

神戸大学金融研究叢書

第 2 册

金 融 研 究



神戸大学経済経営研究所

1 9 6 6

金融研究

神戸大学

経済経営研究所

1966

目 次

〔研究〕

定期預金に関する金融の理論と金融政策論……板倉 董 一	1
国際流動性におけるフローとストックの問題…松村 善 太 郎	19
国際信用乗数と国際資金循環……………則 武 保 夫	41
国際資金需要と金選好……………藤 田 正 寛	53

〔調査報告〕

「銀行経営の実態調査」

の結果に関する報告……矢尾次郎・則武保夫・藤田正寛	83
---------------------------	----

〔覚書〕

短期金融と長期金融……………小 寺 武 四 郎	113
近代利子論生成の一齣……………三 上 隆 三	123
金融機関における事務機械化 より経営機械化への推移と展望……………米 花 稔	137
相互銀行の現状と問題点……………田 中 義 一	147
証券市場とマネー・フロー……………三 木 谷 良 一	169
利子率の期間別構造についての予想理論……………大野喜久之輔	179
低開発国金融の基礎的問題……………藤 田 正 寛	189
わが国の製造業における在庫変動と金融変動…安 居 洋	203

序

「神戸大学金融研究叢書」第2冊をここに刊行する。本書は、「神戸大学経済経営研究所金融専門委員会」と「神戸大学金融研究会」のメンバーが、ここ1カ年間に行なった「国際金融の現段階の理論的・実証的研究」の一部を特集して、さきに発行した「金融研究I」について世に送ろうとするものである。

なお、われわれの研究は引きつづき貨幣・金融についての国内的側面と国際面とを併行して進める予定であり、近く、出版の本研究叢書、第3冊にその成果を集録することになっている次第である。

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各金融機関当局に厚く感謝の意をささげたい。

1967年1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

矢 尾 次 郎

定期預金に関する金融の理論と 金融政策論

板 倉 董 一

は し が き

本稿の主なる目的を一応簡単に摘記すると、①銀行の定期預金を金融の理論、ことに近年注目すべき発展、展開をあらわしている流動性の理論、あるいはポートフォリオ・セレクションの理論などがどう取扱っているか、②中央銀行の金融政策論ないし金融政策の理論においては、これをどう取扱っているか、③わが国の日本銀行の金融政策上の定期預金に対する取扱いは、再吟味を要するのではないか、といった諸点について、若干の考察を加えてみようということである。

なお、ここで多少の補足ないし注釈しておきたいことの一つは、「銀行の定期預金」とは、信用創造機能を行う民間金融機関（いわゆる銀行組織）の定期預金および貯蓄預金などを指すことである。もっとも、イギリス、アメリカなどの諸国では、この機能を行うものはもっぱら商業銀行であるから、商業銀行の定期預金（イギリスにおける統計上の銀行預金の分類では預金勘定 *deposits account* アメリカの分類では定期預金 *time deposits* と貯蓄預金 *saving deposits*）ということになる。ところが、わが国では信用創造機能を行う民間金融機関は、周知のように、いわゆる銀行（金融機関の分類でいう全国銀行）ばかりでなく、農林中央金庫、商工中央金庫、相互銀行、信用金庫、信用組合などが含まれるから、これらの金融機関の定期預金および貯蓄預金、より具体的には、日本銀行統計局の「通貨増減要因分析」および「資金循環勘定」などでいう「貯蓄性預金」を指すことになる。しかし、この「貯蓄性預金」の主要部分を占めるものは、銀行の定期預金であるから、これを「貯

蓄性預金」の代表的なものとみなして、わが国の場合もやはり銀行の定期預金の中心に考えることにする。

次は、上記の②における「金融政策論」ないし「金融政策の理論」という用語である。中央銀行の金融政策が総需要に影響を及ぼすプロセスの分析を「金融政策論」あるいは「金融政策の理論」と名付けてよかろうか、と考えて、そうした意味でこの言葉を使ったのである。

さらに、わが国のほか、アメリカおよびイギリスなどの諸国における定期預金の実際の状態をいろいろ記述したのは、「流動性の理論」などのような経済主体の行動態度を基礎とする理論においては、とくに実際の金融制度、機構との関連を常に考慮する必要性が大きいと考えるからである。また、アメリカの定期預金について比較的詳しく記述するのは、アメリカでは近年銀行の定期預金が急激に増加したことから、定期預金について学者、実際家などの間にいろいろの論争を生じ、連邦準備制度当局の定期預金に対する取扱い態度も変化してきているからである。さらに、このようなアメリカの事情が、わが国の定期預金の取扱態度に対して、多大の示唆を与えるものと考えられるからである。

1. 金融理論および金融政策論の定期預金の取扱い

——多数説ないし一般説——

(1) 金融理論としての取扱い

銀行の定期預金の実際の状態は、その国その時代によっていろいろ異っており、とくに、イギリスとわが国およびアメリカなどの諸国との間の違いは大きい。また「流動性の理論」あるいは「ポートフォリオ・セレクションの理論」などにおける定期預金の取扱いも、それぞれの学者によってかなり区々である。したがって、各国の実際と矛盾しないような一般説ないし多数説は求め憎い状態にある。そこで、ここではわが国およびアメリカなどの実際にも一応あてはまるような一般説ないし多数説の内容を簡単に摘記すると、

1) 銀行の定期預金は直接的には財貨および用役に対する支払手段として機能できないから、貨幣（要求払預金）と区別して、「準貨幣 quasi-money」

あるいは「近似貨幣 near-money」として取扱う。

2) 銀行の定期預金の動きが総需要に影響を与えるのは、支払手段としての貨幣との間に緊密な代替性があるからである。

ということになる。そして、こうした考え方が、最初にケインズの『一般理論』において「流動性選好」の概念が提起されて以後、多くの学者による展開、修正を経由してきた「流動性の理論」における定期預金に対する取扱いの多数説ないし一般説であると思う。

ところで、この考え方は、銀行の定期預金を経済主体の資産保有形態に対する選択対象としてみるものであって、この点、政府証券などのような市場性のほぼ完全な流動的金融資産と同じ性質のものとして取扱うのである。もっとも、銀行の定期預金は、信用創造機能を行う銀行組織に対する請求権であるという点では、銀行以外の金融機関の預貯金、有価証券などとは異なる特性があるが、経済主体の資産保有形態の選択対象であることでは、同じ性質のものともみなすのである。

また、この考え方は、経済主体が資産として保有する金融資産は、貨幣を含めてすべて直接的には総需要とは関係のないもの、つまり、総需要に対する「洩れ leakage」とみなすものであって、これはケインズの流動性選好の概念ばかりでなく、流動性選択の理論の多くのものに受け継がれている考え方である。周知のように、ケインズの流動性選好の概念では、もっぱら貨幣と債券との間の選択関係を取り上げて、これが社会全体の貨幣に対する需要を決定する一つの大きな要因と考えるのであるが、このような経済主体が資産として保有する貨幣（つまり、価値貯蔵手段として機能している貨幣）は、債券と同じく直接的には総需要とは関係がないと考えている。もっとも、ケインズ理論では、貨幣と債券との選択関係によって、もっぱら利率が変化し、これが総需要に影響を与えるものとみることが、周知の通りであるが、これを利率の変化を媒介とする間接的関係であって、直接的な関係ではないというのである。そして、こうした考え方が、前記のごとく、現代の流動性の理論の多くのものに引き継がれている。

定期預金の問題からいくぶん横道にそれたが、定期預金だけについていえば、これは経済主体が過去の貯蓄によって形成され、その期の貯蓄によって

増加した資産残高に対する一つの保有形態として選択したものであって、その保有目的において財貨および用役に対する需要との関係が遮断されているから、これは直接的には総需要とは一応関係がないものとみなすというのである。

このように、この考え方では銀行の定期預金は直接的には総需要と関係がないが、他面貨幣の間、とくに支払手段として機能する貨幣との間に緊密な代替性があるために、間接的には総需要に対して相当大きな影響を与えるものとみることが先きに記述したとおりである。もっとも、銀行の定期預金の動きが総需要に影響を与える過程としては、この「貨幣との代替性」のほかにも、①定期預金およびその他の金融資産の蓄積残高の大きさ自体が総需要に与える影響（通常、金融資産効果と呼ばれる）、②銀行の定期預金の動きが、その信用供与態度（銀行信用の「アヴェイラビリティ availability」）に及ぼす影響を通じて総需要に影響を与える、という過程などを取上げうるものと思う。

このうち①の過程、つまり、金融資産効果は、周知のように、アメリカのガーレー・ショーによって展開された金融理論の強調するところであり、また、イギリスのラドクリフ委員会報告の理論的背景となったものである。そして、これは金融資産の蓄積残高の大きさの如何が直接的に経済主体の消費支出あるいは投資支出の決定態度に影響を与え、また利子率に及ぼす影響を通じて総需要に影響を与えるという過程を考えるのであって、銀行の定期預金だけを問題とするものでない。しかし、銀行の定期預金は経済主体の資産保有形態選択の重要な一つの対象であるという点で、この過程が取上げうるというのである。

次に、②の過程は、銀行の定期預金は要求払預金（貨幣として取扱われる）と同じく、銀行の負債勘定であるという、その他の準貨幣ないし金融資産と異なる特別な性質をもつものであって、この特性からも銀行信用の「アヴェイラビリティ」に影響を与えるものとみるのである。もっとも、銀行信用の「アヴェイラビリティ」と総需要との関係を力説する考え方は（通常、アヴェイラビリティ・ドクトリン、ローザ・ドクトリン、閉じ込め効果 lock-in effect などと呼ばれているもの）、ここでいう②と過程とは観点が異っており、銀行の資産勘定の側、とくに政府証券が銀行の資産保有形態選択に対する行動態

度に与える影響をもっぱら問題として取上げるものであって、銀行の負債勘定である定期預金を問題とするものではない。しかし、家計および企業などの経済主体の資産保有形態に対する選択態度が何等かの事情によって変化して定期預金の形態の保有が増減する場合は、銀行の預金勘定の構成割合（要求払預金と定期預金の割合）あるいは、総預金は当然に変化し、この負債側の変化が、資産側における資産保有形態に対する行動態度、つまり、銀行信用の「アヴェイラビリティ」に影響を与えるという過程が考えられるのである。そして、このような意味の①の過程は、定期預金に対する金融政策論ないし金融政策の理論の観点からは、一つの重要な問題となるかと思う。

ところで、これらの①および②の過程にしても、実際には「貨幣との代替性」を前提とするものであることに注意するを要する。すなわち、①の過程は、定期預金および他の金融資産と貨幣との間に緊密な代替性があるから、金融資産の蓄積残高が総需要に影響を与えうるのであり、②の過程にしても、定期預金と貨幣との間に緊密な代替性が保証されているからこそ、定期預金が経済主体の資産保有形態選択の重要な一つの対象となり、この過程が生ずることになるのである。この点で定期預金と総需要との関係は、もっぱら「貨幣との代替性」に帰着するものとみなすことができるだろう。そして、この代替性の程度の如何は、その国その時代における定期預金に対する制度ないし慣習などによって相当大きな違いがあるということになる。

(2) 金融政策論における取扱い

イギリスの場合を一応別として、わが国およびアメリカなどの諸国における、定期預金に対する金融政策論ないし金融政策の理論の取扱いを概観すると、銀行の定期預金は準貨幣ないし流動的金融資産であるという観点が重視される一方、貨幣との間に緊密な代替性をもつという観点が軽視されて、銀行の定期預金の動きは貨幣供給から、また総需要からの「洩れ leakage」とみなし、中央銀行の金融政策の操作対象でない、という取扱いとなっているものと思う。もっとも、アメリカの連邦準備制度は1963年ごろから以後、定期預金を金融政策の操作対象とする方向に変ってきていることは、後述するが、それまでは操作対象でないという取扱いであったし、わが国では引続き

そうした取扱いとなっている。この事情は、日本銀行の「通貨増減要因分析(マネーサプライ)」に端的に示されていると思う。

このような定期預金を金融政策の操作対象でないとする取扱いの理論根拠としては、前述したところの「経済主体が資産として保有する金融資産はすべて直接的には総需要とは関係がない」という、流動性選好の概念あるいは流動性の理論の考え方に基づくものといってよい。この事情を「マネーサプライ分析」について、簡単に説明すると、この分析では、周知のように、ある一定期間の定期預金の増減を貨幣供給からの「洩れ」としているが、これは単に統計数値上のことだけでなく、定期預金を貯蓄の一部として総需要の「洩れ」とみなすことを意味する。前述のように、経済主体の資産は、過去の貯蓄によって形成されたものであるが、その期の資産増加はその期の貯蓄とみなすのである。この場合は、定期預金の増加は、経済主体の貯蓄性向と資産保有形態に対する選択という二つの要因によって決まることになる。すなわち、貯蓄は国民所得の従属変数であって、貯蓄性向によって国民所得の一定割合が貯蓄となり、この貯蓄の一定割合が資産保有形態に対する選択態度如何によって、定期預金となるという解釈となる。このように解釈するなら、定期預金は国民所得の形成とは直接的な関係がない。換言すれば、総需要の「洩れ」であると一応みなすことができる。そして、こうした解釈の下で、いままでの金融政策論ないし金融政策の理論では、定期預金を金融政策の操作対象ではないという取扱いをしてきたものといってよかろう。ところが、こうした解釈がどの程度まで合理性をもつか否かは、定期預金と貨幣との間の代替性の程度にかかわるということになるだろう。こうした見地から、以下、イギリス、アメリカおよびわが国の定期預金の実情をみとみることにする。

2. イギリスの定期預金

前記の多数説ないし一般説は、イギリスの定期預金には当てはまらない。イギリスでは、ケインズの『貨幣論』および『一般理論』における取扱いのように、要求払預金と有期預金を区別せずに銀行預金をすべて貨幣とみる考え方をとる学者が多いし、イングランド銀行の金融政策もこの考え方に立脚

している。したがって、イギリスでは銀行の定期預金を金融理論、また金融政策論ないし金融政策の理論において、どう取扱うべきかは、実際の問題とまらない状態にある。

イギリスの銀行の有期預金 (deposits account と呼び、7日前予告によって払いもどされ、公定歩合を常に2%下回る利子をつけられる。ロンドン手形交換加盟銀行の総預金の40%内外を占める) は、厳格にいうならば準貨幣ということになるが、実際には予告期間前でも慣習上つねに払いもどしに应ずることになっている (この場合には利子は支払わない)。この点で、イギリスの銀行は要求払預金と有期預金の差別を重視しないという制度的取決めによって、銀行預金をすべて貨幣として取扱っており、イングランド銀行もまたそうした取扱いを行っているため、実質的には銀行預金はすべて貨幣として機能しているということになる。

なお、このような制度的取決めということからいえば、戦後のイギリスでは、銀行の定期預金ばかりでなく、大蔵省証券および中長期国債などについてもイングランド銀行は貨幣との間の代替性をほぼ完全に保証するという取扱いを行っている。もっとも、中長期国債にはイングランド銀行の公定歩合操作に伴い価格が相当大幅に変動するから、いわゆる閉じ込め効果 **lock-in effect** が貨幣との代替性をいくぶん制約するとしても、大蔵省証券にはそうした制約は作用しない。この点からいえば、大蔵省証券についても制度的取決めによって実質上貨幣とみなするという取扱いが行われるといえる。こうした事情からみると、現代のイギリスでは、ラドクリフ委員会報告の力説するような、金融政策の操作対象として貨幣供給量よりも一般的流動性や国債管理の必要性を強調する金融政策論ないし金融政策の理論が現実的妥当性をもつことになる。

3. わが国の定期預金

前掲の多数説ないし一般説の考え方に立脚して、わが国の定期預金の主要な特色とみなしうる諸点と、日本銀行の金融政策上の取扱いについて、一応簡単に摘記すると、

1) わが国では経済主体の資産保有形態の選択対象となっている各種の金融資産のうちで、銀行の定期預金のウエイトが最も大きい。

2) わが国の定期預金は、形式上長期性であるが、実質的には各種の準貨幣あるいは金融資産のうちで貨幣との代替性は最も緊密である。

3) 日本銀行の金融政策では定期預金は貨幣供給および総需要からの「洩れ」とみる取扱いとなっている。

ということになるかと思う。以下、これらの事情について、いくぶん立ち入って考察することにしよう。

(1) 量的にみた重要性

わが国では各種の金融資産の蓄積残高のうちで、定期預金が最も大きなウエイトを占めており、これがわが国の金融構造の一つの特色とみなしうることは「付表1」（日本銀行調査局，“調査月報”，41年1月号，“主要国の資金循環の特色”に掲載のもの）の示すとおりである。もっとも、同表でいう「貯蓄性預金」は銀行の定期預金だけでなく、またその内容には各国の制度上、統計上の差異による多少の違いはあるにしても、わが国では各種の金融資産中、貯蓄性預金のウエイトが最も大きく、また貯蓄性預金の対国民総生産比率が最も高いことなどは、わが国では定期預金の重要性が著しく大きいことを示すものといえる。

このように、わが国では定期預金のウエイトが著しく大きいことについては、公社債市場の未発達、その他の制度的要因がいろいろ指摘できるとしても、その基本的要因としては、経済主体の金融資産保有形態の選択において、わが国では伝統的傾向として「資本価値の確実性」を重視する。つまり、資本損失 (Capital loss) を嫌う傾向が著しく強いことにもとづくものと思われる。すなわち、一般に家計および企業などの金融資産保有形態の選択は、各種類の資産形態について、④コスト（取引に伴う手数料など）、⑤市場性（売買できる市場の存在している範囲）、⑥資本価値の確実性、⑦所得の確実性、⑧実質価値の確実性などの諸要素に関して、各種の資産形態の長所と短所とを比較考量して決定するものと考えられているが、わが国ではとくに⑥が相対的に重視されるというのである。もっとも、どの要素が相対的に重

視されるかは、その時々^①の経済・金融情勢などによっても変化することはいうまでもないが、わが国では歴史的、伝統的傾向として②が重視されるというわけである。この考え方に大きな誤りがないとすれば、定期預金の量的重要が著しく大きいという特色には、大勢的傾向として今後も続くものと考えてよからう。

(2) 貨幣との代替性が大きい

通常、わが国の定期預金の特色として長期性がいわれている。銀行の定期預金の大部分（80%内外）が一年物であること、期限前払戻しを行なわないことなどからいえば、確かに長期性であるが、実質的には貨幣との間に緊密な代替性が確保されていることに注意するを要する。本来、比較的流動性の小さい性質の家計保有のものにしても、定期預金担保の貸出という形で、実質的な期日前払戻しが広く行われていることからいって、貨幣との代替性が保証されているといえる。さらに、わが国では定期預金の過半は企業保有のものであって、しかも、その保有動機が、後述するように、主として銀行借入を容易にするということにあることを考えると、貨幣との代替性は著しく大きいものといえる。

(3) 企業保有の定期預金

銀行の定期預金の統計では、その半分近くが法人預金であるが、個人預金のなかには、中小企業方面の「裏預金」と呼ばれているものがかなり含まれていることなどを考慮すると、実際には定期預金の過半以上は企業保有のものといえる。

さらに、大企業方面の定期預金保有状態を日本銀行の調査によってみると（“調査月報”，40年1月号，“わが国の企業流動性と金融政策”による），流動資産中（現金、預金、関係会社株式を除く有価証券）、定期預金が最も大きい（構成割合は、預金が90%以上と圧倒的に大きく、預金内訳では定期預金が半分に近い）。このような企業の定期預金の保有動機は、一般には一時的余裕金の運用とみなされており、この点でも比較的貨幣との代替性が大きい性質をもつが、わが国の企業金融の状態からみると、この動機にもとづく

ものは比較的少なく、最大の動機は、銀行借入を容易にしようということにあるとみてよい。

もっとも、わが国では、前者の動機にもとづくものと、後者の動機にもとづくものとを機械的に区別できない状態である。銀行借入を容易にする動機のものにしても、すでに借入金の担保あるいは見合になっている拘束性の強いもの、将来の借入円滑化に備えて自発的に保有するものなど、その内容は区々である上に、拘束性預金にしても、企業の資金繰り、あるいは銀行の貸出計画の都合などから、しばしば拘束性預金を取りくずされる場合のあることなど、二つの動機ははっきり区別できない状態にある。しかし、中小企業方面のものはもちろん、大企業方面のものをも含めて、企業の定期預金保有動機は、総じて銀行借入を容易にする動機にもとづくものといつてよからう。そして、そうした動機にもとづく定期預金は、貨幣との代替性が著しく大きい性質のものということになるだろう。

(4) わが国の定期預金の性質（要約）

以上に述べたところから、わが国の定期預金の性質を要約すると、初めに摘記したように、「形式上長期性であるが、実質的には各種の準貨幣あるいは金融資産のうちで、貨幣との代替性が最も緊密である」ということに帰着する。さらに、これを別の言葉でいうと、「わが国の定期預金は、貨幣（現金通貨および要求払預金）を除く金融資産中、最大の流動性と資本価値の確実性をもつところの準貨幣ないし流動的金融資産であって、貨幣との差異は、直接的な支払手段でないことだけである」ということである。そして、このような性質をもつからこそ、前記のように、「各種の金融資産中、定期預金が最も大きなウエイトを占める」ことにもなるものと考えてよからう。

(5) 金融政策上の取扱い

従来から日本銀行の金融政策上の取扱いでは、定期預金の準貨幣ないし金融資産という観点が重視される一方、貨幣との代替性が大きいという観点は軽視されて、定期預金は貨幣供給、また総需要からの「洩れ」とみなすことによつて、定期預金は金融政策の操作対象でないという取扱いが行われていること。また、こうした取扱いの理論的根拠などについては、すでにかなり

詳しく説明したので、ここでは省略しよう。

なお、定期預金と総需要との関係では、貨幣との代替性のほかに、定期預金の動きが銀行の信用供与態度に影響を与えるという過程のあることを既述したが、わが国ではこの過程がどうか、ここで簡単に触れておこう。わが国の定期預金の過半を占める企業保有のものは、主に銀行借入を容易にする動機にもとづくものであるということからみると、銀行の信用供与態度と定期預金との間に密接な関係があるはずと、一応いえそうであるが、実際にはわが国の銀行は総預金を基準として貸出態度を決めるのであって、定期預金自体とはあまり関係がない。これは、日本銀行が定期預金を金融政策の操作対象でないという取扱いを行なっているからである。もっとも、銀行の法定支払準備率は要求払預金と定期預金との間に僅かの差異はあるが、現在のところ法定支払準備率自体が極めて低く、実際には銀行の貸出態度に格別の影響を及ぼすものとは考えられない状態にある。

なお、昭和39～40年の株価低落の際に、株式、証券投資信託などから定期預金への資金移動が行なわれたことが、当時の金融引締め政策の効果を減殺したという観測もあるが、これは定期預金自体の動きによるものではなく、いろいろの経路を通じて銀行の総預金が増加して、これが銀行の貸出態度に影響を与えたのであるとみるのが、正しい解釈であると思う。

4. アメリカの定期預金

(1) 1960年代の初期まで

アメリカにおける銀行の定期預金についての考え方や取扱いは、1960年代の初期までとその後とでは、かなり変ってきた。従来は、前掲の多数説ないし一般説のように、銀行組織の要求払預金は貨幣として取扱い、その定期預金（貯蓄預金を含めて）は、銀行組織以外の金融機関の預貯金、政府証券などと同じく準貨幣、近似貨幣とする分析方法がとられてきた。また、連邦準備制度の金融政策においても、この見地に立って、銀行の定期預金は貨幣供給から、また、総需要から「洩れ」とみなして、金融政策の操作対象でないという取扱いが行われてきた。この点、わが国の場合とほぼ同じである。

なお、アメリカの定期預金は比較的長期性であること、従来利子率が比較的固定化していたことなども、わが国の場合に似ている。

もっとも、このように定期預金を準貨幣とみるのは、アメリカの多数説ないし一般説であって、一部に有力な反対論もある。例えば、フリードマン (Milton Freidman) は従来から要求払預金と定期預金を区別せずに銀行預金をすべて貨幣とみなす分析方法をとっているが、これは一応例外といってよかろう。また、銀行の定期預金を貨幣供給からの「洩れ」とみて、金融政策の操作対象でないという多数説の考え方ないし取扱いに対しては、フリードマンのほかにも有力な反論があった。その著例としては、ガーレー・ショーを中心とする「貨幣以外の金融資産の増大、銀行組織以外の金融機関の発達は、金融政策の効果を減殺する」という主張である。しかし、この趣旨からの反論は、「C M C 報告 Report of the Commission on Money and Credit, 1961」、同報告の背景となった諸論策などからみて、その当時においては一応少数意見であったとみなしてよい。

また、連邦準備制度は1936年以降長く据置いてきた銀行の定期預金および貯蓄預金の利子率の最高限度を1957年以後幾度も変更しているが、1962-3年頃までの利上げは、国内の総需要調整という金融政策の趣旨のものでなかった。その主要な狙いは、短期資金の国外流出阻止にあったが、これとともに銀行の定期預金および貯蓄預金の業務については、銀行以外の金融仲介機関と同じ立場で競争させるという趣旨のものであった。すなわち、銀行の要求払預金についての業務は、信用創造機能として金融政策の操作対象であるが、定期預金および貯蓄預金の業務は、銀行以外の金融仲介機関の預貯金業務と同じ性質のものであるから、これと同じ立場で競争させるがよいという、先きのC M C 報告の趣旨に沿ったものとも解釈できる。

(2) 企業保有定期預金の増加

1957年以後の定期預金の利上げ、とくに1962年の譲渡可能定期預金 (negotiable certificates of deposit—CD's) の発足以後、銀行の定期預金は急速に増加し、1964年末には連邦準備制度加盟銀行の定期預金および貯蓄預金 (政府関係、金融機関を除く個人および法人—IPC預金) は、要求払預金を超え

るという、アメリカとして始めての状態となった。とくに企業保有定期預金が増したが、これは CD's 発足の狙いが（従来、政府証券に向けられていた大企業筋の余裕資金を吸収する）奏効したこと、利率に敏感な大企業筋が要求払預金から定期預金に振替えたことなどにもとづく。企業の定期預金の増勢はその後も続いており、最近では加盟銀行の定期預金（貯蓄預金形式のものを除く。定期預金および貯蓄預金合計の3分の2は貯蓄預金形式のもの）の過半以上は企業のものともみられている。

元来、企業保有の定期預金は貨幣との代替性が緊密な性質をもつが、とくに CD's は企業の資金調達手段に利用されることを考えると、アメリカの銀行の定期預金と貨幣との代替性は相当大きくなっており、この点、わが国の定期預金の性質に接近してきているといつてよさう。

(3) 金融政策上の取扱い変化

銀行の定期預金および貯蓄預金の急速な増加、とくに企業保有のものが増勢が著しく、定期預金と貨幣との間に緊密な代替性のあることが一般に重視されるに伴い、定期預金をば連邦準備銀行の金融政策の操作対象に加えるべきであるという主張が次第に高まるに至った。

従来は、流動的金融資産と総需要との関係では、もっぱら政府証券と貨幣との代替性という点が問題となっていた。すなわち、銀行保有の政府証券と貨幣との間の緊密な代替性が連邦準備制度の金融政策、とくに金融引締め政策の効果を減殺するということであつたが、政府証券と貨幣との代替性については、公定歩合の変更に伴う政府証券価格の変動による「閉じ込め効果 lock-in effect」という調整作用が期待できるが、定期預金には資本価値の確実性が保証されているため、この「閉じ込め効果」は作用しない。さらに、現在のアメリカのように、要求払預金と定期預金との法定支払準備率の格差が大きい場合、定期預金増加が銀行の信用供与態度に与える影響、つまり、銀行信用のアヴェイラビリティの増大が金融引締め政策の効果を減殺することになる。こうした事情が次第に認識されるに伴って、銀行の定期預金をも金融政策の操作対象とすべきであるという主張が次第に高まったのである。

連邦準備銀行は、1963年以後、公定歩合の変更と同時に定期預金および貯

蓄預金の利率の最高限度を変更していることは（例えば、1963年7月、64年11月、65年12月の公定歩合の引上げの場合など）、また、長く据置いてきた定期預金および貯蓄預金に対する支払準備率を、1966年6月に5%から6%に上げたことなどは、定期預金を金融政策の操作対象に加えるという、連邦準備制度の政策対象をあらわすものと解釈できる。もっとも1966年6月の定期預金の支払準備率引上げ、また同年7月の定期預金利率の一部引上げなどには、近年における銀行の定期預金の急激な増加に対する銀行以外の金融仲介機関の不平をいくぶん抑えようという趣旨もあるとしても、基本的には上記のように解釈すべきであると考えられる。

（備考）

- 1) 近年における銀行の定期預金および貯蓄預金の状態について、Federal Reserve Bulletin は、詳しい実証的あるいは理論的な調査資料を掲載している。例えば、
 - ① “Time Deposits in Monetary Analysis,” Staff Economic Study, Oct. 1965,
 - ② “Time and Saving Deposits, Late 1965 and Early 1966,” Apr. 1966,
 - ③ “Change in Time and Savings Deposits, Dec. 1965~May 1966”, Aug. 1966,
 - ④ “Time Deposits and Financial Flows”, Dec. 1966.

なお、①は定期預金について計量経済学的分析を行って、定期預金の利率に対する感応性の大きいことを示したものであり、②～④は銀行の定期預金が急増したこと企業保有分の増勢が著しいことなどを詳しく分析している。

- 2) 定期預金の利率は相対的に高く、連邦準備銀行の公定歩合は現在（1966年10月以後）4 $\frac{1}{2}$ %、預金利率の最高限度は貯蓄預金4%、定期預金は90日以下4%、90日以上5%。

5. わが国の金融政策上の取扱いに対する再吟味の必要性

先きに述べたように、わが国では経済主体の資産保有形態の選択対象となっている各種の金融資産のうちで、銀行の定期預金が最も大きなウエイトをもっていること、さらに、この定期預金と貨幣との間の代替性はきわめて緊密であることなどの事情を重視すると、銀行の定期預金を貨幣供給および総需要からの「洩れ」とみなして、これを日本銀行の金融政策の操作対象でないという、いままでの取扱いは当然に再吟味しなければならないことになる

だろう。

もっとも、従来のように、日本銀行の金融政策が主に「窓口規制」ないし「道義的説得」などによる銀行の信用供与量に対する直接的統制に重点をおくならば、定期預金に対する取扱いを変える必要性は乏しいであろう。しかし、今後の日本銀行の金融政策は、主として金融市場のメカニズムによる、つまり、利子率の機能を重視するということであるならば、銀行の定期預金をも金融政策の操作対象に加えることが必要となるだろう。そして、そのための第一歩としては、公定歩合の変更と同時に銀行の定期預金利子率を変更するというような取扱いが必要である。アメリカの連邦準備制度では、1963年以後、そうした取扱いを行っていることは、既述したとおりである。

公定歩合と同時に銀行の定期預金利子率が変動するならば、銀行の定期預金の動きが、銀行の信用供与態度、つまり、銀行信用のアヴェイラビリティに与える効果が相当大きくなるものと期待できる。何故とえば、銀行の資金調達面の利子率変動が、銀行の信用供与面の限界的採算にも大きな変動を及ぼすことになるからである。なお、銀行の資金調達面の利子率変動が、銀行信用のアヴェイラビリティに及ぼす効果については、日本銀行関係の理論家方面では、わが国の金融政策においてもコール市場の大幅な利子率変動は、都市銀行の資金調達面の限界的採算への影響を通じて、銀行信用のアヴェイラビリティに与えるというプロセスを強調することによって、従来の金融政策においても利子率機能が相当強力に作用したことを力説する見解もあるが、もし、公定歩合と定期預金利子率が同時に変更されるならば、そうしたプロセスが一層広く働くことになるだろう。

もっとも、銀行の定期預金利子率は、単に金融政策の効果の観点ばかりで考察すべき問題ではないとして、この観点からみる限り、上述のように考えられるのである。

付表1

金融資産残高とGNPとの関係

	日本 1964年末 (億円)		米 国 1964年末 (10億ドル)		英 国 1964/3月末 (百万ポンド)		西ドイツ 1964年末 (百万マルク)		フランス 1964年末 (10億フラン)	
通 貨	97,218	11.8	164.6	6.9	13,504	11.8	76,147	8.8	161.97	23.4
現金通貨	19,336	2.3	35.1	1.5	2,293	2.0	27,804	3.2	61.53	8.9
当座性預金	11,613	1.4	129.5	5.4	11,211	9.8	48,343	5.6	100.44	14.5
短期性預金	66,269	8.1								
貯蓄性預金	169,394	20.6	286.1	11.9	9,341	8.2	183,943	21.3	69.12	9.9
信 託	17,589	2.1								
保 険・年 金	25,041	3.1	237.6	9.9	13,262	11.6	41,367	4.8	25.60	3.7
有 価 証 券	184,953	22.4	1,160.0	48.5	61,094	53.3	266,164	30.9	205.31	29.7
短期国債	8,302	1.0	56.5	2.3	4,418	3.9	2,270	0.3	37.49	5.4
長期国債	3,276	0.4	210.1	8.8	23,861	20.8	19,016	2.1	23.90	3.5
地方債	3,568	0.4	93.6	3.9	2,052	1.8				
公社債券	14,299	1.7								
金融債	23,170	2.8					54,875	6.4	45.86	6.6
事業債	15,291	1.9	115.7	4.8	3,255	2.8	6,499	0.7		
株式(時価)	102,461	12.5	684.1	28.7	27,508	24.0	176,846	20.6	98.06	14.2
投資信託	13,586	1.6								
その他							6,658	0.8		
抵 当 信 用			273.7	11.5						
貸 出 金	320,979	39.1	251.1	10.5	16,396	14.3	264,123	30.6	202.11	29.2
金・外貨準備高	7,196	0.8	15.7	0.8	950	0.8	30,313	3.6	28.02	4.1
合 計	821,280	100.0	2,388.8	100.0	114,547	100.0	862,057	100.0	692.13	100.0
通貨/GNP	38.9%		26.2%		45.0%		18.5%		37.5%	
(現金通貨/GNP)	(7.7)		(5.6)		(7.6)		(6.7)		(14.2)	
(預金通貨/GNP)	(31.2)		(20.6)		(37.4)		(11.8)		(23.3)	
貯蓄性預金/GNP	67.7		45.5		31.1		44.6		16.0	
短期国債/GNP	2.6		8.9		14.7		0.5		8.7	

備考 日本銀行「調査月報」(41年1月)「主要国の資金循環」に掲載のもの

付表2 TYPES OF TIME AND SAVINGS DEPOSITS, IPC, HELD
BY MEMBER BANKS ON DECEMBER 22, 1965*

Type of deposit	Number of banks		Amounts held	
	Reporting specific types	Percentage of all member	In billions of dollars	Percentage distribution
Savings deposits.....	5,893	95	74.4	70
Savings certificates.....	2,773	45	6.5	6
Savings bonds.....	130	2	0.4	(*)
Other nonnegotiable CD's...	2,157	35	5.1	5
Negotiable CD's.....	1,777	29	15.9	15
Time deposits, open account	1,763	29	4.4	4
Total			106.8	100.0

* Time deposits of individuals, partnerships, and corporations.

(*) Less than one-hald of 1 per cent.

備考 「Federal Reserve Bulletin」(Apr. 1966) による

国際流動性におけるフローと ストックの問題

松村善太郎

1

国際流動性をいちおう対外債務の決済能力と定義するならば、債務決済に必要な支払手段には金および金に代るべき外貨、いわゆる保有準備 (owned reserve) のほかに、他国または国際機関から不足資金の融通を受ける可能性、いわゆる借入便宜 (credit facilities) がふくまれる。この分類にしたがって、1963年末現在の国際流動性の総量を概算すると、金 400 億ドル、外貨 250 億ドル (公的、ドル、ポンド準備) 借入便宜 82 億ドル (IMF ゴールド、トランシュ 40 億ドル、ローザ・ポンド 7 億ドル、スワップ 30 億ドル、IMF スタンドバイ 5 億ドル) となり、合計約 730 億ドルとなる。金準備が最も多く、これについて外貨準備が多い。しかるに過去十年間の流動性増加をみると、金 60 億ドル、外貨 80 億ドル、借入便宜 62 億ドル (ゴールド・トランシュ 20 億ドル、ローザ・ポンド 7 億ドル、スワップ 30 億ドル、スタンドバイ 5 億ドル) となり、金準備の増加が少く、外貨と借入便宜の増加が著しい。特に借入便宜は主としてドルの動揺が確認されることとなった 1960 年以後の産物であることが分る。

そこで国際流動性をフローの面からみると、年々、金の不足は外貨によって補われ、外貨の不足は IMF その他の借入便宜によって補われてきたので、こんどもこの新流動性供給方式によって流動性が不足すれば借入便宜を拡張すれば問題がないということになる。しかるにストックの面に注目し、国際流動性は金を基底とする立体的信用関係から成り立ち、外貨および借入便宜は金のうえに成り立つ信用にすぎないとみれば、現在の国際流動性構成では

金はいぜんとして主位にあるけれど、ポンドはドルへ、ドルは金への流動化が困難となったことから借入便宜が急激に増加したことが知られる。

ドル防衛といわれる基軸通貨対策においてアメリカが主として年々新規に供給せられるドル、*current dollar earnings* に注目し、その金への転換を抑制し、ドル保有を促進すれば足りるとしてきたのに対し、西欧諸国はこれはかえって既存のドル残高 *existing dollar balances* の金との矛盾をいっそう拡大させ、ドル防衛にはむしろ逆効果であるとして反対してきたのである。このようなアメリカのフローの対策と西欧のストックの対策の相違は、後述するように根本的にはドルと金といずれを国際流動化の最終的拠点とみるか、という貨幣本質観の相違によるものと思われるが、かつてアメリカが金を豊富にもっていた時代にはアメリカは今日の西欧と同様な見解に立ってドルを IMF の基準通貨に特定したことを考えると、これはむしろ金を持つ国と持たざる国の貨幣観の相違であるともいうことができる。

国際流動性のストックの面に最初に着目し国際通貨対策を説いたのはチューリッヒ大学のフリードリッヒ、ルッツ教授であった。教授によればドルの動揺は外国ドル残高（公、私）がアメリカの金準備をこえたこと、すなわちドルの金準備ポジションが *negative net reserve* になったことに基因するとし、ドル安定にはアメリカが連続的に黒字を計上してドルの金準備ポジションを *positive net reserve* に回復せしめるよりほかないけれど、これを実行すれば世界の流動性は不足するので、金準備ポジションの *positive net reserve* にある西欧諸通貨を準備にくり入れ、多数通貨本位制によってドル単元制に代らせるべきであるとした。ただルッツは多数通貨本位制の安定は新準備にくりいられる西欧諸通貨の金準備ポジションが *positive* の状態を保つかぎりのことであって、*negative* に転ずれば今日のドルと同様、動揺をまぬがれないことを率直に認めている。多数通貨本位制の過渡的性格をとくルッツの見解はストックの認識から生れたものであって、同じく多数通貨本位制をときながらフローの認識だけで、その恒常的制度化が可能であるとするローザ⁽¹⁾の見解と著しい対照をなしているのである。

(1) Friedrich A. Lutz, *The Problem of International Liquidity and the Multiple-Currency Standard* (Princeton University, 1963) 拙著、国際通貨ドルの研究、

ストックを重視する西欧的見解はポスツーマ・プランによっていっそう推進せられ、ストックの認識をもととしてフローの対策が立案されたのである。オランダ銀行理事ポスツーマ教授は現行制度のもとで国際収支規制が基軸通貨国と非基軸通貨国との間に不平等に作用するのは、基軸通貨国だけが 100%の金準備をもち、他国はドルを準備とする準備構成に問題があるとし、過渡期を設けてアメリカをも含めて西欧十カ国（スイスを含めれば十一カ国）の準備構成を金 6、外貨 4 の構成に調整したうえで（ストックの対策）、各国は金 6、自国通貨 4、外貨 4 の割合いで合成決済を行い（フローの対策）、調整せられた準備構成を崩さないようにフローを規制すれば、国際収支規制が平準化するであろうと説いた。⁽²⁾

（註）ポスツーマ、ベルンシュタイン、デスタン・プランの関係とその比較については別に詳述したので本稿では簡単に取扱った。拙稿「ドゴール挑戦による金為替本位制への反省と CRU 制」(世界総評昭和四〇年九月号) 参照。

しかるにアメリカのベルンシュタインは準備構成の調整をぬきにして、ポスツーマ・プランの結果だけをとり国際収支規制の平準化をいきなり実現せんとした。すなわちポスツーマのストックの対策を抜きにしてフローの対策だけをとり。これがベルンシュタインの CRU—Reserve Unit—の創造による合成体体制 (Composite or collective standard) の構想である。加盟十カ国は金 6 に対し自国通貨 4 の割合で自国通貨を IMF に預けそれと同額の CRU を受け取り準備に組入れる。CRU はポスツーマ・プランの外貨に相当するものである。十カ国間の取引は金 6、CRU 4 の組合せ決済が行われるから国際収支規制は各国平等となるけれど、過渡期を設けて準備構成の調整が行われていないので CRU は単にドルの流動性を補うだけのものとなる。ポスツーマ・プランでは過渡期中にアメリカは対欧収支を黒字にして金 6、外貨 4 の構成に調整しなければならないが、過渡期終了後の決済において外貨決済部分をこれ以上に多くして負担を軽くしようとすれば過渡期間中に黒字部分を拡大して外貨の保有をふやしておかなければならない。しかるにべ

246-249頁。

- (2) S. Posthuma, Wandlungen im internationalen Währungssystem (Kieler Vorträge, Neve Volge 29 Kiel 1963) idem, The International Monetary System (Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review No 66. Sept. 1963)

ルンシュタイン・プランでは過渡期が設けられないので、CRU決済部分を増加させることはアメリカの自由であり過渡期の苦痛は存在しない。最近の論文では、ベルンシュタインは金3CRU1の組合せ決済をとり、十カ国の金準備345億ドルに対しCRU115億ドル創設すべきであると述べているのである。⁽³⁾

ストックの対策をもととして過渡期においてアメリカの国際収支規制を強化せんとしたポストマ・プランは、ベルンシュタイン・プランによってフローの対策に墮落していったが、これを再び強力なストック対策に引戻そうとしたのがドゴール・リュエフ流の金本位制復帰論である。フランス式金本位制論は既存のドル残高の金償還によりストックの対策を完了したうえで、——いわゆる *liquidation du passé*——金の「黄金律」を生かして各国間の国際収支を規制しようとするものである。ストックの調整は完全となるであろうが、フローの面では各国の金保有のいかんによって不平等はまぬがれない。そのみではない。ポストマ・プランでは自国通貨を、ベルンシュタイン・プランではCRUをまじえた合成決済によって多少とも流動性アプローチの配慮がなされるのであるが、金本位制では信用準備による流動性アプローチは全く顧慮されない。この不備を補うためにリュエフは金価格の引上げを説き、デスタンはCRUの創造を提唱する。

いずれにしても既存のドル残高の清算というストックの対策を完了したうえでフローの対策である。したがってデスタンのCRUは名称および決済方法でベルンシュタインと同じであるけれど、既存のドル残高の清算を前提とするデスタンのCRUはドルにとって代って (*supplant*) 金の不足を補う手段となるのに対し、ベルンシュタインのそれは単にドルの不足を補う (*supplement*) だけのものである。またCRUは金価格引上げと似ているけれど、金価引上げの硬直性にくらべて、十カ国の合意によって増減させられるCRUは弾力的であるとデスタンはいっている。国際流動性総量に与える影響はベルンシュタインのCRUは先述した理由から膨脹的であるのに対し、デスタン・プランではドル残高の清算過程において流動性は少なくとも一時的に縮

(3) The Bizarre Proposals of Dr. Bernstein for International Monetary Reform (Kykkos Vol. XVII-1964-Fasc. 3)

小するであろうし、またCRU増減の権限は債権国、金保有国である西欧十カ国が握ることになるから、その発行は縮小化的であろう。

かかるアメリカのフローの対策と西欧のストック対策の相違は根本的には国際通貨に関する貨幣本質観の相違にもとづくものとみてよい。アメリカでは金が1オンス35ドルの価値をもつのは米財務省が外国から無制限に金を購入するからであり、もしアメリカが金購入を停止すれば金の価格は暴落し、1オンス35ドルの価格は維持できなくなるというのが昨今の通説であり、マハループ、デューゼンベリー、ハンセン等の諸教授はいずれもこの見解をとっている。これに反し西欧、特にフランスではドルが国際通貨として優越した地位を誇ることができるのは、アメリカが外国に対し無制限に金を売るからであり、もしアメリカの金準備が涸渇して1オンス35ドルで金を売ることができなくなればドルは減値し国際通貨としての資格を失うという考え方が支配的である。

(註) 米欧の貨幣本質観の詳細については拙稿「IMF増資における金出資の問題」(バンキング 206号, 昭和40年5月号)参照。

アメリカの考え方は金はドル本位制にのせられてその存在価値をもつものであり、それ自身で価値をもつものではない。ドルが太陽であって金はその衛星にすぎないとする。名目主義的見解をあらわすものであって、この見解が支配するかぎり、金準備ポジションのnegativeとなったドルのストック対策の必要性に盲目となることはいうまでもない。ジョンソン大統領も最近の国際収支教書で「ドルと金とは同じ価値をもち、その価値は将来にわたって維持せられる。この公約は国際収支の赤字を解消する固い決意によって支えられる」と述べ、ドルの地位をフローの面からのみ判断し、ストックの面を無視しているのである。

2

IMF東京総会に先だつ十カ国の流動性論争は「調整過程」adjustment processを主張する西欧と「流動性」liquidityを固執する米英との間で争われたといわれるが、「調整過程」といい、「流動性」といってもいずれもフロー

の問題としてとらえれば妥協の余地があるようにみえるけれど、西欧の「調整過程」の背後にはストックの対策が隠されていることを思うと、問題解決が必ずしも容易でないことが分る。そこで学者グループの報告 (International Monetary Arrangements: Problems of Choice, Report on the Deliberations of an International Study Group of 32 Economists, 1964) は「調整過程」「流動性」のほかに「信認」 Confidence を追加して、現行制度の分析をすすめるのである。

(註) 学者グループの報告に関する批判は国際経済学会報告における拙稿書評参照。「調整過程」とは「赤字黒字が除去せられる過程」であり、「流動性」とは「経済主体の現金保有および所有資産の売却ないし担保提供によって得られる現金調達能力」であり、「信認」とは要するに「準備通貨の金ないしより強い交換性通貨への転換性」つまり選好の問題である。報告にいう「調整過程」「流動性」「信認」に対する夫々の対策を「均衡アプローチ」「流動性アプローチ」「安定性アプローチ」という言葉で現わすならば、この三つの関係から現行制度には次のような二つのジレンマの存在が認識される。

① フローの面に着眼すれば、均衡アプローチと流動性アプローチの矛盾からブルッキングス報告や四国中央銀行実務家共同提案という流動性ジレンマ (liquidity dilemma) が認識される。流動性ジレンマとは現行制度では国際流動性の供給は基軸通貨国の国際収支の逆調に依存するほかないけれど、同国の逆調は基軸通貨の安定を阻害し、逆に基軸通貨国の均衡回復は基軸通貨の安定に役立つけれど、国際流動性の不足をもたらすということである。この認識では基軸通貨の安定性アプローチは基軸通貨国の均衡アプローチの一環としてとらえられ、アメリカの均衡回復だけで直ちにドルが安定するかのようには考えられている。ところでかかる流動性ジレンマはまた「対外残高性向ジレンマ」とよばれるが、これは必ずしも基軸通貨だけの問題ではなく、およそ一国の通貨が他国によって保有されるかぎり、一国の均衡アプローチと他国の流動性アプローチの矛盾はまぬがれない。したがって基軸通貨と国際流動性の関係はこのような流動性ジレンマだけでは正しくとらえることはできない。実際上の経験からするも、50年代初期のようにアメリカが均衡アプローチを怠ってもドルが動揺しなかった時代があったし、今日ではアメリ

カの均衡が回復したところでドルが直ちに安定するものではなく、また世界一律に流動性不足に陥るものではない。Current dollar earnings——「報告」にいう asset acquisition——および existing dollar balances——「報告」にいう asset composition——における金選好がつづくかぎり、アメリカの均衡回復だけでドルの動揺がふせげるものではない。またアメリカの均衡アプローチの推進で流動性不足がおこるのは一部の後進国ないしはドル依存の強い特定先進国だけであって、すべての先進国ではないことも忘れるべきではない。

② ストックの面からみると現行制度にはさらに次元の高い基本的ジレンマ (fundamental dilemma) が認識せられる。基本的ジレンマとは基軸通貨の金準備ポジションが positive であるかぎり、基軸通貨の安定は維持されるが、基軸通貨は稀少通貨となり国際流動性 (各国の対外債務のドルへの流動性) が不足する。逆に基軸通貨国から金の再配分がすすみ国際流動性が充実してくると、こんどは基軸通貨は negative net reserve となり基軸通貨の動揺 (ドルの金への流動性不足) がおこる。つまり基軸通貨の安定性アプローチと国際流動性アプローチとは互いに矛盾することをいい、これは国民通貨を国際通貨に用いる制度に内在する矛盾であり、ドル単元制であると多数通貨本位制であることを問わず、およそ金為替本位制が存続するかぎり避けられない制度的ジレンマである。フランス経済の立役者ピエル、ユーリはこのことを「流動性の犠牲による安定性、安定性の犠牲による流動性」 Das heutige System erhalte seine Stabilität auf kosten der Liquidität und seine Liquidität nur zu Kosten der Stabilität. と簡潔に表現している。⁽¹⁾ 基軸通貨が negative net reserves に転ずれば動揺するということは国民通貨準備は金の完全裏付がなければ国際的信認を保ちえないことを意味し、極言すれば現行制度には安全な準備資産を創造すべき信用機能が欠けているということである。その結果、国際流動性は金の存在量によって制約をうけ、あたかも金本位制と同じく世界経済の成長と発展に必要な流動性供給の弾力性が失われているのである。

流動性ジレンマと基本的ジレンマは現行制度では不可分に結びついて存在することはいうまでもないが、今後アメリカが基本的ジレンマの対策を抜き

(1) Pierre Uri, Zur Diskussion des Gold-Devisen-Standards, eine von den Thesen Rueffs (Neue Zürcher Zeitung Juli 5, 1961)

にして流動化ジレンマの解決だけに終始すれば、後進国および日本、カナダ、イスラエル、欧州でもスカンジナビア諸国はドル不足に追いつまれるのに対し、基本的ジレンマの対策を主張する西欧諸国はドルの金兌換を継続するであろうから、ドル動揺がつづき、世界はドル不足とドル動揺との共存に見舞われるかもしれない。

ところでアメリカは最初、流動性ジレンマを楯にアメリカの均衡回復は世界にドル不足を再現させるとして、これを忌避してきたのであるが、最近ではジョンソンの国際収支教書にもみられるように均衡回復を至上命令とするようになった。しかしながら未だ基本的ジレンマの認識に徹していないためにドル自身のストック対策には無関心である。これはドルは金に支えられて価値をもつものではなく、それ自身で価値をもつとする名目主義的貨幣観に禍いされているものと思われるが、これと異った貨幣観にたつ西欧諸国には、**negative net reserve** となったドル保有はアメリカ的強制と感じられ、抵抗が強くあらわれるのは当然であろう。

3

国際流動性のストックの対策に注意を向けなくてもっぱらフローの対策に終始するアメリカに反省をうながしたのは最近のフランス通貨当局の金買入れ政策であり、ドゴールの金本位復帰の声明であった。上述したところより今日の問題はドルの金準備ポジションが **negative net reserve** となっているにもかかわらず、アメリカが金融節度を怠りドル供給を継続していることである。ドゴールはこれはドルを準備とする金為替本位制そのものの罪であるとし、金本位復帰を提唱したのである。またデスタン蔵相は金準備ポジションが **positive** であったころのドルを世界通貨時代のドルとよび、**negative** になってから後のドルを準備通貨時代のドルとよんで両者を区別し、あたかも世界通貨時代のドルは金為替本位制下になかったかのようになっているけれど、これはドゴールの金本位復帰論を故意に支持するためになされた政治的発言というほかない。

しかしながらフランスの金為替本位制の攻撃には経済的根拠がないわけで

はない。それは国民通貨を国際準備とする金為替本位制のもとでは、基軸通貨の金準備ポジションが **negative** に転じると、その通貨による国際流動性の供給は他国に少なからざる迷惑を及ぼすということである。インフレ輸入論、米資による企業支配論として西欧諸国が非難するものがこれである。

ところで西欧諸国がドルを過剰とみるまでにドル供給が継続したのは、アメリカの国際収支の赤字によるドル供給方法にも原因があることを忘れてはならない。周知のように50年代以後アメリカの経常収支は黒字であり、ドル危機が叫ばれて以後黒字幅はかえって増大している。したがってドル供給の原因となったのは経常収支の黒字をこえる政府支出の増大および資本収支の悪化によるものである。今かりに経常収支が悪くその結果としてドルが供給せられる逆の場合を仮定してみると、ドル保有は永続化しなかったと考えてよい。というのは、アメリカ商品、サービスの輸入超過は所得効果を通じて相手国の輸入をうながし、ドル保有は比較的短期間に相殺せられるか、あるいはアメリカの短期債権（外国通貨保有）の増大となって相殺せられるからである。 W_1 をアメリカの輸入品、 W_2 をアメリカの輸出品、 l を外国信有ドル残高、 a をアメリカの外国通貨残高とすると $W_1 - l - W_2 = a$ となり、 l は

