

經濟經營研究叢書

金融研究シリーズ 第3冊

---

# 金融研究



神戸大学経済経営研究所

1974

# 金 融 研 究

神 戸 大 学

経 済 経 営 研 究 所

1 9 7 4

## 序

「神戸大学経済経営研究叢書（金融篇）」第3冊を刊行する。本書は、「神戸大学経済経営研究所国際資金専門委員会」と「神戸大学金融研究会」のメンバーが過去数年にわたり、つづけてきた「金融政策の理論的研究」の成果の一部をここに発表し、さきに発行した「金融研究Ⅰ」, 「金融研究Ⅱ」につづく、共同研究の一環として世に送ろうとするものである。

われわれは、引きつづき貨幣・金融現象に関する国内政策と国際的政策について研究を進める予定であり、とくに円のおかれている現実の困難な事態を深く憂慮し、これに対する政策アプローチに今後の研究の重点をおく計画であり、本叢書の第4冊は円問題の特集を企画している。

本書は当初、激しかった大学紛争の嵐のさなかに刊行が計画されたために刊行が甚しく遅延し、こんにちにいたったことを執筆者各位に改めて、お詫びする次第である。

なお、本書の刊行にあたり、格別の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深く感謝の意を表したい。

1973年12月

神戸大学経済経営研究所  
国際資金専門委員会委員長  
神戸大学金融研究会主査  
教 授

矢 尾 次 郎

## 目 次

外貨政策と最適準備	藤 田 正 寛	1
実物面と貨幣面を含む産業連関表の構想	家 本 秀太郎	21
資金循環におけるバランスとアンバランス	石 田 定 夫	39
ニクソン政権下の金融政策	伊 東 政 吉	65
ケインズの雇用決定論	二 木 雄 策	87
シンガポール・マレーシアの外国銀行業発達略史	游 仲 勲	115
企業の理論について	宮 田 亘 朗	139
製造業主要企業における収益性変動の分析	安 居 洋	155
変動為替相場制の再検討：1つの改革案	保 坂 直 達	185

# 外貨政策と最適準備

藤田正寛

## 1. はじめに

黒字国通貨として定着したかに見えた円は、1972年末よりの国内の景気過熱による超過需要インフレと輸入自由化を軸とする外貨減らし政策の影響と、さらにスミソニアンの調整による輸出入の価格効果の変動（輸出の価格弾力性はスミソニアン以前の2.0から1.2～0.9へ減退し、輸入の価格弾力性は0.5から1.0～1.2へと上昇した）により漸く、為替調整効果が浸透した。1973年初めの円の変動為替制への移行による実質的な円切り上げにより円は、通算2度の平価変更をしたことになり、実効切り上げ率は30%となるにおよんで、国際収支は赤字へと基調が大きく転換しつつあることは否定できないところである。

円の実力を構成した外貨準備、輸出入の量、資本勘定とくに長期資本収支の動きから国際収支の変化を1973年1月以降について見ると表1のごとくであり、外貨準備は1973年2月の190億ドルをピークとして、11月には13億ドルに減少し、この減少幅はほぼ、イタリアの外貨準備の現在高に相当している。

このような外貨準備の激減は1972年以来、政府の外貨政策が主として円レートの割高を是正するために対外直接投資の積極化、外貨貸し制度の推進、外為銀行への外貨預託（1973年11月にこれを中止するまでは累積額40～50億ドルと推計）世銀への貸し付け（1972年6月末から1973年6月末までの日本の資金分担は35%に達し、14億800万ドルになっている）など、あらゆる面で外貨減らしの措置をとったことが最大の原因である。

第2の要因は、海外における国際的インフレによる輸入原材料価格の騰貴、円切り上げによる輸出価格弾力性の変動と国内価格、とくに賃金の上昇の輸出

表1 円の實力を示す諸指標

時期	貿易額(100万ドル)				国際収支(IMF方式, 100万ドル, △は赤字または減)				日銀券 平均残 行残額 (億円)			
	先		通		経常		外債					
	輸出 承認	輸入 信用状	輸出	輸入	貿易 収支	貿易 外 収支	長期 本 収支	短期 本 収支		総合 収支	交易 条件 指数 (45年 =100)	
1970年度	21,216	33,316	507	20,250	4,439	△1,861	2,349	△1,347	670	1,999	5,458	100.3
1971年度	26,561	19,237	20,361	25,124	8,420	△1,778	6,321	△1,647	3,131	8,043	16,663	101.4
1972年度	31,417	27,156	23,425	29,999	8,328	△1,836	6,153	△5,959	2,135	2,962	18,125	99.6
1972年度12月	3,140	2,888	2,215	3,331	1,299	△117	1,170	△899	△43	202	18,365	99.6
1973年度1月	2,406	2,365	1,941	1,828	20	△200	△189	△775	258	△607	17,856	93.1
" 2月	3,738	2,665	1,957	2,335	737	△47	689	△654	276	894	19,067	94.6
" 3月	3,055	3,584	2,320	2,995	288	△287	△11	△802	462	△1,091	18,125	93.8
" 4月	2,731	3,136	2,192	2,821	430	△257	160	△728	115	△1,163	16,834	95.7
" 5月	3,146	3,698	2,381	2,832	66	△309	△309	△975	430	△1,185	15,869	94.6
" 6月	3,098	3,531	2,369	2,996	112	△292	△252	△527	35	△950	15,200	93.0
" 7月	3,525	3,774	2,426	3,326	※521	※△296	※226	※△1,011	※247	※△657	15,158	90.6
" 8月	3,185	3,729	2,477	2,992	※16	※△310	※△315	※△548	※251	※△872	15,126	89.4
" 9月	3,378	3,563	2,211	3,325	※549	※△384	※247	※△810	※376	※△581	14,795	91.1
" 10月	3,684	4,463	2,531	3,342	※122	※△343	※△251	※△543	※145	※△959	14,049	92.2
" 11月	3,789	4,185	2,499	3,556	※377	※△390	※△44	※△1,091	※△100	※△711	13,196	89.8
" 12月	3,834	4,977	2,852	4,219	※566	※△492	※40	※1,231	※157	※△1,032	12,246	88.5

※印は速報値

IMF, IFSおよび日銀統計月報

価格への影響などによる日本の輸出の減退, いかえると国際競争力の低下が国際インフレを国内インフレへ波及させ, しかも相乗効果をおよぼした影響は甚大である。これは交易条件の悪化という事態が何よりも雄弁に示している。1970年を100とした交易条件は1973年末には80%台に低下しているのであり, この結果は輸出入の実績をみれば明らかである(表1, 参照)。

しかも, 輸出入の1973年上半年期の増大率にみられる日本の円の実力は輸出面での円建て価格の輸出の増大率が通関ベースで6.0%であるのに対して, ドル建て

の増大率は23.3%であり、金額全体としては日本の貿易相手国がドル建て地域が80%を占めるだけに29.8%の増大を示しているが数量をみると、5.4%の増大に止まり、とくに8月以降は数量は前年より減少しつつあるのが実態である。

さらに、輸出品目別の前年比の増大率をみると、輸出数量が増大したものは金属製品、鉄鋼、機械機器、自動車、船舶であるのに比べて、輸出数量の減少をしたものは食料品、繊維製品、化学製品、非金属製品、テレビ、ラジオであるのに、輸出金額は全体として30%近くも増大している。

このような輸出面の数量の減少→価格上昇傾向に対して、輸入面をみると輸入数量は上半期に32.3%増大し、品目では鉄鋼くずの161%増を筆頭にして軒並みに増大(羊毛のみが4%輸入数量が減少)をみせておることである。そして輸入金額は全体として70%も増大しているから輸出入金額の増大率の差は約40%となることになり、これが貿易収支を8か月、連続的に逆調をさせているわけである。

このような輸入の価格、数量両面からの増大は瞬間成長率30%に達する1973年のGNPの増大という景気過熱による原材料の輸入と消費財にまでおよぶ投機的輸入に原因がある。これは輸入承認手続きが改正され、実際に輸入すべき有効期限が6か月であったものが1年に延長され、予想される輸入品の国際的な高騰分を考慮して輸入が可能となったことにより、輸入承認は1973年1月、40.9%増(前年同期比)、2月66.1%、4月88.2%、5月94.9%、6月90%と高い水準をつづけ、7月以降も100%をこえる動きが継続していることである。これは国際的好況を反映しているときは需給の弾力性の低い1次産品価格が騰貴する傾向が如実に実現したわけであり、食料、原材料、燃料の比重の高い日本の輸入構造では輸入が質量ともに増大するのは理の当然である。しかも、石油ショックによる産油国の原油輸出の大幅削減と原油価格の値上りは輸入金額を一層、増大させて貿易収支の悪化を加速的に膨脹させるのである。

そして、産業エネルギーの50%を石油に求め、さらに石油の輸入依存度が99

%という日本経済にとり経済成長率が1973年度は仮りに実質5.6%, 1974年を2.5%と予想しても石油エネルギーの代替が早急に実現できず、石油消費、資源多消費型の産業構造の徹底的転換が機敏に実施される見込みのないかぎり、石油輸入代金の増大分だけは必然的に外貨流出となるのである。

第3の外貨減少の原因は、リーズ・アンド・ラッグズの反動で誤差脱漏の赤字化と輸入が激増したことである。これは1973年2月の円フロートによって事情が激変したことによる。すなわち輸出貨物は変動制移行以前には船積み前であっても輸出代金は受取って為替差損を防衛する動きがあり、通関統計で輸出となっていないものまでも輸出代金が受取られ、これが誤差脱漏の黒字を拡大してきたが、変動制に移行後は輸出貨物の船積み済みにも不拘、輸出代金は支払われぬために赤字となり、変動制と逆の事態となった。為替銀行の推測によると商社の仲介貿易による資金操作、海運会社や航空会社による運賃の本・支店間の資金移動なども誤差脱漏の要因となり、この種のものが増大したことをあげている。

第4には、第3の要因と重複する面もあるが、海外1次産品価格の高騰と海上運賃の急上昇により、輸入価格が騰貴し、平価変更による為替差益を消滅させ、貿易外収支の赤字の増大をもたらしたことが指摘される。

第5としては、輸出優遇措置の廃止と国内景気の過熱による内需への転換があげられる。

第6には、資本の流出の急激な増大である。

これは借款や対外直接投資、証券投資の激増となっているが1973年の前年比の増大率40%が為替管理の緩和により、資本の流入の増大が見通されるために1974年は国内金融のつよい引き締めによって減小すると考えられる。

わが国の対外資産・負債をみるとアメリカや西欧諸国に比べて純資産が1972年末で138億ドルとなったといっても長期資産の構成比は33%、短期資産が66%であり、この短期資産の殆んどが外貨準備で占められていることが債権国の座をかちえたとはいえ、未成熟債権国のパターンといわねばならない根拠であ



る。アメリカは長期の資産が82%，短期資産18%で，外貨準備は短期資産の2%程度であり，イギリスは長短資産が相い半ばしており，西ドイツが長期資産が57%，短期が43%で，外貨準備は短期資産の80%となっている。人口1人当りの純資産は西ドイツ456ドル，アメリカ279ドル，イギリス199ドルに対して日本は129ドル，GNPに対する資産比率は西ドイツ11.9%，イギリス8.8%，アメリカ5.5%，日本4.7%となっているが加速する資産増大率は他の国に比べて高いことが外貨準備を大量に流出させる結果になっている。

しかも，資本流出が民間部門では輸出繰り延べが圧倒的に大きいことである。そして円建てのものが少く，アメリカが100%自国通貨建て，西欧諸国も80%近い自国通貨建てであるのに，日本は輸出面できえ13~15%に止まっていることこそ，外貨の使用に大きく依存することによるマイナス面となっている。

このような外貨準備の急速な減少は日本の円の減価率にも端的に反映しており，1973年度の子想減価率は先進10か国のうち，最高を示している。すなわち，日本8.5%，イギリス8%，スイス7.4%，西ドイツ6.8%，オーストラリア6.6%，フランス6.3%，アメリカ4.7%と予想され，先進国平均の7.3%を上回っているのである。

円をめぐる環境の厳しい変動は上述したごとくであるが，1973年の経常収支は8億ドルの赤字，貿易収支は31億ドルの黒字，輸出380億ドル，輸入349億ドル，貿易外収支の赤字36億ドル，移転収支の赤字3億ドル，長期資本収支は78億ドルの赤字となり，したがって基礎収支は86億ドルの赤字国際収支の総合バランスは80~100億ドルの赤字となると考えられる。このような激しい変動が1974年には内需の抑制による輸出ドライブ，輸入を限界点へと到達させ，国内総需要の強力な抑制が財政・金融政策により予想以上に早期に実現することや，資本収支も長期資本は金融引き締めにより停滞が予想され，為替管理の大幅緩和による外資の流入増，IMF再建のための20か国委員会による作業の終了などにより，1973年とは激しい変動が予想される。すなわち，貿易収支は52億ドルの黒字（輸出441億ドル，輸入389億ドル），貿易外収支の赤字は1973年

程度の37億ドル、移転収支の赤字も1973年水準の3億500万ドルとなり、経常収支は11億ドルの黒字となるものと予想される。

長期資本の赤字も前述のような国内金融政策の影響により、赤字幅は縮小し48億ドルとなるから基礎収支の赤字も36億ドルに縮小をし、外貨水準も回復するはずである。

ただし、通関の輸出入は1973年と同じ傾向であると考えられ輸出449億ドル、輸入468億ドル（1973年は輸出387億ドル、輸入420億ドル）と予想される。

このように円の変転を例としても、やはり外貨準備の必要性は国際通貨制度の改革の方向とかわりをもちながらも相対的に増大すると考えねばならない。この面での最適通貨準備の問題について、改めて赤字国に転換を余儀なくされた日本の現実的外貨政策を探るためにも本稿では、赤字国の最適準備について考察を加えたい。

## 2. 外貨準備の均衡需要

まず、国際準備あるいは外貨準備が社会的生産力をもつものとする。このことは外貨準備は社会的厚生関数に依存するともいえる<sup>(1)</sup>。そして、一般的には、平均的な経済においては限界収益逓減の法則が働くものとする、平均的な国としてここでA国を考えて、この国の外貨準備の限界生産力をつぎのように考えることができる。

すなわち、図1において、横軸に外貨準備の在り高（stock）をとり、縦軸に年々の収益率であらわされる外貨準備の限界生産力を示すと  $pp$  曲線は右下りになる。

$pp$  曲線が横軸と交わる点は将来、外貨準備を保有しても、社会的収益率が

---

(1) Niehans, J., "Monetary and Fiscal Policies in Open Economics under Fixed Exchange Rates; An Optimizing Approach," *J. P. E.*, July/Aug. 1968, pp. 893—920.

ゼロである場合、 $p$  は重要な意義をもつが、それ以外は余り重要性はないものとする。

$p$  の弾力性は A 国で生ずると予想される国際収支の悪化（赤字）の程度、この不均衡の大きさによって決定さ

れる。また、A 国内における価格の伸縮性と資源の移動によっても A 国の国際収支の赤字の質と量が決定されるが、この価格と資源の動きは対外不均衡を国内的に調整するリアル・コストをも決定する。

GNP の実質的拡大をはかり、国富を極大にしようとするのが政府の行動であるから、A 国政府としては  $OM$  にひとしい均衡外貨水準を保有することが A 国の政策目標となる。

そこで  $OM$  の外貨水準で外貨準備のもっている限界流動的収益が  $p$  にひとしいとき、いいかえると準備保有によって生ずる利子収入を  $r$  とすると、つぎの関係が成立する。すなわち、

$$R = p + r$$

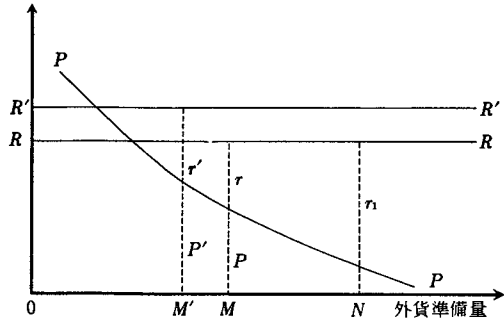
この場合、 $R$  は A 国における民間部門の資本の限界生産力をも含むものといえる。

そして、 $R$ 、 $r$  は A 国に対するパラメーターとして与えられているから均衡外貨準備の保有量を一定にするような政策を選択した場合にかぎり、国富を極大化することができる。

そこで、ここでは A 国の国際収支が均衡している場合から考察をはじめると、この場合には国際収支均衡を維持する外貨準備が A 国で保有されているから、この状態を最適準備の水準とする。

さらにここで最適準備水準とは凶作や災害など予備的動機による国際準備の

図1 年々の外貨準備の限界生産力



需要が生じた場合に最小限に必要な外貨準備の量とする。

凶作の場合に外貨を使用すると、A国における実物資源の限界的社会生産力は一時的に増大し、図1では $RR$ を $R'R'$ へシフトさせることになる。

このことは凶作によって外国より食料品を輸入し、原材料を輸入するために国際収支が赤字となるが、この赤字分を外貨使用によって賄う量 $M'M$ がそのまま国富を極大化するための資金量となる。

凶作が緊急輸入により解消し、実物資源の生産力が正常な状態に復帰すると、経済は再び拡大生産の軌道に乗り、 $M'M$ 量の外貨準備が増加するような国際収支黒字が生じて国際収支の不均衡は解消をする。これこそ、各国が輸出増大により国際収支順調あるいは黒字化のための交易条件改善政策を行なう根拠である。

また、国際収支逆調のショックがとくに大きい場合は、実物資源の正常な生産力 $R$ の水準まで外貨準備の限界生産力は増大し、外貨準備は急激に減少する。このように外貨水準が急激に減少する場合にとられる政府の方策としては将来の赤字の解消のための金融引き締め政策、平価切り下げ、貿易と資本流出の制限があり、また、機会費用 $R$ の実物資源を使用して外貨水準の急減を防衛しようとする。

そこで国際収支の赤字による外貨の準備の減小が停止して、国際収支が黒字となる転換点は限界的社会生産力がゼロに近くなる点となることが容易に推論できる。この点が為替の騰貴と将来の外貨準備の増大が無差別な関係にある状態といえる。

また、A国の経済が成長すれば $pp$ 曲線は右へシフトし、外貨準備も増大することはいうまでもない。

この均衡モデルによる現実接近には多くの欠陥があることは止むをえないが、実物資源の収益率の測定が条件が異なる場合には非常な困難であること、また、現実に一国の経済活動の金融的側面である利子率の作用についても公定レートを軸として多種類の金利が存在することも準備のコストの測定について

困難な点であるが、これらの種々の困難を軽視していることがモデルの適用について問題点を残しており、これは争われぬ事実である。

しかし、このモデルは国民の厚生を極大化するために観察の範囲を拡大し、外貨準備の需要はコストとしての利率の機能に依存することを明らかにしている点に特徴がある。

図1でA国が $r_1$ という準備量に対する利率を必要としている場合、均衡必要外貨準備量はOMよりも高い準備水準となる。そして $r$ が $R$ にひとしい場合、外貨準備の需要は最大の水準となる。

外貨準備の国際的需要量の総計は各国の準備需要量の合計であり、国際準備の総需要は準備に対する利率の増加関数といえることができる。このことから、長期的に適正な国際準備の供給量とは一定の利率のもとで各国が同時に長期的に保有しようとする均衡的外貨準備量と考えるのが適切である。さらに、このことは外貨準備不足状態が存在せずに十分に外貨準備が供給できる利率が各国で考えられることをもいうのである。

世界の準備がOMからONへとその供給が増大するのは外貨準備に対する利率の上昇がインフレ的でない場合であり、この利率の上昇は外貨準備の需給の増大がひとしく、また平均的状态の場合であるといえる。

この間の実態をSDRを外貨準備として保有する場合から考察すると、つぎのようになる。すなわち、SDRの限界費用はSDR保有の機会費用にひとしく、SDRの当初割当の際は限界費用をゼロと考えてSDRに対する利子収入を $r$ とし、SDRの追加保有のネット・コストを $R$ とすると、 $K=R-r$ となる。1970年第1.4半期にIMFの保有外貨準備を120億ドルとし、そのうちSDRを31億ドル、IMFリザーブ・ポジションを71億ドルとし、管理費を2,860万ドル、固定資産支出を650万ドルとして、この合計を3,500万ドルとすると、年々の支出は世界の総不換準備価額の0.35%となる。

さて、パレートの最適条件は $C=K=R-r$ から求められるが、 $r=1.5\%$ 、 $C=0.35\%$ であるから $R=1.85\%$ と計算できる。このことからSDRに対する

利子率は1.85%以下では不十分であり、1.85%以上に引きあげることが必要ということになる。したがって、 $r_1$ も1.85%以上であることが必要であるからSDRの年利1.5%は不適当となり、SDR本位制を考えると、この利子率は $r = r_1$ は1.85%以上を目標とせねばならない。この意味でモース報告にいうSDRの利子率の引き上げは合理的と考えられ、SDR本位制となる場合の通貨としてのSDRは利子率をつけるべきでないとする立論に対する一つの論拠となりうるのである。

### 3. 赤字国の調整コスト

赤字国の調整政策は為替調整が中心であるが、現行IMFのもとでは基礎的不均衡が存在した場合にかぎり、為替切り下げによって国際収支の不均衡を改善することが認められている。

これはIMF改革についての20か国委員会の報告に盛られているような対称性の原則に立った黒字国責任論ではなく、一方的な赤字国の調整であることはいうまでもない。この場合、調整コストとの関係で最適準備の必要量が測定され、輸入は所得の関数であるという輸入数量説<sup>(3)</sup>(quantity theory of import)によるモデル分析が主体となっていて、貨幣市場や資本移動機能は無視されている。いま、ひとつの方法は所得削減(切り下げ)政策によって国際収支の赤字を調整するコストの測定法として限界輸入性向の逆数( $\partial Y / \partial M = 1/m$ )をとる方法である。また、平価切り下げコストを調整コストの上限とする方法もあり、輸出の供給弾力性が一定でないならば、平価切り下げコスト(C)は輸出入の需要弾力性の逆数関係となる。すなわち、 $\eta_m$ を輸入の需要弾力性、 $\eta_x$

(2) Morse Report: First Outline of Reform of the International Monetary System Reported to Governors by Ali Wardhana, *IMF Survey Annual Meeting Issue*. Oct. 8, 1973, pp. 305—308.

