保有するか、現金あるいは営業預金を保有するか、あるいはその他の貯蓄形態をもつかの選好をおこなう。資本設備の更新やその拡大は

(13) 則武保夫「経済発展と金融資産」、国民経済雑誌、第100巻、第1号。

継続的におこなわれるとはかぎらない。将来の資本設備の更新や拡大のための資本は貯蓄される。その貯蓄の一形態として、有価証券とならんで、貯蓄預金の保有が選好されることがある。あるいはまた、経済の不活況期には、実物投資の拡大はおこなわれず、営業預金も減少するから貯蓄預金は増加される傾向がある。この預金が貯蓄預金Cである。実物資金の収益性、営業預金の必要性と比較されて、貯蓄がおこなわれる。その貯蓄の内部の構成は、金融資産の選好と本質的にかかわらない。しかし、貯蓄預金Bおよびそれと選好される金融資産と比較されるならば、一般的にはより短期なものであろう。通常、貯蓄預金Cと選好されるのは、米英では政府短期証券が多いようである。

貯蓄預金、とくにそのなかの中心部分を構成する貯蓄預金Bは蓄積され、累積する。したがって、累積されない消費預金や営業預金と、累積される貯蓄預金を機械的に合計し、一国の貯蓄総額を計上することなどは経済学的には無内容なことである。また、各種流通速度も、その速度および変動理由をことにしている。したがって、そのおのおのの速度の研究は意味をもっているが、総預金の流通速度といったものは経済学的には意味をもっていないというべきであろう。

## II 預金の形態転換

消費預金、営業預金、貯蓄預金の性格とその決定要因についてはすでにのべた。しかし、これらの預金は相互に転換する。資金の流れについて、主な預金の相互転換を考察しよう。なおこの場合、すべての取引は現金を使用せず、預金でおこなうことにする。

1 消費波及の預金転換 この消費需要波及の過程は、消費性向を媒介としてつぎつぎと消費支出が継続的におこなわれることによってしめされうる。最初の所得を  $Y_0$ 、消費性向を  $k$  でしめすと、その消費波及の過程は

$$Y_0, kY_0, k^2Y_0, k^3Y_0, k^4R_0, \dots$$

でしめされ、その総計は  $\frac{1}{1-k}Y_0$  である。ただし、 $1 > k > 0$  である。このばあい、 $Y_0$  から  $kY_0$  だけの消費支出がおこなわれたとすると、それだけ家計の消費預金は減少し、消費財の売上げとして、企業の営業預金が増加する。 $kY_0$  の売上げが所得を形成し、それがそのまま家計の所得として家計に流入する

と、 $kY_0$ だけ営業預金が減少して家計に流入し、消費預金を形成する。そのなかから  $k^2Y_0$  だけがふたたび消費支出され、その分だけ消費預金は減少し、営業預金の増加となる。企業から営業預金が減少せしめられて、家計所得が形成されるところからはじまるとすれば、この過程は、

営業預金→消費預金→営業預金→消費預金→……

のくりかえし、2種の預金の相互転換の過程である。

2 直接金融の預金転換 企業から営業預金が減少せしめられて、家計に所得が流入する。家計において、消費支出された残余は貯蓄である。その貯蓄を、直接金融として、新発行の株式あるいは債券の購入にあてられる場合には、それは営業預金として、企業に還流する。この径路は、営業預金→(家計の貯蓄)→営業預金でしめされる。

既発行の株式、あるいは債券の購入の場合には、それらの証券を発行した企業には資金は流入しない。金融流通の営業預金 $B$ の増加となる。

3 間接金融の預金転換 企業から営業預金が減少せしめられて、家計に所得が流入する。家計において、消費支出せられた残余の貯蓄が、銀行に貯蓄預金とせられた場合は、間接金融の径路である。それが企業に貸付けられる場合には、営業預金の形成となる。この場合の径路は、営業預金→(家計の貯蓄)→貯蓄預金→(銀行預金)→営業預金でしめされる。

したがって、間接金融が減少し、直接金融が増加する場合には、銀行の貯蓄預金がそれだけ減少するから、銀行の経営内容は悪化する。この場合銀行部門においては、結果として家計の貯蓄預金が企業の営業預金に転換されたことになるであろう。

4 企業内取引の預金 企業間で商品が売買される場合には、購入する企業の営業預金は減少し、販売する企業の営業預金は増加する。したがって、企業間取引が継続しておこなわれる場合は、営業預金→営業預金→営業預金→……でしめされる。

5 企業の預金転換 企業は営業預金に余裕が生じたとき、あるいは新設備便新あるいは新投資用などの企業貯蓄を貯蓄預金とする。この場合には、営業預金→貯蓄預金と預金は転換する。逆の場合には、貯蓄預金をとりこわして営業預金とする。貯蓄預金→営業預金の預金転換である。

6 創用創造の預金波及 ここでは、簡単化のために、銀行組織全体としての銀行預金の、いわゆる乗数的拡大の場合を考えよう。本源的預金を  $M_0$  とし、現金準備率を  $f$  とする。貸銀支払いや少額取引のために営業預金が現金化し、それだけ営業預金は減少する。いま、現金漏出率を  $g$  をもってしめすと、預金波及の系列は

$$(1-f)(1-g)M_0, (1-f)^2(1-g)^2M_0, (1-f)^3(1-g)^3M_0, \\ (1-f)^4(1-g)^4M_0 \dots$$

現金漏出の系列は

$$g(1-f), g(1-f)^2(1-g), g(1-f)^3(1-g)^2, g(1-f)^4(1-g)^3 \dots$$

でしめされる。この場合には、預金の総計は、 $\frac{1}{f+g-fg}M_0$ 、貸付の合計は、 $\frac{1-f}{f+g-fg}M_0$ 、現金漏出の合計は、 $\frac{g(1-f)}{f+g-fg}M_0$  である。もちろん、現金準備と現金漏出の合計は本源的預金  $M_0$  となる。

この場合の資金の流れは、(貸付)→営業預金→(貸付)→営業預金→……でしめされる。

このような、いわゆる現金漏出の存在する時、企業間の少額取引も営業預金でおこなわれ、いわゆる現金漏出分は、企業から家計への所得支払いであるとすれば、その資金径路は、(貸出)→営業預金→(家計所得)となる。以下の支出径路は、すでにのべた、1, 2, 3 の場合のいずれかとなる。

### III 所得の形成と預金、および投資資金

所得の形成と預金の構成あるいはその転換との関係について考察を加えよう。いま、現金  $M_0$  が経済に追加されて、国民所得  $Y_0 = M_0$  が新しく形成されたとしよう。

この場合、消費性向を  $k$  とすれば、消費需要  $C$  の波及過程は、

$$kY_0, k^2Y_0, k^3Y_0, k^4Y_0, \dots$$

の系列でしめされる。新消費の合計は派生所得合計にひとしく、

$$\text{新消費合計} = \text{派生所得合計} = \frac{k}{1-k} Y_0 \dots \dots \dots (1)$$



である。なお、このばあい新貯蓄の系列は、

$$(1-k)Y_0, k(1-k)Y_0, k^2(1-k)Y_0, k^3(1-k)Y_0, \dots$$

でしめされ、

$$\text{新貯蓄合計} = Y_0 \dots\dots\dots(2)$$

である。この場合、預金の転換の過程と、

新消費=新所得 をまかなう資金が体系内部でまかなわれえたかどうか検討してみよう。

まず、所得  $Y_0 = M_0$  より、 $kM_0$  が消費支出され、第1期営業預金  $M_1 = kM_0$  が構成される。これは第1期派生消費  $C_1 = M_1 = kY_0$  である。このさい第1期貯蓄預金  $S_1 = (1-k)M_0$  が構成される。

つぎに第1期派生所得  $Y_1 = kY_0$  からふたたび、第2期派生消費  $C_2 = M_2 = Y_2 = k^2Y_0$  が形成される。このさい第2期貯蓄預金  $S_2 = k(1-k)M_0$  が構成される。ここで注意すべきことは、第1期営業預金  $M_1 = kM_0$  は、第2期営業預金  $M_2 = k^2M_0$  および、第2期貯蓄預金  $S = k(1-k)M_0$  に分解されて、消失してしまうことである。しかるに貯蓄預金は、 $S_1 + S_2$  と累積している。以下同様の過程がつづく。よって、営業預金の波及の系列は、

$$M_1 = kM_0, M_2 = k^2M_0, M_3 = k^3M_0, M_4 = k^4M_0, \dots$$

貯蓄預金の系列は

$$S = (1-k)M_0, S_2 = k(1-k)M_0, \\ S_3 = k^2(1-k)M_0, S_4 = k^3(1-k)M_0, \dots$$

でしめされる。一般的にいえば、営業預金  $M_t = k^t M_0$  は、次期の営業預金  $M_{t+1} = k^{t+1} M_0$  および、 $S_{t+1} = k^t(1-k)M_0$  に分解されて、つぎつぎと、その量を零にまで収縮せしめながら消失するのにたいし、貯蓄預金  $S_t = k^{t-1}(1-k)M_0$  は累積する。

よって、営業預金および貯蓄預金の波及過程が完了した結果はつぎのとおりになる。

$$\text{営業預金残高} = 0 \dots\dots\dots(3)$$

$$\text{貯蓄預金残高} = M_0 \dots\dots\dots(4)$$

かくのごとくにして、当初の現金  $M_0$  はすべて貯蓄預金となって、累積し、営業預金と消費預金はつぎつぎと、形成され、消失される過程をくりかえしながら

ら、減少してゆき、ついに零となって、まったく消失するのである。

これを図示すればつぎのようである。

消費所得の波及と預金との関係

	第 1 期	第 2 期	第 3 期	...	第 $t$ 期	...	最終期	合計
消費=所得	$kY_0$	$k^2Y_0$	$k^3Y_0$	...	$k^tY_0$	...	0	$\frac{k}{1-k}Y_0$
営業預金 $M$	$kM_0$	$k^2M_0$	$k^3M_0$	...	$k^tM_0$	...	0	$\frac{k}{1-k}M_0$
営業預金残高	$M_1$	$M_2$	$M_3$	...	$M^t$	...	0	$\frac{k}{1-k}M_0$
貯蓄預金 $S$	$(1-k)M_0$	$(1-k)kM_0$	$(1-k)k^2M_0$	...	$(1-k)^{t-1}M_0$	...	0	$M_0$
貯蓄預金残高	$S_1$	$S_1+S_2$	$S_1+S_2+S_3$	...	$S_1+S_2+\dots$ $+S_t$	...	$M_0$	

かくのごとくして、初期の現金  $M_0$  をもって、 $\frac{k}{1-k}Y_0$  の派生所得は形成される。資金の不足はない。なお、累積貯蓄預金  $M_0$  は、銀行組織にとっては、はじめて流入し形成された預金であるから、本源的預金とみなすことができる。

われわれは、これまで、消費波及について考察した。この結果、 $\frac{k}{1-k}Y_0$  の新消費が形成された。ここで、「加速度原理」が作用し、新投資需要が生じたとしよう。新投資需要を  $I$  とし、加速度係数を  $a$  とすれば

$$I = \frac{ak}{1-k}Y_0 = \frac{ka}{1-k}M_0 \dots\dots\dots(5)$$

この投資需要の資金は、体系のなかからいかにしてまかなわれるか。貯蓄預金合計  $M_0$  からまかなうとすれば

$$M_0 \geq I \dots\dots\dots(6)$$

よって、(5)(6)より

$$a \leq \frac{1-k}{k} \dots\dots\dots(7)$$

すなわち、加速度係数  $a$  が(7)式で定められる範囲内にあるかぎり、投資用資金はまかないうることになる。いまもし、 $I > M_0$  なる場合には

$$I - M_0 = \frac{ak+k-1}{1-k}M_0 \dots\dots\dots(8)$$

だけの資金が不足することになる。よって、それだけの投資は、おこなわれな

いか、あるいは、別に中央銀行からの信用創造を必要とすることになる。

しかし、貯蓄預金  $M_0$  はすでにのべたように、銀行組織にとっては、新しく流入した本源的預金であるから、これによって、新しい貸付と預金を創造することができるはずである。いま現金準備率を  $f$  でしめすと、新しい貸付の系列は

$$(1-f)M_0, (1-f)^2M_0, (1-f)^3M_0, (1-f)^4M_0, \dots$$

でしめされ、その合計  $L$  は

$$L = \frac{1-f}{f} M_0 \dots\dots\dots(8)$$

でしめされる。ただし、 $1 > f > 0$  である。なお、このような預金と貸付の波及が完了したあと、銀行組織の保有する現金準備の合計  $G$  は

$$G = M_0 \dots\dots\dots(9)$$

である。<sup>(14)</sup>

新しい貸付  $L$  でもって、投資需要をまかなうとすれば

$$L \geq 1 \dots\dots\dots(10)$$

でなければならない。よって、(5), (8), (10)式より

$$a \leq \frac{(1-f)(1-k)}{fk} \dots\dots\dots(11)$$

となる。もし、 $L > 1$  ならばあいには

$$I - L = \frac{f+k-fk-afk-1}{f(1-k)} M_0 \dots\dots\dots(12)$$

だけ投資需要にたいする資金は不足することとなる。

もし、現金漏出があるばあいには、現金漏出率を  $g$ 、貸出合計を  $L'$  とすれば、同様にして、次式は成立する。ただし、 $1 > g > 0$  である。

(14) 現金準備が銀行組織に累積にゆく、系列は、

$$fM_0, f(1-f)M_0, f(1-f)^2M_0, f(1-f)^3M_0, \dots$$

である。よつて、その合計  $G = M_0$  となる。なお、預金の系列は、

$$M_0, f(1-f)M_0, (1-f)^2M_0, (1-f)^3M_0, (1-f)^4M_0, \dots$$

であり、その預金合計  $D$  は、

$$D = \frac{1}{f} M_0$$

でしめされる。

$$a \leq \frac{(1-f)(1-k)}{k(f+g-fg)} \dots\dots\dots (13)$$

$$I-L = \frac{f+k-fk+afk+agk-afgk-1}{(1-k)(fg+fg)} \dots\dots\dots (14)$$

貯蓄預金  $M_0$  が貸出の創出の結果に全部用いられるばあいには、そのすべて、すなわち、 $M_0$  の全部は、銀行組織全体にとっての現金準備たる役割をはたすことになるのである。なお、(12)および(14)式でしめされるように投資需要にたいする資金が不足するときには、それだけ、投資需要が資金的におさえられることになる。もし、それをさげようとするならば、それだけ、中央銀行などの、全体としての銀行組織の外部から、資金が投入されねばならぬわけである。(1964年7月30日稿、本稿は1963年4月13日、神戸大学金融研究会第84回定例研究会の報告に加筆したものである)

# 国際通貨問題の一考察

藤 田 正 寛

## I

IMF体制は久しかったアメリカの国際収支の大幅の赤字と金流出による金準備の減少によるドルの信認の低下という所謂ドル危機と共に大きな動揺をつづけてきた。

今日の国際通貨問題の重要性も亦、国際通貨の需要の増大に対して供給側の対応の困難さに由来し、国際流動性の不足か否かの論議が1958年のトリファンの不足論の提出から激しい論争を展開して来た。

トリファンを主軸とする流動性ジレンマ論に対して均衡アプローチ、これに対立する流動性アプローチが斗わされやがてその有機的総合化が試みられる段階に入ろうとし国際流動性論議も新しい段階を迎えたようである。

所謂、改革論者も多様であるが、彼らの国際通貨制度改組への意図に緩急が存するのを注目し又各国の国民的利益 (national interest) がその立論基盤となっていることを看過してはならない。維持論においても同様のことがいえるのは当然であり、従って肯定論の多くは当局者の見解をより多く反映し否定論はいわば在野論の投影とも見られぬでもない。

国際通貨の本質的認識よりひいては国際流動性概念の把握の相違が生じて、その対策の対立に迄及んでいるが、その他に理論的には均衡的と構造的、流動的と機能的接近のコンビネーションに加えて、資産選好論の介入とフロー・ストックの理論のオープン体制への適用の問題が顧みられねばならないであらう。

アメリカの国際収支の改善、成長と繁栄をつづけるEEC体制のスピード・ダウン、この中間にあって日本経済の開放体制への参加は国際金融問題、とりわけ国際通貨問題の厳しさを明示させるに十分なものがある。IMFの東京総会を控えIMF 8条国移行、OECD加盟を了した日本の国際金融への姿勢を探るためには国際流動性問題をより正しくとらえねばならなくなって来た。本稿はその一里塚たるべくには余りに意多く実少い憾みをもつが、なお基礎的分析たりえたいと思う。

## II

国際通貨の需要はケインズ的概念の取引動機によるもの、予備的動機によるもの、投機的動機によるものが考えられる。いう迄もなく  $M=M_1+M_2=L_1(Y)+L_2(Y)$  であるが、この場合、問題となるのは投機的動機による通貨需要であり、取引動機の需要は貿易決済の運転資金的性格をもっている。取引動機によるものは貿易収支は循環的、季節的変動を常にくり返すから、このための通貨準備の測定如何にかかわるが、トリファンのいう如く経済の成長と世界貿易の拡大と共に国際通貨需要は増大するというならば年々、通貨準備即ち、流動性準備は増大されねばならないことになる。次に予備的動機によるものは経済構造の強弱の程度からその需要が賸られるが相対的不足の場合、国際金融が必要となる。過剰準備保有国の不足国への資金融通や国際機関（IMFなど）の融資が之である。何れにしても資金の流入を受ける国は資金不足のためにデフレ政策を必要とし従って経済成長の阻害防止策として国際通貨の供給を受けるが、このための条件は入超国に近い将来入超国に転換することである。国際金融の行われる局面はこのように  $M_1$  が不足し  $M_2$  により補填されぬ場面、即ち、為替相場が一定の時に有効需要水準が輸入を維持しようとするれば国際流動性が不足となる場合である。国際収支の不均衡が短期資本移動による場合は資本移動の楨杵となるものは利子率である。資本は利子隔差による資本利益と共に移動し、たとえ適正な国際通貨供給があっても国際収支不均衡をもたらすが、かって金本位制の下では短期資本移動は均衡化作用をもっており二次的国際通貨準備として機能した。均衡破壊的な為替投機が資本逃避と共に国際均衡を動揺させると為替統制や為替平衡資金により防禦せざるをえなかった。この種の資本移動は前述の如く金利隔差による資本利潤の追求に焦点がおかれケインズの  $M_2$ （遊休残高）の流出という事態に帰着するが為替投機のホット・マネーは為替相場の変動や政治、経済的不安などの不安定要素が国内貨幣需要を放棄して遊休残高のみならず活動残高の一部までも短期資本移動として流出させる点にも問題が残る。国際通貨基金がこの種の短期資本移動に限り支払不足国と受取過剰国との間に補整的融資媒介者となることにより問題解決を行う構想はゾラタス、ベルンシュタイン、ヤコブソンの提案に見られるところである。ベルンシュタインは各国中央銀行が（国際収支が黒字で国際通貨基金に貸金のある国の中央銀行は之を短期資本の流出により困難な支払不足国へ融資する）国際通貨基金の融資介入という後援が有効且つ確実性のあるものに限ったがヤコブソン案はヨーロッパ大陸の中央銀行当局が妥協点に達したベルンシュタイン案よりオーソドックスな内容を持ち、貸付銀行は常に国際通貨基金の意図と行動を同じくせねばならぬもてである。之等は資本流入国で国際通貨基金が中央銀行より借入れを行

い、資本流出国の中央銀行にその損失を補填させるために借入資金を融通する構想であり、ホット・マネーに対処する金為替本位制強化策である。国際通貨基金はかくて有利な決済尻をもつ国の中央銀行から流動的国際決済手段を借入れ、之をホット・マネーの打撃に苦しむ国の中央銀行へ融通する仲介者、保証人となり発券銀行や信用創造機関の中心でもある機能とは異った役割をもつものとされるところに重点がある。

さて、金は1717年以来、世界の価値尺度としての機能を維持し唯一の国際通貨としての地位を動かなかった。このことは金生産も順調で貿易の発展による国際通貨需要にも対応出来たことを示すが、1929年に入って金生産が減退傾向を示すと大戦後の世界経済の構造変動により金の偏在が目立ち金節約原理に基ずく金為替本位制が登場したことは周知の通りである。その際、金に基礎をおくポンドやドルも増大する国際通貨需要を賄えず金準備率の低下、ひいてはポンドやドル不安の昂じたことはまぎれない事実である。

$\bar{Y}$  国民所得,  $Y$  純国民生産物,  $F_e$  純海外取入,  $F_d$  純海外取入,  $S$  貯蓄,  $C$  消費財購入,  $M_c$  輸入消費財購入,  $I$  投資材購入,  $M_i$  輸入投資材購入,  $X$  輸出財,  $F_a$  対外純貸付,  $G$  国際流動性準備 (金, 外貨水準) とすると次の関係が成立つ。

$$\bar{Y} = Y + F_e + F_d \dots \dots \dots (1)$$

$$Y = C + S = C + M_c + I + M_i + F_a + G \dots \dots \dots (2)$$

$$Y = C + I + X \dots \dots \dots (3)$$

(3), (1)より

$$\begin{aligned} X + F_e + F_d &= X + F_a + G \\ &= X - M + F_e + F_d \\ &= F_a + G \end{aligned}$$

$$X - M + F_e + F_d \equiv F_a + G$$

$X - M$  と  $G$  との対応の変化が国際流動性の変動となる訳で他の色々の指標と共に国際流動性問題へのアプローチには先ず、金準備の動きを既述の如き理由からとり上げねばならない。