W_2 によって相殺せられるか、さもなければ l に見合った a が出来て l は a によって相殺可能となり、 l の増加がアメリカ保有金への圧迫とはならないであろう。つまりドルの供給は自己調整的 (self-correcting) に作用する。ドルは単に商品流通の媒介の役目をするだけであり、ドルは **feedback** する。アメリカは輸入 W_1 の決済を l の相殺によって行うか、 a の保有にかえるかは両国の金利差を考慮して決定するであろう。

しかるにアメリカの一方的支出 (unilateral transfer) ないし長期資本収支の悪化により総合収支が赤字となりドルが供給せられる場合には、そのドル保有は長期化する傾向がある。いうまでもなくアメリカの商品購入とヒモ付となった政府支出はもちろん、そうでない長期資本輸出といえどもアメリカ商品輸出を促進し、特許料、配当、利子所得の流入を通じてアメリカにドルが還流するから自己調整作用はある程度存在するけれど、経常収支の赤字によって供給せられるドル保有にくらべ、長期、部分的に作用するにすぎない。⁽¹⁾

特に民間直接投資においてこの傾向が強くあらわれる。その結果アメリカは長期、非流動的金融資産（在外資産）が増加する一方では短期、流動負債（ドル残高）が増大する。国際的長期金利と短期金利の格差もこの傾向を助長する。アメリカの短期流動負債が増加してもアメリカがその決済に事欠かない程度に金準備を保有するかぎり——ドルが *positive net reserve* を維持するかぎり——金請求はおこらず、外国にとってドル保有は利子所得の魅力を与えた。しかるに対外流動負債が金準備をこえてくると、利子所得の魅力は減じ、金選好が強くあらわれ、ドルの金転換が開始される。アメリカは対外長期資産を政治的に可能なかぎり流動化してこれに応じたけれど、流動化をこえて短期債務が増加し、金準備に対する潜在的圧迫がつづくのである。

A をアメリカの対外長期資産、 l を対外短期債務（外国保有ドル残高）、 G をアメリカの金準備とすると、

$$(I) \quad \begin{array}{l} A \quad \text{---} \quad l \\ A' \quad \text{---} \quad l' < G \\ A'' \quad \text{---} \quad l'' = G \end{array}$$

.....

$$A''' \quad \text{---} \quad l''' > G$$

$$(II) \quad \begin{array}{l} A'''' \quad \text{---} \quad l'''' \\ \vdots \quad \quad \quad \vdots \\ A^n \quad \quad \quad l^n \end{array}$$

アメリカの資本輸出により A ができ、それに応じてドル残高 l が生れるが、 l と A との間には一種の乗数関係ができ、ドルの金準備ポジションが *positive* (I) から *negative* (II) に転じても A の増加がつづき l が増大する。なぜそうなるかというドルに対するアメリカ人の考え方が二面的であるからである。ドルは金に対する請求権であるという立場からすればドルが *negative net reserve* になれば対外投資は差控えられるはずであるが、アメリカ人はドルが保有せられるのは国際通貨としてドルの信認が増加した証拠だと考えるため、金準備ポジションが *negative* となっても対外投資は差控えられない。フランスが金為替本位制では基軸通貨国の金融節度が弛緩するというのはこのことである。

アメリカの国際収支の推移を、朝鮮動乱前を第一期とし、朝鮮動乱からス

(1) Burton G. Malkiel, *The Rejection of the Triffin Plan and the Alternative accepted* (*The Journal of Finance*, September 1963, p. 530 note)

第 1 表

単位10億ドル, 年平均

	経 常 収 支				資 本 収 支				合計	増減
	貿易 収支	貿易外 収支	合計	増減	民間長期 資本収支	政府 贈与 貸付	トランスファー 軍事 支出	計		
第 一 期 (1947~49)	+7.0	+1.6	+8.6	-3.9	-0.8	-5.6	-0.6	-6.2	-7.0	-1.3
第 二 期 (1951~56)	+2.7	+2.0	+4.7		-0.9	-2.4	-2.4	-4.8	-5.7	
第 三 期 (1958~62)	+3.8	+2.7	+6.5	+1.8	-2.2	-3.2	-3.1	-6.3	-8.5	+2.8

Survey of Current Business

エズ動乱に至る期間を第二期, スエズ動乱後のドル動揺期を第三期に区別して概観すると次のような傾向がみられる。(第1表参照)第一期とくらべて第二期には海外軍事支出は増加したが, 贈与, 援助が大幅に削減されたので資本収支は13億ドルの改善となったけれど, 貿易収支が悪化し経常収支は39億ドルの悪化となった。第三期は第二期にくらべ民間資本収支をはじめ政府関係収支も悪化したので資本収支の赤字は28億ドル増加したが, 経常収支の改善は18億ドルにとどまった。つまりトレンドとしては, 1) 海外への民間, 政府資金の流出が減少すれば, その減少額以上に経常勘定が悪化し, 民間, 政府資金の流出が増加すれば, 経常収入は増加するが, 増加の程度は資金流出に及ばないことである。2) ドル動揺期といわれる第三期に入って貿易収支, 貿易外収支の改善は頗る顕著であるけれど, 民間投資(直接, 証券投資)および政府関係支出の増加に及ばないことである。つまり資本収支の **feedback** が十分でないことであり, **transfer difficulties** が存在するのである。**feedback** しない部分が外国のドル保有の増加となることはいうまでもない。

次にアメリカの輸出資本の性格いかんによって海外への影響が頗る異なることを注意したい。軍事支出は現地調達が多く **money transfer** が **real transfer** とならない場合が多くアメリカ国際収支悪化の最大の原因になると共に現地においては生産増加に伴わない有効需要の増加となりインフレの傾向を引おこす。

外国に対する軍事援助, 消費的経済援助が無償贈与でなく借款の形で与えられるときはアメリカの外国における長期金融資産, *A* の増加となるが, *A* は外国にとって死重資産 (**dead-weight-debt**) というべきものとなり, 有形資産の増加を伴わない金融資産であり, やはりインフレ的である。

これに反し民間投資によって出来る A は米資による現地企業の支配となることがあってもインフレ的とはいえない。というのは概して海外に活動するアメリカ企業は生産性技術水準において現地企業よりすぐれ、物価引下げに作用するからである。そのうえ在外アメリカ企業は低賃銀、租税法上の優遇措置から自己金融的傾向が強く、利潤送金によるアメリカ国際収支の改善に役立たないのみか、逆に低コストによるその製品はアメリカへ輸出せられまた第三国市場では本国商品と競争的である。その結果アメリカ国際収支をさらに悪化せしめ外国のドル保有をいっそう増加させるであろう。

いずれにしても資本収支の悪化によるアメリカの在外金融資産 A の累積は、投資先国のインフレ要因となるか、現地企業の支配となって相手国に喜ばれず同時にドル保有を累増させ、アメリカ金準備に対する潜在的圧迫となる。これはドルの金準備ポジションのいかんにかかわらず存在することである。しかしドルのポジションが **positive** である間は死重資産の増加がインフレ要因となっても、金融資産の増加にくらべた有形資産の不足は別の形の有形資産一金一に対する請求権の増加によって補完せられていたので、ドル保有は忌避されなかった。また直接投資は企業支配を招くにせよ、ドル流動性の向上をもたらすのでそれほど重圧と感じられなかった。しかるにドルのポジションが **negative** に転じるとインフレ圧力と企業支配だけが強く意識されるようになった。

ところで軍事援助、経済援助による死重資産の増加に帰因するインフレは今日では主として後進国の問題である、西欧に対しては軍事支出が主たるインフレ要因である。1954年から1962年の間にアメリカは150億ドルの軍事支出を西欧で行ったが、西欧の金、ドル準備はその間に130億ドル増加している⁽²⁾。西欧が問題とするドル供給増加によるインフレ輸入論の最大の原因は海外軍事支出にあるといわねばならない。しかし最近アメリカは西欧への軍事支出の削減分担をはかったのでこの面からする西欧のアメリカ攻撃は次第に影響をうすめ、本年度のEEC通貨委員会のレポートはドル保有の増加はインフレ政策への心理的圧力となってもインフレを必然化するものではなく、インフレが存在するとすればEEC自身の責任であると断言するに至っている⁽³⁾。

(2) A. H. Hansen, *The Dollar and the International Monetary System*, p. 42.

しかるに今ひとつの問題であるアメリカ直接投資はケネディ大統領の自主規則の要請にもかかわらず毎年膨脹する傾向にある。EECの欧州委員会においてもハルシュタイン委員長、マジラン副委員長は共に米投資抑制には共同で対処するといっている。かかる米資のEECの企業支配に対する反米共通感情を巧みにドル支配の金為本替位制の攻撃に利用したのがドゴールの金本位復帰の声明であった。

準備ポジションの *negative* となったドルによる投資をEEC諸国がなぜ非難するかを考えてみるに、ドルの金準備ポジションがいかに悪化しようとドルは国際通貨としての特権をもつから、アメリカがEEC諸国に直接投資するにあたって現地通貨はドルによって調達することができる。すなわち金準備ポジションの *positive* なEEC通貨が金準備ポジションの *negative* なドルによって調達される関係ができる。つまりアメリカの対EEC直接投資をフランス銀行、西独銀行その他が金融することになる。ドルの金準備ポジションが完全であった時代には、この関係は逆であり、金と無条件交換性の疑われないドルによって交換性のないEEC通貨が調達される関係にあった。またそのドルが銀行に蓄積されたとしても金の保有と少しも変わらず、利子収益が得られるだけ金保有に優っていたのである。したがってドゴールのドル攻撃は金準備ポジションの悪くなったドルが依然として国際通貨としてこの特権をもっていることであって、金為替本位制一般に対する攻撃であってはならないはずである。

(註) EEC特にフランスに対するアメリカ直接投資については拙稿「ドゴール挑戦による金為替本位制への反省とCRU制」(世界経済評論八月号)に詳しい。

4

IMFの国際流動性対策はいまだフローの段階に終始しているといつてよい。IMF東京総会に先だつ流動性論争では「調整過程」を主張する西欧と「流動性」に固執するアメリカとが対立していたが、西欧の「調整過程」の

(3) EEC, Seventh Report on the Activities of the Monetary Committee, February 1965 p. 8.

背後には「信認」の問題が隠されていたことは既に述べた。しかるに本年度のIMF年次報告は「調達過程」から「信認」へと考察を進めず、いぜん「信認」の問題を無視して、「条件つき流動性」conditional liquidityなる概念を打出すことによって、国際収支の不均衡を除去する過程（調達過程）は不均衡をファイナンスする措置（流動性）と結びつかねばならないとして米欧間の対立に妥協を求めようとし、また「条件つき流動性」の供給を原則とするIMF方式こそ米欧が共に支持すべきものであることを強調した。しかしながら「条件つき流動性」は「調整過程」（均衡アプローチ）と「流動性」（流動性アプローチ）とを単に形式論理的に結びつけただけであって、西欧の主張する信認（安定性アプローチ）は少しも問題とされていない。その結果現行制度に内在する基本的ジレンマの認識からはかえって逸脱することになり、フローの対策で満足しようとする米英を納得せしめなくても、ストックの対策を主張するEEC諸国を満足させず、かえってIMFから遠ざかることにもなるのである。これを最も露骨に態度に表わしたのがフランスであった。

ドゴール・デスタンの反IMF的態度は次のような諸点にあらわれている。
 ①こんごの国際流動性供給の中心機関はIMFではなくBISとする。
 ②「条件つき流動性」たるIMFの借入便宜でなく、「無条件流動性」である保有準備によるべきである。
 ③保有準備の構成要素は金とドルではなく金とCRUでなければならない。恣意的無計画的なドルの流動性を合理的・計画的なCRUの流動性に置きかえるべきであるとされる。

これに対しアメリカはあくまでIMF中心主義をとった。その理由としてローザは次のような点をあげる。
 ①BISは先進十カ国グループの機関であるから世界主義のIMFを選ぶべきである。
 ②西欧のいう「無条件流動性」の供給はIMFのゴールド・トランシュ、特にスーパー・ゴールド・トランシュの拡張によって実現できる。これらは「極めて流動的で、完全振替性をもつ準備資産」であるから西欧が要求する保有準備と少しも変わらない。
 ③IMFの定期的増資は全加盟国の総意によるものであるから、合理的・計画的流動性供給方式であり、CRUの創造と少しも変わらないものである。⁽²⁾

(1) IMF, Annual Report 1964, p. 26.

そこで次にわれわれは国際流動性供給機関としてのIMFの性格を検討し、アメリカがIMFを支持する理由と西欧がこれに背をむける理由を探求してみる必要がある。

1947年IMFの開業当時は世界にはほとんど無限大に近いドル需要があった各国が保有する金でさえドル購入（アメリカ商品購入）手段とみてよかった。現象的にはドルは太陽であり、金はその衛星のような存在であった。IMFの発足はドル供給機関の出現として歓迎されたことはいうまでもない。金とドルを国際流動性として同じものとみれば、IMFの出現によって国際流動性はアメリカが同国割当額の75%として払込んだ20億6,250万ドルのドルと全加盟国が払込んだ金14億2,400万ドル（内アメリカの金出資6億8,750万ドル）との合計35億ドルだけ一挙に増加したことになる。アメリカ以外の加盟国は金を約7億3,000万ドル払込んだが、当時はまだゴールド、トランシュの無条件引出が認められていなかった⁽³⁾ので、金払込だけ無条件流動性が低下したことになるけれど、各国がこれに苦情をいかなかったのは金出資の4倍に相当するドル購入権が与えられていたからである。

アメリカがIMFへ払込んだドル約21億ドルはもちろん、世界がこれを意識しなかったにせよ、アメリカ保有金に裏付けられて価値をもつものであることはいうまでもない。当時のドルの金準備ポジションからみれば（第2表参照）、アメリカはなお40億ドル以上のドル出資余力をもっていたというべきであり、IMFが発足しても世界のドル不足が緩和しなかったことに不思議はない。

第2表

1947年のドルのポジション（億ドル）		
金準備	法定金準備	余剰金準備
229	113	116
公的ドル残高	民間ドル残高	合計
42	29	71

第1図でみられるようにIMF

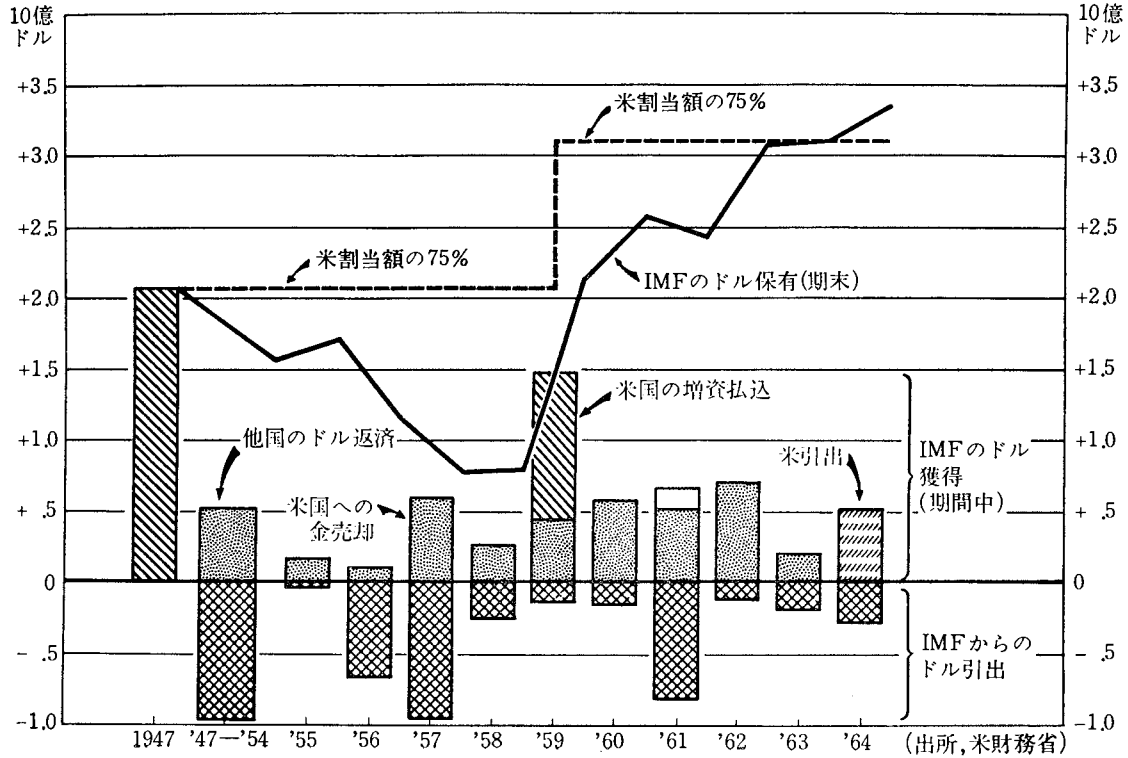
発足後10年間はIMFからのドル引出はドル返済を常に上廻り、IMFのドル保有は漸減していった。

ただし朝鮮動乱後のアメリカ国際収支の悪化によりIMFの枠外ドル供給が増加するにつれ、加盟国は国際流

(2) Robert V. Roosa, The Future of International Monetary System (National Industrial Conference Board, Oct. 14, 1964).

(3) 拙稿, IMF増資における金出資の問題（バンキング, 昭和40年5月号）。

第1図 IMFにおけるアメリカのポジション



動性における金の価値に目ざめはじめ、条件つきとなっているIMFへの金出資の負担を意識し出したので、1952年IMFはゴールド・トランシュの無条件化を実行しなければならなかった。スエズ動乱後のドル需要はIMFにおいてもドル不足を発生させたので、IMFは稀少通貨条項に訴えて金をアメリカに売却し、ドルを調達した。この金売却はIMFのイニシアティブによる金売却であって、後述するアメリカのイニシアティブによるIMFからの金購入とは結果は同じであるけれどその動機は全く異なることを注意したい。さてIMFのメカニズムからみてIMFのドル保有が同国の割当数の75%であるときは、アメリカはIMFに対し債権国でも債務国でもない。IMFのドル保有が75%以下になるとアメリカは債権国となり、75%以上となると債務国となる。ところでドルの金準備ポジションが **positive** である間はIMFにおけるドル保有は減少しアメリカは債権国であったが、西欧通貨の交換性回復後ドルのポジションが **negative** に転ずると共にIMFのドル保有が増加しアメリカは債務国の地位へ近づいたのである。これは加盟国が交換性の疑われ出したドルをIMFへ引渡してリスク回避をはかったからである。したがって、もし1959年のニュー・デリー増資が行われなかったとすれば、各国のドル返済のためにIMFのドル保有はアメリカの出資割当額の75%をこえアメリカはIMFにおいて **debtor position** となっていたかもしれないのである。IMF発足後、世界がドル不足に悩まされていた時代にはIMFは定期的増資を見送ってきたのであるが、ここにきて急遽増資にふみ切った。増資の結果、アメリカの割当額は増加し、割当額の75%は31億ドルに増加した。つまり第一回のIMF増資でアメリカは **debtor position** からまぬがれることができたばかりでなく、**creditor position** を獲得することとなったのである（第1図参照）。アメリカが **creditor position** となったのでIMFは返済通貨としてドルを用いることを奨励し、世界の余剰ドルをIMFへ吸収した。

(註) IMF協定では返済通貨は引出された通貨と同じものでなくてもよく、金または交換性ある通貨であればよいことになっている。西欧主要通貨は1958年末に事実上の交換性 (*de facto convertibility*) を回復したが、8条国への移行は61年初めであったので、法定交換性 (*de jure convertibility*) の回復がおくれ、IMFへの返済通貨としての資格がなく、ドルが専ら返済に用いられた。O. L. Altman, *The Cha-*

nging Gold Exchange Standard and the Role of the International Monetary Fund (Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review No. 65, June 1963) p. 16.

このことはドルの金準備への圧迫をのぞくのに大いに役立った。それのみではない。1961年にはアメリカのイニシアティブでIMFはアメリカへ金投資を行い、増資でアメリカが夫った金の補充をはかった。しかしIMFへの余剰ドルの返済の結果1963年にはIMFにおけるアメリカの position は再び悪化し、同国割当額の75%に近づいたのである。IMFの規定上アメリカの割当額の75%以上のドルをIMFは他国によるドル返済の結果保有できないので、ケネディは同年7月基金利用にふみきったのである。その結果アメリカは再び debtor position となった。再びアメリカに creditor position を回復させるために東京総会では増資が提案された。余剰ドルをIMFへ吸収するにはアメリカ自身の割当額はなるべく大きい方がよいことはいうまでもない。IMF発足当初においてはドル出資をなるべく差控えようとしてアメリカは割当額の圧縮に努力したが、東京総会ではドル吸収能力を拡大させるために割当額をできるだけ大幅に引上げようとして努力した。これに対し、債権国側のEEC諸国が大幅増資を忌避したのは当然である。

第3表でみられるように、ドル自身のポジションが negative net reserve に転じると、IMFにおけるドル保有は増加し、逆に positive net reserve となった西欧諸国の通貨保有が減少している。このことは絶対額ではもちろん、特に割当額との対比によって明白にうかがわれる。また第3表によって引出

第 3 表

	I M F の 通 貨 保 有 (I)								
	(100万ドル)								
	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	
米 ド ル	1,288	1,383	1,565	1,706	1,142	775	792	2,712	
英 ポ ン ド	1,332	1,176	1,064	1,064	1,629	1,634	1,618	1,885	
先進工業国通貨	1,375	1,914	1,814	1,708	1,625	2,163	1,961	3,170	
後進国通貨	472	483	448	422	417	411	513	820	
	1960	1961	1962	1963	1964				
米 ド ル	2,570	2,435	3,061	3,090	3,356				
英 ポ ン ド	1,462	2,509	1,448	1,461	2,466				
先進工業国通貨	2,925	1,863	2,433	2,261	1,955				
後進国通貨	991	1,319	1,130	1,109	1,029				

	I M F の 通 貨 保 有 (Ⅱ)						(割当額の%)	
	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959
米 ド ル	47	50	57	62	42	28	29	52
英 ポ ン ド	102	90	82	82	125	126	124	91
先進工業国通貨	89	88	85	79	75	100	90	77
後進国通貨	98	101	101	97	101	123	126	110
	1960	1961	1962	1963	1964			
米 ド ル	62	59	74	75	81			
英 ポ ン ド	75	129	74	75	126			
先進工業国通貨	71	45	59	55	45			
後進国通貨	105	120	121	122	119			

但し、先進工業国とは米、英を除く先進八カ国とオーストリア、ノルウェー。
出所：IFS, March 1965.

第 4 表

	I M F から引出された通貨 (100万ドル)	
	1947~'58	1959~'64
米 ド ル	2,915.8	1,694.1
英 ポ ン ド	207.9	414.2
そ の 他 通 貨	116.5	3,696.6

出所：IFS, March 1965 より抜粋

需要の多い通貨はドルから西欧通貨に転換したことが分る。これらの事実より I M F はもはやドル供給機関ではなく、西欧通貨の供給機関になりつつあると極言することもできるであろう。

東京増資にアメリカが期待したことを要約すると、① I M F の枠外で過剰となるドルを I M F へ返済させるが、アメリカの割当額を大きくしておけば **debtor position** とならないで済む。② 西欧諸国に特別出資を実行させて I M F において需要の多い西欧通貨の保有の増加をはかる。③ 後進国は現在 I M F をほとんど極限 (割当額の 125% の外貨購入) まで利用しているので (第 4 表参照) これらの国のクォータを増加させ I M F からドルを引出させると、アメリカの I M F ポジションが改善する。④ 金出資を金証券 (gold certificate) で代替させて増資に伴うアメリカ準備の喪失を防ぐことである。

ところで周知のように東京総会では一律増資幅 50% の期待は裏切られ 25% に削られた。そのうえ、西欧諸国の特別割当も大きくなかった。金証券代替

案は金払込を原則としなければ増資に応じないという西欧の態度でほうむられた。そこで登場してきたのがシュバイツァ構想であって西欧通貨をIMFへ預金させると共にIMFは必要通貨を積極的に買入れ、これを基軸通貨国⁽⁴⁾および後進国へ投資することである。

シュバイツァ構想は必ずしも期待通りに実現するとは思われないけれど、今後IMFを中心とする国際資金循環はいかなるものとなるであろうか、これについて若干の考察を加えておこう。

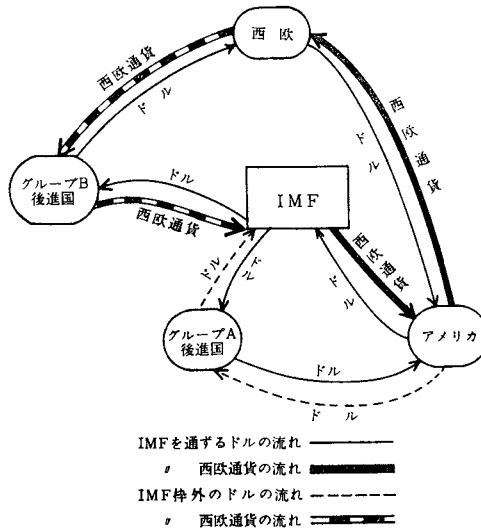
増資、預金、通貨買入れによってIMFの西欧通貨保有が増大する。この西欧通貨をアメリカが買入れる。その結果IMFのドル保有は増加するが、増資によりアメリカの出資割当額が増加しておれば割当額の75%にならない限りアメリカはドルを買戻す必要はない。またたとえ75%をこえたとしても、後進国がそのドルを引出せばアメリカには買戻し義務が生じない。後進国には二つのグループがある。グループAの後進国は獲得したドルをアメリカ商品の購入にあてる国（例えばラテン・アメリカ、東南アジア）である。このグループへ支払われたドルはアメリカへ feedback する。グループBの後進国は獲得したドルを西欧へ輸入代金として支払う国（例えばアフリカ諸国）である。グループAの後進国がIMFから引出したドルはアメリカ商品購入にあてられる。アメリカはこれらの国を援助し、ドルを供給するであろうから、このドルがIMFへの返済に使われる。グループBの後進国はIMFから引出したドルを西欧諸国へ支払う。金選好の強い西欧はこのドルをアメリカへ金兌換請求するであろう。これに対しアメリカは上述のIMFから引出した西欧通貨を売り応じることによって対処し、金流出を防ぐ。グループBの後進国がIMFから引出したドルの返済は西欧諸国から援助を受けた西欧通貨で返済するほかないが、もし西欧が援助をしない場合には、グループA

(4) ギリシャ中央銀行総裁ゾロタス教授もシュバイツァ構想と同様な見解を最近発表した。Xenophon Zolotas, *Remodelling The International Monetary System*, (Bank of Greece Papers and Lectures, Athens 1965) シュバイツァ構想の詳細については、オソラ報告で *Special Currency Operation by the Fund* として述べられている。Report of the Study Group of the Creation of Reserve Assets by Group of Ten. 1965, pp. 38-43.

の国々と同様、アメリカから援助をうけそのドルをIMFへ返済しなければならなくなる。その場合は当然IMFから引出したドルをアメリカ商品購入にあてねばならないであろう。グループBの後進国が西欧圏に止まるか、アメリカ圏に加わるかは全く西欧の援助いかんにかかるとなり、これによってアメリカは対外援助の効率化——援助資金の feedback——をはかることができる。(第2図参照)

このようにみると、IMFを中心とする国際資金循環はアメリカにとってまことに都合なものとなる。IMFはドルの吸収機関となりアメリカ金準備への圧迫を除くと共に、グループAの後進国をドル圏に吸着せしめ、グループBの後進国はアメリカ援助に依存する限りドル圏に参加しなければなら

第 2 図



なくなる。西欧諸国は援助を分担せずこれら国々を西欧通貨圏にとどまらせることができなくなる。

ただここで注意しなければならないのは、このような資金循環が円滑に運ぶためには、ドルを西欧諸国があくまでも受容れることを必須条件とするということである。西欧がドルを受容れなければ、グループBの後進国は西欧

商品購入のためには西欧通貨をIMFから引出さねばならなくなる。その場合にはIMF保有の西欧通貨はアメリカおよびグループBの後進国と双方から需要され稀少化は避けられないであろう。またIMFからのドル引出はグループAの後進国に限られるであろうから、IMFにおいてはドルが過剰となり、アメリカはゴールド・トランシュも、スーパー・ゴールド・トランシュも獲得することができず、引出した西欧通貨は金ないし西欧通貨で返済しなければならなくなるであろう。金準備ポジションの悪化したドルを西欧諸国が国際通貨として受容することがIMF的資金循環を維持するためにも是非必要となる。

最後に一言しておきたいことは、たとえIMF的資金循環がアメリカの希望通りに運んだとしてもIMFの資産内容の悪化はさけられないということである。金準備ポジションのよい西欧通貨はIMFから出放しとなり、これに代ってIMFへ入ってくる通貨は交換性の疑われ出したドルであり、ドルが出て行けば、これに代って交換性のない後進国通貨が入り、その返済としてはドルが戻ってくるだけであり、西欧通貨はほとんど戻らない。これはドルが金準備ポジションの悪化しているにもかかわらず、国際通貨とされ、IMF増資でアメリカがゴールド・トランシュ、スーパー・ゴールド・トランシュが増加すればアメリカは西欧通貨返済の義務が免ぜられるからである。かかるIMFの資産内容を悪化せしめながらドル防衛に役立つIMF方式をアメリカが支持し、西欧がこれに反対するのは当然であろう。

IMFの国際流動性供給方式は本来、交換性のない通貨が引出されても交換性のある通貨で返済を要求することになっているが、こんど交換性の完全な西欧通貨を交換性の疑われ出したドルとおきかえることになるというのは大きな問題である。国際機関の流動性アプローチが安定性アプローチと矛盾してよいものであろうか反省を要する事柄である。 (1965. 8. 1 稿)

附記 本稿に使われている資料が古くなったのは脱稿から活字になるまでに二年近くの期間があったからである。原理的に筆者の考え方が変わらないので、すべてそのままとした。

国際信用乗数と国際資金循環

則 武 保 夫

1. はじめに

この小論は、ある特定国がその保有している国際流動性のある一定額だけ流出（減少）せしめた場合に、どのていどの量の商品およびサービスを外国に輸出しうるか、また、それが輸入国およびその関係国にどのような影響をもたらすか、さらに、国際的な資金の循環の結果、どのていどの国際流動性が、当初の輸出国に還流してくるか、などの諸問題を簡単なモデルを用いて明らかにすることを目的としている。

ここでのとりあつかいは純理論的にこの問題を分析することに重点がおかれている。しかし、わたくしのねらいは現代の国際金融が当面している今日的課題——きわめて政策的に重要な——を明らかにしようとするひとつの試論である。

このような問題をとりあつかう場合、われわれは、つぎのような2つの点に注意しておくことが必要であろう。

1 かつての国際投資論や貨幣資本の輸出を中心とする資本輸出論においては、国際流動性の問題がその中心におかれることは、まったくなかったといってもよいであろう。もし、国際流動性の問題が論じられたとしても、それは、たかだか全体の問題のなかのある部分的な地位しかあたえられていなかったといってもよい。なぜか。

イギリスが、国際金融の中心国として君臨していた当時においては、たとえ商品の輸入においては赤字であっても、海上運賃・保険・海外投資からの収益が黒字であり、さらに、ロンドンが国際金融の中心地として、各国から資金が集中した。その結果、放任しておけば、国際収支全体としてみれば、

イギリスは過剰流動性を保有することになったであろう。そこで、その過剰流動性を外国に投資することにより、流動性を適量に保とうとしたわけである。この外国投資はさらに収益を投資国たるイギリスにもたらした。イギリスが世界の国際投資国として、その黄金時代をほこっていた時代は、まさしくこのようなものであった。そこでは、通常の場合においては、国際流動性とくにその不足が、国際投資国の側において重要な意味をもたなかったといわなくてはならない。

第2次大戦直後から1959年ごろまでのアメリカにおいても事態はかつてのイギリスと同じようであった。そこではすべてが円滑に回転しているようにみえた。国際流動性の不足は国際投資国の側において問題とはなりえなかった。第2次大戦後のアメリカは、その生産力において他の資本主義諸国と比較にならないほど圧倒的に強かった。戦敗国であるドイツやわが国は、もとより、戦勝国であるイギリスやフランスもその生産力は破壊され、アメリカにくらべるときわめて弱体であった。アメリカは、戦後、ソ連を中心とする社会主義諸国との冷戦状態や後進国の民族独立運動のもえあがるなかで、ぼう大な経済援助や軍事援助、また軍事支出をおこなった。さらに公的な、あるいは私的な海外に対する資本の投下をおこなった。このような対外援助や対外軍事支出あるいは対外投資をおこなっても、その生産力の差による大幅な出超は、投資国の側において、自国の保有する金の量に制約されることなく、自由に貨幣資本を海外に投下することができたのであった。

それに加えて、1949年当時、アメリカはその1国で、世界資本主義諸国全体の貨幣用金の70%以上を保有していた。アメリカにおいては、国際流動性の相対的過剰は問題となりえても、その逆は問題とはなりえなかった。

しかし、今日では事態は、まったく変化した。イギリスは1964年クリスマスにおけるポンド危機を主要10カ国の援助によって、ようやくきりぬけたが、その危機的状態はその後も継続している。ポンド危機はいまや一時的なものでなく、イギリス経済の体質に深く根ざす構造的なものとなった。1966年7月またもやポンド危機に直面し、バンク・レート¹を7%の危機レートにあげ、デフレ政策を採用したが、これで、ポンドが基本的にたちなおると確信するものはだれもいないであろう。海員ストが1月半続けば、いかに島国とはい

え、ただちにポンドの相場が悪化するのが現在のイギリス経済の実態である。

アメリカも1959年以来、金の流出は引きつづき、あいつぐドル防衛にもかかわらず、慢性的ドル危機は去らず、西欧諸国から金融節度 (monetary discipline) を強く要求されている状態である。ベトナム戦争は、アメリカの慢性的ドル危機に拍車をかけることは疑いをいれない。

国際通貨基金 (IMF) における2つの準備通貨がこのような状態である。

わが国にとっても、国際流動性はきわめて重要である。戦後、数回にわたっておこなわれた金融・財政の引締め政策は、そのいずれもが、国際収支の悪化にもとづく、国際流動性不足がその主たる原因であった。戦後わが国は、いわば国際流動性に制約せられながらも、そのゆるされる限度において、ぎりぎりの高度成長をとげてきたといっても、けっして過言ではないであろう。少なくとも国内的要因が強かった1964年秋からはじまった不況を別とすれば、それまでの不況の主要な原因は国際流動性不足であった。1963年末から1964年を通じておこなわれた引締め政策も、1960年以來の高度成長政策にもとづく、国内における過剰投資、過剰設備、過剰生産の国内的要因が強かったとはいえ、しかし、それが国際流動性を悪化せしめ、引締め政策の始発点となったことは否定できない。このような状態のなかで、海外援助や海外投資をしようとすれば、国際流動性は重要な意味をもち、それを無視することは、ゆるされないであろう。

2 国際通貨の環流を考慮してゆく場合には、現在では、世界を単一の市場として考えるのは現実的ではないであろう。社会主義諸国については、ここでは、別の問題として省略する。しかし、資本制社会の国際通貨基金制度のもとにおいても、単一市場とは考えにくい。等質の市場ではない。われわれはこれを、その性格上、分類して考えてゆくことが必要であろうとおもう。

3 国際流動性は、ストックとフローの2面にわたって考える必要がある。流動性の移転、あるいはそれにとまなうところの商品およびサービスの輸出入はフローの問題である。しかし、国際流動性が不足であるか過剰であるかといった問題はストックの問題である。われわれは、この2つの面をつねに念頭におきながら分析を進めてゆくことにしたい。

2. 国際信用乗数と資金の還流

いま、A国がB国に対して、信用を供与する場合を考えよう。この場合、A国は自国から D_0 だけの国際流動性の流出（減少）を決意しているとする。A国からB国への流動性 D_0 の流出により、どのような信用供与と商品およびサービスの輸出がおこなわれうるのであろうか。その経過はつぎのようにしめされうる。

1 A国はB国に対して、 D_0 だけの流動性を移転したとする。B国はそのうち f 部分 ($1 > f > 0$) だけ、すなわち、 fD_0 だけA国より商品およびサービスを輸入し、残りの部分、すなわち、 $(1-f)D_0$ を自国で保有するか、あるいは、第3国であるC国から商品およびサービスを輸入すると仮定しよう。

2 この場合、A国からB国への信用の供与量は D_0 、A国からの流動性の流出量は $(1-f)D_0$ である。

3 B国はA国から、 fD_0 だけの商品およびサービスを輸入する。すなわち、A国に fD_0 だけ流動性が還流してきたことになる。したがって、 fD_0 だけは、当初の仮定により、さらにB国に対して移転可能である。よって、A国は fD_0 だけの流動性をB国に移転するとする。以下、同様の経過が継続する。これを表示すると第1表のようになるであろう。われわれは、この経過

第1表 A国からB国への信用供与・商品輸出・流動性流出

期	信用供与	商品輸出	流動性流出
0	D_0	fD_0	$(1-f)D_0$
1	fD_0	f^2D_0	$f(1-f)D_0$
2	f^2D_0	f^3D_0	$f^2(1-f)D_0$
3	f^3D_0	f^4D_0	$f^3(1-f)D_0$
⋮	⋮	⋮	⋮
t	f^tD_0	$f^{t+1}D_0$	$f^t(1-f)D_0$
⋮	⋮	⋮	⋮
合計	$\frac{1}{1-f}D_0$	$\frac{f}{1-f}D_0$	D_0

を一種の乗数波及の形でしめすことができる。

第1表より、あきらかなようにA国からB国への信用供与量、商品およびサービスの輸出量、流動性流出量は、それぞれ、初項を D_0 、 fD_0 、 $(1-f)D_0$ とし、公比を f とする無限等比級数であり、かつ、 $1 > f > 0$ であるから、

$$\text{信用供与量の合計} = \frac{1}{1-f} D_0 \dots\dots\dots(1)$$

$$\text{商品およびサービスの輸出合計} = \frac{f}{1-f} D_0 \dots\dots\dots(2)$$

$$\text{流動性流出量の合計} = D_0 \dots\dots\dots(3)$$

となる。 f は「還流係数」と名づけておこう。

さて、第1表、および、(1)(2)(3)式の数値よりあきらかなように、商品およびサービスの輸出合計と流動性流出量との和は、信用供与量の合計に等しい。すなわち、信用供与は、商品およびサービスの輸出と流動性流出に分解したことになる。

つぎに、A国の性格について考えよう。

第1に、A国の債務証券（それを保有する国からみれば、A国に対する世界貨幣たる金請求権）が、国際的に通貨としてみとめられない場合には、第1表で示されるA国の流動性流出は、ただちにA国の国際流動性の減少となってあらわれるであろう。たとえば、わが国のような場合である。金・外貨の減少となる。

第2に、A国の債務証券が、国際的に通貨としてみとめられている場合には、第1表で示されるA国の流動性流出は別の形をとってあらわれる。

この場合には、B国およびC国が、A国の通貨選好国であるか、あるいは、金選好国であるかによって、A国にあたえる影響は非常にことなりうるであろう。

B国およびC国が金を選好する場合には、その量だけA国からB国およびC国に金が流出することになる。この場合には、世界全体として国際流動性の量には変化がない。流動性の分布に変化が生れるだけである。

しかるに、B国およびC国がA国の通貨選好国である場合には、その量だけ、A国の金が流出するかわりに、A国の債務が増加するという形をとってあらわれるであろう。世界全体としては、A国の債務が増加しただけ流動性が増加したという形をとることになる。A国の信用増加である。

A国の通貨が国際通貨であり、しかも、A国の保有する金がA国に対する債権に比較して相対的に少ない場合には以上のことは実際上きわめて重要な意味をもつことになる。純形式的に考えるならば、A国の債務証券（A国に

対する金請求権)に变化がなく、A国の金の量が減少する場合と、A国の債務証券が増加し、A国の金の量に変化がない場合とは同じように見えるかもしれない。数値的には、この2つの場合、A国に対する金請求権とA国の保有する金の量との差額は同一であるからである。すなわち、A国の債務証券額を X 、保有する金の量を M 、A国の純資産を N であらわすと、

$$N = M - X \dots\dots\dots(4)$$

となる。この場合、簡単のためA国のもっている対外請求権は考えないことにする。(4)式でいえば、以上のことは、 X の増加か、 M の減少かという問題に着する。 N の値には、いずれの場合をとっても変わりがない。

しかし、 X の増加か、 M の減少かという問題は、国際流動性問題、とくにA国にとっては重要なちがいがある。その主要な相違点はつぎの3つであろう。

1 すでにのべたように、 X の増加の形をとる場合には、国際流動性は、世界全体として増加することになる。 M のA国からの減少の形をとる場合には、国際流動性は世界全体として変化せず、その移転を通じて、世界的な金の分布に変化が生じる。

2 A国にとってみれば、 X の増加の形をとる場合には、しかも、 M の減少をとともなわない場合には、そのかぎりにおいて、きわめて好都合である。けだし、A国は X の増加という形、すなわち、自国の債務の増加という形式でもって、外国に対して信用供与をあたえることができるからである。また、自国の債務の増加という形式でもって、外国に対して支払いをすることが可能である。

M の減少をとともなわず、 X のみ増加している場合には、その範囲内においては、あたかも、1国の政府が紙幣を増発して、民間からの物資の購入支払いにあて、また、民間に貸付をおこなうのと同様に機能するわけである。これは、準備通貨(reserve currency)国の特権である。

3 A国にとってみれば、 X が増加せず、 M の減少という形をとる場合は、けっして好ましいものではない。A国の債務証券が、国際通貨として流通するのは、それが金に交換可能であるからである。ただちに M が減少しうる可能性をもっているからこそ、国際通貨たる資格をA国の債務証券はもってい

るのである。しかしながら、 M が大量に引き出される場合には、A国の債務証券のうらづけについて不安が生じる。また、 X が選好されず、 M が選好されることは、とりもなおさず、A国の債務証券についての信用の動揺を意味することである。A国の通貨が国際的に信用されないことを意味する。これは、信用通貨として一番致命的なことである。A国にとって望ましくないことはいうまでもなからう。今日のドル危機といわれるのもまさしくこのような現象をさして、いわれているのである。

さて、さきの(1)、(3)式より、B国はA国より $\frac{1}{1-f}D_0$ だけの信用供与を受け、その流動性は D_0 だけ増加したことになる。

この場合、 $f=1$ ならば、A国の信用供与は全額、B国への商品およびサービスの輸出となり、A国からB国へは流動性は全然移転しないことになる。流動性にかんするかぎり、A国にとって問題はない。

しかるに、 $1 > f > 0$ の場合は、B国およびC国の性格により事情がことなりうる。B国およびC国がA国の通貨選好度の高い場合には、A国通貨はB国およびC国に滞留するか、あるいは、いずれまた、A国からの商品およびサービスの輸入を通じてA国に還流してくるであろう。ところが、B国およびC国がA国の通貨選好度の低い場合には、A国の債務証券によりA国から金の引出しをはかることになる。

よりくわしくいうならば、この場合のC国は1国ではなく、多数の国をふくみ、それらはさらに順次に輸入を通じて、A国の通貨保有とA国からの金引出しが波及してゆくのが現実である。この過程をこまかく追跡してゆくことは、数学的にも、あるいは、実際に、統計学上も可能であろうとおもわれる。しかし、ここでは、さしあたってわれわれはこれ以上詳しく追跡することは必要でないかのようにおもわれる。

事実上の問題として、A国にとっては、B国に対して信用供与をおこなった場合、B国の流動性にたいする態度と、B国の取引先C国の流動性の態度は経験的に知られているはずである。したがって、それらをあわせて考察することにより、A国はB国に対して、信用供与をあたえた場合、どの程度の自国通貨がB国およびC国を通じて、還流またはそれらの諸国に滞留するか計算可能であろうとおもわれるのである。逆にどの程度の金の引出しがおこ

なわれるかも知ることができるはずである。

いま、B国およびC国のA国通貨に対する選好度を $(1-g)$ とすれば、 g はA国からの金引出しをしめす係数となる。この場合、(3)式により、A国からの流動性の移転は D_0 であるから、

$$\text{A国からの金流出量} = gD_0 \dots\dots\dots(5)$$

$$\text{A国の債務増加量} = (1-g)D_0 \dots\dots\dots(6)$$

となる。

B国が具体的に B_1, B_2, B_3, \dots 国とかわるにつれて、 B_1, B_2, B_3, \dots 国のそれぞれの取引先国である第3国たるC国も、 C_1, C_2, C_3, \dots 国と変化し、したがって、A国からの「金の流出係数」 g も、 g_1, g_2, g_3, \dots と変化することになる。

いま、A国がある特定国 B_1, B_2 に対して、信用供与をおこなう場合、 \bar{G} まで金流出が許容できるとするならば、

$$B_1 \text{国では、} \quad \bar{G} = g_1 D_{0,1} \quad \text{ゆえに} \quad D_{0,1} = \frac{1}{g_1} \bar{G}$$

$$B_2 \text{国では、} \quad \bar{G} = g_2 D_{0,2} \quad \text{ゆえに} \quad D_{0,2} = \frac{1}{g_2} \bar{G}$$

となる。ここに $D_{0,1}$ および $D_{0,2}$ はそれぞれ、A国が \bar{G} までの金流出を許容できると考えた場合における、 B_1 国および B_2 国に対するA国からの国際流動性 (A国の債務証書額) 移転可能量をしめすものである。ゆえに

$$\frac{D_{0,1}}{D_{0,2}} = \frac{g_2}{g_1} \dots\dots\dots(7)$$

となる。以下 B_3, B_4, \dots 国についても同様のことがいえるわけである。

A国は B_1, B_2, B_3, \dots 国の g_1, g_2, g_3, \dots を知ることにより、国際流動性および金を考慮して、その信用供与国と供与量を政策上決定することになるであろう。あるいは、 g の値を低めるようにB国に対して働きかけることが可能である。これはB国自身のA国通貨選好度を高め、かつ、A国通貨の選好度の高いC国とB国が取引するよう働きかけることによって可能であろう。

われわれは、最近つぎのような2つの事実を知っている。

第1は、アメリカが後進国援助をしている国をみると、その大部分がドル選好国である。ドルを選好しない国、あるいは金選好国から輸入をしている

国に対して援助をしている額はきわめてわずかである。

第2は、イギリスはポンド危機にさいして、本年7月20日デフレ政策を発表した。当然、海外渡航持出し金額制限を強化したわけであるが、それはポンド・スターリング地域とその他の諸国に分けて考えているのである。

この2つの事実は、いずれも、それぞれの国がわれわれの係数 g について深い考慮をはらっていることをしめしているようにおもわれる。

われわれは、これまでの考察において、A国はB国に対して、信用供与をおこなうという前提で分析を進めて来た。しかし、以上の考察はもちろん、信用供与の場合についてのみあてはまるものではない。A国の民間資本がB国に海外進出し、A国から貨幣資本をその残高において、一定額（われわれのモデルでは D_0 ）だけ持ち出している場合においてもあてはまる。また、A国がB国に対して、一定額の流動性を移転せしめることを容認する前提のもとに軍事援助をする場合、あるいはA国の軍事基地がB国内にあり、そこに同様の前提のもとにおいて、軍事支出をおこなう場合においても同じことがいえよう。

3. 国際通貨の循環地域

これまでの考察において、還流を中心として国際通貨の循環を分析してきたのであるが、われわれはこの循環地域を以下のように3つに分けて考えるのが至当であるとおもわれる。国際通貨国をA国としよう。

第1の循環地域はA国内である。ここでは、準備通貨といえども金とは兌換されないのが通常である。国家による「強制通用力」があたえられているからである。国内的にみればかぎり不換紙幣である。

第2の循環地域は、A国の通貨の保有選好地域である。ここでは、もちろん、その地域の通貨当局が金兌換を請求すれば兌換はされうることになっている。しかし事実上はそのようなことはおこなわれない。金兌換を請求しないがゆえに、国際通貨は滞留または還流するのである。兌換請求をしないという意味では、A国内と事実上かわらない。しかし、もちろん、A国内とはことなっている。事実上、兌換請求はされないけれども、兌換しようとおも

えばそれは可能である。その意味では金請求権は潜在化していると考えてよいであろう。

なにゆえに、金請求権が潜在化しているのであろうか。その理由としては、つぎのようなものが考えられうるであろう。

1 第2の循環地域の国は、A国より援助または借入をうけ、したがって、経済的にA国に対してその好まないところの金請求を事実上おこないえない場合が考えられうる。

2 第2の循環地域の国は、国際流動性の保有が少なく、したがって、その保有する外貨は、取引決済用の取引的動機によって保有されているような場合が考えられうる。このような場合においては、その取引決済にもっとも便利な外国通貨、この場合はA国の通貨という形態で、国際流動性をもつことになるであろう。取引的動機以外の動機により、国際流動性を保有するほど、その保有する国際流動性が多くない場合がこれである。

3 A国に対して、政治的にきわめて弱い立場にある諸国は事実上、金兌換請求をおこないにくいことになる。従属国かそれに近い国がこれである。このような国は、通貨にかんするかぎり、A国内に準じて考えられうる。一種の実質的強制通用力がそこに働いているのである。

第3の循環地域は、A国通貨の保有を好まず、金兌換請求をする国である。ここでは、兌換はつねにおこなわれるわけである。そのようなことをおこないうるのは

1 A国と経済上対等の地位にある場合

2 A国と政治的に対等の地位にある場合

3 国際流動性の保有が相当に多量あり、取引的動機以外の予備的動機あるいは投機的動機により保有しうる部分がある場合には、A国通貨に対して信認するかどうかは別として、資産保有としては、現在のところ、世界貨幣としての金をもっともよいことはいうまでもない。もっとも安全性と確実性にとむからである。とくにA国通貨について、信用不安がある場合、あるいは信用不安がおこりうる可能性がある場合にはA国通貨の保有が好まれない傾向はいっそう強まるにちがいない。

以上のような、第2および第3の循環地域は先進国、後進国をふくめて存

在しうるわけである。例えば、後進国であるとしても、その主たる取引先が、第3の循環地域であれば、A国への通貨の循環は当然に低いといわなくてはならない。このように考えるならばわれわれは、A国通貨の循環地域について、第2表のように分類することができる。

第2表 A国通貨の循環地域

第1循環地域	第2循環地域	第3循環地域
A 国 内	A国通貨選好地域	A国通貨不選好地域
不 換	事 実 上 不 換 潜在的に兌換可能	兌 換

第2表で示されるように、A国通貨は国内では兌換されず、第2循環地域では事実上不換、第3循環地域では現実に兌換されうる。第3循環地域では現実に兌換される。第2循環地域では、事実上兌換されない。その意味では、現在としては機能上、A国内と同様である。にも拘わらず、A国通貨が国際通貨として考えられるのは、潜在的可能性として、兌換性をもっており、かつ、第3地域で現実に兌換されるからである。(1966年8月7日、フランス・イタリア・ユーゴスラヴィアに出発の日。ロンドンにて)。

国際資金需要と金選好

藤 田 正 寛

1

世界経済の規模が拡大するとともに、貿易量も増大し、これに対応する決済資金も量的には、もちろん、質的にも増加しなければならない。

1964年以來のドル建の世界の輸入高合計は1592億ドルで、金・外貨準備高の合計が669億6500万ドルであるから金・外貨比率、すなわち、国際流動性比率は約42%である。

そして、この内訳を見ると先進国は551億5000万ドルを保有し、全体の約82%を占めているが、低開発国は96億4000万ドルで全体への比率は約14%、国際機関の保有は21億7000万ドルで全体の約4%である。しかも、先進国のうちではアメリカとイギリスとEEC諸国の合計は376億5500万ドルに達しており、全体の約56%を占めている。

国際流動性比率を統計的に追跡すればつぎのようになる。すなわち、1913年には21%、1928年になると42%と世界大戦の疲弊が回復して金本位制が健在であるとともに金・外貨準備も勢いづき、1938年には117%となり、1948

第1表 世界輸入額（ドル建）（単位：100万ドル）

	1938年	1958年	1964年	1965年
世界合計	23,700	101,300	160,100	174,200
先進国	17,900	73,500	125,590	137,680
低開発地域	5,800	27,800	34,500	36,500
アメリカ合衆国	2,180	13,340	20,288	23,189
E E C	5,130	23,610	44,880	38,369
E F T A	6,290	18,400	30,290	26,092

出所：「日本銀行統計月報」1967年1月。

年の80%の数字が世界経済発展の好調さを示している。それがドル不足から漸次、下降傾向をみせ、1959年には66%となり、ついに最近、42%に落ちこんだのである。このことは、1913年の水準の2倍であると、一応、考えることができるが、単純な量的比較からのみ、国際流動性と世界経済との比較をすることは誤りであり、世界経済の構造的変動を直視してこそ意味がある。

国際流動性については、その不足説は金⁽¹⁾の世界的保有量の絶対額が国際取引の必要量の絶対的水準を下廻るとするものから、金やドルその他の外貨に、さらに各種（公・私）の信用便宜（credit facilities）⁽²⁾までを含めるもの⁽²⁾があり、また、国際流動性については不足という実態は存在せず、偏在だけがあるという説も有力⁽³⁾である。

この立場からは先進国と低開発国との比較による偏在が、まず、指摘され、低開発国では1955年よりも1964年には国際流動性は30億ドルも減少しているというのである。

国際流動性分布についての、いま1つの比較は先進国間の偏在である。戦争直後、240億ドルもの金がアメリカに集中、偏在していたが1966年12月になって、132億3500万ドルに減少したのはキー・カレンシー国としてのアメリカの恒常的国際収支赤字によるドルの信認低下のためである。逆に大陸各国が200億ドルをこえる金保有を誇るのは、国際通貨としてのドルやポンドの弱体化に伴い、フランやマルクが強化されたからである。

このことは国際資金需要の増大とともにドルやポンド選好国が金選好国へ転換したことを明快に物語っている。

(1) H. G. Grubel, *World Monetary Reform*, Stanford, 1963.