(3) Triffin R., *Gold and the Dollar Crisis*, 1960, 邦訳「金とドルの危機」勁草書房。

を輸出の需要弾力性とするとき、

$$C = \frac{I}{\eta_m + \eta_x - I}$$

で示される。

つぎに、調整コスト測定について赤字国モデルを設定する場合、つぎの仮定をおくことにする。

第1に赤字国は貿易財の国際価格に何等影響を与えられないように、外国の反響は除外する。

第2に国際収支に構造的不均衡が認められないことである。

第3はすべての国が固定為替制を支持している。

第4は価格水準は固定しており、雇用と産出高の水準には相互依存関係がない。

第5に金融政策は国際収支の改善のために実施されるが、財政政策は均衡所得水準に対する金融政策の効果を相殺はしないものとする。

そして、このモデルは静学的モデルであり、商品市場と国際部門を含むものとしている。

そこで、以下のように定義をする。

$C$  消費

$C_0$  自生的消費

$Y$  粗国民生産

$r$  国内利子率

$I$  投資

$I_0$  自生的投資

$\Delta Y = Y_t - Y_{t-1}$

$G$  政府支出

$G_0$  自生的政府支出

$X$  輸出

- $X_0$  自生的輸出  
 $Y_{PW}$  他国の資本当り所得  
 $M$  輸入  
 $M_0$  自発的輸入  
 $CM$  資本流入  
 $CM_0$  自発的資本流入  
 $Y_{PD}$  資本当り国内所得  
 $CX$  資本流出  
 $CX_0$  自発的資本流出  
 $r_{IFC}$  国際金融センターで成立する利子率  
 $BC$  資本勘定残高（資本収支）  
 $BB$  国際収支

つぎに10個の関係式が成立する。

$$(3.1) \quad C = C_0 + cY - dr$$

$$(3.2) \quad I = I_0 + i' \Delta Y - kr$$

$$(3.2') \quad I = I_0 + iY - kr$$

$$(3.3) \quad G = G_0$$

$$(3.4) \quad X = X_0 + gY_{PW}$$

$$(3.5) \quad M = M_0 + mY$$

$$(3.6) \quad CM = CM_0 + gr + g'Y_{PD}$$

$$(3.6') \quad CM = CM_0 + qr + pY$$

$$(3.7) \quad CX = CX_0 + vr_{IFC}$$

$$(3.8) \quad Y \equiv C + I + G + X - M$$

$$(3.9) \quad BC \equiv CM - CX$$

$$(3.10) \quad BB \equiv X - M + BC$$

また、資本勘定  $\partial BB/\partial r > 0$ 、経常勘定  $\partial BB/\partial Y \cdot dr/dr > 0$ 、 $\partial BB/\partial r < 0$ 、 $dY/dr < 0$  のとき、国際収支は改善されるものとする。



そこで上述の2個の市場均衡方程式が成立する。

(3.4), (3.5), (3.6'), (3.7), (3.9) 式を(3.10)式に代入すると(3.11)式がえられる。

$$(3.11) \quad BB = B_0 + (p-m)Y + qr + gY_{PW} - vr_{IFC}$$

そこで,  $B_0 = X_0 - M_0 + CM_0 - CX_0$  であるから, (3.11) 式をとくと

$$(3.12) \quad r = -\frac{B_0}{q} + \frac{(m-p)}{q} Y - \frac{g}{q} Y_{PW} + \frac{v}{q} r_{IFC} \text{ となる。}$$

つぎに(3.1), (3.2'), (3.3), (3.4), (3.5) 式を(3.8)式に代入すると,

$$(3.13) \quad r = \frac{A_0}{d+k} - \frac{(1-c-i+m)}{d+k} Y + \frac{g}{d+k} Y_{PW}$$

そこで,  $A_0 = C_0 + I_0 + G_0 + X_0 - M_0$  であるから,

$$(3.14) \quad Y = \frac{1}{[(m-p) + q \frac{(1-c-i+m)}{d+k}]} \cdot \left[ D_0 + g \left( 1 + \frac{q}{d+k} \right) Y_{PW} - vr_{IFC} \right]$$

そこで,  $D_0 = \frac{A_0 q}{d+k} + B_0$  であるが赤字国の調整費用 ( $dY/dBB$ ) は補整的資本の移動を誘発する利率の上昇をもたらすのである。

$$BB = f\{r, Y, \bar{Y}_{PW}, r_{IFC}\} \quad \text{であるから} \quad \frac{dBB}{dr} = \frac{\partial BB}{\partial r} + \frac{\partial BB}{\partial Y} \cdot \frac{dY}{dr}$$

$$\text{であるうえに,} \quad \frac{\partial Y}{\partial BB} = \frac{1}{\frac{\partial BB}{\partial r} \cdot \frac{dr}{dY} + \frac{\partial BB}{\partial Y}}$$

そこで(3.11)式と(3.13)式は線型モデルであるから

$$\frac{\partial BB}{\partial r} = q$$

$$\frac{\partial BB}{\partial Y} = (p-m)$$

$$\frac{dr}{dY} = -\frac{(1-c-i+m)}{d+k}$$

$$\text{となり,} \quad \frac{dY}{dBB} = -\frac{1}{m-p+q \frac{(1-c-i+m)}{d+k}}$$

$$\text{あるいは } \frac{dY}{dBB} = \frac{1}{p-m-q \frac{(1-c-i+m)}{d+k}} \text{ となる。}$$

これが (3.15) 式に相当する。

そこで、資本を導入して国際収支の赤字を調整する費用が少ければ少いほど限界輸入性向( $m$ )も外国資本流入の利子感応度( $q$ )もともに大きくなり、投資の利子感応性( $k$ )と消費は小となる。

また、限界消費性向( $c$ )が小さければ小さいほど、さらに、限界投資性向( $i$ )も小さいほど、所得関数である限界資本輸入性向( $p$ )は小さい。

#### 4. 最適準備と調整コスト

赤字国における調整コストについては前述したように計測の可能性を検討することが必要である。

ここでは一般的厚生関数が欠如していることが指摘され、最適外貨準備を決定するものは費用、利潤接近が有効であるとみられるにいたった。この場合、コストは実物資産より、むしろ外貨準備保有の機会費用にひとしく、利潤は対外不均衡(赤字)を解消する調整策を無効にすることになる。

いままでに試みられた最適準備測定論議は国際収支の構造的不均衡がなく、短期の変動もないことを前提としており、この場合にはラムダム・ウォークによって近似値を求めることが可能であった。

ヘラーの方法は静学的最高外貨水準測定であり、 $h$ を一国の対外勘定の年間の不均衡(赤字)の大きさ(赤字幅)とすると、これはつぎのようにして計測可能である。すなわち、これは外貨準備の線型トレンドを観察し、外貨準備の年々の偏差の絶対値を平均してえられる。また  $h$  は保有外貨準備の機会費用であり、これを同じサンプルを採った諸国に対して10%とすると、

$$(4.1) \quad R^* = h \cdot \frac{\log \left[ \frac{\rho}{\text{限界調整費 (MCA)}} \right]}{\log(0.5)}$$

となり、<sup>(4)</sup>(4.1)式を(4.2)に代入すると、一時的な国際収支の赤字を補整的資本流入によって調整する国の最適外貨水準を求める関係式がえられる。

$$(4.2) \quad R^* = h \cdot \frac{\log \left\{ \left[ p - m - q \frac{(1 - c - i + m)}{d + k} \right] \rho \right\}}{\log(0.5)}$$

以上の測定式を用いて IMF の国際金融統計月報 (IFS) などのデータにより調整コストの試算が公にされている。このパラメータは

$$\text{第1欄} = \frac{1}{\eta_m + \eta_x - 1} \text{と、第2欄} = \frac{1}{m} \text{と、第3欄} = \frac{1}{(m - p) + q \cdot \frac{(m - c - i + m)}{d + k}}$$

とすると、つぎのようになる。

表2

国名	(1)	(2)	(3)
カナダ	.95	6.25	6.12
デンマーク	.82	3.45	3.25
イタリア	4.00	6.67	2.87
南ア共和国	.52	5.88	1.04
スウェーデン	3.85	4.76	1.08
スイス	2.38	3.57	.88

そこで、表3は1963年の(h)で為替調整に対する最適準備水準、同様に所得調整に対する最適準備水準、資本移動による調整に対する最適準備水準を順次、測定し、さらに1968年の(h)、1968年の時点における為替調整に対する最適準備水準、所得調整に対する最適準備、資本移動に対する最適水準を計測し、最後に1968年の現実の準備水準、現実準備 - 最小費用・最適準備 = 超過準備などの計測の結果をまとめたものである。

(4) Heller, R., "Optimal International Reserves," *Economic Journal*, Vol. LXXVI, No. 3, 1966, pp. 302-304.

表3—1 現実の準備と最適準備

	h 1963	最適水準 (為替調整)	最適水準 (所得調整)	最適水準 (資本移動 調整)	h 1968	最適水準 (為替調整)	最適水準 (所得調整)
カナダ	122.7	398.7	731.1	721.2	155.6	505.6	928.3
イタリア	275.2	1,464.8	1,667.3	1,330.9	315.4	1,688.9	1,910.9

表3—2 現実の準備と最適準備

	最適水準 (資本移動 調整)	1968年の 実際準備	超過準備	最適準備に 対する現実 準備の割合	削減政策により実 現される最適準備 に対する割合
カナダ	914.6	3,046.0	2,540.4	3.33	3.28
イタリア	1,525.4	5,342.0	3,816.6	3.50	2.80

この結果、計測された最適値の中央銀行の専門家による評価は彼等の最適値はより高いことを指摘し、この計測側は低評価と考えることは必至である。

中央銀行が当該国の外貨準備をきわめて高い水準におくことを主張するのは突発的な投機的資本移動に対する必要からである。

この結果、1970～72年末までの各国の外貨準備の保有状態をみると基軸通貨国以外の先進国は超過準備を保有しており、開発途上国の外貨準備は不十分な水準に止まっていることがわかる。

## 5. むすびにかえて

最適外貨準備あるいは適正外貨準備については変動為替論者は完全自由変動為替制においては短期均衡が、つねに実現するから外貨準備は凶作などの緊急輸入用の準備、すなわち、予備的動機として必要な、きわめて最低量の準備以外は保有することを認めない。しかし、完全な自由変動為替制は理論的には実現可能であり実現が期待されるにも不拘、現実には一定水準の準備を保有して中央銀行が介入する管理された変動為替制が作用しているのであるから、クリーン・フロート(clean float)は理想像といわねばならない。

現実の変動為替制は前述のように公的介入が為替市場に対して行なわれているうえに資本移動に対する直接規制も多い。資本移動に対する多数の直接規制は過去の固定為替規制の残滓であり自由変動制とは同調不可能である。一部の論者が為替市場への公的介入はつねに避けるべきであるとして公的介入の状態の変動制をダーティ(**dirty float**)として非難するが、われわれはここで改めて前述のように管理された変動制(**administrated or managed float**)と区別することが必要となる。

ハーバラーはダーティ・フロートをつぎのように定義している。<sup>(5)</sup>すわなち、ダーティ・フロートとは公的市場と自由市場を区別したり、取り引きの種類に応じて複数の為替相場を適用したり、あるいは、これに類するより強力な統制が行なわれた場合の為替相場を指すのであるといっている。

彼は、したがって、もし、公的介入が短期的為替相場の動きを円滑化したり、為替相場の上下の変動を強力に抑制するのではなく、極端な動きをより鎮静化させるための公的介入であれば、この介入を管理された変動相場制というのである。

このように考えると変動制の質についてこのように固執することは生産的ではなく、固定制のもとにおける欠陥を修正して安定的ではあるが調整可能な平価制度(**stable but adjustable par value system**)というモース報告の目ざすところこそ合理的であろう。

さて、為替安定のために国際金融協力が必要であることはIMF 25年の歴史が雄弁に物語っているが、**adjustable peg**制が国際収支節度(**balance of payments discipline**)を軸として各国の国内均衡を図ったのに対して、変動制は、この節度を不必要とする点にメリットとデメリットが並存するといわねばならない。

---

(5) ハーバラー、望み薄の改革合意—ナイロビ以後の国際通貨体制、日本経済新聞、1973年11月14日号。

最適準備については国際収支の赤字幅(swing)を解消する量を重要視するもの、あるいは輸入数量に必要なだけとするもの、あるいは為替銀行の対外短期負債残高に対応する公的保有が最適準備とするものなどが理論的接近よりは政策的接近としてとりあげられている。

トリフィン教授の主張する貿易額の30~40%、すなわち3~4か月分の輸入決済の準備の保有が最適とする説がもっとも外貨政策にとって受け入れられ易い。そして、さらには為替銀行の対外短期負債残高説が、つぎに日本においては説得力があるといえる。現在、この残高は120~140億ドルといわれるが、すでにわが国の公表外貨準備高は1973年末までに130億ドルを割ることは確実であり、アラブの原油価格の改訂による外貨流出を150億ドルと計算すると400億ドルの輸入の30~40%を保持することは困難となってきた。

ここに外貨政策の転換の緊急性があるといわねばならない。その方向は円為替の使用の早急な拡大と為替管理の緩和による資金の流入促進、外貨減らし政策の停止などであるが、このうち、とくに円建て貿易の拡大と自由円市場の育成が検討されるべきである。

ついで、為替管理の緩和による東京為替市場への外貨(ユーロ・ダラーあるいはオイル・ダラーなど)の取り入れの促進であろう。

なお運転資金(working balance)的な外貨準備を最適準備とすべき主張にもトリフィンのリビング・コスト・アプローチが基礎となっているが、石油危機を転換として増大をつづける外貨需要と激増一途のオイル・ダラー(1974年1月には500~600億ドルに達すると推測される)の対照的な現実は、国際通貨改革のいままでの構想の徹底的な変更を余儀なくさせようとしている。

わが外貨政策も、このような国際通貨環境の急激で、しかも深刻な変動のなかにあって最低のコストで最低のworking balanceに対応する準備を確保することを目指すべきであり、最適準備不要論の主張であるGNPのpotentialityの卓越さによる国際的借入可能性(international creditability)をもつ日本の円の強大さを誇示することは正しい外貨政策の基盤とはなりえないこと

に注意すべきである。

## 引用文献

- [1] Hause, J. C., "The Welfare Costs of Disequilibrium Exchange Rates," *Journal of Political Economy*, Vol. LXXIV, 1966, pp. 333—340.
- [2] Johnson, H. G., "The Welfare Costs of Exchange-Rate Stabilization," *ibid.*, pp. 512—517.
- [3] Clark, P. B., "Optimum International Reserves and the Speed of Adjustment," *Journal of Political Economy*, Vol. LXXVIII, 1970, pp. 356—370.
- [4] Willett, T. D. and Forte, F., "Interest Rate Policy and External Balance," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. LXXXII, 1969, pp. 242—250.
- [5] Mundell, R.A., *Monetary Theory, Inflation, Interest, and Growth in the World Economy, Chapt. 17: Seigniorage and Optimum World Central Bank*, Calif., 1971.
- [6] Clark, P. B., "Interest Payments and the Rate of Return on International Fiat Currency," *Weltwirtschaftliches Archiv*. Bd. CVIII, 1972, pp. 537—540.
- [7] Grubel, H. G., "Basic Methods for Distributing Special Drawing Rights the Problem of International Aid," *Journal of Finance*, Vol. XXVII, 1972, pp. 1009—1015.
- [8] Chau-nan Chen, "Diversified Currency Holdings and Flexible Exchange Rates," *Quarterly Journal of Economy*, Vol. LXXXVII No. 1, 1973, pp. 96—111.
- [9] Kreinin, M. E. and Heller, H. R., "Adjustment Costs, Optimal Currency Areas and International Reserves," *Essays in Honour of Jan Tinbergen*, ed. Sellekaerts, W., London, 1973.
- [10] Sellekaerts, Willy and Sellekaerts, Brigitte, "Balance of Payments Deficits, the Adjustment Cost and Optimum Level of International Reserves," *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 109, Heft. 2, 1973, pp. 1—18.
- [11] Prachowny, Martin F. J., "The Effectiveness of Stabilization Policy in a Small Open Economy," *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 109, Heft 2, 1973, pp. 215—231.
- [12] Grubel, H. G., "The Case for Optimum Exchange Rate Stability," *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 109, Heft 3, 1973, pp. 315—381.
- [13] Swoboda, A. K., "Monetary Policy under Fixed Exchange Rates: Effectiveness, the Speed of Adjustment and Proper Use," *Economica*, Vol. 40, No. 158, May 1973, pp. 136—154.





# 実物面と貨幣面を含む 産業連関表の構想

家本秀太郎

## I ま え が き

かねと物との統合体系を、経済理論的に、計量分析的に、あるいはまた統計資料整備の上から打ち樹てようとする接近は、既に幾年か前から試みられている。金融の手助けなしには実物は動かず、信用創設によって新たな実物が特に芽をふく投資面における顕著な事実、あるいは近年におけるフィスカル・ポリシーにみる財政金融政策の有効性などは、いや応なしに実物の側にとってかねの側からの協力の必然性を確認させられる。

かねと物との統合体系を具体的に展開したものとして、まず(a)経済理論の立場から接近するものは、Knut Wicksell の実物的均衡と貨幣的均衡の区分にはじまる貨幣的側面の体系的追求から今日の Keynes 経済理論に至る一連の「貨幣的経済学」monetary economics にみることができる。そしてこれに属する人々の中には、実物面と貨幣面の有機的関連という最も重要にして困難な問題が、経済理論の発展とともに少しづつは解きほぐされているとしても、依然両者をばらばらに把握しないし本質的に古典派理論の殻から抜け出していないものが少なく、基本的には信用創設と経済成長との正しい結びつきについてその解答を今後の発展に俟たねばならぬ。次に(b)計量分析の立場から接近するものは、いわば第1の理論的立場からするものと第3の統計資料的立場からするものとの混合形であるが、その意味においてこれは実物面と貨幣面を有機的に結びつけるような経済理論とこれにふさわしい統計資料の整備とが伴ってはじめて可能な接近方法であるから、これはむしろ至難の接近といえよ

う。しかし経済理論の完全な統計資料の整備を俟ってはじめてでき上るような計量分析は、当面後日の問題としてしばらく措き、現状の経済理論と統計資料整備において適切な計量分析を試みることは、特に実物面と貨幣面を同時に含む連立方程式の一つの体系を考えた場合、経済理論の側からいえば、未だ十分な有機的関連の解明がなされていない現状にもかかわらず両者の同時決定の姿をかなりの程度において窺知せしめる手掛りを与えるものであり、また統計資料整備の立場からいえば、計量分析によって見出された結果を通して統計資料の純正度なりその射程距離を知ることができるであろうし、計量分析の方法を変えることによって統計資料の角度が変わること、計量分析の方法と統計資料の利用との間の相互関連の重要性を知るであろう。なお実物面と貨幣面の同時方程式（あるいは時として貨幣面だけの連立方程式）において計量分析を展開する試みが近年頃に盛んに行われている<sup>(1)</sup>。ここではこの両面の有機的関連の計量分析というよりは、両者を含めた全国民経済的動きがどのようにバランスある連立方程式として表示されているかに焦点が当てられ、特に物価関係の輻輳した諸関係数については物価論の経済理論的位置づけの未整備を反映して、その扱いが極めて平面的・並列的であり、物価を含めた貨幣面と実物面との内部機構をこれらの分析から窺知することは容易ではない。

さらに(c) 統計資料整備の立場から接近するものは、国民所得のフロー面と「資金循環勘定」<sup>(2)</sup> flow funds accounts とを結びつけた「国民所得金融統

(1) 実物面と貨幣面を同時に含めた連立方程式の例として、Ta-Chung Liu, An Exploratory Quarterly Econometric Model of Effective Demand in the Postwar U. S. Economy, *Econometrica*, Vol. 31, No. 3, July 1963, また「経済社会発展計画」の計量委員会第1次報告としての計量モデル(1966)の如きがあり、貨幣面だけについてはわが国では日本銀行統計局「わが国設備投資の分析——計量経済学的方法による1試論——」, 調査月報, 1961年1月。

(2) これは従来「マネー・フロー表」money flow table の名で呼ばれているものであるが、その内容は金融資産のフローとストックについて部門別・金融資産種類別の動きが示されている。日本銀行調査局において、昭和29~39年分の資金循環勘定を(昭和41年2月)、その統編(年度計算も併記)を(昭和42年12月)に発表した。石田定夫氏を中心に毎年刻明に作製されるものであるが、われわれは同表を理論的・計量分析的に活用してその労に報わねばならない。

合勘定<sup>(3)</sup>あるいはこれを産業連関表形式に書き換えた「金融連関表<sup>(4)</sup>、また貨幣面だけの資金循環勘定<sup>(5)</sup>などにみる如く、国民経済における実物面ことにその国民所得面と貨幣面すなわち各種金融資産とを含む全フロー過程を包括的に表示する一覧表 *working sheet* を一つの目標としている。しかしここでわれわれが考えたいことは、国民所得勘定と金融勘定との統合——もちろんこれは今日の段階では未だ多分に統合 *consolidation* のぎごちなさを残しているが——によって実物面と貨幣面の統合が果されと仮定しても、それは国民経済の総過程の包括的表示とはほど遠いものであるという認識である。国民経済の全過程は中間生産物を含むフローのみならずストックに関する全取引から成り、ここに含まれる諸部分表として、国民所得勘定・産業連関表・資金循環表（金融取引表）・財政収支表・国際収支表・資本収支表・国民貸借対照表を含み、これら諸表の有機的総合体系が最近漸く進展しつつある「国民経済計算体系」*System of national (economic) accounts, Gesamtwirtschaftsrechnung* を構成している。国民所得勘定なり金融取引勘定という個別勘定はいうまでもなく全体としての国民経済計算体系の部分体系として意味をもち、それら個別勘定の若干個を部分的に統合したとしても未だ全国民経済な総合計算体系ではない。国民所得勘定と産業連関表<sup>(6)</sup>、国民所得勘定と金融取引表は今日既に着手されている統

- (3) 経済企画庁経済研究所編「季刊『国民経済計算』」、No. 14, 昭和42年1月にはこの統合勘定の昭和38～40年度分が示され、勘定科目は資本収支を内容とする「資本勘定」と金融資産の収支を内容とする「金融勘定」とから成っている。なお日本銀行調査局編「資金循環勘定」（昭和42年12月）には、「資金循環勘定との比較」として、各部門の資金過不足と投資・貯蓄の関係が昭和32～41年について示されている。
- (4) 経済企画庁においては嘗て金融連関表と称すを産業連関表形式の資金循環勘定を試算した（経済企画庁経済研究所研究シリーズ第9号「マネーフロー表（昭和31～34年）度の試算」、昭和37年、pp. 116—119）。部門（政府・日銀・市中金融機関・法人企業・個人・海外）相互間の金融取引の動きが表示されて金融内部機構を知るに役立つように思えたが、遺憾ながら、その後発表が停止されている。
- (5) 「資金循環勘定」、日本銀行調特別特2号（昭和41年2月）、特8号（昭和42年2月）。
- (6) Richard Stone の一連のイギリス経済成長計画案 “*A Programme for Economic Growth*” 等における “*social accounting matrix*” はこの両者を一本にしたものであり、また「国民経済計算の改善に関する方策」（国民経済計算審議会答申、経済企画所経済研究所、昭和40年3月）は従来ばらばらに発表されていた両者の資料上のコンシステンシーを一つの目標とした。

合目標であり、さらに近い将来、国民所得勘定・産業連関表・金融取引表の統合勘定が問題となることと思われる。

以下、国民経済計算体系を整備することによって可能となる分析の一例を示してその必要を指摘しよう。たとえば鉄鋼業が100億円の設備投資を行い年間30億円の鉄鋼生産を開始した場合の計量的追跡を国民経済計算体系の中で行うとすればどのように現われるか。企業は設備資金として銀行から100億円の融資を受けるが、銀行はそれだけの預金の用意、したがって国民貯蓄の一部が予め預金化しているわけである。融資の大半は預金としてあるいは一部は歩積両建てとして銀行に戻るだろうがこれはしばらく措き、企業はこの金で設備を購入して原料を買い労働者を雇って鉄鋼の生産を始める。鉄鋼設備や鉄鉱石の生産・輸入に直接に掌ったすべての企業も全く同様な方式で物的・人的・貨幣的な動きを示すであろう。さてこのようなもともと100億円の設備投資という始点が及ぼす直接間接の全波及効果 **total repercussion** を国民所得勘定・産業連関表・金融取引表・財政収支表・資本形成表・国際収支表・国民貸借対照表の各側面に「完全斉合」**full articulation** の原則によっていわば複式簿記記入するわけであるが、もしこれらの国民経済計算体系を構成する諸部分表が完全に経済理論的計量的に有機的な結びつきをもつだけ十分に詳細かつ連繋的であるならば、あたかも今日の電子計算機の働きと同様に、100億円投資の全影響をみごとに操作してそれぞれの部分表の計数正確に掲上げてゆくであろう。いまこれを繊維の100億円投資についても求め、鉄鋼の場合と対比するならば両産業の投資の所得効果の相異を容易に求めえようし、さらにここに一つの国民経済の巨視的計量モデル **macro-econometric model** が用意されているとするならば、その一般均衡論的な相互依存関連の網の目を経た計数の動きを国民経済計算体系の枠の中にはめ込むことができるであろう。鉄鋼製品1億円の輸出が及ぼす国民経済の物的・人的・貨幣的成果を上述の国民経済計算体系の枠の中ではじき出すこと自体鉄鋼業の国民経済的寄与を明かにする上で極めて重要な問題であろうし、また繊維製品1億円の輸出の及ぼす同様のと比較する

ことによって輸出産業構造の重化学工業化の利益やそのために受ける国際収支上の損得を知ることができるであろう。このようにまず産業連関表を通してえられる最終需要の初動にもとづく実物的な動きの実物価・貨幣面における全国民的な直接間接効果を全国民経済の計算体系の中に正確に掲上することが必要であって、事実今日の国際的な動きを代表する国連統計委員会の意図するところは、国民所得勘定を中核として産業連関表・金融取引表・国際収支表その他の国民経済計算体系を構成する諸表の全面統合にある。<sup>(7)</sup> このことは国民経済における広い意味での国民所得の循環に関する統計資料が国民経済計算体系の構想の下に体系化され国際化比較が可能であるような方向に国際的に強く発展していることを明示している。

## Ⅱ 国民所得勘定・産業連関表・ 金融取引表の同時統合の試み

以下述べるところは、国民所得勘定と産業連関表とさらに金融取引表の3者を同時統合した一つの立体表の構想についてであり、その経済分析具としての重要性についてである。

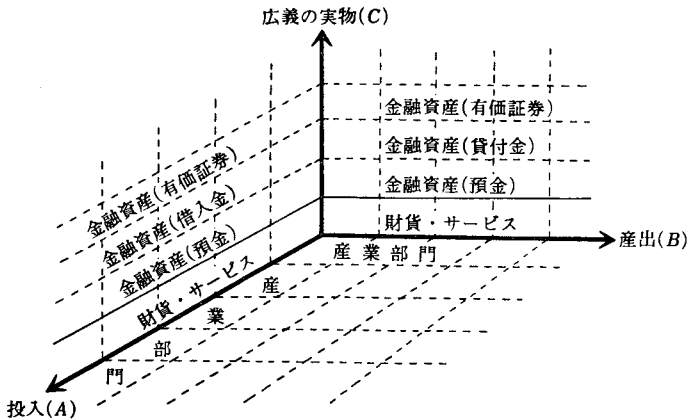
まず国民所得勘定と産業連関表の統合については、形式的には産業連関表そのものが国民所得循環のみならず中間生産物を含んだ全国民経済の循環過程を産業部門別に区別して表示したものであるから当然に国民所得勘定を含んだものと考えられ、したがってここでは産業連関表ないし“social accounting matrix”<sup>(8)</sup> 以上には触れない。次に国民所得勘定と金融勘定の統合については、

(7) SNA の改訂案内容についてはたとえば、経済企画庁経済研究所編「季刊『国民経済計算』」, No. 15, 昭和42年3月に詳しい。

(8) Richard Stone and Giovanna Croft-Murray: *Social Accounting and Economic Models*, 1959, pp. 30—31 (家本秀太郎・渋谷行雄訳, 「ストーン, G・クロフトマレー『社会会計と経済モデル』」, 1964, pp. 28—29)。