次に、国際流動性不足は存在せず十分なりというのが国際通貨基金当局の見解であり、共産圏を除く世界の公的金融外貨準備が輸入に対する比率は1957年末51%、1913年の21%、1928年の42%、1937—38年の100%となっている (ドル不足当時の1948年の流動性は91.2%、交換性回復の1958年は65.6%であるがこのうち1948年についてはアメリカは世界の流動性の46%を保有していたのに1958年には32%に低下している)。1913年は最低であるが金本位制の下で世界貿易が円滑な時期であり、1937年は為替レート切下げ競争と貿易制限のさなかで貿易縮小化一途の時代であるから流動性比率を単独に過去のそれと比較しても適

正準備水準は決定出来ない。むしろ、国際収支、国際信用機構の機能の状況を仔細に検討せねばならない。

1957年末の流動性比率は1928年より高く、当時の国際経済環境も1928年より改善されていることから国際流動性不足は存在しないし、又国際流動性偏在論については1958年末のアメリカの金準備は減少しつつあり、又ドル不足も解消過程にあり流動性資産の内容も健全化し将来の流動性の予想は年間77億ドル見当で通貨準備にくり入れられている新産金と今後期待される外貨保有高の準備で分量に及ぶというのである。

併し、今日これは論拠としては脆弱である。

国際流動性不足論には絶対的不足を主張して国際貿易拡大と金の生産即ち金の絶対量が平行せず不足するという論者と相対的不足論即ちドル不足の際に金が集中的にアメリカに保有された例に見るような金の偏在を主張する立場に分れる。又国際流動性不足を整理すれば量的不足論、質的不安又は不足論、国際流動性偏在論とに分類出来る。

第一の質的不安論については基軸通貨としてこのドル不安が意味されており、現段階ではドルの信認が低下しドル保有が忌避され、金選好が絶えず増大しているならば、ドルは準備通貨としての機能を完全に遂行していないことになり、国際通貨の不安定を露呈した状態をアメリカの赤字の克服によるドル残高増強のみが唯一の解決策でないことを実証しようとする。これは国際取引面でドルの信認が大きく、従って偏用されたり、また金にかわりうる通貨という本質からドル偏重という両側面のみが強調されるからドル不安というドル残高がアメリカの赤字持続のため増加しつづけるという事態を引き起し、ドルに対する流動性動揺が問題化するのである。第二の量的不足論は1958年の交換性回復とともに漸次改善されているものの、将来再び貿易と金準備の増大率が大きく懸隔をもった時に出現する可能性がある。量的不足論は極めて明快であり、国際流動性の所要量は貿易量と一義的函数関係をもつべきで、世界の輸入額に対する公的対外決済手段の総量が不足するならば、流動性増強が考えられねばならない。トリファンという流動性ジレンマというのは、貿易の成長率と決済手段の増大率の乖離であり、アメリカの場合、流動性ジレンマと成長ジレンマの交錯が見られるというのも容易に理解される。

第三の国際流動性偏在論は先進国と後進国間の偏在となって存在する面が強く、これは国際金融固有の問題としてだけ考える必要はない。先進国間の偏在は今やアメリカの急激な金流出により解消しつつあり、もしなお存在するとすれば短期資本の移動の防止や経常勘定の赤字あるいは黒字の累積の是正策や赤字を克服するための財政、金融政策や黒字国の輸入増大及び対外投資増強策によって対処できる性質のものである。



## III

国際流動性問題は、金準備の不足とIMF体制の機能の不完全性と金為替本位制のもつ矛盾と不安定が国際通貨としてのドルの危機を招来させ、本来、相対的な国際流動性不足に止まるべきものがIMFの脆弱さのために国際流動性の絶対的不足という国際通貨制度の全般的破局への可能性をもたせてしまった。アメリカの国際収支の赤字が、その経済の構造的矛盾の表われであればアメリカは縮小的衡化の可能性をまず防止し積極的拡大均衡化への決意の下に苦悩をつづけてゆかねばならない。

国際流動性を世界の輸入の全公的対外決済手段の総量と考えると、貿易の成長率と決済手段のそれとの両者の間には必然的に量的に函数関係がなければならず、ギャップが起るとき国際流動性は不足する。この場合は数量説的の見解が前提となっていることは明らかである。そしてトリファンが1959年に新パナール構想をひきさげてIMFの改組を主張した場合の論拠はまさにここにあり、彼の流動性アプローチは構造的な方向から現行制度の改革を指向する訳である。

次に国際流動性を一国の対外収支の一時的受払いの不均衡と考えるならば国際流動性所要量は一国の国際収支の黒字⇔赤字の振幅いかんにより決定され両者には比例関係は何等存在しないことになる。従ってこの立場では国際収支規範と国際収支赤字時の国際間の信用供与の両者を調和する形で同時に確保することに解決の方向がおかれ、現行国際通貨体制の維持・強化が力説される。このように均衡アプローチともいべき立場では国際流動性不足は一時的なものであり、固定的に存在しないとし、従って現行体制の機能強化という機能的接近に帰着する。そこでドル不安こそ国際流動性不足そのものであるとする論者と国際流動性不足は存在せぬとする論者に対立するが、前述のとおり国際通貨制度の危機が叫ばれるならば、絶対的不足を肯定する方向をとらねばならない。

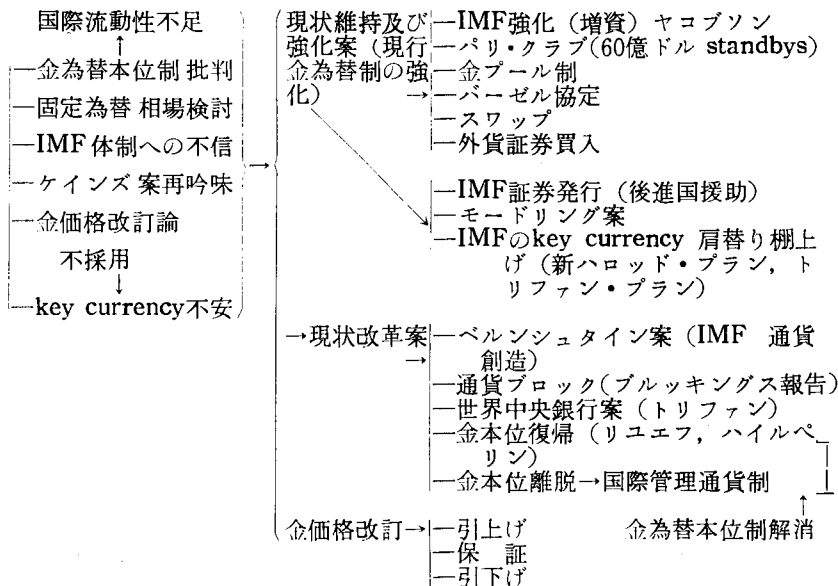
さらに国際流動性を発展しつつある経済相互の増大量に対処するための信用供与のアベイラビリティ (availability), すなわち借入可能性なりとし中央銀行・政府のもつ対外残高と準備借入可能性の二つを含むという考え方が通説と

なろうとしているが、これは国際準備資産概念とその軌を一つにするものといえよう。

#### IV

最近の国際流動性論議には二つの方向が見られる。すなわち一つは現行維持論であり、他は改革論である。

抑々、現在の国際流動性不足をアメリカの国際収支の一時的不均衡によるものとするものと、世界貿易ひいては世界経済の構造的変貌による宿命的なものとする見解により、自ら国際流動性対策は異なってくる。既述のようにアメリカの国際収支の一時的赤字を克服すれば、現行国際通貨制度に根本的変革を及ぼす必要なしというのが、ヤコブソン前IMF専務理事や現専務理事シュヴァイツァおよび元IMF統計局長ベルンシュタインの構想、さらにはローザ財務長官のプラン（ジロン財務長官も支持）4ヶ国中央銀行家共同提言、ブレッシング・ブンドス・バンク総裁の所説、国際決済銀行年次報告、国際通貨基金年次報告、新ハロッド・プランである。これに対してトリファン・プラン、モードリング・プラン、ルツ案、ブルッキングス報告、新ベルンシュタイン案、ポスチューマ構想（ジスカール・デスタン・フランス蔵相、ベルンシュタイン氏も共同歩調）が改革論である。ここでわれわれはこれら諸家の主張にくわしく立ち入る余裕もないまま二つの型、いわば均衡的国際流動性アプローチ（又は機能的接近）と流動性アプローチ（又は構造的接近）とに分類し、あるいはこれも国際収支規範に重点をおく安定型と成長型ともいえるものになるが、要は国際通貨の安定方式の接近の相違であるから、これらのパターンの代表的なものとは以下の如くである。



(1) 現行制度維持および強化論

BIS の立場があげられるが、4ヶ国中央銀行家提言も同じく国際流動性と世界貿易は函数関係の要なしとして①アメリカは今後、対外準備として外貨保有の増大方向を推進すると共に各国の金選好抑制のため高い金保有率国の金政策をより弾力的にすることにより漸進的に各国の金保有平準化を図り、②国際緊張が緩和しドルも強化されるとすると新産金とソ連の売却で供給される金は年率約15億ドル、工業用費消を年率4~5億ドルとすれば公的機関の金準備は年率約2%の増加と見られ金プール協定が存続すると見られるから国際流動性増大への貢献度は大きく、③短期的国際収支の振幅に対処するために弾力的に利用できるスワップ取極めを一層活用し之による信用供与は一国の資金不足が短期的に回復可能の時に限り、④中期の国際収支赤字にはアメリカの行っている債権国通貨建の特別証券発行方式を活用しこの取引は自動的ではなく双務の取極めによるものとする。更に特別証券には債権国国際収支が悪化した場合、短期に流動化出来る条件をつけ、⑤中期又は長期の国際収支の swing には IMF 資金を活用し IMF 借入権 (引出し権) は通貨準備と解すべきであるから上述の

国際流動性供給源と並べて中・短期信用の供給源と考えていいという提言であった。

また、新ローザ・プランは(1)双務的、多角的金融協力の強化、(2)IMFの引出権、クォーターの拡大、貸付条件の改善という機能の強化、(3)IMFの信用創造を主要内容とし漸進コースをとったのである。

## (2) 金価格改訂論

① 引上げ論 ドル不足時代の引上げ論は一率変更論であったがハロッドが今日の国際通貨環境の中でも主張するドル不安に際しての引上論は金為替本位制を前提とするものである。それは①国際流動性の不足がドル不安となっていること、②このために成長政策がとれず各国は資金不足となり高金利政策をとらせる結果、低金利のアメリカから資金を流出させ、国際収支悪化→ドル危機→アメリカの景気停滞→アメリカの金利引上げ不可能→対内均衡と対外均衡のジレンマ→金価格引上げのコースが最も捷徑という。併し、引上げの可能性はアメリカの国際収支の回復のテンポや国際金融協力の限界、国際通貨制度の改革の実現の見透し(ドル不安の深刻化とのかね合い)から考えて実現度は殆んどないようである。

② 金本位復帰論 ハイルペリン、レプケ、リュエフ、ハーンが主張しているが、①金本位体制は国際収支を自動的に均衡させるが金為替本位制には金節約の利点はあっても、通貨量の自動調節は困難、②金為替本位制では国際収支均衡のため必要な緊縮政策をとりにくい、③一国の通貨を基礎した現在の国際通貨制度は不安定である(ドル不安→金選好増大)、④金為替本位制がドル危機に当り、その脆弱性を露呈したから金本位へ復帰すべしという。而もこのプロセスは⑤基本的制度としては主要工業国間の国際収支尻は全部、金だけで決済する。⑥各国の保有ドルをアメリカは金と交換する。このため金価格を約とも2倍に引上げる。⑦アメリカの金流出を阻止するためアメリカの国際収支改善策を早急にとる。⑧金本位復帰賛成国は外国から求められれば自国通貨と金との兌換を認め、又、民間の貨幣用金の保有を認める。即ち完全交換性を認める。⑨このプロセスで各国の貨幣政策および金利政策を統一させるため国際会議を開くなどである。

金本位復帰論は自由主義原理の復活に重点をおく一方、一種の金価格引上げ

論でもあるところに特長がある。

### (3) 改革論

トリファン原案をはじめとして最近のものに至る迄、多彩なプランがスタンブール案、ブルッキングス報告、ケネディ教書、新ベルンシュタイン・プラン（これは金選好増大策の色彩がつよく、③金価格を引上げずに対外準備を増大させる、⑥国民通貨を排除して金と一定比率で結びついた通貨を創出する。⑦各国の金選好をチェックするため各国の対外準備中の金保有率を一率とする）、ポスチューマ・プランなどに示されている。

① トリファン案 トリファンの世界中央銀行案は今や国際流動性論議の中心となっていて最も人口に膾炙している。トリファンは「金とドル危機」の中で「特定国の通貨を国際通貨として使う場合には世界貿易の拡大に応じて合理的に国際決済手段が供給されるという保証はない。第1に、その特定国の赤字（国際通貨の供給）を慢性的に続けることは出来ないし、併し、その特定国の国際収支が均衡を回復すれば世界は国際決済の手段、即ち流動性不足に陥りデフレ傾向を生ずるだろう」と述べ、IMFが1958年に流動性必要量を算定した場合、経済成長率を1958～67年間に3%とすれば必要量は185億ドルになる。アメリカ、ドイツ、スイス、ヴェネズエラのような余剰準備国の準備増加がないとすると75億ドルで足り、これは新産金、ソ連の金供給増大、約70億ドルで賄えるのに対しトリファンは成長率を4～5%、6%としてIMFの予測にもれていたイギリス、フランスが40%の準備率を回復するものとし、金供給によりカバー出来る力を43%、35%、29%とみるトリファンの算定では新産金とソ連の金供給は明らかに不足する。別言すれば必要通貨準備増加額は127～241億ドル、貨幣用金の増加は楽観的にみて100億ドル、悲観的にみて40億ドル、推定70億ドルで必要額の55～29%に過ぎず、このギャップ60～170億ドルを埋めるものはドルであったがドルから金へのソフト、即ち、金選好が強まっている現状では現行制度の枠内での解決は困難である。そこで諸国の保有する通貨準備のうち外国為替部分を国際化し、これによりIMFを信用創造機能をもつ世界中央銀行に改組し新バンコールの発行方式をとろうとするのがトリファン案の骨子である（このため各国はその保有金・外貨の最低20%を義務としてIMFへ預託する。預託金は金で表示し、その価値は保証する。すべての準備を預託するが、もし金交換

が問題となるときはIMFが流動的預金より金利の高い中期の金証券を発行し過剰預金の一部を非流動化するか又は最低預金率を20—25%へ引上げる。IMFの貸出能力は無限でなく国際流動性を適正水準におく額に限定する。これは流動性増加額を年間3—5%に規制する。即ち、貸出しは世界貿易の拡大に見合うようにという制限である)。トリファン案の本質はケインズのバンコール案乃至国際清算同盟思想の基本的特徴である国内通貨の国際化への段階として金の超国家銀行への集中——世界通貨としては金と交換性のある超国家銀行貨幣(SBM)即ち、バンコールの発行と多角的清算制(バンコールが金と等価物として一般的受容性をもたねばならない)を放棄している。世界中央銀行預金、バンコールの金との完全交換性はトリファン案をケインズ案と本質的に区別しており、国際通貨の交換性をケインズのSBM案から学び、多角主義を清算同盟案から得ようとした点にトリファン案の現代的意義がある。

② トリファン案の批判の主なものは以下の如くである。

トリファンの世界中央銀行構想についてハロッド(R. F. Harrod)はこのプランではIMFユニットが金と交換性が与えられるためにIMFは金払込みを必要とし、それだけ流動性は低下するという。そして、もし、IMF予金の金への交換要求がなくても数年で国際流動性は僅か50億ドル増大するにすぎないにも拘らず、トリファンは交換性の魅力を利用して預金を集めようとするのは諸国民を欺くものと評しているのである。更にアルトマン(O. L. Altman)はトリファン案は数量說的流動性不足論であると批判する。即ち、アルトマンは貿易成長率の三つの利用方法として準備所要額の先行指標、準備増加の適正率判断の事後的尺度、将来の活動に備え現在政策を立案する基準をあげトリファンの基準年度のとり方に問題があるという。50年代に世界の準備が増大した最大の原因は戦争により喪失した準備をドイツ、オーストリア、日本、イタリアなどが急速な準備再建のために外貨準備蓄積をした結果、アメリカの継続的国際収支の赤字の出現となったが先述の諸国の準備蓄積が終りに近づくと他国に準備を供給することになる。個々の国では現在の水準でも過剰とするものもあり将来、準備削減を考慮する国が出てくるかも知れず、トリファンのような機械的算定基準はむだであるというのである。更に将来のIMFの資金内容の悪化を考えると加盟国が超過準備をバンコールでもつことをやめて金準備のみでもつようになるか又はIMFは金取付けに備えて義務預金率を引き上げてバンコールの交換性を停止せねばならないことになるという疑点をも明らかにしているがアルトマンは算定基準の不確実性と義務預金率の引上げとバンコールの失敗を予言しようとしトリファン・プランをアメリカの国際収支改善策と考えておるために世界中央銀行の設立により金の規制がな

くなりアメリカは国際収支調整を怠るようになり赤字は慢性化すると極言している。併しトリファン案はドル危機の当面の応急策でなく高次元の機構的対策なのでありアルトマンの全面的否定論らは当にぬ点も多いようである。

トリファン・プランの批判はこの外にマハループのように長期的にはケインズ案以上に膨張主義的即ち、インフレ的であるとし、ハロッドは流動性の減少に基く要因がつよいと批判し、ベルンシュタインはデフレ的と見ている。即ちイギリスやアメリカにある外国預金をIMFへ移管することやIMFに信用創造をさせることが世界経済にデフレ圧力を加え、IMF政策をデフレ的ならしめるというのである。更にトリファン批判は技術的面的なものも多く、例えば世界中央銀行(IMF)にトリファンの云う通り貨幣準備の20%或は、それ以上の預金が集っても、これ等はすべて公的準備であり私的準備は残るためイギリス、アメリカなどの準備通貨国の金利差により民間短期資金の移動を防ぐことは出来ぬ点が指摘される。ベルンシュタインは前述の如きトリファン案へのデフレ懸念の指摘と共にアメリカ、イギリスの対外短期債務のIMFへの棚上げと金償還による清算業務を開放することはアメリカ、イギリスの準備の機能を停止させる。そしてドル、ポンド中心制度に固有の貨幣をなくするためにはこれらの通貨の国際通貨としての使用を停止させることでなくアメリカ、イギリスに準備センターとしての責を果させることで単一準備センター集中を批判する。

トリファン・プランに対してはアメリカ、イギリスの金融筋から強い反対があるが特にアメリカで厳しかった。その例としてロックフェラー3世(David Rockefeller)の見解がある。即ち国家的立場からは第1にトリファン案ではアメリカは国際収支の赤字減に強い圧力をうけ対外ドル債務の累積により支払延期が不可能となり対外援助、投資、軍事費を削減せざるをえず、国家的利益にならない。第2に世界中央銀行の預金と投資につけられる金約款により国内政策が萎縮する。第3として世界中央銀行運営の諸技術が十分でなく各国中央銀行の協力により向上をさせねばならない。このことからベルンシュタインのいうようにIMF強化が最も賢明であるという。次にロックフェラーはニューヨークの金融市場の不利になるとして世界中央銀行案を拒否する。即ち世界中央銀行が設立されるとニューヨークの商業銀行保有の外国公的機関の預金及び短期資本が新IMF(世界中央銀行)に移り世界中央銀行の意のままに金融市場は動かざるをえず不安定となり国際金融センターとしてのニューヨーク市場、ひいてはアメリカの地位に影響するがロックフェラーは国際金融の主導権を保持せねばならずこれが政治的、軍事的指導者としてのアメリカを守る所以としてトリファン・プランを拒否するのである。