R. Triffin, *Gold and the Dollar Crisis*, 1960.

シュベグラウの金不足説については拙稿、「金保有平準化と国際流動性」、バンキング179号、参照。

(2) IMF, *International Reserves and Liquidity*, Annual Report 3, 1963.

ローザ案や4カ国中央銀行専門家の共同提案などについては鈴木浩次編「国際流動性論集」1964年に詳しい。

(3) Ian Shannon, *International Liquidity*, 1964.

プレビッシュ報告にも詳しい考察がある (U. N., *Towards a New Trade Policy for Development*, 1964).

第2表 金・外貨準備高 (単位：100万ドル)

地 域	金・外貨	1958年	1964年	1965年	1966年
世界合計	{ 金 外 貨	39,445 18,125	40,890 27,550	41,925 27,910	40,880 29,375
先進国	{ 金 外 貨	36,127 48,330	38,095 58,268	39,130 59,060	38,220 59,795
うち EEC	{ 金 外 貨	9,210 15,945	16,860 28,405	18,905 29,495	19,070 30,910
低開発国	{ 金・外貨 金	9,235 3,035	9,475 2,790	10,775 2,795	11,075 2,720
国際機関	金	1,417	2,172	1,375	2,228
日 本	{ 金・外貨 金	1,062 54	2,019 304	2,152 328	2,119 329
アメリカ	{ 金 金・外貨	21,753 22,540	15,471 16,672	14,065 15,450	13,235 14,882
イギリス	{ 金・外貨 金	3,105 2,807	2,316 2,136	3,004 2,265	3,099 1,940

第3表 アメリカよりの金流出 (単位：100万ドル)

期 間 国 名	1958年	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966 (6月)
オーストリア	- 84	- 83	- 1		- 143	- 82	- 55	- 100	
ベルギー	- 329	- 39	- 141	- 144	- 63		- 40	- 83	
フランス		- 266	- 173		- 456	- 518	- 405	- 884	- 221
西ドイツ			- 34	- 23			- 225		
イタリア	- 349			+ 100			+ 200	- 80	
オランダ	- 261	- 30	- 249	- 23			- 60	- 35	
ポルトガル	- 20	- 10							
スペイン	+ 32		- 114	- 156	- 146	- 130	- 32	- 180	
スイス	- 215	+ 20	- 324	- 125	+ 102		- 81	- 50	+ 11
イギリス	- 900	- 350	- 550	- 306	- 387	+ 392	+ 618	+ 150	- 7
日本	- 30	- 157	- 15						
その他(IMFなど)	- 138	- 126	- 68	- 141	+ 260	+ 9	+ 44	- 225	+ 18
合 計	-2294	-1041	-1669	- 820	- 833	- 392	- 36	-1547	- 167

(出所) IMF, International Financial Statistics, Dec. 1966 および Federal Reserve Bulletin より計算。

金融節度 (monetary discipline) を重視する大陸諸国では、貨幣的均衡が国内的にも、また国際的にも問題となり、経済政策は金融、財政政策に重点をおくようになった。これは金・外貨準備の増大となってあらわれ、金準備率や国際流動性比率を強力なものとしたことはいうまでもない。アメリカの金が流出するとともに、その準備センターとしての地位を奪い取る1つの方法として1967年1月30日、フランスは外国為替の制限の撤廃、フランの交換性の確立、金の輸出入自由化などを公表し、パリ市場を国際金融の有力な中心とする、ドル体制への挑戦を敢行したのである。

フランスのこのような態度は、すでにリュエフなどの金本位復帰論が、いわゆるド・ゴリズムといわれる新しいナショナリズムの主張として注目されたのであるが、パリの金市場がロンドン金市場を圧倒し、アメリカの金流出の激化を誘発することを狙いとしていないとは断言できない。

ロンドン金プール協定⁽⁴⁾からの離脱についても、フランスの動きは予測されるが、いまや、金価格改訂問題が金選好の増大の反面として検討されねばならぬのは理の当然である。

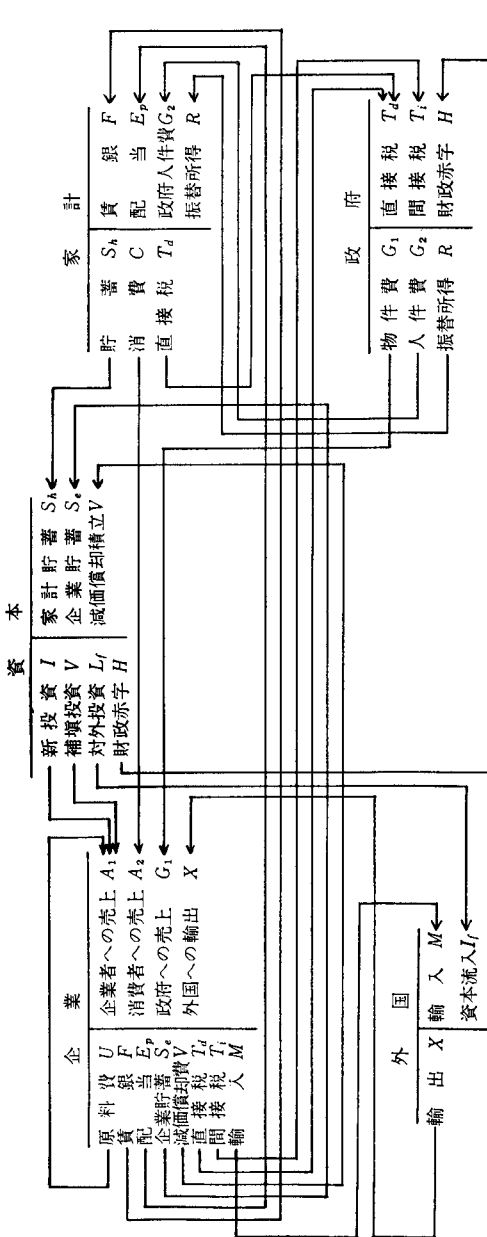
2

国際資金の需要がたかまるとともに、資金の供給は先進国間の資金の金利差による移動や国際金融機関からの融資などの通路で流動性が供給される。先進国間の国際流動性の供給は長期資金と短期資金が各国の中央銀行ならびに商業銀行(為替金融機関)を通じて行なわれるが、低開発国への先進国資金⁽¹⁾の流出はいわゆる南北問題の金融的側面を形成するだけに、とくに長期資金の流出が中心である。

このような購買力(購買手段)としての資金の移動は国内的には資金循環表に表現することができる。そして、この策定が金融政策の有力な基礎作業となってきたのは、最近のことである。いわゆるマネー・フロー分析がこの動

(4) G. Reiman and E. F. Wigglesworth, *the Challenge of International Finance*, 1966.

(1) 拙稿、「南北問題と国際金融機構」, 金融ジャーナル, 6-3 (1965年3月)。



向を示している。⁽²⁾

ケインズの分析によれば (Y, C, S, I をそれぞれ国民所得, 消費, 貯蓄, 投資とする),

$$Y = C + S$$

$$Y = C + I$$

$$S = Y - C$$

$$I = S$$

貨幣の活動残高の需要量は国民生産物の総流通高で決定され、これは一国の生産水準と流通市場の構造からも規定される。したがって、一国の生産水準を決定するものは国民所得の大きさであり、これは、また有効需要の大きさに依存する。消費支出、新投資支出、政府支出、国際収支の受超額が有効需要を構成し、この大きさが生産水準と雇用水準を決定する。そして、さらに、国民所得水準をも決定するのである。

もし、有効需要の大きさが一国の生産能力以上になれば、物価水準は騰貴し、生産能力をこえなければ、物価水準は安定をする。こ

の場合、貨幣量の増減は一義的に有効需要の大きさを変動させるものではなく、物価水準を一義的に決定することはない。

いうまでもなく $I \equiv S$, すなわち、貯蓄、投資の事後的恒等ということは資本勘定の借方と貸方の諸項目のそれぞれの合計額の恒等の形をとる。

開放体系における、もっとも単純な循環図式を考えるとつぎのようになる。

政府の収支勘定の借方には政府支出物件費 G_1 と人件費 G_2 , および振替所得 R が、貸方には、政府収入である直接税 T_d , 間接税 T_i が記入される。家計勘定の貸方には政府の人件費 G_2 と振替所得 R が、借方には直接税 T_d が記入され、企業勘定の貸方には政府の売上げ G_1 が、借方には直接税 T_d と間接税が記録される。政府勘定が収入超過の場合は、その借方に政府貯蓄が記録され、資本勘定の貸方に政府貯蓄が記録される支出超過の場合は、その貸方に財政赤字が記録され、これに対応して、資本勘定の借方に、その財政赤字が記録される。また、外国の収支勘定の借方には輸出額 X が、貸方には輸入額 M が記録されるから、企業勘定の借方には輸入額 M が、貸方には輸出額 X が記録される。出超の場合は外国勘定の貸方に国際収支の受取超過額が記入される。これは外国投資のことであるから資本勘定の借方に記入される。逆に、入超の場合は借方に国際収支の支払超過額が記入され、これは外国資本の借入、すなわち、外資流入であるから資本勘定の貸方に記入する。

$$\text{そこで } Y = C + I + X - M$$

$$S = I + X - M$$

の関係から資金の移動が I の動きに集中される。

$$(I - S) + (X - M) + (G - T) = 0$$

の均衡式から $I > S$, $X > M$ のような政策が国際流動性政策として要請されるにいたる。

さきの循環図式に各国中央銀行と有力商業銀行と国際機関を加えることが必要となる。

ケインズは「貨幣論」のなかで対外取引については外国残高 = 外国貸出 + 金流入額 = 外国投資と理解し、 $\sum I = I_a + I_f = I_a + L_f + G$ とい

(全投資) (自国投資) (外国投資) (外国貸出) (金流入)

(2) 石田定夫、「マネーフロー分析」日本経済新聞社、1961年。

(3)
う図式を考えている。

資金循環表にいう海外部門は外貨準備高の変化として見られ、国際収支の差額が外貨勘定の正または負の動きをあらわし、受超のときは外貨が累積し、払超のときは外資を必要とするが、これは金融勘定と対応していなければならない。また、外貨の内容、すなわち、準備資産の構成について、金融資産選好が重要であり、金選好が、他の準備資産以上に選好されるところに現在の国際流動性問題が存在するのである。

第4表 金 準 備 率 (単位：100万ドル)

国 名	1964年			1965年		
	金 (A)	金・外貨 合計 (B)	$\frac{A}{B}\%$	金 (A)	金・外貨 合計 (B)	$\frac{A}{B}\%$
アメリカ	15,471	15,903	97	14,065	14,946	94
イギリス	2,136	2,316	92	2,265	2,755	82
スイス	2,725	3,123	87	2,660	2,847	93
イタリア	1,571	2,107	74	2,404	3,580	67
フランス	3,729	5,105	73	4,706	5,449	86
西ドイツ	2,721	4,208	64	4,410	6,354	69
日本	304	1,999	15	327	1,759	13

3

アメリカの国際収支が1964年末に大巾の赤字となるとともに、金にたいする需要は急激に増大した。いわゆる金選好の転換がはじまったといっている。1964年2月4日のドゴールの金本位復帰提案は金選好増大を最高潮にしたが、アメリカの北爆開始でその氣勢は殺がれた。中国の金購入が始まったとはいえ、1965年～66年のフランスの金購入と本月1月末の金の自由化措置によるような動揺ではなかったのである。1965年については非共産圏諸国の金生産額は1964年の13億9500万ドルから14億3500万ドルに増大し、ソ連の金売却は4億5000万ドルから5億5000万ドルに増大した。これに反し、民間需要は11億2000万ドルから15億8500万ドルとなる一方、中国の金購入が1億5000万

(3) J. M. Keynes, *Treatise on Money*, 1930. (鬼頭仁三郎訳「貨幣論」第1—5分冊, 同文館, 1934年)

ルに達したため、非共産圏諸国の公的機関の購入した金は7億2500万ドルから2億5000ドルに減少している。この額は1960年の3億4500万ドル(ロンドン金市場が投機的原因のため1オンス=40ドル以上になった)、1962年の3億3000ドル(キューバ危機)を下廻る、1952年以来の最低であった。

1966年に入って金需要はたえず、逼迫している。アメリカの金流出がつづき、金保有水準が132億ドルであることは金準備法の25%条項の廃止を考えねばならぬ危機ラインを示している。すなわち、国際通貨ドルの信認低下が金選好を促進しており⁽¹⁾、第2には国際通貨制度の改革論議がIMF総会における米欧の対立と南北間の問題とともに新準備資産創出に関する10カ国会議⁽²⁾の意向がそのまま実行されぬ事情があり、必ずしも前進を示さないこと、第3にヴェトナム問題の解決が進まず、中国が1カ月に50トンにおよぶ金購入を行なったにも不拘、金の需要が投機的とならぬのは、アメリカの金流出が1965年の速度を見せていないことによるといわれる。

これに、たいして、供給面では南アフリカの金生産が前年以下と推測され(金準備の増大)、ソ連の金売却も前年以下であり、各国のIMFの増資による金の使用が金不足となっていることが金問題⁽³⁾をして、低迷させた原因であるが、金選好の増大はフランスの今回の措置で拍車を加えられたとみられる⁽⁴⁾。

国際流動性増強策の1つとして金価格引上げ論がハロッド⁽⁵⁾によって主張されて久しいが、この場合、1オンス=350ドルという価格標準を世界経済の規模の拡大による物価騰貴率と比例的に引上げることは、金の価値尺度とし

(1) 拙稿「国際流動性と金」国民経済雑誌 108-4 (1963年8月)。

(2) A Report by Working Party No. 3 of Economic Policy Committee of the OECD, the Balance of Payments Adjustment Process, 1966.

(3) Legal and Monetary Affairs Subcommittee of the Committee on Government Operations.—The Gold Situation, 1965.

A. G. Ford, The Truth about Gold, Banker's Magazine, Aug. 1965, pp. 1-18.

William M. Clarke, What the general Meant about Gold, Three Bank Review, 1966, pp. 2-13.

(4) 日本経済新聞, 1967年1月31日号。

(5) R. F. Harrod, A Plan for Increasing Liquidity (ed., H. G. Grubel, World Monetary Reform, 1963).

idem, Reforming the Worlds Money, 1966.

第5表 金の生産とその用途 (単位: 100万ドル)

期 間	金の生産	ソ連の売却	公 金 保 有	私 的 用 途		
				合 計	工 芸 用	私的退蔵
1945年	755	45	350	450	—	—
1946	756	—	350	406	280	126
1947	767	—	430	337	120	217
1948	798	—	380	418	170	248
1949	833	—	480	353	200	153
1950	858	—	410	448	210	238
1951	840	—	175	665	150	515
1952	870	—	335	535	170	365
1953	865	75	435	505	160	345
1954	915	75	645	345	170	175
1955	960	75	660	375	190	185
1956	995	150	505	640	200	440
1957	1,035	260	725	570	210	360
1958	1,065	210	895	380	200	180
1959	1,125	300	750	675	—	—
1960	1,275	200	310	1,065	—	—
1961	1,215	300	600	915	285	630
1962	1,290	200	335	1,155	330	830
1963	1,350	550	845	1,055	325	735
1964	1,400	450	725	1,125	430	695
1965	1,435	550	400	1,585	465	1,120

(出所) BIS年報, 1965.

での機能からは実効のない数量説的の見解であることは、すでに、しばしば明らか⁽⁶⁾にしてきた。

しかし、こんにちの金価格変更論には第1に金の価格標準の変更の反映としての意味のもと、第2に価格標準の変更の反映でない金価格の変更とがある。後者の場合は紙券通貨と無関係の金価格の騰貴であり、金に対する紙券通貨による需要の増大により一定重量の金と紙幣通貨の交換率としての金の市場価格が騰貴する場合である。

価格標準の切下げの反映として金価格が騰貴する場合には紙券通貨の減価

(6) 拙稿、「国際通貨制度論争」国民経済雑誌, 110-2 (1964年8月)。

は固定的で弾力性をもたない。この場合の金価格は自動的に変動することはないが、紙券通貨による単なる需給の反映としての金価格の変動の場合は一時的な現象として、そのときの事情により変動するのであり、両者は性格が異っている。

ロンドン金市場における戦後、数次の金相場の騰貴は金の需給を一時的に反映する動きであり、変動原因としてのキューバ危機や中国の手持ポンドの金転換という金への需要の急増が止めば、もとの相場に自然に戻る性質をもっている。自由金市場価格はこのように一定量の金と紙券通貨の交換率（需給関係を示す）にほかならず、価格標準の切下げと峻別すべきである。⁽⁷⁾

金を価格標準の切下げとして、その価格を変更することは価値尺度を無視し、国際通貨制度の基礎である金の地位を軽視することといわねばならない。

したがって、ドル不足解決のためのハロッドの提案やドル過剰対策としての提案、国際流動性対策としての金価格の切上げ、切下げという一連の（マ⁽⁸⁾ハループ）主張は金価格変更→物価変動→金価格再調整のくり返しという悪循環を内包するものにすぎない。金価格引上げをとると、金のアメリカ・ドル価格引上げの方法と金価格の全面的、一律引上げ、すなわち、各国の平価の一律変更の方法がある。後者についても段階的、部分的引上げ（2.5%宛という方法）や各国通貨の平価を率を各個に独自のレートで切下げる方策が考えられる。

一律変更の場合は為替相場に影響を与えないのに対して、各国の平価切下げ率が多彩な場合は為替相場の再調整が必要となる。

金価格の引上げは投機業者の利益につながり、また、産金国、金保有の多い国に有利であり、私的退蔵金の放出に効果的であるにすぎない。

金価格の引上げはインフレーションによる事実上の、価格標準の切下げの法的追認としての意味と、第2に輸出不振、物価低落の不況下にインフレーション政策としての意味があるだけであり、インフレーションによる物価騰貴による被害の方が大きい割合が多い。金価格変更はいうまでもなく、国際流動性の不足国や偏在を主張する主として低開発国から要求されるが通貨価

(7) Ian Shannon, *The Economic Function of Gold*, 1964.

(8) F. Machlup, *International Payments, Debts, and Gold*, 1964, pp. 228-259.

値の変更による通貨不信と準備通貨の所有者を不利にし、引上げ予想のための換金による、いわば金選好増大は却って国際流動性を不安にする。

このいみで金価格引上げは一時的効果に止まり、その名目的効果は物価騰貴で消滅することを知るべきである。

芦矢栄之助⁽⁹⁾氏は、1972年までの10カ年の貨幣用金の需給を予測されるが、年平均金生産を11億ドル、ソ連の金売却を2億ドル、金の総供給のうちから貨幣用金にまわるものを8億ドルと想定し、国際貿易の成長率を6%、4.5%、3%と仮定される。第1の貿易成長率6%の場合、金準備率を世界平均65%とすると、貨幣用金の需要は1972年には、850億ドルに達する。供給は貨幣金ストックに年々、追加される分を加えて1972年には490億ドルになり300億ドルの金不足となり、第2の貿易成長率4.5%の場合、金不足は170億ドル、第3の3%のときは140億ドルと計算されている。この対策は第1に対外準備を減少させること、第2に金準備率を低下させることであるが、これは1972年に世界平均30~40%とすることをいみする。これは金以外の対外準備を主要通貨またはIMFの借入便宜の形で保有することであり、国際通貨改革の一つの袋小路ともなり、甚だ困難である。第3の道として考えられるのが金価格引上げである。アメリカの金流出がにつき、また、IMF改革案として新準備資産創造案が支持されて実現すれば、アメリカが金保有を検討すべきであることは当然、予想される。

このように、金価格の問題は古くして新しい問題である。そしてフランスのつよい金攻勢のなかにあって各国が、適正な金準備率ないし国際準備を探ることが一つの接近法となってきたのである。

4

金・外貨を含む、いわゆる国際準備が一国の資金循環図式のなかで、妥当な水準にあるか否かは、金融政策の重要な問題点の一つである。

金融政策の目標は通貨価値の安定にあり、このことは安定的貨幣均衡の達

(9) 芦矢栄之助「国際通貨論争」東洋経済新報社、1964年。

成をいみしている。このための資金循環表には金融勘定を中心にして家計、企業、海外勘定の連関が存在せねばならない。国際資金需要を供給するには国際準備資産の保有水準の考察が求められる。

ヘラーは国際流動性については、狭義では一国の金融当局が保有する金準備高とするが、広義には輸入への全公的支払手段、すなわちIMFの定義⁽¹⁾をそのままとりいれ、金保有高、外貨保有高、IMFにもっているゴールド・トランシェ (gold tranche) と公私の信用とりきめ (credit or financial facilities) と考える。これは国際流動性を金に対する流動性、ドルに対する流動性、その他の金融能力 (financial strength)⁽²⁾ と区別し、しかも、これの総合を考えるわれわれの見解に近いものである。

ヘラーはまず、低開発国、すなわち、第一次産品輸出国を考え、前提として貿易財の価格が世界物価に余り左右されず、外国よりの反撥をうけない国内産業を考える。しかし、国際収支は低開発国の常道として、赤字であるものとする。

この場合、国際収支均衡化策は支出切り下げ策と、支出変更の2つが考えられる。前者としては、もっとも一般的方法は国内物価水準変更策であって、為替相場と輸入関税の変動に即応した物価対策がある。このことは、交易条件が変動して福祉に影響がおこる場合と資本資源を再割当するコストに変動があらわれる場合とのあることを示している。

第1図で縦軸に国産品の量を、横軸に輸出入品すなわち、貿易財をとり、HOF象限に無差別曲線を考えると、P点は経済の均衡点になる。均衡の内容は、完全雇用、国際収支均衡、国産品も貿易財も価格は一定で、消費者の行動は無差別曲線上にもっともよく反映されるものとする。一国において、ORの国産品とOSの国産商品の生産と消費が行なわれ、その国の輸出が減退して国際収支にTSという赤字がでたとすると、 I_0 (無差別曲線) の状態まで値下げをせねばならない。この場合、KはMGとGJの関係から決定される。国際収支均衡のために値下げをする幅は輸入性向によって決まるものと考えられる。開放体系で、これを考えると第2図のCDになり、封鎖体制ではAB

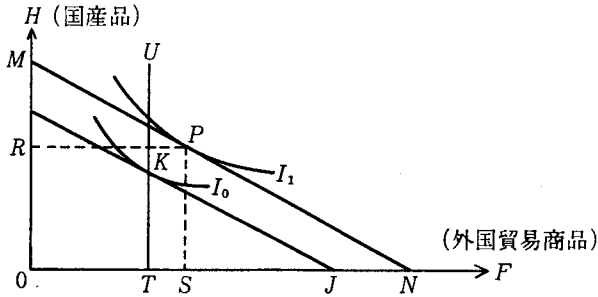
(1) IMF Study Group, *International Reserves and Liquidity*, 1963.

(2) W. T. Newlyn, *Theory of Money*, 1962. (小泉明監訳「貨幣の理論」1963年)。

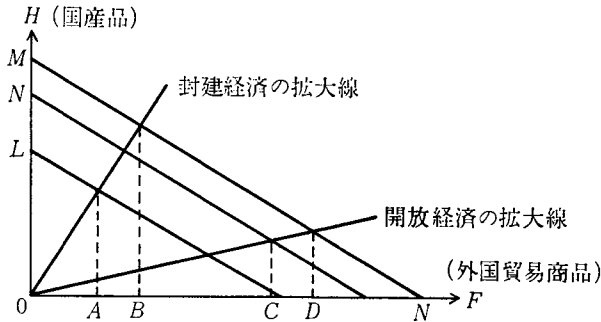
であらわされる。対外収支からおこる値下げ幅は開放体制では MN ，封鎖体制では ML であり，開放体制の値下げが大きい。

調整費用はしたがって

$$TC_a = \frac{\Delta B}{m} \quad (1)$$



第 1 図



第 2 図

(TC_a は第1図の MG から与えられ， ΔB は対外収支の不均衡の量， m は輸入性向)

調整費用 (adjustment cost) は，対外不均衡をなくするための金融当局の融資に使われるもの，すなわち，国際準備を流動化するためのコストである。換言すれば，国際流動性の適正水準を維持するコストということになるはずである。ここで注目すべきことは，金融当局の保有する国際流動性とは一国の資本資源の一部にすぎないことである。これらの流動資産は投資されるものごとである。資本投資によってできる社会的生産と国際準備を流動化し

て得た生産には差別がある。それは国際流動性保有のための機会費用 (opportunity cost) である。国際流動性が金で保有された場合の機会費用は、直接的には国際流動資産が投資された場合は先取りであるのに対して、国際流動性を (外貨で保有する) と外国にもっている要求払預金には利子につかない。これは、その国の IMF のゴールド・トランシェの地位についてもいえることである。

国際流動性を外国の定期預金や債券のような利子うみ資本の形で保有している場合は機会費用の測定は困難である。

アメリカでは、(利得国際流動資産の主な供給者とアメリカはみられる)外国の金融当局に対する負債の形で、国際流動性変動を公表しないことになっている⁽³⁾。これは資産選択の問題 (portfolio) とその構成の問題になるが、これを重要と考えないならば

$$TC_f = r \cdot R \quad (2)$$

となる。(ここで TC_f は国際流動性を保有する機会費用、 r は資本の社会還元率と国際準備の還元率の差、 R は国際流動性の保有量)。

ヘラーによると、アメリカにおける1962年末の公私銀行の短期債務の量は総額 220 億ドルに達し、うち、110 億ドルは連邦準備銀行やその他の銀行の預金、90 億ドルは政府証券20億ドルはその他の形になっている。しかも、220 億ドルのうち、120 億ドルは外国政府の出先機関が所有しており、20 億ドルは国際機関所有、80 億ドルが商業銀行を含む民間金融機関所有といわれる。

国際流動性、すなわち、金・ドル準備の適正水準についてはヘラーの測定があり、また先進国のそれについてはブラウンのものがある。それらについては後述する。しかし、国際収支の正常な赤字振幅 (swing) をカバーし、対外保有者 (金・外貨) の信用を維持するに十分な金・外貨の量を加えたものが⁽⁴⁾適正水準とする見解がある。

このことは、準備通貨国の側からの接近のモデルとして理解できよう。

(3) Heinz Robert Heller, Optimal International Reserves, Economic Journal, Vol. LXXVI, No. 32, June 1966, pp. 296-311.

(4) R. E. Caves, International Liquidity: Towards a Home Repair Manual, Review of Economic and Statistics, Vol. XLVI, No. 2, May 1964, pp. 173-180.

5

そもそも、国際資金需要が増大するのは取引動機、予備的動機、投機的動機⁽¹⁾のいずれによるかは、一国の金融当局は投機的活動を行なわないため、単に将来の為替変動や物価変動に投機的関心をもつ個人にとり、重要であるだけである。予備的動機については金融当局は国際収支の不均衡の改善のために、つねに一定量の国際流動性を準備として保有しなければならない。国際通貨の取引動機による需要は国際資金フローとして考えるべきものであるといえる。

一国の福祉を最大にするために、政策当局は国際収支の不均衡を調整する費用と融資費用 (financing cost) については、国際不均衡に対処する費用は最小にとどめることが必要であり、このためにも両者は相互に比較をせねばならない。

金融当局が予備的動機に対処するために、適正な国際準備の水準を決定するには、3つのパラメータが用いられる。すなわち、対外不均衡の調整費用、第2に国際流動性準備保有費用、第3に必要準備の一定(必要)量の大きさである。

対外収支の不均衡をなくするための一国の支出の調整費用

$$MC_a = \frac{1}{m} \quad (3)$$

したがって、追加的ドル準備の限界保有費は

$$MC_f = r \quad (4)$$

このことから適正国際準備水準は調整費用の総額が対外不均衡を融資する費用を最小にする量である。

π を対外収支改善に使うべき確率とすると

$$MC_f = r = \pi_i \frac{1}{m} = MC_a \quad (5)$$

(1) 国際通貨需要のケインズの分析については

中谷 実「国際通貨・金融の問題点」経済論叢, 91-1 (1963年1月)。

土屋六郎「国際通貨の理論体系的研究」経済論叢, 3-3 (1963年1月)。

拙稿「国際流動性と金」国民経済雑誌, 108巻4号 (1963年10月) 参照。

$$\pi_i = r \cdot m \quad (6)$$

国際流動性準備の変動過程が恣意性をもつものとする、国際収支不均衡の量の動きの典型的なものを探りだすことは可能となる。すなわち、ごく近い時期に国際収支の不均衡として平均的絶対的変動がおこったときの大きさがそれである。国際収支勘定が不安定な国では、この典型的変動は大きく、逆に安定的な国では、国際流動性準備の変化は小さい。ここで、この平均的・絶対的変化を h とすると、国際流動性準備一定の R_0 から考えて、年間の典型的な国際準備の変化が h のときは、第1年末の国際準備量は R_1 となる。 $R_1 = (R_0 \pm h)$ という関係は、構造的不均衡のないときは増減の確率はひとしいことを示している。また、第1年目の準備減退が第2年目で回復すれば、 $R_1 = (R_0 - 2h)$ となるわけである。

i という国際収支不足の連続的シリーズは国際収支黒字の連続的シリーズに追従する一循環ということが出来る。

さて、 R_i (実際に一国が使った準備量の確率) は i と h で決定され、準備の不足の確率は 0.5、準備減少率 R_i とすると

$$P_i(R_i) = (0.5)^i (h=1) \quad (7)$$

(6)と(7)から

$$r \cdot m = \pi_i = P_i(R_i = (0.5)^i) \quad (8)$$

$$i = \frac{\log(r \cdot m)}{\log 0.5} \quad (9)$$

$h=1$ であれば、(9)式がえられるが $h \neq 1$ ならば R_i は乗数倍となり、適正準備水準 (R_{opt}) がえられる。

$$R_{opt} = h \frac{\log(r \cdot m)}{\log 0.5} \quad (10)$$

適正準備をもっている国の準備水準は、融資コストと対外不均衡調整費を最小化するように保有する量がそれに相当する。

最適準備水準測定モデルをヘラーは単純化して示しているが、3つの変数、すなわち、輸入性向 m 、国際準備保有機会費用 r 、毎年、おこる国際収支の不安定性を反映する不均衡の大きさが重要であるとしている。

m や r が増大すれば、適正水準 (R_{opt}) は減少し、 h が増大すれば、 R_{opt} は増大する傾向がある。輸入性向が増大すれば、収支不均衡を調整する費用が支出されて、1単位当りの準備の利潤は低下するわけである。また、投資の

社会還元率が増大すれば、より有利な準備を保有するようになり、資本資源は準備に集中されず、資本投資に向けられるとみられている。さらに、不均衡幅 h が増大すれば、一定量の実際使用国際準備の確率は増大し、当然の結果として、利用可能な国際準備の一定量からの利潤は増大する。このことから、一般にいえることは、各国とも、国際流動性準備のストック量を増大させようと努力するのである。

さて、ヘラーは60カ国について最適準備水準の測定の作業を行なっている。これは、ブラウンが先進国のみを扱って、いわゆる国際流動性問題を、すぐれて先進工業国の問題としたとの相違点である。ヘラーは統計的に貧弱な低開発国についても、これを試みている点が評価されてしかるべきである。しかし、一方で基軸通貨国 (key currency country) または準備通貨国 (reserve currency country) ⁽²⁾ についての分析は、なお十分とはいえない。

測定式は前述の(10)式である。 h については、1943～63年のIMFの金融統計月報から一国の国際準備量の年々の不均衡の平均値を計算している。トレンドについての修正を行なっているのが第6表の第1欄の h の値である。つぎに、輸入性向の計算は「IMF統計」(1965年3月)までを利用しているが、 m についてはG. N. P. の統計に不備のある国の場合、国民所得をとっているために過大評価のものがあるが、それについては※印で示してある。 r については、長期政府債償還率はラフにとられ、1953～54年のアメリカととスイスでは2.5%、1959年のペルーでは11.5%、1963年末の大多数国の長期証券利子は5%内外であった(この場合、低開発国の方が先進国より利子は高かったようである)。

また、資本の社会還元率は大部分の国では5～10%で、先進国が5%、低開発国が5～10%の幅がみられた。そして機会費用(国際流動性準備保有)は、5%として第6表の1963年末の最適水準が計算されている。

最適水準と現実の準備水準の関係も適正準備指数である。

この計算については、キー・カレンシー国はその未払短期負債の裏付けとして準備増加手段として利用しかねないが、世界の国際流動性準備の最適水

(2) 拙稿「基軸通貨と国際流動性」国民経済雑誌 110-6 (1964年10月)。

第6表 最適国際準備(水準)

(単位: 100万ドル)

国名	(1) h	(2) m	(3) R_{1963}	(4) R_{opt}	(5) $\frac{R_{1963}}{R_{opt}}$
全世界			63,861	41,062	1.56
北アメリカ			19,446	8,951	2.17
カナダ	122.7	0.16	2,603	866	3.01
アメリカ	862.0	0.03	16,843	8,085	2.08
ラテン・アメリカ			2,572	3,998	0.67
アルゼンチン	130.1	0.17	270	930	0.29
ブラジル	73.1	0.07	318	570	0.56
チリ	18.1	0.09	77	141	0.55
メキシコ	69.6	0.08	543	554	0.98
ペルー	12.5	0.20	135	82	1.65
ヴェネズエラ	160.2	0.15	738	1,146	0.64
アジア			5,345	5,617	0.94
ビルマ	29.1	0.16	185	203	0.91
セイロン	28.4	0.25	75	181	0.41
インド*	156.0	0.07	607	1,272	0.48
日本*	235.8	0.11	2,058	1,770	1.16
韓国*	19.1	0.09	132	143	0.92
マレーシア*	43.1	0.47	920	233	3.95
パプアニューギニア*	60.7	0.09	307	441	0.70
フィリピン*	42.9	0.15	166	299	0.56
タイ	34.5	0.18	523	231	2.26
中東			1,042	690	1.51
イスラエル	40.9	0.20	515	257	1.99
ヨルダン	3.3	0.35	63	21	3.90
レバノン	8.5	0.31	206	44	4.68
シリア*	9.0	0.29	31	55	0.56
アラブ連合	44.8	0.21	227	312	0.73
ヨーロッパ			32,295	18,166	1.78
オーストラリア	67.0	0.22	1,229	442	2.78
ベルギー	151.0	0.36	1,940	869	2.23
デンマーク	40.4	0.29	470	251	1.87
フィンランド	39.3	0.23	347	257	1.35
フランス	425.1	0.10	4,908	3,192	1.54
ドイツ	527.0	0.11	7,650	3,773	2.03
ギリシャ	17.9	0.18	293	121	2.42
アイスランド	3.1	0.34	58	20	2.90
アイルランド	26.8	0.30	409	153	2.67
イタリア	275.2	0.15	3,283	1,893	1.73
オランダ	166.4	0.41	2,101	933	2.25
ノルウェー	17.4	0.31	354	104	3.40
ポルトガル	35.1	0.21	842	228	3.69
スペイン	112.0	0.14	1,152	826	1.39
スウェーデン	58.4	0.21	785	379	2.01
スイス	100.1	0.28	3,078	616	5.00

トルコ	25.7	0.09	178	200	0.89
イギリス	553.8	0.16	3,147	3,810	0.83
ユーゴスラビア*	14.3	0.26	98	95	1.03
アフリカ			1,138	1,411	0.81
南アフリカ	112.8	0.17	765	767	1.00
ガーナ*	53.8	0.22	209	348	0.60
チュニジア	12.4	0.32	63	76	0.83
オセアニア			2,023	2,229	0.91
豪州	270.6	0.14	1,880	1,939	0.97
ニュージーランド	43.7	0.17	143	290	0.49

準と現実の水準の差を問題にしないことになり、結局、正確な最適準備水準測定のマイナス要因となる。このことは、換言すれば、もっとも妥当な国際流動性政策を立案することができなくなり、国際通貨制度改革論議を混乱させるだけである。

6

つぎに、輸入量に対する国際準備の割合、すなわち、国際流動性比率を考
えることにする。これについては、すでにトリフィンがその名著の中で計算
を示している。⁽¹⁾

これについてヘラーは、バンク・オブ・アメリカの調査部の研究をあげる。⁽²⁾
準備状況により、以下の4つのカテゴリに分ける。(1)優秀、(2)良、(3)満足、
(4)弱体であるが、さらに、世界各国を4つのグループに分類する。すなわち、
第1グループは最適準備の2倍以上の準備を現在もつもの、第2グループは
現在の準備水準が最適準備の2倍以下最適水準までのもの、第3のグループ
は現在の水準が最適水準の半額から最適水準までのもの、第4のグループは
最適水準の半額以下のものである(この場合の2組の相関係数は0.75である)。

さらに、現実準備/最適準備率から準備水準/輸入水準率の測定を比較す

(1) Robert Triffin, *Gold and the Dollar Crisis 1960*, p. 44. (邦訳「金とドル危機」1961年、53ページ)。

(2) ヘラー自身も、Director of Economic Research, Bank of America である Charles Haywood 氏の研究をもととしていることを明らかにしている。H. R. Heller, *op. cit.*, p. 308.

第7表 主要貿易国流動性比率(%)

期 間		カナダ	ドイツ	フランス	オランダ	ベルギー	イタリー	スイス	日 本
1950年		55	10	44	29	38	59	150	58
1951		44	15	20	24	40	46	120	46
1952		42	31	23	47	42	39	138	54
1953		38	52	24	52	44	39	150	37
1954		43	58	32	45	41	43	141	43
1954		37	53	44	40	40	46	124	54
1956		31	65	24	29	35	41	107	47
1957		29	78	13	26	33	42	98	24
比率別年表	20%以下	—	2	1	—	—	—	—	—
	20~32%	2	1	5	4	—	—	—	1
	33%以上	6	5	2	4	8	1	8	7

出所：R. Triffin, op. cit., p. 44. (邦訳, 53ページ)

るために後者について Bank of America の計算がある(この場合, 2組の相関係数は0.39である)。

第8表 相対的水準(国際準備)

		(1) 優 秀	(2) 良	(3) 満 足	(4) 弱 体
現 実 最 適 準備	(1) 2.0以上	8	5	1	—
	(2) 1.0—2.0	2	4	9	—
	(3) 0.5—1.0	—	2	13	4
	(4) 0.5以下	—	—	3	4
準備量 輸入量	(1) 0.75以上	2	2	3	—
	(2) 0.50—0.75	3	3	2	—
	(3) 0.25—0.50	4	3	13	2
	(4) 0.25以下	1	3	8	6

ここでヘラーは、現実の準備/最適準備率の方が相対的に国際準備水準としては、満足すべきものであるという。とくに、統計的操作からみた場合に、相関計数値が高いからである。

このように、いわば国際準備の十分な水準というものを測定する場合に、輸入数量説論者のいうように、輸入数量と決済手段としての金その他の外貨

や金融能力までを含めると、マーシャルの⁽³⁾ k に当るものをとらえることになり、これは至難である。ヘラーの示した現実の準備／輸入比率が相関係数としての0.39にとどまったことに信頼度としての低さがある。このために、ヘラーのいう最適準備を導入することは、輸入数量説の不備を補うことになるであろう。そこで最適準備水準にも、やはり、制約があることは否定しようもないことであると、指摘できる。すなわち、

(1)前提として、さきあげた外国からの影響(反作用)を無視できる程度と考えることは、大国にとり非現実的である。大国といわれる諸国では、輸入が変動すれば、他国の国民所得水準や外国の輸入需要水準に影響を与えないではおかない。一方で、この前提は、中小国に対しては現実的影響をおよぼしている。(2)最適準備の測定が、いままで困難であったことから、対外収支の均衡を達成するためには支出変更機構を検討せねばならない。物価や為替相場が伸縮性をもっている諸国では、支出変更機構の検討は現実でない。価格の硬直性がつよく、為替相場の調整をしたがらぬ国々では反対の結果になる。一般に、このような国の方が多いとみていい。(3)キー・カレンシー国では、最適準備水準の問題は問題としては、殆んどとりあげられていない。キー・カレンシー国では未償還債務のために準備を増加させることが重要であり、その増加額が問題であるわけである。(4)また、通貨の信認の問題も疎外されている。キー・カレンシー国、たとえばアメリカでは、ドルの信認の動揺が深刻化している。IMF体制がアメリカの国民通貨であるドル中心にしている以上、ドルの信認の危機はそのまま、国際通貨制度の死命を制する問題となるところに現下の苦難がある。しかしながら、キー・カレンシー国でない国の場合は、その国民通貨の対外信認の維持が最大の責務であるから、最適準備水準を維持することが、その国民通貨の国際的信認をつなぐ所因である。これが、非基軸通貨国の国際通貨政策であり、⁽⁴⁾自国の通貨が国際通貨性をそなえる捷徑である。このために、貨幣的均衡→経済安定が前提条件と

(3) マーシャルの⁽³⁾については所得速度の逆数と表現することができる。 $M=kpY$ で貨幣残高方程式を示す。Alfred Marshall, *Money, Credit and Commerce*, 1923. (松本金次郎訳「貨幣・信用・商業」1927年)。

(4) W. M. Scammell, *International Monetary Policy*, New York, 1957.

なることは、いうまでもない。(5)資本の社会還元率は5%となっているが、低準備国では倍増が必要となる。この倍増措置はヘラーによれば、最適準備水準を不均衡の年々の平均値(k)だけ、引下げることになる。(6)無調整のため、おこる不均衡(収支)には種々の方策があり、予防措置をとる場合の不均衡が、大幅であるのは当然である。なお、対外不均衡の調整策は準備を反対の方向へ移動することである。

また、既述したように最適準備額については、計算値より実際には、低い(過大評価)ことがあるが、誤差はごく小さく、実際には無視してもいい程度であり、過小評価の場合が多いようである。

しかし、過大評価の場合は均衡的資本移動があり、移動コストが所得切下げの調整費用以下の場合に考えられる。準国際流動準備が国際流動性準備の代りに実際は、国際間には大量に存在する。すなわち、各種の金融協定、信用上の諸便宜などであり、金・外貨と同じく国際準備資産の性格をもつものとされている。換言すれば、国際金融資産または、国際準備資産選択の対象となるものを、この場合の測定には一応、捕捉できにくいものとして除外した。

最適準備水準は、このように分析すれば、予備的投機のための国際資金需要に対応して保有しようとする上限を示すもの⁽⁵⁾にほかならない。最適準備水準は絶対的水準の計算をするが、この計算から各国の相対的順序づけというものが出てくるが、この総計として世界全体の国際準備の総量が導き出され、この単純化による計算が、やがて正確な国際流動性総量を導く、一段階になることは明らかである。

7

このようなヘラーの分析に対してブラウンは先進工業国10カ国(ベルギー、

(5) R. Harrod, *The Dollar Problem and the Gold Question*, in S. Harris (ed.), *The Dollar in Crisis*, New York, 1961.

F. Lutz, *The Problem of International and the Multiple Currency Standard*, *Essays in International Finance*, No. 41, Princeton, 1963.

カナダ、フランス、西ドイツ、イタリア、日本、オランダ、スウェーデン、スイス、イギリス、アメリカ)に限定している。

ブラウンはまず、対外流動性 (external liquidity) の概念については「国際収支の一時的赤字と為替相場の安定維持のために、一国の金融当局が利用できる貨幣的な資源」といい、内容は金・外貨である。そして重視しているのは、流動性の量と質の関連であり、とくに質が問題であるという。また、準備の利用可能性についても、絶対的準備量か相対的可能性かが問題である。これは対外流動性を国際流動性と比較するとき、1つの指標となるものである。対外流動性の統計的把握はグロスで求めて修正によりネットの量を算出するよりほかはない。

つぎに、条件付きの流動性 (conditional liquidity) の内容は金や交換可能通貨 (owned reserves)⁽²⁾ にスタンド・バイ協定による引出し、IMFの金、クレジット・トランシェ (credit tranche)、外国貸金が含まれる。そして、民間の流動性資源は含まない (それは、民間銀行間の資金の流出はネットのベースであるため、グロス・ベースをとる今回の計算の目的にそわぬと考えるからである)。

適正流動性水準を決定するには先進国ではGNP、貨幣量、おもな国際収支項目が相関関係をもっているが、端的には輸入量と公的準備との相関関係である。そこで、ヘラーの準備/輸入比率としたものを適正流動性比率 (adequacy ratio) に近づけるためにはネットの対外収支残高を導入して修正する必要がある。10カ国グループについてみると、最近の対外決済面の純対外収支は年々の輸入の $\frac{1}{5}$ 前後の水準となっているから、前述の準備/輸入比率にこの関係を適用すればいいわけである。これを修正流動性比率 (improved ratio) とする。

1953年と1963年の対外収支の経過をみると、ドイツは1億6300万ドルから16億8400万ドルへ増大し、イタリアは800万ドルから8億400万ドルへ増大

(1) Ralph C. Wood, Conceptual Aspects of International Liquidity, Sept. 1963.

J. Marcus Fleming, International Liquidity: Ends and Means, I. M. F., Staff Papers, Vol. III, No. 3, Dec. 1961, p. 439.

(2) Owned reserves については、A Study by the Staff of the International Monetary Fund, International Reserve and Liquidity, 1958.

し、流動性比率はドイツは3から49に変動している。

このような修正が加えられた純流動化対外収支比率を適正比率とブラウンは考える。

統計処理として1953～62年の10カ年をとっているのは、準備が11カ国(10カ国に日本を加える)で増大したこと(非準備通貨国であるこのグループでは、1953年は130億ドルであった流動性ポジションは1962年には310億ドルに急増)、個別には第2次大戦後、ドイツとフランスでは先述の10カ年に流動性は3.5倍、スエーデンでは1.5倍に増大している格差がある。グロスの公的流動性についても、イギリスは39億ドルから53億ドル、アメリカでは262億ドルが214億ドルに変動し、アメリカのドルの流出が目立っており、信用とりきめによる国際収支対策がこの10カ年には10カ国のうちでも、イギリスなどが深刻な苦難として経験し、一様に増加する一方ではなかった。

イギリス、アメリカ以外の非準備通貨国の輸入は、320億ドルから655億ドルに増大しているが二重計算の部分もあり、成長率はアメリカ、イギリスよりも低率であり、スイスなどでは輸入に対する対外流動性は1.0～1.2倍、オランダは0.4～0.5という具合であるが、ドイツ、イタリーは高率であり、その間に平均的な値をとりにくい事情があり、流動性比率は先進国といえども、かなりの懸隔がある。

さらに、イギリスを例にとれば、対外流動性は純対外収支の6倍以下(常識的には対外バランスの8～12倍)になることはなかったから、先進工業国としてとくに例外的といわれるイギリスでも、後進国が1.5～3.0倍というのに対して優位である。

さてトリフィンなどの指摘をまつまでもなく、世界貿易は年々、成長をつけ、輸入の年間増大率は3～6%であり、10カ国グループの国際取引の増大は1962年は1953年の72%⁽⁴⁾ということであり、今後の傾向を考えると、流

(3) R. Triffin, *op. cit.*, pp. 47-50.

Walter S. Salant and Associates, *The U. S. Balance of Payments in 1968*, Washington, 1963.

(4) J. Herbert Furth, *International Liquidity — Problems and Solutions*, Pennsylvania Business Survey, Nov. 1963.

動性需要は急激に増大する思わねばならない。ここに国際流動性論議が百家争鳴する根拠があることはいうまでもないことである。

つぎに、考えられることは、トリフィンやサラントのいうように、準備量を固定することであるが、(すなわち、純対外不均衡の4~6%を最低準備とする提案)これは適正流動性準備の前進ではあるが決定的な手段とはならない。

ブラウンの場合は一国の対外流動性に限定して計算をしており、所有貨幣準備以上に弾力的に考えて、信用の利用可能性、すなわち借入流動性までを含めようとしたが対外流動性については対外収支の黒字と赤字のいずれの場合も、中央銀行当局では収益資産としての金・外貨の保有維持が中心課題であった。

われわれは流動性の最適水準が測定される例としてヘラー、ブラウンをそれぞれ、国際準備と対外流動性の面から考察してみた。

ブラウンの場合の対外支払準備である金・外貨準備について最低線が考えられ、トリフィンの4~6%に固執せぬ点が明らかになった。これは各国の事情により、異なるのは当然である。国際流動性を計算する場合は、一国の金・外貨準備からその最低準備線を除いて考えることが、まず、必要である。

つぎに、国際流動性の内容の1つである外国からの借入準備については、公的融資としてのIMFなどの国際機関からの借入れと外国金融当局からの信用供与があり、民間融資には外国の民間銀行との借入契約にもとづく借款のほか、国内金利政策による金利の変動、すなわち、内外金利差を求めて流入する短期資金などが含まれる。ここで注意すべきことは、公私信用便宜をうけるには金・外貨準備の最低限が高くなる可能性のあることである。

貸手国では、借入国の金・外貨保有量の状態が重要な融資基準になり、借入国では貸付金の裏付けとして金・外貨の保有量をできるだけ増大しておくことが借手としても有利であり、この努力をする。高金利政策により短期資金の流入する場合は、この典型的な場合とっていい。したがって、一国の国際流動性を計算するには、金・外貨の最低準備額をマイナス項目とすることが重要である。

第9表 日本の対外流動性（1953—1963年）

（単位：100万ドル）

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
(1) 公 的 準 備	823	738	769	941	524	861	1,322	1,824	1,486	1,842	1,978
金	18	21	23	23	23	54	244	274	287	289	—
外 貨	805	717	746	918	501	807	1,077	1,577	1,199	1,553	—
(2) IMF総トランシェ ・ポジション	250	250	312	312	188	312	625	625	680	608	680
(3) 対外流動性総量 [(1)+(2)]	1,073	988	1,081	1,253	712	1,173	1,947	2,449	2,166	2,522	2,658
(4) 輸入価額 (cif)	2,410	2,399	2,471	3,230	4,284	3,033	3,599	4,491	5,811	5,637	6,737
(5) 流動性比率(3:4) = 総対外流動性 輸入	.45	.41	.44	.39	.17	.39	.54	.55	.37	.45	.39
(6) 総対外収支(純)	-234	-20	257	2	-546	414	390	104	-957	—	—
(7) 流動性比率(3:6)	*4.6	*49.4	4.2	626.5	*1.3	2.8	5.0	23.5	*2.3	—	—

第10表 アメリカの対外流動性（1953—1963年）

（単位：100万ドル）

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
(1) 公 的 準 備	22,091	21,793	21,753	22,058	22,857	20,582	19,507	17,804	17,063	16,156	15,808
金	22,091	21,713	21,753	22,058	22,857	20,582	19,507	17,804	16,947	16,057	15,596
外 貨	—	—	—	—	—	—	—	—	116	99	212
(2) IMF総トランシェ ・ポジション	4,117	3,935	3,794	4,358	4,725	4,708	6,122	5,680	5,815	5,189	5,160
(3) 総対外流動性 [(1)+(2)]	26,208	25,728	25,547	26,468	27,582	25,290	25,629	23,484	22,878	21,346	20,968
(3)-a 対外流動性*											23,018
(4) 輸入価額 (cif)	11,846	11,140	12,489	13,987	14,620	14,619	17,013	16,508	16,069	17,764	18,600
(5) 流動性比率(3:4)	2.21	2.31	2.05	1.89	1.89	1.73	1.51	1.42	1.42	1.19	1.13
(6) 総対外収支(純)	-2,308	-1,062	-983	-549	776	-3,178	-3,686	-2,930	-1,339	-1,909	—
(7) 流動性比率(3:6)	*11.4	*24.2	*26.0	*48.1	35.5	*8.0	*7.0	*8.0	*17.1	*11.2	—

* 2 国間の信用供与を含む

第11表 1953—63年間の流動性比率

	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963
ベルギー											
(A) 輸入流動比率	.57	.52	.50	.44	.40	.57	.48	.47	.51	.46	.45
(B) 純総対外収支	62.2	661.5	11.7	28.9	42.9	4.5	*8.7	11.1	29.1	—	—
カナダ											
(A)	.47	.53	.46	.38	.36	.41	.41	.41	.46	.46	.47
(B)	28.2	12.8	*10.5	8.0	10.5	36.5	23.2	*55.2	19.9	35.2	—
フランス											
(A)	.34	.42	.53	.33	.17	.23	.50	.49	.62	.64	.65
(B)	8.1	2.9	3.4	*2.6	*0.8	52.5	1.6	6.3	4.3	8.0	—
西ドイツ											
(A)	.56	.46	.58	.68	.73	.82	.66	.78	.73	.63	.65
(B)	2.7	3.8	6.9	4.4	4.9	6.7	*6.2	4.7	48.9	*42.2	—
イタリア											
(A)	.39	.45	.49	.45	.42	.70	.98	.72	.75	.65	.47
(B)	*11.4	*138.3	16.8	40.5	9.1	3.1	4.0	7.4	8.0	*10.4	—
日本											
(A)	.45	.41	.44	.39	.17	.39	.54	.55	.37	.45	.39
(B)	*4.6	*49.4	4.2	626.5	*1.3	2.8	5.0	23.5	*2.3	—	—
オランダ											
(A)	.63	.54	.49	.37	.31	.50	.47	.50	.47	.44	.42
(B)	5.1	12.9	28.5	87.3	71.3	3.4	9.5	5.5	*91.2	*60.4	—
スウェーデン											
(A)	.42	.36	.31	.28	.25	.26	.26	.23	.30	.31	.27
(B)	10.1	49.5	31.1	12.2	25.0	15.8	25.1	*24.2	4.4	—	—
スイス											
(A)	1.50	1.41	1.24	1.07	.97	1.21	1.07	1.04	1.02	.95	1.06
(B)	16.2	12.4	28.9	13.6	21.6	6.8	294.7	9.1	6.3	—	—
イギリス											
(A)	.43	.46	.34	.30	.30	.39	.43	.45	.38	.42	.38
(B)	*84.5	*24.2	*7.6	27.8	6.4	9.1	2,382.5	405.5	*12.7	10.7	—
アメリカ											
(A)	2.21	2.31	2.05	1.89	1.89	1.73	1.51	1.42	1.42	1.19	1.13
(B)	*11.4	*24.2	*26.0	*48.1	35.5	*8.0	*7.0	*8.0	*17.1	*11.2	—

国際資金需要と金運好

第4—6表までの統計は W. M. Brown, The External Liquidity of an Advanced Country, Princeton University, 1964, pp. 44-66.