「金融勘定」 financial accounts と「非金融勘定」 non-financial accounts の関係が未だ十分に究明されていない現状において両者を単に並列せしめても意味がなく、<sup>(9)</sup> それだけに実物面と貨幣面の有機的関連の理論的追求に俟たねばならぬ。第3の産業連関表と金融取引表の結合ということは、いい換えれば「金融連関表」の完成ということである。たとえば嘗て経済企画庁において試算した<sup>(10)</sup> 金融連関表においては、法人企業が一括されていたのを産業部門に分割した上で金融連関表を作成しようということである。かくてこの三つの形の統合を一本のものとして考えたとき、次の結論が生れる。すなわち、実物と金融資産を含む実物および貨幣に関する全勘定を一個の総合体系として理解した上で、これを産業連関表の枠の中に入れてその包括的な投入と産出の動きを一覧表にまとめることである。いい換えれば第1図にみるような統計表を用意することである。以下しばらく第1図を詳説しよう。まず第1図において縦・横・高さ

第1図 財貨・サービス・金融資産を含む総合産業連関表



- (9) 経済企画庁において発表された国民所得金融統合勘定は従来経常・資本・金融の3勘定に分割されていたが、今回の統合勘定（前掲、「季刊『国民経済計算』」, No. 14, 昭和42年1月）においては、経常勘定は全然掲上されていない。
- (10) 前掲「マネー・フローの試算」（経済企画庁経済研究所研究シリーズ, No. 9）, pp. 116—119。

の立体図（3次元統計表）であることに注意し、縦は「投入」、横は「産出」、高さは「財・サービスと金融資産」を一本とみた広義の実物であることを念頭におく。その場合第1図における第1階層が通常の産業連関表そのものであることは容易に理解しうるところであろう。第1階層における財・サービスの投入産出と全く同じ意味において金融資産の産業連関表が存在するわけであって、ただ金融資産は通貨・預金・有価証券・投融資・企業間信用・海外勘定の如くいくつかの種類に分たれているからこの区別が必要になる（財・サービスについてその所属する産業部門と財・サービスの商品としての品種とを区別することは理論的にそしてまた計量分析においては必要なことであるが、<sup>(11)</sup>ここでは徒らに事を錯雑せしめるのをおそれて取扱わない）。これが第1図に示した立体図である。さてこの立体図が金融取引勘定あるいは国民所得金融統合勘定とどのような関係にあるかを明かにするためにも便利なので、第1図を第2図のように書き換える。ここで軸A, B, Cはは第1図と同じであるが、第2図におけるOA, OC軸を直交軸とするCOA平面は実物および金融資産の「投入」に関する記録であり、OB, OC軸を直交軸とするCOB平面は同じく実物および金融資産の「産出」に関する記録である。さて立体図は平面の積み重ねという観点に立って、第2図をまずその床面積（第1階層）について考えるならば、両軸OA, OBは第1図にみる如くいずれも「部門」sector別に区分されているわけであるから、第2図第1階層は第1種財——実物と金融資産を含めて「財」と呼ぶ——の投入産出表に外ならない。全く同様にその第2階層

---

(11) Richard Stone の主宰する “A Programme for Economic Growth,” Department of Applied Economics, University of Cambridge, No. 3 (Input-Output Relationships 1954—1966, by Michael Bacharach), 1963 には 通常の意味の投入産出係数行列のほか、投入について「吸収行列」absorption matrix, 産出について「製作行列」make matrix が掲げられ、これがその計量分析の特徴をなしている。すなわち、前者は生産のために各産業から吸収した各種商品の量を、後者は（中間生産物としてまた最終生産物として）各産業が生産した各種商品の量を示し、たとえば自動車工業が同時に多く航空エンジンを生産したり、最近の化学工業の著しい産業間連繋の問題を計量的に正しく取扱おうとしている。





の投入先別財種投入表を、第2断面は第2部門（たとえば日銀）にそれ、…を表わしている。また軸OBに沿って部門ごとに縦に切断してみると（ $O_1M_1 \rightarrow M_1P_1$ ）、第1断面は第1部門の産出（仕向）先別財種産出表、第2断面は第2部門のそれ、…を表わしている。かくして第2図は縦・横・高さに沿って3様の平行断面に分解して考えることができ、これが実物および貨幣を含む総合産業連関表として第2図全体を構成している。

さてこの第1図ないし第2図を金融取引勘定もしくはこれに実物面を含めたものとしての国民所得金融統合勘定と比較してみよう。便宜上第2図においてOA, OB, OC各軸の合計欄はそれぞれの軸の原点から最も遠い個所の柵目において与えられるとする。そうすると第2図における $P_1$ を中心とする3次元直交軸 $PP_1$ ,  $N_1P_1$ ,  $M_1P_1$ によって定まる3平面が三つの合計欄平面である。平面 $O_1M_1P_1N_1$ は実物と金融資産の各合計についての産業連関表、平面 $M_1MPP_1$ は実物と金融資産についての部門別投入合計表、平面 $P_1PNN_1$ は同様の部門別産出合計表であるから、いまもしこの後の2者を1表に合算すると、ここに中間生産物を含んだ国民所得金融統合勘定がえられる。

最後に第2図に示したような3次元の産業連関表の必要をここで改めて考え直してみなければならぬ。

ここでは実物（サービスを含む）および金融資産という広義の財についての産業連関表が考えられているわけであるが、もしこのような大がかりな産業連関表が作成できたとすれば、たとえば繊維産業が自動車産業に対してタイヤ・コードを手形で売渡したとすると、繊維産業から自動車産業への実物の投入産出、そして同額の自動車産業から繊維産業への企業者信用（金融資産の一つとしての）の投入産出が同時に発生することになり、第2図の第1階層における実物の動きと対照的に、柵目としては同一の産業部門の投入産出の柵目において、すなわち同一の産業部門投入産出の柵目の垂直線が企業間信用の階層と交わる点の柵目において（金融資産はすべて実物と同額だけ逆に流れるものとして）掲上される。さらにたとえば第1節において触れた如く、鉄鋼業が設備

資金を銀行から借入れて機械を購入し生産開始しようとする場合の鉄鋼・機械・原料・電力・労働力等に関する直接間接波及ないし「複線回帰的波及効果」をこの第2図の中において描くことは容易である。

かくの如く、たとえば繊維産業とか鉄鋼業とかあるいは流通産業というが如き特定産業が、設備投資とか原料購入とか労働者雇用とかの行為を、銀行借入金とか増資とか手許現金とかの何らかの支払手段を通して取引した場合、われわれの「3次元産業連関表」はそのすべてを明確に区別しながら掲上することができる。逆にいえば通常のレオンティエフ型産業連関表を以てしては実物取引の交流の明細は知られてもこれと金融取引との結びつきは全く追跡の道がなく、またマネー・フロー表と称せられる金融資産フロー表を以てしてはそれなどのような実物との結びつきにおいて発生したものなりやまた時として純金融取引たとえば信用創設の結果として発生したものなりや否やを突きとめることが全くできない。

さらに国民所得金融統合勘定と称せられる一種の実物・貨幣面の統合勘定を以てしても——仮にその中に中間生産物を含むとしても——それは、さきに述べた如く、投入面もしくは産出面という財の出所または仕向け産業部門の明示なしの表示であるから、これから直ちに国民経済の実物・貨幣両面における動きを窺知することは困難である。

以上がわれわれの3次元産業連関表の構想である。

### Ⅲ 実物および金融資産を含む産業連関表の現実適用のための努力

第Ⅱ節に紹介したわれわれの3次元産業連関表に対して加えられる最初の批評は、そのような3次元の統計表の作成が余りにも困難なことについてであろう。通常の産業連関表の作成にも3年以上かかるし、毎年簡易な産業連関表を

作ることすら容易でない現状であり、<sup>(12)</sup>またマネー・フロー表（金融取引表）についてもわが国においては日本銀行調査局の努力を以てして漸く毎年発表されるのが実状であるから、われわれの構想する3次元表は“思いもよらざる非現実構想”といわねばならぬであろう。統計表作成の困難についてはまさしく然りであるけれども、他方この産業連関表とマネー・フロー表をこのままでいかに接合しても水と油でしかない。ここからは実物・貨幣両面の相互関連に関して、極めて大雑把の推測以上のものは生れてこない。いい換えれば、実物面と貨幣面を統合した国民経済の巨視的現実の総合活動を反映する統計表は上に示した3次元産業連関表においては決してないはずである。

そこでわれわれは経済理論との関連について考えてみたいと思う。周知の如く、産業連関表はその背景に Wassily W. Leontief 教授によって開拓された「産業連関分析」input-output analysis を理論的裏づけとしてその実証具たる性格が確立されている。これに反してマネー・フロー表または金融取引表は多くの人々の関心と検討をえつつも、未だその理論的用具としての基礎づけをえていない。何故であるか。いまここでこれの全面的検討を行う意図はないが、次のような観方も成立つのではなからうか。国民経済における物の動きとかねの動きをみたとき、まず産業連関表については、物の動きだけを観察するとすれば国民経済の動きの大綱がつかみうるという統計的仮説——たとえば Léon Walras の生産方程式における生産費方程式（価格＝必要原料費）や生産用役の需給均衡式（供給された生産用役を各生産物生産のために全利用して無残余であること）にみる如く——の成立が潜んでいるのではないか。一方、マネー・フロー表については、各部門（政府・中央銀行・その他金融機関・

---

(12) 産業連関表を毎年作成することは国民経済の「経済生理学」を明かにする上に必要であるのみならず、産業連関表そのものが生産・支出の経済活動を総括表示する点から、たとえば生産・支出面における“double deflation”（同時に両面のデフレーションを行うこと）を可能にする足掛りを提供する（宍戸駿太郎、「わが国実質国民所得統計の問題点」、一橋大学経済研究所「経済研究」、Vol. 13, No. 1, 1962年1月, pp. 57—62）。

法人・家計・海外勘定)がその年間に各種金融資産について残した経常勘定の貸借差額だけを如何に示したとしてもこれからはその背景にある国民経済活動の実体は極めて間接にしか窺知することができず、一方で国民経済の「貨幣的均衡」をその「実物的均衡」から切り離して理論的にその成立を論証することができないために、マネー・フロー表はその理論の計量的裏づけの具として役立っていないのではないか。日本銀行の金融取引表をみれば確かに家計の貯蓄が銀行預金となり、これが銀行を通して法人企業の設備投資となっているいわゆる間接金融機構が大数的に一目瞭然ではあるけれども、それは同表の中の極めて大きい金高を拾ってみてわかる巨大な資金の流れについての理解であって、運転資金・消費資金・財政資金・設備投資資金・在庫投資資金・輸出入資金など<sup>(13)</sup>というすべての資金の追跡をマネー・フロー表に求めることは無理である。

最後にわれわれの3次元産業連関表を投入産出分析に結びつけて open system ——外生変数の変化によって起る内生変数の直接間接効果の計測——として考えよう。

まず国民経済活動の実物・貨幣の総過程について open system を考えること自体無理な思考ではない。何を外生変数として選ぶかはしかし問題の分析の成否に繋る。産業連関分析では、ケインズの場合と同じく有効需要分析の上に立っているから、外生変数として「最終需要」final demand すなわち個人消費支出・財政支出(政府消費)、粗投資・輸出の合計が選ばれていたが、われわれの場合仮に有効需要分析の上に立つとしても、外生変数として最終需要という中間需要を伴う実物的外生変数だけでなく、最終需要および中間需要の資金として働くべき「信用創造」分を少くとも含めなければならぬ。ということはこの信用創造がやがて設備投資資金とか輸入資金とかとなって実物的に具現

(13) 産業連関表の投入(縦欄)を貨幣的にみれば「資金」の動きに照応している。中間生産物は運転資金、最終需要は消費・財政支出・粗投資・輸出に対応してそれぞれの資金が形成される。

することを考慮すれば、創造分の最初の資金の動きと設備投資とか輸入の実物的動きとがモデルを通して自動的に結びつくこと、いい換えれば、資金の動きについて物の動きとは逆に、かねが先に動きものがこれに追従するような波及効果が新たに導入されなければならぬ。実物の動きと資金の動きを区別する一策として **time-lag** の導入が考えられるが、その計量分析的吟味は後日の問題として残したい。

そこで登場するのは「金融係数」**financial coefficients** とここに指称する貨幣面に関する一連の比率である。実物面についての投入係数は産出量の一貨幣単位（たとえば10億円）を生産するに要する原料（中間生産物）や賃金の高さをいうが、金融係数としてここで考えるのは、たとえば繊維産業から自動車産業へタイヤ・コードを売渡したとき、その支払手段（現金・小切手・掛・手形）の金額比率が予め経験的に一定不変と考えられると取扱おうというのである。貨幣面を徒らに混乱させては実物面との相互関連が徒らに不明になることをおそれた計算上の便宜手段であって、それだけ反面にその金額比率の安定性が経験的に確かめられる必要が生じる。もしこのような金融係数の安定性が与えられているとするならば、実物的な最終需要の初動による実物的な波及は投入係数の、貨幣的な波及は金融係数の累積効果（乗数）として——もしくは等比級数の総和として——計測することができるであろう。

金融係数の意味を明かにするために最後にその数字例を示しておく。ここでは産業連関表と金融取引表のみから成る計算体系を考え、したがって財政と貿易は除いて考える。なお粗付加価値とは **primary inputs** のことである。

一言付記しなければならぬことは、以下の例においては金融的取引はすべて実物的取引（サービスを含む）の蔭の取引として、そこには全く金融的取引の独立性をとりあげていない。信用創設や諸金融操作による金融取引は全く考慮されていない。このことはわれわれの思考の不十分を示すものである。

## (1) 産業連関表

OUTPUT INPUT		産 業		最終需要		計
		I	II	消費	投資	
産 業	I	50	200	100	50	400
	II	200	450	250	100	1,000
粗価減価償却 付 加値付加価値	減価償却	50	100	—	—	150
	付加価値	100	250	—	—	350
計		400	1,000	350	150	1,900

## (2) 金融取引表

## (a) 現 金

OUTPUT INPUT		産 業		最終需要		計
		I	II	消費	投資	
産 業	I	10	20	50	—	80
	II	—	50	100	—	150
粗価減価償却 付 加値付加価値	減価償却	—	—	—	—	—
	付加価値	80	150	—	—	230
計		90	220	150	—	460

## (c) 企業間信用

OUTPUT INPUT		産 業		最終需要		計
		I	II	消費	投資	
産 業	I	30	120	20	50	220
	II	150	300	50	100	600
粗価減価償却 付 加値付加価値	減価償却	—	—	—	—	—
	付加価値	—	—	—	—	—
計		180	420	70	150	820

## (b) 預 金

OUTPUT INPUT		産 業		最終需要		計
		I	II	消費	投資	
産 業	I	10	60	30	—	100
	II	50	100	100	—	250
粗価減価償却 付 加値付加価値	減価償却	—	—	—	—	—
	付加価値	—	50	—	—	50
計		60	210	130	—	400

## (d) 留 保 金

OUTPUT INPUT		産 業		最終需要		計
		I	II	消費	投資	
産 業	I	—	—	—	—	—
	II	—	—	—	—	—
粗価減価償却 付 加値付加価値	減価償却	50	100	—	—	150
	付加価値	20	50	—	—	70
計		70	150	—	—	220

(注) 産業連関表の各枠目の値は金融取引表の該当枠目の値の合計額に等しい。

(3) 投入係数

(a) 投入係数

		OUTPUT	
		産 業 I	産 業 II
INPUT	産 業 I	$a_{11} = \left(\frac{50}{400} =\right) 0.125$	$a_{12} = \left(\frac{200}{1,000} =\right) 0.200$
	産 業 II	$a_{21} = \left(\frac{200}{400} =\right) 0.500$	$a_{22} = \left(\frac{450}{1,000} =\right) 0.450$

(b) 需給均衡式

$$\begin{array}{l}
 (\text{産 業 I}) \quad 0.125 \times 400 + 0.200 \times 1,000 + (100 + 50) = 400 \\
 \qquad \qquad \qquad a_{11} x_1 \qquad \qquad a_{12} x_2 \qquad \qquad y_1 \qquad \qquad x_1
 \end{array}$$

$$\begin{array}{l}
 (\text{産 業 II}) \quad 0.500 \times 400 + 0.450 \times 1,000 + (250 + 100) = 1,000 \\
 \qquad \qquad \qquad a_{21} x_1 \qquad \qquad a_{22} x_2 \qquad \qquad y_2 \qquad \qquad x_2
 \end{array}$$

(c) 誘導形

$$\begin{array}{l}
 x_1 = 1.443y_1 + 0.525y_2 \\
 x_2 = 1.311y_1 + 2.295y_2
 \end{array}
 \left( \Delta = \begin{array}{c|cc} 1 - a_{11} & -a_{12} & \\ \hline -a_{21} & 1 - a_{22} & \end{array} \right) = 0.38125$$

(d) 投入係数・付加価値係数

		OUTPUT		
		I	II	最終需要
INPUT	産 業 I	0.125	0.200	150
	産 業 II	0.500	0.450	350
粗価 付 加値	減価償却	0.125	0.100	---
	付加価値	0.250	0.250	---

## (4) 金融係数

## (a) 現金

OUTPUT INPUT		産 業		最終需要	
		I	II	消費	投資
産 業	I	0.20	0.10	0.50	—
	II	—	0.11	0.40	—
粗 V A	減価償却	—	—	—	—
	付加価値	0.80	0.60	—	—

## (c) 企業間信用

OUTPUT INPUT		産 業		最終需要	
		I	II	消費	投資
産 業	I	0.60	0.60	0.20	1.00
	II	0.75	0.67	0.20	1.00
粗 V A	減価償却	—	—	—	—
	付加価値	—	—	—	—

## (d) 預 金

OUTPUT INPUT		産 業		最終需要	
		I	II	消費	投資
産 業	I	0.20	0.30	0.30	—
	II	0.25	0.22	0.04	—
粗 V A	減価償却	—	—	—	—
	付加価値	—	0.20	—	—

## (b) 留 保 金

OUTPUT INPUT		産 業		最終需要	
		I	II	消費	投資
産 業	I	—	—	—	—
	II	—	—	—	—
粗 V A	減価償却	1.00	1.00	—	—
	付加価値	0.20	0.20	—	—

そこで投入係数という実物的な動きがやがて金融係数という貨幣的なものを動かすこととなるが、その伝導は

$$(\text{投入係数}) \times (\text{金融係数}) = (\text{貨幣的影響})$$

として取扱うことができる。これが次表であり、たとえば、

## (5) 貨幣的影響

## (a) 係 数

OUTPUT INPUT		現 金		預 金		企業間信用		留 保 金	
		I	II	I	II	I	II	I	II
産 業	I	0.025	0.020	0.025	0.060	0.075	0.120	—	—
	II	—	0.050	0.125	0.100	0.375	0.300	—	—
粗 V A	減価償却	—	—	—	—	—	—	0.125	0.100
	付加価値	0.200	0.150	—	0.050	—	—	0.050	0.050
計		0.225	0.220	0.150	0.210	0.450	0.420	0.175	0.150



(b) 波及効果

	現金		預金		企業間信用		留保金		計	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
直接的貨幣的影響	33	77	23	73	68	147	26	53	150	350
直接的貨幣的影響	90	220	60	210	180	420	70	150	400	1,000

(3)(a)投入係数と(4)(a)現金係数の積が現金欄の数値、(4)(b)預金係数との積が預金欄の数値である(以下同様)。縦欄合計は結局それぞれの産業部門において発生した各金融資産の動きの合計額を示し、それは当該産業部門における産出量1単位当たりについての値であるから、これに各産業部門の最終需要量を乗じると、この最終需要量の動きに伴って起る「直接的」貨幣的影響を金融資産別に行なうことができる。そしてもし最終需要量の代りに(3)(c)誘導形によって定まる内生変数の値を入れるとすれば、この最終需要量の動きに伴って起る「直接的」貨幣的影響を求めることができる。しかし第5表(b)をもとの産業連関表と直接対比したときわかることは、われわれの貨幣的影響の取扱いは単に実物的影響の蔭を映し出したものにすぎないということである。貨幣に関する誘導形を実物面とは別個に導入しなければならぬとすれば、それは原単位の技術的投入波及をもととした産業連関分析とは全く異なるといわば「貨幣経済的連関」にもとづく均衡理論の新しい建設が不可避である。実物面と貨幣面とを統合した姿での産業連関理論という極めて明確な旗印の下でのわれわれの研究が、3次元の産業連関表という正当な構想に到達していながら、実物面と貨幣面との有機的関連の経済論的基礎づけの貧困のために、ここに足踏みしていなければならぬことは遺憾である。

この研究は昭和40年に神戸大学金融研究会専門部会において発表し、今日に至った。金融理論の中に産業部門的視点を吹き込もうとした一つの“空想的金融理論”と評さるべきものかもしれない。同金融研究会から受けた金融的視点への開眼の機縁に対して厚く謝意を表したい。

(1968. 1. 28)



# 資金循環における

## バランスとアンバランス

石田定夫

### Ⅰ 問題の所在

資金循環分析は、資金循環勘定に記録されている計数をもとにして、経済全体における金融の仕組みと動きを明らかにしようとするものである。その課題としていくつかの論点があげられるであろうが、ダイナミックな金融情勢のなかで貨幣・金融面のバランス状態はいったいどのようなものか、あるいはバランス状態とアンバランス状態とではいかなる相違があるか、といった点を明らかにすることは、きわめて重要な課題であると思われる。

いま資金循環分析の課題をこのように規定するとき、これに関連して、その基礎統計である資金循環勘定の性格をあらかじめ念頭に入れておくことが必要であろう。というのは、資金循環勘定は一定期間におけるさまざまな資金の流れを勘定表のかたちで事後的に記録したものであり、そこではつねに「簿記的バランス」が保たれているからであって、この点こそ、広く国民経済計算の特色とされているところである。しかし、資金循環勘定が「簿記的バランス」を保っているからといって、その内容がつねに安定的な「貨幣的均衡」の状態を意味するかどうかは、もちろんいえないであろう。これはきわめて重要な論点であるので、若干の説明を加えておこう。

資金循環の中核に位するのは銀行であり、銀行はおもに家計から預金を受け入れ、企業に資金を貸し付けている。こうした銀行の預金・貸出金の動きは、企業・家計両部門の投資・貯蓄バランスのうえに成立する現象である。もちろ

ん、銀行の預金・貸出金が資金の金融的流通の全部ではないが、ともかく、このような金融的流通は、企業部門の投資超過と家計部門の貯蓄超過を互いに結合し、調整する役割を果たしている。しかし、こうして実現された投資・貯蓄のバランスは、果して望ましい経済の姿に相応するものであろうか。この点がまず問題となろう。

一方、銀行の預金・貸出金のバランス面では、流通現金の需要増大に伴ってアンバランスが生じ、銀行はその補填のために中央銀行の信用を仰がなければならない。これがいわゆる成長通貨の供給の問題である。中央銀行の信用供与が経済の適正成長に伴う現金通貨の供給に見合っているかぎり、——この場合、「経済の適正成長とはなにか」が問題となるが、これは後述に譲るとして——いちおう問題はないであろう。しかし、中央銀行信用が現金通貨の供給のために必要であるうえに、国際収支の赤字にもとづく流動性の流出分を補填するためにも供与されなければならない事態もありうるであろう。この場合にも、資金循環の形式的バランスは中央銀行信用の供与によっていちおう保たれているが、しかし同時に、内容的なバランスも保持されているとみるべきであろうか。この点は少なからず問題となろう。

そこで、資金循環勘定にみられる形式的バランスを検討し、それが内容的にもバランスしているかどうかを解明することが必要となってくる。このような観点から、さきに述べた資金循環分析の課題をみなおしてみると、それは資金循環面における形式的バランスと内容的バランス・アンバランス、あるいは事後的バランスと事前的バランス・アンバランスの関係を明らかにする点にあるといえよう。

わたくしはこのような問題意識を以前から抱いていたが<sup>(1)</sup>、検討未熟のまま現在に至っている。その間、国債発行に伴う資金循環の変化、企業の設備投資活動の再燃による景気過熱化、さらに対外的には開放経済体制への移行に伴う国

(1) 拙稿「資金循環と貨幣的均衡」雑誌「バンキング」193号

〃 「資金循環分析における資金需給と通貨需給」雑誌「バンキング」223号

際金融面からの影響など、わが国の資金循環には内外両面から新しい事態が急テンポで展開されるに至った。本稿は、このような最近数年間における日本経済の変動をふまえたうえで、資金循環のバランス概念についての基本的な関係を考察した一試論であるが、いたずらに旧稿の論旨の繰返しに終ることをおそれている。以下、まず経済の成長要因と資金循環のパターンとの関係を図式的に説明し、ついで投資・貯蓄バランスに対する資金循環面のバランス問題を、「資金需給バランス—通貨需給バランス—現金需給バランス」という階層的関係によってとらえ、それらを数式的に整理し、最後に資金循環の望ましいバランス状態とはいかなるものであるかという点に論及してみたい。

## Ⅱ 資金循環のパターン

まず、経済成長の要因と資金循環のパターンとの関係をみると、成長要因としてなにが主導的な役割を果たしているかによって、資金循環のパターンを民間設備投資主導型、財政支出主導型、輸出主導型、個人支出主導型に分類することができる。これらの資金循環のパターンには、それぞれ資金の流れにおいて違った動きがみられるので、これらのパターンについて単純なモデルにもとづいて資金循環の特徴を説明してみよう。