その後、トリファンは所謂、新トリファン案に於いて(彼自身は新しい提案とは考えて

いない) ドラスチックな方向を多少修正している。即ち、累積したドル残高による圧迫を排除するためヨーロッパ諸国はドル残高を一時、棚上げて金との交換をチェックする。但し、対アメリカ収支の将来の赤字決済には棚上げ分を使用することは出来て必要な場合、EECがアメリカに与えた与信程度迄、EECの各国通貨を使用出来る。現在の保有額をこえる将来のアメリカの赤字についてはアメリカに金融節度(monetary discipline)を要求するため原則として金決済を求める。併し一部、IMF又はEECによる多角決済も認める。又、EEC内部の決済は各国の準備総額中のドル比率の平準化の方向で行い、棚上げによる不公平をとり除くことにする。トリファンとしてはこの棚上げ分をBISに預託しEECの通貨準備統合化への一段階としてこの案を制度化しようとしていた。そしてトリファンは伝統的手段で国際収支赤字克服は困難であるために棚上げ案を打ち出したが金為替本位制又は基軸通貨本位(key currency standard)が十分に機能しなくなれば第1にキー・カレンシー国の国際収支赤字を削減させてキー・カレンシー国のみならず世界経済全体にデフレ効果を及ぼす。第2はキー・カレンシーの交換性停止又はキー・カレンシーの平価切下げを断行する。これは国際決済手段として国民通貨につよく依存している世界金融秩序に崩壊の危険を与える。第3には国民通貨で保有されている準備残高の清算のため生ずる問題の解決のため各国の金融協力を早急に実現し投機的資本移動の不安及び短期資本流出に対し準備通貨を鞏固にし拡大する世界経済の必要適正国際流動性量をキー・カレンシー国の赤字で供給することを止め他のものと偶然的要因に左右されぬ方法による。このように国際金融機構の安定を脅す短期的、長期的要因を取除く努力をすべきとトリファンは考えてEEC、パリ・クラブ、OECD、IMFなど可能な限りの国際金融協力を目ざしている。このようにしてデフレと平価切下げの交錯する混乱を回避する方法はないというのである。

③ ブルッキングス報告があげられる。これはケネディ教書について両院合同経済委員会が1963年7月27日、発表したブルッキングス研究所のスタッフによるアメリカの国際収支についての所謂サラント報告書で、「1968年のアメリカの基礎的国際収支は楽観的には年20億ドルの黒字、悲観的にも年6億ドルの赤字で仮定の誤差を入れると1968年迄に国際収支は均衡する」と考え1961~68年に世界貿易は35%増大、所要金・外貨準備は214億ドルで供給との差は新産金とドルの増加を77億ドルとすれば流動性不足は137億ドルになるという。先進国の国際収支の改善は拡大均衡のラインによる解決が望ましく具体的に国際通貨制度は必要流動性増大を確保し、弱い通貨から強い通貨へのシフトを防ぎ先進国は新決済同盟による振替決済を行うことにし、これが不可能の時、アン



グロサクソン・ブロックとEECブロックに分け内部で固定相場を、ブロック間では屈伸相場をとることとし、アメリカは25%の法定準備の廃止、IMF資金の活用、ドル為替安定操作のため保有金を使い30~35億ドルの外貨買入れなどにより均衡達成をはかる。この構想の世界通貨創造を理想としている点はトリファンよりといえる。

新ベルンシュタイン・プランはパリ・クラブ10ヶ国がIMFと取極めをしIMFは新準備通貨を発行し参加国は今後、対外準備を金60%、新通貨40%の割合でもつ義務があり各国中央銀行間の決済もこの案によりアメリカへの金準備への圧力を弱め、国際流動性の将来の増加も金60%、新通貨40%の比率をこ拡大しようとする中間的性格をもつがモードリング・プランの新制度設立と共に看過すべきでない。又、ポスチューマ・プランもドルやポンドのような特定通貨だけでなく西欧の主要国通貨も国際通貨としてアメリカを含む各国は対外準備を金60%、外貨40%の割合でもち、外貨の金兌換要求を抑えるため保有外貨に全面的金保証を与える金保有平準化と多数国通貨制で国際流動性増大をはかるものである。

この二つのプランは金選好をチェックしてアメリカの対外金融ポジションをそのままにしておこうとするものだけに問題があり又、一種の金価格引上げ論的色彩のあることにも、なお、同じ難いものがある。なお、ポスチューマ・プランについて詳言すれば以下のようなものである。

#### ④ ポスチューマ構想

本構想の基本的な思想は、①金の追加供給には限度がある以上、将来の対外準備の追加需要は外貨の供給増加によって充されなければならない。②しかしながら現行国際通貨制度においては対外準備の構成について資産保全という銀行家的視点と、世界経済の均衡的拡大という一般的視点とが、往々にして矛盾するが、これを調和のとれたものにする必要がある。③したがって、国際収支赤字には、金外貨準備の喪失を伴うという現行の自動制禦を今後も残置することが必要ではあるが、これが強く働きすぎて、デフレを惹起したり、また弱すぎてインフレへ導びくというようなものであってはならない。④また現行制度ではアメリカ以外の諸国の赤字に対しては100%の準備喪失というブレーキが作用するのに対しアメリカに対しては赤字の累積が危機点に達するまではブレーキがほとんど作用せず、危機点に達するやドル債務残高の金転換という形で制禦作用が俄かにたかまるという、準備通貨国と非準備通貨国との間の不均衡が是正されねばならない。⑤このよう

な観点からアメリカ以外の主要国通貨もドルと対等に準備通貨として各国に保有され、国際決済に参加すべきであり、しかも各国の外貨保有リスクを均等にするため、それぞれの金外貨保有率を平準化することが必要である。⊙当面この比率は1962年中央におけるスイスを除く旧O E E C諸国および日本の総準備残高の平均構成比率である金6対、外貨4とすることが適当である（勿論この比率は、情勢の変化により可変的であってよい）。ポスターマ案の最も特長的な点は各国とも、それぞれ他の諸国の通貨を十分に保有する状態となれば、各国の赤字、黒字を金6、外貨4、自由通貨4の比率で決済することにより上記の金外貨保有率を一定に保つことが出来るわけである。これは新ベルンシュタイン案と共に金節約的、金平準的構想といわれているが、一面、一種の金価格引上論とも見られぬ事はない。いづれにしても金保有率を上記の状態にもってゆくプロセスが具体化されねばならないであろう。

さて国際流動性は公的対外準備を意味すると一般にいわれているが、ポスターマ案にあっては、公的対外準備を構成するものはつぎの三つであるという。即ち、(A)

① 金

(b) 外国為替、ほとんどキー・カレンシーであり、西欧においては大部分がドル。

⊙ 国際的取極めにより実際にあるいは潜在的に与えられた信用 (credits)。したがってこれらは「条件付き準備 (conditional reserves)」たる性格をもつ。こうした信用の取極め (credit arrangement) は (i) IMF 引出し権ないし IMF スタンド・バイ取極めなどの如く多角的且つ制度的なもの (multilateral and institutional), (ii) 借入取極め (borrowing arrangement) のように多角的で偶発的なもの (multilateral and incidental), あるいは (iii) 厳密に一国間限りのもの (strictly bilateral), の三つがある。

(a) 各国は金を生産するか、あるいは国民所得の一部と引換えに金を購入するかのいずれかによってのみ金を取得することができる。

(b) 外国為替は通常、国民所得の一部を対価として購入されるが、導入された外国資本の一部が特別な流動資産の形態で保持された結果である場合もある。

(c) 信用及びその予約 (standbys) は特定の条件のもとにおいてのみ得られる。したがってそれは常に対外準備のうち条件付きの部分である。

望ましい対外準備の構成割合は、外貨資産というものを厳格に銀行家資産 (bankers' assets) のように解釈するか、あるいはより一般的な経済目的のための手段として解釈するかによって違って来るであろう。

(B) 銀行家資産としての対外準備

② 金

銀行家的見地からすれば、金は所有者がその使用についての決定を完全に独自の立場で行なうことのできる一つの資産であるという観点から好ましいものである。しかし反面、利息がつかず、保管等のため若干のコストさえかかるという点では不人気の資産でもあろう。

#### ⑤ 外国通貨

再び技術的見地からみれば、この形での外貨準備の利点は移転が容易であることと利息がつくということにある。このような利点は、外国通貨保有に伴う平価切下げのリスクと常に比較考量されなければならない。平価切下げのリスクは徐々にあるいは急激に債権国が忍耐するには余りの負担となる結果、当該国は外貨を金に換えようとする事は明らかである。従って、対外準備のうち外貨部分は常にドルのような金への交換可能通貨、又はスターリング地域に於けるスターリング貨のように貿易の大半の決済に使用される通貨からなるであろう。外国通貨は保有者がその使用を独自に決定出来る点では「真の準備」(“genuine” reserves)であるが、その交換価値については信認 (confidence) という要素が常に前提であるため外国通貨は「信認が裏付けになっているもの」でなければならない。

#### ⑥ 借入権、スタンド・バイ取極め

潜在的借入能力 (potential credits) は債務国の対外準備を増加させるから期待されるものである。而も、之は債権国の通貨が金で行なわれるため債務国は為替リスクを覚悟せねばならない。債務国は更に自国の経済政策が債権国に検討され批判をうけるという意味で自主性を失うことさえある。借入金は最終的には返済さるべきものである以上、潜在的借入能力は特定環境下でのみ現存対外準備に対する追加分となりうるのである。借入金はこの二つの理由から真の準備とは本質的に異り、借入金は結局、金又は外国為替の代替物にすぎないのである。対外準備の以上の3要素は、その使用の自由性、移転性、収益性および為替リスクに関し全く異った側面をもっている。更に、これらの側面のあるものは経済的あるいは法的情勢の変化するものであるから 純粹に技術的な銀行家的理由 (purely bank reason) により中央銀行の資産構成が変化させられることがありうる。

現在、対外準備の構成中に掲げられた外国通貨の額は若干の西欧諸国にとっては銀行家的見地からは過大と考えられる。併し、銀行家的原理に従ってこれを他の資産に転換しようとする意図は対外準備およびその構成部分の機能と目的に関する一般的経済的側面と矛盾することになるかもしれないとポスチューマは考える。

(c) 対外準備の構成についての一般経済的側面 金価格を一定とすると対外準備を構成する金の量は技術的に所与となる。金の増加は準備総額の必要増加額とも無関係であ

る。総準備の増大が必要になれば外国通貨保有および引出権、スタンド・バイ取極めで自由に賄うのであって、このような追加準備の創造はその社会経済的機能に鑑み最終的に調整される必要がある。これは対外目的と対内目的の最大限の調和、又は本来、逆転しうる短期的の不均衡の手懸りを実現するために必要な時間的余裕を考えることである。また準備増加額は個々の国を不当なデフレ政策に走らす小額では不適當であるが、一方でそれ自体がインフレ的消費の誘因とならぬ額の範囲でなければならぬ筈である。世界全体として妥当な額を確実に指摘することは出来ないが、これは準備の累積を必要とする理由と場所により決定される。即ち、準備額の大きさ、又は保有外国通貨の中期信用への転換、更に短期に限定された信用を若干の恒久的準備手段に転換することが債権国や債務国の国内経済に対して又世界経済全体に対して有効か否かを判断せねばならない。併し、この判断は必然的に主観的であり現実認識についても議論が多岐であり、純粹に技術的な銀行原理と矛盾することが重要な点である。

さて、彼によれば現在、外国通貨は實際的目的からキー・カレンシー国以外でのみ保有されており、このことはアメリカが他国よりインフレ的な「稼得高以上の生活 (living above their means)」的経済を可能にするか又は短期信用を吸収する一方、長期資本の輸出をする銀行家としての行動が可能である二面をもっているという。この二つの可能性のうち、アメリカと他の諸国の双方の利益になるのは後者であり、このような金融的機能はアメリカの国際流動性ポジションが短期債権者に不安を与えずこれら短期債権を各国に引受けさせられる場合にのみ有効であることである。

アメリカが継続的国際収支の大巾赤字により国際競争力を損い、銀行家としての健全性に疑念のかけがさした時、債権国の不安が生じ保有ドルの金への転換が起ってくる。これは銀行の健全経営の原則に則った当然の締結といえる。併し、保有ドルの金転換は債権国にもアメリカにもその一般的利益に反するので金に転換しない準備形態の保有を考えるがこれは重大な為替リスクを伴う。このためにキー・カレンシー国の国際収支が赤字の場合、キー・カレンシー保有は非常に不安定な資産保有になってしまうのでアメリカへ追加的信用供与が必要になると最近ではスワップや債権国通貨による信用供与が行われるのはこのためである。このようなアメリカの赤字の救済のための信用形態にプレーキを残しておくことが必要である。アメリカは保有ドルの即時的金転換が自ら脅威であるために西欧諸国に対し保有ドルの一部を保有国通貨建中期債券におきかえることを提案し自国の均衡回復への時間的余裕の保障をえようとしている。

対外準備の構成を外貨から信用供与へ転換することはそれが為替リスクを除去する意味では債権国には魅力であるが準備の移転性を減少する点では魅力が少く国際収支均衡回復

のための赤字国への圧力を軽減する。アメリカの赤字が解消せずにドルへの信認が低下し他の通貨へのシフトが目立つことは別言すれば金選好の増大であり、このような金転換請求権がアメリカの金準備に過大な圧迫を与えデフレ化や平価切下げについての検討を迫られて来た。

金転換の脅威を阻止するために金節約もとり上げてポスチューマはアメリカの赤字のブレーキ（総準備の減少額）は当初は60%になり西欧が完全な均斉のとれた状態になるには総準備の減少額は少くとも5%、即ち、 $\left(\frac{6}{6+4} + \frac{4}{4}\right)$  を目標としている。そして彼は通貨準備構成の均斉状態は金6、債権国通貨4、自国通貨4と明示した。

長期的問題としての対外準備の構成については貨幣用金の増加は比較的安定した状態のもとでもそれ自体、世界に適当な額の対外準備を供給するには不十分であるから外貨部分を増大することが必要という。

④ 外貨部分増大の程度、これは将来の望ましい総準備量や金の生産量にかかる。

⑤ 外貨部分は1又は2国の通貨或は更に多くの国の通貨よりなるべきか→多数国通貨方式

⑥ 自動制禦を伴う制度の形成方法としては通貨による準備創出は常に流動性の供給過剰の可能性を伴うので自動制禦装置をもっか又は強力な管理をすべしというトリファン・プランがある。

⑦ 資産保全については銀行家的見地に基づくとはいへ一般経済的観点から見て好ましくない措置の回避法は世界準備の望ましい量を適正に指摘することは主観的判断にかかるという。

ポスチューマの国際通貨制度強化のための提案は次の如くである。

(i) ドルから金への大量な転換の危険を減殺すること、これはアメリカを除く各国の公的準備の再配分を行い画一的金・ドル比率を設定。

(ii) 国際的外貨準備の方策を考えること。これは金の生産量が世界貿易の成長に遅れている限り、またアメリカの国際収支の赤字の場合だけでなく黒字の場合も必要である。真の取極めは一方でアメリカ以外の参加国のドルを金にかえる権利を制限し他方でこれら諸国の通貨は適当な取極めにより一定限度迄、準備通貨としての機能を獲得させるのが狙いである。

このようにポスチューマは新ベルンシュタイン案に近い一種の金価格引上げとも考えられるプランにより現状を打開しようとした。金準備総量は1949年以来、年約1.4%の増加率であるが外貨保有の増加率は6.1%であり、このような金外貨準備の増加に加え条件的

準備の増大率は真の準備（金及び外国通貨を指し保有者がその使用を独自に決定出来、而も信認が裏づけとなっている）の2～3倍であるが条件付準備の創造に金に対する外貨準備が不釣合な増加から起った国際通貨制度の不安定性の解消を目的としたものであるのにそれが比較的短期間に返済せねばならぬ事実は新しい不安定要素を国際通貨制度につけ加えるものであるとして結局、欧州金プールを拡大した金基金が最も合理的として提案している。

ポスチューマ構想は余りにアメリカ寄りといえる性格をもつものであるがこのプランの狙いは均衡アプローチにより西欧通貨を準備にくり入れて徐々に着実に流動性を高めるところにあった。併し、金選好の強い西欧諸国はドル債務の過剰のために金決済を要求しているものであり、ポスチューマの如きアメリカの対外金融ポジションをそのままにしてドルの安定を意図するのは本質的安定ではなく不安定のままのドルを肯定してこれを保持しようとするものである。彼はドル供給の制限にのみ熱心で金とドルの矛盾のある既存のドル残高の対策を故意に看過しているものとししか評価されぬものがある。

## V

このように国際通貨問題は国際通貨の認識の程度、国際流動性準備（真の準備、追加的準備、条件的準備）、国際通貨準備が、更に言葉の真の意味の国際流動性の概念などが峻別して把握されねば問題の所在を正しくとらえられず、従ってその対策としての国際通貨制度の改革論と現行維持論は導かれぬ。

国際流動性が絶対的に不足とする立場からは現状否定論として金価格改訂や金本位復帰や新世界中央銀行プランやその他、これ等周辺の対案が揃い、国際流動性不足は存在せずアメリカの一時的不均衡にすぎぬというswing論からはIMFの増資、乃至強化論が整えられた。併し、現行金を替本位制を前提とするIMFの手直しの各種のプランといえども現状をそのまま肯定していない点に、現在の国際通貨問題の焦点が見られるのである。

国際流動性を公的対外準備としてこれに諸種の金融機関間の借入可能性や便宜即ち金融能力を含めて考えるならば国際流動性の不足についての解答は自づと与えられよう。

次にハロッドによる金価格引上げ論には①国際流動性不足存在の是非、②金価格引上げにより国際流動性は増大するか、③アメリカの態度が吟味されねばならない。ドル不安こそ国際流動性不足に外ならぬとするのは一面的であり、

金価格の引上げで流動性が増大するならば不足の都度、反復、引上げを行わねばならず一方的となる。又アメリカは引上げに反対である。それはソ連の保有金、アメリカの国際収支不均衡の短期性の立場から流動性不足にも反対しているからである。

次にマハループの金価格引下げ論について考察すれば金価格引上げ論以上の欠陥に鑑み、世界的金選好増大策としての意味は認めるが、①引下げにより国際流動性不足は一層、増大する。②金への投機的需要に長期的には逆につよくなる可能性があり、③産金国の反対で国際通貨制度は混乱する。④金価格引下げは究極的に金のアメリカ集中に終る。⑤アメリカが国際収支赤字でもドル供給をする限り引下げによってもドルの為替相場は下落して、ドル不安が別に発生して有効な方策としてとり上げられぬものがあることは明らかである。

ハイルペリンやリュエフの金本位復帰論は自由主義原理を貫く点でミードやフリードマンの変動為替論と思想的基盤を同じくするが一種の金価格引上げ論としての評価しかなされぬであろう。即ち①前回の金本位復帰の失敗の時と条件は根本的に変わっていない、②金本位制の自動調節作用が政府の介入で妨げられる場合が今日では多い。③自動金本位制は成長より国際収支均衡優先主義である。④私的退蔵傾向の強い時、金本位に復帰し金兌換が可能になれば退蔵は一方的に促進されるのみである。更にこの場合の金本位復帰論は西欧の先進工業国を対象とし、特にハイルペリンはOECD加盟国の協力を基本的条件としているが金本位復帰はドル不安に絡む国際通貨不信による金を唯一の国際通貨としているのに敢て国際金融協力をうたうところに矛盾がある。

トリファン・プランは理想主義的であり又インフレ的であるとの批判がつよくトリファン理論が新バンコールを基礎としながらも流動性量について数量説的な算定により不足を立証している点にも問題があるとしている。その他の批判は既述したがトリファンは何よりも流動性ジレンマ対策に重点をおいたことが注目されなくてはならない。

また新トリファン・プランの問題点としてあげられるものは①EEC委員会が理事会に対し中央銀行総裁会議の創設、国際通貨政策の調整などを提案しEEC諸国の金融力結集が可能となった客観情勢を背景とするものであるが6ヶ国が果して今迄のドル残高の棚上げに賛成するかという点と各国の金準備率の

平準化の実行上の困難が問題である。②アメリカがイギリスにとり今後の国際収支の赤字分を金で決済することは可成り厳しく、今すぐに受け入れ難いが結局、IMFを通ずる多角的取極めによる方法をとらざるをえず、その具体的内容が明らかでなく、この点でルッツの多数国方式が参考になる訳である。トリファンは単に国際収支の controllerとしての金などの平準化を金とドルの矛盾の調整と考えずドル危機をばドルの金ポジションの悪化と割切っているところに対照的なものがある。ペルンシュタインにしるポスチューマにしるアメリカよりであるが、ドル危機をドルの量的供給の過剰としている点でアメリカ寄りと早くからいわれるトリファンと異なるのである。

また、新ペルンシュタイン案の問題点は①新IMF通貨は自国の保有する金の残高に応じて決定されるから現在、金保有の多いアメリカやヨーロッパの対外準備は著しく増加する反面、金保有の少い国には不利となる。金保有の少ない国もドル残高の保有は引続き可能であり、必要な場合、6対4で金及び新IMF通貨と交換出来る。従って手持ドル残高への金の交換を控えて来た国にとっては6割という制約はあるが金が買い易くなったといえる。②参加国の対外準備の構成比率（金6，新IMF通貨4）は参加国間の取引に関する限り変化は生じないが、非参加国との取引により変化の生ずる可能性がある（アメリカが非参加国からドル残高の金との交換を要求された場合、アメリカの対外準備の中に占める金の比率は低下する）。この場合は参加国間でIMF通貨保有額の調整が必要であるがこの具体策はなく、これがポスチューマ構想に展開されているところである。③ペルンシュタインは新公的準備により償還される過剰ドル残高は30～40億ドルと推定している。このうち約20億ドルはアメリカ政府が直ちに金および新IMF通貨への交換を行い残りの部分は保有国がIMFへ一時、棚上げし3～5年に亘りアメリカが金および新IMF通貨で償還することになっている一方で新IMF通貨創出によるアメリカの対外準備の大巾増加を認めた上でこの棚上げ案を現在の大口ドル保有国が承認するか否かに問題がある。④更に基本的問題として新IMF通貨創出をチェックする機構がないことである。新ペルンシュタイン案は金6，新IMF通貨4の割合で新通貨を創出することになっているが協定を変更することにより金準備を下げればIMF通貨は更に多く創出出来るからである。