8

国際資金の需要は世界経済の構造変動とともに増大するが、購買力の国際的規模の流出入については、ケインズのいわゆる、取引動機によるものがおもである。また、予備的動機としての国際資金や、投機的資金需要は短期的性格であるから国際資金循環のなかでは重要である。

ストックとしての準備資産を形成する金、ドルやポンドの準備通貨ないしキー・カレンシー、それに他の交換可能通貨、借入能力などの選択は交換手段としての貨幣、価値貯蔵手段としての貨幣が金、外貨、その他を選択させるのである。準備資産の選択の問題がここにある。

ドル本位制といわれる現行国際通貨制度、すなわち、IMF体制は国民通貨であるドルを国際通貨としており、これが、こんにち動揺している。

国際的資金循環 (international money flow) は、国際通貨基金を軸とする各国の公私金融機関の金融能力の流通という性格をもっている。

ドルの信認がアメリカ経済の構造変動とともに低下し、金が流出をつづけるに及んで、フランスの金買入政策と金本位復帰論が注目を浴びているところへ、最近の金の輸出入の自由化と金プール協定の脱退の可能性が考えられるにいたった。

金が唯一の世界貨幣であり、価値尺度であるかぎり、国際金融資産ないし、国際準備資産として、もっとも、確実性をもつ金がアメリカに偏在していたが、大陸ヨーロッパとその地位が逆転し、金保有の平準化が可能となってきた。金の価格の変更がこんにち、国際流動性増強策としてとりあげられているが理論的に意味の少ないことを知らねばならない。

ドル選好より金選好への転回が世界的趨勢となつているところにこんにちの国際通貨循環の特質があり、国際通貨制度改革の方途も、革新論と改革論とに載然と別れる。

国際流動性(資産)の保有分布をみると、1965年末においてはアメリカに22.6%、イギリスでは3.1%、大陸ヨーロッパ(西欧)では41.7%、その他の先進諸国に16.1%、低開発国に15.5%となっている。これに明らかであるよ

うにアングロ・アメリカの保有高は25.7%であるのに対し、西欧では41.7%であり、米欧の対立は過去のアメリカの圧倒的地位の変化の著しいことを知るべきであり、この面からもフランスを中心とするヨーロッパの通貨が準備通貨となり、準備センターとなる動きの現実性が存在する。

国際準備の最適水準については輸入数量説接近よりも、むしろ国際収支説接近から検討するべきであり、一国の金融政策の指標としての適正水準は、わが国の場合は17~20億ドルの水準が100億ドル貿易(輸出)の体系のなかで考察される必要がある。

このことは、わが国の金・外貨準備の輸入に対する割合、すなわち、輸入数量説的接近による国際流動性比率が30~25%であることから、十分な外貨水準は政策当局の策定する水準の引上げが必要なることをいみしている。

第12表 主要国の金・外貨準備の輸入に対する割合
(単位: 100万ドル)

国名	1949年			1959年			1964年			1966年		
	金・外 貨 (A)	輸入(B)	A/B%	(A)	(B)	A/B	(A)	(B)	A/B	(A)	(B)	A/B
アメリカ	24,563	7,251	331.00	20,582	13,340	64.1	15,471	18,666	82.9	13,235	29,538	41.9
イギリス	1,688	8,227	20.5	3,105	10,096	30.7	2,316	15,589	14.9	3,161	16,041	19.7
フランス	800	3,288	24.3	1,050	5,920	17.7	5,105	10,068	50.7	5,945	12,780	42.9
西ドイツ	196	2,089	9.3	5,732	7,730	74.2	6,969	14,613	47.7	6,776	18,520	36.5
イタリー	904	1,545	58.5	2,139	3,216	66.5	3,678	7,231	50.9	3,686	9,330	39.5
日本	229			915	3,033	30.2	1,999	7,938	25.2	1,752	10,184	17.2

(出所) IMF, IFS, Jan. 1967. (アメリカは金のみ)

アメリカの金流出はそのスピードが鈍化してきている。すなわち、1966年12月末は11月末比減少は2700万ドル、11月中の減少4900万ドルであり、10月中の減少高4005万ドルよりも少く、1966年間の金流出額は5億7100万ドルで、1965年間の金流出額16億6500万ドルを大幅に下廻っている。

このことは国際金利水準が統落し、世界金利戦争が小康を見せはじめ、金選好についても同様に鈍化傾向が見られる証拠でもある。

フランスにとり、金攻勢の目標は流動性比率を75%に引上げることにあるともいわれるが、このような点に国際通貨問題が厳しい様相を露呈しているといわねばならない。

神戸大学金融研究会

「銀行経営の実態調査」の

結果に関する報告

矢尾次郎 則武保夫 藤田正寛

1. はじめに

本報告は、神戸大学金融研究会（当時主査、新庄 博教授）が昭和40年7月に着手した「銀行経営の実態調査」の結果をとりまとめたものである。この調査は、新庄教授の指導のもとに行なわれた「戦後日本経済の躍進の推進力としての貨幣的・金融的要因の研究」と題する共同研究の一部として、実施されたものである。

本調査は広く、全国にわたる各種金融機関に対し、〔I〕資金調達面(5項目)、〔II〕資金運用面(7項目)、〔III〕内部業務面(6項目)、〔IV〕国民経済(8項目)における銀行経営に関する諸問題につき、アンケートを発送して回

第1表 アンケートの発送と回収

発送先	発送数	回答数	回収率
都市銀行	12行	12行	100%
地方銀行	63	22	35
信託銀行	7	3	43
相互銀行	72	20	28
合計	154行	57行	37%

答を求めるといった方法をとった。

アンケートの発送先と発送数および、その回答数は第1表に示される。全体的な回収率は37%で高いとはいえないが、都市銀行（外国為替専門銀行を除く）については100%の回収率がえられた。

最後に、アンケートに回答を寄せられ、本調査に協力を惜しまれなかった金融機関各位に対し、この機会を利用して深く感謝する次第である。

以下、アンケートの各項目につき、まずその質問内容を示し、それに対する回答を整理した結果を表示することとする。

2. 資金調達面に関する調査結果

(1) 預金獲得競争のため、現在行なわれている方法でよいと、お考えになりますか。これに対する回答分布は、第2表に示される。全体的にみれば、現在のままで「よいと考える」ものが、「よいと考えない」ものを上回っているが、その差はわずかである。しかし個別적으로는、都市銀行・地方銀行では「よいと考える」ものが然らざるものを大きく超過しているのに対し、信託

第2表 預金獲得競争

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	相互銀行	合計
よいと考える	8行(67)%	5行(68)%	0行(0)%	12行(60)%	31行(54)%
よいと考えない	4 (33)	17 (32)	3 (100)	8 (40)	26 (46)

銀行・相互銀行ではこれが逆転している。「よいと考える」理由として、昭和40年5月12日の「金融機関経営刷新についての大蔵省通達」により、銀行が行き過ぎた預金獲得競争・顧客に対する過剰サービスなどを、すでに自粛していることを挙げるものが多い。このことは同通達以前の状態はよくなかったと考えられていることを意味するものであろう。

「よいと考えない」ものについては、さらに「現在の諸制限を解除した方がよい」か、「もっと制限した方がよい」かを尋ねたのに対する回答は、第3表の通りである。全体として、制限強化を要求するものが多く、ことに、相互銀行では、この傾向が強い。このことは、相互銀行では預金獲得競争の負担が、かなり大きいことを意味するであろう。「その他」は制限の解除・強化のいずれか一方のみを示さないもの、および、無回答を含む。制限解除を主張するものは、金利機能の活用により、おのずから競争の行き過ぎが是正さ

第3表 預金獲得競争の制限

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	相互銀行	合計
制限解除	2行	2行	2行	2行	8行
制限強化	1	3	1	7	12
その他	1	2	0	3	6

れることを期待している。相互銀行のなかには、一方では営業地域の制限を預金に関しては解除すべしとしながら、他方では農業協同組合などによる貯蓄奨励金(実質特利)などは、きびしく制限すべしと主張するものがある。

(2) 金利引下げは貯蓄性預金を減少させると、お考えになりますか。これに対する肯定・否定の分布は第4表にみられる。金利引下げが貯蓄性預金

第4表 金利引下げの貯蓄性預金に対する影響

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	相互銀行	合計
減少させる	10行(83)%	14行(64)%	3行(100)%	7行(35)%	34行(60)%
減少させない	2 (17)	7 (32)	0 (0)	12 (60)	21 (36)
不明	0 (0)	1 (4)	0 (0)	1 (5)	2 (4)

を減少させると考えるものが、都市銀行・地方銀行・信託銀行では圧倒的に多いのに対して、相互銀行では逆に減少させないと考えるものが然らざるものをはるかに上回っている。これらの肯定ないし否定の理由は第5表および、第6表に示される。まず、第5表の減少させるとする理由としては、都市銀行・地方銀行・相互銀行では、(1)「金利引下げは貯蓄の意欲を失なわせる」を

第5表 減少させるとする理由

理由	都市銀行	地方銀行	信託銀行	相互銀行	合計
(1)	8行(54)%	9行(47)%	0行(0)%	4行(58)%	21行(48)%
(2)	5 (33)	6 (32)	3 (100)	2 (26)	16 (36)
(3)	2 (13)	3 (16)	0 (0)	0 (0)	5 (11)
不明	0 (0)	1 (5)	0 (0)	1 (16)	2 (5)

注(1) 金利引下げは貯蓄の意欲を失なわせる。

(2) 証券投資に比べて貯蓄性預金が相対的に不利となる。

(3) その他。

あげたものももっとも多く、(2)「証券投資に比べて貯蓄性預金が相対的に不利となる」とするものが、これに次ぐ。これに対し、信託銀行の回答のすべては(2)のみをあげている。一般に理論的には、金利水準の変化が貯蓄総額に及ぼす影響は軽微で、かつ、その正負の方向は確定的でないとして、貯蓄総額の金利弾力性を否定し、ただ、金利体系の変化(各種金利間の相対的關係の変化)が貯蓄保有形態を変化せしめるとするのが通説である。質問の意味する金利は預金金利であり、質問者としてはこの通説の立場から、預金金利

の引下げが貯蓄性預金に相対的に不利に働くとしても、貯蓄総額には、ほとんど確定的な影響を及ぼすことなく、したがって(2)の理由が集中的にあげられることを期待したのであるが、回答の結果は大多数が(1)の理由を第1順位としている。これは、恐らく回答者が(1)の貯蓄の意欲を貯蓄性預金の意欲と解されたか、またはわが国では(2)のように証券投資と貯蓄性預金の相対的有利性を比較して、貯蓄保有形態を選択する慣行が熟していないと考えられたか、さらにはわが国の貯蓄の大部分が預金形態をとり、それがもっぱら、利子収入を目的として行なわれるものと判断された結果と思われる(但し、最後の点は、第6表の結果とは矛盾する)。(3)のその他の理由としてあげられているものも、これを整理すれば結局は上記の(1)ないし(2)に帰着するものが多い。

つぎに、第6表は金利引下げが貯蓄性預金を減少させないとする理由を示す。「預金者は利子収入だけを目的とするものではない」ことを理由とするものももっとも多い。さきにもたとく、金利引下げが貯蓄性預金を減少さ

第6表 減少させないとする理由

理 由	都市銀行	地方銀行	信託銀行	相互銀行	合 計
(1)	1行(50)%	5行(63)%	0行(0)%	9行(65)%	15行(64)%
(2)	0(0)	1(12)	0(0)	3(21)	4(16)
(3)	1(50)	2(25)	0(0)	1(7)	4(16)
不 明	0(0)	0(0)	0(0)	1(7)	1(4)

注(1) 預金者は利子収入だけを目的とするものではない。

(2) 預金者は証券投資に比べて貯蓄性預金をより安全と考える。

(3) その他。

せないとするものが、相互銀行においてもっとも多く、地方銀行でもそれがかなりの高さにあることと、その理由として(1)をあげるものが相互銀行と地方銀行にもっとも多いことは、これらの金融機関がともに地元産業ときわめて密接な結びつきをもつことと関係しているであろう。「その他」のなかには、預金金利の引下げが他の金利とバランスを維持しながら、行なわれるならば、貯蓄性預金に影響を及ぼさないと述べるものがある。

(3) 日本銀行の割引・貸出と買オペとは銀行からみて、効果にどのような相違がありますか。資金の用途について。金利負担において。返済圧力において。その他。 この質問については、相互銀行の大部分は対日本銀行取引

がないとの理由で無回答である。

資金の使途については、都市銀行・地方銀行・信託銀行を通じて、差異なしと答えたものもっとも多数を占める。しかし、なかには、日本銀行よりの割引・貸付による資金は交換尻決済・準備預金の積上げに用いられるのに対して、買オペによる資金はコールに放出すると回答したものがかなり（ことに地方銀行では）あり、また日銀貸出による資金の使途には日本銀行の制約があるのに対し、買オペによる資金は自主的に運用できるとの回答も相当にある。

金利負担についての差異は、日銀貸出金利とオペ金利の相対的高さいかに依存し、それは中央銀行政策により左右されるとする。回答がえられた時期では、オペ金利が日銀貸出金利を上回っていたため（割引歩合 1.5 銭、貸付金利 1.6 銭、買オペ金利 2 銭前後）、買オペで供給された資金で日銀貸出の返済を行なわせられるならば、市中銀行の立場は著しく不利となるという回答がかなりある。

返済圧力について。買オペでも売戻し条件つきの場合には、返済圧力は同じとの若干の回答もあるが、大多数は貸出の方が返済圧力はより強いと回答している。

その他としては、成長通貨は買オペで供給し、短期的資金繰りは日銀貸出で行なうべしと主張するもの、日銀借入れは銀行の資金尻改善要因であるのに対して、買オペは資金尻改善要因であると指摘するものなどがある。

(4) コール取引のうち短資業者を通ずるものと金融機関相互間の直接的なものとの割合—引締期と緩和期。コール取引が短資業者を通ずる間接的なものと、金融機関相互間の直接的なものから構成される割合は、第7表に示される。都市銀行・地方銀行・信託銀行では、間接的経路の構成比が直接的経路のそれを上回るものが圧倒的に多いのに対して、相互銀行では、それが逆になっている。この関係には引締め期と緩和期とでは目立った変化はみられない。

(5) 国庫資金の市中銀行への預託によって、銀行は利益を受けるか、受けないか。各種金融機関とも、国庫資金の市中預託により利益を受けるとするものが圧倒的に多く、受けないとするものは地方銀行の1行に過ぎない。

第7表 コール取引の径路

引 締 め 期					間接的：直接的		緩 和 期				
都銀	地銀	信銀	相銀	合計	%	%	都銀	地銀	信銀	相銀	合計
1行	9行	1行	一行	11行	100	0	1行	10行	2行	一行	13行
—	5	—	—	5	90	10	—	3	—	—	3
—	3	2	—	5	80	20	1	2	—	1	4
3	2	—	1	6	70	30	2	2	—	1	5
4	1	—	—	5	60	40	2	2	1	—	5
1	1	—	2	4	50	50	3	1	—	1	5
—	—	—	—	—	40	60	—	—	—	1	1
—	—	—	4	4	30	70	—	—	—	1	1
—	—	—	1	1	20	80	—	1	—	2	3
—	—	—	—	—	10	90	—	—	—	1	1
—	—	—	11	11	0	100	—	—	—	11	11
3	1	—	1	5	無回答		3	1	—	1	5
12	22	3	20	57	合計		12	22	3	20	57

第8表 国庫資金の市中預託による利益

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	相互銀行	合計
受ける	12行	20行	3行	14行	49行
受けない	0	1	0	0	1
無回答	0	1	0	6	7

利益を受けるとする理由としては、当方が予め、示した「国庫への支払いが現金を用いることなく、振替えでできる」ことをほとんどすべての回答が認めている。その他の理由としては、(1)資金ポジションの改善をあげるものが16行、(2)財政収支の波動ことに国債発行によるそれが金融市場に及ぼす影響が緩和されるとするものが11行ある。さらに(3)低利資金の調達となること、(4)運用利益による銀行収益の増加、(5)運用利益による低利国債金利の実質的調整が可能となることなどがあげられる。利益を受けないとする1行の示す理由は、「買オペがあれば、現状で支障がない」(当方より提示)という消極的なものに過ぎない。

3. 資金運用面に関する調査結果

(1) 銀行は借入先が借入資金をどのように利用したかを實際上、どの程度まで確認することができますか。貸付金の使途の確認については、第9表にみられるごとく、相互銀行の一部を除いては、ほとんどすべての金融機関が可能であると答えている。しかし、確認可能とするもののなかでも、運転

第9表 貸付金のトレース

	都 銀	地 銀	信 銀	相 銀	合 計
確 認 可 能	12行	20行	2行	15行	49行
確 認 不 可 能	0	0	1	5	6
系列企業のみ可能	0	1	0	0	1
無 回 答	0	1	0	0	1

資金については、手形決済・給与ないし賞与の支払い以外は困難とするものが多い。確認の方法としてはつぎのものがあげられる。(1)貸付先企業の帳簿・資金運用書・支払手形明細書・買掛金明細書などによる資金トレース、(2)設備建物などの固定資産については、発注状況ないし工事進行状況の実地調査または登記簿による確認、(3)貸付先から報告を求める、(4)貸付先企業の当座預金の流出入関係の調査、(5)設備関係メーカーないし建築業者の請求書ないし領収書による確認などの方法が述べられている。

(2) 原料が輸入され、製品となり、輸出されるまでに、輸入・生産・流通・輸出の各段階で、いわば同一の製品を担保として、貸出が期間的に重なり合って供与されることがあると、お考えになりますか。第10表に示すごと

第10表 輸入品についての二重貸出

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	相互銀行	合 計
あると考える	7行	11行	1行	14行	33行
{ 多 い	{ 1	{ 6	{ 0	{ 9	{ 16
{ 少 ない	{ 6	{ 5	{ 1	{ 5	{ 17
あると考えない	5	5	1	4	15
無 回 答	0	6	1	2	9

く、全体的にも個別的にも（ただし、信託銀行を除く）、大多数が輸入品についての二重貸出の可能性を認めている。この可能性を多いと考えるものと、それを少ないと考えるものは全体的にはほぼ同数である。

(3) 銀行の新規貸出先は年々約.....%ある。また約.....%を適当と考える。各金融機関における新規貸出先の実際および希望される年増加率別の構成分布は第11表に示される。全体的にみれば、実際にも、また希望されるものとし

第11表 新規貸出先年増加率別構成

実 際					増 加 率	希 望				
都銀	地銀	信銀	相銀	合計		都銀	地銀	信銀	相銀	合計
2行	5行	0行	5行	12行	1 ~ 5%	0行	2行	0行	2行	4行
2	8	2	3	15	6 ~ 10	1	7	1	4	13
2	0	0	1	3	11 ~ 15	1	1	1	2	5
0	2	0	3	5	16 ~ 20	1	3	0	0	4
1	3	0	0	4	21 ~ 25	0	1	0	3	4
0	1	0	1	2	26 ~ 30	0	2	0	1	3
5	3	1	7	16	無 回 答	9	6	1	8	24
13%	11%	9%	12%	—	平 均	15%	15%	12%	15%	—
25	30	10	30	—	最 高	20	30	13	25	—
3	3	7	3	—	最 低	10	5	10	5	—

ても、増加率6~10%の段階にもっとも多くが集中している。個別的にみれば、実際増加率としては、6~10%の段階を越えるものが都市銀行では3行、信託銀行ではゼロであるのに対し、地方銀行では6行、相互銀行では5行である。しかし、平均増加率では都市銀行13%（最高25%、最低3%）、地方銀行11%（最高30%、最低3%）、信託銀行9%（最高10%、最低7%）、相互銀行12%（最高30%、最低3%）である。希望される増加率としては地方銀行および相互銀行が比較的高い率を目指しているものが多いことが知られる。新規貸出先の年増加率は実際にも希望されるものとしても、経済環境のいかんにより、かなり異なるものと考えられ、そのためか、この質問に対しては無回答のものがかなり多いので、これらの回答より適確な結論を引出しえないことに留意しなければならない。

(4) 歩積・両建はやむをえないものと、お考えになりますか。歩積・両建

第12表 歩積・両建の可否

	都銀	地銀	信銀	相銀	合計
考える	12行	15行	3行	18行	48行
考えない	0	5	0	2	7
無回答	0	2	0	0	2

の可否については第12表にみられるごとく、地方銀行および相互銀行の一部を除いて、大多数がこれをやむをえないものと考えている。歩積・両建をやむを

えないものとする理由として、もっとも多くのものがあげるのは、第13表に示すごとく、「貸出に対する担保として必要」ということである。「貸出金利が不当に安く」、したがって、歩積・両建により実質金利の引上げを計るとするものもある。その他の理由としてあげられるものは、つぎの諸点である。(1)歩積・両建は借入れ企業の立場からも必要ないし望ましい。それによって企業は流動性を維持し、借入金の返済・不時の必要などに対する準備金をもつことができる。(2)歩積・両建はある程度まで自然発生的である。預金口座を通ずる取引が頻繁であれば、自然に相当の歩留りが生ずる。(3)これは銀行取引の慣行であり、一定率の預金を保有しうことは銀行より借入れを受ける最低条件である。(4)貸出先の業容悪化の場合には、預金の拘束は当然であり、やむをえないなどという消極的なものではない。

第13表 可とする理由

	都銀	地銀	信銀	相銀	合計
(1)	11行	15行	3行	14行	43行
(2)	2	1	1	3	7
(3)	8	4	0	5	17
不明	1	0	0	1	2

注(1) 貸出に対する担保として必要。
 (2) 貸出金利が不当に安い。
 (3) その他。

第14表 否とする理由

	地銀	相銀	合計
(1)	2行	0行	2行
(2)	2	2	0
(3)	1	0	1
不明	1	0	1

注(1) 貸出先に対して不公正。
 (2) 低金利の推進が国民経済的に必要。
 (3) その他。

歩積・両建を否とするものは前述のごとく少数であるが、そのあげる理由は「低金利の推進が国民経済的に必要」というのがもっとも多く、「貸出先に対して不公正」というのがこれにつぐ。その他としては、「銀行と企業のあいだの力関係の濫用となり勝ちになる」というものがある。

(5) 銀行が個別的にもいわゆる信用創造力をもつということを日常実務上

第15表 銀行の信用創造力

	都銀	地銀	信銀	相銀	合計
できる	10行	18行	2行	17行	47行
できない	1	3	1	3	8
無回答	1	1	0	0	2

の感覚から認めることがおできになりますか。 こんにち、銀行が銀行集団全体としても、個別的にも信用創造力をもつことは、理論的にはすでに確立されている。しかし、かつて、銀行の信用創造力の有無が争われたとき、銀行家のなかには「銀行は預かった以上には貸出しえない。いな、預金から支払準備金を控除した残額しか貸出しえない」との主張がみられた。アンケートの結果は第15表に示されるごとく、実務上の感覚から、個別銀行の立場においても信用創造力の存在を認めることができるとするものが大多数を占めている。その理由としては、貸出に伴う当座預金勘定の貸方記帳の経験、貸出と預金は平行的に増加し、1店舗の貸出を抑制すると、その店舗および周辺店舗の流動性預金が著しく減少し、逆に貸出を積極的に行なうと流動性預金が著しく増加するという経験が述べられ、また、債務者預金（貸出に伴う創出預金から現金引出分を控除した残高）の存在にその理由を求めるものがみられる。少数ではあるが、信用創造力を認められないとするものの理由は、「預

第16表 分割返済

分割返済%	都銀	地銀	信銀	相銀	合計
1%以下	1行	2行	0行	1行	4行
1～5%	2	5	0	3	10
6～10	5	7	0	3	15
11～15	2	2	0	2	6
16～20	0	2	0	0	2
21～25	1	2	0	3	6
26～30	0	0	1	5	6
30%以上	0	0	1	3	4
無回答	1	2	1	0	4
平均構成比率					
月払	48%	79%	15%	79%	72%
年払	13	14	5	4	6
その他	39	17	80	17	24

(注) 信託銀行の平均構成比率は1行のみ。

金と貸出とは別個のものと感ぜられる」「銀行活動は種々の取引関係の複雑な交錯のなかに営まれるから、信用創造という1機能のみが抽出して感ぜられることはない」などが主たるものである。

(6) 銀行貸出のうち、アメリカのターム・ローン (term loan) のように、分割返済とするものの割合は約.....%, 分割返済のうち月払いは約.....%, 年払いは約.....%, その他約.....%。 分割返済の

割合を15%以下(15%を含む)とそれ以上の2段階に区分してみると、都市銀行12行のうち10行、地方銀行22行のうち16行が15%以下であり、大部分がここに集中している。相互銀行では15%以下が9行、15%以上が11行で、両段階にまたがり、信託銀行では回答のあった2行がともに26%以上を示し、うち1行は80%という高い割合をもつ。銀行全体としては15%以下が35行、15%以上が18行で、重点は前者にある。分割返済の期限別平均構成は第16表下段に示されるが、月払が信託銀行を除いては圧倒的に多い。

(7) 最近、問題となっている融資ルール(たとえば、全銀協の融資共同準則)を必要とお考えになりますか。第17表に示すごとく、信託銀行以外の各銀行はその約 $\frac{2}{3}$ が融資ルールを必要とし、約 $\frac{1}{3}$ が不必要と考えている。信託銀行ではこの比率が逆になっている。不必要とするものには経営規模の大きいものが多いことに注意すべきである。

第17表 融資ルールの必要の有無

	都 銀	地 銀	信 銀	相 銀	合 計
必 要	8行(67)%	15行(68)%	1行(33)%	14行(70)%	38行(67)%
不 必 要	4 (33)	5 (23)	2 (67)	6 (30)	17 (30)
無 回 答	0 (0)	2 (9)	0 (0)	0 (0)	2 (1)

第18表 必要とする理由

	都銀	地銀	信銀	相銀	合計
(1)	0行	4行	0行	4行	8行
(2)	0	7	1	3	11
(3)	5	8	1	7	21
(4)	3	4	0	2	9

注(1) 融資ルールがなければ、銀行の貸出が過大となる。

(2) 融資ルールがなければ、企業は安易に銀行に依存する。

(3) 安定成長のためには、是非必要である。

(4) その他。

融資ルールを必要とする理由とし

ては第18表のごとく、(3)「安定成長のためには是非必要」とするものももっとも多く、(2)「融資ルールがなければ企業は安易に銀行に依存する」がこれにつぐ。(6)その他としては「過当競争の排除」「金融秩序の確立」などがあげられる。なお、融資ルールが必要と答えながら、これにすぎのような条件ないし前提をつけるものもかなりある。すなわち、(1)金融

機関や企業の自主性を侵したり、官僚統制につながるものであってはならない。(2)客観情勢からやむをえない。(3)金融・財政その他経済一般につき、当

第19表 不必要とする理由

	都銀	地銀	信銀	相銀	合計
(1)	1行	1行	2行	1行	5行
(2)	4	0	1	0	5
(3)	2	2	1	3	8
(4)	0	0	0	0	0
(5)	1	1	0	3	5
(6)	1	1	0	0	2

注(1) 実行困難で有名無実となる。

- (2) 金利の自動的調節作用を発揮せしめれば充分。
- (3) 従来から内部的なルールがある。
- (4) 官僚統制ないし統制経済になるおそれがある。
- (5) 金融機関と企業の自主性が侵されるおそれがある。
- (6) その他。

の期待が大きいことが知られる。その他の理由では、「実体経済環境の変化につれ、銀行と企業の金融節度がおのずから生ずる」と述べられている。

4. 内部業務面に関する調査結果

(1) 銀行経営上、つぎの諸比率はどのような大きさですか。(a)受入れ小切手のうち、手形交換所持出約.....%, 行内交換約.....%, (b)預金のうち現金引出約.....%, (c)貸出のうちから現金引出約.....%, 借入先預金となるもの約.....%, 後者のうち借入先から支払を受けたものへ行内交換を通ずる振替え分約.....%。受入れ小切手の審理にあたり、交換所に持出されるものと行内交換分の割合は第20表(a)に示される。行内交換比率が都市銀行で高く、相互銀行で低いことは予想通りであったが、地方銀行で意外に高く、信託銀行で意外に低く現われている(当方の質問形式が不備で、枚数ベースか金額ベースかを明示しなかったため、ここに示される結果には、両方の数字が混入したおそれが多分にあったが、これを分離することはできなかった。) つぎに預金よりの現金引出率は第20表(b)に示されるごとく、大体15%前後から

局が正常な環境づくりに努力し、金融機関・企業がそれぞれの分野で協力するという前提が必要である。(4)金利の自由化など金融環境が整備されれば、融資ルールは不必要となる。

第19表にみられるごとく、融資ルールを不必要とする理由としては、予め示した5項目が、第4項を除いては、ほぼ等しい数の銀行によって支持されている。そのうち、(4)の「従来から内部的なルールがある」がもっとも多くあげられ、また、「実行困難」「自主性の侵害」のおそれが強くもたれ、「金利の自動的調節作用」へ

第20表 小切手処理・現金引出・貸出に関する諸比率

		都 銀	地 銀	信 銀	相 銀
(a) 受入れ小切手のうち	交換所持出	78%	72%	98%	91%
	行内交換	22%	28%	2%	9%
(b) 預金よりの現金引出率		14%	23%	3%	22%
(c) 貸出のうち	現金引出	0%	2%	0%	10%
	借入先預金	100%	98%	100%	90%
	うち行内交換	—	—	—	11%

20%前後に亘っているが、信託銀行のみはきわめて低い。最後に、第20表(c)は貸出のうち、借入先預金となるものの比率がほとんど100%となっているが、これは貸出が借入先当座預金への振替えの手続きによって行なわれることを示している。回答者のなかには、このような記帳技術的な分かり切ったことをなぜ質問するのかと不審の意を表明される向きもあったが、質問の趣旨は、貸出により創出された預金（当初は貸出とほぼ同額）のうち、やがて貸金支払などのため現金で引出される分がどれだけあり、借入先預金として残る分がどれだけあるか、また、後者のうち借入先の取引先預金へ振替えられるものがどれだけあるかということであった。しかし、質問の表現が明確さを欠いたため、予期した結果がえられず、回答者にも余分の手数をかけることとなったと反省している。

(2) 企業の系列化が銀行資金の効率化にどのように影響しますか。企業の系列化が銀行資金の効率化に及ぼす影響としては、(2)の「銀行外への現金流出が少ない」ことをあげるものももっとも多く、(1)の「貸出による預金の減少率が低い」こと、(2)「系列化企業への貸出が安全性が高く、付帯コストの低い」ことをあげるものがこれにつぐ。いずれも、銀行経営にとって好ましい影響といえる。(4)のその他として信託銀行で「短期的意味では資金効率はむしろ低い」とするものが1行あるが、その理由は述べられていない。おそらく、系列企業に対しては経済的採算を多少無視しても融資を行なわなければならないことがあるという意味であろうか。

(3) 日々、預金引出のための必要現金量をどのようにして予測されますか。

第21表 企業の系列化と銀行資金の効率化

	都 銀	地 銀	信 銀	相 銀	合 計
(1)	5行	7行	1行	8行	21行(26)%
(2)	7	10	1	11	29 (36)
(3)	0	6	0	7	17 (21)
(4)	4	0	1	0	1 (1)
無 回 答	2	6	0	4	12 (15)

注(1) 貸出による預金の減少率が低い。

(2) 銀行外への現金の流出が少ない。

(3) 系列下の企業に対する貸出は安全度が高くて、付帯コストが低い。

(4) その他。

第22表 必要現金量の予測方法

	都 銀	地 銀	信 銀	相 銀	合 計
(1) 過去の実績ないし経験を基礎とする。	12例	20例	3例	12例	47例
(2) 大口取引先からの現金引出の予告を求め、その資金繰りないし資金移動状況を把握する。	11	15	0	6	32
(3) 預金残高に一定比率を乗ずる。	0	5	0	7	12
(4) 日銀資料たとえば資金需給見通しと、自行の市場占拠率を考慮する。	1	1	1	0	3

各銀行は必要現金量の予測のため種々の方法を併用しているが、第22表はこれらの方法を整理分類したものである。各銀行を通じて、もっとも多いのは、過去の実績ないし経験によるとするもので、全体で47例に上る。すなわち、前年同月同日における現金流入の実績、取引先企業の給与支払日・週末・毎月5日・20日・25日・月末・休日の前日には現金引出が多いというごとき経験、その他現金収支の季節的変動、現金引出比率・現金比率・預金構成比率などを考慮して、日々の現金流入の予想を立てるというのである。つぎに、都市銀行・地方銀行・相互銀行に多くみられる方法(32例)は大口取引先から現金引出の予告を求め、その資金繰りないし資金移動状況を把握して、過去の実績・経験に基づく予想にこれを加味することである。さらに、地方銀

行・相互銀行に比較的多い方法（12例）は預金残高に一定比率を乗ずることにより、必要現金量を算定することである。この一定比率は銀行により種々であり、たとえば流動性預金の5%程度、要求払預金の8%プラス定期性預金の2%プラス掛金の2%、当座・普通預金の平均1日払出し高プラスその他預金の2%、要求払預金の3%プラス定期性預金の1%などがみられる。最後に少数ではあるが、日銀資料たとえば資金需給見通しを基礎とし、自行の市場占拠率を用いて現金必要量をとらえるとするものがある。

(4) 銀行経営のうえで、(a)支払準備率、(b)流動性比率、(c)預貸率、(d)……などの諸比率にどの程度の考慮をお払いになりますか。第23表より明らかなごとく、もっとも重視されるものは支払準備率と預貸率（平均・限界両者を含む）であり、両者とも、45行がこれに順位を与えるか、または、一般的に重視すると答えている。そのうち、支払準備率に第1順位を与えるものが4行であるのに対して、預貸率を第1順位とするものは13行に上る。この点からみれば、支払準備率よりもむしろ預貸率の方がより重視されているといえる。これら両比率に次いで重視されるものは流動性比率である（29行）。かくて、以上の3比率が銀行経営上の基準とされているものといえる。その他、經常収支率もまたかなり重視されており（13行のうち第1順位を与えるもの5行）、また、地方銀行および相互銀行では、大蔵省指導基準に従うとするものが17行ある。

(5) 貴行においては、資金コストをどのようにして算定されておりますか。（コスト内容、算定の時期と方法）資金コストの算定については、各種金融機関別の特異性はみられなかった。年間率として算定するものが大多数であり、全体的・部門別ないし、店舗別のコスト算定を行なうものも、かなりあることがみられた。コスト算定式としては、つぎのごとき通常のものが見された。

$$\text{預金コスト} = (\text{預金利息} + \text{人件費} \cdot \text{物件費} \cdot \text{税金など経費}) / \text{預金平均残高。}$$

$$\text{運用可能資金コスト} = (\text{預金利息} + \text{経費}) / (\text{預金} - \text{現金} \cdot \text{切手} \cdot \text{無利子預け金}) \text{平均残高。}$$

$$\text{預金} \cdot \text{借入金コスト} = [(\text{預金} + \text{借入金}) \text{利息} + \text{経費}] / (\text{預金} + \text{借入金}) \text{平均残高。}$$

$$\text{資金コスト} = \text{經常支出} / (\text{預金} + \text{借入金} + \text{自己資金など}) \text{平均残高。}$$

第23表 各種経営比率の重視程度

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	相互銀行	合 計		行
(a) 支払準備率	{ ^② =2行 ^④ =1行 ○=6行	○=12行	^① =1行	{ ^① =3行 ^② =1行 ○=19行	{ ^① =4行 ^② =3行	^④ =1行 ○=37行	45
(b) 流動性比率	{ ^① =1行 ^③ =1行 ○=5行	^⑦ =1行 ○=10行	^③ =1行 ○=1行	○=9行	{ ^① =1行 ^③ =2行	^⑦ =1行 ○=25行	29
(c) 預 貸 率	{ ^① =5行 ^③ =1行 ○=6行	{ ^① =3行 ^④ =1行 ○=9行	{ ^① =1行 ^② =1行 ○=1行	^① =4行 ○=13行	{ ^① =13行 ^② = 1行	^③ =1行 ^④ =1行 ○=29行	45
(d) 経常収支率	^① =2行 ○=2行	{ ^① =1行 ^⑥ =1行 ○=2行		^① =2行 ○=3行	^① =5行	^⑤ =1行 ○=7行	13
(e) 経 費 率	○=1行	^③ =1行	○=1行	○=1行	^③ =1行	○=3行	4
(f) 資金コスト	○=1行	○=1行				○=2行	2
(g) 運用利回り	○=1行	○=1行				○=2行	2
(h) 自己資本比率		^⑥ =1行			^⑥ =1行		1
(i) 外部負債依存率	○=1行					○=1行	1
(j) 大蔵省指導基準		○=9行		○=8行		○=17行	17
(k) 営業用不動産率		^② =1行			^② =1行		1

(注) ○のなかの数字は順位を示す。たとえば、^②=3行は当該項目に第2順位を与えるものが3行あることを意味する。また、数字を入れない○は順位を示すことなく、重視するとのみ答えたものを表わす。たとえば、○=6行はただ重視するとのみ答えたものが6行あることを示す。

(6) 地域間の銀行券の過不足は日本銀行を通じて調整されるものと想像されますが、直接、銀行券の輸送を必要とする場合はどの程度ありますか。

これに対しては、きわめて限られた場合にのみ、銀行券の輸送が行なわれるというのが各金融機関共通の回答である。すなわち、都市銀行の場合、同一市内ないし近接地域内の本支店間に限られる。地方銀行では同一県内本支店間を除いてはほとんどない。信託銀行でもほとんどない。相互銀行では、日銀支店ないし日銀代理店を利用しえない場合、同一市内ないし近接地域内でのみ行なわれる。

5. その他の側面に関する調査結果

(1) 京浜・京阪神・名古屋の3地区間における貴行の資金の年間流入出の関係はどのようになっていますか。(2) 貴行の上記3地区以外の地域に対する年間資金流入出の関係はどのようになっていますか。これらふたつの質問に対しては、適当な統計資料がないとの理由で、利用しうべき十分な回答がえられなかった。

(3) いわゆる預金通貨の内容をどの範囲にお考えになりますか。理論的には預金通貨の内容を当座預金のみに限るのが通説と思われるが、実際の・

第24表 預金通貨の内容

	都銀	地銀	信銀	相銀	合計
(1)	4	11	1	9	25
(2)	4	7	1	3	15
(3)	4	4	1	8	17

統計的には、そのほかに短期性預金を含ませることも、多く行なわれるところである。そこで、実務家がこの点をいかに考えられるかを問うたものであるが、都市銀行と信託銀行では、(1)(2)(3)をそれぞれ支持するものが、数において等しいという興味ある結果でえられた。また、地方銀行と相互銀行で

注(1) 当座預金のみに限るべきである。

(2) 普通預金・通知預金・別段預金のごとき短期性預金をも含ませるべきである。

(3) 短期性預金のあるもののみを含ませるべきである。

は、(1)を支持するものももっとも多く、(2)(3)を支持する順序は両者逆になっている。合計としては、(1)がもっとも多数に上り、(3)(2)がこれに次いでいる。(3)の「短期性預金のあるもの」としては別段預金をあげるものが多かった。

(4) 日本の貸出金利は一般に国際水準に対して、実質的に高いとお考えになりますか。都市銀行と信託銀行では、日本の貸出金利が国際的にみて実質的には高くないとみるものが、高いとみるものを上回っている。ことに、

第25表 貸出金利の高低

	都銀	地銀	信銀	相銀	合計
高い	3行	11行	1行	11行	26行
高くない	9	10	2	8	29
無回答	0	1	0	1	2

都市銀行の大多数が高くないと考
えている。合計では、高くないと
考えているものがより多い。

「高くない」とするものが、その理
由としてあげるのは、つぎの諸点

である。(1)わが国の貸出金利は表面的には高いが、高度成長のための旺盛な資金需要と考えると実質的には高いとはいえない。(2)人為的低金利政策が強行されるもつて、資金需給の実勢からみて高くない。(3)アメリカの personal Loan に対する金利はかなり高い。(4)わが国では当座預金に対する手数料をとらないから、貸出金利は実質的に高くない。(5)わが国でもプライム・レートのなものはアメリカとほぼ同じである。(6)アメリカでは貸出にあたり、その10~20%を無利子の当座預金で拘束することが慣行となっているから、実質金利は表面金利よりもかなり高くなる。(7)英米では貸出には金利のほか、各種の付帯経費の支払いを求められることを考慮すれば、わが国の金利は必ずしも高いとはいえない。

「高い」とするものがあげる理由は、わが国では、(1)預金金利が高い、(2)企業の自己資本が過少なため、高度成長に必要な資金需要を借入れによってまかなった、(3)企業の信用力低く、貸出の危険率が高い、(4)間接金融のウェイトが大であり、ことに歩積・両建が多い、(5)従来、恒常的な資金需要超過の状態にあったなどである。

(5) 預金および貸出金利の自由化の具体的内容をどのようにお考えになりますか。金融正常化の中心的内容として、金利の自由化が唱えられることが多いが、その具体的内容は論者によって必ずしも同じでない。そこで、金融機関の立場からは金利の自由化の内容をいかに考えられるかを尋ねたのである。資金需給のいかんにより、各種金利が自由に変動することを認める「全面的自由化」をその内容と考えるものは、わずか1行に過ぎない。これに対し、各銀行を通じて、「自主協定による自由化」を考えるものが、もっと

第26表 金利自由化の内容

	都銀	地銀	信銀	相銀	合計
(1)	0行	0行	0行	1行	1行
(2)	10	14	3	14	41
(3)	2	7	0	1	10
(4)	1	1	0	0	2
(5)	2	2	0	3	7
無回答	0	1	0	2	3

注(1) 全面的な自由化。

(2) 自主協定による自由化。

(3) 貸出最高利率の制限撤廃。

(4) 預金最高利率の制限撤廃。

(5) その他。

ものは残すとする見解などがある。

(6) 国債発行は銀行の立場から望ましいとお考えになりますか。国債発行を銀行の立場から「望ましい」とするもの(42%)が、「望ましくない」とするもの(33%)を上回っているが、「なんともいえない」がかなり多い(18%)ことは注意すべきである。「望ましい」と答えたものでも無条件のものは、ほとんどなく、なんらかの条件ないし前提を設けるものが多い。すなわち、(1)建設国債に限定すべきこと(いわゆる赤字公債であってはならない)、(2)その発行が金融市场や経済の実勢に即した弾力的運営たること、(3)なんらかの歯止めが必要、(4)発行を市場消化力の範囲内にとどめること、(5)公社債市場の育成が前提、(6)発行利回りの決定は、金利体系を無視すべきでないこと、(7)発行にあたっては、政治的節度を守ることなどが国債発行を望ましいとする銀行によって要求される条件ないし前提である。その「望ましい」とする態度は消極的で、これらの条件・前提が満たされたうえで、「社

も多い。これに次いで、「貸出最高利率の制限撤廃」を説くものが多い。その他としては、(1)預金金利は法定し、貸出金利は資金需給の実勢に応じて変動せしめるほか、貸出先企業の規模・信用程度・貸出期間の長短・資金使途などに応じて、金利格差を設けるべしとする折衷的見解、(2)預金金利には上限、貸付金利には下限を設け、利息制限法のごとき社会政策的な

第27表 国債発行の可否

	都銀	地銀	信銀	相銀	合計
望ましい	3行	11行	2行	8行	24行(42%)
望ましくない	2	6	1	10	19 (33)
なんともいえない	6	4	0	0	10 (18)
無回答	1	1	0	2	4 (7)

会資本の充実、経済基盤の強化という長期的目的実現のためにはやむをえない」というものである。

国債発行を望ましいとする理由としてあげられるのは、(1)都市流動性の上昇により、企業のかね繰り緩和・銀行の資金ポジションの改善に役立つ、(2)現金通貨供給方式が公債を対象とするオペレーションによるものになり、オーバー・ローンの解消をもたらす、(3)減税が可能となる、(4)景気回復を刺激するなどであるが、とくに銀行の立場からみて望ましいとする理由は必ずしも明らかにされていないように思える。

国債発行を望ましくないとする理由は、(1)インフレーションの恐れ、(2)市中金融の圧迫、(3)低利回りによる銀行収益の低下、(4)銀行による長期預金の吸収と競合、(5)引受割当てのため銀行の資金運用計画の自主性が阻害、(6)現在の政治体制では赤字公債に結びつき易いなどが主たるものである。「なんともいえない」と答えたものにはその態度を説明して、「望ましいか否かは財政支出の規模と内容がそのときの経済に対し妥当であるか否かにより定まることで、銀行としていうべきことではない」と述べるものや、「銀行の立場から望ましいか否かは国債の発行条件による」とするものがある。ここでも、「政府といえども、金融のルールに服するべきで、公債費負担軽減の見地から国債価格支持政策をとるべきでない」ことが強く主張されている。

以上のごとく、「望ましい」とするものも条件付きの消極的なものであり、「なんともいえない」とするものも多分に否定的であることを考慮するならば、金融機関は国債発行には必ずしも乗気でなく、多分に警戒的・消極的態度をとったものといえるであろう。

(7) 銀行は徴税期に納税のため預金が振当てられる場合、これを国庫に納めるのにどのような手続きを行ないどのように対処されますか。いずれの銀行でも同様な手続きをとる。すなわち、納税とともに納税者の預金から別段預金の歳入金勘定の振替えが行なわれ（現金納付も同勘定に入金）、日本銀行へは納付書を回送する。翌日に日本銀行より領収書の送付を受ける。翌々日（2営業日後）に自行の日本銀行預け金あて小切手を振出し、手形交換を通じて日本銀行窓口から国庫へ納入される（日本銀行では市中銀行よりの預り金から政府預金への振替えが行なわれる）。

第28表 給与支払い回数と発券高

1回払い→2回払い	都 銀	地 銀	信 銀	相 銀	合 計
減 少 する	5行	8行	0行	2行	15行
増 加 する	1	2	0	0	3
不 変	1	5	0	5	11
不 確 定	2	1	0	0	3
わ か ら ない	2	3	2	9	16
無 回 答	1	3	1	4	9

(8) 全国の官公庁・会社が給料を月1回払いにするのと2回払いにするのとでは、日銀券発行高は相違するとお考えになりますか。2回払いから1回払いに移った当時のご経験はどうでしたか。国民経済全体としての給与支払い回数の変更が銀行券発行高に及ぼす影響は、現実には、その他の多くの要因の共同作用のもとに現われるわけであるから、条件のいかんにより種々の場合がありうるであろう。第28表は、給与支払いが月1回から2回に増加するとき、発券高がいかに変化するかという形で回答をとりまとめたものである。設問には、なんらの条件を明示しなかったためか、回答結果は区々に分かれ、また「わからない」および無回答が全体の44%もの多数に上った。いま、給与全額が銀行券で支払われること、給与支払い回数だけの変更され、その他の事情（たとえば、経済の活動水準、給与総額、支出の型、資産貨幣需要の規定要因など）が同じであることが前提されるならば、給与支払い回数が増加されるにつれ、理論的には給与支払いに要する銀行券必要高は減少し、この点からは発券高は減少すべきはずである。すなわち、取引貨幣の流通速度の上昇により、このことが可能となるのである。「わからない」および、無回答を除く32行のうち47%が発券高は「減少する」と回答されている。「増加する」および「不変」との回答で、その理由を明示されたものはほとんどない。「不確定」との回答では「1回払いのときには多くの現金が給与として受けとられるが、その多くは支出時まで預金される傾向が強い」に対して、2回払いのときには給与として流出する現金は少ないが、それが支出時まで給与受領者の手許に保有される傾向が強いから、発券高への影響はいずれとも、いいえないとされるものがある。なお、わが国で2回払いから1

回払いに移った当時の実際の経験については、資料不足のためか、回答を寄せられたものはない。

なお、「銀行経営の実態調査」については、105ページに掲げたようなアンケートを各銀行調査部へ送付して回答を求めた。

昭和40年7月

銀行経営の実態調査

神戸大学金融研究会 主査

神戸大学教授 経済学博士

新 庄 博

記入方法：それぞれの質問に対し、該当する回答のまへの○にチェック(✓)を入れるか、または簡単など説明をお願いします(たとえば、「その他」の項目について)。

[I] 資金調達面

(1) 預金獲得競争のため、現在行なわれている方法でよいとお考えになりますか。

よいと考える。

よいと考えない。

① 現在の諸制限を解除した方がよい。

② もっと制限した方がよい。

(2) 金利引下げは貯蓄性預金を減少させると、お考えになりますか。

減少させる。その理由は……

① 金利引下げは貯蓄の意欲を失なわせる。

② 証券投資に比べて貯蓄性預金が相対的に不利になる。

③ その他。

減少させない。その理由は……

① 預金者は利子収入だけを目的とするものではない。

- ② 預金者は証券投資に比べて貯蓄性預金をより安全と考える。
- ③ その他。

(3) 日本銀行の割引・貸付と買オペとは銀行からみて、効果にどのような相違がありますか。

- ① 調達した資金の用途について。
- ② 金利負担において。
- ③ 返済圧力において。
- ④ その他。

(4) コール取引のうち

	引締め期	緩和期
短資業者を通ずるもの……………	約……………%	約……………%
金融機関相互間の直接的なもの……………	約……………%	約……………%

(5) 国庫資金の市中銀行への預託によって銀行は

○利益を受ける。その理由は……

- ① 国庫への支払が現金を用いることなく、振替えでできる。
- ② その他。

○利益を受けない。その理由は……

- ① 買オペがあれば、現状で支障がない。
- ② その他。

〔Ⅱ〕 資金運用面

(1) 銀行は借入先が借入資金をどのように利用したかを實際上、どの程度まで確認することができますか。

○確認できる。その方法は……

①

②

○確認できない。

○系列企業についてはできるが、その他についてはできない。

(2) 原料が輸入され、製品となり、輸出されるまでに、輸入・生産・流通・輸出の各段階で、いわば同一の商品を担保として、貸出が期間的に重なりあって供与されることがあると、お考えになりますか。

○あると考える。(○多い, ○少ない)

○あると考えない。

(3) 銀行の新規貸出先は年々

約……………%ある。また

約……………%を適当と考える。

(4) 歩積・両建はやむをえないものと、お考えになりますか。

○考える。その理由は……

① 貸出に対する担保として必要。

② 貸出金利が不当に安い。

③ その他。

○考えない。その理由は……

- ① 借入先に対して不公正である。
- ② 低金利の推進が国民経済的に必要である。
- ③ その他。

(5) 銀行が個別的にも、いわゆる信用創造力をもつということを日常実務上の感覚から認めることができになりますか。

○できる。その理由は……

○できない。その理由は……

(6) 銀行貸出のうち、アメリカのターム・ローン (term loan) のように、分割返済とするものの割合は 約……………%

分割返済のうち月払は約……………%，年払は約……………%，その他、約……………%

(7) 最近、問題となっている融資ルール(たとえば、全銀協の融資共同準則)を必要とお考えになりますか。

○必要と考える。その理由は……

- ① 融資ルールがなければ、銀行の貸出が過大になる。
- ② 融資ルールがなければ、企業は安易に銀行に依存する。
- ③ 安定成長のためには是非必要である。
- ④ その他。

○必要と考えない。その理由は……

- ① 実行困難で有名無実になる。
- ② 金利の自動的調節作用を発揮せしめれば充分である。
- ③ 従来から内部的なルールがある。
- ④ 官僚統制ないし統制経済になるおそれがある。
- ⑤ 金融機関と企業の自主性が侵されるおそれがある。
- ⑥ その他。

〔Ⅲ〕 内部業務面

(1) 銀行経営上、つぎの諸比率はどのような大きさですか。

(a) 日々、受入れる小切手のうち

{	手形交換所に持ち出されるもの	約……………%
	行内交換で処理されるもの	約……………%

(b) 預金のうち現金で引出されるもの 約……………%

(c) 貸出のうち	{	現金で引出されるもの	約……………%
		借入先の預金となるもの	約……………%

後者のうち、借入先から支払を受けた者へ行内交換を通じて振替えられるもの 約……………%

(2) 企業の系列化が銀行資金の効率化にどのように影響しますか。

- ① 貸出による預金の減少率が低い。
- ② 銀行外への現金の流出が少ない。
- ③ 系列下の企業に対する貸出は安全度が高く、付帯コストが低い。
- ④ その他。

(3) 日々、預金引出のための必要現金量をどのようにして予測されますか。

- (4) 銀行経営のうえで、㊸支払準備率、㊹流動性比率、㊺預貸率、㊻……………などの諸比率にどの程度の考慮をお払いになりますか。
- (5) 貴行においては、資金コストをどのようにして算定されておりますか。
(コスト内容、算定の時期と方法)
- (6) 地域間の銀行券の過不足は日本銀行を通じて調整されるものと想像されますが、直接、銀行券の輸送を必要とする場合はどの程度ありますか。

〔IV〕 国 民 経 済

- (1) 京浜・京阪神・名古屋の3地区間における貴行の資金の年間流入出の関係はどのようになっていますか。
- (2) 貴行の上記3地区以外の地域に対する年間資金流入出の関係はどのようになっていますか。
- (3) いわゆる預金通貨の内容をどの範囲にお考えになりますか。
- 当座預金のみに限るべきである。
 - 普通預金・通知預金・別段預金のごとき短期性預金をも含ませるべきである。
 - 短期性預金のあるもののみを含ませるべきである。
- (4) 日本の貸出金利は一般に国際水準に対して実質的に高いとお考えになりますか。
- 高いと考える。その理由は……

○高いと考えない。その理由は……

(5) 預金および貸出金利の自由化の具体的内容をどのようにお考えになりますか。

- ① 全面的な自由化。
- ② 自主協定による自由化。
- ③ 貸出最高利率の制限撤廃。
- ④ 預金最高利率の制限撤廃。
- ⑤ その他。

(6) 国債発行は銀行の立場からみて望ましいとお考えになりますか。

○望ましいと考える。その理由は……

○望ましいと考えない。その理由は……

(7) 銀行は徴税期に納税のため預金が振当てられる場合、これを国庫に納めるのにどのような手続きを行ない、どのように対処されますか。

(8) 全国の官公庁・会社が給料を月1回払いにするのと2回払いにするのでは、日銀券発行高は相違すると、お考えになりますか。2回払いから1回払いに移った当時のご経験はどうでしたか。

短期金融と長期金融

小寺 武 四 郎

1

本稿は1964年11月28日に報告したものに、その際、教示をうけた点をも考慮に入れて書きあらためたものである。なお、この問題については拙稿「長期金融と短期金融——その理論的異質性と実際上の混淆」(経済学論究第18巻第3号)をも参照願えれば幸いである。

2

私は国民経済の貨幣的構造を、経済を構成する本源的主体である家計と企業との関係を中核として、把握してきた。⁽¹⁾すなわち、家計は生産要素を企業に提供して、その代償に、企業から貨幣所得を受領する。企業は、家計から提供された生産要素を用いて生産し、その生産物を家計に供給する。家計は、所得としてえた貨幣でもって、その代償を支払う。すなわち消費支出である。この家計・企業を、ともに、マクロ的に集計したものと考えれば、そこに国民経済の貨幣的構造が明示されてくる。生産要素の代償として家計に支払われる貨幣額は、とりもなおさず、貨幣国民所得であり、それが消費支出として企業に還流するわけである。このような、家計・企業という2つの経済主体間の、所得を中核とする貨幣循環が、国民経済の基本的な貨幣的構造

(1) このような考え方は、けっして、特異なものではない。その代表的なものとして、次の2つの文献をあげておこう。

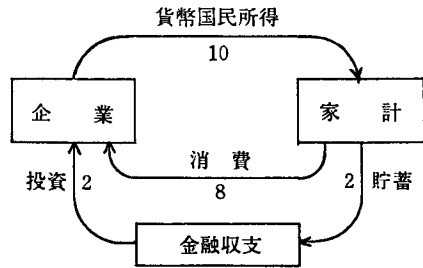
Lawrence S. Ritter, *Money and Economic Activity*, Boston: Mifflin, 1952. Chapter I, 1. George N. Halm, *Economics of Money and Banking*, Homewood: Irwin, 1956. Chapter 2.