### 1 民間設備投資主導型

民間設備投資主導型のパターンは、法人企業部門がおもに市中金融部門からの借入金により設備投資を先行し、これが経済成長の主要因となる場合であって、これは昭和30年代の高度成長期に最も典型的にあらわれたパターンである。

企業の設備投資の増大は、まず設備機械の関連企業の売上げ増加と所得の増大をもたらす。それはさらに波及効果を通じて、法人企業部門全体の売上げと個人部門の所得を乗数倍だけ増加させ、その結果、当初の投資支出に等しい貯

蓄および税収を経済の各部門に生じさせることになろう。すなわち、企業・個人の両部門の現金および預金は増加し、政府部門の税収も増加する。この間、市中金融部門では、貸出増加に応じて企業および個人の両部門からの預金が増加する。

このような一連の取引の結果として、各部門における金融収支バランスをみると、次のようになろう。

企業部門では、借入金の増加は預金の増加を上回っており、またその貯蓄を上回る投資支出の実施によって、資金不足は拡大し、企業金融は逼迫傾向を示す。個人部門では、貯蓄の増加すなわち現金・預金の増加により資金余剰が拡大する。政府部門では、税収増加により資金余剰が生ずる。一方、市中金融部門では、貸出金の増加に対して預金も増加するが、現金の流出および租税の引揚げにより預金のリークが生じ、これは中央銀行からの信用供与によって補填される関係にある。中央銀行では、市中金融部門に対する与信額に対して銀行券と政府当座預金の増加が見合うことになる。

## 2 財政支出主導型

財政支出主導型においては、政府部門は国債、政保債を発行し、これを市中金融機関の引受けによって調達した資金を公共事業費などの財政支出の増大にあてる。財政支出の増大は、直接的には公共事業関連の企業の売上げないし所得の増加をもたらすが、さらにその波及効果を通じて、企業部門全体の売上げおよび個人部門の所得が増加し、かくて当初の財政支出に等しい貯蓄および税収を生じさせることになろう。この間、市中金融部門では、前記国債・政保債の引受けに応じて、企業および個人部門からの預金が増加する。

こうした一連の取引の結果を集約してみると、まず政府部門では、国債などの発行が税収の増加を上回ることになり、これによって財政支出の増加分、つまり同部門の資金不足がまかなわれる。企業部門では、預金の増加（あるいは借入金の減少）に応じて資金不足の減少が生じ、個人部門では、現金・預金の

増加に応じて資金余剰の増加が生ずる。また、市中金融部門では、国債・政保債の引受けに対して企業および個人の両部門からの預金の増加が見合っているが、現金・税収の増加分だけ預金が引き出されるので、資金ポジションは悪化する。これは中央銀行からの信用供与によって補填されることになる。

### 3 輸 出 主 導 型

#### (1) 輸出代金が船積み時決済の場合

輸出の伸長により経済の拡大が生ずる場合には、輸出増大は直接には輸出関連企業の売上げないし所得の増加をもたらすが、さらに波及効果を通じて、上記のパターンと同様に、各部門の所得および貯蓄の増加を生ぜしめる。とくに輸出企業は船積時に輸出代金を回収するので、輸出企業では預金が増加し、あるいは既往債務の返済が行なわれるが、このような輸出企業における金融緩和の傾向は、関連企業に漸次波及していくであろう。こうして企業部門全体では、貯蓄の増加により資金不足は減少し、また企業金融は緩和する。個人部門では、貯蓄の増加により資金余剰が拡大し、現金・預金の保有増加が生ずる。政府部門では、税収の増加により資金不足は減少（あるいは資金余剰は増加）する。また市中金融部門では、企業および個人の両部門からの預金が増加するが、それが外国為替資金特別会計の払い超というルートで供給されるときには、市中金融部門の現金準備が増加し、金融市場は緩和するであろう（付図3(1)では、便宜上、外国為替資金特別会計は省略し、中央銀行の外資増という形で表示されている）。この現金準備の余裕分は中央銀行信用の減少を通じて中央銀行に吸収されることになる。

#### (2) 輸出延払い方式の場合

ところが、輸出が長期延払い方式によって行なわれる場合には、輸出企業は商品の輸出と同時に輸出代金を回収できないから、対外債権を見返りに金融機関からの借入金によって資金繰りをつげなければならない。したがって、この場合には、前述の船積時に輸出代金が回収されるときと異なり、企業金融は逼

迫傾向を示すであろう。市中金融部門では、むしろ民間設備投資主導型のケースに似て、現金流出および税収増加分だけ外部負債は増加し、金融市場は逼迫するであろう。

#### 4 個人支出主導型

個人の住宅建設と消費支出の増大が経済拡大要因として作用する場合、個人部門は預金の取り崩しもしくは借入金増加によって、これらの支出にあてるとしよう。その結果、直接的には関連企業の売上げないし所得が増加する。これは、さらに波及効果を通じて経済の拡大をもたらし、やがて、企業部門も個人部門の現金・預金の保有増加という形で、両部門の貯蓄が増加し、また政府部門では税収の増大がみられる。市中金融部門では、当初、個人支出の拡大にあたって預金の減少または貸出金の増加が生ずるが、その後の波及過程において企業部門および個人部門からの預金の増加が生ずる。

これらの取引を集約して各部門の金融バランスをみると、まず個人部門では、当初の支出資金を賄うための預金減もしくは借入金増加は、その後の預金増加によってかなりの程度までカバーされるが、その全部をカバーできないため、その不足分だけ個人部門の資金余剰は減少することになる。しかし、企業部門では、その貯蓄増加分だけ資金不足は減少し、これが企業金融の緩和要因となろう。政府部門では、税収増加分だけ資金不足は減少（もしくは資金余剰は増加）する。市中金融部門では、現金および租税のリーク分だけ外部負債は増加し、金融市場は逼迫することになる。

#### 5 景気過熱の場合

以上の四つが資金循環の基本的なパターンである。ただ、いずれの場合についても、単純化のため輸入増加へのハネ返りを捨象してきた。しかし、現実の経済はこれらの成長パターンがミックスしたものであり、また開放体制である以上、輸入増加の問題を考慮する必要がある。そこで、上記の民間設備投資



と財政支出とが併行的に増大し、これが経済の拡大を促し、景気の過熱化を招いた場合についてみよう。

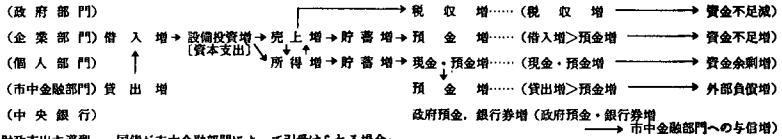
企業部門では、市中金融部門からの借入金増加により在庫・設備投資が著しく増大するため、資金不足が急増を示し、また政府部門でも、財政支出の増大のため国債・政保債が発行され、資金不足は増大する。このような企業部門および政府部門の投資活動は、個人部門の所得および貯蓄の増大をもたらし、その結果、同部門の資金余剰は拡大を示すだろう。しかし、国内の経済活動が非常に活発になると、輸出が伸び悩む反面、輸入の大幅な増加を招き、国際収支経常勘定は赤字となり、海外部門では資金余剰が生ずる。また、いったん膨脹した政府部門の資金不足は、租税の自然増収によってこんどは逆に減少を示すこととなろう。市中金融部門では、貸出金や国債などの投資が増加し、また預金も増加するが、しかし現金需要の増大、税収の増加、さらに輸入代金の支払増加によって、預金のかなりの部分について流出が生ずる。この現金準備の

(付表) 資金循環のパターン (要約)

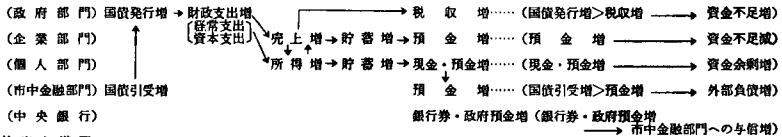
	企業部門		個人部門の資金余剰	政府部門の資金不足	市中金融部門の負債	中央銀行の対市中信用供与
	資金不足	企業金融				
1. 民間設備投資主導型	増加	逼迫	増加	減少 (資金余剰)	増加	増加
2. 財政支出主導型 国債が市中金融部門によって引受けられる場合	減少	緩和	増加	増加	増加	増加
3. 輸出主導型						
(1)輸出代金が船積時に決済される場合	減少	緩和	増加	減少	減少	減少
(2)輸出代金が延払い条件で決済される場合	減少	逼迫	増加	減少	増加	増加
4. 個人支出主導型						
(1)個人消費支出が消費性向の上昇によって増加する場合	減少	緩和	減少	減少	増加	増加
(2)個人の住宅建設が借入金によって増加する場合	減少	緩和	減少	減少	増加	増加
5. 景気過熱の場合	増加	逼迫	増加	減少	増加	増加

(付図) 資金循環パターンのモデル

1. 民間設備投資主導型

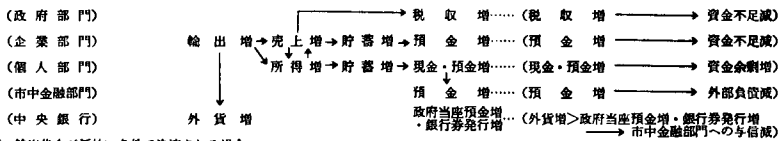


2. 財政支出主導型—国債が市中金融部門によって引受けられる場合—

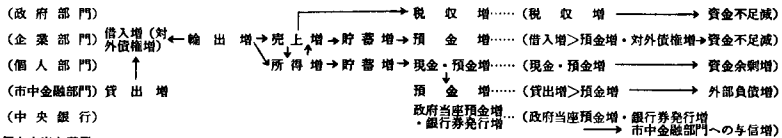


3. 輸出主導型

(1) 輸出代金が船積時に決済される場合

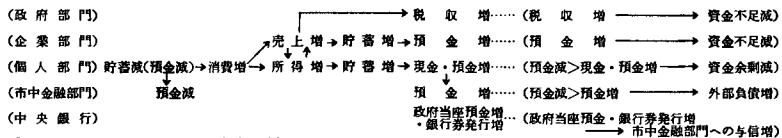


(2) 輸出代金が延払い条件で決済される場合

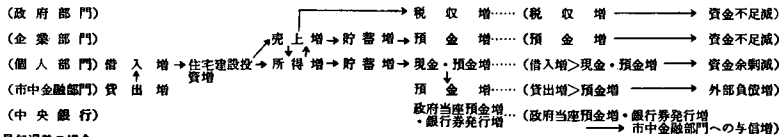


4. 個人支出主導型

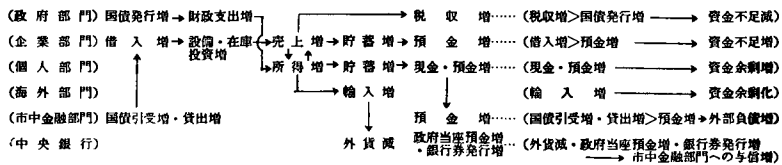
(1) 個人消費支出が消費性向の上昇によって増加する場合



(2) 個人の住宅建設が借入金によって増加する場合



5. 景気過熱の場合



不足分は中央銀行からの信用供与によってカバーされざるをえないであろう。このように景気の過熱段階においては、企業金融、金融市場はともに逼迫することになる。

### Ⅲ 資金循環の構造

#### —三つの需給バランス—

#### 1 資金循環の勘定体系

経済の成長要因と資金循環のパターンとの関係は、結局、各部門別の投資・貯蓄バランスに対して、資金循環の諸変数のバランスはいかなる形態であられるか、という問題にきずるのである。この点について前述の「資金循環のパターン」においては、企業金融と市中金融の二つの市場における逼迫・緩和という表現で説明したが、ここでは資金循環の勘定体系にもとづき、「広義の資金需給—通貨の需給—現金の需給」の三つの階層においてとらえることにしよう。

最初に資金循環のフレームワークを示すモデル式を示しておこう。表1がそれである。このモデル式は6部門から成りたっている<sup>(2)</sup>。うち、国内非金融部門は3部門（家計・企業・政府）で、それぞれ投資・貯蓄と金融取引が記録されている。以下、各部門別に簡単に説明しよう。

(表1) 資金循環の勘定体系

$$\text{(家計部門)} \quad I_h + M_h + D_{1h} + D_{2h} + Z_{3h} = S_h + B_{2h}$$

$$\text{(企業部門)} \quad I_b + M_b + F_{ab} = S_b + B_{1b} + B_{2b} + Z_b + F_{eb}$$

$$\text{(政府部門)} \quad I_g = S_g + Z_g + F_{eg}$$

(2) このモデル式はOECDの金融勘定に若干の修正と展開を試みたものであり、国民経済計算の勘定体系の問題としてはさらに論ずべき点もあるが、本論の目的と直接の関連もないので、ここでは説明を省略した。

$$\text{(海外部門)} \quad E_x + F_e = I_m + F_a + N$$

$$\text{(銀行部門)} \quad N + B_1 + Z_1 = M + D_1$$

$$\text{(中央銀行)} \quad N' + B_1' + Z_1' = M' + R$$

$$\text{(商業銀行)} \quad R + N'' + B_1 + Z_1'' = M'' + D_1 + B_1'$$

$$\text{(銀行以外の金融機関)} \quad B_2 + Z_2 = D_2$$

$$\begin{aligned} \text{注(1) 投資・貯蓄勘定} \quad & I = I_h + I_b + I_g \\ & S = S_h + S_b + S_g \\ & I = S + (I_m - E_x) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{注(2) } & I = \text{投資} \quad S = \text{貯蓄} \quad M = \text{通貨} \quad M' = \text{現金通貨} \quad M'' = \text{預金通貨} \\ & D_1 = \text{銀行定期預金} \quad D_2 = \text{銀行以外の金融機関への貯蓄預金} \\ & B_1 = \text{銀行の貸出金} \quad B_1' = \text{中央銀行貸出} \quad B_2 = \text{銀行以外の金融機関の貸出金} \\ & Z = \text{証券} \quad N' = \text{中央銀行の外貨準備} \quad N'' = \text{銀行の外貨資産} \\ & R = \text{中央銀行預け金} \quad F_a = \text{対外債権} \quad F_e = \text{対外債務} \\ & \text{添字 } h, b, g \text{ は 家計, 企業, 政府の各部門を示す} \\ & \text{添字 } 1, 2, 3 \text{ は 銀行, 銀行以外の金融機関, 非金融部門を示す} \\ & M = M' + M'' \\ & N = N' + N'' \\ & Z_1 = Z_1' + Z_1'' + Z_2 + Z_3 = Z_b + Z_g \end{aligned}$$

- (1) 「家計部門」では、現金、預金、証券投資などの金融資産の増加が、貯蓄超過（資金余剰）と借入増加の合計額に見合っている。これは表1の定義式を次のように変形したもので示されよう。

$$M_h + D_{1h} + D_{2h} + Z_{3h} = (S_h - I_h) + B_{2h}$$

- (2) 「企業部門」では、投資超過（資金不足）をカバーするための資金需要と通貨流動性、対外信用の供与のための資金需要の合計額が外部資金需要額となり、企業はこれを借入増加、株式・社債の発行、外資の導入によって調達する。同様に、これは表1の定義式は次のように示される。

$$(I_b - S_b) + M_b + F_{ab} = B_{1b} + B_{2b} + Z_b + F_{eb}$$

- (3) 「政府部門」は投資超過（資金不足）を示しているが、それを政府証券の発行、海外からの借款によって調達する。これは次のように示される。

$$(I_g - S_g) = Z_g + F_{eg}$$

- (4) 「海外部門」は、わが国の国際収支の経常勘定と資本勘定ならびに金融勘

定の動きを相手国の立場から示したもので、経常勘定の黒字（赤字）が資本勘定の貸付超過（借入超過）と金融勘定の黒字（赤字）の合計額に見合う関係を示している。

(5)「銀行部門」は、「中央銀行」と「商業銀行」の統合勘定であって、通貨供給量の増減 ( $M$ ) とその要因（外貨、貸出、証券投資）が示される。「中央銀行」は流通現金 ( $M'$ ) と商業銀行の現金準備 ( $R$ ) を供給し、「商業銀行」は預金通貨 ( $M''$ ) を供給するとともに、定期性預金 ( $D_1$ ) を受け入れている。

(6)「銀行以外の金融機関部門」においては、貯蓄資金 ( $D_2$ ) の受入れとその運用（貸出  $B_2$  と証券投資  $Z_2$ ）の関係が示される。

この6部門（内訳部門でいえば7部門）の勘定式によって、投資・貯蓄および国際収支と、資金循環の関係が整合的に表示されることになる。また、表1の注書きに示したように、経済全体としての投資と貯蓄は、国際収支経常勘定の黒字・赤字を含めて、バランスすることになる。金融取引ないし資金循環は、こうした投資と貯蓄、国際収支の動きを媒介し実現させていく役割を営んでいるが、勘定体系の示すように、経済全体としての資金循環はつねにバランスしている。

## 2 投資・貯蓄バランスと資金需給バランス

さて経済活動が上昇過程にあるとき、企業の資金需要は増大するから、貸付市場や資本市場は次第に逼迫化し、逆に経済活動が下降過程にあるときには、企業の資金需要も低調であるから、貸付市場や資本市場は緩和するであろう。しかし、資金の借り手は企業部門ばかりではなく、国債の発行により政府部門も借り手としての比重を高めてきており、また消費者信用の普及に伴って家計部門も借り手として無視しえなくなってきた。したがって、経済全体における資金需要の動向をみるには、これら企業・家計・政府の3部門の資金需要の合計額をとらえることが必要であろう。そこで、前述の資金循環の勘定体系

に即して、これら各部門の資金需要を部門別ならびに経済全体についてみることにしよう。これは表2に示される。

(表2) 資金の需給バランス

$$\text{(家計部門)} \quad M_{1h} + D_{1h} + D_{2h} + Z_{3h} = FS_h$$

$$B_{2h} = FD_h$$

$$FD_h = FS_h - (S_h - I_h)$$

$$\text{(企業部門)} \quad M_b = FS_b$$

$$B_{1b} + B_{2b} + Z_b + F_{eb} = FD_b$$

$$FD_b = (I_b - S_b) + F_a + FS_b$$

$$\text{(政府部門)} \quad Z_g + F_{eg} = FD_g$$

$$FD_g = (I_g - S_g)$$

$$\text{(国内部門合計)} \quad FD = FD_h + FD_b + FD_g$$

$$= B_{1b} + B_{2b} + B_{2h} + Z_b + Z_g + F_{eb} + F_{eg}$$

$$= B + Z + F_e$$

$$FD = (I - S) + F_a + FS$$

$$\therefore (S - I) = \{FS - (FD - F_e)\} + (F_a - F_e) \cdots \cdots (1)$$

$$(I - S) = \{(FD - F_e) - FS\} + (F_e - F_a) \cdots \cdots (2)$$

(海外部門との関係)

$$S - I = E_x - I_m = (F_a - F_e) + N \cdots \cdots (3)$$

$$I - S = I_m - E_x = (F_e - F_a) - N \cdots \cdots (4)$$

(1), (3)より

$$FS - (FD - F_e) = N \cdots \cdots (5)$$

(2), (4)より

$$(FD - F_e) - FS = -N \cdots \cdots (6)$$

家計部門では、耐久消費財の購入や住宅建設のための借入れが同部門の資金需要額となる。前述のように、家計部門は通常は貯蓄超過（資金余剰）の状態

にあるから、その資金需要は、通貨、定期性預金、証券投資などの金融資産増加額から貯蓄超過を差し引いた額によって求められる。つぎに企業部門はつねに投資超過（資金不足）の状態にあるから、その資金需要額は投資超過に通貨、対外債権などの金融資産増加額を加えた額になる。すなわち、企業部門の資金需要は、投資超過をまかなうために必要であるばかりでなく、通貨流動性や対外信用の供与のためにも必要である。また政府部門においては、金融資産の増加は行なわれないという仮設をおいたので、その資金需要額は投資超過の規模によってきまってくる。

以上、三つの国内非金融部門の資金需要の合計額が、貸付市場、資本市場および外資市場において調達される。つまり、これは形態別には、借入金、証券の発行および外資によって調達される。このような資金需要の全体の規模は、国内の総投資の規模と関係があるが、両者の間には必ずしも一義的な関係はないであろう。なぜならば、投資が自己資金によって行なわれるときには、資金需要は生じないが、企業が流動性の増加や対外信用の供与をはかるときには、投資が直接行なわれなくても、資金需要が生ずるからであり、一般に投資活動と資金需要の関係は、構造的・循環的な要因の影響をうけるであろう。<sup>(3)</sup>

それはともかく、いま国際資本移動の関係を捨象して、国内の貸付市場および資本市場における資金需給関係に視野を限定するならば、資金需給の繁閑は実物経済面における投資超過または貯蓄超過にもとづくものということができよう。表2の(1)式と(2)式において、 $F_e$ は本邦資本の対外投資、 $F_f$ は外国資本の流入を示すが、この両者を捨象してみると、次の(1)'式、(2)'式の示すように、貯蓄超過は資金需給の緩和基調を、投資超過は逆にその逼迫基調をそれぞれもたらすことになるであろう。

(3) 昭和36年から42年までの7年間について国内総投資と非金融部門の資金調達額の間をみると、景気局面や金融の繁閑に応じて、両者の比率はかなり明確な循環的な変動を示している。すなわち、総投資に対する資金調達額の比率は、金融引締め期の36年、39年、42年には低く、引締め解除ないし金融緩和期の38年、40年には高くなっている。

$$S - I = FS - FD \dots \dots \dots (1)' \text{ 式}$$

$$I - S = FD - FS \dots \dots \dots (2)' \text{ 式}$$

### 3 国際収支の問題

いうまでもなく、経済全体としての投資・貯蓄の差額は、開放体制下では国際収支経常勘定尻と対応することになる。すなわち、国内諸部門の投資と貯蓄は相殺されて、もし国内の投資・貯蓄バランスが差引き貯蓄超過になれば、それは国際収支経常勘定の黒字（輸出超過）に見合うことになり、逆に投資超過になれば、経常勘定の赤字（輸入超過）によってカバーされる関係にある。つまり、貯蓄超過の場合、国際収支経常勘定の黒字は海外への投資であるから、それに見合う貯蓄が国内部門に発生したとみることができるし、また投資超過の場合には、国内の投資超過が海外の貯蓄によってまかなわれたと考えることができよう。これは資金循環勘定において国内部門の資金過不足が海外部門の資金過不足と対応することによっても明らかである。問題は、そうした対外関係が国内の資金需給にどのように関連しているかという点にある。

まず国際収支経常勘定が黒字である場合、表2における(3)式が示すように、この黒字は資本勘定の貸付超過と金融勘定の黒字（すなわち銀行部門の外貨資産の純増<sup>(4)</sup> $N'$ ）の合計額に見合うことになる。この場合、資本勘定が貸付超過、つまり資本が流出超過であるときには、それだけ経常勘定の黒字は対外信用の供与となり、いわば輸出代金の未回収額が生じたことになる。そして、その残額が総合勘定尻となるが、それが黒字であるならば、その分だけ銀行部門の外貨資産が純増加することになる。しかし、資本勘定が借入超過であるときには、経常勘定の黒字に資本勘定の借入超過を加えた額が総合勘定の黒字額となり、それだけ銀行部門の外貨資産の純増加をもたらす。すなわち、これら二つのケースは表2の(3)式を次のように変形した式で表わされる。

(4) 銀行部門の外貨資産 $N'$ は、後述のように、公的準備 $N'$ と為替銀行の外貨資産 $N''$ に分けなければならないが、ここではとりあえず両者を一体的にみている。



[資本勘定が貸付超過の場合]

$$(E_x - I_m) - (F_a - F_e) = N \cdots \cdots (3)'$$

[資本勘定が借入超過の場合]

$$(E_x - I_m) + (F_e - F_a) = N \cdots \cdots (3)''$$

つぎに、国際収支経常勘定が赤字である場合、表2の(4)式が示すように、その赤字は資本勘定の借入超過と金融勘定の赤字（すなわち銀行部門の外貨資産の純減）によってカバーされることになる。この場合、資本勘定の借入超過分だけ、銀行部門の外貨資産の純減額は経常勘定の赤字より小幅ですむことになる。しかし、経常勘定が赤字であるうえに資本勘定が逆に貸付超過であるときには、外貨資産の純減は経常勘定の赤字よりもさらに大きくなる。これらの関係は、次のような表2の(4)式を変形した式によって示されよう。

[資本勘定が借入超過の場合]

$$(I_m - E_x) - (F_e - F_a) = -N \cdots \cdots (4)'$$

[資本勘定が貸付超過の場合]

$$(I_m - E_x) + (F_a - F_e) = -N \cdots \cdots (4)''$$

#### 4 国際収支と資金需給

前述の国内の貸付および資本市場における資金の需給バランスの説明では、国際収支の資本勘定の動きを捨象してきたので、つぎにこの前提を除いた、開放体制下の資金需給の問題について述べよう。

まず国際収支経常勘定が黒字である場合、国内経済は貯蓄超過の状態にあるから、そのかぎり資金需給バランス面では供給超過であろう。しかしこの場合、もし資本勘定が貸付超過であるならば、つまり、たとえばわが国の輸出が長期延払い条件で行なわれるようなときには、資本勘定の貸付超過は国内投資と同じく企業金融の逼迫要因となろう。したがって、国内の資金需給バランスでは、資本勘定の貸付超過額だけ緩和要因が小さくなる。また、もし資本勘定の貸付超過が経常勘定の黒字を上回るような場合には、国内の資金需給バラン