新ベルンシュタイン案はいわば新通貨の創造によりポストユーマ・プランをのりこえて流動性効果をあげようとしたものでポストユーマの均衡アプローチを転換させ国際通貨に具体性を与えようとしたものと見られる。

ブルッキングス報告でもトリファン的展開の必要を認めているが4ヶ国中央銀行家提言や新ベルンシュタイン・プラン、ポストユーマ・プランや更に新ローザ・プラン、新トリファン・プランに至るまで、現在の金選好増大傾向に対し夫々、ニュアンスの差はあっても等しく金平準化への傾向がつかまっていることが注目されることである。

即ち、対外準備の基礎の強化のために一見、自由選択により通貨の信託をせらうとする各国の努力を不当に制限しているかの如くであるが反面、現状の下で各国の金準備に格差のあることは金移動が正しく国際収支の赤字なり黒字なりを反映していないことになる。例えばアメリカの国際収支が均衡していても金準備率の高い国が黒字化して対外準備の移動が起っただけでアメリカから金が流出する。金保有平準化はこのような不合理をなくして国際収支変動を正しく金移動に反映させるためのものとすればそれ自身、国際収支規範にかなったものといえる。併し現実金準備平準化のための共通準備線を算定することは容易ではない。而も各国は国内的には管理通貨制度をとっておるため国内必要額の測定は困難にしても必要性は認めるというに止まり論議をさげることには必至である。平準化の測定の指標としては一応、国民総生産、輸出、輸入、国際収支の過去から現在への検算に求めることが出来るが、いは易く又金のみを国際通貨とする立場からはノンセンスともいえよう。諸家のプランを見て究極のところはトリファン・プランに至るとしてもその中間段階のためのプランは増大する金選好対策としての金保有平準化に力点を置くポストユーマ、新ベルンシュタインの両案の流動性アプローチであり多数国方式はその緒を印するものと評価したい。

併し、ローザ案の如き国際金融協力を看過すべきでないことはいふ迄もないとはいえ限界が自ら存在することは否めない。国際金融協力の本質は国際的思惑資金の蠢動を封じ短期的にドル、ポンドなど準備通貨への圧迫をとり除くための短期政策であり、国際収支不均衡を根本的に解決するものではない。更に現行キー・カレンシー制度を長期的に改善する措置でもない。アメリカの国際

収支赤字に対し債権国としての西欧諸国の不満は当然でありB I S年報でもこの国際金融協力はアメリカの収支改善迄の「時を稼ぐ (buying time)」措置であり、アメリカは「足踏み (marking time)」をさせることは許されぬとするのは西欧金融筋の厳しい態度でもある。この面からも国際収支規範と金融節度が要求されるのは理の当然である。

問題はアメリカの国際収支赤字が続いた結果、西欧その他債権国の手持ドル残高の累積も容認可能な限界に近づいたことにある。トリファンによればアメリカの国際収支赤字と中央銀行間のスワップ取極めにより補い、ドル残高の累積をこのまま継続することは投機筋の為替不安を一層助長し、ひいては資本移動を激化しアメリカの国際収支赤字を永続化させる原因となり各国中央銀行がアメリカおよび将来の国際収支を賄うため拡大を続けてきた短期貸付は速く減少させねばならないともいい国際金融協力の効果について警告をしている。

国際流動性論議の帰結は現行体制の変革を必要とするようであり今後の各国の経済情勢と国際環境を注視することから新しい観点も生じようというものである。

## 【参考文献】

〔A〕分類別によるもの

## (1) Triffin Plan

- R. Triffin, *Monetary Reconstruction in Europe*, 1952.
- ....., *Europe and Money Muddle*, 1957.
- ....., *National Central Banking and the International Economy*, W. R. Allen and C.L.Allen (ed.), *Foreign Trade and Finance*, 1959.
- ....., *The Return to Convertibility*, *Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review*, Mar, 1959.
- ....., *Tomorrow's Convertibility*, *Banca Nazionale del Lavoro*, June 1959.
- ....., "The Gold Shortage", *The Dollar Glut and Future of Convertibility*, Sept. 1959.
- ....., *Super Bank for Europe*, *The Banker*, 1960.
- ....., *Gold and The Dollar Crisis*, 1960.
- ....., *Altman on Triffin; A Rebuttal*, in S.E. Harris(ed.), *Dollar in Crisis*, 1961, pp. 227-294.
- ....., *The International Monetary Position of the U. S.*, in S. E. Harris (ed.), *Dollar in Crisis*. 1961. pp. 223-242.
- ....., *A Brief for the Defense*, *Staff Papers*, Vol. 8, No.2, May 1961.
- ....., *After the Gold Exchange Standard*, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Dec. 1961.
- J. Vanek, *The Keynes-Triffin Plan; A Critical Appraisal*, *Review of Economics and Statistics*, Aug. 1961.
- J. Herbert Furth, *Professor Triffin on the Problem of International Monetary Reform*, *Zeitschrift fur Nationalökonomie*, Band XXI, Heft 3-4, 1962.
- Amedeo Gambino, *Vom Triffin-Plan zu den Vorschlägen Jacobssons*, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band 88, Heft 1, 1962.
- L. B. Yeager, *The Triffin Plan*, *Kyklos*, Vol. 14, No. 3, 1961.
- Fred Hirsch, *Development Aid and World Reserve*, *The Banker*, Mar. 1960.
- T. Balogh, *International Reserves and Liquidity*, *Economic Journal*, Vol. LXX, No. 278, June 1960.
- D. MacDougall, *The Dollar Problem; A Reappraisal*, 1961.
- J. W. Angell, *Reorganization of the International Monetary System; An Alternative Proposal*, *Economic Journal*, Dec. 1961.

## (2) Gold Price Problem

O. L. Altman, A Note on Gold Production and Additions to International Gold Reserves, Staff Papers, Vol.6, No.2, May 1959.

\_\_\_\_\_. Professor Triffin on International Liquidity and the Role of the Fund, Staff Papers, Vol. 8, No. 2, May 1961.

O. L. Altman, Foreign Markets for Dollars, Sterlings, and Other Currencies, Staff Papers, Vol. 8, No. 3, Dec. 1961.

\_\_\_\_\_, Professor Triffin, International Liquidity and International Monetary Fund, in S. E. Harris(ed), Dollar in Crisis, 1961, pp. 243-276.

\_\_\_\_\_, Recent Development in Foreign Market for Dollars and Other Currencies. Staff Papers, Vol. 10, No. 1, Mar. 1963.

R. F. Harrod, Imbalance of International Payments, Staff Papers, Vol. 3, No. 1, Apr. 1963.

\_\_\_\_\_, The Adequacy of Monetary Reserves, Staff Papers, Vol. 3, No. 2.

\_\_\_\_\_, Dollar, 1953,

\_\_\_\_\_, A Plan for Increasing Liquidity, *Economica*, Vol. XXVIII, No. 110, May, 1961.

\_\_\_\_\_, The Dollar Problem and the Gold Question, in S. E. Harris(ed.), Dollar in Crisis, 1961, pp. 46-62.

\_\_\_\_\_, Postscript on Gold, in Topical Comment, 1961.

J. A. Kritz, Gold in World Monetary Affairs Today. Essays in International Finance No. 34, 1959,

P. Cortney, The Triumph of Gold, by Charles Rist, 1961.

P. Lieftnick, Recent Trends in International Monetary Policies, Essays in International Finance No. 39, 1962,

F. A. Lutz The Problem of International Economic Equilibrium, Amsterdam, 1962.

G. Harberler, The State and Prospects of the U. S. Economy, *Lloyds Bank Review*, Jan. 1961.

F. A. Machlup, Three Concepts of Balance of Payments and So-called Dollar Shortage, *Economic Journal*, Mar. 1950.

\_\_\_\_\_, Comment on "The Balance of Payments", and a Proposal to Reduce the Price of Gold, *Journal of Finance*. Vol. XVI. No 2, May, 1961.

\_\_\_\_\_, Plans for Reform of the International Monetary System, Special Papers in International Economics, No. 3, International Finance Section, Princeton Univ. 1962.

- M. Stamp, *The Fund and the Future*, *Lloyds Bank Review*, Oct. 1958.
- \_\_\_\_\_, *Ending the World's Gold Shortage*, *The Guardian*, Feb. 13, 1961.
- \_\_\_\_\_, *Paper for Gold*, *The Time*, May 20, 1963.
- J. M. Fleming, *International Liquidity*, *Staff Papers*, Vol. 8, No. 3, Dec. 1961.
- W. J. Busshau, *Gold and International Liquity*, 1961.
- H. C. Wallich, *Cooperatin to Solve the Gold Problem*, *Harvard Business Review*, May-June. 1961.
- W. McCheony Martin, *Monetary Policy and International Payments*, *Journal of Finance*, Vol. 18, No. 1, Mar. 1963.
- P. Wonnacott, *A Suggestion for the Revaluation of Gold*, *Journal of Finance*, Vol. 18 No. 1, Mar. 1963.
- (3) *Jacobsson Plan*
- P. Jacobsson, *Some Monetary Problems*, 1958.
- \_\_\_\_\_, *Towards a Modern Monetary Standard*, the Stamp Memorial Lecture, 1959.
- \_\_\_\_\_, *Address (International Financial News Survey, Vol. 13, No. 38, Sept. 29, 1961)*
- \_\_\_\_\_, *Address (News Survey, Vol. 14, No. 37, Sept. 21, 1962)*
- \_\_\_\_\_, *Liquidity and Foreign Trade (News Survey, Vol. 14, No. 43. Nov. 2, 1963)*
- \_\_\_\_\_, *Fund Report at ECOSOC (News Survey, Vol. 15, No. 13, Apr. 5, 1963)*
- E. M. Bernstein, *The Reserve Centers and International Monetary Fund (E.M.B. Ltd, -Bulletin, Mar. 28, 1961)*
- \_\_\_\_\_, *The Adequacy of United States Gold Reserves*, *American Economic Review*, Vol. LI. No. 2, May 1961,
- \_\_\_\_\_, *The New Administration and the Dollar Payments Problem*, in S. E. Harris(ed.), *Dollar in Crisis*, 1961.
- Brian Tew, *The International Monetary Fund ; Its Present Role and Future Prospects*, *Essays in International Finance No. 36*, Princeton Univ. 1961.
- P. B. Kennen, *International Liquidity and the Balance of Payments of Reserve-Currency Country*, *Quarterly Journal of Economics*. Vol.LXXIV, No. 4, Nov. 1960.
- S. E. Harris, *The Dollar in Crisis*, 1961,
- Xenophon Zolotas, *A Proposal for Expanding the Role of the International Monetary Fund (IMF-Document EBD/61/23 Supplement 1, Mar. 8, 1961)*

## (4) Roosa Plan and Maulding Plan

R. V. Roosa, *Assuring the Free World's Liquidity*, *Business Review Supplement*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Sept. 1962.

(Remarks of the Honorable Robert Roosa, Under Secretary of the Treasury for Monetary Affairs, at the Monetary Conference of the American Bankers Association, Rome, Italy, May 7, 1962)

\_\_\_\_\_, *Mr. Maulding Initiatives*, *The Banker*, Oct. 1962.

## (5) Flexible Rate Plan

J. E. Meade, *A Plea for Flexible Exchange Rates*, *The Guardian*, June 3, 1961.

\_\_\_\_\_, *Exchange Rates and the I. M. F.*, *The Guardian*, Jan. 23, 1961.

W. M. Scammell, *Flexible Exchange Rates*, *The Guardian*, Jan. 3, 1961.

\_\_\_\_\_, *International Monetary Policy*, (2nd ed.) 1962.

M. Friedman, *A Program for Monetary Stability*, 1959.

## (6) Revival Plan of Gold Standard.

J. Rueff, "Un Danger pour L'Occident; Le Gold Exchange Standard," *Le Monde*, Juin 27, 1961. (*Die Gefahren des Gold-Devisen-Standards*)

\_\_\_\_\_, *The West is Risking a Credit Collapse*, *Fortune*, Vol. 64, No. 1, July, 1961.

M. Heilperin, *Für sine atlantische Währungs ordnung*, *Neue Züricher Zeitung*, Sept. 10, 1961.

\_\_\_\_\_, *The Case for Going back to Gold*, *Fortune*, Sept. 1962.

H. W. Arndt, *The Concept of Liquidity in International Monetary Theory*, *Review of Economic Studies*, Vol. 15, No. 37, 1948.

*A Study by the Staff of the International Monetary Fund*, *International Reserves and Liquidity*, 1958.

*Committee on the Working of Monetary System*, *Report of the Committee on the Monetary System*, 1959.

T. Balogh, *International Reserves and Liquidity*, *Economic Journal*, Vol. LXX, No. 278, June, 1960.

W. J. Busshau, *Gold and International Liquidity*, 1961.

R. Triffin, *Improving World Liquidity*, *The Banker*, Jan. 1960.

〔B〕最近のものを中心にして

- (1) Maxwell Stamp, *The Fund and the Future*, *Lloyds Bank Review*, Oct. 1958.  
 ———, *Paper for Gold*, *The Times*, May 20, 1963.
- (2) O. Franks. Statement by the Chairman, in *Report and Accounts 1957*, *Dogds Bank Limited*, Jan. 1958.
- (3) R. Triffen, *Gold and the Dollar Crisis*, 1960.
- (4) P. Jacobsson, *Future of the Fund*, Address by Managing Director of the IMF, Feb. 1961.  
 ———, *Fund Report at ECOSOC*, IMF, *International Financial News Survey*, Apr. 28, 1961.  
 ———, *the Present International Monetary Situation*, *Central Bank of Egypt Lectures*, 1962.
- (5) E. M. Bernstein *The Adequacy of United States Gold Reserves*, *American Economic Review*, May 1961.  
 ———, *The Problem of International Monetary Reserves*, Hearing before the Subcommittee on International Exchange and Payments. Joint Economic Committee, U. S. Congress (87 Congress, 1st Session), May 1961.
- (6) *A Study by the Staff of the I.M.F., International Reserves and Liquidity*, 1958.
- (7) R. Maulding, Statement by the Governor for the U. K., *Summary Proceedings Annual Meeting, 1962*, IMF, Oct. 1962,
- (8) T. Balogh. *International Reserves and Liquidity*, *Economic Journal*, June 1960.
- (9) J. E. Meade, *A Plea for Exchange Rates*, *the Guardian*, June 3, 1961.  
 ———, *Exchange Rate and IMF*, *The Guardian*, Jan. 23 1961.
- (10) W. M. Scammell, *Flexible Exchange Rates*. *The Guardian* Jan. 3. 1961.  
 ———, *International Monetary Policy*, (2nd ed.), 1962.
- (11) F. Machlup, *Plans for Reform of the International Monetary System*, (2nd ed.), 1964.
- (12) R. V. Roosa, *Assuring the Free World Lipidity*, *Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Sept. 1962.
- (13) J. W. Angell, *The Reoganization of the International Monetary System*, *Economic Journal*, Dec. 1961.
- (14) P. B. Kenen, *Intenational Liquidity and the Balance of Payment of a*

- Reserve Currency Country, *Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1960.
- \_\_\_\_\_, *Reserve-Asset Preferences of Central Banks and Stability of the Gold-Exchange Standard*, 1963.
- (15) R. F. Harrod, *A Plan for Increasing Liquidity*, *Economica*, May 1961.
- \_\_\_\_\_, *The Dollar Problem and the Dollar Question*, in S. E. Harris (ed.), *Dollar in Crisis*, 1961.
- \_\_\_\_\_, *Imbalance of International Payments*, *Staff Papers*, Apr. 1953.
- \_\_\_\_\_, *Plan for Restoration of Full Gold Convertibility of the Dollar, Together With a Revision of Gold Content of the Dollar*, Hearing before a Subcommittee of the Committee on Banking and Current Gold Reserve Act Amendments, (U. S. Senate 83rd Congress 21 Session), Mar. 30, 1954.
- \_\_\_\_\_, *The Role of Gold Today*, *The South African Journal of Economics*, Mar. 1958.
- \_\_\_\_\_, *Europe and the Muddle*, *Economic Journal*, Sept. 1958.
- \_\_\_\_\_, *Why the Dollar Price of Gold Must Rise*, *Opima*, Sept. 1958.
- \_\_\_\_\_, *World Recession and the United States*, *International Affairs*, Oct. 1958.
- \_\_\_\_\_, *A Rejoinder to Mr. Katzen*, *The South African Journal of Economics*, Mar. 1959.
- \_\_\_\_\_, *World Monetary Liquidity*, *The Irish Banking Review*, Mar. 1959.
- \_\_\_\_\_, *Memorandum of Evidence*, RadCliff Committee on the Working of the Monetary System, 1960.
- \_\_\_\_\_, "Gold: The American Dilemma", *The Director*, Dec. 1960.
- \_\_\_\_\_, *Post-War Maladjustments*, *Topical Comment*, 1961.
- \_\_\_\_\_, *A Harrod Plan for the IMF*, *Statist*, July 26 1963.
- (16) E. M. Bernstein, *The Linking of Gold and Foreign Exchange as Monetary Reserves*, June 26, 1963.
- \_\_\_\_\_, *Reserve Problems and the International Monetary Fund*, Oct. 23, 1963.
- (17) F. A. Lutz, *Problem of International Liquidity and the Multiple-Currency Standard*, 1963.
- R. Triffin, *The International Monetary Position of the United States*, in S. E. Harris (ed.), *Dollar in Crisis*, 1961.
- R. Triffin, *After the Gold Exchange Standard?*, *Wetwirtschaftliches Archiv*. 1961.
- \_\_\_\_\_, *Comments on Proposals for the Reorganization of the Monetary*



- System, *Economic Journal*, Mar. 1962.
- , *The EEC and the Dollar Problem*, June 1963.
- , *The Latent Crisis of the Reserve Currencies*, *Banker*, Aug. 1963.
- (18) Burton G. Malkiel, *The Triffin Plan the Alternative Accepted*, *Journal of Finance*, Sept. 1963.
- (19) M. W. Holtrop, *Monetary policy of International Liquidity and the Multiple-Currency Standard*, 1963.
- (20) B. I. S., *33rd Annual Report*, 1963.
- (21) President J. F. Kennedy, *Special Message to Congress on July 10, 1963*. (Presidential Message on the U. S. Balance of Payments, *International Financial News Survey*, Aug. 2, 1963).
- (22) Salant and Associates, *The United States Balance of Payments in 1968*, (Brookings Institution), 1963.
- (23) C. A. Coombs (Federal Reserve Bank of New York), M. Iklé (Banque Nationale Suisse), E. Ranalli (Banca d'Italia), and J. Tüngeler (Deutsche Bundesbank), *Conversation on International Finance*, *Monthly Review of Federal Reserve Bank of New York*, Aug. 1963.
- (24) R. V. Roosa, *Reforming the International Monetary System*, *Foreign Affairs*, Oct. 1963,
- (25) IMF, *Summary Proceedings Annual Meeting 1963*.
- (26) S. Posthuma, *The International Monetary System*, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Sept. 1963.
- (27) Statement of Honorable Douglas Dillon before the Ways and Means Committee of the House of Representatives, Aug. 20, 1963.
- (28) Nathan M. Becker, *Liquidity and the Dollar*, *Banker*, Dec. 1963.
- (29) Herbert G. Grubel, *World Monetary Reform: Plans and Issues*, 1963.
- ハロッド「米国際収支問題への解決策(下)」*日本経済新聞*, 昭和38年8月10日号。
- ハロッド「米国際収支とIMF」*日本経済新聞*, 昭和38年10月10日—19日号。
- ハロッド「国際通貨制度」*東京銀行月報*, 15—9, 昭和38年9月号。
- ハロッド「国際流動性への一提案(上)(下)」*日本経済新聞*, 昭和36年2月6日。
- トリファン「胎動する新国際通貨制度」*日本経済新聞*, 昭和36年10月25日号。
- 田中金司「国際流動性の問題点」*金融ジャーナル*, 昭和36年11月号。
- 小野朝男「国際通貨制度」昭和38年。
- 松村善太郎「国際通貨ドルの研究」昭和39年。
- 小寺武四郎「国際流動性問題の論点」*バンキング*, 191号。(1964年6月10日稿, 本稿は1963年7月20日, 神戸大学金融研究会第87回定例研究会の報告に加筆したものである)



# 銀行とその他金融機関

## という二分法について

石井隆一郎

### I

銀行は「信用を創造する」ことができるという意味において、他の金融機関とは根本的に異なっている。これに対して、その他の金融機関は信用を創造することができず、単に貯蓄を投資に流すだけの機関である、と伝統的に考えられている。しかし、最近ガーレイ (J. G. Gurley) とショウ (E. S. Shaw) は銀行とその他金融機関というこの伝統的二分法を退けて、次のごとくいう。「われわれは銀行組織が多数の金融媒介機関の中の一つであり、他の金融機関とともに間接金融の機能を果しているとみなす点において、伝統的理論から離れている。われわれは銀行が無から貸付資金を創造する能力をもつものに対して他の金融機関はどこかほかのところで創り出された貸付資金を移転する<sup>(1)</sup>という媒介的機能を果すに過ぎないとする見解に異議を申し立てる」と。

また最近ラドクリフ報告 (Radcliffe Report) もいわく、「わが国の諸金融機関が高度に発展し、さらに発展せんとする傾向があるので、貨幣の供給の統制はそれ自体信頼できる政策手段ではなく、当局は利子率に働きかけることによって一般的流動性状態に影響を与えるべく努めなければならない、ということ<sup>(2)</sup>をわれわれは論じてきた。この接近法が採られるならば、銀行の規制が必要となるのは、銀行が貨幣の創造者 (creators of money) であるからではなく、信用市場の中で最も短期の (最も流動的な) 部門での最大の貸し手であるからである」(504節)と。このような接近法は革新的であり、伝統的なそれと鋭

(1) J. G. Gurley and E. S. Shaw, "Financial Aspects of Economic Development," *The American Economic Review*, Sep. 1955, p.521.