を示すと考えられよう。

この貨幣循環はエンドレスにつづいてゆく。したがって、これを実物的に見ると、家計の生産要素の企業への提供と、それによる企業の生産と、生産物の家計への供給という、1つの完結した経済活動が、何回も繰り返えされてゆくと考えねばならない。すなわち、ここでは、経済の基本的構造が再生産過程として理解されるわけである。もちろん、ここで例示したように、貨幣国民所得がすべて消費支出される場合には、純国民所得は消費財のみからなり、したがって、再生産過程に変化を生ぜしめる誘因はなく、同じ規模の生産が繰り返えされることになる。すなわち、単純再生産である。

この状態を、もう一度、貨幣循環にもどしてみれば、所得として家計の手に入った貨幣額が、全額消費支出され、したがって、そのまま企業に還流するという、いわば完全循環の状態である。このような、国民所得を中核とした、貨幣循環を基本にして考えると、家計の貯蓄は、この循環からの「漏れ」(leakage)と考えられる。また、貯蓄に対応して投資を考えるならば、それは、この基本的循環の外部から、購買力が働いてくるのであるから、貨幣循環への「注入」(injection)と考えられる。この貯蓄と投資とが、実際には、直結しておらず、この間に、広義の金融機構が介在する。このように、金融が介在するから、貯蓄につねに等しい投資支出があり、したがって、生産物に等しい有効需要があるとは、言えなくな

第 1 図



⁽²⁾る。すなわち、貯蓄・投資の不一致が問題となり、経済変動の可能性がでてくる。図示すれば第1図のごとくならう。これは貯蓄・投資が一致している

(2) 貯蓄・投資の不一致という表現は不明確であろう。事前的概念か事後的概念か、実物的概念か貨幣的概念か、といった点を明確に規定せねばならない。むつかしい問題であるが、ここでの概念が、ケインズの実物概念を、直接に、意味するものではないことだけは、明らかであろう。一応、貨幣的・事後的概念であると考えておきたい。

場合であり、数字は、理解を早めるために、仮りの金額を示すものとして入れた。

しかし、このような形で金融を理解すると、金融は、貯蓄された資金が投資されてゆく橋渡しの役割を果すもの、として理解されていることになる。これは、明らかに、長期金融の問題である。このように、経済の構造を貨幣所得循環として把握する考え方は、必然的に、金融を長期金融として理解せしめることになる。そのこと自体は非難すべきことではないが、ただ、これだけでは、金融の半面を理解したことにしかならない。短期金融をどう考えるかという問題が残る。そこで、この短期金融の問題をも、一貫して、貨幣循環図の見方で理解することを試みてみよう。

3

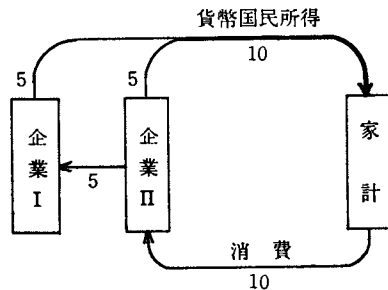
短期金融の問題を考えるためには、企業と企業との関係を、導入する必要がある。第1図で国民経済的に集計した企業を、逆に、企業Ⅰと企業Ⅱとに分割しよう。そして、企業Ⅰを資本財産業に属するもの、企業Ⅱを消費財産業に属するもの、としよう。このように、企業を2分して、貯蓄・投資のない完全貨幣循環を図示すれば、第2図のごとくなる。

短期金融の問題を考えるためには、この循環の時間的順序を考える必要がある。単純にそして常識的に考えると、すなわち、生産を単線的に考えると、まず企業Ⅰの家計への5の支払が必要になる。次に、企業Ⅱの、

企業Ⅰへの5と家計への5との計10の支払がなされねばならない。かくて生産過程が完了したときに、家計からの支払10が、企業Ⅱに還流してくる。すなわち、企業は、つねに、

生産過程の進行中に、生産要素あるいは資本財への前払いが必要となる。この前払い資金がどうして賄われるかの問題に、短期金融の問題はかかわり

第 2 図



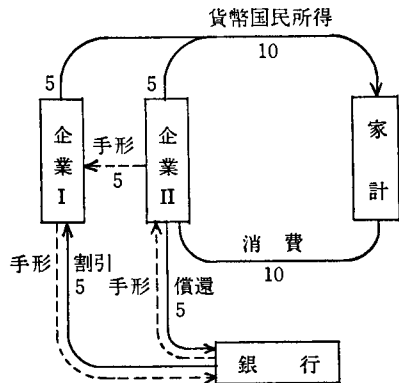
をもつわけである。

問題を明確に理解するために、もう1つの前提を明らかにしておこう。企業は、全体として、10の国民所得を産出しているわけであるが、もしここで、⁽³⁾資本係数が4であったとすれば、企業は全体として40の資本ストックを保有していたことになる。すなわち、企業IおよびIIが、それぞれ20の資本ストックをもち生産活動をしていることになる。また貨幣所得10の循環が想定されているが、もし、貨幣の所得流通速度が1であるとする、貨幣の存在量は10である。生産、あるいは循環、のいかなる段階をとってみても、誰かが、この10の貨幣を保有しているわけである。したがって、ここではスタートで、⁽⁴⁾企業IおよびIIが、貨幣をそれぞれ5ずつ保有していたと想定しよう。もちろん、他の想定も許されようが、後に明らかとなるように、このように、想定するのは、短期金融をもっとも典型的な形、すなわち、商業手形の割引という形で、説明したいためである。

このような想定をおくと、企業Iは生産開始にあたり、家計への支払を、保有貨幣5でもってなしうる。次に、企業IIも家計へは保有貨幣5で支払うことができる。ただ企業Iへの資本財の代価の支払ができない。そこで商業手形の機構が利用されるとしよう。

第 3 図

第3図を参照されたい。企業IIは資本財5の購入の決済のために、商業手形を振出す。企業Iは、資金の回転を早めるために、この手形を銀行で割引く。利子の問題を、一応、除外して考えると、銀行は手形割引を、企業Iのために当座預金5を創設することによりなす。すなわち、創造された貨幣が5だけ流通界に入りこむ。これにより、企業IIは生産を完



(3) ここでは資本係数を物的資本についてのみ考えた。前掲拙稿では貨幣をも含めた資本の産出高に対する関係とみたが、その修正である。

(4) 企業の資本額を考えると企業IおよびIIともに25ということになる。

了し消費財を家計に提供して10の貨幣を回収する。このうちから、5を手形償還にあてたとすると、さきに手形割引で創造された貨幣が、ここで消滅する。銀行は、生産過程の進行にともなう支払と回収との時間的ギャップを、短期の融資で満したわけである。ここに短期金融のもっとも典型的な関係がみられる。また、このような銀行の短期金融が、銀行の信用創造によって賄なわれたことにも注意しておくべきである。⁽⁵⁾

このように見てくると、短期金融はまったく長期金融とは異ったものであることが理解されてくる。⁽⁶⁾ 両者を単に貸付期間の長短としてだけ理解することは、ただ表面的な理解にすぎないであろう。短期金融はいわば循環あるいは流通の問題であり、長期金融は資本蓄積の問題なのである。

4

ここで、さらに短期金融と長期金融との関係について考えておこう。⁽⁷⁾ 長期金融を示す第1図は実は大きな問題を包蔵しているのである。貯蓄が每期2なされ、その2が投資されている。かくて10の貨幣所得循環がつづく。しかし、この投資は、当然、純投資である。したがって、每期2つつ資本ストックへの追加がなされているわけである。資本ストックは40から42になる。資

(5) 短期の融資がすべて信用創造によるとは言えないかもしれない。われわれは銀行の手許に集った遊休貨幣の貸出という場合をも考えうるであろう。また短期金融がかならず商業手形の割引の形をとるものでもない。日本では、むしろ、手形貸付の方が一般的である。

もちろん、現実には、銀行自体も第3図のごとく1行のみ存在するわけではないから、金融機関相互間の短期融資もある。たとえば、コール・ローンのごときである。しかし、このような関係は、金融機関を国民経済的に集計すると消えるわけであり、消去されるということは、貨幣所得循環あるいは再生産過程に直接のかかわりをもたないということであろう。

(6) 短期金融と長期金融とのこの理論的異質性をもっとも明確に説明されているのは樋口午郎教授であろう（樋口午郎『増訂金融論』東洋経済、1965年。とくに第1章および第2章参照）。

(7) この点については、さらに拙稿「成長経済の貨幣循環」経済学論究第15巻第3号を参照されたい。

本係数は不変で4であるとすれば、産出高は10ではなく、10.5となるはずである。すなわち、実物所得は0.5増加していることになる。しかるに第1図が示すところによれば、貨幣所得は10にとどまり、増加する要因はない。貨幣循環図だけを見ていると、この矛盾に気がつかない。そこでは、投資は、貯蓄により残された生産物を買取る有効需要としてのみ理解されているからである。いわゆる投資の二面性が考慮されていないのである。

この矛盾をどう理解すべきか。毎期の純投資により資本ストックが増加し、それが、依然、完全操業の状態にあるものとする、貨幣所得は増加せず、実物所得は5%づつ増加する事態を想定せねばならない⁽⁸⁾。これが両立する可能性は、一般物価水準が約5%づつ低下することによってあたえられる。もし両者が共に同一歩調で増加することを期待するとすれば、貨幣所得も毎期5%づつ増加してゆかねばならない。そのためには初回2の漏れに対して注入が2.5でなければならない。すなわち、0.5の追加注入が必要である。この追加注入はどのようなものであろうか。ここで短期金融の問題をもちこむことが許されよう。すなわち、この0.5の新規の注入は、取引の決済に必要な貨幣の補給であると考え、それが上例では、商業手形の割引という形で、すなわち、短期金融として供給されてゆくことができる。

ただ、さきの説明では、このようにして創出された貨幣は、手形の償還とともに消滅してしまう。したがって、循環する貨幣量の増加にならないように思われる。しかし、産出高の増加とともに、振出される商業手形の額も増加するから、常時、未回収の状態にある貨幣額も増加してゆくと考えことは、不合理ではない。また、この貨幣は銀行の手形割引により創設された当座預金と考えた。そうすると5%という経済成長が恒常的につづく場合には、必要な追加貨幣を銀行の信用創造だけでいつまでも補給しつづけることは不可能であろう。当座預金の増加にもかかわらず、支払準備金が増加しないからである。しかし、これは、ここで想定した極度に単純化したモデルでは、銀行の割引いた商業手形の1/5が、再割引のため中央銀行にもちこまれると考えれば解決する。これにより、当座預金に対する20%の準備金を確保する

(8) 厳密に規定すると問題はありますが、これは基本的には、ハロッドの $G = \frac{s}{C}$ や、ドーマーの $r = \alpha\sigma$ に、等しい。

ことができるからである。⁽⁹⁾

以上のような、物価水準一定のもとで、実物所得と貨幣所得とが、ともに同一率で増加してゆく状況を、念のために表示すれば、第1表のごとくだろう。かかる表示により、長期金融である投資と、短期金融である取引決済用貨幣の供給との相違は、一層、明らかとなるように思われる。もちろん、経済成長が物価水準一定のもとで進行せねばならないわけではなく、また、かならずしも、物価水準一定のもとで進行することが望ましいともいえない。⁽¹⁰⁾この点については、他の箇所でも論じたので、ここでは立ち回らない。

第1表 5%成長モデル(物価水準一定)

期 間	資 本 量	国民所得	$S=I$	追加貨幣	流通貨幣量
1	40.	10.	2.		10.
2	42.	10.5	2.1	0.5	10.5
3	44.1	11.025	2.205	0.525	11.025
4	46.305				
⋮					

(限界貯蓄性向=20%, 限界資本係数=4)

5

短期金融と長期金融とは、理論的にみるかぎり、単に貸付期間の相対的長短といったこと以上に、根本的な差異をもつことが、明らかとなった。しかし、実際上は、この両者が、いちじるしく混淆しており、逆に、両者の区分を貸付期間の長短によって、なさざるをえないといった事情もある。

この根本的には性質を異にする両者が、実際上、いちじるしく混淆する理

(9) 中央銀行が供給する第1次貨幣が、この場合には、商業手形の再割引で供給されたわけであるが、もし、これが、銀行の保有するより長期の金融資産、たとえば債券の、中央銀行への売却で供給されたとしても、追加貨幣の補給という点では、同じことであろう。ただ、後者の場合には、いわばより長期の債券が買い支えられたことになるので、利率の期間別構造などに作用することは、考えておかねばならない。

(10) 拙稿「所得倍増計画と貨幣政策」経済学論究第15巻第3号。

由は、いろいろ考えられようが、重要なものとしては、次の2点があげられよう。⁽¹¹⁾第1は、もっとも重要ないくつかの金融機関が、長短両金融市場にまたがって機能していることである。日本での、その顕著な例は、いうまでもなく銀行である。第2は、投機によって両市場の連繫が作りだされていることである。

しかし、このような2点が可能となるのは、両市場で、直接、受授されるものが、同じ貨幣であるためである。貨幣の集まる銀行には、それを長短いずれの形で貸出せる可能性が、根本において、あたえられている。もちろん、融通自在というわけではない。他方、きわめて長期の耐久性をもった資本設備に投資しようとする企業も、その購入する資本設備の支払自体は貨幣です。この両面から、銀行といった金融機関が、長短両金融市場で機能する可能性がでてくるものと考えられる。また長期金融市場すなわち資本市場での投機資金は、主として、短期金融市場で賄なわれるのが実情であろう。たとえば長期債券の最終的な保有は、貯蓄資金によってなされるとしても、その投機が短期市場で賄なわれた資金でなされるならば、長期市場で支配的な利子率を、短期利子率とまったく隔絶したものとして扱うことはできなくなろう。両市場はお互に独立したものではなくなってくる。

このような長期金融と短期金融との混淆が、経済におよぼす作用については、一概に論じられない。現実が、完全雇用の状態にあるか、あるいは、不完全雇用の状態にあるかによっても、混淆についての評価は異ってこよう。たとえば、日本の近年の急速な経済発展も、長短両市場で機能する銀行が、その所要資金を供給したからこそ、可能になったとの見方もできよう。貯蓄資金が銀行に多く流入するから、銀行の信用創造の限界が拡大されたとみられるからである。

この点は、計画的に長期金融と短期金融とが区分されているソ連においても、なお問題として残りうるものであろう。ソ連では長期の建設資金は租税を通じての強制的な貯蓄で賄なわれているが、企業の運転資金には問題が残る。通常、運転資金は自己運転資金と借入運転資金とに分割されているが、

(11) Cf. Roland I. Robinson, *Money and Capital Markets*, New York: McGraw-Hill, 1964. p. 16.

自己運転資金は恒常的に必要な最小限の運転資金であり、これだけの資金は長期使用の条件で当該企業に定属させられる。そして、この自己運転資金の源泉は、企業自体の自己蓄積・当該部門の他の諸企業の蓄積（蓄積の再配分）・国家予算の配分、などであるとされる。したがって、この部分は、長期設備資金と同様、蓄積資金によるものといえる。ただ、借入運転資金は、運転資金の最低必要額をこえる部分であるが、これは、国立銀行（ゴスバンク）の融資により賄なわれることになっている。これは、明らかに、信用創造によるものである。いわば取引決済貨幣の創造であり、ここでみてきた典型的な短期金融と同じである。このように理解できるとすると、自己運転資金と借入運転資金との区分には恣意性が入り、もし後者を大きく見るならば、自己分の国庫負担は軽減され、一層多くを建設資金にあてることが可能となる。借入分が大きいということは、信用創造が大きいことであり、したがって、ここでも大きい信用創造が経済成長を拍車するであろう関係が見出される。すなわち、ここにも長期金融と短期金融とが交錯する面があるわけである。

以上、長期金融と短期金融とのそれぞれの経済的性格を明らかにし、その上で、両者の実際上の混淆を分析してゆくとき、経済動態の金融的側面の理解が、一層、促進されうるのではないかと期待しつつ、論じてきたわけである。

（本稿は昭和39年11月28日、神戸大学金融研究会の報告に加筆したものである。）

近代利子論生成の一齣

三 上 隆 三

1

今日、精緻をきわめた数多くの利子論、しかもその理論の細部のみならず大綱においてさえも相互にことなり対立しているいろいろの利子論が存在しているのであるが、しかしそれらの相違対立にもかかわらず、いずれのものも資本主義経済の利子を論じている限りにおいては意識的・無意識的の差はあれ、資本主義経済の利子現象の基本的特質の観念的反映である一つの利子原理を共有しているはずである。かかる利子原理はいわば今日の利子論を上層建築物とする基盤あるいは下部構造ともいうる。このような利子原理をここで近代利子論と称し、それがどうして生まれてきたか——生成過程の学説史的考察をなすのが本稿の課題である。

利子の問題は経済学のうちでも最も古いものの一つであるが、中世にいたるまでの宗教が精神界を支配していた時期には、教理にもとづき利子をとることが禁止されていたことは周知のところである。ところが1545年にイギリスのヘンリー8世によって法定最高利子率 (legal Maximum rate of Interest) がきめられ、年に10%までの徴利をもって合法的であるとされ、それ以上のものが高利であるとして禁止されることになった。この法定最高利子率の制定は、①一時的現象ではなく、その制定の精神が着実に経済という大地に根をはり、やがて資本主義経済の利子へとつながった持続的生命力をもったものであったこと、②時流に逆行する宗教的圧力を経済面より排除し、経済的現実ならびに経済的合理性を確認したこと、の点において意義をもっている。

ヘンリー8世による10%の法定最高利子率の制定は、とにかく当時の宗教的勢力を考慮にいれると一つの英断であり急進的な政治的決定であった。したがってヘンリー8世没後宗教的反動によって1552年に徴利が禁止されるに

いたるのであるが、かかる徴利禁止がなんの効果もなく、経済の障害物にほかならないことが再確認されるにおよんで、1571年に、ヘンリー8世の10%の法定最高利子率が再現されたのである。

その後におけるイギリスの法定最高利子率の動きは表のごとくであって、1714年の5%の制定をもって終っているわけであるが、法定最高利子率の制定は既述のような制定そのものの否定運動とともに、それとは逆のもう一つの運動を必然的に誘発するものである。法定最高利子率制定の精神に則るの

イギリス法定最高利子率表

1545年	— 10%
1552年	— 徴利禁止
1571年	— 10%
(1621年)	— 8%への提案)
1624年	— 8%
1651年	— 6% (共和国議会による 制定)
1660年	— 8% (王政復古による上 記6%の廃止)
(1669年)	— 4%への提案)
1671年	— 6%
1714年	— 5%

みならず、さらにそれを深化・前進させようとする動き——法定利子率引下げ論がこれである。この利子率引下げ論の第一人者はカルペパー (T. Culpeper) であって、その著たる『反高利論』(A Tract against Usurie. 1621) と題するパンフレットは彼自身の手によって1623年、1640年、1641年にリプリントされたのみならず、1668年には同名の息子のカルペパーによってリプリントされ、さらに同じ利子率引下げ論の中心人物た

るチャイルド (J. Child) によって同人の著書の末尾に附録として大カルペパーの『反高利論』がそのままリプリントされており、いわば彼の著書は利子引下げ論者にとって旗幟的聖書的存在だったのである。

この『反高利論』はその劈頭において、利子をとることがよいかわるいかの論議は神学者や宗教家にまかせて、わたくしは高利子率がイギリス経済にどのような悪作用を与えているかを論じる、と述べているのであるが、宗教問題としての利子論に対するカルペパーの態度は宗教的利子論の終焉の宣告を下すものとして注意されてよい。しかしながら宗教的利子論の終焉に代り、本書が宣言した開始されるべき利子論は、結果的に見て経済的利子論ではなくて政治・政策的利子論だったのである。すなわちこの書は利子の経済的性

をのべることを課題としたものである。彼によれば一国の経済発展の指標は①トレイドの拡大、②地価の上昇、③土地の改良に見出されるのであるが、⁽¹⁾高い利率は企業者をして実業より金貸しに転化せしめたり、有能なるも無資本の若い企業者をして実業界に入ることを断念させ、さらには低利を享有しているオランダの商品に比してコスト高となって国際的商品販売競争に不利になる、等の理由でトレイドを縮少・衰微せしめ、土地の購買年数 (years purchase) を引下げ——土地売買価格を引下げ、そのことが更に土地の改良をさまたげ荒廃させ、経済の全面的後退を惹起するという。したがって利子率を引下げることによって経済後退の原因を排除すべしというのがカルペパーの主張の大綱なのである。

大カルペパーのこの主張は1624年の法定利率引下げの議会審議の契機をなしたといわれているが、しかしひろく世間の注目をひくようになったのは、ピューリタン革命となった1642-9の内乱による海外市場の喪失、1655年の大疫病、1666年のロンドンの大火、1667年のオランダ海軍のチャタム攻撃の大国難、1667年に頂点に達した恐慌による正貨の減少・租税の重課・地代の下落・利率の上昇、等の諸現象を背景にあらわれたイギリス経済の下降とオランダ・フランス経済への羨望といった雰囲気・輿論の中においてであった。例えばカルペパー父子とならぶ利子引下げ論の中心的人物たるチャイルドはその著『トレイドおよび貨幣利子に関する簡略な考察』(Brief Observations concerning Trade, and Interest of Money. 1668)において、一国が豊かであるか否かはその国で支払われている利率をみればよい。オランダの国富はその低い利率によるものである。利率を引下げることは国富増大の諸原因中の原因——根本原因 (causa causans) である。したがってイギリスをしてオランダなみの国富にするためには法定利率を引下げるべきであると主張したのである。ところが、かかる利子引下げ論に対しマンリー (T. Manley) を中心とするいわば利子放任論とでもいうべき主張が現われ、ここに一大利

(1) ここで、わざわざトレイドと記した理由は trade が、今日では商業・貿易・取引といった流通的現象のみを意味しているが、当時では生産的現象をも意味するものとして使用された語であって、大体のところ、今日の経済という言葉の意味するものと同じであると考えて大過はないからである。くわしくは後述。

子論争が惹起されたのである。国富の増大がおのずから利子率を引下げるのであって、利子率が国富を増大させるとの主張は原因と結果とをとり違えた主張である。したがって利子率は引下げるべきではなくて、むしろ現行利子率のもとでより多くの資金を流通せしめる方が国富増大に有効であると、いうのが利子放任論者の主張なのである。さらに彼等の主張の中には、国際的商品販売競争という観点よりすれば、利子率の引下げよりは賃銀引下げの方がより有効であるとする初期産業資本のイデオロギーが見出されることは注意すべきことである。

利子論争は1671年における法定利子率の6%への引下げ、1674にはじまる好況等によって後退し、1689年にはじまる対フランス戦争を背景に、金融の逼迫・インド産の安価なキャラコや絹物の輸入によるイギリス毛織物工業や絹織物工業の不振・増税等によって1690年代初めに再び論争がおこなわれた。今度の利子引下げ論者はチャイルドの他にバーボン (N. Barbon) 等も参加したが、論旨に新しいものはなく、逆に利子率と国富とは相互に原因でもあり結果でもあるが、ただ法律による利子率引下げが依然として根本原因であるとして論旨の徹底さを欠きさえたのである。利子率の引下げが国富を増大させる必然性はなく、また地価の上昇も土地改良に直結するものでない以上、利子引下げ論者の主張のねらいは結局のところ地価の上昇にあることになる。すなわち地主階級の債務金利負担の軽減・土地換金額の増大にあり、したがって地主階級の利害の代弁者であったといえるわけである。

利子引下げ論の階級性を最も鋭くあばいた利子放任論の中心人物はロック (J. Locke) であった。彼は利子引下げ論者は地主のために法律によって土地の価格を引上げようとしているが、利子率の引下げは貨幣を退蔵や海外へ引揚げ・逃避を招来しそれは土地の買手——有効需要を減少させ、利子引下げの目的とは逆に地価を上げないであろうと主張する。しかしここで注意すべきことは、ロックをはじめとして、第二次利子論争において利子放任論に加わったペティ (W. Petty) やノース (D. North) 等も、利子率は貨幣量の多寡によってきまるものであるとの見解を積極的に示したことである。

これらの地主階級対初期産業資本家階級の対立を反映する利子論争も利子放任論が勝利をえて大勢を決した。すなわち産業資本家のための近代的信用

制度の確立による産業資金の確保・増大を目的とするバンク・オブ・イングランドの設立（1694年）は地主階級の主張の制度的否定を象徴しているものであり、地主階級の擁護という目的においては揆を一にする土地銀行論者でさえも、土地を基礎に信用通貨の増大をはかる方が、法の規制をもってするよりも効果的に利子を引下げると主張することによって利子引下げ論者側ともいうべきものの内部よりの崩解が現われ、国富増大の象徴たるイギリス資本の海外への輸出が18世紀初めに見られ、バンク・オブ・イングランドの設立にもとづく経済発展の結果たる利子率低下の法的追認たる1714年の法定利子率⁽²⁾5%の制定という事実は利子引下げ論の敗北を決定的なものにしたのである。これらの事実とともに当時の最大の哲学者・経済学者たるロックの参加が利子放任論をして論争におけるヘゲモニーをにぎらしめたのであるが、その結局としてロックの利子論——利子率は貨幣量の多寡に依存する——が万金の重みをもつ利子原理とみなされるようになったのである。しかしロックの利子論は、政策論としての利子引下げ論に対し、所与利子率の正当化をヨリ説得的ならしめ論敵の圧倒をヨリ効果的にするためにもち込まれたものであって、それをもって経済理論としての利子論とするよりは政策論としてのそれであるというべきである。というのは、ロックの理論は利子率の変動は説明しえても変動の基準となる利子率の変動範囲を説明しえない。また貨幣の存在するところならば、時間・歴史・制度を超越してあらゆる利子現象を説明しうるものであって、これを裏面よりみれば、資本主義経済における利子現象——近代利子の特質を説明しえない理論⁽³⁾なのである。

2

初期産業資本の確立・普及・発展にともなって現われた利子現象の特質を

(2) この5%という法定最高利子率は1833年の銀行特許条令 (Bank Charter Act) によってバンク・オブ・イングランドが期限3カ月未満の手形を割引く場合にその適用を除外するまで完全に維持されたものである。

(3) 本節の学史的詳細は拙稿「十七世紀イギリスにおける利子論争」経済理論88—90号、を参照されたい。

認識し、もってロックの超歴史的な量的な利子論を批判し、利子論に歴史性あるいは量に対する質を加えることによって、政策・政治問題としての利子論に終止符をうち経済問題としての利子論——近代利子論を生み出したものこそ、ジョセフ・マッシーの『自然的利子率の規制的原因に関する一論』(Joseph Massie; *An Essay on the Governing Causes of the Natural Rate of Interest*. 1750)⁽¹⁾である。

マッシーは『自然利子率論』の大半をさいてロックの利子論を批判しているが、そこではロックの論法を逆手にとってロックを批判したり、ペティー流の政治算術家の面目躍如たる批判方法をみせたり、また若干の理論的功績ものこしているのではあるが、しかし全体よりみればロック批判それ自体よりは⁽²⁾大した理論的収穫をのぞみえない。したがってわれわれはそのロック批判を省略して、直ちにマッシーの利子の積極的理論の考察にとりかかろう。

マッシーが自然利子率と称するものは、さしあたり法律や政治といった非経済的要因を排除した、純粋に経済的要因のみによって形成される利子率をさすのであるが、かかる利子そのものが、そもそも何故に支払われまた支払われねばならないかということの理由づけをもって彼の積極的利子論がはじめられるのである。ところで、商品の所有者は商品それ自体に対すると同様に、その商品のもたらすすべての利益に対しても所有権をもっている。それと同じように、貨幣の所有者も、当然、貨幣がトレードに活用されることによって収益をあげうるという能力に対して所有権をもっているのである。したがって貸与した貨幣に対して「利子をとることの正当性は、人が借りたものによって利潤をあげるかあげないかに依存しているのではなくて、もしもそれが適切に用いられるならば利潤を生むことができるということに依存している」⁽³⁾。もしも貨幣がなかったならば得ることのできなかつた利益を、借

(1) これは J. H. Hollander によって “Joseph Massie on The Natural Rate of Interest. 1750 — A Reprint of Economic Tracts. 1912” として再版されている。

この原本は、わが国では神戸大学・一橋大学・東北大学の各図書館と高橋誠一郎博士によって所蔵されている。

(2) 拙稿「ジョセフ・マッシーのジョン・ロック利子論批判」経済理論92号参照。

(3) Massie; *Natural Rate of Interest*. 1750. p. 49.

金しえた結果として入手したのであるから、借金の代価としてそのあげえた利潤の一部を貨幣の所有者に割譲・支払うのである。これが利子にほかならないというのがマッシーの利子支払の根拠とするものである。したがってここにマッシーが利子の源泉としての利潤を認識していたことが明白になるのである。

利子の源泉は利潤であるとの命題から、マッシーは更に次のような命題を引出す。すなわち「借用した貨幣の使用に対して利子として人々が支払うものが、その借りたものの作り出しうる利潤の一部分であるならば、この利子はつねにそれらの利潤によって規制されねばならない⁽⁴⁾」というのである。換言すれば、利子率の下限はともかくとして、上限をかくするものが利潤率であるというのである。かくて正常な利子率の変動幅が与えられるのであるが、この与えられた変動幅のどこにそれぞれの具体的な利子率が決定されるのであろうか。すなわち利潤のうち利子として貸主に渡される部分の割合の問題である。

えられる利潤が多ければ利子率は高く、逆の場合は反対であることは日々の経験が示すところであるが、それらの利潤のうち、どれだけの割前が本来借手に属し、どれだけの割前が貸手に属するかは「借手と貸手との意見によって決定される⁽⁵⁾」。そして利潤の正当な分割は切半、すなわち貸手がその $\frac{1}{2}$ 借手が他の $\frac{1}{2}$ をとる、というのがマッシーの主張である。かくて彼は「自然利子率は個々人にとってのトレイドの利潤によって規制される⁽⁶⁾」と結論を引出すのである。

しかしここで注意すべきことは、上記結論の表現から誤解されないように、マッシーが分割の対象となる利潤という場合それが個々人にとっての具体的な利潤ではなくて社会全体としての平均化された一般的なそれが意味されていることを明記していることである。すなわち借手が平均的な経済的諸条件のもとであげうる利潤が「一般的利潤」(common Profit)であり、利子が計算される基準になる利潤とはまさにこの一般的利潤であって個々の具体的な

(4) Massie; do. p. 49.

(5) Massie; do. p. 49.

(6) Massie; do. p. 51, 61.

利潤ではないのである。したがって、借主の未熟さ無分別の報いとして「一般的利潤」をあげなくても、それは貸主のかかわりしところではないから、貸主はその個別的な具体的潤利にかかわることなく「一般的利潤」を切半したものを要求する。逆の場合も同様であって、借主の才腕・努力によって「一般的利潤」以上の収益をあげても、それは借主個人の才腕・努力の報いであって貸主とは無関係のものである。したがって貸主が要求しうるのは依然として「一般的利潤」の切半部分のみであって、「一般的利潤」をこえる「特別利潤」(extraordinary Gain) は借主に帰属するのである。このように利率を規制するものとしての利潤率は、個々人のあげる個別的な利潤率ではなくて、それらの社会全体の平均たる一般的利潤率なのであるが、この内容のものを「自然利率は個々人にとってのトレードの利潤 (the Profits of Trade to Particulars) によって規制される」と表現するのは不充分といわねばならず、マッシー自身もそのことに気付いて、1760年に刊行した『イギリス鑄貨論』では、同じ内容のことを「年収入を生むことのできるものとしての貨幣の価値は、各国それぞれにおける個人にとってのトレードの一般的利潤 (the common Profits of Trade to Individuals) によって規制される」として、新たに一般的という形容詞をつけることによって正確度をあげたのである。

因に、マッシーがトレードの利潤というその trade を現代的意味に解して、マッシーは商業資本の利潤のみを念頭においていたのであり、それは重商主義という時代精神の反映・制約をしめすものであると解されやすい。しかし、前節においても註記したように例えばペティの「トレードとは商品の生産・集荷・分配および交換のことである」とか、バーボンの「トレードとは商品をつくることおよびある種の商品を他の種類の商品に対して売ることを行う」といった定義の示しているように、trade は今日の「経済」と同義語と

(7) Massie; do. pp. 50-1.

(8) Massie; Observations relating to the Coin of Great Britain. 1760. p. 2. 因にマッシーはこの一般的利潤を the general Rate of Profit 一般的利潤率とも表現している (Massie: A State of the British Sugar-Colony Trade. 1759. p. 77)

(9) W. Petty: The Petty Papers 1927. Vol. I. p. 210.

(10) N. Barbon; A Discourse of Trade. ed. by Hollander. 1934. p. 9.

して用いられていたのであって、マッシーの時代にもその用語法は残存していたと考えられるところから、マッシーの利潤を商業利潤のみに限定すべきではなく、産業利潤をもこれに加えるべきであろう。

さて利子率を一般的利潤率より説明するマッシーは、この原理をもって歴史的存在としての具体的な利子率の解明に適用したのである。まず1750年当時のイギリスの利子率が4%であり、オランダのそれが3%、フランス・ポルトガルが5~6%であるがごとき、横の関係における利子率の相違は、それぞれの国の一般的利潤率の相違にもとづくものであるという。また1650年のイギリスの利子率が8%であって、それ以降1750年の4%にまでなったという縦の関係における利子率の相違・変化もやはり一般的利潤率の低下そのものが根本的原因であると説くのである。もとよりマッシーは利潤そのものの起源については科学的認識に欠け、利潤率の低下の原因も「トレイド一般の利潤は、商工業者 (Trader) の人数がトレイドの量に対してもつ比率によって規制される⁽¹²⁾」⁽¹¹⁾といった常識的なものにすぎないとはいえ、長期的な利潤率低下傾向の概念をもった最初の一人としてマッシーがいるのである。

3

マッシーの『自然利子率論』が執筆・刊行された時期は、まさにイギリス産業革命の前夜にあたる。もとよりマニュファクチュアの段階における初期産業資本ではあるが、産業革命へのエネルギーを既に高度に内蔵しており、その生産形態は可成りの普及をみていたのである。マッシーが『自然利子率論』においてとらえた一般的利潤率という概念は、まさにこの初期産業資本の発展によってのみ、またそれとともに発生・普及した現象の観念的反映に他ならないのである。というのは、一般的利潤率なるものは前期的な資本形態——商人資本・前期的商業資本等の支配的であった時代には存在せず、存在していたものは相手の無知に乗じたり、かけひき・商略・欺瞞・貧欲・狡猾によって形成される不等価交換を媒介にして入手される偶然的・特殊的・

(11) Massie; *Natural Rate of Interest*. p. 51.

(12) Massie; *do.* p. 55, 61.

個別的・投機的な利潤率であった。したがって、マッシーが利子の源泉として位置づけた利潤が、ほかならぬこの産業資本特有の歴史的現象としての一般的利潤率であったということは、マッシーが一般的利潤率概念を媒介として——利率は一般的利潤率によって規制されるということによって、利子に資本主義経済という質的契機——歴史性・制度性を加えることに成功した基礎をなしているのである。

この利子論における量的契機に対する質的契機としての一般的利潤率の認識は、当然のことながら、その質に対応した、すなわち利子の資本主義的な量的規定を必然的に生み出すのである。すなわちマッシー以前の利子論では、徴利の正当性合法性を根拠づけるものとして地代（もちろん封建制地代である）が取上げられ、かかるものとしての地代の認識が必然的に利子の封建制的な量的規定を生み出したのである。いまその一例をあげてみよう。「あらゆる徴利に反対する人が、利子それ自身が本来的に不当なものであり、(すべてが合法的であると認めている) 増殖 (Increase) あるいは利潤を求めて貨幣を処分するその他の方法とは違うものであるということ……をうわべでは証明する最も重要なある議論を考察し論駁してみよう。彼等はいふ、人が貨幣を貸すとき、いつも元金のほかに、さらに増殖したものをとることは法外なことなのである。貨幣は自然的には増殖せず、それは借手の骨折りによって得られるものであって、貸手のそれではないからである。これに反して人が利潤をもとめて土地を賃貸する時はいつでも、土地は自然的に果実を生む……と。これに対して答弁しよう。そしてある事情のもとでは、貨幣の貸付けとこれらの他の場合との間に相違のあることをみとめても、実質においては大体のところ相違はないのである。というのは、たとえ土地が自然的に増殖するにせよ、小作人の非常な苦痛と労働なくしては、土地は要求されている地代全額に応じて増殖物を生まないであろう（そのことについては地主が干与しないのは、貨幣を貸す人が貨幣の増進 (Improvement) に干与しないのと同様である。」⁽¹⁾「借手の手中にある元金は商工業で神の摂理による損失あるいは利益を免がれえないが、土地にはそんなことはない」⁽²⁾。ここに引用した

(1) Anon; A Discourse upon Usury: or Lending Money for Increase. 1692. pp. 21-2.

ものは、とくに今日まで全く忘却されてしまった無名人によって書かれた十七世紀末の一パンフレットに見出される徴利支持のための主張にすぎないのであるが、このことは、地代の徴収が合法的であるならば、元本の保証という点では土地よりも悪条件のもとにある貨幣が利子をとるということは、なおさら当然のことであるという主張が如何にひろく普及していたかを明示しているのである。したがって、当時の思想界の第一人者・指導者であったロックの論著には、もっとすぐれた同主旨の主張が当然に見出されるのである⁽³⁾が、このような地代徴収の合法性を盾にとってする徴利の合法性の主張は、「貨幣賃料（利子率のこと）……の自然的標準はなにか。貨幣賃料の最底限については……借りた貨幣で買えるだけの土地からあがる地代であるといえよう⁽⁴⁾」とのペティの主張にもみられるように徴利の量的な合法性を地代のそれにもとめるのである。しかも封建制社会における地代は、ケネーの『経済表』⁽⁵⁾にも示されている如く、剰余価値の全部を併呑するものであるから、

(2) Anon; do. pp. 23-4.

(3) Locke; Some of the Consequences that are like to follow upon Lessening of Interest to 4 Percent—in W. Lewin; The Origins of Scientific Economics, English Economic Thought 1660-1776. 1763. p. 288. 拙訳「ジョン・ロックの初期利子論について——利子の4%への引下げにともないやすい若干の結果」経済理論, 78号 pp. 107-8, Cf. Locke; Some Considerations of the Consequences of lowering the Interest, and raising the Value of Money.—in; The Works of John Locke. 11th ed. 1812. vol. V. pp. 36-7.

(4) W. Petty; A Treatise of Taxes and Contributions.—in; The Economic Writing of Sir William Petty. ed, by Hull. 1899. vol. I. p. 48. 松川七郎訳(岩波文庫)『租税貢納論』p. 85.

(5) もとより最近の研究によれば、ケネーの表式では、生産階級の入手する利潤範疇が消失し、その実体が「年前払」と「原前払いの利子」の回収ということに包摂されているのであって、実質的には資本主義的経済法則をのべるものであると解釈されている(平田清明『経済科学の創造』昭和40年、渡辺輝雄「ケネーにおける『利潤』範疇の解消と『原前払いの利子』範疇の成立について」東京経済大学65周年記念論文集、昭和40年、参照)。したがってケネーの経済学体系は「封建的看板」(feudales Aushängeschild) (Marx: Das Kapital <Dietz>. Bd. II. S. 361) あるいは「封建的仮象」(feudaler Schein) (Marx; Theorien über den Mehrwert. Teil I. <Dietz> S. 16) をかぶっていたわけで、封建的収奪よりの生産階級の保護のためと解される。しかしそのことは、逆にいって生産階級の利潤の収得が当時にあ

利子率もまた全剰余価値を併呑しても社会的正義にもとるものとしては考えられなかったのである。これに対して近代的利子の量的規定の特質は、利子率は一般的利潤率の一部であって、その全部であってはならないということにある。換言すれば、利子は産業資本の運動法則に服従せしめられたということであって、全剰余価値の併呑は資本制体制存続に反するものとしては認されないのである。

これら封建制利子と近代的利子の量的規定性はそれぞれの体制の特質を量的に反映しているものといえよう。しかるに十七世紀の利子論争に登場した利子論——とくに近代的利子論の建設を志向していたロックの利子論も、その基礎を地代にもとめている限り、利子率の決定は貨幣量の多寡にあるとして上層部が如何に資本主義的色彩でかざられていようとも、結局は利子論の封建的特質を脱却することをえず、実質的には、単に法律による利子率引下げの是非という政治・政策的主張の効果發揮に奉仕する時論的な利子論に終ってしまったのである。

「その基礎を利潤におくもので……限界のあるもの」としての利子を意識的に取扱い、その基礎を必要におき利率に限界のないような利子はこれを考察から除外したマッシーは、まさに資本制経済における利子——近代的利子の特質を十分に認識していたわけであって、法律による利子率に反対して自然的利子率ひいては経済的利率を是認したロックが普及させた、利子率は貨幣量の多寡によるという超歴史的な完全な量的規定としての利子論に、一般的利潤率という質的契機を補強することによって、マッシーは政治・政策問題としての利子論に終止符をうち、近代的利子論をはじめて生み出したの

って非合法的であったことを物語るものであって、公認の原理によれば、剰余価値のすべては地代として地主階級に併呑されるのである。したがってケネーの経済表は実質的には資本主義的経済法則をのべるものであっても、形式・表面的には封建的経済法則を示しているものであって、そのことによって当時の支配階級の目をごまかし、生産階級への利潤の帰属より目をそらせたのである。換言すれば経済表そのものを単純に皮相的数的に読むならば、やはり剰余価値の全額は地代として収奪されることになり、その結果として地租単一税論の主張の論拠としての全剰余価値＝地代という封建的経済法則を示していることも事実である。

(6) Massie; Natural Rate of Interest. pp. 31-2.

である。

マッシーの利子論は、学説史の視点よりこれをみれば、直接的にはヒュームやアダム・スミス、マッカロックさらにはマルクスの利子論に作用を与えている。とくにマルクスの利子論に対しては決定的ともいえるようなものを与えているのである。また古典学派のすぐれた人々の多くが、貨幣は経済の単なるベールにすぎず、貨幣の貸付けは機械・設備・原料・材料等の実物での貸付に他ならないのであって、貨幣そのものの貸付などはないとしたのに反し、マッシーはあくまでも資本としての貨幣の独自性、したがって、貨幣現象としての利子を認識していたのであって、この点において古典派の利子論よりすぐれており、貨幣的経済の最も発展した段階たる資本主義経済にふさわしい経済学たる貨幣的経済理論としての利子論を展開していたのである。しかしマッシーの利子論上における貢献は、そのように限られた範囲におけるものではなくて、利子率は正常な場合には利潤の一部であって、それ以上はもちろんのことその全部であってならない、と主張することによって、およそ資本主義経済における利子を論ずるものにとっては、意識的・無意識的の差はあれ、必ずや理論構築の土台とせざるをえぬ原理を生み出したのである。逆にいえば、現代のどの利子論も、その源をさぐって行けば必ず到達するであろう資本主義的利子というダイメンジョン、あるいは共通の場を提出したのである。利子論の封建的より、ヨリ高次の近代的への移行点・旋回点に立つものこそ近代利子論の創始者ジョセフ・マッシーなのである。

(1966. 11. 12稿)

(本稿は昭和41年10月22日、神戸大学金融研究会の報告に加筆したものである。)

金融機関における事務機械化より 経営機械化への推移と展望

米 花 稔

1. 開 題

わが国の金融機関、特に銀行について、最近経営問題的接近、事務改善的接近についての関心が相当高くなっていることは、一般的な経営研究とは別に、金融機関なり銀行という特殊分野としての経営なり事務に関する文献が、かなり多く刊行せられていることによって知られる。事務機械化なり経営機械化に限定しても、研究書、実務書にわたってすくなくならず眼につく。このように特定分野に限ってとりあげられる業種なり分野として、他に例をみない盛況といえよう。このことは、現実には、このような視点から、金融機関なり銀行において経営問題あるいはまたそれらの事務改善問題に相当多くとりくんでいるという実態と密接な関係をもっているといわなければならない。

そのような眼で、銀行の事務改善の実態をみると、戦後20年の推移は、かなり特徴的なとりくみ方を示してきたことに気づく。都市銀行についてみると、当初はもっぱら顧客に対するサービス競争という観点から、窓口事務を中心に、さまざまな試みがつみかさねられた。その間に一連の銀行会計機がすくなくない役割を果してきたことは注意せられる。このようなサービス競争は、必然的に内部の事務改善にも影響を及ぼし、殊にこれが漸次たかまる人件費の問題とあいまって、全社的な統計事務の合理化に向い、PCS（パンチ・カード・システム）の段階の事務機械化が、これを大きく促進した。これらが都市銀行にはほぼ行きわたった頃に、あたかもわが国の産業界各分野への電子計算機導入時代にはいり、金融機関におけるEDPS（electronic

data processing System) は、他の分野にさきがけてこれを推進してきている。かくて銀行における経営事務が、窓口ならびに内部を通じて、全面的に変革にとりくまれつつあるのが、現在の段階であるといえよう。

このような意味で、銀行におけるEDPS（電子計算機システム）の問題をとりあげようというのが本小論の目的である。銀行におけるEDPSをとりあげる場合、銀行経営全般の問題意識を中心に、その解決への接近の一部としてEDPSをとりあげるというあり方と、EDPS自体のもつ技術的ならびに経営的特徴を中心に、これを銀行経営への適用の問題としてとりあげるあり方がある。経営問題としてみるかぎり、前者が本来的な接近方法であることはいうまでもない。しかしながら、現段階において銀行のEDPSが問題になるのは、EDPS自体の技術的、経営的可能性の発展からもたらされつつあるということからみると、差当りは、後者の接近方法をとらざるを得ないことになる。手段としての機械化が、事務改善のとりくみ方を大きく変革しつつあるからである。従って当然のことながら、後者の接近方法によることから、手段を中心に本来的課題を見失うおそれをもたないように、つねに前者の視点をもってこれをチェックすることが必要であろう。

なお筆者は、別の機会に「金融機関のEDPS化の課題と将来——アメリカにおける進展のプロセスから——⁽¹⁾」をとりあげ、その考え方は変りなく引続いてここにも通じるのであるが、最近のEDPSの技術的経営的な機能の展開を中心に、若干の資料を参照しつつ、さらに補足してみたいと思ったので、いささかの重複をおかしつつ、再度この問題に接近することとする。以下、まずわが国における銀行事務機械化の最近の推移をみて、ついでアメリカの場合におよぶこととする。

2. わが国における銀行事務 EDPS の推移

わが国の銀行に、PCSが導入されたのは、昭和25年（1950）住友銀行によってであった。これから数年の間に、主要都市銀行は、あいついでPCS

(1) 拙稿「金融機関のEDPSの課題と将来」神戸大学経済経営研究所経営機械化叢書第8冊（1965）所載。

を導入して、貸出統計作成を中心に、銀行事務機械化が進められた。窓口事務への銀行会計機の導入も、これとほぼ同じ時期に進められている。

銀行への電子計算機の導入は、昭和34年(1959)IBM 650という中型機の三和銀行からはじまった。その後やつぎばやに、主要銀行にRRのUS S C, NCRの304, IBM1401, など中型機の導入がつづき、昭和36年(1961)には東海銀行が大型機IBM7070を設置した。その頃(昭和37年—1962)から、これらのうちいくつかの銀行で、自行内限りの適用ながら小切手分類作業にいわゆるMICR (magnetic ink character recognition—磁気文字読取装置)としてNCR, Burroughsなどの処理機械を採用している。

昭和40年になって、三井銀行が東京都区内店舗に限定されるものの数十ヶ店にわたり端末機を設置して普通預金のいわゆる on-line-real-time の処理方式を、とりあえずIBM1410, 1440で(後に360型に切替予定)実施しはじめ、同じ試みは富士銀行において昭和42年(1967)早々にUNIVAC 418で実施する予定といわれる。他方、東海銀行は昭和40年(1965)から内国為替の on-line-real-time による処理を、全国220ヶ店をつなぐ専用機HITAC 3030で実施している。

かくてわが国における昭和41(1966)年3月末電子計算機実働状況で総計1.937セット中、金融機関において124セットがみられ、都市銀行13行はいずれも大型ないし中型のEDPS化が実現し、大都市の相互銀行、一部の地方銀行、さらには信用金庫、農業協同組合の金融業務にまでEDPS化が展開せられつつある。相互銀行、信用金庫、農協における小型ないし超小型機の普及は相当顕著である。MICRについても、各行で漸次採用せられはじめたので、昭和40年(1965)には銀行協会でも、このシステムを正式にとりあげることとなり、手形のサイズの統一化、コードの統一化など1966年6月より実施段階に入っている。⁽²⁾

なおこのような電子計算機の事務処理、情報処理の集中化、その機能の重要性が、都市銀行各行例外なく、組織上事務部ないし事務管理部を設置し、

(2) 日本電子工業振興協会「銀行におけるEDP使用例」昭和38年刊、小野寛徳編「銀行の経営学第4巻事務管理」昭和41年刊、その他各行個別の実態資料、日本電子工業振興協会「日本の電子計算機'66」などによる。

中枢管理機能と情報処理機能とを担当することとしつつある。殊にその効率の運営と作業管理の便宜から、一部ではその部門の立地ならびに建物を独立させて、事務センターを設置するものもみられる。これは昭和37年に設置せられた住友銀行の事務センターにはじまるようである。

以上のように、銀行事務の機械化の過去15年の推移を概観すると、はじめにふれたように、個別の窓口事務の改善と、統計事務を中心とする各店舗のピーク事務の機械処理とを手はじめとして、事務機械化が進められ、電子計算機時代に入って、これらが一のシステムのなかでさらに再編成せられはじめているとみることができる。このような推移のなかで、おのずから銀行における事務改善についての考え方、殊にその事務機械化から経営機械化への内容的展開が進められている。このことについては、さらに後に論及する。

3. アメリカにおける銀行事務EDPSの推移

アメリカにおいては、ほとんどすべての銀行が1940年頃には、銀行会計機を中心とする部分的機械化が達成せられ、さらにPCSも漸次採用せられていたのである。ここでは、戦後の電子計算機時代における推移を概観することとする。

アメリカの銀行の電子計算機導入は、まず商業銀行における1950年代の当座預金への適用においてきわめて特徴的なとりくみ方が注意せられる。それはさきにふれたMICR（小切手の磁気インキ読取処理）のアメリカ銀行協会による統一的な処理ということである。このことは、既に詳細に紹介せられたものがあり、またそれが邦訳せられているので、ここでは、きわめてアウトラインのみ記すにとどめる。

第2次戦後アメリカの商業銀行の経営方針から、消費生活にひろく小切手の使用を進めたことによって、既に1950年当初から、その事務処理量の増大が将来の銀行事務におけるのっぴきならない問題になることが予想せられた。

(3) 拙稿、前掲小文参照。

R. S. Aldom, A. B. Purdy, R. T. Schneider, H. E. Whittingham "Automation in Banking" (1963), 中村茂訳「オートメーション・イン・バンキング」昭和40年。

これが、アメリカ銀行協会を中心に、各銀行が統一的にM I C Rを採用するための協力体制をつくりあげる大きな動因になっている。

1954年4月に協会に、小切手処理機械化の各種の方法について検討の委員会を設け、1956年7月に至って、M I C Rの方式を採用することを決定した。引続き、その具体的な方法についての技術的検討を、各銀行ならびに関係事務機械メーカーよりなる委員会で進めた。銀行、事務機械メーカーそれぞれの利害の調整をへて、1958年12月協会として正式の結論が決定せられるという経過をへて、実施にふみきったという。

かくて今日では、ほとんどの銀行で、小切手に磁気インキで印刷された銀行番号、支店番号、口座番号、金額、取引種類などが、読取装置で分類せられ、また磁気テープ化せられ、電子計算機で顧客別の残高更新、貸越利息；手数料の計算などが機械処理⁽⁴⁾せられている。

これに対して、普通預金を中心業務となっている貯蓄銀行にあっては、自内処理業務の比重が相対的に高い結果、電子計算機の導入のあり方もおのずから異ってくる。従来からの窓口業務の機械化と、電子計算機システムとの結合によって、いわゆる on-line-real-time 処理がその主たるねらいとなってくるのである。1961年頃以来、主要な貯蓄銀行において、このオン・ライン・システムが採用せられて、数十行以上が既に実施し、また準備を進めて⁽⁵⁾いる。なお上にのべたM I C Rを中心とする機械化を重点に進めてきた商業銀行は、これまではオフ・ラインを中心にしており、窓口とコンピューターを直結するオン・ライン方式はこれからの段階となっているようである。

以上のような特定業務の機械化は、さらに業務相互間の統合たとえば顧客の名寄せ、さらには諸業務資料の統合による管理資料化のための management information file への方向を進めているようである。⁽⁶⁾

かくて1965年には約1,000台の電子計算機が大手銀行では複数コンピューター

(4) 小野寛徳編「銀行の経営学—4. 事務管理」昭和41年刊 p. 121-122 参照。

(5) 島村勝彦「アメリカにおけるバンク・オートメーションの展望」(事務と経営1965, 8号所載)

(6) R. V. Head "The Banking Information System Concept" Communications of the ACM, July, 1966.