スでは差引き需要超過となり、国内金融は逼迫化するであろう。ところが、反対にもし資本勘定が借入超過であるならば、この借入超過だけ国内の貸付および資本市場における資金調達に海外からの借入れに肩代わりされることになり、国内の資金需給バランスでは緩和要因がさらに大きくなる。これらの関係は、表2の(1)式を次のように変形した式で示される。

[資本勘定が貸付超過の場合]

$$(S-I) - (F_a - F_e) = FS - (FD - F_e) \dots\dots\dots(1)'$$

[資本勘定が借入超過の場合]

$$(S-I) + (F_e - F_a) = FS - (FD - F_e) \dots\dots\dots(1)''$$

つぎに、国際収支経常勘定が赤字である場合、国内経済は投資超過の状態にあるから、一般に資金の需給バランスでは需要超過を呈するであろう。しかしこの場合、もし資本勘定が借入超過であるならば、国内の資金需給の逼迫はそれだけ軽減されることになる。また、経常勘定が赤字であるうえに資本勘定も貸付超過であるならば、国内の資金需給バランスは一層逼迫化するであろう。これらの関係は、同様に表2の(2)式を変形した次の式で示すことができよう。

[資本勘定が借入超過の場合]

$$(I-S) - (F_e - F_a) = (FD - F_e) - FS \dots\dots\dots(2)'$$

[資本勘定が貸付超過の場合]

$$(I-S) + (F_a - F_e) = (FD - F_e) - FS \dots\dots\dots(2)''$$

上述の四つの変形式について、いずれも、右辺の $(FD - F_e)$ は、非金融部門の資金調達合計額 $(FD)$ から長短期の外資流入 $(F_e)$ を差し引いたものであるから、つまり国内の貸付市場・資本市場における資金調達額を意味する。また $FS$ は、非金融部門の貸付市場・資本市場への資金供給額(ただし、このなかには流通現金を含むので、この点は後でふれる)をさす。したがって、 $FS \geq (FD - F_e)$ は、国内の資金需給バランスを示すものである。左辺の $(I-S)$ と $(F_a - F_e)$ は、いうまでもなく、投資・貯蓄バランスと、海外との資本収支をそれぞれ示すものである。

以上の関係から、国内における資金の需給バランスは、投資・貯蓄バランスと海外との資本収支の二つの要因によってきまることが明らかとなろう。このうち、投資・貯蓄バランスの尻は国際収支経常勘定尻に反映されるから、これに資本勘定尻を加えたものは総合勘定尻であり、それはまた、国際収支の金融勘定とよばれている銀行部門の外貨資産の純増減 ( $N$ ) に対応する。銀行部門の外貨資産の純増減は、それに応じて国内部門に対する通貨の供給ないし銀行定期預金の増減を伴うから、これは海外部門からの流動性の流出入をあらわしている。このように国内の資金需給バランスの差額は、また海外部門からの流動性の流出入額に対応することになる。

## 5 通貨の需給

以上のような広義の資金需給バランスの問題に関連して、取引の決済手段である通貨の供給高がどれだけ増減したかということも重要な論点になってくる。

一般に、経済規模の拡大に伴って取引高も増加するから、取引貨幣としての通貨の需要量は増加するであろう。しかし、通貨は取引貨幣であると同時に、資産貨幣としての役割もっているから、経済金融情勢のいかんによって、実際の通貨供給量は必ずしも取引需要と同じテンポで増減するとは限らないであろう。この点はともかく、ここでは前述の資金循環の勘定体系 (表1) に即して通貨の需給バランスをマクロ的にみることにする。これは表3のように示される。

(表3) 通貨の需給バランス

$$\text{(家計部門)} \quad M_h = (S_h - I_h) + FD_h - (FS_h - M_h)$$

$$\text{(企業部門)} \quad M_b = FD_b - \{(I_b - S_b) + F_{ab}\}$$

$$\text{(政府部門)} \quad M_g = FD_g - (I_g - S_g)$$

(ただし、仮定により  $M_g = 0$ )

$$\text{(国内部門合計)} \quad M = M_h + M_b$$

$$\text{(銀行部門)} \quad M = K + N \dots\dots\dots(7)$$

まず家計部門の通貨の保有増加は、その貯蓄超過と資金調達合計額から貯蓄資金の供給額を差し引いた額に等しい。また、企業部門の通貨保有増加は、その資金調達額から投資超過と対外債権増加を差し引いた額に等しい。なお政府部門の通貨保有は零と仮定した。

一方、通貨の供給は中央銀行と商業銀行を一体的にみた銀行組織（統合銀行部門）によって行なわれる。正常な経済循環のもとでは、通貨は取引の需要にもとずいて供給されるのであるから、商業銀行が顧客である企業に対する信用供与と外国為替の売買を通じて、預金通貨を供給することが、通貨供給の最も正常なそして重要なルートであろう。この預金通貨が取引決済手段として転々流通している間に、その一部分は流通界の需要に応じて現金通貨に転化していくであろう。この現金通貨は、中央銀行と商業銀行との取引を通じて供給される。したがって、通貨供給量（現金通貨と預金通貨）をとらえるには、中央銀行と商業銀行を一体化した銀行組織あるいは統合銀行部門によってみる必要があるであろう。表3の(7)式はこのような関係を示したものであり、通貨の供給は銀行組織の信用創造（ $K$ ）と外貨資産の購入（ $N$ ）によって行なわれるのである。

そこで、この通貨の需給バランスと前述の資金の需給バランスの関連についてふれておこう。いうまでもなく、「資金」はフローの概念であるのに対して「通貨」は支払手段としてのストックの概念であり、両者の間には性格上の相違がある。また、かりに通貨を増減額つまりフローによってとらえてみた場合でも、両者の性格上の相違から、それぞれの対象範囲についても次のような差異がある。すなわち、通貨需給バランスは銀行組織による通貨供給を対象とするのに対して、資金需給バランスは銀行組織のみならず銀行以外の金融機関、証券市場、外資市場を含む広義の金融機構を対象とするものである。銀行組織による通貨供給のルートは、前述のように銀行の信用創造と外貨資産の購入が

考えられる。これに対して、広義の金融機構を通ずる資金供給の源泉は、国内の貯蓄資金、銀行の信用創造、それに外資の導入の3要因に分解することができよう。<sup>(5)</sup>このうち国内の貯蓄資金は、金融機構を通ずる資金供給源の主要部分を形成しているが、通貨供給増加と一応区別される。しかし、銀行の信用創造は通貨の追加的な供給を通じて、同時に資金の供給の一役も果たしている。対外取引面では、非金融部門は外資の導入により海外部門から資金を直接調達することはできるが、それが国内通貨の供給増加となるには、非金融部門は銀行組織に外貨資産を売却しなければならない。つまり、銀行組織において外貨資産の貨幣化 (monetization) が行なわれなければならない。

## 6 現金の需給

前項において通貨供給のメカニズムを述べたが、中央銀行は経済成長に必要な流通現金の供給と商業銀行の現金準備の量的調節を行なっている。ここに現金需給バランスの問題がある。現金とはアメリカ流でいえば **high-powered money**、具体的には現金通貨 (銀貨券・補助貨) と商業銀行の中央銀行預け金をさし、これらの需要に対して中央銀行がいかなる態度で供給するかという点に、金融政策の運営上の問題があるといえよう。ここでは現金需給バランスが資金の需給バランス全体のなかでいかに位置づけられるかをみていこう。

そこで、前述の資金需給バランスについて最後に到達した表2の(5)式と(6)式に戻り、それから現金需給バランスをクローズ・アップさせるための所要の変形を行なうと、表4における(8)式と(10)式がえられる。(8)式は資金需給の緩和の

(5) これは経済全体の資金調達 ( $FD$ ) を次のように整理することによってえられる。

$$\begin{aligned} FD &= (I - S) + F_a + FS \\ &= (F_e - F_a) - N + F_a + FS \\ &= FS - F_e - N \\ &= (FS - M) + (M - N) + F_e \\ &= \overline{FS} + K + F_e \end{aligned}$$

ただし、 $FS - M = \overline{FS}$  (貯蓄資金の供給)  
 $M - N = K$  ( $K$ は信用創造)

状態を、(10)式はその逼迫の状態をそれぞれ示すものであるが、いずれも、資金需給の差額は流通現金の需給と公的準備の増減との差額で示される現金需給バランスに対応することになる。すなわち、貸付および資本市場における資金の供給超過（緩和）は、短期金融市場における現金の供給超過（緩和）をもたらす、逆に資金の需要超過（逼迫）は、現金の需要超過（逼迫）をもたらす関係にある。

(表4) 現金の需給バランス

(表2)の(5)式、(6)式について、 $FS$ のなかから $M'$ （現金通貨）をとり出し、また $N$ （外貨資産）を $N'$ （公的外貨準備）と $N''$ （銀行の外貨資産）に分割する。

(5)式から

$$(FS - M') + M' - (FD - F_e) = N' + N''$$

$$(FS - M') - (FD - F_e) - N'' = N' - M' \dots\dots\dots(8)$$

$$N' - M' = R - (B_1' + Z_1') \dots\dots\dots(9)$$

(6)式から

$$(FD - F_e) - \{(FS - M') + M'\} = -(N' + N'')$$

$$(FD - F_e) + N'' - (FS - M') = M' - N' \dots\dots\dots(10)$$

$$M' - N' = (B_1' + Z_1') - R \dots\dots\dots(11)$$

このような現金の需給関係をみるには、前述の統合銀行部門でなく、そのうちの中央銀行勘定の動きにとくに着目する必要がある。すなわち、通貨 $M$ は現金通貨 $M'$ と預金通貨 $M''$ に分け、外貨資産 $N$ も公的準備 $N'$ と銀行の保有分 $N''$ にそれぞれ分けると、公的準備 $N'$ は現金通貨 $M'$ の供給要因となるのに対して、銀行の外貨資産 $N''$ は預金通貨 $M''$ の供給要因となる。そして、現金の需給バランスは、流通現金需要 $M'$ と、中央銀行の外貨準備 $N'$ の見合いによる現金通貨の供給との関係いかんによってきまるであろう。たとえば、外貨準備増加 $N'$ による現金通貨の供給が流通現金の需要 $M'$ を上回るときには、商業銀行の現金準備

備  $R$  に余裕が生じ、短期金融市場は緩和する。この現金の余裕は中央銀行信用 ( $B_1' + Z_1'$ ) の減少を通じて吸収されるであろう。また、流通現金の需要が外貨準備増加による現金供給を上回るときには、商業銀行の現金準備に不足が生じ、短期金融市場は逼迫化する。この現金の不足分は中央銀行信用の増加によって補填されることになろう。このように現金需給バランスの差額は、最終的には中央銀行信用によって量的に調節されることになる。これは表4の(9)式と(11)式にそれぞれ示されるであろう。

#### Ⅳ 資金循環のバランス概念

##### 1 形式的バランスを支えるもの

最初に述べたように、実際の資金循環はつねに形式的なバランスを保っているが、それが内容的なバランス状態をも意味するものかどうかは必ずしもいえない。このことに関連して、資金循環勘定における金融変数はその基底にある経済実体面の動きをあらわすものであるが、また同時に、そのなかには資金循環の形式的バランスを支える「バランス変数」としての性格をもつものも含まれている。たとえば、企業部門における保有通貨、借入金、銀行部門における現金準備、中央銀行信用などがそれであり、これらについて若干ふれておく必要がある。

企業部門の保有通貨と借入金は、いずれも、投資支出と資金調達活動の間におけるいわばクッションとしての役割を担っている。企業は投資支出に当てるために必要な資金を調達しなければならないが、もし、投資支出と資金調達とが直結しているならば、通貨の保有残高の増減は生じないはずである。しかし、実際には資金調達とその支出との間には通常タイムラグが存するから、この両者間にはつねに通貨残高の増減が伴うことになる。また、銀行部門の現金準備と中央銀行信用は、その信用供与と預金吸収のギャップ、つまり預貸金尻

の調整の役割を果たしている<sup>(6)</sup>。しかも、銀行部門の現金準備と中央銀行信用の大きさは、当局の政策態度いかんによっても左右されるから、これらは「バランス変数」であると同時に、「政策変数」でもあるといえよう。

このように実際は資金循環は、「バランス変数」や「政策変数」に支えられて、そのバランスを保っているといつてよいであろう。そこで問題は、このような「バランス変数」ないし「政策変数」はどの程度安定的なものであるか、という点にあらう。あるいは、こうして成立した資金循環の形式的なバランス状態が経済実物面に対して中立的であるか、それとも積極的な作用を及ぼすか、という点が問題とならう。

前節で述べたように、資金循環は「現金の需給——通貨の需給——資金の需給」の三つの階層関係から成りたっており、さらに下部構造には「投資・貯蓄——総支出と総生産」という経済実物面の動きが存在している。この資金循環面と経済実物面との関係は、一方が他方を規制するという一方的なものではなく、両者が互いに影響を与え合っているという相互規制の関係にあるといえよう。この相互規制関係は、資金循環の三つの階層の相互間においてもみられる。資金循環の最下層部にある「資金需給」バランスは、基本的には、投資・貯蓄のバランス関係によって規制され、さらにまた対外的な資金の流出入の影響をうけている。一方、その最上層部に位する「現金需給」バランスは、このような「資金需給」バランス面からの影響をうけるとともに、中央銀行の政策態度いかんによっても強く左右される関係にある。したがって、当局の政策態度は通常は「現金需給」バランスを通じて「通貨需給」バランスないし「資金需給」バランスの面に働きかけ、さらに支出面つまり経済実物面にも影響を及ぼすことができよう。

いずれにしても、資金循環のバランス・アンバランスの問題は、「現金需給

(6) 個々の銀行にとっては、むしろコール・ローンの放出、コール・マネーの吸収こそ、最も重要な預貸金の調節手段であるが、銀行部門全体としてみれば、コール・ローンとコール・マネーは相殺されるから、ここではとりあげないことにした。



——通貨需給——資金需給」の三つの階層関係のそれぞれとその相互間について、とりあげられるべき問題であろう。

## 2 資金循環の二つの類型

——景気安定期と過熱期——

そこで、資金循環のバランス状態の形態ないし条件を明らかにするために、いま一度、景気安定期と景気過熱期における二つの資金循環のパターンを対比してみたい（表5参照）。

まず、景気安定期においては、国内の投資活動はモダレートなテンポで進み、しかも国際収支は経常勘定、総合勘定ともに受取超過を示しているであろう。国内非金融部門の投資活動に必要な資金需要は、貸付市場および資本市場においておおむね吸収されるので、金融情勢は緩和傾向を示し、金利は低下するであろう。また、所得および消費支出の増加に伴って現金需要は増加するが、一方、国際収支の総合勘定が受取超過であることから、外貨準備も増大し、この面から現金通貨が供給される。したがって、現金需給バランスでは、現金需要が増加するにもかかわらず、短期金融市場はそれほど逼迫化せず、情況いかによっては、緩和傾向すら示すであろう。こうした市場の情勢に応じて、中央銀行は金融緩和ないし中立的な政策態度をとることができよう。

つぎに景気過熱期においては、国内の総投資活動の行き過ぎが主因となって、総需要が膨脹し、その結果、国際収支の経常勘定および総合勘定は支払超過に陥るであろう。貸付市場および資本市場では、旺盛な投資活動に必要な資金需要が急増し、銀行貸出金は増大するが、市場全体では資金の需要超過を示し、貸付金利ないし債券利回りは上昇するであろう。このような資金需給の逼迫は、長短期の外資の活発な流入を招くことになる。また、所得および消費支出の増加に伴って現金需要も大幅に増加する。そのうえ、国際収支総合勘定が支払超過であり、公的外貨準備が減少すると、この面から現金通貨の供給要因は減少する。そのため、現金需給バランスは極度に逼迫し、短期市場金利は上

昇するであろう。このような現金需給の逼迫は中央銀行信用によって量的に調整されるが、こうした事態に対処して、中央銀行は引締め政策の実施ないし強化に踏み切るであろう。

(表5) 景気安定期と過熱期における経済および金融のパターン

	景気安定期	景気過熱期
投資・貯蓄バランス	貯蓄超過	投資超過
国際収支	受取超過	支払超過
經常勘定	貸付超過	借入超過
資本勘定	受取超過	支払超過
総合勘定	緩和	逼迫
資金の需給 (貸付市場・資本市場)	緩和	逼迫
現金の需給 (短期金融市場)	緩和	逼迫
金融政策の基調	緩和ないし中立的	引締め

### 3 資金循環の適正規模と金融調節

最後に、資金循環のバランス概念をめぐるおそらく重要な課題のひとつは、資金循環の適正規模とその内容についての基準をどこに求めたらよいかという点であろう。資金循環の適正規模は、資金循環の基底にある実物経済面において、投資・貯蓄の事前的均衡を確保し、それに相応するようなものであり、それによって経済の安定成長が確保されるようなものでなければならない。

資金循環を構成する種々の金融項目のなかで銀行信用が最も重要であろう。事実、銀行組織は現代の金融機構の中核に位し、銀行信用の動きは通貨供給の最大の決定要因となっている。一方、総需要の動きは通貨・信用の増加分よりむしろ通貨残高ないし流動性の水準によって影響をうける面が強いともみられる。そのため、資金循環の規模・内容の問題については、資金の「流れ」とと

もに通貨・流動性の「残高」がいまひとつ重要な観点となろう。このような点からいっても、銀行信用の動きは通貨供給との関係で金融調節上重要な運営目標であると考えられよう。

(1968. 6. 16)



# ニクソン政権下の金融政策

伊 東 政 吉

## 1

ニクソン政権下の金融政策は、ジョンソン政権から受けついでインフレーションを抑制するための引き締め政策として出発した。したがって、ニクソン政権下の金融政策を取り上げる前に、ジョンソン政権下のインフレーションの様相と、金融政策の推移を顧みておく必要がある。

ケネディ＝ジョンソン民主党政権は、政権を担当した1961年から1968年まで、アメリカ経済に長期の繁栄をもたらしたが、他面1966年以降においてインフレーションを生ぜしめた。1961年から1968年に至る8年間の実質GNPの成長率は1年当たり5.21%で、戦前ならびに戦後の他の時期と比べて、際立って高かった。失業率も1961年平均の6.7%から1968年平均の3.6%に低下した。ケネディ大統領が1961年に政権を担当した時、完全雇用目標を失業率4%に置いたが、この4%は1966年1月に達成され、その後は3%代を維持し続けた。

ケネディ＝ジョンソン政権下の経済政策は、ヘラー (Walter W. Heller)、アクリー (Gardner Ackley) とオーカン (Arthur M. Okun) の3人のCEA (大統領経済諮問委員会) 委員長と、トービン (James Tobin)、エクスタイン (Otto Eckstein) などのCEA委員たちによって立案されたが、これらの人たちはニュー・エコノミストとして著名な経済学者であった。またサムエルソン (Paul A. Samuelson) も非公式の顧問として、政策面で影響力の大きかったことも人のよく知るところである。

ニュー・エコノミストは経済政策の目的として物価安定よりも経済成長を重視し、経済政策の手段としては、金融政策よりも財政政策を重視した。それゆ

え政府部内のニュー・エコノミストの政策観と、物価安定を重視し、金融政策の役割を強調するFRB（連邦準備制度理事会）側の意見とはしばしば対立した。その一例は1965年における対立である。

ケネディ大統領のもとで立案され、ジョンソン政権下で成立した1964年歳入法（1964年2月に議会を通過）で、大幅減税が実施された。この減税は1965年に完全に有効になった時は、減税総額は150億ドルといわれ、オーカンの計算によれば、この減税額は乗数効果が完全に発揮されると年率362億ドルのGNPの増加をもたらすという<sup>(1)</sup>。

マーチン（William McC Martin）FRB議長はケネディの減税計画を受けついでジョンソン大統領の経済成長政策に対し、再三それがインフレの危機をはらむことを警告し、連邦準備は金融引き締め態勢を示した。マーチンによれば、連邦準備は物価安定の目的を達成させる権限を議会から委任されており、金融政策を実施するに当っては、大統領の経済政策とも独立的である<sup>(2)</sup>。このマーチン議長の見解は議会の各種委員会の席でも再三披露されたが、このような意味の連邦準備の独立性については多くの疑問が提出された。

1965年に入って、それまでの持続的好景気は物価上昇の徴候をあらわした。インフレーションの後には必ずデフレーションがくるという信念の持主であるマーチン議長にとっては、これは耐えられないことであつた。マーチン議長の焦慮は1965年6月1日のコロンビア大学での演説に端的にあらわれている。『貨幣史は繰り返すか』と題するこの演説で、マーチンは「経済の前途が最も輝かしい時に、自己満足と、向こう見ずの危険は最も大きくなる。われわれの繁栄が記録破りの進路を進んでいるので、われわれは誰でもが、われわれの国内経済と国際経済の視界に嵐を呼ぶ危険な前兆がないかをくわしく調べる必要が

(1) Arthur M. Okun, "Measuring the Impact of the 1964 Tax Reduction," Walter W. Heller ed., *Perspective on Economic Growth*, 1968, pp.44—45 参照。この論文は1965年9月10日にアメリカ統計学会へ提出されたものである。

(2) 拙稿、「連邦準備制度の独立性」経済研究17巻4号、1966年10月。

ある」とし、1929年大恐慌に先立つ20年代後期の経済状態と現在の繁栄とを比較し、多くの類似点を指摘した。マーチンによれば、1929年大恐慌は1920年代のブームから生まれた不調整の結果であると考えられるから、現在の景気が過熱しないようにすることが大切である。すなわち「最大限の生産、雇用および購買力というわれわれの共通のゴールは、われわれが秩序ある拡張を無秩序のブームに転じることを進んで防ぎ、防ぎえた時にだけ実現できる。<sup>(3)</sup>」

このような趣旨のマーチンの演説は、恐慌が近づきつつあるかの印象を経済界に与え、物議をかもした。ケネディのもとでCEA委員を務めたトービンは直ちにこの演説に次のような反駁を加えた。「マーチン議長は経済拡大を、爆発的な連鎖反応を潜在的にもっているものとして考え、そのような連鎖反応は最強度の金融引き締めによってはじめて防ぎうるものだと考えている。好況の中にはこのようなたとえのあてはまるものもあるかもしれない。しかし現在の好況は爆発の轟音で終わるよりも、すすり泣きのか細い声で終わる危険があるようにみえる。拡大を持続させるには、慎重にタイミングと効果を考えた刺激策——連邦政府支出の増大、所得税の減税、物品税の引き下げ——を次々に実施することが必要であった。<sup>(4)</sup>」また1929年の教訓については、トービンは、1929年—33年の災禍を1920年代の好況から生まれた不調整の当然の帰結とみなすマーチン議長の見解をしりぞけ、「もっと事実に近い見方をすれば、放っておいたら20年代の経済拡大——現在と同じく非インフレ的拡大であった——は自然に息切れして終わったであろう。その拡大を引き延ばすための措置をとらないで、マーチン議長の先輩たちは金融を引き締め、利子率を上げた。……1920年代の不調整や無為無策が、1929—30年の型通りの景気後退を、世界

(3) William McC Martin, "Does Monetary History Repeat Itself?," Deane Carson ed., *Money and Finance: Readings in Theory, Policy, and Institutions*, 1966, p. 213 and p. 220.

(4) James Tobin, "What Is the Lesson 1929?," *The New Republic*, June 1965. Deane Carson ed., *op. cit.* および James Tobin, *National Economic Policy*, 1966 (間野英雄, 海老沢道進, 小林桂吉訳『国民のための経済政策』) に再録。引用は最後著 p.145. 邦訳 p. 184.

的規模の経済的、政治的破局にまで発展させることを運命づけたという事実はまったくくない。世界的破局をもたらしたのは、すべてが財政金融政策の正統の名のもとで正当化されている作為と無作為の信じられないような罪によるものであった。」<sup>(5)</sup>と。

マーチンの6月の演説では明示的な政策提言はのべられなかったが、その演説の趣旨が景気の過熱の防止、物価の安定および国際収支赤字の是正から、金融引き締めと金利の引き上げを示唆していることは容易に理解されるころであった。

このような経過を経て同年12月3日、割引率の4%から4.5%への引き上げが決定された。この決定は政府の期待を裏切るものであった。なぜならば、ジョンソン大統領は12月1日にワシントンで実業界の指導者グループに対し、1966年にはインフレーションの発生は予測されないことを言明していたし、ファウラー財務長官も11月28日に金融引き締め措置によって利子率の上昇を生ぜしめることは時期尚早であり、賢明ではないと反対していたからである。

FRBの割引率の引き上げを政府筋が望んでいなかったことは明らかであったので、新聞紙上では大統領の経済政策と連邦準備政策の間にくいちがいがあることが大々的に報じられた。両院合同経済委員会も直ちに公聴会を開いて、連邦準備の措置と経済政策の協調性の問題を取り上げた。<sup>(6)</sup>

1965年12月の割引率の引き上げにみられるように、連邦準備政策と政府の経済政策の間に協調性が欠けるのは、ニュー・エコノミストの政策観と連邦準備の政策観の間にかかなりの相違があったからである。しかし1966年1月に失業率は完全雇用目標の4%に達し、それ以降潜在的GNPと実際のGNPとのギャップは閉ざされ、むしろ後者が前者を上回るという事態が生じた。これは1964

(5) *Ibid.*, p. 146. 邦訳 pp. 184—185.