(2) Report of the Committee on the Working of the Monetary System, 1959.

く対立するがゆえに、その後華々しい論争を惹き起したことはいうまでもない。

この覚書において、われわれはあらためて銀行とその他金融機関という伝統的二分法について考察してみたいと思う。

## II

ガーレイとショウは1955年に「経済発展の金融的側面」と題する論文を発表し、経済発展の金融的側面を次のごとく分析している。経済発展はこれまで実物的側面から論ぜられ、その金融的側面は無視されてきた。「しかし経済発展は経済の一部門における債務の増加と他部門におけるこれに対応した金融資産の増加と結び付き、また経済発展は貸付資金の水路を多様化し、金融資産の多様性を増大させる貯蓄・投資の制度化によって伴われる<sup>(3)</sup>」と。

経済の支出単位はこれを黒字支出単位、赤字支出単位および均衡支出単位の三つのグループに分類することができる。いま $Y$ を収入、 $E$ を支出（消費支出と投資支出の両者を含む）、 $I$ を投資、 $S$ を貯蓄、 $\Delta L$ を債務の増加、 $\Delta A$ を金融資産の増加とすれば、すべての支出単位について次の式が成立する。

$$E - Y = I - S = \Delta L - \Delta A$$

すなわち、黒字支出単位ではその収入は支出を超過し、その貯蓄は彼ら自身の投資を超過し、その金融資産は債務よりも増加する。したがって彼らは貸付資金の供給者である。赤字支出単位ではその支出は収入を超過し、その投資は貯蓄を超過することにより、貸付資金を需要する。

ところで、金融は自己金融 (self-finance) と外部金融 (external finance) に分類することができる。自己金融とは例えば企業の留保利潤からの投資というがごときであり、今日それはなお重要性をもっているとはいえ、長期的には企業は次第に自己金融から脱却せんとする傾向を示している。

外部金融は直接金融 (direct finance) と間接金融 (indirect finance) の二つに分かれる。直接金融は資金が黒字支出単位から赤字支出単位に直接に流れる方式である。赤字支出単位はそれ自身の債務、すなわち直接債務を発行

(3) J. G. Garley and E. S. Shaw, "Financial Aspects of Economic Development," *The American Economic Review*, Sep. 1955, p. 515.

し、黒字支出単位はこれを購入し、金融資産として保有する。ところで、投資支出がすべて直接に金融されるならば、債務は国富（すなわち実物資産）と同一歩調で蓄積する。

しかし、直接金融のみが行なわれ、金融媒介機関が発展しないならば、経済発展は妨げられるであろう。間接金融は貸付資金の流れに「金融媒介機関」(financial intermediaries) が介入する方式である。金融媒介機関はそれ自身の債務、すなわち間接債務を発行し、黒字支出単位から貸付資金を蒐集するとともに、赤字支出単位の発行する直接債務を吸収し、赤字支出単位に貸付資金を配分する。ところで、この間接金融の場合には、債務は直接金融のときよりも所得および国富に比して早い歩調で増大する。換言すれば、貯蓄・投資の制度化は所得および国富の成長率に比して債務の成長率を高めるのである。

さて、商業銀行は単純な直接金融を複雑化した最初の金融媒介機関であった。しかし、アメリカにおいては1900年以後相互貯蓄銀行、貯蓄貸付組合(Savings and loan associations)、保険会社およびその他の金融媒介機関の発達に貸付資金が流れる水路を多様化し、黒字支出単位が取得する金融資産の型を多様化した。これら金融媒介機関は、例えば貯蓄預金、貯蓄貸付組合出資証券、保険証券のごときそれぞれ独自の間接債務を発行して、直接債務や貨幣に代って蓄積すべき金融資産を黒字支出単位に提供する。かくて貯蓄・投資の制度化は金融の分野における生産物の多様化をもたらしたのである。

第1表 アメリカの金融構造の変化、1900—1949年

	1900年	1929年	1949年
	%	%	%
1. 国民金融資産 / 国富	82.1	123.2	124.9
2. 金融媒介機関の資産 / 国民金融資産	25.5	28.6	38.5
3. 商業銀行の資産 / 国民金融資産	13.9	12.2	14.0
4. 商業銀行の資産 / その他金融媒介機関の資産	119.7	75.0	57.3
5. 商業銀行の資産 / その他民間金融媒介機関の資産	120.5	83.7	94.7

第1表は過去半世紀にわたるアメリカの金融構造の変化を表示している。

かくて、この表から (1) 国民金融資産は国富より約50%早い歩調で増加している。(2) 金融媒介機関の保有する資産は国民金融資産の増加より約50%早い歩調で増加している。換言すれば、総債務の中で間接債務の占める割合は増加している。(3) 国民金融資産の中で商業銀行の保有する資産の占める割合は殆んど変わらない。(4) しかしその他の金融媒介機関の資産に対する商業銀行の資産の割合は1900年から1949年までの間に119.7%から57.3%に低下している。換言すれば、商業銀行の間接金融に介入する度合は次第に低下している。(5) しかしこの商業銀行の地位の相対的衰退はその一部は連邦準備制度および政府諸金融機関の発達に起因している、等のことが明らかである。

さて、ガーレイとショウはかくのごとく経済発展の金融的側面を分析した後、商業銀行の機能について次のごとく主張する。「われわれは銀行組織が多数の金融媒介機関の中の一つであり、他の金融機関とともに間接金融の機能を果しているときみなす点において、伝統的理論から離れている。われわれは銀行が無から貸付資金を創造する能力をもつものに対して、その他金融媒介機関はどこかほかのところで創り出された貸付資金を移転するという媒介的機能を果すに過ぎないとする見解に異議を申し立てる」と。彼らによれば、銀行もその他金融媒介機関も貸付資金を創造しない。それは黒字支出単位のみのもつ特権である。たしかに銀行だけが要求払預金を創造する能力をもっている。しかしまた貯蓄貸付組合だけが貯蓄貸付組合出資証券を創造する能力をもっている。すなわち、両者はともに「信用を創造」し、貸付資金を移転し、支出単位の資産構成を多様化することができるのである。

さらに、ガーレイとショウは従来の貨幣政策はもはや多様化した金融資産をもつ成長経済の模型にはあてはまらないと主張する。「金融統制 (financial control) が貨幣統制 (monetary control) にとって代るべきである。」貨幣統制はただ一つの金融資産である貨幣の供給を統制する。しかし複雑な金融構造のもとでは、貨幣のみの統制は貸付資金の流れや財およびサービスに対する

(4) ちなみに、かかる観点からのわが国金融構造の変化の分析は、山崎研治「経済成長と金融構造」(『金融ジャーナル』創刊号。なおこの論文は金融学会編『金融論選集』第8巻に再録)；石田定夫『マネーフロー分析』昭和36年 に詳しく行なわれている。

支出を規制する有効な手段ではなくなっている。貨幣統制を継ぐ金融統制こそが支出単位の資産構成の中で直接証券と競合関係にあるすべての型の金融資産の創造を規制するのであると。<sup>(5)</sup>

### III

これを要するに、ガーレイとショウは少なくともアメリカにおいては1900年以後商業銀行はその他の金融機関に比して相対的に衰退したという事実を背景に、理論的には商業銀行を貸付資金の創造者、その他の金融機関を貸付資金の媒介者とする伝統的二分法は誤りであると主張するとともに、政策的には商業銀行のみに対する貨幣統制は狭きに失すると強調するのである。

ところで、1900年以後商業銀行がその他の金融機関に比してその経済的重要性において衰退したという事実は、周知のごとく、ゴールドスミス (R. W. Goldsmith) の先駆的研究 “Financial Intermediaries in the American Economy since 1900” の主要な成果であり、彼はこの本の中で全金融機関の資産の中で商業銀行の資産の占める割合は1900年の $\frac{1}{2}$ 強から1952年の約 $\frac{1}{4}$ に低下したことを明かにしている。<sup>(7)</sup>

しかしながら、ゴールドスミスのこの貴重な成果も若干の点で限定を付する必要がある。(1) まず、ゴールドスミス自身も「商業銀行の衰退は1930年代の初めに始まり、明らかに第二次大戦後の信用インフレーションに基づく一時的な発展とその後の衰退の後に、1952年にはその比率は1933年の水準以下には低下していない<sup>(8)</sup>」と認めているごとく、1952年における全金融機関の資産の中で商業銀行の資産の占める割合は1933年におけるそれと事実上同じ（すなわち約 $\frac{1}{4}$ ）である。(2) 次に、1900年には金融機関は殆んどすべて民間のそれであったが、1952年までに金融機関は連邦準備銀行およびその他の政府金融機関を包含するようになっていく。したがって民間金融機関の資産の中で商業銀

(5) J. G. Gurley and E. S. Shaw, op. cit., p.521

(6) J. G. Gurley and E. S. Shaw, op.cit., p. 537.

(7) R. W. Goldsmith, Financial Intermediaries in the American Economy since 1900, 1958, p.4.

(8) R. W. Goldsmith, op. cit., p.85.

行の資産の占める割合は僅かに1900年の52.8%から1952年の44.5%に低下しているに過ぎない。(3)また、1952年には全民間金融機関の資産の中で商業銀行の資産の占める割合は1929年のそれより低下していないという点も注目されなければならない。(第2表参照)

かくてアッシュハイム (J. Aschheim) の「他の民間金融機関に比しての商業銀行の衰退は1929年までに終わってしまった。したがって、商業銀行の相対的衰退についての驚きや関心は、たとえそれが必要であるとしても、殆んど一世代遅れのものである<sup>(9)</sup>」というがごとき批判もここに成立つのである。

次に、ガーレイとショウは「銀行組織が多数の金融媒介機関の中の一つであるとみなす点において伝統的理論から離れている」ことを強調せんとするあま

第2表 アメリカの商業銀行の相対的地位 1900—1952年

	商業銀行 の資産	全金融機 関の資産	政府融金機 関の資産	全金融機 関の資産	商業銀行 の資産	民間金融 機関の資産
		%		%		%
1900		52.8		0.0		52.8
1912		53.5		0.2		53.6
1922		48.2		6.4		51.6
1929		39.6		4.5		41.4
1933		33.5		10.2		37.3
1939		32.7		17.9		39.9
1945		39.5		26.2		53.5
1949		34.9		24.7		46.3
1952		33.9		23.9		44.5

出所：R. W. Goldsmith, *Financial Intermediaries in the American Economy since 1900*, 1958, p.73, p.75, p.85.

り、アメリカの商業銀行業務が二つの異なった型の預金業務、すなわち要求払預金業務(ないし本来の商業銀行業務)と有期預金業務(ないし貯蓄銀行業務)よりなっていることを全く無視している。

ところで、1900年には商業銀行の要求払預金に対する有期預金の比率は18.4%であったが、1952年にはこの比率は36.1%に達している。かくて1900年から1952年の間に商業銀行の有期預金は要求払預金より急速に増加して

(9) J. Aschheim, *Techniques of Monetary Control*, 1961, p.114.



第3表 アメリカ商業銀行の預金構成

(単位百万ドル)

	預金総額	要求払預金	有期預金	有期預金/ 要求払預金 %
1900	6,812	5,752	1,060	18.4
1912	16,000	11,201	4,799	42.8
1922	34,300	21,822	12,478	57.2
1929	44,817	25,487	19,330	75.8
1933	30,930	18,997	11,933	62.8
1939	54,524	39,213	15,311	37.9
1945	140,517	110,205	30,312	27.5
1949	133,810	97,159	36,651	37.7
1952	157,301	115,542	41,759	36.1

出所：R. W. Goldsmith, *Financial Intermediaries in the American Economy since 1900*, Table A-3.C.

いる。しかしながら、1929年から1952年の間に要求払預金は4倍に増加しているのに対して、有期預金は2倍強に増加しているに過ぎない。換言すれば、1929年以後商業銀行の有期預金の成長は要求払預金のそれよりも遅れている。事実、もし1929年以後有期預金の成長が要求払預金のそれと歩調を合せていたならば、1952年には全民間金融機関の資産の中で商業銀行の資産の占める割合は55.8%（すなわち、1900年のそれよりも高い比率）に達していた筈である。かくてわれわれはアッシュハイムとともに「1929年以後その他民間金融機関に比して商業銀行の成長が小さかったことはその有期預金業務の相対的衰退に基づいている。しかして商業銀行がその他金融機関に類似するのはこの型の業務なのである<sup>(10)</sup>」と結論することができるであろう。

ちなみに、アッシュハイムは商業銀行におけるこの有期預金業務の相対的衰退は主として、(1) 連邦準備制度による二つの規制、すなわち連邦準備制度が加盟銀行の有期預金に対して支払準備率を課し (Regulation D)、また加盟銀行の有期預金に利率の最高限度を設けている (Regulation Q) 事実、ならびに (2) 加盟銀行の有期預金業務が要求払預金業務よりも収益性が小さい<sup>(11)</sup>という事実に原因していると示唆している。

(10) J. Aschheim, *op. cit.*, p.116.

(11) J. Aschheim, *op. cit.*, pp.116-121.

## VI

ガーレイとショウは銀行とその他金融機関を形式上「金融媒介機関」という名称のもとに統一するのみならず、実質的にも貸付資金の供給者としてその機能上類似していると強調する。

ガーレイとショウはまずその論文「経済発展の金融的側面」において、金融機関の中で商業銀行だけが貨幣を創造するということを認めるが、銀行が「貸付資金」を創造するという点を否定する。貸付資金の創造は「所得および生産勘定の上で余剰をもつ支出単位の特権<sup>(12)</sup>」である。そして彼らは商業銀行およびその他の金融機関を貸付資金の媒介者として規定する。かくて金融媒介機関という商業銀行の性格は貸付資金の概念から派生しているように思われる。彼らにとっては、貸付資金は「稼得され、消費されない所得の意味における貯蓄<sup>(13)</sup>」である。それゆえガーレイとショウは貸付資金として事後的の意味における貯蓄の概念を採用している。しかし伝統的な貸付資金の概念においては、貯蓄の概念は事前的な意味において用いられている。すなわち、伝統的には貸付資金の供給は次の要因、すなわち(イ) 計画的貯蓄、(ロ) 遊休貨幣残高の放出、(ハ) 新貨幣の創造からなるとされる。そしてもちろん商業銀行は新貨幣を創造するから、銀行は事前的な意味における貸付資金の創造者である。

したがって、ガーレイとショウは貸付資金を事後的な意味において定義しなおす権利があるとしても、この定義から銀行が貸付資金の創造者よりも、むしろ媒介者であると結論することは人を誤りに導きやすい<sup>(14)</sup>。

- (12) J. G. Gurley and E. S. Shaw, "Financial Aspects of Economic Development," *The American Economic Review*, Sep. 1955, p.521.
- (13) J. G. Gurley and E. S. Shaw, "Reply to Culbertson," *The American Economic Review*, March 1958, p.135.
- (14) ちなみに、アッシュハイムは「事後的貯蓄として定義しなおした貸付資金の概念でもつても、商業銀行はなお貸付資金を創造することができる。何故ならば商業銀行の活動は事後的貯蓄を事前的貯蓄に超過せしめることができるからである。これに対して、その他の金融機関は預金者から受入れた以上のものを貸出すことは出来ず、したがって事後的意味においても事前的意味においても貸付資金を創造することができない」と論じているが、この議論にはかなりの混乱がみられるようである。J. Aschheim, *Techniques of Monetary Control*, 1961, p.125.

ところで、ガーレイとショウは最近の著書“Money in a Theory of Finance,” 1960 では、この事後的意味における貸付資金の概念を放棄したようである。けだし、彼らはその改訂された理論体系のもとでは、事前的な意味において貸付資金を論じているからである。しかし、伝統的な貸付資金の概念に戻ったとはいえ、彼らは銀行とその他金融機関は貸付資金の供給者として全く類似していると主張する。<sup>(15)</sup> さらに、彼らはすべての金融機関のみならず、支出単位も貸付資金を創造することができる<sup>(16)</sup>と主張する。彼らにとっては、銀行とその他金融機関との相違は「銀行組織が支払機構の管理者であるという点で独自の立場にある」ということだけである。

(15) すなわち、ガーレイとショウはまず伝統的に貸付資金を次のごとく定義する。

$$\text{貸付資金の供給} = \begin{cases} \text{支出単位の計画的貯蓄} \\ + \\ \text{貨幣ストックの増加} \\ - \\ \text{経済の貨幣に対する需要の増加 (保蔵)} \end{cases}$$

支出単位の計画的貯蓄は支出単位の直接証券、貨幣およびその他間接証券に対する需要の増加である。そして、経済の貨幣に対する需要の増加から支出単位の貨幣に対する需要の増加を差引いたものが銀行以外の金融媒介機関による貨媒需要の増加である。したがって、

$$\text{貸付資金の供給} = \begin{cases} \text{支出単位の直接証券に対する需要の増加} \\ + \\ \text{支出単位の貨幣以外の間接証券に対する需要の増加} \\ + \\ \text{貨幣ストックの増加} \\ - \\ \text{銀行以外の金融媒介機関の貨幣に対する需要の増加} \end{cases}$$

ところで、支出単位の貨幣以外の間接証券に対する需要の増加は銀行以外の金融媒介機関の貨幣および直接証券に対する需要の増加に等しい。また、貨幣ストックの増加は銀行の直接証券に対する需要の増加に等しい。

したがって、

$$\text{貸付資金の供給} = \begin{cases} \text{支出単位、銀行以外の金融媒介機関および銀行の直接証券に} \\ \text{対する需要の増加。} \end{cases}$$

かくてガーレイとショウは銀行のみならず、「その他金融媒介機関も直接証券を需要することによって貸付資金の供給を増加させることができる」と主張する。

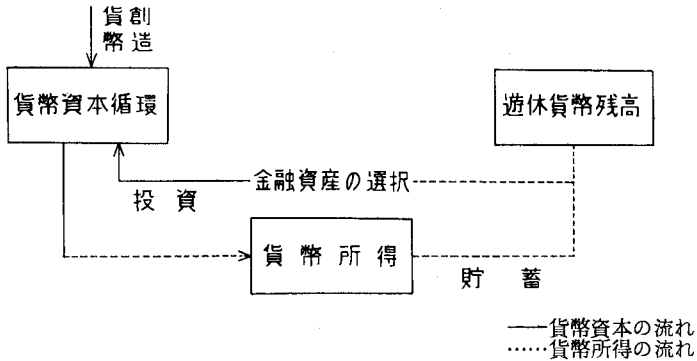
J. G. Gurley and E. S. Shaw, Money in a Theory of Finance, 1960, pp.219-220.

桜井欣一郎訳『貨幣と金融』昭和38年, pp.205-206.

(16) J. G. Gurley and E. S. Shaw, op.cit., p.243. 訳書 p.227.