ターとして、中小銀行では共同利用方式によって用いられつつある。⁽⁷⁾ 筆者の接した事例に、ニューヨーク州東部の10銀行がコンピューター・センターをスケネクタディに設置 (Financial Computer Center of Eastern N. Y. Inc.)⁽⁸⁾ してコンピューターを共同利用している如き⁽⁸⁾があげられる。

このような銀行への電子計算機の導入の進展は、また銀行に収益をとまなう新たなサービス業務を加えることとなつて、(ア)大銀行がその系列下の中小銀行のデータ・プロセッシングを引受けるのみでなく、(イ)一般産業会社に対するビジネス・オートメーション・サービス、あるいは医院の事務処理サービスなどをも業務に加え、さらに、(ウ)個人に対するサービス業務として自動預金 (automatic debits)⁽⁹⁾、月賦信用 (installment loans) など⁽⁹⁾をすすめている。

以上が1950年代なかば近くに、産業界へ導入されはじめた電子計算機の、1965年前後まで10年間のアメリカの銀行におけるEDPS化の推移のきわめてラフな素描といふことができよう。

4. 第3世代の電子計算機と銀行のEDPS

これからの銀行事務の機械化問題をみると、1964—65年からのいわゆる第3世代の電子計算機の展開と関連して、アメリカにおいて特徴的にとりあげられはじめていることが注意せられる。その意味で、以下まず電子計算機の側面から考察をすすめて、漸次銀行事務自体の問題に及ぶこととする。

1946年にはじまる真空管を用いた電子計算機時代を第1世代とすると、1958年頃からのトランジスターによるコンピューターの登場が第2世代といわれ、さらに1964—5年から、集積回路 (IC) を用いることによって、記憶容量の著しい拡大と高速度化を達成せしめつつあるのが、第3世代のコンピ

(7) 前掲 “Automation in Banking” の邦訳書におけるアメリカ銀行協会の D. L. Reistad の序文、ならびに日本電子工業振興協会の「電算機情報」第5号 (41. 7. 10) による。

(8) 1966年1月筆者の現地視察による。

(9) N. J. Dean “The New Look in Banking Services” Business Automation, January, 1965.

ユーザー時代といわれる。これはまたコミュニケーション施設の技術的發展との結合をもふくんでみるとみることができる。

このような電子計算機時代をむかえて、その企業への適用について次のような考え方がみられはじめている。

1950年代において電子計算機の企業への導入が、いわゆるトータル・システムという考え方を生みだし、企業における事務を、一連の業務事務ならびに管理事務を一体としてコンピューター中心にシステム化することが望ましい方向といわれてきた。このようなトータル・システムの接近が、企業の各機能面へ部分的に適用せられる間は、有力なよりどころとなって、在庫管理とか販売管理とか、資金管理とか、各分野について相当の成果をあげてきた。しかし電子計算機のシステム化は、必然的に事務処理のあり方のみでなく、組織、責任権限、人間関係、対外関係の問題にも大きく関係するに及んで、文字通りの全社的なトータル・システムは、一の壁につきあたり、あるいはそのようなトータル・システムに固執することが、経営全体からみて、必しも望ましいとはいえない場合もでてきたといわれる。すくなくともなお若干の期間をまたねばならないようである。しかもあたかもその段階において、第3世代のコンピューターの登場が、その技術的可能性から、企業内の全面的なトータル・システムもさることながら、差当りはむしろ企業の境界をこえる企業間データ・プロセッシング・システムの形成がより容易な展開をみせはじめようとしているというのである。⁽¹⁰⁾

第3世代のコンピューターは、2の方法で企業の境界をこえるデータ・プロセッシングの可能性を示しはじめた。1は企業のコンピューター相互間のネットによるものであり、他の一は多数の端末機からの同時処理のできる大型コンピューターによるいわゆるタイム・シェアリング方式の可能性によるものである。後者がより重視されるのはいうまでもない。企業の業務へのコンピューター適用の初期において、航空会社の座席予約への適用が典型的な例とみられたように、この場合も、上のようなコンピューター・コミュニケーションの発展によって、航空会社の相互間を通じる座席予約サービスへ

(10) F. Kaufman "Data Systems that Cross Company Boundaries" H. B. R. Jan-Feb. 1966.

の適用にまずみられはじめている。いまや事務自体が本来の業務と関連をもつ銀行業務においても、既に1950年代のM I C R開発の経験をへて、コンピューター・ネットなり、タイム・シェアリング方式によって、銀行間の事務の機械処理が、これから大きく展開する可能性をもちはじめている。

このことは、アメリカ銀行協会 (American Bankers Association) の1965年3月の全国オートメーション会議 (National Automation Conference) において、M I Tの M. Greenberger 教授が来るべき25年ないし30年における銀行業務についての電子計算機の役割に関して、Automatic Credit のシステムの考え方⁽¹¹⁾をのべ、また翌1966年6月の同じ会議において、R. C. Gasser (Cory National Banks 頭取)が「将来の銀行オートメーションは、Automatic Credit Transfer System で Checkless economy に向ってゆくであろう」とのべたということなどに関連して、ビジョン⁽¹²⁾の段階とはいえ、現に問題となりつつあるといえよう。

この場合の基本的考え方⁽¹³⁾について、商品の売買ならびにそれともなう小切手による従来の支払決済方式と、将来予想せられるコンピューターによる集中的な処理方式とを、対照的にみると次のように考えられる。すなわち、買手が売手より商品をうけると、小切手を売手におくる。売手は小切手をその取引銀行に入金する。その銀行は小切手を手形交換所をへて買手の側の取引銀行にまわし、買手側の銀行は買手の勘定によって処理する。この間、売手、買手、そのそれぞれの取引銀行、ならびに手形交換所の5ヶ所において、小切手を介してそれぞれそのデータ処理方式によって処理される。それぞれがみずからのコンピューターをもって機械化されていても、その基本的な処理方式は余り変らない。これを手形交換所なりの集中的機関にタイム・シェアリングの大型コンピューターを設置して、売手、買手がそれと直結

(11) 拙稿「金融機関のEDPSの課題と将来」(前掲)参照。

BA Automation Conference Report "Of Bankers and Computers" Datamticn, April, 1965.

(12) 日本電子工業振興協会「電算機情報」第5号(41. 7. 10)

(13) "Data Systems that Cross Company Boundaries" (前掲)における Paperless Clearing House の項参照。

する端末機を利用することになれば、この決済は一挙に処理され得るはずであるという考え方である。

さきにふれた Greenberger⁽¹⁴⁾ 教授は、この考え方をより具体的に展開している。その提案するところは、買手のもつ money key ともいべき電子化された共通のクレジット・カードを売手の商店の店舗の端末機にかけることによって、オン・ラインでつながる中央交換所のファイルの双方の勘定が処理される考え方、ならびに小口取引について一定金額を電子的に記録した、money card いわばトラベラー・チェックの電子化せられたようなものの併用によって、現金とか小切手を使用しない処理方式を示しているのである。通貨は基本的にはインフォメーション自体であるという考え方にたっているといえよう。もちろん多くの制度的、技術的に未解決の問題をもっているけれども、タイム・シェアリングの大型電子計算機の発展が、このようなビジョンを可能にするに至ったといえよう。

5. 銀行の EDPS と経営問題

現実における銀行の EDPS の問題から、すこし飛躍したビジョンにまで走りすぎたようである。しかしながら、銀行の EDPS の実態の推移と、現段階におけるコンピューターの可能性による銀行事務の将来のビジョンとを関連づけてみることによって、これからの銀行事務へのとりくみ方が、あるていど体系的に理解できるように思う。

- (ア) 各店舗の窓口業務の機械化の進展は、集中的な on-line-real-time 方式の採用を可能にしつつある。特定の業務についての集中処理専用の機械化も進められつつある。
- (イ) 業務の必要に応じて、顧客の名寄せなど、業務間の統合によるサービスの向上と管理の向上が可能になりつつある。
- (ウ) 各店舗の統計業務の集中的処理が逐次高度の機械化に向いつつある。それらが窓口事務の集中処理とともに、機械化の全面的な再編成をもたらす

(14) M. Greenberger "Banking and the Information Utility" — "Computers and Automation" April, 1965.—前掲、拙稿参照。

つつある。

- (エ) 業務事務，管理事務，経営資料作成をふくむトータル・システムが，以上の機械化を前提として，逐次進められるであろう。特に金融機関の業務の特性が本来諸統計資料の作成を義務づけられ，それらの管理資料化を，一般の産業企業より，相対的に容易に進めるものと考えられる。
- (カ) しかしながら，経営全般にわたる本来的なトータル・システムは，相当の期間と努力と工夫を要するもので，短期的には強く固執することが必しも望ましいことではないようである。
- (ク) ここで特に注意せられることは，金融機関の業務は，その事務自体と密着しているという点で，それは一般の製造販売企業と異なる特徴的なところである。事務処理のあり方の変化そのままが，全社業務の実態と直接関連してきていることは，これまでの推移に明らかなところである。このような特殊性が，最近のコンピューターの発展，特に第3世代といわれる段階の技術的発展と密接に関連をもっているようである。企業間の境界をこえるデータ・プロセッシングの将来性が大きく期待せられるということもこれらの点に関連する。MICRの開発と展開がその第一歩といってもよいであろう。銀行業務の特徴的な一面がインフォメーション業務であるとみれば，これらの考え方は一層明確になり，本論にとりあげたような長期的なビジョンが具体的に考えられることになるのである。

このようにみえてみると，銀行における事務処理を機械化の問題としてとりあげると，当初事務機械化としてはじまったものが，いまま経営機械化という考え方でとりくまれ，さらに，経営内ならびに経営相互間のインフォメーション・システムの問題として接近せられつつある段階にあるといえよう。そのことは，さらに当然に，組織の問題，管理の問題，人間の問題など，より基本的にとりくまれるべき経営問題を提起することとなる。本小論のワクをこえる広汎な問題に及び，経営機械化一般の問題に及ぶことになるので，ここには問題の指摘にとどめることとする。

(本稿は昭和40年10月9日，神戸大学金融研究会における報告にその後の資料など加筆したものである。)

相互銀行の現状と問題点

田 中 義 一

1. はじめに

いうまでもなく相互銀行は、他の金融機関のように、明治以降の文明開化的制度輸入を発端としたものと異って、鎌倉時代に始まる無尽・頼母子を起源として持つところに1つの特徴があります。明治以降、これが企業化され、更に時代の要求に沿いながらピープルス・バンクとして必要な機能を加えつつ、今日に至ったわけであります。法制的には幾多の変遷をみましたが、特に日本の国民性の中から芽生え、自生的に発展して来たものであって、この歴史的發展の過程を忘れるわけにはまいりません。

昭和26年相互銀行法の制定は、関係者が一様に望み、しかもわが国経済の目覚ましい高度成長にうまく歩調を合せ、相互銀行を今日みるが如き飛躍的なまでの発展を遂げさせる基礎を与えたものと申せます。それから15年の今再び飛躍するに当って、更に新しい法制的基礎を必要とするようになっております。相互銀行はその姿を正しく評価され、国際的な概念での商業銀行の地位が与えられなければならない状態を迎えていると思うのであります。

戦後特に、相互銀行が目覚ましい発展を示した諸要因は、大別して日本経済の資金不足が常態化していたこと、広く国民一般の方々の身近なところで営業して来たこと、そして法制的制約が緩和の方向に進んだこと、の3つが挙げられると思うのであります。法制的側面を年代を追って眺めますと次の如きものが指摘出来ましょう。

1. 昭和20年3月、銀行法等特例法施行令（第4条）によって、普通預金と定期預金が扱えるようになった。

2. 昭和24年5月、無尽業法（第1条）の改正により“看做無尽”（融資の時期・金額が予め解っているものであって、これに対し抽せん・入札によ

る昔からの無尽を“典型無尽”という)の扱いが認められた。

3. 昭和26年6月、相互銀行法(第2条)によって一般銀行業務の取扱が出来るようになった。また、従来無尽業法(第11条)では、取締役は無限責任を課せられていたが、相互銀行ではそれがなく積極的な営業活動が出来るようになった。

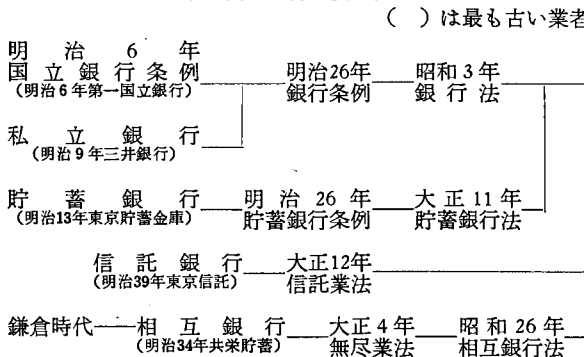
4. 昭和28年8月、相互銀行法(第2条)の改正により、内国為替の取扱が出来るようになり、また日本銀行との当座取引が認められたことなどがあります。

この、いわば純国産の銀行が、時代とともに姿態を変えつつ、より大きく育ってまいりました背後には、第1に国民一般の方々の強い支持、第2に当局の時宜を得た適切な指導、第3に相互銀行関係者のたくましい努力を指摘しないわけにはまいりません。

2. 相互銀行制度

相互銀行の制度的特色としては、現行の相互銀行法にみられるように、営業区域の制限(第8条)同一人に対する信用供与制限(第10条)あるいは預金支払準備(第13条)等、銀行法には存在しないような、営業活動を実質的に大きく制約するマイナス面の規定が目立つのであります。そればかりではなく、税制、地方公共団体の財務会計、公的金融制度機構等の上で、たとえ

第1表 銀行制度の変遷



ばアメリカの貯蓄貸付組合が受けている如きメリットを与えられているわけでもなく、むしろ多くのデメリットを負わされているのであります。

しかし、相互銀行の実体は、法文上か

ら受けるイメージとは大きく掛け離れたものとなっているのであります。常に経済現象は、法制に先行するといわれますが、わが国の銀行制度の変遷（第1表参照）にもこれをみる事が出来ましょう。そして、現在は銀行法による銀行が、最も経済の要求に合致した金融サービス活動をしうるものの如く、かつての貯蓄銀行も信託会社も今日では銀行法に基礎を置くようになっているのであります。

世界最大級の銀行であるバンク・オブ・アメリカは1927年に、チェイス・マンハッタンは1965年に、それぞれ州法銀行から国法銀行に転換しているのであります。理由は顧客へのより良き金融サービスの提供ということでありました。より良き法制的基礎の獲得、これこそ経済社会に役立つ銀行のレーゾン・デートルに基づくものであり、社会的義務でもあり、更に銀行自体の発展に連がるものでありましょう。

3. 銀行数の推移

今日、日本で銀行の数が多いかという点については、多くを述べる必要はないかと思えます（第2表参照）。昭和41年3月末現在において、アメリカは商業銀行13,801行、貯蓄銀行505行、西独は商業銀行351行、貯蓄銀行862行、これに対し日本は普通銀行76行、相互銀行72行であります。人口、経済力を中心に考えればむしろ少い感さえいたします。

支店数についても、アメリカの場合4,000タックス・ペイヤー（企業を含めて所得のある人達を総称している）につき1支店が新設の目途といわれており、わが国の場合の納税人口2,800万人をこの割で計算すれば、まだまだ多くの支店新設が必要となるわけです。なにをおいても、利用者の利便と銀行側の採算との調和のもとに、考慮されなければならない問題であります。

ヨーロッパでは地下鉄の駅にもデポ預金店舗を設けております。“みんなの貯蓄が日本の力”これは貯蓄増強中央委員会の標語ですが、それが国是であり、建設国債の大部分を銀行が消化する形をとっております以上、適度の競争原理のもとに遊休資金を銀行預金化せしめることこそ、日本経済の成長を促進する一大要素でありましょう。日常の経験からも、競争店のあるなし

第2表 銀行数推移

((正式免許を受け開業中のもの)) () 内は支店数

	全国銀行	国立銀行	私立銀行 普通銀行	貯蓄銀行	信託会社 信託銀行	無尽会社 相互銀行
明治8年末 (1875)	4	4 (10)				
明治18年末 (1885)	358	139 (119)	218			
明治28年末 (1895)	1,012 (577)	133 (180)	792 (277)	86 (107)		
明治38年末 (1905)	2,229 (2,097)		1,697 (1,415)	481 (636)		
大正4年末 (1915)	2,149 (3,508)		1,440 (1,940)	657 (1,401)		
大正14年末 (1925)	1,701 (6,272)		1,534 (6,320)	133 (597)	33 (17)	240 (87)
昭和10年末 (1935)	569		466 (3,708)	79 (447)	32 (17)	262 (195)
昭和20年末 (1945)	69		61 (3,144)	4 (278)	7 (37)	58 (268)
昭和30年末 (1955)	86 (5,570)		78 (5,445)		6 (112)	71 (2,203)
昭和40年末 (1965)	86 (6,533)		76 (6,281)		7 (226)	72 (2,694)
最大時 銀行数	明34 2,358	明13 151	明34 1,867	大5 664	昭2 39	昭8 276

出所：日銀「明治以降本邦主要経済統計」,大蔵省「金融事項参考書」

によって、お客の受ける便益に差が生じるのは当然のように思われますが、銀行の場合も適度の競争が存在する方が望ましいと申せましょう。

4. 資金量の推移

相互銀行の資金量（預金と掛金の合計）が1兆円を突破したのは昭和35年であり、2兆円は昭和38年であり、3兆円は昭和40年でした。地方銀行の1兆円突破は昭和29年、2兆円は昭和33年、3兆円は昭和36年のことです。（第3表、第1図参照）相互銀行と地方銀行とのボリュームの差は、1兆円達成時期では6年、2兆円達成時には5年、3兆円には4年という遅れをもって、次第にその差を縮めて来ているわけであります。

第3表 相互銀行資金量・融資量の推移（単位：億円）

	資 金 量			融 資 量		
	預 金	掛 金	計	貸 付	給 付	計
昭和23年3月末	10	64	74	24	38	62
24 "	24	164	188	74	103	177
25 "	69	463	538	203	428	631
26 "	147	712	859	309	520	829
27 "	443	1,082	1,525	659	776	1,435
28 "	868	1,521	2,389	1,159	988	2,147
29 "	1,216	2,050	3,266	1,793	1,220	3,013
30 "	1,584	2,158	3,742	1,963	1,355	3,318
31 "	2,020	2,234	4,254	2,157	1,591	3,748
32 "	2,478	2,478	4,956	2,606	1,800	4,406
33 "	3,154	2,793	5,947	3,309	1,978	5,287
34 "	4,318	2,932	7,250	4,363	2,002	6,365
35 "	5,976	2,983	8,959	6,055	1,936	7,991
36 "	8,401	3,057	11,458	8,009	2,121	10,130
37 "	11,529	3,328	14,857	10,674	2,348	13,022
38 "	16,325	3,518	19,843	15,540	2,574	17,114
39 "	21,127	3,386	24,514	18,463	2,089	20,553
40 "	25,405	3,100	28,505	21,641	1,571	23,212
41 "	30,382	2,479	32,862	26,027	1,098	27,125
41/26	206.7倍	3.5倍	38.3倍	84.2倍	2.1倍	32.7倍

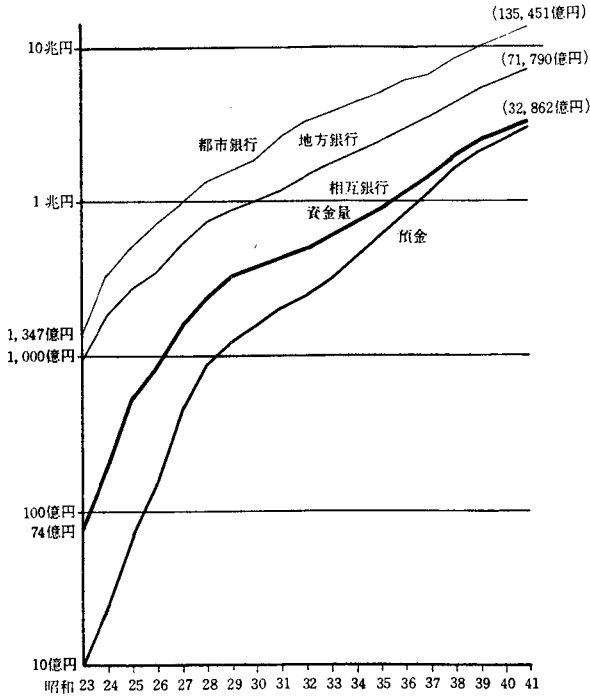
出所：全国相互銀行・全国無尽会社財務諸表分析

換言すれば、現在の相互銀行は丁度、3～4年前の地方銀行の状態に達しているのであります。資金量は相互銀行発足当時の昭和26年に比し約38倍、融資量は33倍になっております。資金量のうち預金だけをとれば、実に200倍を越える伸びを示しているのであります。

従来、資金量の大宗を占めていた掛金が低調なのは、昭和38年以降勘定処理上残債方式に切換えられたことによる面もありましょうが、大勢は顧客の「預金と貸付」に対する選好が「掛金と給付」より圧倒的に強く作用したからにはかならないと考えられております。現代の経済生活、金融取引の形態が、自から相互銀行を預金銀行、商業銀行の方向に適応発展せしめて行った

のであります。

第1図 預金の推移



5. 金融機関の預貸金中のシェアー

ここで日本全体の金融資産中、相互銀行の占めるシェアーを見ておきましょう（第4表参照）。これには日常一般の金融取引の対象となる金融機関以外のものも含まれており、必ずしも適切なものではありませんが、保険などとともにシェアーの上昇をみていることが解りましょう。

より身近には、都市銀行（13行）、地方銀行（63行）、相互銀行（72行）3者の資金量合計中に占める割合は、昭和26年の7%から今日では14%へと上昇しているのであります。

第4表 金融機関別預金・貸出金シェア推移(単位%)

	年・月	全 国 銀 行			相 互 銀 行	信 用 金 庫	農 林 金 融 機 関	保 険	政 府	そ の 他 を 合 計
		計	うち都 市銀行	うち地 方銀行						
預 金 等	30・3	59.1	35.1	17.5	6.5	4.2	8.6	3.7	17.0	100.0
	31・3	59.6	35.9	16.6	6.0	4.3	8.8	3.8	16.3	100.0
	32・3	60.3	36.9	16.4	5.5	4.4	8.5	4.0	15.9	100.0
	33・3	59.8	35.7	16.6	5.7	4.6	7.8	4.4	16.3	100.0
	34・3	59.4	34.7	16.4	5.8	4.7	5.5	4.7	16.1	100.0
	35・3	58.4	32.7	16.3	6.0	5.1	5.6	4.9	15.5	100.0
	36・3	59.0	31.6	15.8	6.1	5.3	5.3	4.9	14.8	100.0
	37・3	56.8	28.7	15.9	6.6	5.9	5.5	5.2	15.3	100.0
	38・3	56.9	29.3	15.9	7.1	6.3	5.4	5.1	14.2	100.0
	39・3	56.4	29.0	15.9	7.2	6.6	5.6	5.2	13.4	100.0
	40・3	54.9	28.3	15.7	7.2	6.8	6.3	5.4	13.1	100.0
	41・3	53.5	28.0	15.3	7.0	6.8	7.0	5.6	13.3	100.0
	貸 出 金	30・3	56.8	32.1	15.2	6.1	3.5	6.3	1.5	12.3
31・3		56.0	30.3	14.9	6.0	3.6	6.1	1.7	13.4	100.0
32・3		58.8	33.2	14.9	5.6	3.7	5.2	1.5	12.9	100.0
33・3		58.3	33.1	14.6	5.6	3.8	5.0	2.2	13.1	100.0
34・3		57.6	31.6	14.5	5.7	3.9	3.8	2.6	13.4	100.0
35・3		56.3	30.2	14.2	5.9	4.6	3.6	2.8	13.3	100.0
36・3		56.1	29.7	14.3	6.1	4.9	3.6	2.8	12.7	100.0
37・3		54.9	28.6	14.3	6.5	5.4	3.7	3.1	12.3	100.0
38・3		54.8	28.9	14.2	6.9	5.9	3.6	3.1	11.9	100.0
39・3		54.8	28.4	14.3	6.8	6.2	3.9	3.4	11.5	100.0
40・3		57.3	27.5	13.6	6.5	6.2	4.3	3.3	11.6	100.0
41・3		52.5	26.5	13.4	6.5	5.9	4.8	3.5	12.2	100.0

出所：日銀経済統計月報

6. 経営規模等の比較

次に都市銀行、地方銀行との比較において、1行当り、1支店当り、1従業員当り、1口当りについてみましょう(第5表参照)。1行当りでは資金量で、都市銀行の1兆円、地方銀行の1,000億円、相互銀行の450億円と、可

第5表 経営比較 (昭和41年3月末)

	都市銀行13	地方銀行63	相互銀行72	資金量1000億 円以上の相互 銀行8
1行当り 資金量100万円	1,041,633	113,954	45,642	164,177
融 資 量 "	868,957	89,094	37,674	133,748
資 本 金 "	17,569	1,257	578	1,738
自己資本 "	35,473	5,453	1,814	6,680
店 舗 数	162	68	39	68
人 員 数 人	10,034	1,624	1,020	2,708
口 座 数 口	3,113,166	630,833	278,737	720,052
融 資 先 数 件	54,350	19,256	18,355	25,228
人 件 費 100万円	4,628	623	341	1,036
物 件 費 "	3,473	339	177	617
経常純益 "	5,539	706	291	1,006
1店当り 資金量100万円	6,438	1,674	1,160	2,414
融 資 量 "	5,369	1,309	957	1,967
人 員 数 人	62	24	26	40
口 座 数 口	19,235	9,270	7,081	10,589
融 資 先 数 件	336	283	339	371
人 件 費 1000円	28,592	9,158	8,656	15,234
物 件 費 "	21,461	4,977	4,506	9,071
経常純益 "	34,223	10,382	7,381	14,793
1従業員 当り 資金量1000円	103,838	70,185	45,019	60,632
融 資 量 "	86,599	54,874	36,753	49,395
口 座 数 口	310	389	271	265
融 資 先 数 件	5	12	12	9
人 件 費 1000円	461	384	334	383
物 件 費 "	346	209	174	228
経常純益 "	552	435	285	372
1口当り 預 金 高 1000円	334	181	164	228
融 資 高 "	15,988	4,627	2,821	5,302

出所：日銀経済統計月報，全国銀行・全国相互銀行財務諸表分析

成りの開きがありますが，1店当り或は1従業員当りの資金量になると，この開きは大中に縮まるのが解ります。これは，支店数の多寡によるものであります。

一方，融資先数に至っては更に差は僅少となっております。また，資金量

の1,000億円以上の相互銀行8行(第6表参照)をとってみると、地方銀行の平均をはるかに上回る内容を備えていることがお解りいただけます。

7. 中小企業分野での融資 ウェイト

中小企業に対する融資額においては(第7表参照)、都市銀行の2兆5,000億円を上回り、地方銀行の2兆9,000億円に次ぐ状態にあります。貸出に対する債務者預金の割合も、都市銀行、地方銀行と全く同じ割合を示していることが解ります。

第6表 資金量規模構成
(昭和41年3月末)

資 金 量	地方銀行	相互銀行
200 億円未満	4	23
300 "	5	15
400 "	5	9
500 "	1	8
600 "	2	4
800 "	12	1
1,000 "	4	4
1,500 "	14	5
2,000 "	6	2
3,000 "	7	0
3,000 億円以上	3	1
計	63	72

出所：全国銀行・全国相互銀行財務
諸表分析

第7表 歩積・両建預金等

	昭和41年5月末(億円)			債務者預金 貸出(%)		拘束預金 貸出(%)	
	債務者 預金	拘束預金	貸出	41.5	39.5	41.5	39.5
都 市 銀 行 (うち中小企業)	52,677 (13,773)	8,895 (5,590)	103,778 (25,451)	50.8 (54.1)	50.0 (56.4)	8.6 (22.0)	12.2 (30.5)
地 方 銀 行 (うち中小企業)	25,366 (13,417)	8,004 (6,429)	54,427 (29,718)	46.6 (45.2)	49.4 (48.7)	14.7 (21.6)	24.1 (31.7)
相 互 銀 行	11,156	7,167	26,416	50.6	57.7	27.1	42.2

出所：大蔵省

貸出に対する拘束預金の割合において、相互銀行が若干高いのは、後にも述べますように零細かつ信用度の低い先に対し、積極的な融資を行っていることによる面が現われていると思われまます。

8. 営業内容の変化

資金量、融資量のうち営業科目別の構成をみますと(第8表参照)、この10

第8表 資金量・融資量の科目別構成

	資金量	掛金	預金	当座	普通	通知	その他
都市銀行 昭和31年3月末	100.0	(0)	(100.0)	22.9	18.5	9.2	5.9
41年3月末	100.0	(0)	(100.0)	18.0	14.4	11.0	6.2
地方銀行 31年3月末	100.0	(0)	(100.0)	10.3	24.8	4.0	3.2
41年3月末	100.0	(0)	(100.0)	12.4	17.5	6.6	3.9
相互銀行 31年3月末	100.0	(52.0)	(47.5)	5.7	7.8	0.9	1.7
41年3月末	100.0	(7.0)	(92.5)	11.6	11.6	5.3	2.3

出所：全国銀行・全国相互銀行財務諸表分析

年間の中に、相互銀行が、都市銀行地方銀行と同様な形へ、変化して来ていることが指摘出来るのであります。

こうした傾向を、相互銀行の普通銀行化と呼ぶならば、相互銀行15年の歩みは、ただひたすらに普通銀行化への道であったということが出来ましょう。しかし、業務の内容、運営の仕方が相互銀行を特徴付けるものではないのであります。

中小企業だからといって、大企業と異なる形態で融資を受けなければならぬいわれはないわけですし、国民一般の方々が通常の預金方法を選択される以上、当然帰趨は明らかであります。駕や人力車から電車や自動車への変遷を始め、あらゆる産業界での歴史的な主力商品の移り変りを考えます時、特に異とするには当らない、否むしろ至極当然のことと申せるのではないでしようか。従って、営業種目、業務の内容等は、時代の変化、顧客の求めに応じつつ変容する結果こそ、経済社会への貢献のメルクマールではないかと思うのであります。

9. 取引先の階層

相互銀行の預金者が、個人と法人に別けて、どういう構成になっているか(第9表参照) みてみましょう。10年前に比べると、法人の伸びが著しいのですが、それでもなお都市銀行、地方銀行に比べ、個人預金のウェイトが

(%)

要 払 性	定 期	定 積	定 期 性	融 資 量	給 付	貸 付	割 引	手 貸	証 貸	当 座 貸
(56.4)	42.3	1.3	(43.6)	100.0	(0)	(100.0)	39.7	58.4	0.8	1.0
(49.7)	50.2	0.2	(50.3)	100.0	(0)	(100.0)	33.5	64.0	1.2	1.3
(42.3)	49.8	7.9	(57.7)	100.0	(0)	(100.0)	28.3	67.0	3.5	1.2
(40.4)	55.0	4.6	(59.6)	100.0	(0)	(100.0)	33.4	60.9	5.1	0.6
(16.1)	29.8	1.6	(31.4)	100.0	(42.5)	(57.5)	5.3	41.8	10.4	0.0
(30.8)	56.9	4.7	(61.7)	100.0	(4.0)	(96.0)	23.4	47.2	25.2	0.1

第9表 預金者別構成

(%)

			昭和31年3月末		昭和41年3月末	
			口数	金額	口数	金額
都 市 銀 行	法 人	要 求 払 性	5.5	49.0	5.8	43.3
		定 期 性	2.1	18.0	3.7	28.1
		計	7.6	67.0	9.5	71.4
個 人	要 求 払 性	定 期 性	50.3	14.9	51.1	8.7
		計	92.4	33.0	90.5	28.6
		要 求 払 性	42.0	18.0	39.4	19.9
地 方 銀 行	法 人	定 期 性	4.9	24.9	5.2	29.4
		計	6.8	41.4	8.8	52.6
		要 求 払 性	51.3	20.4	43.7	12.2
個 人	定 期 性	計	93.2	58.6	91.2	47.4
		要 求 払 性	41.9	38.1	47.5	35.1
		計	93.2	58.6	91.2	47.4
相 互 銀 行	法 人	要 求 払 性	1.5	6.8	3.3	19.9
		定 期 性	8.9	17.0	3.8	22.6
		計	10.4	23.8	7.1	42.5
個 人	要 求 払 性	定 期 性	25.7	9.5	40.4	11.8
		計	89.6	76.2	92.8	57.5
		要 求 払 性	63.9	66.4	52.4	45.6
計	89.6	76.2	92.8	57.5		

出所：日銀経済統計月報

第10表 相互銀行金額別融資構成

(%)

融資金額	昭和36年3月末		昭和41年3月末	
	融資先数	金額	融資先数	金額
20万円以下	54.5	7.6	31.2	1.3
20～50	24.9	11.7	22.9	3.0
50～100	9.8	10.6	15.9	4.3
100～300	7.1	18.1	15.8	10.4
300～500	1.7	9.7	5.0	7.1
500～1000	1.2	12.1	4.2	10.8
1000～5000	}	}	4.2	32.7
5000万円超			0.8	30.2

出所：全国相互銀行協会相銀月報

高いのが解ります。1口当りの預金額においても零細であります。

融資は、所得水準の上昇とともに単位が上がったというものの、50万円以下の融資が相互銀行の総融資先数の過半数を占めているのであります（第10表参照）。

小口の個人の預金を巾広く集め、小口の融資もいとわず行っているのであります。そもそも少数の富豪相手に設けられたという経緯を持つ金融機関とは異って、いわば前垂れ掛けのピープルス・バンクの精神が伝統的に生きているからでありましょうか。

10. 貸出の業種別構成

業種別にみた場合、相互銀行の貸出のウェイトは、丁度国民所得の業種別構成の変化と同様、次第に製造業、卸売業に移って来ております（第11表参照）。かつて融資量の1/2のウェイトを占めていた小売業、サービス業は、現在1/4にまで低下しております。

これは日本経済の業種別成長率、業種別の産業活動のウェイトを反映していると同時に、相互銀行がますます経済界で貢献と密着の度を強めて行っている結果にはかならないと思います。

相互銀行の資金量規模別にみると（第12表参照）、規模の大きいところほど、製造業、卸売業のウェイトが高く、都市銀行が地方銀行よりこの傾向が強く

(1) 第11表 業種別貸出構成 (単位: 億円)

	昭和41年6月末					
	都市銀行		地方銀行		相互銀行	
製 造 業	47.2%	52,374	44.9%	25,605	32.2%	8,836
農・林・漁・水産・鉱業	1.9	2,119	3.3	1,865	2.6	705
建 設 業	4.5	5,042	4.5	2,561	7.5	2,049
卸 売 業	29.4	32,586	23.5	13,417	16.0	4,396
小 売 業	2.2	2,449	7.0	4,025	15.6	4,279
金融・不動産・運輸・電気	8.8	9,715	6.6	3,786	9.6	2,641
サ ー ビ ス 業	2.8	3,139	5.6	3,219	11.8	3,234
地 方 公 共 団 体	1.0	1,183	1.5	868	0.2	55
そ の 他	2.1	2,367	2.9	1,692	4.6	1,268
計	100.0	110,977	100.0	57,041	100.0	27,466
運 転 資 金	92.4	102,571	90.3	51,499	79.4	21,820
設 備 資 金	7.6	8,406	9.7	5,541	20.6	5,646

(2)

	昭和31年6月末					
	都市銀行		地方銀行		相互銀行	
製 造 業	46.8%	9,300	46.8%	4,435	24.4%	938
農・林・漁・水産・鉱業	3.2	642	5.9	562	5.1	198
建 設 業	1.9	387	2.9	279	3.9	152
卸 売 業	35.1	6,973	22.7	2,155	12.7	487
小 売 業	1.9	372	5.7	542	23.0	884
金融・不動産・運輸・電気	7.6	1,516	7.0	667	4.5	174
サ ー ビ ス 業	1.4	273	2.8	270	18.8	723
地 方 公 共 団 体	0.3	58	4.4	415	0.4	15
そ の 他	1.1	220	1.6	153	7.0	270
計	100.0	19,876	100.0	9,481	100.0	3,844
運 転 資 金	94.3	18,736	94.5	8,961	85.9	3,304
設 備 資 金	5.7	1,440	5.5	519	14.1	539

出所: 日銀経済統計月報

出ているのと軌を一にしたものようであります。これは一面において、取引層の厚さ、経済社会への密着度を現わすとともに、貸出条件、アペイラビ

リティーの違いを示すものであります。

第12表 相互銀行規模別・貸出業種構成（昭和41年3月末）（単位％）

資金量規模	業種	製造業	卸小売業	サービス業	その他	計
1,000億円以上（8行）		38.7	30.3	10.1	16.6	100.0
500 "（6行）		31.1	33.6	12.4	17.9	100.0
300 "（19行）		28.7	32.6	12.1	21.5	100.0
200 "（12行）		28.8	33.4	13.6	18.7	100.0
100 "（22行）		27.0	31.8	15.1	20.3	100.0
100億円未満（5行）		24.7	35.5	14.7	16.5	100.0
計（72行）		32.8	31.8	11.9	18.6	100.0

出所：全国相互銀行協会資料

11. 相互銀行と短資

しばしば新聞紙上などで、相互銀行が資金余剰を持ち、コール市場に巨額の資金を放出しているように伝えられておりますが、これは全く誤りであります（第13表参照）。常に相互銀行は限度一杯まで、取引先の資金需要に応じて、融資を行なって来ているわけで、資金量に対する融資量の割合や、コール市場出束手別残高をみれば、一目瞭然であります。

第13表 コール市場出束手別月中平均残高（単位：億円）

	地方銀行	信託銀行	長期信用銀行	相互銀行	信託金庫同連合会	農林中央金庫農協連合会	その他計
昭和32年12月	339	260	38	27	100	304	1,585
33 "	494	323	44	40	176	224	1,867
34 "	811	662	57	76	397	467	3,145
35 "	861	1,090	73	88	568	340	3,696
36 "	823	1,225	111	174	814	711	4,655
37 "	1,297	1,772	121	193	1,175	670	5,862
38 "	1,206	1,908	166	203	1,254	2,345	8,101
39 "	1,216	2,309	240	394	2,235	3,880	12,357
40年1月	1,416	2,557	257	535	2,473	3,846	12,806
2	1,069	3,303	264	519	2,549	3,687	13,179
3	977	3,066	324	477	2,503	3,184	12,233

昭和40年 4月	1,778	3,504	301	511	2,463	3,117	13,211
5	1,729	3,643	355	498	2,473	3,017	13,410
6	1,988	3,112	358	488	2,422	2,984	13,096
7	1,537	2,989	447	423	2,245	3,511	12,627
8	1,419	3,355	554	331	2,062	3,359	12,531
9	1,843	2,982	609	288	2,066	3,069	12,260
10	1,259	2,567	811	302	1,865	3,183	11,344
11	1,732	2,421	790	313	1,764	2,499	11,117
12	1,587	2,099	667	324	1,887	2,078	10,074
昭和41年 1月	1,540	2,216	694	470	2,238	1,994	10,557
2	999	2,203	914	336	2,120	2,272	10,444
3	762	2,146	1,041	243	1,806	2,311	9,921
4	1,838	2,550	1,000	271	1,709	1,620	10,643
5	1,721	2,698	883	313	1,668	1,249	10,382
6	2,063	2,696	664	318	1,602	1,001	10,373
7	1,256	2,889	815	302	1,588	1,443	10,289
8	1,141	2,930	839	258	1,414	1,178	9,577
9	1,389	2,988	927	211	1,310	1,055	9,463

出所：日銀「本邦経済統計」,「経済統計月報」

最近では、大手相互銀行は市場から資金を取入れてまで融資を行っているのであります。コールの出し手の中心は、信託銀行、農協、信用金庫、それに地方銀行などでありまして、過去においても相互銀行のコール残高はわずかであります。

12. 貸出金利の推移

貸出レートについては、都市銀行も地方銀行も、相互銀行も、趨勢的に低下の方向にあるようにみられます（第14表、第2図参照）。とりわけ、相互銀行の低下と下げ巾は大きく、公定歩合の上下に拘わらず下げ続けて来ていることに注目しなければならないと思います。

割引の場合、少なくとも4年前の地方銀行の水準まで下がっていること。貸付についても都市銀行、地方銀行では行なわない長期の貸付、証書貸付のウェイトが高く（第8表、第11表下部参照）、従って全体的には長期信用銀行の貸出レート（昭和41年3月末、2.452銭）との比較においてみれば、可成り

第14表 約定平均レート（単位：銭）

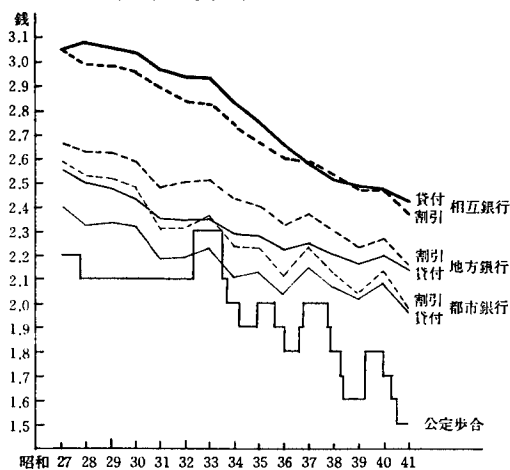
	都市銀行		地方銀行		相互銀行	
	貸付	割引	貸付	割引	貸付	割引
昭和27年3月末	2.401	2.590	2.558	2.667	3.048	3.050
28 "	2.314	2.523	2.493	2.626	3.076	2.988
29 "	2.322	2.512	2.473	2.621	3.057	2.978
30 "	2.312	2.474	2.432	2.583	3.036	2.952
31 "	2.176	2.304	2.348	2.475	2.968	2.895
32 "	2.186	2.306	2.339	2.493	2.937	2.841
33 "	2.222	2.352	2.347	2.507	2.932	2.829
34 "	2.106	2.229	2.280	2.425	2.829	2.735
35 "	2.126	2.224	2.274	2.399	2.749	2.670
36 "	2.031	2.108	2.216	2.320	2.654	2.609
37 "	2.149	2.230	2.240	2.364	2.580	2.581
38 "	2.062	2.115	2.194	2.297	2.517	2.520
39 "	2.011	2.036	2.159	2.235	2.477	2.468
40 "	2.080	2.129	2.194	2.262	2.470	2.462
41 "	1.959	1.968	2.133	2.152	2.421	2.365
27~41年増減	-0.442	-0.622	-0.425	-0.515	-0.627	-0.685

出所：日銀「本邦経済統計」，「経済統計月報」，「全国相互銀行協会統計月報」

第2図 貸出約定レートの推移

低水準に達していることが
の解ると思うのであります。

更に都市銀行の場合のよ
うに、日銀信用との因果関
係から来る公定歩合との一
種の利鞘保証的スライドに
よらず、相互銀行が全く自
からの企業努力でここまで
引下げえたことについて正
当な評価が与えられなけれ
ばならないと思うのであり
ます。経営規模の拡大、普



通銀行と変わらない業態となり、就中、要求払性預金のウェイト増大に裏付けられている点を看過することは出来ません。

また、先に見ましたように、非常に小口の融資を行っていること、比較的大口で優良取引に関するレートでは都市銀行に比べても同程度のものであること、など個々の取引条件をみれば殆んど遜色をみない状態であり、こうしたことを考慮すれば、相互銀行の金利は決して高くないと申せましょう。

13. コスト面の推移

こうした貸出金利の大巾な引下げを可能にしたのは、ほかでもなく相互銀行がどこにもまして大きくコスト引下げに成功したからであります（第15表参照）。人件費・物件費の絶対額は、物価水準の世界的な上昇を反映して増加の一途を示しておりますが、先にもふれました如く、分母である資金量の増加がこれを上回る勢いで伸びたという点に、1つのカギがあります。勿論、預金構成、ポートフォリオ・セレクションの問題、生産性向上のための機械化など、相互銀行関係者の努力を忘れることは出来ないであります。

資金コストと資金量規模との関係は、連続的なものでありまして、都市銀行、地方銀行、相互銀行全体を通じてほぼ次式のような関係が認められるの

第15表 貸出利回り・コスト比較 (年利%)

	貸出利回り	コスト	預掛金利 利回り	人件費	物件費
都市銀行 昭和31年3月	8.25	6.48	3.11	1.74	1.02
41年3月	7.24	6.49	3.99	1.03	0.81
(31/3~41/3増減)	(-1.01)	(+0.01)	(+0.88)	(-0.71)	(-0.21)
地方銀行 昭和31年3月	8.67	7.03	3.86	2.06	0.83
41年3月	7.90	6.83	4.08	1.22	0.66
(増減)	(-0.77)	(-0.20)	(+0.22)	(-0.84)	(-0.17)
相互銀行 昭和31年3月	10.79	8.48	3.13	3.55	1.50
41年3月	8.88	7.01	4.12	1.76	0.92
(増減)	(-1.91)	(-1.47)	(+0.99)	(-1.79)	(-0.58)
1000億円以上の相銀41/3	8.65	6.76	4.08	1.53	0.91

出所：全国銀行・全国相互銀行財務諸表分析

であります。

$$Y = 8.1836734 - 0.0480701x + 0.0003251x^2$$

(Y: 資金コスト年率%, x: 1人当り平残資金量標)
 (準偏差: 0.225, 昭和41年3月期計数による試算)

従って、銀行の業態別にこの面での質的差異といったようなものは全く存在しないといっても良いように思います。コスト引下げの戦略的要因は、なんとといっても1人当り資金量の増大に帰すところ極めて大きなものがあると申せます。既に大手相互銀行の資金コストは、国債の応募者利回り(年6.795%)を割っており、地方銀行の平均を更に下回っているのであります。

14. 大口貸出の制限

さて、相互銀行の国民経済に対する巾広い密着度の深化と、日本経済の成長に伴う、自然の、産業界での取引単位の上昇から、融資の単位も上昇するものであります。中小企業の範囲を、企業の資本金で区分するのが必ずしも妥当かどうかはおくとして、現在、中小企業の範疇とされているものの上限にある資本金5,000万円、クラスの平均借入額は資本金の6倍に達しているであります(第16表参照)。

とすれば、現在の相互銀行に課せられた大口貸出に対する諸制限は、もはや時代遅れのものということが出来るのであります。今日、密接な取引関係

第16表 規模別1社当り借入額(昭和40年3月末)(単位:100万円)

資本金区分	法人数	資本金平均 100万円	金融機関借入		割引手形 100万円	借入計 100万円	借入計 平均資本金 倍
			短期 100万円	長期 100万円			
5百万円未満	431,713	1.1	4.7	0.9	1.9	7.5	6.8
5 ~ 9	24,353	6.3	20.2	6.1	14.7	41.0	6.5
10 ~ 49	16,770	19.0	50.9	22.1	44.4	117.4	6.2
50 ~ 99	2,897	62.1	166.7	80.5	116.8	364.0	5.9
100 ~ 999	3,436	259.1	421.7	290.0	307.3	1,019.0	3.9
10億円以上	804	5,219.8	6,157.7	5,672.9	2,788.1	14,618.7	2.8
計	479,973	12.9	21.4	13.9	11.6	46.9	3.6

出所:大蔵省法人企業統計年報

を保持して行きます上で、企業の月商の1か月分程度の融資が当然のこととなっているのであります。

大口貸出制限は、当初、預金者保護の主旨から設けられたものであることは十分理解出来るのであります。現在では逆に、これがリスクの高い融資に向わしめる作用として働く危険もなしとはいえないように思えるのであります。戦前1,000円程度の居宅が現在1,000万円の住宅に匹敵することを考えましても、経済の動きに見合う動的なもので捉えられる必要があり、硬直的なものであってはならないものと考えます。

15. 外国為替等の業務

業務面で、相互銀行と都市銀行、地方銀行との違いを一言でいえば、ただ外国為替を扱っていない。この1点に尽きるといえます(第17表参照)。勿論、地方銀行でも取扱っていない所がありますが、中小企業白書が指摘していますように、わが国の輸出額のうち、50%が中小企業の製品なのであります。中小企業向け融資では都市銀行、地方銀行と全く互角の地位にある相互銀行が扱えないのは、大方の理解しえないことと思うのであります。

幸い、昭和40年8月、日本銀行輸出貿易手形制度が改正され、相互銀行もこれに参加出来るようになり、輸出前貸手形の取扱いを開始し、また外貨両替業務も取扱うに及んではおります。日本銀行等との関係も、遅きに失するきらいはあるものの、次第に正常な扱いを受けるようになって来ておりまして、大手の相互銀行については、地方銀行と比べ、ほぼ同様な関係を持つに至っているのであります。

しかし、まだまだアメリカなどでは見られないような公的金融制度機構上の不平等な扱いが相互銀行たるが故に、存在している事実を指摘しないわけには行かないのであります。例え

第17表 日銀等との関係
(昭和41年8月1日)

	地方銀行	相互銀行
他 行 為 替	63	63
日 銀 当 座 取 引	63	57
準備預金制度適用	63	42
歳入代理業務	63	55
国債代理業務	63	55
日 銀 貸 出 取 引	不明	10
外 貨 両 替 業 務	不明	6
外 国 為 替	42	—
株 式 上 場	12	14

ば、元来、市街地信用組合（信用金庫）の中央機関であった商工組合中央金庫が、現在、直接、支店を設けて個々の取引先と結び付き、外国為替を扱い、内国為替集中決済機構に加盟しております。この場合、国民経済における相互銀行のウェイトと較量する時、業務の一つ一つが扱えるか否か、それが大きなテコの作用を果すことを思えば一層の切実性を持って来るのであります。

呉服屋が呉服屋に留まっているのと、百貨店に成長して行くのと、どちらが経済社会により大きく貢献し且つ、企業体として存在価値を高からしめる結果となるか、答は明らかであります。銀行教師論の如く、先生（銀行）は生徒（取引先）がだんだん大きくなり、成長し、色々の知識を求めるようになった場合、それはこの学校では教えないから、上の学校（別の金融機関）へ行きなさい、と暖く生徒の卒業自体を祝福するというような具合には参らないのであります。国営ならばともかく、企業体である銀行としては“市場の声”に耳を傾け、顧客の要求を満すことにより繁栄を築くことが出来るのであります。