(6) この公聴会の議事録が U. S. Congress, Joint Economic Committee, *Recent Federal Reserve Action and Economic Policy Coordination, Hearings*, 89th Cong., 1st Sess., 1966 である。



年減税の民間需要刺激効果と、ベトナム軍事支出の膨脹による結果であって、インフレーションを生ぜしめる条件はそろっていた。

1966年の年頭では、アメリカ経済がインフレーションの危険にさらされていることを否定したジョンソン大統領も、1966年に物価上昇が進むにつれて、インフレ抑制の必要を感じるようになった。1966年9月にインフレ抑制の財政措置として、不急な連邦政府支出の削減と、7%の投資税控除制度と減価償却促進措置の特典を1968年1月1日まで停止することを決定した。それまではインフレ抑制はもっぱら金融政策にまかせられてきたので、市中金利は高騰し、後に1966 credit crunch と呼ばれる金融逼迫状態が生じた。これは貨幣供給の変化率にもよくあらわれている。1966年中の  $M_1$ （銀行外通貨+調整済み要求払預金）と  $M_2$ （ $M_1$ +大口CDを除く商業銀行定期預金）の変化率（年率）を示すと次のとおりである。

## 貨幣供給の変化率（年率）%

1966年	$M_1$	$M_2$
第Ⅰ 4半期	6.3 <sup>1)</sup> (6.1) <sup>2)</sup>	8.4 <sup>1)</sup> (7.2) <sup>2)</sup>
第Ⅱ 4半期	4.8 (3.5)	7.2 (6.3)
第Ⅲ 4半期	-0.7 (0.5)	3.9 (5.0)
第Ⅳ 4半期	0.5 (-0.5)	3.7 (2.9)

- 1) 当該4半期の月次計数の平均値を、前4半期の月次計数の平均値と比較して算出した変化率。
- 2) 当該4半期の最後の月次計数を前4半期の最後の月次計数と比較して算出した変化率 *Federal Reserve Bulletin* の最近の論説では、この算式の変化率が通常用いられているので、以下の本文では、この変化率のみを掲げる。

上表によって、1966年の第Ⅲ4半期と第Ⅳ4半期の貨幣供給は  $M_1$  についてはほとんど増加していないことがわかる。

ジョンソン大統領は、1966年のインフレーションの進行をみて、1967年年頭

教書で、法人、個人所得税に対する6%付加税を提案したが、1967第Ⅰ4半期にミニリセッションが生じ、実質GNPが年率で0.9%減少した。このために大統領の付加税提案は議会で見送られた。

アメリカ経済は1967年第Ⅱ4半期に入って再び上昇に向い、第Ⅲ4半期では景気は過熱化した。そこで政府は8月始めに付加税の制定を再度強く要請した。要請された付加税率は6%から10%へ引き上げられた。この増税案は、増税よりも支出削減を優先すべきであるとする議会の抵抗にあい、1967年中は実現しなかった。1968年1月に3度目の大統領の付加税提案が行なわれ、1968年6月に至ってやっと1968年歳入歳出抑制法として成立した。

インフレ抑制のための財政措置が遅れ、他方物価はますます上昇していったので、その間引き締め措置はもっぱら金融政策にまかせられた。1967年4月に4%へ引き下げられていた割引率は1967年11月18日のポンド切り下げ直後4.5%へ引き上げられ、1968年3月のゴールドラッシュに際し5%へ引き上げられた。さらに4月に5.5%へと矢つぎ早やに引き上げられていった。1960年12月以降据え置かれていた要求払預金に対する支払準備率も、1968年1月に引き上げられ、500万ドルを越す要求払預金の支払準備率が準備市銀行について17%地方銀行について12.5%へ引き上げられた。1968年3月には証券市場信用統制のための証拠金率の適用範囲が拡大され、6月には証拠金率は10%ポイント引き上げられた。このように1968年において金融引き締め政策はますます強化されていったが、1968年6月に10%付加税案が成立し、連邦支出の削減も決定したので、FRBはこれらの財政措置が景気過熱を抑える上で十分な効果を発揮するという予想のもとに、8月15日割引率を5.5%から5.25%へ引き下げた。しかしアメリカ経済はその後鎮静化に向かわなかったので、12月に割引率を再び5.5%へ引き上げた。

## 2

1969年に入って、政権はジョンソンからニクソンに受けつがれた。共和党政権は、アイゼンハワー政権で立証されたように、経済政策の目的として物価安定を重視する。それゆえインフレ抑制にはきわめて熱心である。1969年はまだマーチンがFRB議長の職にあった。マーチンはケネディ＝ジョンソン政権の成長政策には批判的であったが、ニクソン政権がインフレ抑制を唱えて登場してきたので、ドルの守護神としての手腕を発揮する絶好の機会に恵まれた。したがって1968年においてすでに強力に進められていた引き締め措置が、1969年においていっそう強化された。1968年12月に5.5%に引き上げられた割引率が、1969年4月に6%に引き上げられ、1929年以降の最高水準に達した。同じ月に加盟銀行の要求払預金に対する支払準備率も0.5%ポイント引き上げられた。

これらの金融引き締め措置によって市中金利はアメリカ史上まれにみる高騰を示した。たとえば、3カ月財務省証券利回りは、1960年代の初期には、2%台であったのが、1969年には6.7%に上昇し、社債（Aaa債）利回りは同じ期間に4%台から7.0%へ上昇した。このように市中金利は上昇したにもかかわらず、商業銀行の定期・貯蓄預金に対する金利限度（Regulation Qによる）は1969年中は引き上げられなかったので、商業銀行のCD（譲渡性定期預金証書）の金利は、CDと代替関係にある短期証券の市中金利よりも相対的に不利になった。たとえば、3～6カ月CDの金利限度と、一流4～6カ月コマーシャル・ペーパーの利回りの開きは、1969年末において3%ポイントをこえていた。したがって、資金は定期・貯蓄預金から離れて、高利回りの市場証券へ移っていった。加盟銀行の預金は1968年下半期には年率13%をこえる割合で増加したのに、1969年上半期には年率3.5%で減少した。この期間中の商業銀行の預金の減少は主として定期・貯蓄預金に生じ、その大部分は10万ドル以上の大口CDの流出を反映した。大口CDの減少は、1969年第Ⅰ4半期が年率167億ドル、第Ⅱ4半期が年率154億ドルであった。この減少の大部分は預金者が金

利感応的な主要な金融中心地の大銀行において生じた。1968年末の CD 現在高の約35%を保有していたニューヨークシティとシカゴの銀行の CD の減少額は、1969年上半期生じた CD の減少総額の60%に達した。大口 CD の減少は1969年下半期にも続いたが、その減少の大部分は、上半期とは対照的に、ニューヨークシティとシカゴ以外の銀行に生じ、CD 減少額の90%以上に達した。下半期においては大口 CD 以外の定期・貯蓄預金の純払戻しも、商業銀行の定期・貯蓄預金の減少の重要な要因となった。<sup>(7)</sup>

商業銀行は CD の流出分を補うために、フェデラル・ファンドの借入れ、外国支店を通じてのユーロダラーの借入れ、同族会社を通じてのコマーシャル・ペーパーの発行によって、その資金を求めた。ユーロダラー市場での借入れは、1969年上半期中に2倍になり、6月末には約143億ドルに達した。ユーロダラーの借入れが増加するにつれて、ユーロダラー金利は上昇し、1968年12月の6~7%が69年6月には期限に応じて10%から12%になった。FRBは同年6月26日に米国銀行のユーロダラー借入れを抑えるために、5月28日に終る4週間の毎日平均現在高をこえる分について、10%の支払準備率を課すことを提案した。この提案は8月13日の理事会で決定され、9月4日から実施された。さらに1969年12月23日の法律によって、FRBは(1)加盟銀行が直接的に、もしくは同族会社を通じて間接的に発行するコマーシャル・ペーパーに対し金利限度と支払準備率を適用する権限と、(2)外国銀行からの借入れに対し、加盟銀行に22%までの比率で準備金を維持させる権限を与えられた。<sup>(8)</sup>

商業銀行は1969年における資金源の金利上昇にともない、貸出金利を引き上げていった。プライム・レートは1969年1月に6.75%から7%へ引き上げられ、3月には7.5%へ、さらに6月はじめに8.5%へ引き上げられた。このような高金利を憂慮したケネディ財務長官は、7月7日に大手商業銀行首脳を一

---

(7) Board of Governors of the Federal Reserve System, *56th Annual Report 1969, 1970*, pp. 16—17 and pp. 24—25 参照。

(8) *Ibid.*, p. 298.

堂に招いて、プライム・レートの引き上げを回避するように説得したほどであった。

金融引き締めは商業銀行ばかりでなく、他の金融機関にも影響を及ぼした。相互貯蓄銀行と貯蓄貸付組合は、1966年9月以降預金金利規制を受けていたので、商業銀行と同じように、市中金利の上昇によって不利となった。これらの貯蓄金融機関は吸収した貯蓄性預金を主として抵当貸し付けに運用していたので、抵当貸し付け資金は枯渇し、住宅建設は打撃を受けた。

しかし企業の設備投資はプライム・レートの急上昇にもかかわらず、目立った抑制効果はみられなかった。物価とコストの上昇は設備投資を早く行なった方が有利という考え方を生んでいたし、また企業家の見通しとして、近く景気後退がくるとは当時予想されていなかった。そこで年度当初の投資計画は変更されることがなかった。

1969年の金融引き締め措置によって、同年中の貨幣ストックの増加は抑えられ、 $M_1$ の増加率は1969年上半期の年率5.5%から下半期の1.6%に低下し、 $M_2$ は同年上半期の年率5.0%の増加から、下半期の年率0.2%の減少となった。このような貨幣供給の増加率の急激な鈍化は、アメリカ経済に景気後退をもたらすと、マネタリストのフリードマン(Milton Friedman)は警告した。

需要を削減するうえで、当初なかなか効果を示さなかった引き締め措置も、1969年秋以降効果があらわれ始め、実質GNPは1969年第Ⅳ4半期において年率2.3%の減少を示し、1970年第Ⅰ4半期にも年率2.5%の減少を示した。失業率も1970年に入って急速に増加し、1969年12月の3.5%から1970年5月に5%に上昇し、同年12月には6.2%という高水準に達した。

しかし金融引き締め措置は、物価上昇を抑えるうえでは効果がなかった。卸売物価指数(1967=100)は1968年平均の102.5から1969年平均の106.5へ上昇し、消費者物価指数(1967=100)は104.2から109.8へ上昇している。これは年率で卸売物価が3.9%、消費者物価が5.4%の上昇であり、1968年の物価上昇率(卸売物価2.5%、消費者物価4.2%)を上回っている。このように、

ニクソン政権の金融政策を中心とする引き締め政策は、インフレーションと景気後退を同時にもたらし、アメリカ経済はいわゆるスタグフレーションの状態に陥ってしまった。

### 3

インフレと高失業に直面したニクソン政権は、それまでの総需要抑制策の限界を認め、政策の転換を考慮せざるをえなかった。ニクソン大統領は1970年2月1日に、マーチンFRB議長の任期満了にともない、新たにバーンズ (Arthur F. Burns) をその後任に起用した。バーンズはアイゼンハワー政権下では1953年3月9日から1956年12月1日までCEA委員長を務め、当時副大統領であったニクソンとは旧知の間柄であり、ニクソンが大統領に就任してから経済顧問の地位にあった。バーンズをFRB議長に任命したことからわかるように、ニクソン大統領は金融政策に大きな期待をよせていた。前FRB議長マーチンは、その長期の在任期間中もっぱら物価安定を金融政策の目的として強調し続けていたのに対し、バーンズはより柔軟な考えをもっている。FRBはバーンズの議長就任後、徐々に引き締めから緩和へと政策方針を転換していった。

金融緩和はまず公開市場操作から始められ、次いで5月6日に株式証拠金率が80%から65%へ引き下げられ、8月17日には加盟銀行の500万ドル以上の定期預金の支払準備率が6%から5%へ引き下げられた。この引き下げは、同年1月21日に実施された商業銀行の定期・貯蓄預金金利限度の引き上げとともに、商業銀行の定期預金業務に好結果をもたらした。また6月24日に期限30日以上90日未満の10万ドル以上の単一満期定期預金に対する金利規制が一時的に停止されたので、商業銀行は大口CDに高利をつけることが可能となり、大口CDによって資金は再び商業銀行に還流した。

他方割引率は1970年11月の6%から5.75%へ、12月に5.5%へ引き下げられた。さらに71年1月から2月にかけて、0.25%ポイントずつ3回引き下げら

れ、2月には4.75%となった。金融緩和にともない、1970年の貨幣供給は増加し、同年中に $M_1$ は6.0%、 $M_2$ は8.4%増加した。特に商業銀行の定期預金の増加が目立った。金融緩和は市中金利の低下をもたらし、1969年の歴史的な高金利状態は1970年中に解消した。プライム・レートも1970年3月の8%から同年中に6.75%へ低下し、1971年3月には5.25%まで下った。

1970年から71年にかけての金融緩和措置にもかかわらず、失業率は1970年中上昇し続け、同年12月には6.2%の最高水準に達し、1971年に入っても、5.8%~6.1%の高水準を維持した。GNPの実質成長率も1970年第Ⅰ4半期の-2.5%（年率）に続いて、1970年第Ⅱ4半期1.5%、第Ⅲ4半期2.0%と低成長を続け、第Ⅳ4半期には-4.8%と大きな減少を示し、1970年を通じて年率-0.5%となった。他方物価は1970年においてもその上昇の勢いは衰えず、同年中に卸売物価は3.7%、消費者物価は5.9%という高い上昇率を示し、インフレはおさまるけはいがなかった。

ニクソン大統領はインフレ、高失業、国際収支赤字の三重苦の解決策として、1971年8月15日に新経済政策を発表した。大統領自ら過去40年間の最も包括的な経済政策と称する新措置は、ドルと金の一時的な交換停止、ドルと他国通貨との為替レート変更について各国と協議すること、10%の輸入課徴金の設定、対外援助の10%削減等、ドル防衛策に重点を置いている。しかし同時に90日間の賃金、物価の凍結、生計費委員会の設置、連邦支出の47億ドル削減などのインフレ対策が含まれ、他方1973年度実施予定の個人所得税減税の1年繰り上げ実施、自動車消費税の廃止、新規設備・機械投資に対する税控除等の景気振興策が含まれている。賃金・物価統制は90日間の凍結期間終了後も継続されることになり、「第二段階」の措置として、物価委員会、賃金委員会、利子・配当委員会によって、物価、賃金、および利子・配当のガイドラインが設定された。

新経済政策の実施によって、国内政策としての金融政策の地位は後退した。1971年の金融政策は、物価上昇率を適当に引き下げながら、景気回復をはかる

うとするものであり、相反する両目的を達成させるために、緩和と引き締めが交錯した。前述したように、割引率は1971年1月から2月にかけて連続的に引き下げられ、2月半ばに4.75%となったが、7月にコスト・インフレの強まるおそれから、5%に引き上げられた。しかし11月に再び4.75%へ戻され、12月には4.25%へ引き下げられた。

1971年中の貨幣供給の動きをみると、 $M_1$ は第Ⅰ4半期8.9%（年率）第Ⅱ4半期11.1%増加し、 $M_2$ は定期預金の急増を反映して、第Ⅰ4半期17.1%、第Ⅱ4半期12.1%の増加を示した。しかし第Ⅲ4半期になると $M_1$ は4.1%、 $M_2$ は6.0%の増加にとどまり、第Ⅳ4半期では $M_1$ は1.9%、 $M_2$ は8.7%のアンバランスな増加を示した。

市中金利は1970年における急激な低下傾向が1971年3月まで続いた。その後3月を底に上昇に転じ、再び8月から1972年2月まで低下が続いた。この間のGNPの成長率をみると、1971年の第Ⅰ4半期について名目14.3%（年率）、実質8.0%、第Ⅱ4半期名目7.9%、実質3.4%で高い成長率を示したが、これは同時に物価上昇の勢いを強めた。しかし新経済政策による90日間の賃金と物価の凍結は、物価の上昇を抑えるのに役立ち、同年8月から11月の物価上昇は、卸売物価が年率0.8%の低下、消費者物価が1.7%の上昇にとどまった。

1972年に入って、アメリカ経済は順調に回復しており、第Ⅰ4半期のGNPの成長率は名目11.5%、実質6.4%、第Ⅱ4半期は名目10.9%、実質9.1%という高い値である。失業率も6月と7月には5.5%まで低下した。このように景気が上昇するにつれてインフレ再燃が警戒されている。

#### 4

これまでニクソン政権下の金融政策を概観してきたが、次にこの時期の金融政策に与えたマネタリストの影響を取り上げよう。

マネタリストは、ケネディ＝ジョンソン時代のニュー・エコノミストとは異



なって、かれらの主張を実践しようとワシントンには乗り込まなかった。ケーガン (Phillip Cagan) とアンダーソン (Leonall Anderson) が金融関係のアドバイザーとして短期間 CEA に関係したにすぎなかった。しかしマネタリストの総師であるフリードマンは、ケネディ時代のサムエルソンと同様に、非公式の顧問の地位にあり、一般に思われていた。マネタリストはニクソン政権に直接参加はしなかったが、かれらの考えは、ニクソン大統領の顧問たちによって、ホワイトハウスに持ちこまれたことは疑いない。マクラッケン (Paul W. McCracken) は CEA 委員長となって間もなく、わたくしはフリードマン信奉者ではないが、考え方がフリードマン的になっているとのべた。

マネタリストのなかには、フリードマンのように年率 4～5% の安定的な貨幣成長ルールを勧告しているものもあるし、また貨幣供給の変化率の微調整を主張しているものもある。いずれにしても、マネタリストの特徴は、貨幣供給の動きは、同一方向の動きを名目 GNP に与えるという点にある。いいかえれば、貨幣供給の変化率と名目 GNP の変化率との間にはかなり安定的な関係があるということである。したがって金融政策の目標 (target) として貨幣供給の変化率を選ぶ点でマネタリストは一致している。これに対して連邦準備当局は金融政策を実施するにあたって、利子率や信用のアベイラビリティのような金融市況 (money market conditions) に焦点を合せてきた。したがって連邦準備政策によって、結果的に貨幣供給の変化率が大きな振幅を示してきたことは、これまでのべてきた通りである。

マネタリストによれば、そのような金融政策はいかなる場合にも利より害をもたらす。このような観点から、フリードマンは1969年はじめに、インフレ抑制のために、貨幣供給の増加速度を鈍らす必要を強調しながらも、景気後退の危険を最小限にするために、数カ月の間隔を置いて、小刻みに減速すべきことを勧告した。<sup>(9)</sup>

---

(9) Milton Friedman, "The Inflation Fed," *Newsweek*, January 20, 1969.

その後マネタリストは連邦準備の金融引き締めが1969年下半年期において急激すぎることを批判した。1969年下半年期における貨幣供給の成長の停止が景気後退を生ぜしめるかは重要な問題であった。マクラッケン CEA 委員長は、1969年における金融引き締めの必要を強調しながらも、その引き締めが適度であることを期待していた。しかし1969年の貨幣と信用の拡張率は必要水準よりも不足していたとのべている。<sup>(10)</sup>

貨幣供給の成長率の急激な低下が、景気後退をもたらすというマネタリストの予測に対して、連邦準備制度側から多くの批判があった。その一つとして、ニューヨーク連邦準備銀行総裁のヘイズ (Alfred Hayes) の言葉を挙げておこう。ヘイズは1970年1月26日のニューヨーク州銀行協会の第42回年次大会の演説で、引き締め政策の緩和に反対して、次のようにのべた。「経済学者のなかには、過去6カ月にわたる貨幣供給の不十分な実績によって、深刻な景気後退がすでに確実なものになっていると論ずる者がある。わたくしはすでに明らかにしたように、そのような機械的な見方にメリットを見出さない。わたくしの視界に入る最大の危険は、(1)インフレ抑制に努める上で、財政政策が貨幣政策の協力者としての力がしだいに弱まっていく危険と、(2)連邦準備制度内外からの圧力が、目的を達成するに足る長い期間、十分な引き締め政策を維持することを妨げる危険である。<sup>(11)</sup>」

連邦準備制度の首脳者は1969年下半年期において、金融引き締めを実施するにあたり、従来どおり金融市況の動きを基準としていたので、貨幣供給の増加率は極度に減速した。この貨幣供給の予想以上の急激な鈍化と、第Ⅳ4半期の実質GNPの成長率がマイナスになったことを知るにおよんで、連邦準備当局も金融政策の目標として、貨幣供給の動きにも配慮しなければならないと考える

(10) Paul W. McCracken, "The Game Plan for Economic Policy," American Statistical Association, 1969 *Proceedings of the Business and Economic Statistics Section*, p. 296 参照。

(11) Alfred Hayes, "Inflation: A Test of Stabilization Policy," Federal Reserve Bank of New York *Monthly Review*, February 1970, p. 23.

ようになった。このような連邦準備側の考え方の推移は、1970年1月から3月にかけての連邦公開市場委員会の政策指令決定の記録に端的に示されている。

マーチン議長の主催する最後の連邦公開市場委員会となった1970年1月15日の会議で、同委員会は、引き締めの金融市況を維持するための公開市場操作を行なう方針を決定した。ただし貨幣と銀行信用が現在の予測よりも著しく悪化しそうな場合は、その操作を修正することにした。<sup>(12)</sup> ここでただし書きながら、貨幣供給の動きを考慮していることに注目しなければならない。

次いでバーンズ議長がはじめて主催した2月の連邦公開市場委員会の会議では、「公開市場操作は、委員会の次の会議まで、金融市況の引き締めにいくぶん緩和する方向へ漸進する目的で行なわれるだろう。ただし貨幣と銀行信用が適度な成長パターンから著しく離れる傾向があれば、速かにそれをなくすように修正されるだろう<sup>(13)</sup>」とされた。

さらに3月の会議では、一步進んで、「委員会は来たる数カ月間、貨幣と銀行信用の適度な成長を実現させたい。公開市場操作は委員会の次の会議まで、この目的と両立する金融市況を維持する目的で行なわれるだろう<sup>(14)</sup>」となった。

すなわち2月の会議では、貨幣と銀行信用の適度の成長がただし書きで導入されていたのに対し、3月の会議では、それが金融市況よりも優先的に考えられていることに注目しなければならない。ここにマネタリストの影響をみることができ、FRBのブリマー（Andrew F. Brimmer）理事は、「この3月の措置で、マネタリストの flavor は連邦公開市場委員会において絶頂に達した<sup>(15)</sup>」とのべている。ブリマー理事はまた「その措置で連邦公開市場操作の主要な目標を金融市況から貨幣的総計値（monetary aggregates）に明示的に

(12) Board of Governors of the Federal Reserve System, *57th Annual Report 1970*, 1971, pp. 97—98 参照。

(13) *Ibid.*, pp. 104—105.

(14) *Ibid.*, p. 110.

(15) Andrew F. Brimmer, “The Political Economy of Money: Evolution and Impact of Monetarism in the Federal Reserve System,” *American Economic Review*, May 1972, p. 348.

シフトさせた。そして貨幣的総計値のなかで、貨幣供給を最初に掲げた<sup>(16)</sup>とのべ、ほぼ10年間の論争の後に、「結局〔連邦公開市場〕委員会は、マネタリストによって進められてきた議論の本質的部分をうけいれた<sup>(17)</sup>」とのべた。

連邦準備が貨幣供給の適度な成長率を保つつもりだと発表した時、多くの人々は、これはフリードマンが多年勧告してきたコンスタントな貨幣成長ルールの採用を意味すると思った。

しかし1970年第Ⅰ4半期は、前4半期に続いて実質GNPはマイナスの成長率を示したし、6月のペン・セントラル鉄道の倒産に象徴される金融逼迫はFRBに金融緩和の必要を痛感させた。5月27日にバーンズ議長は、貨幣供給の許容される成長速度に関して厳しいルールがあっても、流動性危機の場合には、連邦準備はより多くの貨幣を供給することを妨げない。連邦準備は『最後の貸し手』としての責任を果すであろう<sup>(18)</sup>とのべた。

バーンズ議長は、このような見解をFRBと連邦公開市場委員会の他のメンバーにも浸透させていた。連邦公開市場委員会は、5月26日の会議で暫らくの間、貨幣と銀行信用の適度な成長の達成を断念し、金融市況の鎮静化に専心することを決めた。公開市場「委員会のメンバーは、貨幣と銀行信用の適度の成長は、政策の適切な長期目標として変らないことに意見は一致している。しかしながら、現在金融市場の圧力を軽減する目的を優先させることが必要であると結論した。それは長期的にみて適切だと考えられるよりも、貨幣的総計値のより高い率を一時的に生ぜしめるかもしれないということ認めたらう<sup>(19)</sup>」のである。」

このような経過を辿って、マネタリストの影響で貨幣供給の成長率を金融政策の日標として重視しかかった連邦準備も、その後はプラグマチストのバーン

(16) *Ibid.*, p. 348

(17) *Ibid.*

(18) Leonard Silk, *Nixonomics*, 1972, p. 12 による。

(19) *57th Annual Report 1970, op. cit.*, p. 131

ズ議長の柔軟な政策処方箋に導かれて、金融市況を重視する旧方針に復帰した。バーンズ議長は1970年7月の両院合同経済委員会での証言で、貨幣供給の適度な成長ルールに関連して次のようにのべている。「連邦準備が多かれ少かれ継続的な基準で、貨幣的総計値の固定的な目標成長率を追求することを決定したという印象が広くゆきわたっているように思える。これはわれわれの意図の誤解である。この国は貨幣的ルールの機械的適用によってはうまくいかないであろうと、われわれは信じている。大きな、不規則な、予測不能な短期の変動が、貨幣と信用の需要に生ずることが多いことを、われわれは知っている。中央銀行の重要な機能の一つは、このような短期の変動が、貨幣・信用市場の円滑な機能を妨害しないようにすることである。われわれは、この分野での責任<sup>(20)</sup>を棄てるつもりはない。」

したがって、その後の貨幣供給( $M_1$ )の変化率をみると、1971年の第Ⅰ4半期8.9%、第Ⅱ4半期の11.1%という高い値を示したかとおもうと、一転して第Ⅲ4半期4.1%、第Ⅳ4半期1.9%と低い値を示し、マネタリストが最もいやがる大きな振幅を示している。

## 5

マネタリストの影響がFRBから後退したと同じく、ニクソン政権内部からマネタリスト的考え方は次第に薄れていった。1970年11月大統領選挙後、ニクソン大統領が「わたくしはいまやケインジアンである」と発言して人々を驚かせた。またマクラッケンはCEA委員長を辞任する前日、3年ほど前よりはフリードマン的ではなくなったとのべた。彼は貨幣供給の拡大は生産と雇用の拡大にとって必要な付随物とは思いますが、連邦準備制度の貨幣供給拡大措置が、それだけで経済の拡張を生ぜしめるということには疑問をもった。したがって1973

(20) Arthur F. Burns, "Statement to Congress," before the Joint Economic Committee July 23, 1970, *Federal Reserve Bulletin*, August 1970, p. 624.