このように銀行とその他金融機関は貸付資金を供給する機能上全く類似していると強調するガーレイとショウの構想はこれを次のごとく図示することができる<sup>(17)</sup>であろう。

第1図 貸付資金の流れ



もし銀行以外の金融機関がこの遊休貨幣残高の放出にあづかる，詳しくいえば，貨幣と代替的な金融資産を創造して遊休貨幣残高の一部を吸収し，これを新しく赤字支出単位に貸付けるとすれば，たしかに彼らのいうごとく，銀行以外の金融機関は事前的な意味における貸付資金の供給者である。

しかしながら，金融機関の中で銀行だけが貨幣，すなわち一般的「交換手段」を創造する能力をもっている。これに対して，その他の金融機関は貨幣を創造する能力をもっていない。したがって，銀行は支払機構の管理者としてのみならず，貨幣の創造者，かくてまた貸付資金の創造者としてもその他の金融機関とは著しい相違のあることをわれわれは忘れるべきではない。

## V

また，ガーレイとショウは一部準備制度のもとにおいて，銀行以外の金融機関は銀行と同様に「乗数的信用創造」(multiple credit creation) の過程に従事することができるから，銀行と極めて類似していると主張する。いわく，「いずれの型の金融機関も金融資産を創造し，また彼らが保有するある種の資産と

(17) これと類似の貨幣循環図式はF. W. Paish, *Studies in an Inflationary Economy*, 1962, Chap I に描かれている。

の関係においてそれ独自の債務の乗数倍の創造に従事する<sup>(18)</sup>と。

ソーン (R. S. Thorn)<sup>(19)</sup>によれば、この銀行以外の金融機関の乗数的信用創造の過程は次のごとくである。いまある個人が、例えば預金利率の開きのため、銀行から金融媒介機関に預金を移しかえたとする。もし金融媒介機関がこれを銀行の自己の当座勘定に預けるならば、銀行組織の預金総額は不変であり、ただこれら預金の所有者に変化があっただけである。しかし、金融媒介機関は以前に存在しなかった預金を受入れているから、金融組織全体の預金総額は増加している。

ところで、もし金融媒介機関が銀行組織への預金の形でその現金準備をすべて保有するならば、金融媒介機関はその新しく獲得した資金を再び貸出すとしても、銀行組織の準備は不変のままである。銀行組織の貸出と投資はこの預金の移動によって影響を受けないから、金融媒介機関のこの貸出の増加は公衆に供与された信用の純増加を表わすであろう。かくてもし金融媒介機関の準備率を $r'$ とすれば、金融媒介機関はその預金の増加の $(1-r')$ 倍に等しい金額を貸出すことができる。そして、もし金融媒介機関によって供与されたこの信用の増加の一部が再び彼らの預金の増加となるならば、銀行の信用創造乗数が働くのと同じように、これ以上の信用の増加が可能となるであろう。かくて、

$x'$  を金融媒介機関のはじめの預金の増加、

$r'$  を金融媒介機関がその預金に対して保有する現金準備の率、

$k$  を貸出・投資のうち預金として再び彼らに還流してくる割合、

$y'$  を金融媒介機関が最初の預金を受入れ、これに基づき創造することができる信用の総額とすれば

$$y' = (1-r')x' + k(1-r')^2x' + \dots + k^{n-1}(1-r')^n x' + \dots$$

$$= \frac{(1-r')}{1-k(1-r')} x'$$

ソーンはこれを非銀行金融媒介機関乗数 (nonbank financial intermediary

(18) J. G. Gurley and E. S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, 1960, p.202. 訳書 p.190.

(19) R. S. Thorn, "Nonbank Financial Intermediaries, Credit Expansion, and Monetary Policy," *I. M. F. Staff Papers*, Nov. 1958, pp.369-383.

multiplier) と呼んでいる。<sup>(20)</sup>

しかしながら、彼らのこのような議論も銀行とその他金融機関との類似性をあまりにも強調し過ぎている。スミス (W. L. Smith) も指摘するごとく、銀行は信用を創造する特殊な能力をもっている。「商業銀行に真にユニークなもの、一銀行が貸出をするとき失われた現金準備が銀行組織に還流してくる過程の速さと自動性である。……小切手を受取った後、すぐにそれを商業銀行に預けるという一般的な慣例に基づいて、貸出をなす銀行によって失われた現金準備はすぐにかつ機械的に銀行組織に還流する。<sup>(21)</sup>」そしてこのゆえにこそ銀行は信用を創造する特殊な能力をもつのである。

たしかに銀行以外の金融機関はある意味において、乗数的信用拡張の過程に従事する。すなわち、これら金融機関は、商業銀行による貨幣の創造が所得と貯蓄を増大させるときにのみ、乗数的信用拡張の過程に従事する。所得循環の過程で生じた貯蓄の一部は銀行以外の金融機関に流れ、これら金融機関はその委ねられた貯蓄を貸出し、次の所得循環に金融する。この所得循環過程が続くとき、各所得循環において生じた貯蓄の一部は銀行以外の金融機関に対する債権の形態をとって累積し、これと同額のこれら金融機関の資産の増大を可能にする。それゆえ銀行以外の金融機関は乗数的信用拡張の過程に従事するとしても、その果す役割は銀行のそれとは根本的に異なるのである。

かくてスミスも信用拡張の過程における金融媒介機関の役割は商業銀行のそれと次の三つの点において相違していると指摘しているのはきわめて示唆的である。

1 まず、その期間が全く異なっている。商業銀行の信用拡張の過程に含まれる期間は支払機構の働きと密接な関係をもっている。それは一銀行が過剰準備を受入れた時から、その過剰準備に基づいてその銀行が貸出をなし、その結

(20) いうまでもなく、この非銀行金融媒介機関乗数の値は預金に対する現金準備率と貸付・投資が再び預金として環流してくる割合とに依存する。ソーンは、最も一般的な状態であるとみられる低い準備率と低い還流率のもとでは、この乗数の値は1に近いであろうと推定している。R. S. Thorn, op.cit., p.371.

(21) W. L. Smith, "Financial Intermediaries and Monetary Controls," *Quarterly Journal of Economics*, Nov, 1959, p. 536.

果その過剰準備の一部が他の銀行に流入するまでの平均期間である。この期間はいまの支払機構のもとでは極めて短い期間である。スミスはこれを支払回転期間 (payment-turnover period) と呼ぶ。これに対して、金融媒介機関による信用拡張の過程に含まれる期間は所得・支払過程において所得からの支出が再び所得として還流するまでの平均期間である。そしてスミスはこれを所得回転期間 (income-turnover period) と呼ぶ。明らかにこの期間は前者に比較すれば遙かに長い期間である。

2 また、その漏出 (leakage) の大きさが異なっている。金融媒介機関による信用拡張は商業銀行による信用拡張よりも遙かに大きな漏出を受ける。すなわち、資金のすべての流れが支払期間中に商業銀行を通じて流れるのに対して、金融媒介機関に配分せられた貯蓄の一部だけが所得回転期間中にこれら金融機関を通じて流れるに過ぎない。

3 最後に、この二つの過程はその経済的意味において著しく相違している。商業銀行の信用創造は經常所得の流れから生ずる資金を超過する支出をまかなうための資金を創造する。えれに対して、金融媒介機関は単に經常貯蓄の一部を蒐集し、これを支出をまかなうために利用するという機能を果す。換言すれば、貯蓄を投資に流すという機能を果すに過ぎない。かくて金融媒介機関はまさしくその名が示す通りのものである。しかし商業銀行は明らかに金融媒介機関ではないと。<sup>(22)</sup>

かくてスミスも金融媒介機関に対する「信用創造」接近法がはたして有益であるかははなはだ疑問であると結んでいるが、この点はたしかにガーレイとジョウの新接近法の反省を要する点であろう。

## VI

ひるがえって、<sup>(23)</sup> ラドクリフ報告は中央銀行の「基本的任務は貨幣の供給を厳格に統制することである」という伝統的な見解を退けて、次のごとく述べて

(22) W. L. Smith, op. cit., pp.537-538.

(23) イギリスにおいては、1955年にインフレーションの脅威と国際収支の危機が生じたため、厳しい金融引締め政策が採られた。しかし期待されたごとき結果は現われなかった。銀行流動性ポジションに圧力が加えられたにもかかわらず、銀行の貸出は増大し続

いる。「われわれの見解はこれと異なる。われわれは貨幣の供給が重要でない量とは考えないが、これを経済における、より広い流動性の構造の一部とみるのである。支出決定に関係するのは経済全体の流動性ポジション (whole liquidity position) であり、われわれが貨幣の供給に関心をもつのは、経済全体の流動性の中でそれが占める重要性に基づくのである」(389節)と。

かくてラドクリフ報告はイギリスにおける金融理論の伝統的な礎石である、「貨幣の供給」という概念を放棄し、その跡に「経済全体の流動性ポジション」という新しい概念を据えるのである。

しかして、ラドクリフ委員会に参加した経済学者の一人、セイヤース (R. S. Sayers) は1960年の「イギリスにおける金融理論と金融政策」と題する講演において、このラドクリフ報告の礎石に照明を投げかけ、次のごとくいわく、「貨幣の本質および貨幣需要についてのわれわれの吟味は、すべて他の資産に全く欠けている劃一な貨幣の性質を特にもつ単一の資産もしくは一群の資産は存在しないということをわれわれに教えている<sup>(24)</sup>」と。彼はここで貨幣の「価値の貯蔵」機能について論じていることに注目すべきである。それゆえ、セイヤースによれば、「財およびサービスに対する総有効需要に影響を及ぼ

---

け、遂には1955年7月大蔵大臣が手形交換所加盟銀行に対して「以後数カ月にわたって貸出の積極的かつ相当額の削減」を要請するというごとき前例のない措置をも含めて、さらに一連の量的および質的金融引締め政策が採られた。しかし、銀行貸出の量が安定した後でさえ総需要の水準は上昇し続けた。かくてスエズ動乱(1956年9月)の頃には、金融政策が作用する過程に何か故障があるのではないかとする見解が支配的となり、1957年5月議会において「貨幣及び信用制度の機能を調査し、勧告をなすため」の委員会—その委員長ラドクリフ卿の名に因んでラドクリフ委員会と称せられる—が任命せられた。この委員会はその後2年余りにわたって慎重な調査を重ねた結果、1959年8月にその報告書を公表した。これがいわゆるラドクリフ報告 (Radcliffe Report) である。

このラドクリフ報告の理論的側面は、一谷藤一郎「金融政策の拠点としての一般の流動性」(『パンキング』158号。なお、この論文は金融学会編『金融論選集』IXに再録。); 矢尾次郎『貨幣の経済理論の基本問題』第三編、昭和37年に既に詳しく分析されている。

(24) R. S. Sayers, "Monetary Thought and Monetary Policy in England," *The Banker*, Oct. 1960, p.676.



す貨幣的な量として、伝統的に貨幣の供給によって占められた地位に据えなければならぬのは流動資産という広義の概念である。<sup>(25)</sup>」そして彼はこの流動資産という範疇に銀行の預金債務のみならず、その他の金融機関の債務、さらには企業信用までも含め、次のごとくいう。「金融の分野において銀行を信用の創造者として、他の企業を信用の媒介者として区別することは全く誤りではないにしても、少なくとも人を誤りに導き易い。有効需要の圧力という見地からみれば、決定的な措置はすぐにそれを行使せんとしている人々の側に財およびサービスを獲得する能力を増加させるところのそれである。そして銀行は決して他の人々の手にこの能力を賦与するただ一つの企業ではない」と。<sup>(26)</sup>

ラドクリフ報告が「この接近法が採られるならば、銀行の規制が必要となるのは、銀行が貨幣の創造者であるからではなく、信用市場の中で最も短期の（最も流動的な）部門での最大の貸し手であるからである」（504節）と主張するのは、このためである。

さてこのようにみえてくるとき、ラドクリフ報告のこの新接近法も結局はガレイとショウのそれと同巧異曲ともいうべく、それは要するに、銀行以外の金融機関が交換手段としてではなく、「価値の貯蔵」として貨幣の代替物である流動資産を創造して、遊休貨幣残高の一部を蒐集し、これをいわゆる支出者に再び貸出すという局面を強調したものに外ならない。思うに、このような接近法がイギリスのように高度に発達した金融制度のもとでは、インフレーションが如何に進行したかを理解するのに有効である、と考えたからであろう。

かくのごとくラドクリフ報告は銀行とその他金融機関という伝統的二分法を退けるのであるが、これに対してはオランダ銀行の総裁ホルトロップが伝統的な立場から次のごとく批判しているのは注目に値する。<sup>(27)</sup> けだし、同博士の見解は基本的にはわれわれのそれと殆んどその軌を一にするからである。

<sup>(25)</sup> R. S. Sayers, op. cit., p. 673.

<sup>(26)</sup> R. S. Sayers, op. cit., p. 673

<sup>(27)</sup> ホルトロップ博士の見解はラドクリフ報告の Memoranda, Vol. I, pp. 260-271に、またその証言はラドクリフ報告の Minutes of Evidence. pp. 805-819 にすべて掲載されている。なお、このホルトロップ博士の見解は、R. S. Sayers, "Alternative Views of Central Banking." *Economica*, May, 1961 に詳しく紹介されている。

ホルトロップは商業銀行の業務は他の金融機関のそれと種類において異なっていると考える。「オランダの法律によれば、その正常な業務の過程において預金を受入れ、同時に信用を供与するものは銀行である。貯蓄銀行もまた信用機関であるが、私は彼らを貨幣創造機関とは考えない。貯蓄銀行の預金は有毒の流動性 (virulent liquidity) をもたないと考えて間違いない。…他方、オランダの銀行組織は殆んど貯蓄預金をもっていない。実際、オランダの銀行組織の預金は企業預金であり、それゆえ流動的である」(質問11822)。

かくて「有毒の流動性」をもつのは銀行の要求払預金であり、銀行はこの有毒の流動性を供給することができるがゆえに、特別の関心が払われるのである。これに対して、その他の金融機関はこの有毒の流動性を創造することはできず、他の人々の貯蓄の再配分者として行動する。すなわち、「彼らは資本市場機関であり、資本市場機関はあるグループから他のそれへ現実の貯蓄を移転するところの機関である」(質問11818)。

銀行以外の金融機関が単に貯蓄の媒介者であり、流動性の供給に影響を及ぼさないとするこのホルトロップの否定的見解は、中央銀行が長期利率の水準に影響を与えんとすることは一般に危険であるとする彼のいま一つの否定的見解と密接に結びついている。彼は長期利率はそれ自身の生命、ある意味において貨幣的要因から独立の生命をもつとみなしている。そしてこの長期利率のそれ自身の生命は、貯蓄者からの供給を投資せんとする企業者による需要と一致せしめる価格としてのその立場から派生する。銀行以外の金融機関の業務はこれの媒介者として行動することである。

かくてホルトロップの見解によれば、銀行がその業務を行なう「貨幣市場」とその業務を行なわない「資本市場」とが在存する。中央銀行の業務は主として前者に関係をもつ。両市場の間には間接的な介入を必要とするごとき関係はない。「それ自体長期利率は、もし放置せられるならば、貨幣的均衡 (monetary equilibrium) に影響を及ぼさない」と(質問11849)。

しかし、われわれはここで「貨幣的均衡」という概念について考察する必要がある。貨幣的均衡という概念はホルトロップにより次のごとく説明されている。「金融政策の最終の目標についての私の個人的見解は、金融政策が貨幣的均衡の状態を維持するために努力すべきであるということである。そして貨

幣的均衡とは蓄積された流動性の放出あるいは新しい流動性の創造による金融という意味におけるインフレ的金融 (inflationary financing) が流動性の意図された蓄積という意味における自発的保蔵を超過しない状態として一般に理解すべきである<sup>(28)</sup>」と。

ホルトロップはここで事前貯蓄と事前投資の均等を目指す必要があると主張していることは明らかである。彼は事後貯蓄と事後投資は必然的に均等し、この事後均等は如何なる所得水準のもとにおいても存在するから、金融政策の目標としては無意味であるということに認めている。彼が考えているのは事前均等である。すなわち、彼のいう貨幣的均衡は事前貯蓄と事前投資の均等である。

ちなみに、ホルトロップのこのような批判に対して、セイヤースは貨幣的均衡の概念の正しいことを承認した後、しかし「ラドクリフ報告はこの貨幣的均衡の概念を採用しなかった。」<sup>(29)</sup> けだし「この概念の採用は実際の貯蓄を企業の自由に委ねることと、創造された信用を企業の自由に委ねることとの間に誤った一線を引くように人々を導くように思われた」からである、と反駁している点をわれわれはここに付言しておきたい。

## VII

以上において、われわれは銀行とその金融機関という伝統的二分法ならびにこれと対立するガーレイ、ショウとラドクリフ報告の新接近法について考察してきた。

これを要するに、銀行は信用を創造することができるという意味において、他の金融機関とは根本的に異っている。これに対して、他の金融機関は信用を創造することができず、単に貯蓄を投資に流すだけの機関であるとする、銀行とその他金融機関という伝統的二分法は過度な単純化が施されているというのガーレイ、ショウやラドクリフ報告の新接近法の強調するところである。たがしかに銀行以外の金融機関はその発行する債務 (=金融資産) を遊休貨幣

<sup>(28)</sup> Memorandum of Evidence submitted by the President of the Netherlands Bank, 75.

<sup>(29)</sup> R. S. Sayers, *op.cit.*, p. 121.

残高の一部と代替させることによってその貸出を増加し、財およびサービスに対する追加的支出を可能にする。したがって、これら金融機関は貨幣の流通速度を増大させる上で重要な役割を演じ、それがインフレ的な効果を招くことがあり得るのである。金融引締め政策が採られ、利子率が騰貴するとき、これら金融機関のこのような活動の余地が一層増大することは皮肉である。

しかしそれにしても、新接近法は銀行とその他金融機関との間に実質的相違がないという点をあまりにも強調し過ぎたように思われる。例えば、銀行組織全体としてみれば、銀行はそれが唯一の支払機構であるために、一定の現金準備の増加に基づき、その預金および貸出をその何倍かに増加させることができるのである。しかし銀行以外の金融機関はこれと同様に行動し得ない。

しかしそれにしても、最近英米において銀行以外の金融機関の比重が高まっていることが金融政策にとって重要な意味をもっているということもまた事実である。かくてわれわれの以上の考察は、金融政策をより有効ならしめるためにこれら銀行以外の金融機関を何とかして金融政策の対象に引き入れる必要があるのではないか、ということを示唆しているように思われるのである。

(1964年6月10日稿、本稿は1963年6月15日、神戸大学金融研究会第86回定例研究会の報告に加筆したものである。)

# 資金循環分析の理論と形態

能 勢 信 子

## I 開 題

近時資金循環分析 Flow of Funds Analysis と呼ばれる一国の資金分析のための計算体系が種々試みられている。かかる資金分析が、社会会計の一領域として出現した根拠として、2つの原因があると解される。第1の原因は、1930年代とことなる戦後のインフレーション又はクリーピング・インフレーション期において、「通貨政策の復活」が唱えられ、かくて中央銀行当局が必要な貨幣的経済に関する情報を集めて診断する必要が出現したことである。第2の原因は、一般に経済分析における社会会計の接近の有効性、すなわち、恒等式やフローチャートを以ってする経済集計値の包括的表示法に対して、部門勘定の取引連関をもって集計値が形成されるに至る過程と経路より構造的に表示する方法の効用が漸次認識されたことである。ところで従来の代表的な社会勘定たる産業連関会計と国民所得会計は、実物的経済表であって資金的現象を分析するには適切ではない。かくて、この二つを直接の動機として、金融構造の分析のための社会会計、すなわち資金循環分析が登場したと解することができる。

現在、われわれは、理論ならびに資料整備の上で代表的な国民勘定として、オランダ銀行による流動性過不足分析、コープランドの資金循環体系、米国の連邦準備制度理事会による改良資金循環体系およびOECDの資金循環分析をもっている。小論は、これらの代表的資金循環会計を要約比較し、資金循環理論の現状と問題点を明らかにしたいとおもう。

## II 資金循環表の諸形態

イ、オランダ銀行方式による資金循環表の構造

この方式による資金計算の目的は、ホルトロップによれば、国民経済内部の諸部門における資金流通を分析して、経済がインフレ的金融支出の状態にあるか、デフレ的金融支出の状態にあるかを診断し、その原因となる貨幣的攪乱を初期にとり除き中央銀行政策に資するための情報を支えることにある。貨幣的攪乱を示す指標は、経済主体のもつ流動資産の期間的増大・減少に求められる。流動資産とは貨幣および近似貨幣たる短期性債権に限られる。左表に示すように、その勘定構造は極めて単純で、流動資産の増大、減少、流動性金利又は不足の三項目のみから来る。部門分割は、制度別大分類がとられ、中央政府、地方政府、制度的投資家および他の資金供給機関、民間部門、海外部門が独立の部門を構成する。

#### オランダ銀行方式の資金循環表

部 門	資金勘定	会計方程式
非金融部門	A 流動資産創出	$A=B+C$
	B 流動資産引出	
	C 流動性過不足	
金融部門	D 流動資産創出	$F=D+E$
	E 金融機関の資本金・剰余金の増加	
	F 合 計	
統合国民勘定	G 流動性過不足総計 (国民的流動性過不足)	$F-C=G$
海外部門	H 流動性過不足	$-G=H$

かくて金融部門を重点的に細分し、民間部門には一国の全家計と全生産企業が統合されることが明らかである。なお、勘定構造において注意すべきは、経済主体の資金過不足を示すが、資金流通に伴う財貨・用役の取引、また資金過不足と有効需要との対応関係を一切示さないとことである。しかも、資金取引の範囲、資金取扱部門もいたって限定されている。こうしたいわばいまだ資金循環表としてはプリミティブな体系が、オランダ銀行の資金循環表の特色をなすといえるだろう。

ロ、マネーフロー方式による資金循環表の構造。

コーブランドによるマネーフロー会計は、意図的に資金分析に対して社会会計の接近をとり入れ、かつこれを高度に実現した最初の試みで、最も広義の資金取引、すなわち、通貨・預金の短期・長期債権、株式、保険の形をとった貯蓄等を網羅し、金融取引の時に、資金の流れに伴う実物の流れを非金融取引とし、かつ多部門資金表形式をとる等、いわば資金分析におけるイノベーションを実現したものと見られる。下の表にその梗概を示すように、この表の勘定形式は、金融取引の収支過不足と、非金融取引のそれとがバランスする仕組になっており、しかも両者それぞれ多種の金融資産・負債に関する取引および財貨・用役、己存資産に関する取引を広汎に含むために貨幣と実物の関係の詳細な観察という機能をもつことが理解できる。取引識別方法、評価方法に於てもかかってない進歩がみられ、また部門分割も制度別中分類をとってお