16. 金融制度の改正問題

目下、大蔵省は金融制度調査会において、相互銀行制度などの再検討を行っております。検討を行うに当たっての柱は、次の3点にあると伝えられております。①国債発行に伴い、その消化をめぐるの制度改革、②産業構造の再編成に関連して提起されたもの、③経済の発展に金融制度がそぐわなくなったことによるもの、であります。

既に、色々の角度から見て参りましたように、①及び②の問題は相互銀行の場合、差当り該当しないわけでありまして、一つに掛けて③の問題に集約されるように思われるのであります。

とすれば、わが国経済に密着し、量的にも質的にも大きな影響力を持つまでに成長した相互銀行を、現在の相互銀行法の重縛の下から開放していただくことこそ、単に相互銀行関係者のみならず、時代の要請といっても過言ではないと思います。方法としては、相互銀行法の改正、銀行法による免許の付与、或は全く新しい準拠法の制定などがあります。現実には、銀行法

による免許を与えることが最も自然な形かと思えます。

近代民主社会の進歩発展の原動力として、因習にとらわれない企業家的競争とイノベーションの役割が如何に大切であるかを考えますと、金融機関の場合も、たとえオリジンが何んでありましようとも、そのものの意志と能力に応じ、自からの道を選ばせることこそ、国家的利益を増進させることになるのではないのでしょうか。

17. 今後の課題

私ども相互銀行は終始一貫、お客——広く国民大衆、中小企業の方々——に役立ち、より便利な金融機関になることを、モットーとし実行し、且つある程度まで現実のものとする事が出来ました。今後もこの路線を一層強力に押進めて行く必要があると考えております。

あくまでも顧客本位の見方を失わず、ピープルズ・バンクに徹すること、また、1個所であらゆる金融上のサービスを提供出来るように、ワンストップ・バンキングの機能を充実すること。そして、いずれの金融機関に比べても、最も頼りになり、力を持った銀行になるために、更にマーケティング・パワーの強化を図ること、これが相互銀行の今後課せられた大きな課題であります。

いずれにしても、相互銀行の現状は、一般の方々には十分な理解と認識をえているとはいいい難いようであります。未だ、何年か以前の相互銀行に対するイメージでもって、考えておられる方もおありのようですが、それは全然、間違いであります。丁度、成長期の子供のように、体も顔も或は中味も、短期間に変って来ているのであります。今一度、率直に相互銀行の今日の姿を眺めていただきたいと思っております。私どもといたしましても、もっともっと努力を必要としております。どうか、皆様方の暖いご理解ご支援ご指導をお願い申し上げます。

(本稿は昭和41年9月17日、神戸大学金融研究会における報告に加筆したものである。)

証券市場とマネー・フロー

三木谷良一

1

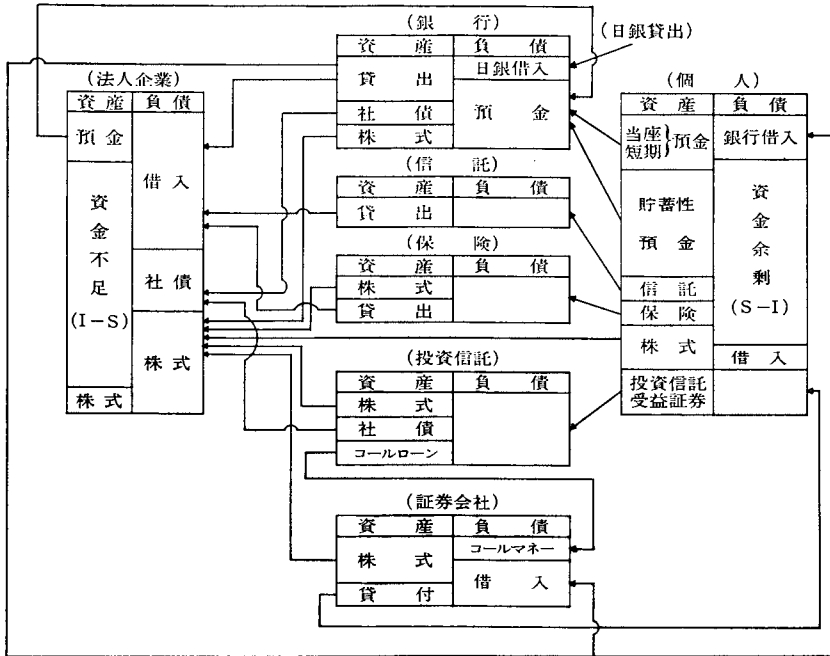
コーブランド (M. A. Capeland) の先駆的業績を出発点とするマネー・フロー分析あるいは資金循環分析は、国民所得勘定分析、産業連関分析などに比べると理論的・分析的発展は必ずしも急速であるとは言い難く、現在暗中模索の状態にある。

しかし国民経済勘定の一つとして、現在では主要諸国において多少ニュアンスの相違はあるが、資金循環表が定期的に集計発表されており、金融変動の部門別・資産別展望を得るための表として大きな便宜をわれわれにあたえている。わが国においても、日本銀行によって資金循環勘定の名のもとに「金融取引表」と「金融資産・負債残高表」が発表されている。私の知る限りでは昭和33年、34年、35年、37年、38年および昭和42年2月（最新）の6回にわたってまとまった形で資金循環勘定が発表されている。回を重ねるとに改良の手が加えられており、とくに最新の循環表は、「信託」の内訳として「投資信託」を、また法人企業の内訳として「証券会社」をそれぞれ独立させており、更に過去に遡って再集計がなされている点は研究者として大変有難いことである。この表を資料として 2. において、最近における投資信託証券会社を陽表的に出した部門別・金融資産別資金循環の素描と、昭和33年から39年までの金融的変動を部門別資産選択の見地から考察する。3. においては、資金循環勘定を分析的に利用するための若干の予備的考察を行ない、諸賢の御批判を仰ぐことにする。

2

問題を簡略化するために、政府、公社公団および地方公共団体、海外の諸

部門を捨象し、更に金融資産・負債でその金額が微小であるものを無視すると最近の金融資産・負債関係は大体、第1図のごとくなる。



〔第1図〕

ここに言う「銀行」は日銀の資金循環表の銀行、中小企業金融機関、農林水産金融機関の集計である。またコール・マネーについては金融諸機関が相互に取り手、出し手になっており、また景気循環の局面によってその立場が入れ替ったり、日本金融構造の特殊要因の表現であり重要であるが、ここでは「投資信託」と「証券会社」の関連だけを明示した。図において矢印は、金融的資金の流れ、債権者から債務者への方向を示すものである。 Surplus Spending Unit たる個人部門と、 Deficit Spending Unit たる法人企業部門が両極に対置され、それを連結するものとして、預金通貨創造部門たる銀行部門と、信用仲介の諸金融機関および証券会社が、それらの中間に存在する。

日銀の「資金循環勘定」(昭41年2月)より部門別の金融資産選択行動を見るために、残高表の百分比を計算すると第1表のごとくである。経済企画庁

第1表 金融資産(負債)構成比率(2)

%

			昭32	33	34	35	36	37	38	39
投資信託	資産	債券	2.33	2.01	3.81	7.67	25.48	18.91	15.04	10.07
		株式	70.54	76.14	73.57	75.85	63.52	71.54	75.27	69.78
合計			100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
証券会社	資産	通貯蓄性預貨	12.12	12.02	10.65	11.14	11.20	8.95	19.27	21.52
		債債債債債	5.11	5.08	4.86	5.00	4.92	4.97	6.04	6.83
		株式(額面)	3.41	1.31	2.19	5.58	6.47	8.46	8.21	3.77
		債券(額面)	41.95	35.11	38.28	35.31	39.37	36.03	37.65	37.65
		株式(額面)	6.63	5.32	7.50	5.55	8.57	4.84	2.10	1.43
	債券(額面)	20.78	41.15	36.52	37.43	29.47	36.46	26.73	28.80	
	合計			100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
	負債	通貯蓄性預貨	10.63	10.42	8.09	8.40	8.68	7.08	14.21	17.89
		債債債債債	4.49	4.40	3.69	3.77	3.81	3.93	4.45	5.68
		株式(市場)	2.99	1.15	1.67	4.21	5.01	6.69	6.06	3.14
債券(額面)		49.09	43.74	53.12	51.19	53.02	49.63	54.03	48.17	
株式(額面)		5.81	4.61	5.69	4.19	6.64	3.82	1.55	1.19	
合計			100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	
投資信託	負債	株式	16.91	12.47	13.57	12.14	17.15	14.47	17.66	20.19
		市中借入	28.96	26.15	36.27	34.95	30.88	28.12	24.86	19.42
合計			100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
保険会社	資産	通貯蓄性預貨	5.34	4.85	3.95	3.57	3.09	2.89	3.43	3.38
		債債債債債	1.73	1.83	1.51	1.68	1.62	1.63	1.08	1.08
		株式(額面)	0.50	0.31	0.39	0.45	0.38	0.36	0.49	0.86
		債券(額面)	0.73	0.68	0.88	0.79	0.58	0.60	0.73	1.07
		株式(額面)	2.28	1.44	1.52	1.28	0.93	0.79	0.71	0.67
	債券(額面)	38.14	33.24	30.52	29.57	31.07	30.54	29.95	28.74	
	株式(額面)	1.78	1.69	1.60	1.63	1.52	1.41	1.34	2.22	
	債券(額面)	49.52	55.91	59.62	61.01	60.81	61.77	62.27	61.98	
	合計			100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
	銀行	資産	通貯蓄性預貨	3.26	3.16	3.63	3.61	4.36	3.75	4.11
債債債債債			3.22	3.05	2.99	2.99	3.07	2.53	2.64	2.98
株式(額面)			3.22	3.90	3.94	4.27	4.35	4.18	3.12	3.52
債券(額面)			3.67	3.71	4.25	4.31	4.54	4.25	3.61	3.46
株式(額面)			1.68	1.67	1.73	1.91	2.31	2.21	2.13	2.14
合計			84.95	84.49	83.47	82.91	81.35	83.09	84.39	83.93
合計			100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

の景気循環の基準日付は、32年6月が山、33年4月が谷、36年11月が山、37年11月が谷である。

個人部門について見ると、残高で見た通貨(現金、当座預金、短期預金)の全金融資産に占める割合は、昭和32年末の23.35%から傾向的に低下して、

第2表 金融資産負債取引表 単位10億円 ()は構成比率%

		昭33	34	35	36	37	38	39
個人資産	通貨	150.5 (11.83)	314.1 (18.12)	441.3 (19.96)	561.3 (19.27)	533.0 (19.45)	690.5 (21.43)	720.8 (19.37)
	貯蓄性預金	661.8 (52.02)	825.5 (47.63)	905.4 (40.95)	960.1 (32.96)	1,151.7 (42.04)	1,478.2 (45.87)	1,870.4 (48.56)
	信託	50.8 (3.99)	75.5 (4.37)	85.7 (3.88)	107.7 (3.70)	143.8 (5.25)	200.0 (6.21)	266.3 (7.16)
	保険	170.5 (13.40)	20.26 (11.69)	241.8 (10.94)	285.0 (9.78)	323.5 (11.81)	128.9 (10.05)	322.3 (8.66)
	債券	45.1 (3.54)	83.0 (4.79)	89.7 (4.06)	63.0 (2.16)	124.2 (4.53)	323.8 (4.00)	191.6 (5.15)
	株式	128.8 (10.12)	128.8 (7.43)	190.1 (8.60)	423.1 (14.52)	368.8 (13.46)	344.2 (10.68)	389.9 (10.48)
	投信受益証券	64.8 (5.09)	101.5 (5.86)	257.0 (11.62)	512.1 (17.60)	94.7 (3.46)	56.9 (1.77)	23.6 (0.63)
(小計)	1,272.3 (100.00)	1,731.0 (100.00)	2,211.0 (100.00)	2,913.0 (100.00)	2,739.7 (100.00)	3,222.5 (100.00)	3,721.9 (100.00)	
法人企業(証券会社をのぞく)資産	通貨	192.9 (31.77)	199.1 (27.85)	300.0 (33.90)	258.9 (22.23)	405.7 (24.18)	1,324.4 (45.82)	474.6 (23.95)
	貯蓄性預金	302.9 (49.88)	346.5 (48.46)	374.0 (42.26)	524.7 (45.05)	865.3 (51.58)	1,176.0 (40.69)	815.5 (41.16)
	信託	26.9 (4.43)	42.5 (5.94)	52.2 (5.90)	73.2 (6.29)	108.8 (6.44)	122.9 (4.25)	84.7 (4.27)
	債券	27.5 (4.53)	51.6 (7.22)	47.9 (5.41)	62.4 (5.36)	100.4 (5.98)	124.7 (4.31)	113.2 (5.71)
	株式	57.0 (9.39)	75.2 (10.52)	110.8 (125.2)	245.4 (21.07)	198.6 (11.83)	142.1 (4.92)	493.4 (24.90)
	(小計)	607.2 (100.00)	714.9 (100.00)	884.9 (100.00)	1,164.6 (100.00)	1,678.8 (100.00)	2,890.1 (100.00)	1,981.4 (100.00)
負債	事業債	57.9 (3.93)	144.7 (7.71)	152.8 (5.85)	385.8 (10.06)	133.0 (3.63)	163.8 (3.27)	152.5 (3.49)
	株式	272.5 (18.49)	274.1 (14.60)	542.8 (20.77)	927.8 (24.18)	769.1 (21.02)	568.5 (11.34)	738.2 (16.90)
	市中借入	1,001.9 (67.97)	1,283.6 (68.36)	1,721.0 (65.84)	2,299.6 (59.94)	2,504.5 (68.44)	4,000.3 (79.79)	3,072.1 (70.33)
	政府借入	110.7 (7.51)	138.3 (7.36)	158.7 (6.07)	178.7 (4.66)	219.4 (6.00)	258.2 (5.15)	369.7 (8.46)
	出資金	31.4 (2.11)	37.1 (1.98)	38.4 (1.47)	44.5 (1.16)	33.6 (0.91)	22.3 (0.45)	35.6 (0.81)
	(小計)	1,474.1 (100.00)	1,877.8 (100.00)	2,613.7 (100.00)	3,836.4 (100.00)	3,659.6 (100.00)	5,013.1 (100.00)	4,368.1 (100.00)

		昭33	34	35	36	37	38	39
銀行部門	現金通貨	17.8 (1.38)	24.9 (1.42)	40.2 (1.71)	30.9 (1.05)	94.4 (2.84)	108.8 (2.33)	25.7 (0.60)
	債券	181.4 (14.09)	250.4 (14.25)	323.5 (13.78)	310.8 (10.56)	284.0 (8.54)	142.7 (3.05)	575.2 (13.43)
	株式	22.6 (1.76)	35.6 (2.03)	64.6 (2.75)	104.1 (3.54)	77.3 (2.32)	87.1 (1.86)	96.2 (2.25)
	市中貸出	1,065.6 (82.77)	1,446.3 (82.31)	1,919.3 (81.75)	2,492.9 (84.85)	2,870.1 (86.3)	4,336.1 (92.75)	3,586.9 (83.73)
	(小計)	1,287.4 (100.00)	1,757.2 (100.00)	2,347.6 (100.00)	2,942.7 (100.00)	3,325.8 (100.00)	4,674.7 (100.00)	4,284.0 (100.00)
投資信託	債券	1.1	10.6	37.6	264.3	-73.0	-43.0	33.8
	株式	64.4	98.0	241.6	278.9	131.1	81.0	-74.3
	コ－ル	9.3	27.5	28.4	25.9	-13.7	6.1	38.3
	(小計)	77.8	136.1	307.6	561.9	44.4	44.1	-2.2
証券	株式	13.8	37.9	30.5	38.4	27.4	-0.2	-39.4
	証券会社貸付	35.6	23.5	42.5	-10.7	69.6	-56.6	-19.6
	(小計)	49.4	61.4	73.0	27.7	97.0	-56.8	59.0
会社債	株式発行	0.8	9.8	7.2	36.6	3.2	18.6	1.6
	市中借入	36.3	12.2	50.9	62.6	80.3	7.1	-20.3
	コ－ル	8.9	37.5	26.8	26.4	16.3	-14.4	-40.8
	(小計)	46.0	59.5	84.9	125.2	99.8	11.3	-59.5

昭和39年末には20.01%となっている。さらに景気循環的には、不況期には比率の低下が見られる。なお投信受益証を株式と合わせて考えるなら、貯蓄性預金とは反対方向に変動している。株式のいわば間接保有である投資信託は、個人部門では貯蓄的動機にもとずいて保有されているのか、あるいは投機的利得を目的として保有されているのかが今後実証的に明かにされなければならない。

法人企業の負債面で見ると、資金調達源泉としての株式と市中借入は大体比率的には反対方向に変動している。株式比率は回復→好況局面にかけて増加しているが、景気局面よりやや遅行する傾向がある。法人企業部門の金融資産選択については、諸金融資産の比率の変動は興味ある動きを示しているが、法人企業の主要行動である投資生産活動との関連で論ぜられねばならない。

保険会社では金融資産としては主として株式と市中貸出である。傾向的には昭和32年から昭和39年にかけて株式の比率が10%低下し、逆に貸出の比率が10%上昇している。保険会社が資産面では、より“銀行的”性格を強めている。

投資信託部門については、昭和36年にはボンド・オープンなど債券対象の投資信託の導入によって、債券保有割合が増加している。しかしその後はその比率も低下傾向にある。注意すべきは相当割合が、コール・ローンとして証券会社部門へ流出している点である。また、投資信託と証券会社を合した「証券」部門を考えて見ると、昭和33年末から35年末までは、コールの出し手であるが、36年以降は取り手に転じている。

残高表の資産（負債）構成比率では、ストック量が大であるため、その変化量の測度としては鈍感であるので、取引表（残高の変化表）を見る。その構成比率を計算すると第2表のごとくなる。

3

資金循環表の基礎となる、金融資産・負債残高表の構造は次のごとくである。いま経済が n コの部門に分割され、また金融資産（負債）の種類が m コあるとする。 a_{ij} , l_{ij} を第 j 部門の保有する第 i 番目の種類の金融資産および金融負債とする。また f_j を第 j 部門の資金余剰（マイナスの場合は資金不足）とする。資金循環表においては複式簿記の原理から次の諸関係が恒等的に成立している。

$$(1) \quad \sum_{j=1}^n a_{ij} = \sum_{j=1}^n l_{ij} \quad (i=1, 2, \dots, m)$$

$$(2) \quad \sum_{i=1}^m a_{ij} = \sum_{i=1}^m l_{ij} + f_j \quad (j=1, 2, \dots, n)$$

$$(3) \quad \sum_{j=1}^n f_j = \bar{b}$$

ただし \bar{b} は外貨準備高を示し、封鎖体制を考えるならばゼロと考えてよい。さて式の数 $(m+n+1)$ コであり、変数の数は $(2mn+n)$ コである。形式的には $(2mn-m-1)$ コの変数が外生的に与えられれば残余の変数は内生的に(1), (2), (3)により決定される。もちろん残余の“内生”変数の係数(1か0)マトリックスの行列式が正則でなければ一意解はえられない。逆に言えば、この条件を充すように外生変数を指定しなければならない。実際の資金循環表では、部門および金融資産の性質上、多くの要素はもともとゼロである。たとえば中央銀行以外の部門に現金通貨が負債面に来ることはない。

最近の日本の金融資産・負債残高表より主なもののみを抜き出して見れば大体、第3表のごとくなる。

いまもし、まず目がすべてつまっているとすれば、変数の個数は $2mn+n=105$ である。しかし現実には有意義なものは39コである。恒等式の数 $(m+n+1)=16$ コである。したがって外生的に先決すべき変数は23コでよいことになる。そこで次に、どの様な方法で先決変数を選び出し、それを外生的に決定するかということが問題になる。次の三つの方法が考えられる。

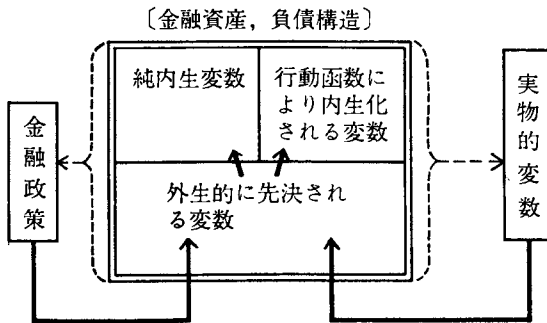
- (イ) 実物変数と金融変数との関連より決定する方法。例えば個人可処分所得と、家計の保有現金 (M_5) とに密接な相関関係が存在するならば、予想個人可処分所得より M_5 を推計する。
- (ロ) 政策的に決定される変数。例えば中央銀行が公開市場操作で、ある特定額の金融債を買い上げるならば、 FB_1 が政策的に先決される。
- (ハ) 各セクターの資産・負債選択行動によって、あるいは特定金融資産の安定的なセクター分布より推定が可能な場合。例えば家計の貯蓄預金 (SD_5) と株式 (ST_5) との選択行動が既知であるような場合には、独立に推計した式より変数の個数を減ずることが出来る。(あるいは式の数を増やし、内生変数を増やすことが出来ると考えてもよい。) あるいは、銀行部門に

第3表 簡略化された金融資産・負債表

	1. 中央銀行		2. 銀行		3. 仲介的 金融機関		4. 企業		5. 家計		合計	
	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. M		現金	現金		現金		現金		現金		× ×	× ×
2. DD				預金通貨	預金通貨		預金通貨		預金通貨		○ ○	○ ○
3. SD				貯蓄預金			貯蓄預金		貯蓄預金		× ×	× ×
4. FI						仲介的 金融負債	仲介的 金融資産		仲介的 金融資産		○ ○	○ ○
5. FB	金融債		(金融債)	金融債			金融債		金融債		× ×	× ×
6. BB	事業債		事業債		事業債		事業債	事業債	事業債		○ ○	○ ○
7. ST			株式		株式		(株式)株式	株式	株式		× ×	× ×
8. NL	日銀貸出			日銀借入							○ ○	○ ○
9. BL			銀行貸出					銀行借入			× ×	× ×
10. CM			コール	コール	コール						○ ○	○ ○
F								資金不足		資金余剰		外貨準備
合計	× ×	× ×	○ ○	○ ○	× ×	× ×	○ ○	○ ○	× ×	× ×		

証券市場とマネー・フロー

における準備現金 (M_2) と預金 ($DD_2 + SD_2$) との関連が密接であれば、それを別個に時系列統計より推計して用いる。あるいは企業の負債側の事業債 (BB_4) と株式 (ST_4) の選択行動が既知であればこれを利用する。この方法で問題になるのは行動関数の中にどうしても諸利率を変数として導入しなければならない点である。日本においても今後“金利の自由化”に伴ってこの行動関数決定のための情報は増加するであろう。最後に以上の関係を図示する。



(本稿は昭和39年12月19日、神戸大学金融研究会の報告に加筆したものである。)

利子率の期間別構造

についての予想理論

大野喜久之輔

不履行の危険性をもたないで、ただ満期時期が異なる点だけで相違する証券についての利子率相互間の関係、すなわち利子率の期間別構造についての予想理論の最近における展開を追跡し、予想理論のもつ性格、ならびにその政策的含意について論及することがここでの目的である。

1. 予想理論の前提と内容

まず、予想理論の前提から明らかにしてみよう。予想理論においては、貸付資金の市場は、商品の先物市場と類似した、貸付資金の先物市場として分析される。すなわち、例えば、来る12月に引渡されるべき小麦について市場と価格とが今日存在するのと同じように、将来の任意の時期に任意の期間にわたって引渡されるべき貸付資金あるいは貨幣について現在価格が原則として存在するものとすれば、利子率構造については以下の前提にもとづいて予想理論を構成することができる。

すなわち、(1)投資家のうちのかなりの部分を占める人たちの観点からすれば、満期の異なる証券が相互に完全に代替的である、(2)これらの投資家は先物利子率に関する、確信のある一義的な予想にもとづいて、予想される受取額の現在価額を極大にしようとする、(3)予想にもとづいて行動している投資家が全投資可能資産のうちの十分に大きな部分を支配しているという前提をおけば、(2)で想定した投資家たちの合理的行動の結果として、利子率の均衡的な期間別構造は専ら現在利子率と先物利子率との関数として表わされることになる。例えば、満期までに n 期間の経過を要する証券に対する現在利子

率と、一期間ものの現在ならびに先物利子率との関係は

$$(1) R_{n,t} = [(1+R_{1,t})(1+{}_t r_{1,t})(1+{}_{t+2} r_{1,t}) \cdots (1+{}_{t+n-1} r_{1,t})]^{\frac{1}{n}} - 1$$

として示される。ここにおいて、 t は現在の時期であり、 $R_{n,t}$ は n 期間で満期になる証券に対して t 期においていきわたっている利子率であり、また ${}_t r_{1,t}$ は一期の証券に対して $t+i$ 期にいきわたるであろうと t 期において予想されている利子率である。ここに明らかなように、上の前提からすると、利子率の均衡的な期間別構造は、現在利子率と先物利子率の関係として示される。これとは逆に、期間別利子率構造が与えられると、そこから先物利子率を導くことができる。例えば、 j 期さきいきわたると t 期において予想される先物短期利子率は

$$(2) {}_{t+j} r_{1,t} = \frac{(1+R_{j+1,t})^{j+1}}{(1+R_{j,t})^j} - 1$$

である。

(1)式にみられるように、長期利子率が現在ならびに先物短期利子率の幾何平均として表わされることから、(1)短期利子率と長期利子率とは原則として同じ方向に変動する、(2)長期利子率の変動の幅は短期利子率のそれよりも小さくなくてはならないという長・短利子率間の理論的な関連が明らかになるが、予想理論はこれを論理的におしすすめていくと、以上に加えて政策論的には、(3)市場における最短期証券によろうが、最長期証券によろうが、貨幣当局は公開市場操作によって長期利子率に相当の影響を及ぼすことを十分に期待することはできない、(4)貨幣存在量を不変のままにとどめるような、異なった満期期間の証券をふくむ公開市場操作、すなわちスワップは利子率構造を不変のままにとどめるであろうということを含意するものである。

このような前提と内容をもつ予想理論に対して、これまでしばしば批判がなされてきた。これらの批判は経験的な論拠からなされたものであって、現実においては、予想理論が前提としているように、予想は的確でもなければ確実でもない。したがってまた、期間の異なる証券を相互に完全に代替的であるとはみなさないような投資家が存在し、投資家の大部分は危険嫌悪者であって、満期期間の異なる証券の相対的保有量を掛けつなぎ、流動性、ならびにその他の制度的な考慮にもとづいて決定する、というように考えられている。

さらに、予想理論の内容が経験的な事実と合致するかどうかについての批判的な研究もなされてきた。これらの検討においては、予想が直接に観察できないので、 $t+n$ 期において実際にいきわたった利子率を、 n 期さきにおいていきわたると t 期において予想された短期利子率に代置するということが行なわれる。そうした上で、もし t 期における長期利子率がその期の短期利子率と、「正確に」予想された短期利子率との幾何平均に等しいことが見出されたならば、予想理論は確証をえたものとみなされ、もしそうでなければ、予想理論は拒否されるのである。ところで、このような検証の結果は予想理論にとって有利なものではないことはわかりきっている。というのは、批判者自身が知っているように、現実の市場における予想は的確でも確実でもないからである。

しかしながら、これらの批判によって予想理論が完全に論駁されたというには、批判そのものの論拠が薄弱であるし、またその検証の仕方も厳密性を欠いている。すなわち、現実において個々の投資家別にみた場合に、危険嫌悪の要素の認められるものが存在するとしても、予想理論が成り立つためには、不確実性について無関心であり、同じような予想をもっている投資家のグループに資金が十分に融通されていることが必要であるにすぎないからである。大多数の投資家または代表的な投資家の態度が不確実性について無関心であるのか、あるいは反対に危険嫌悪的であるのかということは、何らかの先験的な論拠から決定しえない経験的事項に属する。また、検証についていえば非現実的な完全予見を想定して現実の資料でもって検証するのであるから、結果が予想理論にとって不利になっているのであって、そのような検証は予想理論の有効な検証たりえない。というのは、「予期されたことは実現されないかもしれないが、しかもなお、それらは予想理論で主張されているような仕方ですり率構造を決定する。」からである。すなわち、これまでの予想理論批判者は完全予見の想定の上で予想理論が確証をえなければ、そこから直ちに予想にもとづくモデルは無効であり、現実の投資家の態度は危険嫌悪にもとづいて、掛けつなぎ、流動性、ならびにその他の制度的な考慮によってもっともよく説明することができるものであった。しかしながら、現実において完全予見の想定が認められないからといって、すべての投資家が危険

を嫌悪するわけではなく、また予想にもとづく行動が消滅するわけでもない。予想されたことが実現されない場合においても、予想に修正を加え、このように修正された予想にもとづいて投資家の行動が律せられることも十分に考えられるからである。実際、メーゼルマン (D. Meiselman) によって展開された予想理論の新しい検証は、不完全予見のもとにおいて錯誤にもとづく予想の修正ということを取りあげ、錯誤がありながらもなおかつ予想がいかに投資家の行動を律するものとして貫徹しているか、したがって利子率の期間別構造がいかに予想要因によって説明されるものであるかについて解明したものにほかならない。したがって、メーゼルマンにおいては、これまでとは違い、利回り曲線を、それと同時に存在していた予想に相関させることによって、理論の検証を行なうという方法はとられない。代りに、利子率の水準ではなくその変化を、予想の修正を組織的にひき起す諸要因と結びつけることによって検証が行なわれるのである。

メーゼルマンのモデルは次節で示すことにして、以上から明らかなように、かれにあっては先物利子率についての予想の変化が中心にもちこまれている。いいかえるならば、そこでは将来の利子率に関する予想の弾力性が重要な要因となっているのである。上記した不確実性の世界における予想理論の展開とならんで、将来利子率の予想に関する弾力性の問題をとりあげた点において、メーゼルマンは予想理論の発展においてきわめて大きな貢献をしたといえることができる。予想の弾力性に関する問題が予想理論の内容と含意とを考える場合にきわめて重要であることは、つぎに示すところから知られるであろう。

いま予想理論によって(1)式の関係が成り立っているものとする。もし貨幣当局が利子率一般に対して影響を与えようとし、そして、もし将来の短期利子率の予想が完全に非弾力的であるとすると、 R_{1t} の変化に対して R_{nt} が変動すると期待される大きさは、 R_{1t} についての R_{nt} の偏導関数によって与えられる。すなわち、

$$(3) \quad \frac{\partial R_{nt}}{\partial R_{1t}} = \frac{[(1+R_{1t})(1+r_{t+1}r_{1t})(1+r_{t+2}r_{1t})\cdots(1+r_{t+n-1}r_{1t})]^{\frac{1}{n}}}{n(1+R_{1t})} \\ = \frac{(1+R_{nt})}{n(1+R_{1t})}$$

である。 R_{1t} についての R_{nt} の導関数は n が大きくなるにつれて減少し、生起すると正当に予想されるすべての利率についてゼロと1との間にある。(3)式から明らかなように、利率の水準に影響を及ぼすように企てられた活動は、将来利率に関する予想が影響をうけなければ、長期利率をして短期利率に比べてほとんど変化しないままにしておくであろう。このことは、直接働きかける証券が長期証券であろうが、短期証券であろうが真実である。予想理論の内容と含意としてはじめにあげたものが導かれるのは、(1)ならびに(3)で形式的に示されるようなモデルからなのである。このことは、これまでの予想理論が将来利率についての予想を完全にか、または少なくともきわめて非弾力的であるとみなしていたことを意味する。したがって、もしメーゼルマンによって明らかにされたように、将来の短期利率についての予想の修正が行なわれ、かくして予想の弾力性が無視しえないものであるとするならば、これまでの予想理論の内容と含意についても当然に再検討を行なわなければならないことになる。

2. 予想理論の新しい検証

メーゼルマンは予想理論についての新しい検証を行なうにあたって、(1)、(2)式で示されるような現在利率と将来利率との関係をもとにして、次のような想定にもとづいてモデルを構成する。

「 t 年のはじめにあたって、人は一年前にいきわたっていた市場利率を回顧することができる。これらの利率から、 t 年のはじめにあたっていきわたると予想されていた一年ものの利率を導くことができる。しかるのちこの予想利率を t 年のはじめにおける一年貸付に対する現実の市場利率と比較することができる。もし現実の利率が予想されたものよりも高いのであれば、市場は将来における短期利率がいかなるものでありそうであるかについての予想を上方に組織的に修正するかもしれない。同様に、もし現実の利率が予想されたものよりも低いのであれば、市場は将来の短期利率についての予想を下方に組織的に修正するかもしれない。

かくして、われわれは、先物短期利率は短期利率を予測することにつ

いての錯誤にもとづいて変化するという重要な仮説を得る。すなわち、

$$(4) \quad {}_{t+n}r_{1t} - {}_{t+n}r_{1,t-1} = f(R_{1t} - {}_t r_{1,t-1})$$

または

$$(5) \quad \Delta_{t+n}r_{1t} = g(E_t)$$

であって、ここにおいて E_t は予測の錯誤、すなわち現実の一年ものの利子率と、いきわたると予想された一年ものの利子率との差である。もしわれわれが関数関係を線型であると想定するならば、上記は

$$(6) \quad \Delta_{t+n}r_{1t} = a + bE_t$$

として表わされるであろう。」

メーゼルマンはこのモデルについて、デュランド (D. Durand) とウィン (W. J. Winn) によって編集された社債の基本利回りに関する年別資料を用いて検証している。検証の結果、「満期時期によって分類された一年ものの先物利子率の変化は、実際に、1901—1954年の時期にわたる54年の年別観察事項について、予測の錯誤と高度に相関している。」ということである。

細かくみるとこの結果には四つの主要な特徴がふくまれている。すなわち、第一に、先物利子率における第一定差と予測の錯誤との相関関係は密接で正の関係にある。第二に、相関関係は従属変数の満期時期とは逆に変化する傾向がある。第三に、回帰係数したがって予測の錯誤に対する先物利子率の感応性もまた信頼しうる程度に、かつ従属変数の満期時期とは逆に、変化する傾向がある。第四に、回帰方程式の常数項のいずれもがゼロとほとんど異ならないというのがそれである。

これらの特徴について経済学的な意味を考えるとつぎのようにいいうるであろう。第一に、高い相関係数が得られたことは、先物利子率、または予想理論で含意されている予想の動きのうちの主要な部分が、一年ものの証券の利子率の予測における錯誤によって説明されうるとことを示している。いいかえると、予想修正のための錯誤を知る (error-learning) 機構によって補足された予想理論は資料によって支持される。第二に、このモデルの成すところは、従属変数を包含する予想がその期限を増大していくにつれて減少する。この結果は驚くにあたらない。というのは、投資家たちは、現在から一年先の利子率の水準に関しては確固とした予想をもち、またこれらの

予想にもとづいて諸決定をなすのであるが、数年先の将来において利子率がどれほどであるかについての予想はせいぜいのところでも不明確でありそうであるし、その結果として、例えば8年ものの証券に対しての1年ものの証券の保有量を、かなりの程度まで将来の短期利子率についての予想とは異なる考慮にもとづいて決定する、と想定するのが合理的であるからである。第三に、投資家たちは長期予測よりも短期予測をより真剣にうけとりがちであるから、前期の予想が正しくないことが判明した場合には、かれらは短期予測の方をより大きな度合いで修正する。第四に、メーゼルマンの結果のいま一つの特徴も経済学的に十分意味をもっている。ゼロとはかなり異なる常数項は、予想が正しいと判明した場合においてさえ、(常数項が正の事態にあっては)上方または(負の場合においては)下方のいずれかへ投機家はその予想を修正することを示すものであろう。資料によって示唆されるゼロに等しい常数項は、前期の予想が実現された場合には、投資家たちはその予想を修正しないでおくことを意味している。

メーゼルマンは短期利子率のみならず、長期利子率の予想されない変化についても錯誤と関連づけて検証したり、錯誤と修正との間に一定の遅れを想定して相関関係を検討してもいる。また上記の54年間を時期的に区分して一層詳しい分析をも試みている。しかしここではそれを跡づけているいとまはない。

また、メーゼルマンと基本的には軌を一にする着想にもとづいてウッド、(J. H. Wood) によって同様な検証が行なわれていることは注目すべきである。かれの研究の結果としてメーゼルマンのと本質的には同一の結論が得られていることが指摘できる。

3. 新しい予想理論の含意と残された問題

完全予見を想定する非現実的な世界においてでなく、現実的に、予測に錯誤がある場合において、なおかつ予想理論が現実を説明する理論として意味をもちうるものであるかどうかについての検証を、予想修正のための錯誤を知る機構を予想理論に導入、補強して実施し、予想理論に強固な実証的根拠

を与えたメーゼルマンらの貢献は高く評価されなくてはならないであろう。しかしながら、予想理論そのものの発展からすると、かれらの功績は、その検証によって a または b などの係数が推定され、モデル分析を通じて貸付資金市場における予想の形成についての実態がかなり明らかになって来たということとは違ったところに求められるように考えられる。

すなわち、第1節でのべたように、これまでの予想理論は将来利子率についての予想を完全に、あるいは少なくともきわめて非弾力的であると想定して構成されたものであり、そこからこれまで予想理論で含意されていた種々のことがらが導かれたのであった。しかるに、かれらの検証の結果として現在の短期利子率の変化に対する先物短期利子率の期待の感応性がかなり高いものであり、また現在の短期利子率の変化に対する長期利子率の変化の感応性が相当に高いものであることが示されたとする、これまでの予想理論はその妥当性を失うものであるといわなくてはならない。より正確に言えば、予想理論は将来利子率の予想の弾力性を考慮に入れたものとして展開されなければならない、この意味からすれば、これまでの予想理論はその弾力性に特殊な値を想定して理論構成された特殊理論であるにすぎないといえるであろう。

予想理論の理論としての発展にとっての意義を以上のように指摘するならば、この新しい展開は同時に、予想理論の含意においても一定の修正を必要とするものでなくてはならない。すなわち、長期利子率は依然として現在ならびに先物短期利子率の幾何平均として表わされ、(1)短期利子率と長期利子率とは原則として同じ方向に変動する。(2)長期利子率の変動の幅は一般的には短期利子率のそれよりも小さいということに変わりはないが、新しい予想理論はその政策的な含意としては、以前とは異なって、(3)市場における最短期証券によっても、最長期証券によっても、貨幣当局は公開市場操作によって長期利子率にある程度の影響を及ぼしうることを十分に期待することができる。(4)貨幣当局の行なうスワップは利子率構造を変化させる、ということをつくむものであるといわねばならない。

政策論的な含意として、いま一つ予想理論の構造からみた場合に、貨幣当局は利子率の水準と構造とに関連して、ある種の政策の組合せを採ることが

できないということを主張できる。例えば貨幣当局は利子率一般の引下げと、長短利子率の較差の縮小とを同時にひき起そうとする場合に、きわめて大きな困難にぶつかるであろう。

以上、われわれは予想理論の新しい展開の意義ならびにその含意するところについてのべた。新しい予想理論はかなり厳密な検証をうけ、経験的な事実によって支持されることが明らかとなつて、そのプロジビリティも倍加したことは疑い得ない。しかしながら、新しい予想理論によって貸付資金市場の予想の形成、投資家の反応についてかなりのものが明らかとなつたからといって、利子率構造に関する理論としてこれで満足すべき段階に到達したとはいえないことも事実であると考えられる。ここでは検証に用いられている資料の制約、仮定の大胆さについてふれようとは思わない。ただ、検証の結果からは未だ残されている問題、ならびにモデルのもつ性格と制約に関連して若干のことをのべるにとどめる。

第一に、新しい検証の結果として貸付資金市場における投資家の態度としては予想にもとづいて投機を行なうタイプのものが支配的であり、危険嫌悪から掛けつなぎ流動性ならびにその他の制度的な考慮にもとづいて行動するタイプのものが背後におしやられるとみられるのであるが、それでは現実においてそのタイプの投資家の担い手になっているのはどのような投資家であり、またかれらはそのための十分なる資金をどこから調達しているのであろうか。このことに関連しては制度的に分類された投資家別の行動についての研究が必要であると考えられる。

第二に、満期期間が大きくなると、先物利子率の予想、したがって長期利子率は次第に現在利子率に対する反応を示さなくなるが、このことは満期期間の大きい利子率が予想以外の要因によって定まることを示すものであろう。しかし、そうとすればこれはまた長期利子率については何らかの正常利子率に関する人々の観念、あるいは何らかの制度的要因がその決定の背後によこたわるとする考えを容認するものとなると考えられるが、新しい予想理論の提唱者はそのことについては何ものべていない。

第三に、メーゼルマンによる時期別の回帰分析では、1930年以後において $a > 0$ であることが確かめられているが、 $a > 0$ がこの時期において支配的

であった利回り曲線の形に合致するからといって、それで分析が終るのではない。事実と合致することと事実を説明することとは別である。いまの場合、 $a > 0$ あるいはそれを裏打ちする事実がなぜ生じたのか、このことについての研究が必要であろう。

第四に、モデルの性格に係る表現を用いれば、新しい検証に使用されたモデルでは、市場における種々な貸付資金についての需給関係が利子率の水準ならびにその構造の決定に反映しないようなものとなっている。このことから例えば、利潤率あるいは価格の変化、貯蓄、投資の関係の動き、貸手の態度または部門別にみた貸手の相対的ウェイトの変化、種々の金融機関の活動、公債の大きさならびにその構成の変化等が利子率構造にいかなる影響を及ぼすのであるか、ということについての分析が行なえない。したがってまた、このモデルの段階においてはそれは未だ政策決定のための信頼できる基準を提供するものとはなっていないようである。

以上は筆者が昭和40年2月20日に神戸大学金融研究会で行なった報告の要旨である。なお、この報告にもとづいて筆者は国民経済雑誌、昭和40年3月号に同題目で論文を発表したので、本要旨では参考文献その他に関する注釈を省略した。

低開発国金融の基礎的問題

藤 田 正 寛

1

低開発国の金融問題は、何よりも低蓄積による資本不足による資本の受入態勢の整備にあるといえる。

そもそも、低開発国については生活水準が低いこと、1人当りの実質所得水準が低いこと、農業国または、モノカルチャ経済、資源や人口が不完全雇用状態にあることなどが特質として数えられる。⁽¹⁾このことは換言すれば、面積に比べ人口比率の低いこと、利率が高い資本不足国、工業生産や工業人口の総産出量や総人口の比率が低いこと、豊富な自然が未開発のままであること、産業が幼稚産業の状態にあることなどが考えられ、しかも、資本財の輸入を必要とし、外貨獲得のための輸出産業は第一次産品であること、自立か援助に頼るかが、いまや工業化→近代化のための経済計画にとり重要な岐路となっている国を指すのである。

さらに、低開発国は産業構造の単一さにもかかわらず、龐大な資金投資が必要であるのに金融構造、企業構造が伴わぬために投資の効率、企業資金の availability がともに低く、消費のデモンストレーション⁽²⁾効果が大きく作用するためにインフレ体質は一向に是正されず、貧困の悪循環から脱却することができないままである。

しかし、一様にインフレ体質をもつといっても、低開発諸国にも、地域に

(1) G. Myrdal, *Economic Theory and Underdeveloped Region*, 1957 (小原敬士訳「経済理論と低開発地域」東洋経済新報社, 1959年)

(2) J. S. Dusenberry, *Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior*, 1949. (大熊一郎訳「所得、貯蓄、消費者行動の理論」巖松堂, 1961年)

より、民族により、また民族の潜在能力や性格による質的相違のあることはいうまでもない。アジア地域のインフレーションが欠乏インフレともいわれ、ラテン・アメリカの場合に消費インフレ的側面が強調されるのは二重構造をもつ低開発国経済の構造的的特異性をぬきにしては考えられない。

低開発国にとり、ひとしく特色としてあげられる貧困の悪循環、すなわち、貧困→低実質所得→栄養不良→不健康→低生産性→貧困と、資本形成の供給面と需要面の低開発均衡、すなわち、低所得水準→低貯蓄能力→資本不足→低生産性→1人当り低実質所得(供給側)＝低実質所得→低購買力→低投資誘因→資本不足→低生産→低所得水準(需要側)のケインズの⁽³⁾図式は現実妥当性をもっているようである。

一般に、低開発国はひとしく低貯蓄→低所得→低投資誘因と定型化して考えることはできず、むしろ、投資機会は逆に豊富な場合も地域により存在するわけである。また、貨幣経済と非貨幣経済の交錯度についても一律に規定することはできない。これらの事情からおこるインフレーションの收拾策についても、いわゆる正統的金融・財政政策によるものと、いわゆる構造派と呼ばれる学派の見解があることから低開発国の金融問題の基礎的接近は注目されねばならない。

2

低開発金融のインフレ体質分析における基礎的問題は強制貯蓄と投資機会の関連であろう。

まず、強制貯蓄の分析には2つの前提がある。すなわち、第1の前提は閉鎖的完全雇用経済である。ここでは投資機会が十分に保証され、資本財生産労働にも十分な賃銀が確保され、資本形成率および実質所得の成長率は貯蓄水準により決定される。

第2の前提は低貯蓄は信用貯蓄を伴うことである。すなわち、個人のもっている貨幣資本や銀行その他の信用創造機関の投資にたよっている現代経済にあっては、資本財生産は銀行信用を支柱としており、賃銀、消費財生産を

(3) 拙稿「低開発国の金融問題」(川合一郎編「金融論講座」4、有斐閣、1960年)

犠牲として生産を拡張している。消費財生産を一時的に低水準のままとしておき、物価を騰貴させることは低貯蓄となるわけであり、このことは強制貯蓄は、つねに信用拡張につながることの証拠でもある。

強制貯蓄によって雇用は増大せず、労働の生産性が増大する。強制貯蓄は、不十分な需要による失業をもつ経済には不適当な概念であるが、生産要素の協同のない偽装失業の存在するかぎり、先進国においても、低開発国においても、ともに雇用増大より強制貯蓄はその重要性が低い。

完全雇用前提については経済活動と資本財、消費財生産部門の二分性のあることが特質となっている。低開発国の経済は農業、サービス、工業用消費財生産などの消費財部門をもっているのに反し、資本財部門は弱体不完全であり、自由世界の金属製品の生産の95.2%、基礎的金属(鉄・石炭など)の93%はアメリカ、カナダ、ヨーロッパの各国に集中しており、銀行資金も低開発国に対しては、第一次産業、土地開発にかぎって投入され、他の部門へはほとんど融資されていない。信用拡張は資本財の輸入が低開発国では、工業化が進んで、一様に拡大すると、これに伴う消費財輸入によるデモンストレーション効果を増大するばかりで、投資資金の効率はきわめて不満足な結果となる。このために勢い、強制貯蓄が問題となってきている。

資金の源泉としては銀行の信用創造力が、つぎには貸付資金となる所得と自発的貯蓄が前提となるが、 S を事前の貯蓄、 I を投資、 M を通貨または信用とすると、強制貯蓄はつぎのようである。

$$I_t = S_t \quad (1)$$

$$I_{t+1} = S_{t+1} + (M_{t+1} - M_t) \quad (2)$$

$$FS = I_{t+1} - S_{t+1} = \rho \Delta M \quad (3)$$

ここでは、 $0 \leq \rho \leq 1$ であり、投資に向けられた追加的貨幣部分をいみずるものとする。

一方では、強制貯蓄は直接、信用拡張に結びつかず、貯蓄の増分と考える。

いま、 S を国民生産のうちの貯蓄シェア(%), w_t を物価騰貴前の賃銀のシェア(%), w_{t+1} を物価騰貴後の賃銀シェア(%), π_t を物価騰貴前の利潤シェア(%), w_{t+1} を物価騰貴後の賃銀シェア(%), π_{t+1} 物価騰貴後の利潤シェア, a_1 を w からの平均貯蓄性向(APS), a_2 を π からの APS とすると、強制

貯蓄 FS はつぎのようになる。

$$S_t = a_1 w_t + a_2 \pi_t = S_{w_t} + S_{\pi_t}$$

$$(S_{w_t} = a_1 w_t, S_{\pi_t} = a_2 \pi_t) \quad (4)$$

$$S_{t+1} = a_1 w_{t+1} + a_2 \pi_{t+1} = S_{w_{t+1}} + S_{\pi_{t+1}} \quad (5)$$

$$FS = S_{t+1} - S_t = a_1 (w_{t+1} - w_t) + a_2 (\pi_{t+1} - \pi_t)$$

そして $FS > 0$ (6)

強制貯蓄は再分配される資金の源泉であり、信用拡張の直接的実質効果であるといえる。

また強制貯蓄は低金利政策によって投資が急激に増大して、流動性選好を満足させるために貨幣残高を増大したと考えると、

$$\text{事前の貯蓄} = \text{事後の貯蓄} = \text{事後の投資} > \text{事前の投資}$$

$$\text{強制貯蓄} = \text{事後の貯蓄} - \text{事前の投資}$$

一度、貯蓄が増大すれば、利用可能な事前の投資はつぎの条件に到達するまで投資は増大する。すなわち、

$$\text{事前の貯蓄} = \text{事後の貯蓄} = \text{事後の投資}$$

そして、強制貯蓄は信用拡大にだけ影響をうけるから、(3)、(6)より

$$\rho \Delta M \cong a_1 (w_{t+1} - w_t) + a_2 (\pi_{t+1} - \pi_t)$$

となるわけである。

このように考えると、結論的には強制貯蓄は資金の源泉でも、資金の形態でもないといえる。純信用創造は、強制貯蓄が信用拡大効果をおこす資金の源泉ではない。強制貯蓄が資金の源泉であるという印象を与えるかぎりでは、誤用ということになるが非自発的貯蓄概念に近い。

この分析では当然、疑問が残るが、その一つは、低開発国では純信用拡張により、投入産出を再分配することが実際に可能であるか否かであり、また、強制貯蓄を拡大させるには信用の拡大限度をどこに求むべきかが問題となるが、これについては既述した通りである。つぎの疑問点としては、19世紀の西ヨーロッパの事情が、こんにちの低開発国にそのままみられるか否かがあげられる。これについては、低貯蓄と純信用創造が資金の源泉として不可欠ということでもある。強制貯蓄は低い事前の貯蓄を補足する信用拡張のために生じたものであることを注目せねばならない。

3

第1、第2の前提に加え、第3の前提として資金割当の原理がある。資金の管理は特殊性をもっている投資機会の反映で決定される。

すなわち、(1)投資機会は生産だけを伴う、(2)商人、農家、製造業に対するスペクトルはいつも豊富で、しかも利潤度の高い投資機会を無制限に供給される。(3)そこでは、つよい開発誘因が存在し、(4)消費は消費者が限界性向を一定としているために、不確定ながら拡大することができる。低開発国に対する経済的解決と道徳的解決はこれらの地域開発についての経済的論議を検討して決定できるものである。

強制貯蓄の割当についての前提は低開発国においてこそ、その存在理由があり、資金分配の基本原則として低開発国において適用できるか否かは、低開発国においては貯蓄が乏しいため、必然的に信用拡張がつよく要望され、強制貯蓄についても、4つの範疇において、その行動を考察できる。

	生産的投資機会		貯蓄		強制貯蓄	
1.	豊	富	豊	富	不	要
2.	豊	富	稀	少	有	効
3.	稀	少	豊	富	不	要
4.	稀	少	稀	少	不	確 定

第2の場合に強制貯蓄は存在価値があり、しかも有効であるため、投資機会は無制限に存在するにも不拘、貯蓄がきわめて不足しておるために成長は遅れる。このことから信用拡張が必要となる。投資機会の豊富なことは信用と投資を関連させるという点でも強制貯蓄の第3の前提、すなわち、割当原理を満足させる。第1の場合は強制貯蓄は不要であり、豊富な貯蓄が投資と($I=S$)均衡している。第3、第4の場合とはともに投資機会の増大策は経済成長にとり絶対不可欠である。

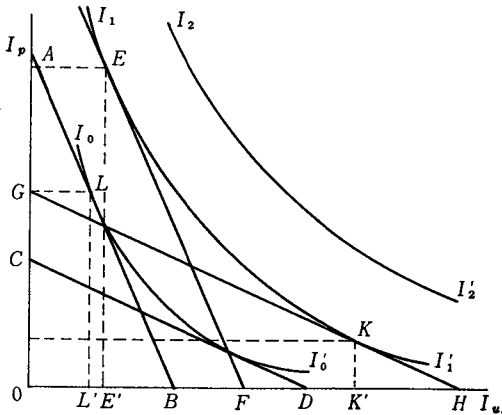
低開発国が強制貯蓄と積極的金融政策を重視するのは、その経済が第2の場合、すなわち、投資機会が多いのに過少貯蓄、資源とくに原料への割当原理が(投資の有効性が大)適合し、しかも、資金の配分が割当を決定するとい

う古典的解決策が有効なためである。

また、低開発国に特有な条件は既述の2条件に加えて、さらに投資可能性の高いことである。すなわち、条件としては(1)低貯蓄、(2)投資意欲あるいは投資性向が高いこと、(3)投資可能性の高いことがあげられる。第1の条件の低開発国適合性はいうまでもない。経常所得と、資本利益からの貯蓄は低開発国でも増大する要素をもっているが、たとえ、貯蓄が土地、金、外国為替の買入れに向けられ、機械や設備資金とならずに生産的資産形態であっても、誤った貯蓄の管理ということはできない。

(4)
第1図において、横軸に不生産投資をとる。この場合の投資とは、負の供給に直接寄与するならば、不生産的でゼロにひとしいものとする。当然、不

第1図



生産投資は金、土地、外国為替などの不生産的資産を含んでいる。縦軸に生産的投資 I_p の量をとれば、投資財の供給面において正 (positive) であれば生産的といえる。しかも、生産的投資 (I_p) も不生産的投資 (I_u) もともに機会価格 (opportunity price) により決定される (ここで機会価格とは、特殊資産が購入されるときに差控

える所得のことである。金、土地、外国為替の購入の場合のような不生産的投資の機会価格は生産的資産のかわりに、不生産的資産を購入する資金として差控える所得であると定義する)。

第1図の機会価格は生産資産の回転率 (rate of return) r_p で測定される。また、不生産投資の機会価格 I_u は生産側の耐久財のように r_p が低いときは、

(4) Markos J. Mamalakis, Forced Saving in Underdeveloped Countries, *Economia Internazionale*, Sept. 1964, pp. 403-436.