会計年度の予算を完全雇用均衡にもっていくというニクソン大統領の決定を基本的には支持したが、来るべき年の経済を刺激するために完全雇用赤字の場合もありうる<sup>(21)</sup>と認めた。

金融政策についていえば、インフレ抑制のため、金融引き締めを行ない、貨幣供給の成長率の鈍化を生ぜしめたが、物価上昇を抑えることはできず、景気後退を生ぜしめた。そこで景気回復のため金融を緩和し、貨幣供給の成長率を引き上げたが、その効果はほとんど現われなかった。結局ニクソン政権は金融政策の限界を認め、1971年8月15日にはインフレ対策として90日間の賃金、物価の凍結といった非常手段に訴えるとともに、景気振興のために財政措置を活用した。ニクソンのこの新経済政策はマネタリストの主張とは相反するものであり、きわめてニュー・エコノミスト的であった。

金融政策は本来インフレ対策や景気振興策として余り効果がないものなのであろうか。マネタリストとケインジアンとの間で戦後争われ続けてきたこの論争点は、マネタリストの勢力的な活動にもかかわらず、最近の現実の政策効果を目のあたりにみて、再び問い直されなければならないことになった。

フリードマンは1971年12月28日、アメリカ経済学会の年次大会で『貨幣政策は失敗したか』という報告を行なったが、そのなかで連邦準備が貨幣供給の変化率を極端に動揺させることを失敗の原因として指摘し、その例のいくつかを示した。フリードマンによると、1969年1月以前の2年間に  $M_1$  は年率7.4%、 $M_2$  は年率9.4%の割合で上昇した。1969年1月から7月にかけてはこれらの貨幣成長は4.7%と4%に低下させられた。この率が長期間維持されれば、インフレのない着実な経済成長と両立したであろうが、「しかし即座に効果あらわれなかったため、その後当局はブレーキを強く踏みすぎ、1969年7月から1970年2月にかけて、その成長率を1.5%と0.2%に低下させ、1970年においてインフレ抑制に必要とされる以上の急激な景気後退の御膳立てをしてしまっ

(21) Leonard Silk, *Nixonomics*, 1972, pp. 189—190 による。

(22)  
た。」

景気後退が始まった後で、貨幣当局は針路を逆にし、貨幣供給の成長率を1970年2月から1971年1月に  $M_1$  5.8%、 $M_2$  9.2%に引き上げた。フリードマンは、これらの率は長期的には高すぎるが、しかし少なくともそれ以前の過度の引き締めを照らせば、理解できるとみなした。ところがその後1971年1月から1971年7月にかけて、まぎれのない通貨爆発が起こり、 $M_1$  は年率で9.8%以上、 $M_2$  は13.8%以上増加した。その後で再び急ブレーキをかけたので、1971年7月から11月にかけて、 $M_1$  は0.2%減、 $M_2$  は3.9%の上昇にとどまった。

このような貨幣供給の振幅の大きいことにはもちろんフリードマンは反対であるが、ここでフリードマンにとって予想外であったことは、貨幣供給の急激な減少が、物価の下落をもたらさなかったことである。この点についてフリードマンは次のようにのべている。

貨幣供給の変動は、それに対応した名目所得の変動をもたらしたが、問題は名目所得の変動が、物価の変動よりも産出高の変動により大きく反映したことにある。「1969年においてインフレーションが貨幣的鈍化にいかにもすやかに反応すると期待できるかという問題について、楽観的すぎる見通しをのべたことを認めなければならない。インフレーションは、そうなるだろうとわたくしが予測したほどすやかに反応しなかったことは明らかである。<sup>(23)</sup>」

そこで、フリードマンは先行と遅行の関係を、貨幣供給と工業生産および消費者物価の間について再検討した結果、次の結論をえた。「工業生産に対する最高の相関関係は、 $M_1$  については貨幣が3ヵ月先行し、 $M_2$  については6ヵ月先行する。これは驚くことではない。驚くべきことは消費者物価に対する最高の相関関係は、 $M_1$  については貨幣が20ヵ月先行し、 $M_2$  については23ヵ月

(22) Milton Friedman, "Have Monetary Policies Failed," *American Economic Review*, May 1972, p. 12.

(23) *Ibid.*, p. 14.

先行することを見出すことである。GNPの4半期別データも同じ結果を与える。明らかに貨幣の変動が産出高に与える影響よりも、物価に与える影響の方がより長い時日を要する。<sup>(24)</sup>」

フリードマンのいうように、貨幣供給の成長率の減速が物価に与える効果のタイム・ラグが20カ月以上であり、しかも物価に与える影響に先立って、産出高の減少をもたらすことが事実ならば、貨幣供給に与える影響を通しての、金融政策のインフレ抑制効果はほとんど期待できないことになる。そうならば、インフレ抑制には賃金、物価統制に頼る方が早道になる。フリードマンはもちろんこの種の直接統制には反対である。

フリードマンは貨幣供給の変化率の振幅が大きく、ひとたびインフレが生じたり、失業率が高くなると、その治癒に時日がかかるから、そのような事態を始めから生じさせないように、貨幣供給を安定的な率で増加させることを勧告しているわけである。しかしフリードマンの主張に対し、現実逃避的であるとするローザ (Robert V. Roosa) の批判も存在することを最後に付け加えておこう。<sup>(25)</sup>

(本稿は昭和47年11月17日、神戸大学経済経営研究所国際資金専門委員会における報告に加筆したものである。FRB発表のM<sub>1</sub>とM<sub>2</sub>の季節変動調整済み計数は、“Revision of the Money Stock Measures and Member Bank Reserves and Deposit,” *Federal Reserve Bulletin*, February 1973 において改訂されたので、本文と参考統計表のM<sub>1</sub>とM<sub>2</sub>の変化率をこの改訂計数によって改めた。ただし、フリードマンの論文から引用した変化率は訂正していない。)

(24) *Ibid.*, p. 15.

(25) Robert V. Roosa, “Controlling Inflation and the Inflationary Mentality,” *Journal of Finance*, May 1970, pp. 236—237 参照。



参考統計表 貨幣供給、GNPおよび物価の変化率(年率%)

		貨幣供給				GNP		物 価		
		M <sub>1</sub>		M <sub>2</sub>		名目	実質	GNP デフレ ーター	卸売 (1)	消費者 (1)
		(1)	(2)	(1)	(2)					
1968		7.0	7.8	8.9	9.3	8.9	4.7	4.0	2.5	4.2
1969		6.3	3.6	6.7	2.6	7.6	2.7	4.8	3.9	5.4
1970		4.5	6.0	4.4	8.4	5.0	-0.5	5.5	3.7	5.9
1971		7.1	6.6	11.8	11.4	7.6	2.7	4.7	3.2	4.3
1972		6.5	8.3	10.2	10.8	9.7	6.5	3.0	4.6	3.3
1968	I	5.2	5.3	6.9	7.3	9.2	5.4	3.6	5.3	4.1
	II	7.6	9.7	7.7	7.9	11.7	7.5	3.9	2.6	4.7
	III	8.3	6.8	8.9	9.6	8.6	4.0	4.3	3.0	5.0
	IV	7.9	8.5	11.2	11.4	7.1	2.4	4.6	0.7	4.6
1969	I	7.4	6.5	8.0	6.2	7.7	3.4	4.2	6.2	4.9
	II	4.9	4.3	4.3	3.7	7.5	1.9	5.5	5.0	6.7
	III	2.3	1.2	0.1	-1.2	8.2	1.9	6.1	2.8	5.7
	IV	2.1	2.1	1.2	1.5	3.1	-2.3	5.5	4.2	5.6
1970	I	4.4	6.1	1.7	3.3	3.9	-2.5	6.5	5.9	6.1
	II	6.6	6.0	7.7	8.1	5.9	1.5	4.3	1.7	6.3
	III	5.4	7.1	10.2	12.1	6.1	2.0	4.0	2.7	4.5
	IV	5.9	4.2	10.1	9.1	1.4	-4.8	6.5	0.7	5.3
1971	I	6.3	8.9	13.7	17.1	14.3	8.0	5.9	5.4	2.9
	II	11.2	11.1	14.8	12.1	7.9	3.4	4.4	4.4	4.6
	III	7.1	4.1	8.2	6.0	5.4	2.5	2.9	3.3	4.0
	IV	2.2	1.9	7.4	8.7	8.3	6.7	1.5	0.3	2.3
1972	I	5.3	9.2	11.1	12.7	11.5	6.4	5.1	7.9	3.3
	II	8.5	6.1	9.9	8.5	10.9	9.1	1.8	4.1	3.2
	III	7.9	8.2	10.3	10.3	8.6	6.4	2.4	5.8	3.5
	IV	7.2	8.6	9.5	10.2	10.9	8.2	2.7	4.3	3.5

資料：貨幣供給はFRB発表の季節調整済み月次計数。GNPおよびGNPデフレーターは商務省発表の季節調整済み4半期計数。卸売物価および消費者物価はBLS発表の季節調整済みの月次計数を使用。

- 注 (1) 当該4半期の月次計数の平均値を前4半期の平均値と比較した変化率。  
 (2) 当該4半期の最後の月次計数を前4半期の最後の月次計数と比較して算出した変化率。年次についても同じ。



# ケインズの雇用決定論

二 木 雄 策

## 1

1936年にケインズが『一般理論』<sup>(1)</sup>を公にして以来、その理論のエッセンスを簡単な数学モデルで提示しようという試みは数多くなされてきた。この小論も、そのような試みのひとつにはかならない。

ここで問題にするのは、つぎの二点である。

1. 周知のように、ケインズは、一般理論第3章において、「雇用量は総需要関数と総供給関数とが相交わる点において決定される」<sup>(2)</sup>と述べ、このことが、「雇用の一般理論の要旨」<sup>(3)</sup>であるとしている。それにもかかわらず、この点を表面に出したモデル、すなわち、総需要関数  $D=f(N)$  と総供給関数  $Z=\phi(N)$  とで構成されるモデルは、(後に検討するように)非常にすくないように思われる。このことは、ケインズ自身が総供給関数を周知のものとして、その分析を軽視ないしは無視したこと、<sup>(4)</sup>需要側の分析が、ケインズ自身のいう総需要関数——総需要額と雇用とを関係づける関数——のタームでおこなわれていないこと、という二つの点に依るものと思われる。<sup>(5)</sup>しかしながら、ケインズ自身が、総供給関数と総需要関数との交点で雇用が決定されると述べた以上、

(1) J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936. (塩野谷九十九訳、『雇用、利子、貨幣の一般理論』)

(2) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 25. (訳, p. 30.)

(3) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 25. (訳, p. 30.)

(4) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 89. (訳, p. 103.)

(5) その結果、ケインズは「概念上、異なった、無関係の二つの理論」を提示した、という解釈さえ生じている。P. Wells, *Aggregate Supply and Demand: An Explanation of Chapter III of the General Theory*, *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 1962. Nov.

彼の理論の数式化は、このことを避けて通ることはできないはずである。言及される第一点は、この表現を表面に打ち出しうるようなモデルを構築し、それを基として、既存の諸理論を整理・検討することにある。

2. 第二に、いわゆる「賃金単位」をとりあげなければならない。ケインズ自身が、分析の基礎として「賃金単位」の採用を主張したことは明白であるが、そのことと、彼の雇用決定論との関係は、かならずしも明白にされてはいないように思われる。その結果、ケインズ理論の定式化においても、賃金単位を用いるか否かが、たんなる便宜上の問題として処理されてきた傾向が強いようである。検討される第二点は、賃金単位の採用がはたして便宜上の問題にすぎないのかどうか、それを用いることが本質的な意味をもたないのかどうか、ということ、すなわち、「貨幣賃金率の変化が雇用水準に影響を与えるか否か」という問題と関係づけて吟味することである。

以上の問題から明らかなように、ここでの意図は、既存のモデルに本質的に修正をほどこすことではなく、それらが見落していた点を補い、それらを整理し、その特徴、欠点を明白にすることである。したがって、この小論はこれまでの諸理論の「部分的修正」ないしは「補足」の域にとどまるものにすぎないことを、前もって断っておかなければならない。

## 2

まず基本方程式をしめすことから始めよう。後に述べるように、各変数を賃金単位でしめすか、貨幣単位でしめすかは、ある重要な意味をもつのであるが、ここでは、簡単化のために、貨幣単位でモデルをしめすこととする。

ケインズの雇用決定論は、基本的にはつぎの7個の式によってしめされる。

$$(1) \quad M = L(Y) + Q(i) \quad ; \quad L' > 0, \quad Q' < 0$$

---

(6) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 41. (訳, p. 48.)

$$(2) \quad D = C(Y) + I(i) \quad ; \quad 0 < C' < 1, \quad I' < 0$$

$$(3) \quad X = f(N) \quad ; \quad f' > 0, \quad f'' < 0$$

$$(4) \quad \frac{\omega}{p} = f'(N)$$

$$(5) \quad Z = pX$$

$$(6) \quad D = Z = Y$$

(1)式の右辺は、貨幣に対する需要が所得水準 $Y$ に依存する部分 $L(Y)$ と、利率 $i$ に依存する部分 $Q(i)$ とからなることをしめしている。したがってその合計は貨幣に対する総需要をしめし、それが左辺の貨幣供給額 $M$ に等しいとする(1)式は、貨幣市場の需給均衡条件をしめすものである。(2)式は生産物に対する需要 $D$ が、所得の関数である消費需要 $C(Y)$ と、利率の関数である投資需要 $I(i)$ との和であることをしめしている。(3)式は生産量(物量単位) $X$ が雇用労働量 $N$ の関数であることをしめす、いわゆる短期の<sup>(7)</sup>生産関数である。(4)式は、労働の限界生産力 $f'(N)$ が実質賃金率 $\frac{\omega}{p}$ に等しいことをしめす周知の利潤極大条件である。(5)式は総供給額 $Z$ が生産量 $X$ と価格水準 $p$ との積に等しいことをしめす定義式であり、最後の(6)式——実質的には、二つの式を含んでいるが——は、総需要額 $D$ と総供給額 $Z$ との等しい点で、均衡国民所得 $Y$ が決定されることをしめしている。なお、ここにしめされた各関数は、付記されたような周知の性質をもつものとされている。

ケインズは、貨幣賃金率 $\omega$ と、貨幣供給量 $M$ とを外生変数として処理していると解することができるから、この体系は7個の方程式に対して、 $Y, D, X, Z, p, i, N$ の同数の未知数を含む complete な体系である。

ここで、この体系のもつ意味について、つぎの点を補足しておかなければならない。この体系では、貨幣に対する需給が一致するという意味での貨幣市場の需給均衡条件、および生産物(財)に対する需給が一致するという意味での財市場の需給均衡条件の二つがみたされている。いうまでもなく、(1)式と(6)式

(7) ここで「短期」というのは、資本設備が一定であることを意味している。

とがそれである。さらに(4)式がしめすように、利潤が極大となるという意味での資本の主体的な均衡条件もまたみだされている。ここで注意しなければならないのは、この三つの均衡条件式のみで **complete** な体系が構成されているということである。このことは、この体系では、労働市場での需給が一致する保証が存在しないことを意味するものにほかならない。すなわち、貨幣に対する需給が一致し、生産されたものが利潤極大をもたらすような価格ですべて売りつくされたとしても、これらが、自動的に失業の存在をも否定するものではないことを、このモデルはしめしているのである。このことを、資本の論理の貫徹が、失業を排除しえないことをしめすものと受けとることもできよう。この点にこそ、ケインズの雇用理論のエッセンスが存在したのである。

しからは、労働市場についてはどのように考えればよいのであろうか。いま、労働の供給量を  $N^s$  とすれば、このモデルにとって重要なのは、決定される雇用量  $N$  が、 $N \leq N^s$  なる条件をみたしているかどうかということのみであって、 $N^s$  が何によって決定されるかということ、いいかえれば、それが実質賃金率の関数なのか、貨幣賃金率の関数なのかということは重要ではないのである。<sup>(8)</sup> 労働の供給量が何によって決定されるにしろ、労働市場の需給関係は、いわば他から分離可能なのであって、決定された  $\omega$  または  $\frac{\omega}{p}$  に応じて  $N^s$  がきまるとすれば、それが  $N$  よりも小さくはないということのみが、他の諸変数との間に存在しなければならない関係なのである。何故ならば、 $N > N^s$  となれば、そのような  $N$  は現実には存在しないが故に、基本モデルは意味をもたなくなるからにほかならない。

(8) この点については、ケインズと古典派との相異が、労働供給関数として、 $N^s = f\left(\frac{\omega}{p}\right)$  とするか  $N^s = F(\omega)$  とするかにあるのではない、というクラインの主張が想起されるべきである。L. R. Klein, *The Keynesian Revolution*, 1947. p. 201. (篠原三代平, 宮沢健一訳, 『ケインズ革命』 p. 259.)

## 3

ついで、この体系を用いて総需要関数と総供給関数との交点で雇用量がきまることを明らかにしなければならない。まず総供給関数は、(3), (4), (5)の三式から

(7)  $Z = pX = pf(N) = \omega \frac{p}{\omega} f(N) = \omega \frac{f(N)}{f'(N)} = \omega \phi(N)$  として導出される。この式は、 $\omega$ が外生変数であるから、総供給関数  $Z$ が雇用量  $N$ の関数であることをしめす総供給関数にはかならない。他方、総需要関数は、(1), (2)両式から利子率  $i$ を消去してえられる  $D = D(Y, M)$ に  $Y = Z$ と(7)式とを代入することにより、

$$(8) \quad D = D(Y, M) = D\{\omega \phi(N), M\}$$

として導出することができる。ここで注意しなければならないのは、この総需要関数が総供給関数を媒介として導出されたことである。したがってこの関数は、(ある貨幣供給量において)ある雇用水準の下で利潤極大条件をみたすような供給額が、もし実現するならば、それに応じて如何ほどの需要額が生ずるかをしめすもの、として理解されなければならない。

雇用量は、この二つの関数と残された均衡条件式  $Z = D$  とから決定される。すなわち、

$$(9) \quad \omega \phi(N) = D\{\omega \phi(N), M\}$$

から、雇用量  $N$ は、 $\omega$ と  $M$ とを外生的に与えることにより、一義的にきまるのである。

ついで、この二つの関数の性質を媒介として、この体系に正值解が存在するかどうかを検討しておかなければならない。総供給関数のもつ性質については、これまで多くの議論がなされ、ほぼ定説とみなしうるものが存在する。<sup>(9)</sup>

(9) 代表的な文献は、置塩信雄、「総供給関数について」、『神戸大学、経済学研究、年報4.』、1957.である。なお、外国学者の論争については、浅野栄一、「ケインズの総供給関数をめぐる論争」、『商学論纂』、1963. 7.を参照。

かしながら、その詳細はここでは不必要であって、ただつぎの点のみを指摘しておけば足りる。いま総供給関係の導関数を求めると

$$(10) \quad \frac{dZ}{dN} = \omega \left\{ 1 - \frac{f''(N)f(N)}{\{f'(N)\}^2} \right\} > \omega$$

となる。すなわち総供給関数は勾配が $\omega$ よりも大きい右上りの曲線であることがわかる。 $N=0$ のとき $Z=0$ であることに注意すれば、それは第1図における $Z$ 曲線の如きものとなる。<sup>(10)</sup>

他方、総需要関数の性質をみるために、(1)、(2)両式に $Y=\omega\phi(N)$ を代入した

$$(11) \quad M = L\{\omega\phi(N)\} + Q(i)$$

$$(12) \quad D = C\{\omega\phi(N)\} + I(i)$$

を全微分し、 $d i$ を消去してやれば、

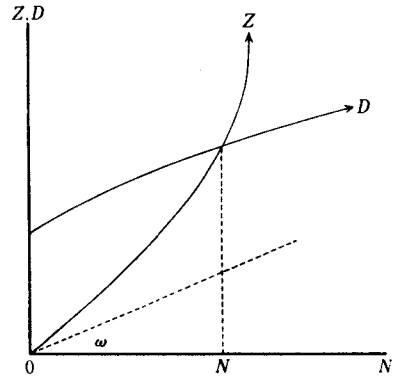
$$(13) \quad \frac{dD}{dN} = (C' - \frac{I'L'}{Q'})\omega\phi'(N)$$

をうる。(1)、(2)両式に課せられた条件式から

$$(14) \quad C' - \frac{I'L'}{Q'} < 1$$

であるから、総需要関数の勾配は総供給関数のそれ $[\omega\phi(N)]$ よりも緩やかであることがわかる。したがって、正值解が存在すること、すなわちこの二つの曲線が正象限で交るためには、 $N=0$ における $D$ が正の値をとることが必要かつ十分である。消費関数における基礎消費といわれるものの存在が、この性質を保証するものであるこ

第1図



(10) ただし、それが直線であるのか、あるいは上方に凸の曲線であるのか、凹の曲線であるのかは、容易にわかるように、生産関数の三次微分に依存してきまる問題であって、限界生産力逓減のみからは一義的に決定できない。しかし、ケインズは暗黙のうち $f''' < 0$ を考えていたが故に曲線は逓増的であるとする解釈が普通的那样である。例えば、川口弘、『ケインズ一般理論の基礎』、1971. p. 94. 参照。



とはいうまでもない。<sup>(11)</sup>

ここで総需要関数の勾配について付言しておかなければならない。(14)式が  $C' - \frac{I'L'}{Q'} < 0$  を含むことに注意すれば、総需要関数が右下りとなること、すなわち、雇用量の増大につれて総需要が減少する可能性の存在することに気づくのである。このことは、雇用の増加が所得水準、したがって消費需要を増大させるとしても、同時に投資需要が減少し、差引き、減少分の方が大となることがありうることを意味している。実際、雇用量の増大は所得水準を増大させ、これは消費関数を媒介として消費需要を増大させる。他方、所得水準の上昇は  $L(Y)$  を増加させるから、貨幣供給量  $M$  が一定であるかぎり、 $Q(i)$  は減少せざるをえず、したがって利子率は騰貴する。この利子率の騰貴が投資需要を減少させることはいうまでもない。このプロセスを考えれば、したがって、総需要関数が右下りとなる可能性は、つぎの条件が強ければ強いほど大となることがわかる。すなわち、限界消費性向が小であること。所得変化に対する貨幣需要の変化が弾力的であること。利子率の変化に対する貨幣需要の変化が非弾力的であること。利子率の変化に対する投資の変化が弾力的であること。<sup>(12)</sup>

#### 4

ここで、以上の展開を基礎として、既存のいくつかのモデルに言及しておきたい。ケインズの雇用ないしは所得の決定論について、これまで多くのモデルが提示されてきたことはいうまでもないが、ここでは、それらを総需要関数と総供給関数との交点で雇用量が決定されるとする方法をとるものと、とらないものとに大別して論を進めていく。

ケインズ自身が、雇用量は総需要関数と総供給関数との交点で決定されると

(11) なぜなら、 $N=0$  のとき  $Y=0$  であり、消費需要は  $C(0)$ 。他方、投資需要は利子率の値にかかわらず  $I(i) \geq 0$  と考えられるから  $C(0) > 0$  であれば  $D(0) > 0$  となる。

いうことを明白に述べているにも拘わらず、この点を表面に出してケインズをとらえようとする試みは意外に少ない。そこにこの小論の如き試みの *raison d'être* が存在するわけだが、実は前述のようなアプローチの方法は、本質的にはすでに置塩信雄教授によって採られたものにほかならない。教授が、その著『ケインズ経済学』<sup>(13)</sup>に、 $Mw=L(Yw, i)$ ,  $Dw=C(Yw)+I(i)$ ,  $Yw=\phi(N)$ の三式を基として、「したがって、労働単位で測った貨幣供給量が一定である場合には、総雇用量  $N$  に対応する労働単位で測って総需要量  $Dw$  がきまる。つまり、 $Dw=f(N)$ を得る。<sup>(14)</sup>」と書かれたとき、前述の手法はすでにそこに存在したのであって、ここでの議論は本質的には、この表現のたんなる跡づけにすぎないのである。

ただしこのノートが『ケインズ経済学』と全く同じわけではない。その相違点のひとつは総需要関数の形状についてである。前述のように、私見では総需要関数は減少関数でありうるのであるが、置塩教授は「 $Dw$  は  $N$  の増加関数である」<sup>(15)</sup>と断定されている。また総需要関数が増加関数であるとしても、それと総供給関数との勾配との関係、したがって正值解の存在については、何ら言及されていない。

直接には触れられていない後者の問題は別として、前者について、置塩教授がどのような説明をされているかを検討しておかなければならない。前述のように、私見では貨幣供給量が一定であれば、雇用量の増加は消費需要を増大させはするが、同時に投資需要を減少させるが故に、両者の合計である総需要は減少するかもしれない、ということであった。これに対して、総需要関数は増加関数であるとされた理由として、置塩教授はつぎのようにいわれる。「その

(12) これまで総需要関数の形状について触れたにもは殆んどない。つぎの文章がこのことを雄弁にしめしている。「総需要関数の形状についてあまり確定的な結論をくだせないのである。」小泉明、宮沢健一編『ケインズ一般理論研究、I』1970. p. 33.