### マネーフロー勘定体系

		消費者		企業		政府		金融機関		計	
		S	U	S	U	S	U	S	U	S	U
非金融取引	I	168	0	0	141	0	20	0	7	168	168
	II	10	20	0	2	24	10	0	2	34	34
	III	10	142	261	119	6	13	3	6	280	280
	小計	188	162	261	262	30	43	3	15	482	482
金融取引	IV	0	10	0	20	0	2	32	0	32	32
	V	9	25	31	10	16	1	5	25	61	61
	小計	9	35	31	30	16	3	37	25	93	93
合計		197	197	292	292	46	46	40	40	575	575

- 備考 1. S, Uは、資金源泉、資金用途を意味する。
2. 項目I, II, III, VI, Vはそれぞれ要素所得、移転取引、財貨・用役売買、現金・預金、金融資産を示すものとする。
3. 現実の勘定項目、部門は、後述のように上表より遙かに詳細である。

り、高度の洗練をもった資金循環体系であるといえる。この方式が、部門分割をやや変更した上で、改定前まで米連邦準備制度理事会で採用されていたの

は、以上からけっして不思議ではない。ただし問題点はないわけではなく、GNP および已存実物資産の転売分と、資金の流れを対応させるにとどまり、実物市場に対して資金量の支える衝撃の径路、とくに貯蓄・投資へ及ぼす効果を把握することは困難である。

ハ、連邦準備制度理事会の改良資金循環表 連邦準備制度理事会は1959年、従来の資金循環勘定を改定して、(イ)国民経済全体の、また部門別の貯蓄・投資を計上し、(ロ)四半期ベースで発表し、(ハ)貯蓄機関を新設する等、部門分割を改良して、金融資産選択行為の観察に資することを考慮し、(ニ)部門別に金融資産・負債の貸借対照表を設ける方針に切替えた。就中、分析の主眼を、経済単位の金融資産選択行為の解明と、貯蓄・投資を媒介とする資金量、実物市場の関連の観察に当てられ、このため会計原則および部門分割の変更と下表に示す勘

勘 定	会計方程式
1. 所得・処分勘定	$Y + T = C + S$
2. 資 本 勘 定	$L + S = I + I_f$
3. 資 金 勘 定	$I_f = I_f' + L, (L = \Delta F_l, I_f = \Delta F_a)$
4. 金融貸借対照表	$F_a = F_l + B$
5. 資金循環勘定総括表	$\Sigma S = \Sigma I + \Sigma I_f$

(但し、 $Y, T, C, S, L, I, I_f, I_f', F_l, F_a, B$ をそれぞれ所得、移転収支、消費、粗貯蓄、経常負債、実物粗投資、金融的投資、純金融的投資、負債債、金融資産調整残高を意味するものとする。)

定形式を改良されたのである。かくて、改良体系は、流動性選好説の発展形態としての最新の金融理論たる金融資産選択の理論の思考をとりいれ、金融行為の観察を企図すると同時に、貯蓄・投資・金融的投資という項を合して国民所得分析との統合を考慮に入れる点で、コープランドの体系より一歩進んだ体系であることが明らかである。

ホ、OEECの資金循環勘定

OEECの資金循環表の意図はOEEC 諸国における年次のおよび国際的比較が可能な形式で、また国民総生産と支出に関する拡充と統合された形式で貨幣と信用の発達について統計的記述を行なうことにある。このOEEC資金勘定の形



式上の特徴は、(i)国民勘定体系の一分肢として作られ、実物財貨市場と資金市場の統合された形での観測を出発点としていること。(ii)金融勘定は、所得処分勘定、資本取引勘定の統合勘定であるところから、貯蓄が消去されて表面に現われないこと。(iii)部門数が少なく、また貨幣および信用の範囲が限定されており、海外信用の取得（貨幣化）を主要な区別とすること、にある。これは、後述のように、この体系が、流動性選好説をとらず、国民所得と国内および海外信用量とを対応させ、かつ国民所得と貨幣量を通貨比率で関係づけるオープン・システムでの貨幣数量説的アプローチをとることと対応する。OEECの資金勘定は、左表にその要約を示す形式によって事後の診断の体系として用いられる。さら、この勘定は、事前的予測の手段としても用いられる。その思考法

OEEC資金循環勘定

勘 定	会計方程式
(1) 国内諸部門 生産勘定	$Y + I = X + E$
非銀行部門 金融勘定	$X + M = Y + F^i + F^e$
銀行部門 金融勘定	$N^e + F^i = M$
(2) 海外部門 統合勘定	$E + F^e = I + N^e$

(記号  $Y, X, I, E, M, F^i, F^e, N^e$  は夫々国民総生産、国民支出、輸入、輸出、貨幣供給の増加、国内信用の貨幣化、海外信用の貨幣化、国内銀行部門に対する海外部門の負債増加)

は、J. ポーラック等の「国民所得形成と国際収支に関する貨幣的分析」モデルに拠っており、骨子は以下のごとくである。

$$X - Y_0 = (y - y_0) p_0 + (p - p_0) y + D \dots\dots\dots(1)$$

( $X, Y, y, p, D$ , 添字<sub>0</sub>は、夫々国民総支出、国内総生産、実質産出、一般物価、入超、前年を意味する。)

ここで  $X - Y_0$  は、支出ギャップと呼ばれ、所得水準の期末的変動を意味する。これは信用量  $M$  にひとしい。すなわち

$$M = X - Y_0 \dots\dots\dots(2)$$

つぎに  $M$  の構成ならびにその定義はつぎの如くである。

$$M = F^i + F^e + F^m \dots\dots\dots(3)$$

( $F^m$ を「貨幣的流動性の相対的収縮」という。)

$$\mu = \frac{\sum M}{Y} \dots \dots \dots (4)$$

$$F^m = (\mu_0 - \mu) Y \dots \dots \dots (5)$$

$$M = \sum M - \sum M_0 = \mu Y - \mu_0 Y$$

$$= \mu_0(Y - Y_0) - (\mu - \mu_0) Y$$

$$= \mu_0(y - y_0)p_0 - \mu(p - p_0)y - F^m \dots \dots \dots (6)$$

$\mu$ は、ポーラックのモデルの $\frac{1}{v}$ に相当する。 $F^m$ は、 $\mu$ 変動による信用量増減の、従って支出ギャップの貨幣的原因の一つの構成要素となる。以上から *OEEC*の係数は、上記諸体系と異なり、最新の貨幣数量的の発想法に立った資金分析であることが理解できる。

### III 各種資金循環表に対するコメント

資金循環表の存在理由は、実物的経済表—国民所得会計、産業連関会計による資金現象の診断と分析とが得がたいことにある。さて資金循環表は(1)資金だけの分析に終始すべきか、または資金と実物の相互関係および資金の実物に対する作用経路の分析を行なうべきか、(2)、資金の取引連関の事後診断にとどまるべきか、または資金の取引連関の予測ないし事前分析をも併せ行なうべきかを考えよう。資金循環会計の理想としては、資金と実物の相互連関を明らかとし、かつ事後診断と事前分析を併行することが必要であることは明かである。ところで、まづ第一の資金と物との相互連関の分析という視点からすれば、オランダ銀行の資金循環表は、勘定項目の選定、部門分割が貨幣的視野のみに立って行なわれており経済内部において流動性過(不足)を来す所以を推測することが不可能である。そのかぎりこれは有効な資金循環分析とはいえない。特に、有効需要を流動性過(不足)が喚起(消滅)させる径路と効果についての観察は、これによるとき期待しえない。つぎに、マネーフロー勘定、連邦準備制度理事会の改良資金循環表、*OEEC*の資金循環表は、資金を分析の主範疇とするが、資金と実物の相互連関を観察するという意識をもって勘定が作成されている点で、第一の視点と意図を同じくするものである。ところで、マネーフロー勘定は、それが社会会計技術面での革新をとげたことは明白ではあるが、

この体系においては、実物市場と資金との取引一切が無差別に非金融取引欄に一括されるために、資金の作用径路の判定が困難である。このことは、同体系が自ら経済理論に対する中立性を標榜することと無関係ではない。故に、かかる点を改良した資金循環改良体系およびOEEC資金循環表の長所が認められるべきである。というのは、資金の作用径路、たとえば資金と投資の関連を、事後的に示すことは、第1の視点をみただけのみならず、第2の視点、すなわち、事後分析および資金予算としての経済理論を多少とも内包することを意味するからである。連邦準備制度理事会の改良体系と、OEECの資金循環表は、現段階の資金分析の二つの型を典型的かつ最高の次元で示すものといえる。前者はインプリントではあるが金融資産選択の理論を、後者はエクスプリントに通貨・所得モデルを採用し、かつ両者いずれも資金勘定と実物の勘定の、またストック分析との総合という社会会計の現在の主題への接近をそれぞれ企図するからである。両者の優劣決定は、現在の貨幣的経済理論が、いまだ資金と実物の関係を完全に定式化するにいたらないこと、すなわち、投資・利子非弾力性の命題が完全に支配するとはいいがたく、他方これに代るプロシブルかつ計量可能なモデルを支えていないことの故に、残された課題に属している。貨幣的作用観は、いわば多神論的であって決定的な理論はなくかつ貨幣的作用自体、制度的要因によって規定される要素が多く、貨幣に関する行動変数を抽出しがたいことは、周知である。こうした資金循環分析を嚮導する経済理論の弱さに加えていま一つ考慮すべきは、資金循環分析は、通貨と実物に関する統計的可能性の制度をうけねばならぬという事情がある。如何に優れたアナリシスであっても、統計的可能性が与えられない限り、それは資金循環会計として存在することはできない。とくに通貨統計の立ちおくれが、合衆国をのぞき一般の現象であることは、看過すべきではない。

資金循環分析の価値は、現状では国民所得会計や産業連関会計ほどに決定的なものではない。そしてこのことが、いくつかの資金循環表が並立する現状と決して無関係とはいえないのである。(1964年4月15日稿、本稿は1964年2月29日、神戸大学金融研究会第94回定例研究会の報告に加筆したものである)



# Financial Intermediaries について

— とくに第二次大戦後における

Savings and Loan Association の発展について —

三木谷 良 一

Financial Intermediaries は通常、「金融仲介機関」と訳されているが、その定義は広義と狭義と二様ある。広義には銀行組織まで含ませ、ほとんど諸金融機関と同義に用いられている (R. W. Goldsmith, Gurley, Shaw)。狭義には、信用創造をする商業銀行を含ましめず、単に資金の需給を仲介するだけの機関にかぎって用いられる。(以下 F. I. は狭義の意味とする。)

第二次大戦後、Reymond W. Goldsmith のアメリカにおける長期的金融統計の画期的な集算、整理によって、また Gurley-Shaw の理論的研究によって、F. I. の問題は新たに脚光を帯びて来た。F. I. の問題としては、諸金融機関の不均等発展の原因の解明、非銀行金融機関の発達金融政策の有効性への影響、あるいは信用乗数の修正などが議論されている。しかしこの報告では、F. I. のうちで戦後アメリカでとくに成長率が著しかった Savings and Loan Association (SLA と略す) の問題を採り上げる。

## I SLA の生成と発展

SLA の濫觴は1831年ペンシルヴァニア州の Frankford で結成された組合組織の The Oxford Provident Association であるとされている。名称より明らかなごとく、SLA は発生当初より組合組織による、住宅建築、購入資金調達のための金融機関であった。その後、南北戦争当時には、SLA は数州に拡がり、1880年代には、当時のすべての州に SLA が存在していた。更に知りうる統計によれば1888年には SLA の数は3,000から3,500に達し、総資産も3

億ドルに達し、更に1893年には、S L Aの数は5・600、会員数は135万人、総資産は4億7500万ドルに達した。1893年のパニックによって、S L Aも相当数破産し打撃を蒙ったが、20世紀に入ってから回復をはじめ、総資産は1921年には10億ドル、1927年には20億ドルにおよび、この間、成長率は10パーセントであった。1930年には90億ドルにも達したが、1930年代の不況時には、銀行破産の余波、不動産価格の低落によって1938年までS L Aは下向線をたどった。しかし1930年代の不況はS L Aに打撃を与えはしたが、一方、ニュー・ディール政策の一環としてS L A保護強化のための種々の連邦政府の諸策が採られ、第二次大戦後の飛躍的発展の基礎がためがなされたことは留意しなくてはならない。

第二次大戦中は労働力、建築資材の不足によって Mortgage Loan に対する需要は少なく、S L Aは収益資産として政府証券を大量に保有していた。

第二次大戦後、戦時中に蓄積された流動資産、戦後経済の相対的安定成長、住宅の郊外化、戦時、戦後のベビー・ブーム等々により、住宅建設は活発とな

〔表一〕 諸金融機関の全資産の保有割合(%)

	1900	1912	1922	1929	1933	1939	1945	1949	1949	1962
Commercial Banks	54.5	54.9	50.4	42.9	34.9	34.0	42.7	36.4	100	100
Mutual Savings Banks	13.2	10.1	7.0	6.4	8.1	6.1	4.5	5.0	13.7	16.0
Private Life Insurance	9.5	11.1	9.2	11.3	15.7	15.0	11.9	13.8	37.9	25.0
S L A	2.7	2.4	3.0	4.8	4.4	2.7	2.3	3.4	9.3	31.0
others	20.1	21.5	30.4	34.6	36.9	42.2	38.6	41.4		
Total	100	100	100	100	100	100	100	100		

Source : R. Goldsmith "The Share of Financial Intermediaries in National Wealth and National Assets, 1900—1949" N.B.E.R. Occ. Paper 42. 1954.

なお、1949年は President's Economic Report の資料より計算。

- (1) Federal Home Loan Bank System. 1932年  
Home Owners Loan Corporation. 1933年  
Federal Savings and Loan Insurance Corporation. 1934年

り、これともなつてSLAの成長は目覚ましいものがある。

(第一表・第二表参照) 1945年から1960年にかけてSLAの総資産は5年毎に倍増というテンポで増加し、1962年には、総資産で見ると、SLAは、商業銀行の3分の1の規模に達した。

〔才二表〕 戦後 SLA の総資産の成長 100万ドル

1945年	1950	1955	1960
8,747	16,893	37,719	71,489
(100)	(193)	(431)	(817)

Source : L. Kendall "The Savings and Loan Business" 1962. P. 9.

## II SLA の 構 造

1960年にはSLAはその数6,200に達したが、特徴としては通常次の四つが挙げられている。(i)、組織的には、相互組合組織 (mutual organization) である。(ii)、営業の範囲は局所的である。大体貸出し活動については、SLAはその店舗を中心に半径50マイル以内である。(iii)、貯蓄性資金を吸収する機関である。(Thrift Institution) (iv)、専ら住宅建設、購入のための貸出しをする。

立法上、監督上から区別するならば、SLAは、州法 (State Charter) によるものと、連邦法 (Federal Charter) によるものとの二種がある。州法によるものは、4,400 (70%) あり、連邦法によるものは1,800 (30%) を数える。総資産額から言うと、前者は45%を占め後者は55%を占める。SLAの平均的規模は連邦法によるものは1,800ドル (資産) で州法のそれは100万ドルで、連邦法によるSLAの方が、趨勢的には急速に増加しつつある。

SLAのShares (持分) の利廻り (yield) は均等化している。しかし商業銀行との競争上商業銀行の貯蓄性預金より0.5乃至1パーセント上廻る好利子を附している。

(2) 加入組合員はshareを保有するわけであるが、California, Ohio, Texas など18州においては、株式組織 (capital stock associations) もみとみられている。

また貸出し (mortgage loan) 競争は1950年代を通じて激しくなる傾向にある。

### Ⅲ 貯蓄吸収機関としてのSLA

個人可処分所得のうち貯蓄される額は、貯蓄性向によって決定されるのであるが、貯蓄された部分を、個人が如何なる資産形態で保有するかは、いわゆる資産選択 (Portfolio Selection) の問題であって、近時理論開発が盛んに行われている分野である。資産の種類と量は、一国経済の発展段階、金融構造の国民的性格に依存する。現在のアメリカでは貯蓄は次の形態で保有することが可能である。(1)通貨・当座預金。(2)商業銀行への有期・定期預金。(3) Mutual Savings Bank への貯蓄預金。(4) SLAへのshare。(5) Credit Unionsへの加入。(6)政府貯蓄債券。(7)郵便貯金。(8)その他証券。(9)生命保険。したがってSLAも貯蓄吸収機関として諸金融機関と競争関係にあるが、中でもとくにこれと競争的であるのは、商業銀行の貯蓄性預金、Mutual Savings Bankの貯蓄預金および政府貯蓄債券である。

個人の資産選択行動を計測的に実証することは、実際の統計が不備である点

【第三表】 個人貯蓄の保有形態

単位 10億ドル

	S L A		Mutual Savings B.		Comm' l Banks		Credit Union		U. S. Savings Bond		Postal Savings		計	
	残高	増減	残高	増減	残高	増減	残高	増減	残高	増減	残高	増減	残高	増減
1950	14.0	1.5	20.0	0.7	35.2	0.1	0.9	0.2	49.6	-0.3	3.0	-0.3	122.7	2.5
51	16.1	2.1	20.9	0.9	36.6	1.4	1.1	0.2	49.1	-0.5	2.8	-0.2	126.6	3.9
52	19.2	3.1	22.6	1.7	39.3	2.7	1.4	0.3	49.2	0.1	2.7	-0.1	134.4	7.8
53	22.8	3.6	24.3	1.7	42.0	2.7	1.7	0.3	49.4	0.3	2.5	-0.2	142.7	8.4
54	27.3	4.5	26.3	2.0	44.7	2.7	2.0	0.3	50.0	0.6	2.2	-0.3	152.5	9.8
55	32.2	4.9	28.1	1.8	46.3	1.6	2.4	0.4	50.2	0.2	2.0	-0.2	161.2	8.7
56	37.1	4.9	30.0	1.9	48.5	2.2	2.9	0.5	50.1	-0.1	1.7	-0.3	170.3	9.1
57	41.9	4.8	31.7	1.7	53.7	5.2	3.4	0.5	48.2	-1.0	1.4	-0.3	180.3	10.0
58	48.0	6.1	34.0	2.3	60.0	6.3	3.9	0.5	47.7	-0.5	1.2	-0.2	194.8	14.5
59	54.6	6.6	34.9	0.9	62.9	2.9	4.4	0.5	45.8	-1.0	1.0	-0.2	203.6	8.8
60	62.2	7.6	36.3	1.4	67.5	4.6	4.9	0.5	45.3	-0.5	0.8	-0.2	217.0	13.4

Source: Kendall, ibid. P.39.より計算。



からも困難である。しかし論理的には次のことが言える。

個人が危険を避ける (risk-avoider) 場合には thrift タイプの資産 (貯蓄性預金, SLA の share, 等) の保有を増大さすであろう。また危険を冒す場合 (risk-taker) には長期証券 (長期国債, 社債・株式) を保有するであろう。

今 SLA と資金吸収面でとくに競争関係にある商業銀行の貯蓄性預金との競合関係を統計的に検討して見る。第三表, 第四表は, 各種金融機関の個人貯蓄を

【第四表】

	1950	51	52	53	54	55	56	57	58	59	60
(1)	15.0	1.5	1.15	1.33	1.67	3.06	2.23	0.92	0.97	2.28	1.65
(2)	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	2.9	3.0	2.3	3.5	3.75	4.00
(3)	0.9	1.1	1.1	1.1	1.3	1.4	1.6	2.1	2.3	2.5	2.6
(4)	1.6	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2	1.2	1.25	1.4
(5)	2.78	2.36	2.45	2.55	1.81	2.07	1.88	1.57	1.52	1.50	1.54

- (1) = (SLA の Share の増加) ÷ (商業銀行の貯蓄性預金の増加)  
 (2) = SLA の Share の利回り (%)  
 (3) = 商業銀行の貯蓄性預金の利回り (%)  
 (4) = (2) - (3)  
 (5) = (2) ÷ (3)

示している。とくに貯蓄形態として競合関係にある流動資産形態の割合の変化は第五表に示すごとくである。ここで明かであることは, 商業銀行と Mutual Savings Bank の貯蓄性預金の相対的比率は戦後, 大体不変であったが, 政府貯蓄債券が減少し, この部分が丁度, SLA の shares の増加となって現われている。

個人の長期貯蓄に占める SLA の割合は, 第五表からも判るごとく, 7.7% (1945年) から 29.4% (1960) に増加し, 一方商業銀行のそれは, 31.3% から 32.0% へと不変である。1960年には SLA は商業銀行に, 長期貯蓄吸収機関としては同じウエイトを占めるまでに迫っている。この理由の解明は, 諸金融

【第五表】 個人の長期的貯蓄の保有形態

	1945年	1950	1955	1960
S L A	7.7%	11.7%	20.5%	29.4%
M. S. B.	16.1	16.8	17.9	17.2
Comm'l B.	31.3	29.6	29.5	32.0
政府貯蓄債券	44.9	41.8	32.0	21.4
Total.	100.0	100.0	100.0	100.0