つねに一定の市場価格における不生産資産の需要量は不経済なために低いといえる。これに対して r_p が低いときは、つねに不生産資産は一定の市場価格に換算すれば安く、需要量は増大するわけである。

需要量の変化が小であれば、市場価格の変動はおこらぬであろうし、需要量の変化が大であれば、 r_p の変化に対応して変動するのは当然である。 r_p は生産投資の市場価格 I_p 、不生産投資の回転率 r_u 、不生産投資の市場価格 I_u の関係から決定できる。第1図の $I_0I'_0, I_1I'_1, I_2I'_2$ は投資無差別曲線であり、しかも、投資家が無差別に行動する生産資産と不生産資産の組合せの点の系列である。この無差別曲線が示すように投資曲線は国により個人による趣味、知識、社会的価値によって異なる。企業家は資産の限界効用がストックが増大するとともに逓減することを好まないため、この投資曲線の基本性格も同じタイプの資産の附加単位の効果(限界単位効果)をも逓減することを反映することを理解せねばならない。

投資曲線の $I_0I'_0, I_1I'_1, I_2I'_2$ に経常貯蓄により購入できる資産 ($I_p + I_u$) の最大量である予算線はつぎのようになる。なお、経常貯蓄は GNP の割合(%)として測定され、投資曲線の価値をも示すことができる。 $I_0I'_0$ が GNP の10%、 $I_1I'_1$ を GNP の15%とすれば、予算線 AB, CD は GNP の10%の貯蓄を示し、予算線 EF, GH は GNP の15%の貯蓄にひとしい。 K が利用可能資金をあらわすものとする、予算線は

$$\frac{K}{r_u} / \frac{K}{r_p} = \frac{r_p}{r_u}$$

で示される。

ここで、第2、第3の前提を第1図について考えると、低貯蓄と AB の関係はつぎのようになる。

貯蓄が GNP の15~20%に増大すると信用拡張により投資曲線は $I_2I'_2$ へと移動する。第3の前提は生産投資 I_p に対して r_p が非常に高率ならば、満足させられる。この場合、予算線の傾斜は殆んど垂直となり、換言すれば、ゼロとなる。

投資曲線 $I_0I'_0, I_1I'_1, I_2I'_2$ と予算線 AB, CD, EF, GH の接触関係を考えると、 I' 曲線の距離の最大限は I_p 、最小限は I_u ということであり、予算線 AB, CD, EF, GH が信用拡張により変動しても I_p だけは増大する。

このように *GNP* の 5～10% の生産投資はつぎのように考えることができる (5～10% はあまりに低貯蓄であるか、不生産投資への資金割当が高いかいずれかである)。貯蓄と I_p については、(1) r_p が r_u より低すぎる、(2) 投資曲線に与えられる社会価値が有利にすぎることである。 I_p の説明にあたって、 I_u 、 r_p 、 r_u を重要視することは低貯蓄論議を過大視するものと考えねばならず、低開発国経済については、すでにインフレの信用拡張によって投資を増大することができて、必要な経済成長を達成する道が一般的に考えられるのは再検討に値する。このような主張は生産投資の低いことをもっぱら、低貯蓄に帰属させている点にある。また、非常に多い、貯蓄を誤って使用させる生産投資の低い利潤性と密接な関連があるともいえる。

投資機会の豊富なことは、低開発国への、先進国の長・短期資本の移動のつよい誘因となっている。また、生産投資にとくに強烈で、高い開発誘因をもつ低開発国の投資機会は第1に r_p が半永久的に高く、豊富であり、資本財への投入産出市場の小規模なことが、低開発国にとっては経済的、機構的後進性の結果でもある。このことは政治的不安定性が対内的にも対外的にも、つねに存在しており、これが経済の不安定の統括的制約として重圧となっているところに問題がある。

低開発国では先進国に比べ、金融制度、外国企業との連関性をもつ企業の育成政策が不十分であり、したがって、外資導入効果も漏出が大きい。低開発国ではサービス部門は高い弾力的な投資機会に自ら、対応できるといわれ、一部の消費財生産が自然的、人工的に有利な条件をもっている。 r_p が低く利潤度の高い生産投資機会が弾力的に供給されるならば、信用拡張も不必要であり、インフレ政策をとるまでもなくなり、第1図の K 点、すなわち、投資曲線 I_1I_1 と予算線 GH の接点は、貯蓄が先例では、15% であり、それが粗生産資源に誤って投資された点となる。先進国では、この場合は *GNP* の10%の貯蓄があったとすると、低開発国とは違った高い生産投資が行なわれて投資曲線 I_0I_0 と予算線 AB の接点 L が均衡点となる。

このことから不生産投資は投資機会を選択せず、有効化しようとする性格をもっていると考えられる。第1図で投資曲線が I_p (正の値) で縦軸を切り、 r_p が高率であれば、解は I_u をゼロとする。もし、 r_p が低率で I_u が高ければ、

低開発国では先述のような特質はあらわれない。新規信用（利潤や減価償却資金）はこの場合、不生産市場の投機に向けられ、資金割当原理は無効になると考えられる。

また、生産投資機会の開発誘因は r_u の高さに影響され、 r_u が高いほど I_p の機会費用は高く、生産投資機会の開発誘因は低い。⁽⁵⁾ 不生産資産のインフレ誘発投機が r_p の関係で r_u を高くさせることができるために、インフレーションは I_p の投資誘因を減退させると考えられる。

生産投資機会に対する資金が一様でなく、不完全で低いため、低開発国では生産側の諸前提は現在においては機能しない性格をもっている。低開発国では資本財の投資可能性は低い。しかも、現実の生産投資機会の開発誘因は不生産投資の利潤度が高いために非常に減退している。商人、製造業者、農家の所有する信用、利潤、資金などは低開発国の場合は必ず、未開発の実物資本に投下され、実質的には投資機会はきわめて少く、先述の投資と資金の組合せを適用すれば、第2の生産投資機会にめぐまれ、強制貯蓄が有効な場合がもっとも適合しているが、投資機会の少い第3、第4の場合も部分的に適合している。

なお、低開発国でも貯蓄を豊富にもつ国を考えるならば、そこでは I_u は I_p に比べて大である。低開発国の大部分は、 I_u が大といえるために高貯蓄国とみられるが、このような国は稀である。

投資の実行不可能な、貯蓄も投資機会も過少な組合せには、先述の第3の場合が最適であるから、低開発国の政策は生産的投資機会の拡大に集中すべきであり、遊休貯蓄を動員したり、インフレ的信用拡張よりも輸出増大により外貨を獲得したり、あるいは国内生産の増大により資本財の生産量を増大したりする方法が集中法であると考えられる。

低開発国の投資については生産的貯蓄であれ、不生産的貯蓄であれ、ともに潤沢であり、生産投資が稀少で実行不可能であっても、結局、信用拡張が

(5) C. P. Kindleberger, *European Economic Integration and the Development of Single Financial Center for Long-Term Capital*, *Weltwirtschaftliche Archiv*, Bd. 90, Heft 2, 1962.

伴うために資金割当についての古典的見解からは合理的解決は望めない。

このように低開発国についての金融行動は、投資機会の開発が信用拡張なしでは考えられないが、所得に根源をもつ資金としての自発的貯蓄と強制貯蓄の相違点は、後者が新しい信用創造による資本形成であることである。しかも、新しい信用創造は豊富な投資機会と相対的な貯蓄の不足が特質となっていた。

強制貯蓄は低開発国では適用範囲は狭いといわねばならない。

すなわち、第1には完全雇用の前提はつねに満足させられていない。貨幣経済、二部門経済、市場経済に関する古典的完全雇用条件には低開発国のような非貨幣経済面が残存し、家族生産体制の多い経済では二重構造という側面を含め、現実には先進国のパターンと同じではない。第2としては、低開発国では貯蓄は絶対的稀少ではなく、むしろ、豊富とも考えられるが、未利用であるため、信用拡張は必然的とはいえない。第3には、企業の所有資金は生産投資に向けられる資金割当をつねに満足させられるとはかぎらない。第4には、高い投資意欲は投資の実行可能性、すなわち、資本財の輸入能力が制限されると実行不可能となることである。このように、強制貯蓄は貯蓄が豊富で生産投資機会がかぎられており、しかも実行性もかぎられた低開発の開発効果としては全能でないといえる。

S_p を生産的貯蓄、 S_u を不生産的貯蓄とすれば、 $S_p + S_u = I_p + I_u$

であり、低開発国において、経済政策とともに重要な施策はインフレ抑制的財政・金融政策であり、強制貯蓄に関する先述の3つの前提が満足させられぬうちにインフレ的金融政策をとるべきではない。このためには黒字財政を基調とする緊縮予算の実行と金融機関の協力が必要である。さらに、地域諸国経済の共同市場的経済統合体制の促進を生産面、資本面においても確実に形成し輸出増大効果により経済成長を達成するためにも、貯蓄は基本的金融資産として重視されねばならない。

4

低開発金融の基礎的問題として貯蓄と投資機会について考察したが、これ

は、開発資本が、インフレ的工業化により不足するという宿命から離脱するためには、赤字財政による中央銀行信用依存から、健全財政への正常な転換が急務であることを教えている。しかし、低開発国においては、このような要請とは反対に、もっともイージーな金融政策として資本輸入、資金緩和政策がとられている。⁽⁶⁾

低開発国にとって、国際流動性は、まさに不足しており、これらの諸国は、ひとしく、国際流動性の偏在を指摘して止まない。

第1表 1948～1962年の国際流動性の分布 (%)

年 度	アメリカ	スターリング地域	工業諸国		低開発国	交易条件 (1948=100)
			アメリカを含む	アメリカを除く		
1948	50	19	65	15	35	100
1951	47	20	67	20	33	82
1954	41	20	69	28	31	94
1957	41	17	70	29	30	97
1960	30	17	71	42	29	105
1962	26	17	76	49	24	111
1963	25	...	71	46	29	...

(出所) Ian Shannon, *International Liquidity*, 1965, p. 73.

* いわゆる先進工業国のことでベルギー、フランス、西ドイツ、イタリア、オランダ、ノルウェー、スウェーデン、スイス、イギリス、カナダ、アメリカ、日本を指している。

このことは、第1表および、つぎの数字に明快に語られている。⁽⁷⁾すなわち1965年9月現在の国際流動性の状態はアメリカ22.6%、イギリス3.1%、大陸ヨーロッパ41.7%、その他の先進工業国(日本、カナダ、オーストラリア、ニュー・ジーランド、南アフリカ)16.1%、低開発国15.5%であり、先進諸国は約 $\frac{1}{6}$ にすぎない。先進工業国間では米欧(Angrol-America versus Continental Europe)の対立がいよいよ深刻化し、国際流動性の分布においても前者が

(6) W. T. Newlyn, *Theory of Money*, 1962 (小泉明監修, 山田良治, 花輪俊哉訳「貨幣の理論」東洋経済新報社, 1964年)

(7) Guenter Reimann and Edwin F. Wigglesworth, *The Challenge of International Finance*, 1966, p. 15-67.

第2表 低開発国の国際流動性

(単位: 100万ドル)

200

金融研究叢書

年度 地域	1952	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966
アジア総計	3,525 (+18.6%)	3,290 (-2.7)	3,746 (+13.9)	3,882 (+3.6)	3,749 (-3.4)	3,574 (-4.7)	3,555 (-0.5)	3,345 (-5.8)	3,310 (-1.4)	3,790 (+14.5)
インド	1,862	722	814	670	665	512	607	498	599	605
フィリピン	244	92	90	120	44	75	110	123	189	194
ビルマ	212	119	141	125	112	159	178	203	177	184
ラテンアメリカ総計	3,010 (+1.0%)	3,110 (-18.1)	3,015 (-3.1)	2,940 (-2.5)	2,780 (-5.4)	2,275 (-18.2)	2,785 (+11.4)	2,935 (+5.3)	3,245 (+10.5)	3,140 (-3.2)
アルゼンチン	531	291	276	525	386	114	270	153	236	214
ブラジル	605	465	366	345	470	379	318	368	505	421
チリー	68	63	127.8	111.0	73.9	78.9	77.0	89.0	138	171
低開発国総計	11,344 (-6.8)	11,635 (+2.7)	11,945 (+1.5)	12,130 (-5.4)	11,480 (-2.7)	11,165 (-2.8)	12,535 (+12.2)	12,510 (-0.2)	10,775 (-13.8)	11,075 (-2.7)

(出所) International Financial Statistics, June, 1965, Mar. 1967.

より作成

括弧内は前年比(%)

25.7%を死守するのに懸念をもたれるに対し、後者は41.7%より50%への水準達成も可能と考えられている。

さらに、この対立が、国際通貨制度改革、換言すれば、IMF改組論議に直接反映し、新準備資産創造問題をめぐるIMFそのものの強化策と、西欧の金選好増大ないし強化促進の動きがある、そして、この動きは低開発国への流動性補給をめぐる問題、すなわち、南北問題の金融的側面における国際投融资の新しい系列化⁽⁸⁾を導きだしているといっている。

すなわち、英米的系列、ドル通貨圏、ポンド通貨圏による世界支配はドル、ポンドの動揺と信認低下により崩壊し、米州開発銀行、アジア開発銀行などの地域開発銀行への影響力の保持が目立つとともにアフリカ開発銀行への欧州開発基金によるフランス、ドイツの新しい通貨圏形成と先述の米州開発、アジア開発両銀行へのこれら諸国の参加は他の国際金融機関の融資力の低下に対する補強とみなければならぬであろう。

低開発国の国際流動性問題は、資本不足としてとりあげられねばならず、いわゆる低開発均衡を成長通貨の供給などによって金融政策が中心となるような拡大安定均衡を指向せねばならない。

ケインズのモデルによれば、

$$(I-S) + (X-M) + (G-T) = 0 \quad (1)$$

(1)式が、この方向を示しており、これは、さらに、 X を輸出、 M を輸入、 S を貯蓄、 I_d を国内投資、 E を支出、 C を国内消費、 Y を国民所得として、つぎのように書きかえられる。

すなわち、

$$Y = E \quad (2)$$

$$Y = C + X + I_d \quad (3)$$

$$E = C + M + S \quad (4)$$

(2)、(3)より

$$X + I_d = M + S \quad (5)$$

$$S - I_d = X - M \quad (6)$$

(8) 拙稿、「南北問題の金融的側面」(川田編、「南北貿易と日本の政策」1967年、所収)。

がえられるが、 G の政府支出と T の租税の動きは低開発国では、徴税機構が不備のため、政府支出（財政収支）、 IS 貿易収支機構に重点があり、投資（外国資本）政策は $I > S$ 貿易促進→外貨獲得政策は $X > M$ という輸入抑制輸出増進政策がとられるが、これは資本不足のため $G > T$ による信用創出に依存しがちなところに問題があるわけである。

そこで X に対し α 、 M に対して β 、 S に対して γ 、 I_d に対して δ を考え

$$X = \alpha + xY \quad (7)$$

$$M = \beta + mY \quad (8)$$

$$S = \gamma + sY \quad (9)$$

$$I_d = \delta + iY \quad (10)$$

となる。 $A_1 = (\gamma - \delta)$ 、 $A_2 = (\alpha - \beta)$ とすると

$$(s - i - x + m)Y + (A_1 - A_2) = 0$$

$$Y = \frac{(A_2 - A_1)}{(s - i) + (m + x)} \quad (11)$$

の関係がえられ $\frac{1}{(s - i) + (m + x)} > 0$ の条件における政策が必要となる。

このように低開発国の貨幣均衡は金融引締め一辺倒では不十分である。

（本稿は昭和40年7月17日、神戸大学金融研究会における報告に加筆したものである。なお、一部分はすでに国民経済雑誌112巻4号に発表済みである。）

わが国の製造業における 在庫変動と金融変動

安 居 洋

1. 緒 言

わが国では、国内景気過熱による国際収支悪化→金融引締め→景気後退という過程が、昭和28年は以降4回みられた。そして昨40年は例外として、景気後退期間中に国際収支が改善され引締め政策が解除されると、間もなく景気は回復へ向うのが常であった。このような景気循環過程において在庫投資がきわめて重要な役割を果している。第1表は、昭和27年度以降39年度第2四半期までの景気過程を後退・回復・上昇の3局面に分けて、それぞれの局面における総需要の変化に対してGNE諸要因が寄与した度合いを、四半期別国民所得統計（季節変動調整済年率系列）によって算出したものである。この表によると、在庫投資は景気の後退局面と回復局面において主導的な役割を演じている。とりわけ後退局面では、個人消費・財政支出・輸出などの増加を打ち消して余りあるほどの強い減少寄与率を示している。だから、在庫変動によって景気の波動が作り出されているともいえるのである。

しかし、上記の在庫投資は国民所得ベースによるものであって、あらゆる種類の在庫から成る。小稿では、これよりもややディスアグリゲイトされた

第1表 総需要の変動に対するGNE諸項目の変動の寄与率（%）

	個人消費支出	個人住宅投資	民間設備投資	在庫投資	財政支出	輸出等	総需要計
後 退 局 面	63.4	3.2	△36.3	△159.5	10.0	19.0	△100.0
回 復 局 面	35.9	3.4	2.2	29.8	24.7	4.0	100.0
上 昇 局 面	35.9	2.9	25.5	14.6	14.1	7.0	100.0

（注）△印は減少を示す。

ものとしての、製造工業における総在庫投資・原材料在庫投資・製品在庫投資を分析し、これらを特に金融変動との関連において考察したいと思う。データの収集・加工の手続きは本稿末尾に要約してある。

2. 在庫変動とその動因

大蔵省の法人企業統計を加工することによって、第1図に示されたような在庫変動と金融変動のパターンが検出された。この図から明らかなように、原材料在庫投資 (J_M) は製品在庫投資 (J_G) より先行的に変動しており、前者が景気の山より1四半期前にピークに達し景気の谷の近傍で底入れするのに対して、後者の上位転換点と下位転換点はそれぞれ景気の山と谷より1～2四半期遅れる。これら兩種の在庫変動のリード・ラグ関係は、 J_M が意図した在庫投資の性格をもつものに対して、 J_G が意図しない在庫投資の要素を含むという、性格上の相違に基因する。つまり原材料在庫投資は商機や資金繰りなどによって速効的に変動し、流通業者在庫投資とともに能動的に景気を牽引するのに対して、メーカーの製品在庫投資はむしろ景気に従属的であり、需給不均衡のなし崩しの調整を反映した動きを示すのである。ただし製品在庫も、それが景気上昇期に売上高の増加と併行して積み増されている限りは、意図した在庫投資である。それが滞貨的な性格を強く帯びる時期は、景気の過熱期から後退期にわたる6～7四半期であらう。⁽¹⁾

さて、第1図の下段と第2図には、在庫変動に影響を及ぼすと考えられる諸要因が提示されてある。国際収支の悪化に対処するために、日本銀行が公定歩合の引上げ（および高率適用の強化）と窓口規制の強化を主軸とする引締め政策を発動すると、全国銀行の貸出金利 (i) が公定歩合とまさに連動的に上昇し、運転資金貸出の対前期比増加額も増勢頭打ちから微減に転じることを強いられる。第1図の対法人企業短期銀行信用増加 (ΔB) と第2図の対全産業全銀運転資金貸出増加 (ΔF) および貸出金利の波動は、上記の金融引

(1) 仕掛品在庫投資は、意図した在庫投資と意図しない在庫投資との中間的性格をもつと考えられるが、その変動要因をとらえ難いので、小稿の分析では省略した。

(2)
締め効果の発現を物語っている。

このような金融変動は、恒常的に資金の超過需要状態にあったわが国経済では、企業の売上高に影響する。景気上昇につれて通貨の取引流通速度が増している局面で、追加的な信用の利用可能性が制限されるのであるから、資金逼迫が取引規模拡大にとっての壁として立ちふさがるのである。そこで、企業が期待した売上高と実現した売上高との間に乖離が生じ、滞貨が発生し、製品市況が悪化する——企業の売上高増加率と工業品卸売物価の騰落率とは密接な共変関係を示している——ので、企業は生産調整を余儀なくされる。この過程に対して製造業の J_M が促進的な役割を果すのである。即ち、売上高や市況の先行き不安に資金繰り難もからんで、原材料在庫投資の意図した削減が起ると、同時に他面において、製造業内部における異業種間での取引連鎖の故に、製品在庫の意図せざる増大が生ずる。これがまた、滞貨の増大を来した業種での生産調整＝他業種に対する需要減という適応過程を通じて、製品在庫の累増をもたらし生産調整の強化を促すのである。

しかし生産調整が、設備稼働率 (r) の目立った低下となって進展すると、間もなく製品在庫の増勢は衰える。そして滞貨の指標としての製品在庫率は一路上昇ののち、景気の谷の近傍で頭打ちする。この頃になると金融引締め政策が解除されて、原材料在庫投資が下げ止るとともに、景気後退期にも堅調に伸び続けていた個人消費と財政支出との二大需要が、景気浮揚要因として働き出す。これらの要因は、端的には景気回復期における企業売上高 (W) の増勢を加速させ、製品在庫調整を完了させるのである。そして景気回復過程で総需要拡大の期待がよみがえると、爾後、意図した在庫投資が順調に増大へ向うのである。

上記のような在庫変動の因果的連鎖は、部分的に下記の回帰方程式群によってあらわされる。 ΔW は売上高の対前期比増加額、 J_T は総在庫投資額、

(2) ただし ΔF は ΔB より早く減勢へ向い、底入れ時点でも先行的である。これは、資本金 200 万円以下の零細法人（法人企業統計の調査対象外）と個人企業、あるいは卸売業者など非製造業に対する融資増の削減または増加が、本格的金融逼迫または緩和に先がけて起ったことのあらわれであろう。篠原三代平「日本経済の成長と循環」第 9 章参照。

R は相関係数を示し、単位は、金額表示の変数については億円、 i については日歩・銭、 r については昭和35年基準指数となっている。

$$(2.1) \quad \Delta W = 22085 - 10544.5i, \quad R = 0.903$$

観察期間：31年I期～39年II期

$$(2.2) \quad r = 86.2 + 0.006\Delta W_{-2}, \quad R = 0.840$$

観察期間：30年IV期～39年IV期

$$(2.3) \quad J_G = -3223.2 + 38.17r_{-1}, \quad R = 0.830$$

観察期間：31年I期～39年IV期

$$(2.4) \quad J_M = -78.2 + 0.163\Delta W_{-1}, \quad R = 0.792$$

観察期間：34年I期～39年IV期

$$(2.5) \quad J_T = -1.7 + 0.678\Delta W_{-2}, \quad R = 0.844$$

観察期間：30年I期～36年IV期

$$(2.6) \quad J_T = -30.0 + 0.570\Delta W_{-2}, \quad R = 0.860$$

観察期間：34年I期～39年IV期

3. 企業金融変動と在庫変動との関係

前節においてとりあげられた金融要因 i は、貸出金利が高い（低い）時期には同時に資金供給の直接的制限（緩和）も行なわれているという意味において、資金コストだけでなく、資金の一般的な利用可能性をもあらわす代理変数 (proxy variable) であった。しかし、第1図において在庫変動と企業金融変動とが共变的であることから、後者がより直接的に前者の誘因になっていると推察される。図では、買入債務増加 (ΔE) または流動負債増加 (ΔL) と原材料在庫投資とがほぼ同じ時期に転換点を迎える一方、 ΔL ないしはこれに受取手形割引残高の増加額 (ΔD) を加えた総短期信用増加額 (ΔC) が、名目額表示の総在庫投資と一致的に動き、実質額での総在庫投資に約1四半期先行して波動する。また、短期借入金増加 (ΔA) は製品在庫投資と密接な共変関係を示し、 ΔA と ΔD との和としての短期銀行信用増加額 (ΔB) の動きは製品在庫投資とほぼ一致的、そして総在庫投資よりやや遅行的である。

そこで、諸種の金融取引は実物取引の影にすぎず、在庫投資の結果として

受動的に変動するという解釈が成り立つ。しかし筆者は、当期に追加的な信用を受けることが期待されるからこそ、企業は当期の在庫投資を行うのだと考え、当期の金融変動（またはその予想）が当期の在庫変動に影響を及ぼした結果として、諸種の追加的信用の増減とそれに対応する諸種の在庫投資の増減とが同じ時期に生起する、と解釈したい。銀行業の慣行もこの解釈を支持するように思われる。即ち、都市銀行は顧客大企業に対して近い将来の融資計画を伝え、後に金融市場が逼迫しても約定した貸出をほぼ実行する。大企業は貸出約定を考慮に入れて生産・投資計画を立て、その一環として在庫投資額を決定する。製品在庫増加は企業が意図しなくても生起するが、これ⁽³⁾とても金融の支えがなければ持ちこたえられないだろう。

このような銀行信用の利用可能性を期待して——つまり後に銀行信用に転化することを予期して——企業間信用の変動が ΔB の変動に先行する。したがって ΔL や ΔC の変動も ΔB のそれに比べて先行的な動きを示すのである。そして景気後退期においても、 ΔB が著減せず、せいぜい弱含み横這い程度に推移することによって、景気過熱期に無理に伸びた企業間信用が部分的に銀行信用に吸収されるとともに、現金預金が急ピッチで積み増されて企業流動性が次第に改善されるのである⁽⁴⁾。

上記のような解釈に基いて、 ΔL と J_T との関係、および ΔB と J_T との関係を図示すると、それぞれ第3図と第4図のようになる。第3図において、 ΔL_{-1} と J_T との共変関係を示す線が、景気の一循環を経るごとに右方ヘシフトしている。そこで全観察期間を、①昭和28年Ⅲ期～32年Ⅱ期、②32年Ⅱ期～36年Ⅳ期、および③36年Ⅳ期～39年Ⅳ期の三つに分けてそれぞれ回帰方程式を求めた。

$$(3.1) \quad J_T = -114.8 + 0.572\Delta L_{-1} \quad R = 0.989$$

(3) 掛買または手形による代金支払を拒否されるならば、企業は、原材料の新規購入を部分的に思い止まるかも知れない。

(4) 第4図において、不況期に J_T が ΔB に関して全く非弾力的となることは、金融逼迫の終戦処理が、実体経済活動の沈静と銀行信用増加の高水準持続との同時併存という状況の中で行なわれることを示唆している。したがって、企業が保有する現金預金の変動は在庫投資の誘因ではなく、むしろその結果であると考えられる。

第2表 限界的財務比率の変化

	(a) 棚卸資産増 流動負債増	(b) 棚卸資産増 売上高増	(c) 売上高増 売上債権増	(d) 売上債権増 総資産増	(e) 総資産増 流動負債増
28年度上期～32年度上期	0.520	0.452	3.515	0.171	1.911
32年度上期～36年度上期	0.251	0.235	2.389	0.219	2.037
36年度上期～39年度上期	0.235	0.292	1.485	0.289	1.874

(注) 比率はすべて、それぞれの期間中における純増加額に関するものである。

$$(3.2) \quad J_T = -210.0 + 0.411\Delta L_{-1}, \quad R = 0.951$$

$$(3.3) \quad J_T = -1382.4 + 0.513\Delta L_{-1}, \quad R = 0.962$$

これらの式から、常数項のマイナスがより大きくなるという形で、流動負債増加の在庫投資誘発力が趨勢的に弱まっていると考える。第2表において、総在庫投資対流動負債増加額比率(a)は(b)～(e)の積に等しいから、限界在庫率(b)の低下と売上債権回転率(c)の低下とが(a)の低下に大きく影響したといえるだろう。このような趨勢は、实体经济面において、原材料輸入の自由化や在庫管理技術の向上など、総在庫率を低下させる諸力が働く一方、金融面で、④追加的に利用可能な銀行信用が現金預金の積増しや⑤系列企業への与信増加へより多く充当され、⑥しかも販売競争激化などにより企業間信用が膨脹してきた、という構造的変化の反映であろう。

4. 在庫投資関数の計測

さて、在庫投資は企業金融変動のみによって決定されるわけではない。むしろ金融は、実物的諸要因や価格要因に比べてマイナーな要素であるかもしれない。そこで、在庫投資に影響を及ぼすと考えられる種々の要因を企業金融変数と適当に組み合わせて、諸種の在庫投資関数を計測してみた。その結果は次に示すとおりである。 \dot{P}_M , \dot{P}_T はそれぞれ生産財と全商品の卸売物価の対前期比騰落率(単位%)を示し、 T_G と T_T はそれぞれ製品在庫率と総在庫率の趨勢乖離率(trend ratio)——%表示——を示す。また、 K_M , K_G および K_T はそれぞれ、原材料、製品および総合の在庫高(単位億円)をあらわし、 K_G^* は製品在庫残高の趨勢値、 \bar{S} は自由度修正済みの標準誤差を示す。

t は在庫投資誘因の趨勢的減衰をあらわす指標として採用されたものであり、昭和31年Ⅰ期に1の値をとり、爾後1四半期に1ずつ増して39年Ⅳ期には36の値をとる。なお、式番号100番の関数は31年Ⅰ期～36年Ⅳ期に関するものであり、200番台の関数は34年Ⅰ期～39年Ⅳ期に関するものである。

$$(M-101) \quad J_M = 124.8 + 113.04\dot{P}_{M-2} + 0.104\Delta E_{-1}.$$

(8.98) (0.019)

$$\bar{S} = 56.1, \quad R = 0.967$$

$$(M-102) \quad J_M = 92.6 + 108.47\dot{P}_{M-2} + 0.060\Delta L_{-1}.$$

(8.66) (0.010)

$$\bar{S} = 54.2, \quad R = 0.971$$

$$(M-201) \quad J_M = 157.8 + 102.95\dot{P}_{M-1} + 0.088\Delta L_{-1} + 0.055\Delta W_{-1} - 15.86t.$$

(31.02) (0.021) (0.027) (3.59)

$$\bar{S} = 66.8, \quad R = 0.924$$

$$(M-202) \quad J_M = 168.3 + 0.085\Delta W_{-1} + 0.154\Delta E_{-1} - 15.90t.$$

(0.034) (0.051) (4.06)

$$\bar{S} = 84.1, \quad R = 0.870$$

$$(M-203) \quad J_M = 869.8 + 0.014W - 0.181K_{M-2} + 0.194\Delta E_{-1}.$$

(0.005) (0.034) (0.031)

$$\bar{S} = 65.9, \quad R = 0.922$$

$$(G-101) \quad J_G = -72.0 - 9.778T_{G-3} + 0.459\Delta A.$$

(1.060) (0.027)

$$\bar{S} = 40.3, \quad R = 0.952$$

$$(G-102) \quad J_G = -1034.1 + 10.69r_{-1} + 0.473\Delta A.$$

(1.81) (0.037)

$$\bar{S} = 55.5, \quad R = 0.977$$

$$(G-201) \quad J_G = -200.9 + 0.006W - 0.353(K_{G-3} - K_{G-3}^*) + 0.331\Delta A.$$

(0.002) (0.057) (0.062)

$$\bar{S} = 97.8, \quad R = 0.948$$

$$(G-202) \quad J_G = -2856.1 + 0.069W + 31.05r_{-1} + 0.299\Delta A - 128.0t.$$

(0.014) (4.60) (0.051) (25.9)

$$\bar{S} = 80.9, \quad R = 0.966$$

$$(T-101) \quad J_T = 51.1 + 214.9\dot{P}_{T-2} + 0.267\Delta C_{-1}.$$

(32.2) (0.022)

$$\bar{S}=136.9, \quad R=0.973$$

$$(T-102) \quad J_T = -351.5 + 168.8 \dot{P}_{T-2} + 0.278 \Delta L_{-1} + 0.046 W - 58.53t.$$

$$(50.8) \quad (0.074) \quad (0.021) \quad (21.00)$$

$$\bar{S}=116.3, \quad R=0.982$$

$$(T-201) \quad J_T = 305.8 + 0.267 \Delta W_{-2} + 0.347 \Delta L_{-1} - 46.29t.$$

$$(0.084) \quad (0.065) \quad (9.34)$$

$$\bar{S}=185.5, \quad R=0.947$$

$$(T-202) \quad J_T = 724.8 + 0.107 W - 0.092 K_{T-2} + 0.339 \Delta L_{-1} - 136.8t.$$

$$(0.024) \quad (0.037) \quad (0.041) \quad (68.1)$$

$$\bar{S}=133.0, \quad R=0.974$$

$$(T-203) \quad J_T = 14065.9 - 5937.3i_{-2} - 46.17T_{T-2}$$

$$(964.7) \quad (10.56)$$

$$\bar{S}=237.6, \quad R=0.906$$

これら14本の在庫投資関数から導出される暫定的所見は次のとおりである。第1に、昭和31～36年の期間中、在庫投資に対して絶大な影響を及ぼした価格予想が34～39年の期間には有意な影響力を失った。原材料在庫投資のみについてはM-201式のような形でならば価格予想の影響がうかがわれる。しかし、M-203式やこれに類似した関数型に \dot{P}_M を追加すると、 \dot{P}_M それ自体あるいは他の変数の符合条件が満たされなくなるか、または係数の標準誤差が大きくなる。また総在庫投資についても、 \dot{P}_T を説明変数として含む関数は一様に良好な結果が得られなかった。したがって、 \dot{P} のような形でとらえられた価格予想の作用は近年失われたのではないかと考えられる。

第2の所見は、34年以降、加速度原理ないしストック調整原理が明瞭に働き出したということである。31～36年の期間については、どのように変数の組合せを工夫しても、在庫残高の係数がプラスの符号をとるケースが多く——殊に J_M において——、また ΔW の係数はマイナスに出るか、あるいはプラスになっても有意性が欠けていた。しかし34～39年の期間では、在庫残高（または適正製品在庫残高からの乖離額 $K_C - K_C^*$ ）の係数は有意にマイナスとなり、 ΔW_{-1} あるいは ΔW_{-2} の係数は有意にプラスになっている。⁽⁵⁾また、企業のストック調整行動を反映する指標として採用された r 、 T_C 、 T_T などの係数も、それぞれ先験的な符号条件に合致する。これらのことから、

近年の在庫投資に対して、価格予想が有意に作用しなくなった代りに、加速度原理が妥当するようになったとみなされる。

第3の所見として、諸種の信用増加は、昭和30年代全体を通じて各種在庫投資に相当な影響を及ぼしているようである。また総じて係数の標準誤差が十分に小さいので、金融変数の係数は信用するに足る。

ところで、在庫投資の決定に与る諸要因の相対的影響力はどうか。絶対値でみて最大の係数をもつ変数は貸出金利 i である。しかし i は最も大きく変動する場合でもその変動幅は期中平均で5～6毛であるから、金利上昇の最大限の効果は総在庫投資を約3百億円減少させることだといえる。 T_T や T_G の係数の絶対値も比較的大きいが、例えば T_T の変動の影響力は i よりもいっそう小さい。

これに対して W の係数は総じて小さいが、近年、四半期間の売上高が前期に比べて2～3千億円増加することは稀でないから、 $T-202$ 式によれば、売上高の変動によって2～3百億円の総在庫投資変動が屢々誘発されることになる。34年以降の全期間における、 W の対前期比増加額 (ΔW) の平均値は1867億円、 K_{T-2} のそれ (即ち J_{T-2} の全期間平均値) は930億円、 i のそれはいうまでもなく1、そして ΔL_{-1} の変化額の絶対値平均 ($|\Delta^2 L_{-1}|$ の平均値) は609億円であるから、 $T-202$ 式に即して平均的にいえば、 W の変化によってプラス200億円、 K_T の変化によってマイナス86億円、 ΔL の変化によってプラスまたはマイナス206億円、そして趨勢要因 (t) によってマイナス137億円という寄与度で、総在庫投資の対前期比変動がもたらされる。

つぎに特定時点における在庫投資変動に対して、諸要因がそれぞれ寄与した額を算出すると、第3表ようになる。この表によると、景気後退末期 (例えば37年Ⅲ期) や景気回復期 (38年Ⅱ期)、さらに上昇期 (35年Ⅳ期) には、企業金融変動の影響は、実物的要因に比べてマイナーだといえそうであ

- (5) 加速度原理は、当期に予想される売上増加によって当期の在庫投資が誘発される関係をさす。したがって、 $\Delta W_{-1} \rightarrow JM$ あるいは $\Delta W_{-2} \rightarrow JT$ の関係を加速度原理とよぶには、①1期または2期前の売上実績が当期の売上予想に投影される (例えば $\hat{W}_t = (1+\rho)W_{t-1}$ というように——ここで \hat{W}_t は当期の売上予想) という仮定と、②当期の在庫投資はすべて意図された投資であるという仮定とが必要である。

第3表 在庫投資の変動とその要因

番号	期間	在庫投資 の対前期 比変化額	諸要因の変動寄与額			
			(1) W	(2) K_T, K_M または $(K_G$ $-K_G^*)$	(3) $\Delta L, \Delta E$ ま たは ΔA	(4) t
T-202	38年Ⅱ期	+317.2	+292.9	-5.5	+166.6	-136.8
	39年Ⅲ期	-450.5	+103.2	-164.8	-252.1	-136.8
M-203	38年Ⅱ期	+111.3	+39.8	+13.4	+58.1	
	39年Ⅲ期	-128.5	+14.0	-65.1	-77.4	
G-201	36年Ⅰ期	+90.7	+11.8	-2.5	+81.4	
	37年Ⅲ期	-153.8	+3.7	-147.2	-10.3	
G-202	35年Ⅳ期	+136.3	+116.3	+21.7	+24.2	-25.9
	37年Ⅲ期	-103.9	+43.1	-111.8	-9.3	-25.9

(注) 1. 在庫投資の実績値と理論値とがほぼ一致している時点を選んだ。

2. G-202式の第(2)欄は稼働率(r)変動の寄与額。

る。ただし原材料在庫投資に対する企業金融の影響力は常に大きい。また景気の山の近傍における金融の影響力も大きい。しかし景気後退期には、ストック調整原理が在庫投資の減少の大きな部分を説明するようである。

5. 残された問題

前節で提示した一群の在庫投資関数の欠点は、それらの大多数において系列相関が存在することである。殆んどの関数において、ダービン・ワトソン比率が0.7~1.0と低く(1.0をこえるものはG-101とG-102のみ)、実績値と理論値との残差をプロットすると、景気過熱期から後退前半期にかけて過小推定、その他の期間には過大推定となっている。このことは、筆者が計測した関数では、在庫投資はすべて「意図した在庫投資」であるという仮定を伴う結果として、「意図せざる在庫」の累積とその調整が十分に説明されていないことを示唆する。意図せざる在庫変動を説明する変数として、コール・レートの第一次開差を追加する——金融引締めまたは緩和によって需給バランスが悪化または好転するという意味で——ことによって、計測結果がより

(6)
 良好になるかも知れないが、そうすると、企業者が意図せざる在庫の累積を計画して行動することが含意され、*schedule* としての在庫投資関数の意義が失われる。この問題を如何に解決するかが、筆者にとって残された課題である。

最後に、在庫投資に影響を及ぼす諸要因が何によって決定されるかということもまた重要である。ここでは W と ΔW について、下記の回帰方程式を提示するに止めよう。

$$(5.1) \quad W = -24899 + 1.549Y. \quad R = 0.998$$

$$(5.2) \quad \Delta W = 248 + 1.336\Delta Y. \quad R = 0.812$$

ここで Y は新推計による四半期別実質国民総支出の4期移動平均値であり、観察期間は31年I期～39年IV期である。これらの式によって、製造業の在庫変動は、景気循環過程における総需要の変動に対して重要な影響を及ぼす半面、個人消費・財政支出・民間設備投資などの国民総支出構成要因、ひいてはそれらを決定する諸要因の影響を受けるといふ、相互依存の関係がうかがわれるのである。

付 録：統 計 加 工 覚 書

在庫変動と企業金融変動のデータは大蔵省の法人企業統計季報から得た。ただし法人企業統計では、毎年第2四半期に標本が差しかえられ推計会社数が拡充されるので、第0年度末の計数 (F_0) をそのまま第1年度の計数と連結しえない。そこで、第1年度の標本によって推計し直された第0年度末の計数 (F_0') と F_0 との差額を第0年度各四半期に均分した。このような擬制によって補整された各暦年各四半期末の棚卸資産総額と各種在庫残高の名目値と実質値とを4四半期移動平均し、それらの金額の対前期比増減額として、各種在庫投資の名目額と実質額を得た。実質値を導出するために用いたデフレーターは、日本銀行調べの昭和35年基準各種卸売物価指数（総平均・生産財・工業品）である。

つぎに、四半期末各種在庫残高（原計数）を当該四半期間売上高で除した

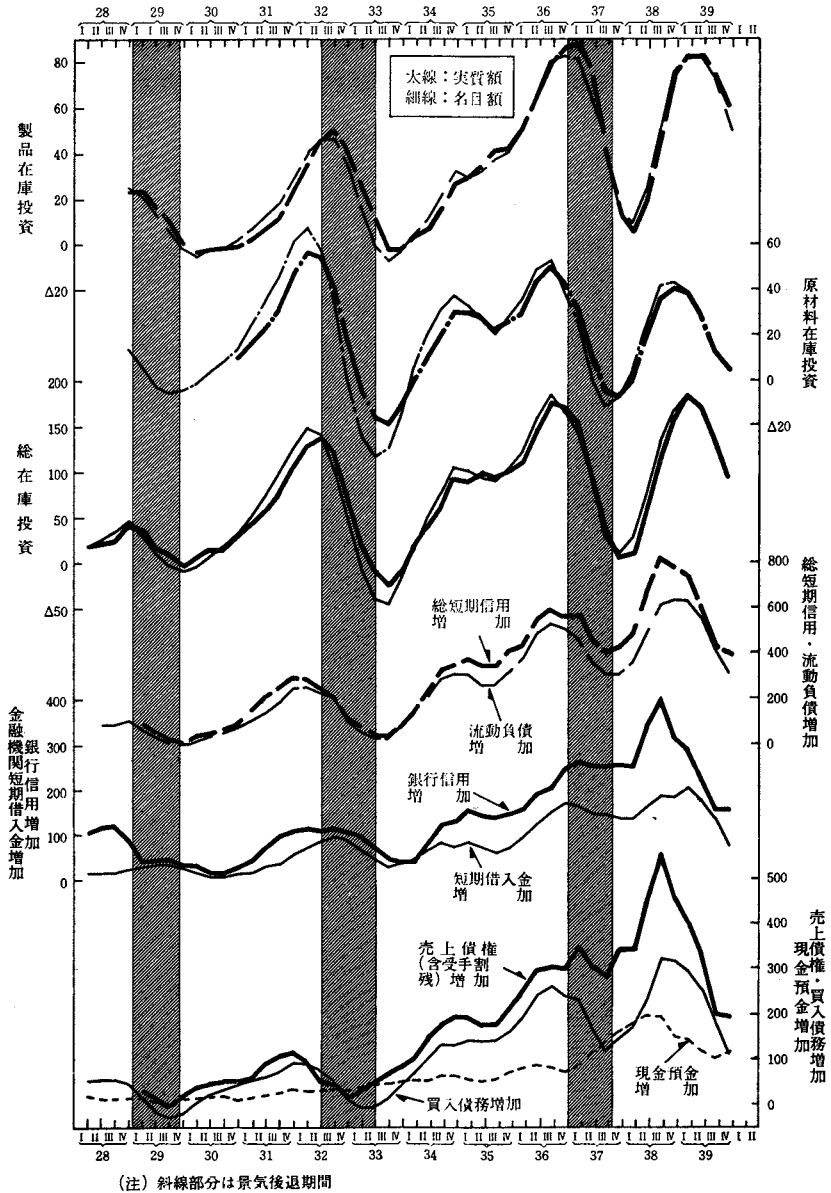
(6) 田中章介「金融政策効果の計量分析」(稲葉・大来・向坂監修「日本経済の計量的把握」第6章) 参照。

比率としての各種在庫率を算出し、これを4期移動平均した。この移動平均済み実績値の系列から趨勢値を求め、各種在庫率の実績値の趨勢値に対する乖離率 (trend ratio) を、各四半期における適正在庫からの乖離の度合いに近似する指標として採用した。なお、移動平均済み製品在庫率で各四半期末の移動平均済み製品在庫残高を割り返すことによって、売上高の四半期移動平均値を算出した。

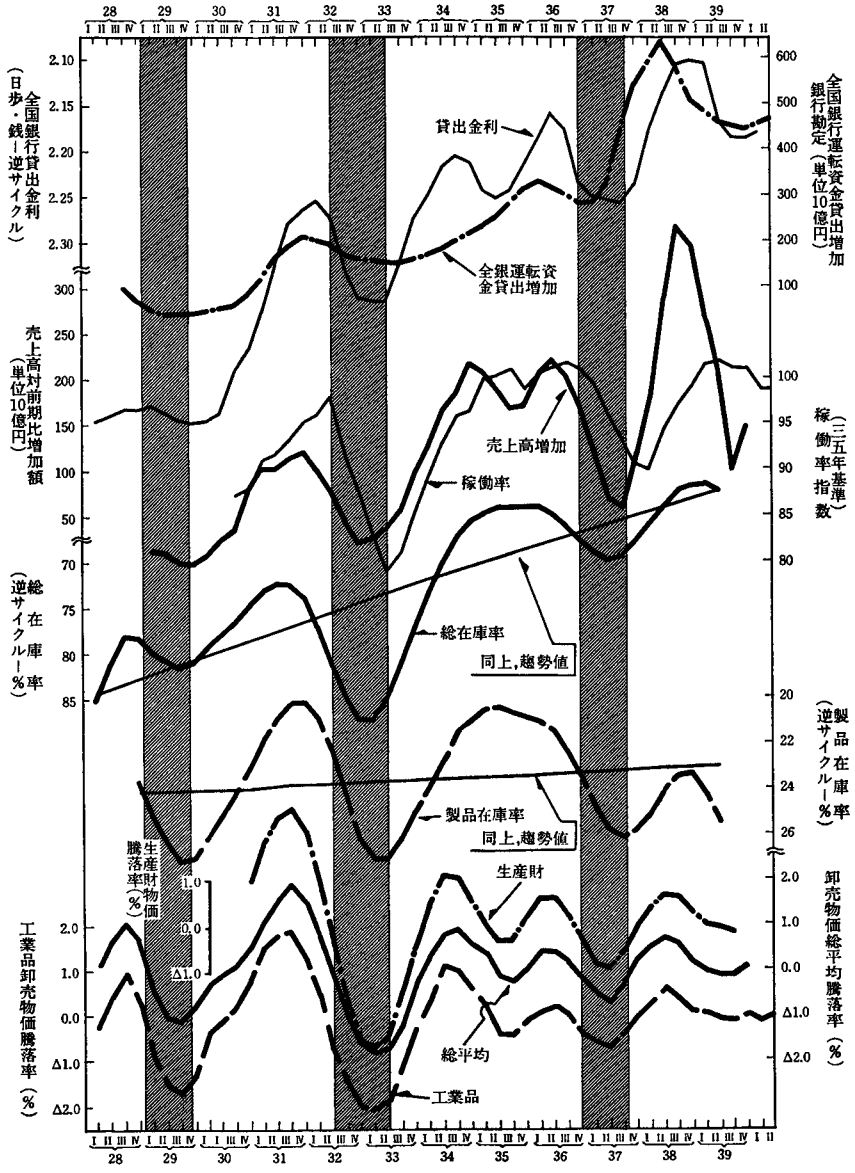
在庫変動名目額を算出するために用いたものと全く同様な手続きによって、企業金融変動に関する諸計数を得た。これらの計数はすべて四半期間純増減額（純フロー）である。買入債務は買掛金と支払手形とから成り、この買入債務に金融機関短期借入金その他を加えたものが流動負債であり、これに更に受取手形割引残高を加えたものを総短期信用と名付けた。法人企業統計以外では、卸売物価指数は第1次加工として移動平均したが、稼働率指数と全銀貸出金利（四半期間平均値）とは移動平均しない原計数のままで用いた。

（本稿は昭和40年8月28日、神戸大学金融研究会における報告に加筆したものである。）

第1図 製造業における在庫投資と金融変動の長期的推移（単位10億円）

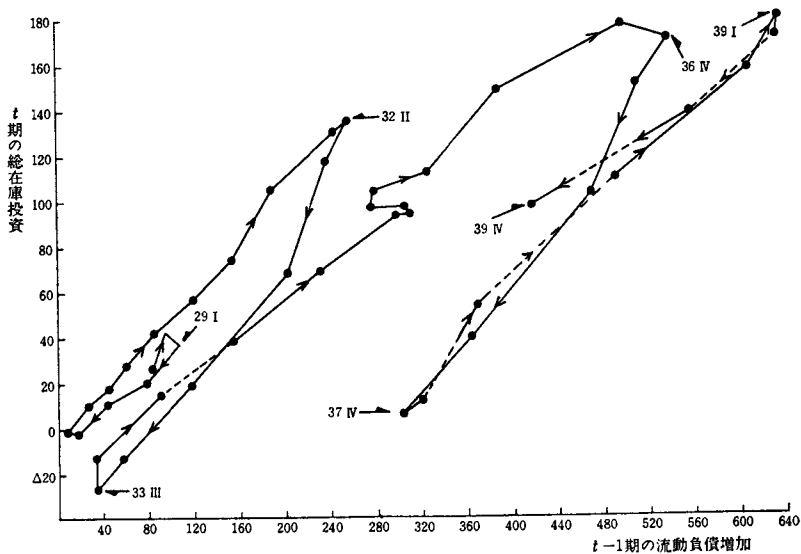


第2図 在庫變動に影響を及ぼす諸要因

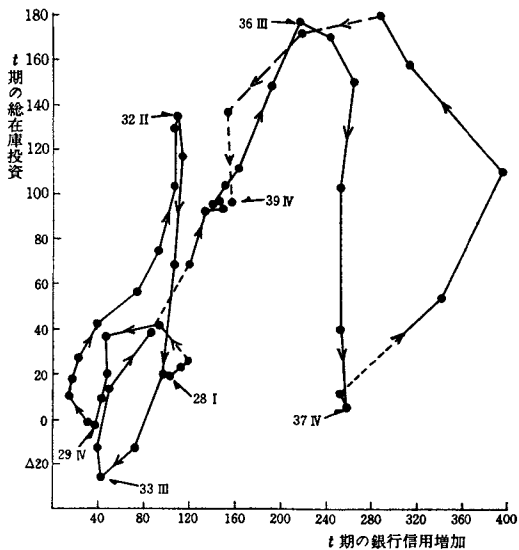


(注) 斜線部分は景気後退期間

第3図 流動負債増加と総在庫投資との関係（単位10億円）



第4図 銀行信用増加と総在庫投資との関係（単位10億円）



執筆 者 紹 介 (執 筆 順)

- いた くら とう いち……………竜 谷 大 学 教 授
板 倉 董 一
- まつ むら ぜん た ろう……………大 阪 府 立 大 学 経 済 学 部 教 授
松 村 善 太 郎
金 融 専 門 委 員 会 委 員
- のり たけ やす お……………神 戸 大 学 経 済 学 部 教 授
則 武 保 夫
金 融 専 門 委 員 会 委 員
- ふじ た まま ひろ……………神 戸 大 学 経 済 経 営 研 究 所 助 教 授
藤 田 正 寛
金 融 専 門 委 員 会 委 員
- や お じ ろう……………神 戸 大 学 経 済 学 部 教 授
矢 尾 次 郎
神 戸 大 学 経 済 経 営 研 究 所 教 授
金 融 専 門 委 員 会 委 員
- こ てら たけ し ろう……………関 西 学 院 大 学 経 済 学 部 教 授
小 寺 武 四 郎
- み かみ りゆう ぞう……………和 歌 山 大 学 経 済 学 部 教 授
三 上 隆 三
- べい か みのる……………神 戸 大 学 経 済 経 営 研 究 所 教 授
米 花 稔
- た なか ぎ いち……………兵 庫 相 互 銀 行 企 画 室 調 査 課 長
田 中 義 一
- み き たに りよう いち……………神 戸 商 科 大 学 教 授
三 木 谷 良 一
金 融 専 門 委 員 会 委 員
- おお の き く の すけ……………神 戸 大 学 経 済 学 部 教 授
大 野 喜 久 之 輔
金 融 専 門 委 員 会 委 員
- やす い ひろし……………東 洋 紡 績 経 済 研 究 所 員
安 居 洋

神戸大学金融研究叢書 2

昭和42年 3月23日印刷
昭和42年 3月27日発行

(非売品)

編 集 者
発 行 者

神戸市灘区六甲台町
神戸大学経済経営研究所

印 刷 所

奈良県天理市川原城町 300
株式会社 天理時報社