機関の不均等発展の中でも重要なものの一つであり、種々の理由が考えうるが、次の三つの仮説を検討する。(1)利廻り較差が貯蓄性預金伸び率較差をもたらした。(2)個人の保有する流動性が高まったので、個人は流動性は低いが高収益のSLAに貯蓄した。(3)SLAのsharesの伸び率は、住宅建設および個人の不動産抵当借入れ(mortgage debt)と密接な関連がある。

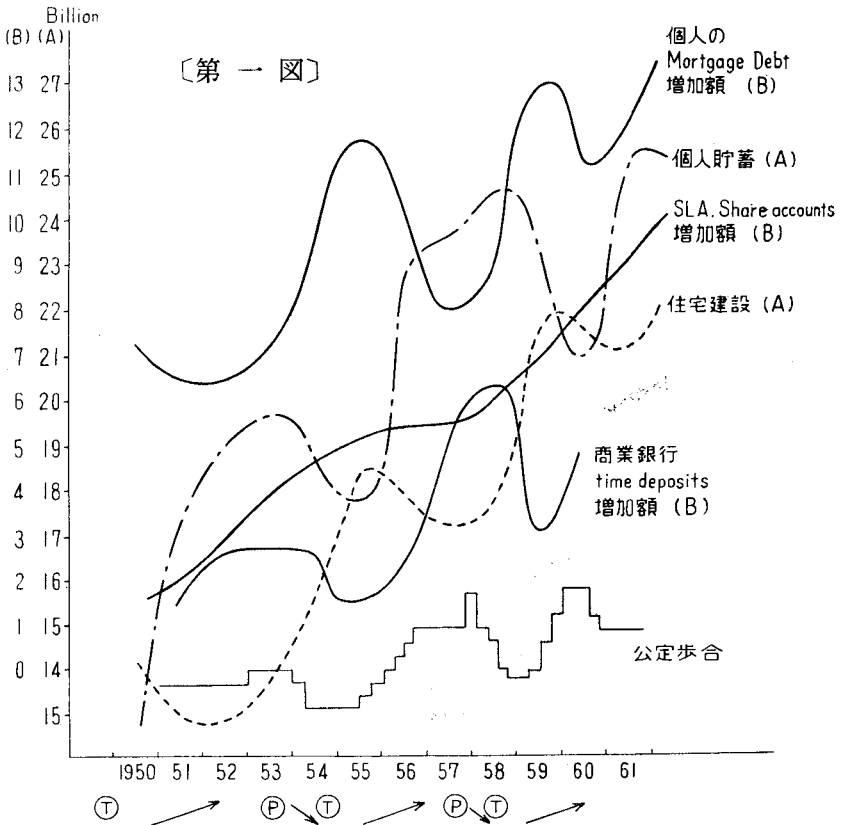
(1) SLAの商業銀行の伸び率の比率、を両者の貯蓄性預金のそれぞれの利廻りの比率および、絶対較差と比較して見る。すなわち第四表の(1)の変化の符合と(4)、(5)の符合をそれぞれ対応させて見ると次の結果をうる。

【第六表】

(1)の変化の符合	(4)の変化の符合	数	(1)の変化の符合	5の変化の符合	数
+	+	2	+	+	2
-	--	3	--	--	3
+	--	2	+	-	3
-	+	2	-	+	2
+	0	1			

第六表より明かなごとく、SLAと商業銀行の貯蓄性預金の増加額の相対比率は、両者の利廻りの絶対較差にも相対較差にも密接には関連していない。すなわちいずれの場合にも変動の方向が同じである年は5、変動の方向が相反する年も5、という結果がみられる。

(2) 第二の仮説は、Alhadeff 夫妻によって主張されている見解である。彼等によれば、個人貯蓄者は、SLA の share accounts と商業銀行の time deposits を代替的に考えている。そして両者の比較選択の基準としては、危険 (risk) と収益 (return) の二つがある。time deposits の方が、SLA の share accounts よりも、収益は低いが、また危険も低く、より流動的である。戦後、アメリカでは個人の流動資産の保有が増加し、また所得も相当増加した。更に一般的繁栄の社会的・心理的雰囲気が強くなり、1930年代、大不況の頃の



(3) David Alhadeff and C. P. Alhadeff. "The struggle for Commercial bank savings". Q. J. E. Feb. 1958.

SLAの打撃についての人々の記憶は薄れている。この様な事情は、個人が share accounts と time deposits を選択する場合に、危険は少々高いが、収益性の有利な前者を選択せしめるように、個人貯蓄者の選択函数 (Preference function) を変化させた。以上が Alhadeff の見解である。

(3) 第三の仮説はわれわれのもので、住宅建設需要→個人の mortgage loan に対する需要→SLA の share, という作用経路である。第二図は、1950年より1960年までの、個人貯蓄、商業銀行の time deposits の増加数、SLA の share accounts の増加額、個人の mortgage debt 増加額、住宅建設 (非農業) 投資額、および景気指標の参考として公定歩合のグラフである。この10年間に景気循環の波は二つあった。景気循環の頂点 (peak) と底 (trough) の指定は National Bureau of Economic Research によって、グラフの横軸に記入してある。

このグラフから次の事が判る。

(1) 個人貯蓄額は景気循環と、やゝ time-lag をもって相似的動きをしめしている。

(2) 商業銀行の貯蓄性預金の増加額も、個人貯蓄時系列曲線と相似的動きをしめしている。

(3) 住宅建設と個人の mortgage debt の増加額とは高い相関関係をもって動いており、この両者はともに contra-cyclical な動きをしている。

(4) SLA の share accounts の増加額は、住宅建設、個人の mortgage debt の増加額の動きの方向と同様に変動している。

1953年末から1954年へ、1957年後半から1958年へかけて、景気後退・景気の底があったがこの間、time deposits の増加のテンポは減少したが、SLAの share accounts のそれは増加している。また1956~1957年にかけての好況期には、逆に time deposits が加速度的に増大しているのに反して、share accounts の方は増加の伸びが止っている。

住宅建設 (contra-cyclical の動き) は、個人の mortgage loan 需要に作用し、後者はSLAの share accounts の増加に更に結びついているのではないかと、というのがわれわれの仮説である。しからば次に住宅建設の決定要因は何であるかという問題が生じて来る。

## VI 住宅建設資金貸付け機関としての SLA。

住宅建設投資は、戦後アメリカ経済においては粗民間投資額の約三分の一を占めている。非常に重要な要素である。更にこれは、**contra-cyclical** な動きをして、いわゆる **built-in-stabilizer** として注目すべきものである。

住宅建設需要の決定要因としては、人口構成変化および増加、郊外化傾向、家族構成変化、個人所得、建設コスト等々が複合的に考えるが、われわれは最後の建設コストを取り上げて分析を試みよう。

いま個人による住宅建設の資金が、全額借入れによってなされると想定する。他の条件にして不変であれば、住宅建設に着工するかどうかの決意を左右するものは、次年度からその個人が経常所得より返済しなければならぬ元利合計の金額であろう、というのがわれわれの仮説である。この元利合計を建設コスト指数、 $X$ 、と呼ぶことにすると、非農業住宅建設額、 $Y$ 、は

$$Y = a + bX$$

で表わされる。

【第七表】

	住宅建設 コスト(C)	Home Mortgage の金利(r)	平 均 償 還 期 間 (y)	X	X'
年		%	年		
1953	106	5	16	100	100
1954	105	5.5	16	103.4	98.6
1955	108	5.5	18.5	98.7	86.9
1956	111	5.5	18.5	101.5	91.0
1957	110	6.0	18.5	105.2	90.6
1958	108	6.0	20.2	99.1	80.7
1959	110	6.0	21.1	101.6	78.7

(4)

(4) Sources: "Federal Credit Agencies". Research Study for C. M. C. 1963. Prentice-Hall, Inc. pp. 17-18, pp. 29-30の統計より下記の指数を計算した。

$X'$  は  $\frac{C \times (100+r)}{y}$  を指数化したもの。

$X$  は  $\left( (C \times r) + \frac{C}{y} \right)$  を指数化したもの。

第二図の個人の mortgage debt の増加額は、1955年と1958～9年がピークであり、1957年が底になっている。これは第七表の住宅建設コスト指数 ( $X$ あるいは $X'$ )と正に逆の動きを示している。 $X$ についていうと、上下方向に5パーセントづつも変動しており、着工時の選択如何によって10パーセントも差があることがわかる。その場合の決定因は償還期間 ( $y$ ) の変化である。

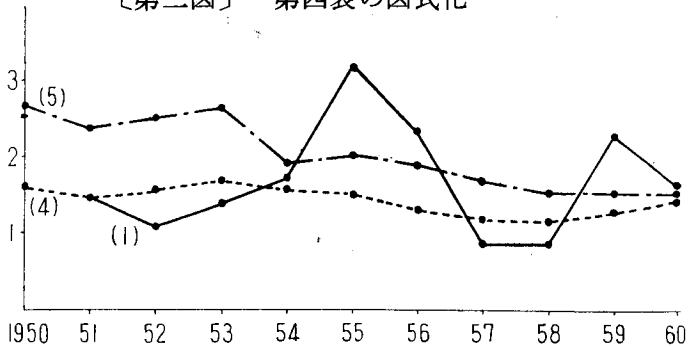
$Y=a+bX$ , について見ると、1954年から1958年(景気の一循環)の間は、相関関係が高い。次の一循環は更に成長要因によって函数がシフト ( $a$ の値が大きくなる)する傾向が見られる。

また、 $Y'=a'+b'X'$ , についていうと、全期間にわたって相当高い相関関係がある。

$$Y = 44.04 - 0.256X', \quad (r = -0.90) \\ (0.0012)$$

(5) 商業銀行が、デパートメント・ストア的に種々の営業を遂行するのに対して、SLAは thrift タイプの貯蓄を吸収し、住宅建設資金を供給する、いわば専門店である。したがって、過去のSLAの顕著な成長は、住宅建設需要の成長に依存していた。したがって今後SLAの成長経路を決定する最も重要な要素は、将来のアメリカ経済における住宅建設の動向であろう。

〔第二図〕 第四表の図式化



【主要参考文献】

L. T. Kendall, "The Savings and Loan Business". a monograph for C. M. C. 1962. Prentice-Hall.

(1964年7月30日稿、本稿は1963年10月26日、神戸大学金融研究会第89回研究会報告に加筆したものである。)

# 『金融政策の諸問題』

ミルトン・フリードマン

金融政策 (monetary policy) と通常称せられているものの中、二種類が区別して考えられなければならない。その一つは、利率を中央銀行 (貨幣当局) が操作する政策であって、これは信用政策 (credit policy) と呼ばれるもので、他の一つは貨幣量 (the stock of money) を中央銀行が control するもので、これは『本来の金融政策』 (the monetary policy proper) と呼ばれるべきものである。

次の順序項目で金融政策を考察しよう。

1. 金融政策の目的 (the objectives)
  - a) 国内的安定 (the domestic stability)
  - b) 国際収支安定
2. 金融政策の直接的基準 (the immediate criteria of monetary policy)
  - a) 利率
  - b) 貨幣量
3. 金融政策の特殊な諸用具
4. 日常の金融操作 (the day-to-day operations) ——金融政策効果の time-lag の問題。

1. と 4. の問題は、いはば金融政策の戦略問題 (strategies) であり、3 と 4 の問題は金融政策の戦術問題 (tactics) である。

## I 金融政策の目的

J. M. Keynes "A Tract on Monetary Reform" 1925 においても問題

にされているごとく、金融政策の目的としては、次の三つの経済政策 (policies) を考えて見る必要がある。

- (i) 国内物価安定
- (ii) 外国為替相場安定
- (iii) 自由貿易 (貿易の数量的制限をしないこと。)

注目すべきことはこの三者のうち二者のみが両立可能 (compatible) であるということである。例えば(i)高雇用水準が保持されるような水準に、国内物価を政策的に維持し、かつ、(ii)外国為替相場を固定化するならば、国際収支は均衡する保証はないので(iii)の自由貿易の原則は violate され、国際収支均衡のためには、貿易の数量統制が不可避になるであろう。あるいは、(ii)固定的為替相場政策が採用され、さらに(iii)自由貿易政策が採用されるとするならば、国際収支を均衡させるためには、国内物価水準が伸縮的にならなければならない。すなわち(i)が violate される。

例えば、古典的金本位制においては、金平価の固定化により、(ii)外国為替相場は固定的であり、また自由貿易主義によって、(iii)の条件も充されていたが、金・外貨準備確保のために国内物価は伸縮的 ((i)は violate される) でなければならなかった。目的としては国際収支均衡、(iii)が国内物価安定、(i)よりも重視されていた。

あるいは、フィリピン、かつてのカナダの場合には、伸縮的外国為替相場の政策がとられ ((ii)が violate され)、国内物価安定と自由貿易原則の二者が選択された。あるいは現在のインドの如く貿易統制 ((iii)が violate) が実施され、国内物価安定と、為替相場安定を図らんとする政策が採用されている場合もある。

(i)、(ii)、(iii)の三つの policies のうち、いずれの二者を政策目的として採用するかは、その国の発展段階、歴史的事情によって、特定の組合せが最善であろうが、対策当局は、(a)国内安定か、(b)国際収支安定かのいずれかの目的 (objective) を決定し、この目的に一番有効な政策 ((i)、(ii)、(iii)のうち二つ) を採用しなければならない。この場合必要なことは政策当局は、いたずらに採用された目的・政策を変更してはならないので、首尾一貫して、継続的に目的・政策を遂行しなければならないということである。すなわち貨幣当局は



the established rules を遵守しなければならない。

2. 金融政策の直接的基準 (the immediate criteria) 基準として利子率が用いられる場合。

中央銀行が金融政策、例えば金融引締め、あるいは金融緩和政策を行う場合、何を基準 (criterion) にして政策を行うかの問題がある。基準として利子率水準と貨幣量の二つが考えうる。すなわち金融引締め政策 (緩和政策) がとられる場合、利子率が引上げられ (引下げられ) るわけで、この利子率の変動方向を、中央銀行は特定の金融政策の目じるしとして利用するわけである。しかし、利子率を基準として用いる場合、困難な問題が発生する。すなわち利子率構造の問題である。現実の利子率は長・中・短期諸利子率の系列から成っているのだから、今利子率が引上げられた (金融引締めの政策として) としても、いずれの利子率が、どれだけ上昇したかは、それぞれの長・短利子率によって相違しているであろう。あるいは変動の方向が逆であるかも知れない。中央銀行は利子率構造 (曲線) を特定化 (specify) することは出来ないのである。なぜならばそれは究極的には長・短資金の需給、市場の期待等々によって、market-mechanism によって決定されるからである。かかる事情のもとに中央銀行が特定期間 (例えば短期) の利子率のみを、金融政策の基準として使用することは不充分で、厳密ではないといはねばならない。

ところが、貨幣量は homogeneous であり、中央銀行は貨幣量の増減をもって正確に金融政策の基準とすることが出来る。

Keynes 以前においては、中央銀行は利子率を金融政策の基準としていた。すなわち利子率の騰落をもって金融引締め、緩和と見做して (identify) いたのである。この理由の一つには、中央銀行が商業銀行の発展したもので伝統的に credit policy が monetary policy と見なされたということと、更に金本位制が支配的で、固定的為替相場が採用されていたことである。このことは、中央銀行は貨幣量を決定出来るという、強力な武器を放棄したものに他ならない。

ここで注目すべき事実、利子率変更の結果である貨幣数量を基準とすることと、利子率の変更そのものを基準とすることとは、本質上全く異なるものであるということである。例えば 1929 年から 33 年にかけて不況対策と

して低金利政策が採用されたが、貨幣量は三分の一に減少しているのである。ここでは利子率を基準とすれば、金融緩和政策であるが、貨幣量を基準として見れば、「金融引締め政策」と言はねばならない。もしこの時期に連邦準備銀行が、貨幣量を政策の基準として使用し、貨幣量を維持する政策をとっていたならば、不況はもっと金融政策によって緩和されていたであろう。利子率引下げでは金融緩和政策の指標とならない場合がある。一方貨幣量の増減の方は金融政策の方向と one-to-one の対応関係がある。

アメリカにおいては、連邦準備銀行によって、1930年代の後半になってやっと、貨幣量の増減をもって金融引締め緩和政策の基準として用いられるようになり、1950年代になってはじめて、それが明示的に述べられるようになって来た。

### 3. 金融政策の特殊な諸用具 (specific tools)

アメリカにおいては、消費者信用の頭金 (down payments), 株式取引きのマージン率の決定などが、金融政策の特殊用具として議論されるが、これは一般的な意味での金融政策手段でなく、セクター的、産業的統制手段である。

### 4. 日常の金融操作——金融政策効果の time-lag の問題。

現実金融政策を行う場合には、政策効果の時のずれは、政策時点を決定する上に非常に重要な問題である。アメリカ経済においては、今金融政策を貨幣量の増減と理解し、その効果の及ぶ経済活動雇用 (生産) と考えるならば、大体時のずれは一年、あるいはそれ以上あると思われる。したがって現実の金融政策は、その効果から言うといつも、行きすぎ (overshooting) の傾向をもっているようである。つまり引き締め政策は、不当に経済を引き締めすぎ、緩和政策は経済を過熱させすぎる偏向 (bias) をもっている。

金融政策の基準として貨幣量を使用する方が正当であるとする議論の背後には、貨幣量の増減が同時に経済の諸セクターの spending を増減させることが前提されねばならない。すなわち  $M = k \cdot Y$  において  $k$  (貨幣の所得流通速度の逆数) が比較的安定的であることが前提とされねばならない。この流通速度は統計を見るならば、景気循環の各局面に応じて、波動をえがくのである。すなわち  $M(t) = k(t) \cdot Y(t)$  において  $k(t)$  は波動はえがくのである。しかし、貨幣量増減の経済活動への時のずれを考慮に入れて、 $M(t) \cdot Y(t + \theta)$  を考え

るならば、 $k(t)$  は時のずれのない場合に比してはるかに安定的なものとなる。

最後に、最近私が提唱している金融政策について附言したい。中央銀行は経済の成長に見合った必要貨幣量を年々一定率（例えば3%）で増加すべきであって、いたずらに景気対策として貨幣量を恣意的に増減すべきでない。というのが私の主張である。これは誤解されてはならないのであって、もし真実、正しい有効な対景気金融対策があれば、私はこれにいたずらに反対するものではない。しかし、現実採用された過去の金融政策は景気をむしろ不当に悪化させたり、過熱させたりしているので、これよりは中央銀行は公表された一定の貨幣量増加政策を採用した方が、はるかに景気対策としても有力であったと考える。より良い金融政策を知らないから、私は一定率で貨幣量を増加させる政策を推奨するのである。

この講演は1963年5月23日神戸大学金融研究会の研究会で行われたもので活発な質疑応答が行われたが、これは割愛します。以上はメモにもとづく簡単な報告要旨である。

（文責 三木谷良一）

## 執筆者紹介（執筆順）

- |          |          |                |          |   |  |                        |
|----------|----------|----------------|----------|---|--|------------------------|
| しん<br>新  | じょう<br>庄 | ひろし<br>博       | .....    | 神戸大学経済学部教授<br>神戸大学経済経営研究所教授<br>金融専門委員会委員長 |  |                        |
| いし<br>石  | だ<br>田   | きだ<br>定        | お<br>夫   | .....                                     | 日本銀行調査局調査役                               |                        |
| あずま<br>東 |          | とし<br>敏        | お<br>夫   | .....                                     | 東京銀行神戸支店長                                |                        |
| み<br>三   | き<br>木   | たに<br>谷        | りょう<br>良 | いち<br>一                                   | .....                                    | 神戸商科大学助教授<br>金融専門委員会委員 |
| おい<br>大  | の<br>野   | まくの<br>喜久之     | すけ<br>輔  | .....                                     | 神戸大学経済学部助教授<br>金融専門委員会委員                 |                        |
| や<br>矢   | お<br>尾   | じ<br>次         | ろう<br>郎  | .....                                     | 神戸大学経済学部教授<br>神戸大学経済経営研究所教授<br>金融専門委員会委員 |                        |
| いわ<br>岩  | い<br>井   | しげる<br>茂       | .....    | 大阪経済大学教授                                  |  |                        |
| のり<br>則  | たけ<br>武  | やす<br>保        | お<br>夫   | .....                                     | 神戸大学経済学部教授<br>金融専門委員会委員                  |                        |
| ふじ<br>藤  | た<br>田   | まさ<br>正        | ひろ<br>寛  | .....                                     | 神戸大学経済経営研究所助教授<br>金融専門委員会委員<br>(幹事)      |                        |
| いし<br>石  | い<br>井   | りゅういちろう<br>隆一郎 | .....    | 神戸大学経営学部助教授<br>金融専門委員会委員                  |  |                        |
| の<br>能   | せ<br>勢   | のぶ<br>信        | こ<br>子   | .....                                     | 神戸大学経済経営研究所助教授                           |                        |

神戸大学金融研究叢書

---

昭和40年1月25日印刷

(非売品)

昭和40年1月27日発行

編 者  
発 行 者

神戸市灘区六甲台町

神戸大学経済経営研究所

神戸市兵庫区湊町一丁目八六番

印 刷 所

神戸印刷株式会社

---