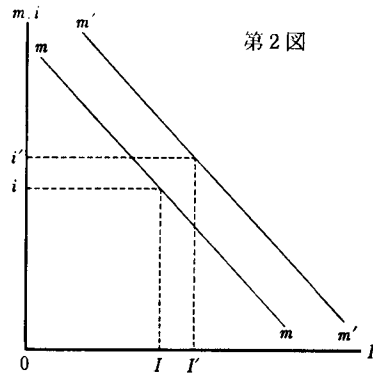
(13) 新野幸次郎、置塩信雄、『ケインズ経済学』、1957年。

(14) 新野、置塩、前掲書、p. 103.

(15) 新野、置塩、前掲書、p. 104.

理由は  $N$  が増加すれば  $Y\omega$  が増加し、 $Y\omega$  が増加すれば  $C\omega$  も増加する。一方  $M\omega$  が一定であれば、 $Y\omega$  の増加は  $i$  を上昇させる。 $i$  が上昇すれば、それは  $I\omega$  をおさえる作用をもつが、おそらくは  $Y\omega$  の増加の結果、予想収益は好転するであろうから、 $i$  の上昇にもかかわらず、少くとも  $I\omega$  は減少しないであろう。従って  $C\omega$  と  $I\omega$  の和である  $D\omega$  は増加する。<sup>(16)</sup> この説明の前段にはもちろん問題は無い。考えなければならないのは、 $N$  の増加が予想収益を好転させるが故に、投資需要は、利率の下落にもかかわらず減少しないかどうかである。予想収益が  $Y\omega$  の増加のみによって好転するかどうかについても疑問がないわけではないが、むしろ重要なのは、予想収益の好転というのは、投資需要関数、したがって総需要関数のシフトの問題として扱われるべき性質のものである、その形状の議論とは直接の関係がないということである。

この点をもう少し詳細につきのように説明することもできよう。ケインズが投資需要を利率の関数であるとしたのは、周知のように、資本の限界効率を媒介としてである。すなわち、新投資とその限界効率との関係が第2図の  $m-m$  曲線として与えられているならば、利率と限界効率との等しい点で投資をきめれば、純収益が極大となるというのである。<sup>(17)</sup> したがって利率が大であれば、投資は減少することになる。ここで注意しなければならないのは、この  $m-m$  曲線は一定の条件の下で描かれたものであって、その条件が変れば当然シフトするものであること、お



第2図

(16) 新野、置塩、前掲書P. 104. 傍点引用者。ただし、利率  $i$  は原文では  $r$  となっている。

(17) 投資の収益を  $R(I)$  とすれば、純収益  $II$  は  $II = R(I) - iI$  で与えられる。極大条件から  $\frac{dR}{dI} = i$ 。ここで  $\frac{dR}{dI}$  が限界効率  $m$  である。

よび総需要関数は、この一本の  $m-m$  曲線に対応して描かれるものであって、それがシフトすれば、それに応じて総需要関数もまたシフトするということがある。置塩教授の説明は、まさにこの点において誤っている。もし予想収益が好転するならば、それは「条件」の変化を意味するが故に、曲線は  $m-m$  から（たとえば） $m'-m'$  にシフトするはずである。このようなシフトの下では、図から明らかなように、利子率の上昇にもかかわらず投資が増大することは充分にありうるものであって、置塩教授の言及されているのは、このケースにほかならないのである。そうだとすれば、問題となるのは、総需要関数の形状ではなく、予想収益の好転が総需要関数をどのようにシフトさせるかという問題でなければならない。この点で、私には、置塩教授の説明には混同があるように思われる。<sup>(18)</sup>

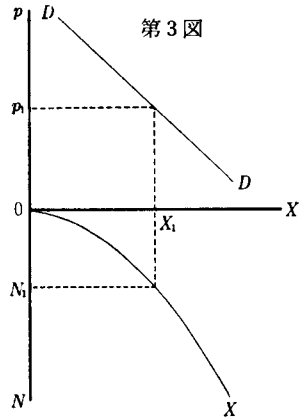
もっとも、総需要関数が右上りであるが右下りであるかは、さほど重要な経済的意味をもつわけではない。総供給関数が何らかの原因によって下方にシフトしたとき、総需要関数が右上りであれば、雇用量、均衡所得の双方が増加するのに対し、それが右下りであれば、雇用量は増大するが均衡所得は減少するという点が相違するだけである。総需要関数そのもののシフト——ケインズは雇用促進策としてはこの方を重視したのであるが——が雇用、所得に及ぼす影響、および体系の安定性は、容易に検証できるように、総需要関数の勾配の正負には関係しないのである。

つぎに、総需要関数と総供給関数とを前面に押し出して雇用決定を論じたもうひとつの書物として、伊東光晴、宮崎義一両氏の手になる『コンメンタール・ケインズ一般理論』をとりあげなければならない。この書物における総供給関数の導出および形状については、ここでことさらとりあげる必要はないであろう。問題は総需要関数についてである。この導出についての同書の説明はつ<sup>(19)</sup>

(18) 事実、別の箇所では、予想収益の好転が投資関数のシフトとして説明されている。新野、置塩、前掲書、P. 106. および P. 110~111.

(19) ただし、その性質についての議論は、正確ではないし、必要以上に複雑でもある。

ぎのようである。第3図の  $D-D$  曲線を「周知の需要曲線である<sup>(20)</sup>」とし、 $X$  曲線を生産関数<sup>(21)</sup>であるとする。いま、雇用量を  $N_1$  とすれば、それに応じて生産量  $X_1$  がきまり、この  $X_1$  に対応して、需要曲線から価格  $p_1$  がきまる。すなわち、このプロセスは、雇用量  $N_1$  に対して総需要額  $p_1 X_1 = D_1$  がきまること、いいかえれば、雇用量  $N$  と総需要額  $D$  との関係——総需要関数  $D = D(N)$ ——が、需要曲線と生産関数とを媒介としてきまることを意味している<sup>(22)</sup>。



いま、後の議論の便宜のために、総需要関数のこのような導出過程を数式化しておこう。問題は、「周知の需要曲線」がどのようなものであるか、という点であるが、前後から判断して、需要量は価格の減少関数であるとする、ワルラスないしはマーシャル的な需要関数であると理解するのが妥当であろう。そうだとすれば、それは  $X = d(p)$  としてしめすことができるから、総需要関数の導出は、その逆関数  $p = d^{-1}(X) = g(X)$  と生産関数  $X = f(N)$  とを用いて、

$$(15) \quad D = pX = g(X) \cdot X = g\{f(N)\} \cdot f(N) = D(N)$$

としておこなえるというわけである。

さて、均衡雇用量がこのような総需要関数と総供給関数との交点できまるとすれば、その決定メカニズムはつぎのように定式化される。

$$(16) \quad X = f(N)$$

(20) 伊東光晴、宮崎義一『コンメンタール、ケインズ一般理論』昭和38年、p. 68.

(21) この図は伊東、宮崎、前掲書の第3図 (p. 69) である。なお同書では、供給曲線が同じ図にしめされているが、そうであるかぎり、上方の図の縦軸は  $p-u$  ではなく  $\frac{p-u}{\omega}$  でなければならない。

(22) 伊東、宮崎、前掲書、p. 69 参照。

$$(17) \quad \frac{\omega}{p} = f'(N)$$

$$(18) \quad Z = D = pX$$

$$(19) \quad p = g(X)$$

前出の基本モデルの場合と全く同様に、(16)、(17)、(18)の三式から総供給関数  $Z = \phi(N)$  が導出される。また、(16)、(18)、(19)から総需要関数  $D = D(N)$  が導出され、したがってこの二つの関数の交点  $D(N) = \phi(N)$  で均衡雇用量が一義的に決定されるというわけである。

このように、この体系は、形式的には総需要関数と総供給関数との交点で雇用量が決定されるというかたちをとっている。しかしながら、その決定メカニズムがケインズから遠く離れたものであることは明白であろう。何故なら、この体系では総需要が消費需要と投資需要との和からなるという関係を抜きにして雇用量が決定されるからである。<sup>(23)</sup>それを抜きにして雇用の決定が論じられるとすれば、いったい、一般理論の第8章以下は、何のために存在したのであるうか。

このことは、『コンメンタール』における総需要関数の導出方法が誤りであること、その誤りの根本が「周知の需要曲線」を無条件に導入したことにあることを意味している。

## 5

つぎに、総需要関数と総供給関数とを表面に押し出さずに、所得ないしは雇用の決定を論ずるモデルをとり出し、それらを本稿のそれと対比させることにより、その特徴、限界を明きらかにしておこう。

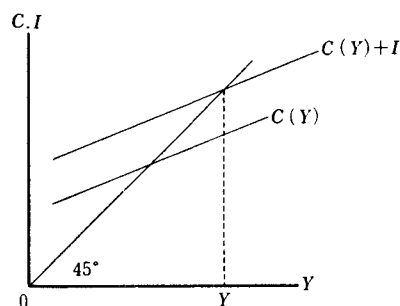
もっとも単純なケインズ・モデルは

$$(20) \quad Y = C(Y) + I$$

(23) 前出の基本モデルとの対比でいえば、(1)または(2)式が抜けて、代りに(19)式が入り、体系が complete になったことになる。

において、投資  $I$  を外生変数として扱い、この式から所得水準を決定するというものである。入門書によくみられる第4図がそれであり、乗数理論もまた、本質的には、このような考え方にほ

第4図



かならない。このモデルは、われわれのそれとの対比でいえば、それから、

$$(21) \quad D = C(Y) + I$$

$$(22) \quad D = Y$$

という二式をとり出し、他をオミットしたものにはかならない。このことは、このモデルのもつ性格を非常

に明白なものにしてくれる。貨幣市場が分析の対象外におかれたことは一目瞭然として、ここで注意されねばならないのは、供給側の条件が完全に無視されているという点である。このことは、需要額がそく均衡国民所得となるという(22)式が端的にしめしている。このモデルは、需要さえあれば、それに応じて供給は無条件に追随してくるというもので、そのような供給がはたしてペイするかどうかは論外におかれてしまっているのである。

これと同じことは、(20)式に貨幣市場の需給均衡式を付加した

$$(23) \quad M = L(Y) + Q(i)$$

$$(24) \quad Y = C(Y) + I(i)$$

という二式で、均衡所得  $Y$ 、均衡利子率  $i$  を決定するというモデルにも妥当する。<sup>(24)</sup>何故なら、このモデルの(23)式は、 $D = C(Y) + I(i)$  と  $Y = D$  とに分解することができるからである。

さて、この二つのモデルは、「雇用」ではなくて、「所得」の決定のみが問題となる時には、総供給関数を体系から除外することができるということをし

(24) このタイプの代表文献は、J. R. Hicks, Mr. Keynes and the "Classics", *Econometrica*, 1937.

めしている。すなわち、所得の決定のみをとりあげる場合には、生産物が売れるかどうかということだけが問題であって、それがどのような価格で売れるかということ、いいかえれば、それだけの生産が、それに要した労働費用を考慮したとき、資本にとって最適なものであるかどうかということは、問題とはならないのである。したがって所得の決定のみを論ずる場合には、資本の主體的均衡を抜きにして議論することができるのである。

しからは、この二つの体系において、所得のみではなく、雇用をも決定されるべき変数とした場合、どのように処理すればよいのであろうか。これについての一つの例は、生産関数を  $Y = F(N)$  とし、(23)、(24) 両式から決定された  $Y$  を、この生産関数に代入すれば、雇用量  $N$  が一義的にきまるとするものである。<sup>(25)</sup> われわれの基本モデルと対比したとき明らかになるように、この方法は価格が一定である時のみ妥当するものにすぎない。なぜなら、生産関数は本来  $X = f(N)$  であるから、 $Y$  と  $N$  との間には  $Y = pf(N)$  なる関係が成立するはずである。これが  $Y = F(N)$  とおきかえられるためには、価格が一定でなければならないのは当然だからである。このような状況の下では、生産物市場の需給均衡をみたそうとすれば、物的生産量はそれに応じて一義的に決定されるが故に、資本の側で雇用量を調節することはできず、したがって利潤極大条件がみたされる保証はない。<sup>(26)</sup> いいかえれば、価格一定の下では、雇用量は生産物市場の需給均衡条件のみによって決定されることになるのである。<sup>(27)</sup>

しからはこのようなモデル——(23)、(24)式——を用いながら、われわれの基本モデルと同一の結果をうるためにはどのように考えればよいのであろうか。このところを詳細に論じた書物は殆んどないようだが、いうまでもなく、そのためには、 $Y = pf(N)$ 、 $\frac{w}{p} = f'(N)$  の二式において、 $Y$  が外から与えられ

(25) 例えば、T. F. Dernburg & D. M. McDougall, *Macroeconomics*, 1963.

(26) 形式的にいえば、このモデルは  $p$  を外生変数とすることに応じて、基本方程式から利潤極大条件(4)をおとしたものにほかならない。

(27) もっとも、貨幣市場の需給均衡は投資を利子率の関数とするかぎり、やはり成立していなければならない。



る——すなわち(23), (24)式から決定される——として、価格水準と雇用量とが同時に決定されると考えればよいわけである。このことは、「所得」の決定と「雇用」の決定とが、総供給関数によって結ばれていることを意味している。したがってケインズの体系が所得の決定理論であると同時に雇用の決定理論でもあるといわれるのは、総供給関数が存在するからにはかならない。従来、一方で総供給関数が軽視され、他方で雇用ではなく所得の決定が重視されてきたのは、このように考えれば、実は盾の両面にほかならないことに気づくのである。ここでわれわれは、ケインズの書物が『雇用、利子、貨幣についての一般理論』であったことを、もう一度想起しなければならない。

## 6

つぎに第2の問題に移ろう。その問題というのは、「賃金単位」の採用が本質的なものかどうかを、「貨幣賃金率の雇用に及ぼす影響」と関係づけて考えることである。

まず、貨幣賃金率の変動が雇用にどのような影響を与えるかという問題についてのケインズの考え方を明確にしておかなければならない。

ケインズは、『一般理論』の第19章において「貨幣賃金の引下げは他の事情に変化のないかぎり、雇を増加させる直接的な傾向をもつであろうか」<sup>(28)</sup>という問いに対して、否定的な見解をしめし、この点が「古典派」との重要な相違点の一つであるとしている。もっとも、彼はこの問いに対して、無条件に否定的な見解をもったのではない。そのことは、前記引用文の「他の事情に変化のないかぎり」という語句から明白である。ケインズ自身が説明するように、この語句は、「消費性向、資本の限界効率および利子率が社会全体にとって以前と同じであるということの意味」<sup>(29)</sup>している。すなわち、ケインズは、貨幣賃金

(28) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 260. (訳, p. 293.)

(29) J. M. Keynes. *op. cit.*, p. 260. (訳, p. 293.)

率の切下げが、消費性向、資本の限界効率、利子率を変化させない場合には、雇用の増大はありえない、ということを主張しているのであって、どのような場合にも貨幣賃金の切下げが雇用促進効果をもつものではないと考えていたわけではないのである。この点をまず明白にしておかなければならない。<sup>(30)</sup>

なお、付随的にこの「条件」について言及しておこう。若干の注意を払えば、これらの条件が同列におきうる性質のものでないことに気づくのである。というのは、消費性向、資本の限界効率が与件であるのに対し、利子率は体系内で決定されなければならない変数だからである。消費性向、資本の限界効率が不変であるということは、消費関数、投資関数が、貨幣賃金率の変化によってシフトしないということの意味しているが、利子率が不変であるということは、流動性選好関数が貨幣賃金率の変化に応じてシフトしないということと同義ではない。貨幣賃金率の動きに応じて利子率が動くか否かは、与件として与えられるのではなく体系内で内生的に決定されなければならない性質の問題なのである。<sup>(31)</sup> 利子率が内生変数である以上、関数がシフトしないという条件以外に、何らかの制約がなければ、それは不変ではありえないのである。したがって、以下の分析では、まず貨幣賃金率の変化が利子率を変化させない条件を求め、その条件の下で雇用量が一定でありうるかどうかを検討するという手順を踏まなければならない。

## 7

まず、「賃金単位」で表示されたモデルを用いた場合、ケインズの上述の主張は証明されうることをしめしておこう。モデルはつぎの三式からなる。

(30) 事実、貨幣賃金率切下げの雇用に対する影響に関するケインズの議論の大半は、これらの条件が賃金率の切下げによって変化する蓋然性があるか否かに費やされている。このノートが直接の対象とするのは、しかしながら、この点についてはではない。

(31) したがって、ケインズの表現中の「利子率」を「流動性選好関数」とであると解する立場（例えば、伊東、宮崎、前掲書、P. 245.）は正しくない。

$$(25) \quad Y\omega = C\omega(Y\omega) + I\omega(i), \quad 0 < C\omega' < 1, \quad I\omega' < 0$$

$$(26) \quad M\omega = L\omega(Y\omega) + Q\omega(i), \quad L\omega' > 0, \quad Q\omega' < 0$$

$$(27) \quad Y\omega = \phi(N), \quad \phi' > 0$$

ただし添字 $\omega$ は、それが変数に付された場合にはその変数が賃金単位であること、(例えば $Y\omega = \frac{Y}{\omega}$ )を、関数記号に付された場合には、その関数によって決定される変数が賃金単位のものであることをしめしている。<sup>(32)</sup>

まず(25)、(26)の両式から利子率が一定であるための条件を導出しておく。両式を全微分し、 $dY$ を消去すれば、

$$(28) \quad di = \frac{1 - C\omega'}{L\omega' I\omega' + Q\omega'(1 - C\omega')} dM\omega$$

をうる。この式から、貨幣賃金率の変動にもかかわらず利子率が不変であるためには、消費関数、投資関数、流動性選好関数がシフトしないというのみならず、それらに加えて、①賃金単位で測定された貨幣供給量が一定であること、すなわち、貨幣賃金率の変化と同じ割合で貨幣数量が変化すること( $dM\omega = 0$ )、②いわゆるケインジアントラップの状態にあること( $Q\omega' = -\infty$ )の何れかの条件が成立していなければならないことがわかる。

そこで問題は、この二条件の何れかが成立している場合、貨幣賃金率の変動が雇用水準に影響を与えないかどうかである。このことをみるために、(27)を(25)、(26)に代入し、それらを全微分すれば、雇用水準の変化 $dN$ は

$$(29) \quad dN = \frac{I\omega'}{[L\omega' I\omega' + Q\omega'(1 - C\omega')]} \phi' dM\omega$$

で与えられる。この式は、利子率が一定であるための前記の条件の何れかが成立していれば、 $dN = 0$ となることをしめしている。

このように、われわれは賃金単位のモデルによって、ケインズの主張を証明することができる。

しかしながら、変数を賃金率で除することをせず、貨幣単位のままでしめしたモデルでは、ケインズの主張を証明することはできない。この場合、基本モ

(32) このモデルが、賃金単位でしめされた点を別にすれば、第2節でしめされた基本モデルそのものであることは明らかであろう。

デルはつぎの三式となる。

$$(30) \quad Y = C(Y) + I(i), \quad 0 < C' < 1, \quad I' < 0$$

$$(31) \quad M = L(Y) + Q(i), \quad L' > 0, \quad Q' < 0$$

$$(32) \quad Y = \omega \phi(N), \quad \phi' < 0$$

ここから(28)に対応する式を計算すれば、

$$(33) \quad di = \frac{(1-C')}{L'I' + Q'(1-C')} dM$$

となるから、利子率が一定であるためには、①貨幣供給量が不変である ( $dM = 0$ ) か、②流動性トラップの状態にある ( $Q' = -\infty$ ) かの何れかでなければならぬことになる。他方、(29)に対応する式は、

$$(34) \quad dN = \frac{I'}{[L'I' + Q'(1-C')]} \frac{dM}{\omega\phi'} - \frac{\phi}{\omega\phi'} d\omega$$

となるから、利子率一定の条件の何れが成立していても、

$$(35) \quad dN = -\frac{\phi}{\omega\phi'} d\omega$$

となり、貨幣賃金率の切下げは雇用水準を増大せしめることになる。これはいうまでもなく非ケインズ的な結論である。

このように、モデルを「賃金単位」でしめすか、「貨幣単位」でしめすかは、重要な相違をもたらすのであって、それをたんに便宜的な問題と考えることはできないのである。では、このような違いは何に起因するのであろうか。<sup>(33)</sup>形式的にいえば、二つのモデルにおいて総供給関数が共通であるにもかかわらず、需要側から決定される所得水準が、一方では  $Y\omega$ 、他方では  $Y$  であるというこ

(33) このちがいが貨幣供給量についての仮定の相違、すなわち、一方では貨幣供給量そのものが一定であるのに対し、他方では、賃金率で除した貨幣供給量が一定である（したがって賃金率が変われば、貨幣供給量そのものは変化する。）という相違に依存しているのではないことを、念のため断っておかなければならない。このことは、(29)式において  $dM = 0$  としたとき、

$$dN = -\frac{I\omega'}{L\omega'I\omega' + Q\omega'(1-C\omega')} \cdot \frac{M}{\omega^2} d\omega$$

となること、および(34)式において  $dM\omega = 0$  としたとき、

$$dN = \frac{I'M - \omega[L'I' + Q'(1-C')]\phi}{\omega^2[L'I' + Q'(1-C')]\phi'} d\omega$$

となることから明らかである。

とに依る。総供給関数がしめし、ケインズ自身も述べているように、<sup>(34)</sup>雇用水準と一義的な関係にあるのは、賃金単位で測定された所得水準であって名目額のそれではない。賃金単位のモデルでは(4)、(5)の両式から $Y\omega$ が一義的に決定されるが故に、それに応じて $N$ もまた一義的にきまる。それに対して、貨幣単位のモデルでは所得水準 $Y$ が一義的に決定されるから、貨幣賃金率が下落するならば $Y\omega$ は上昇し、したがって雇用水準は増大せざるをえないのである。

このことを、若干、視点をかえつぎのように説明することもできよう、利潤極大条件から、雇用量が不変であるためには、価格の変化率が貨幣賃金率のそれに等しくなければならない。したがって問題は、利子率が一定のとき、賃金および価格の同一率の変化が、雇用量を一定に保ちうるような性質を、体系の需要側がもつかどうかである。

このことを、まず生産物市場の均衡条件についてみてみよう。生産額＝消費需要＋投資需要という式において、利子率一定の仮定から、投資需要は不変である。したがって生産額および消費需要額が、賃金率および価格の同一率の変化にもかかわらず一定であるならば、いいかえれば、それらが賃金、価格のゼロ次同次関数であるならば、生産物均衡条件は、それによって何ら実質的な影響をうけず、したがってそこから決定される雇用量は一定となりうるのである。貨幣需要関数についても同じように考えれば、取引動機、予備的動機に基づく貨幣需要が、価格、賃金についてゼロ次同次であれば、貨幣需要額が一定となることは容易にわかる。したがって、それに対応する貨幣供給総額もまた一定<sup>(35)</sup>であれば、貨幣市場の需給の均衡条件には何ら影響は生じないことになる。

(34) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 260. (訳, p. 293.)

(35) このような議論が、ケインズ対ビグーの論争の到達点と密接に関係しているのはもちろんである。ただし、ゼロ次の同次性を、「賃金単位」と直結させた解釈は見当らないようである。なお、ケインズ対ビグーの論争については、安井琢磨、「雇傭理論をめぐる論争」(ケインズ研究会編、『ケインズ経済学研究』, 昭和24年)、熊谷尚夫『資本主義経済と雇傭』, 昭和32年、などを参照されたい。しかしながら、これらの文献の議論は、ここでの私の論の展開とは一致しない。安井教授の文献との対比でいえば、「貨幣需要量が……価格に関して一次の同次関数であること」(p. 171.

賃金単位でのモデルがこのような条件をみたしうるものであることは容易にわかる。したがって、賃金単位で測定された貨幣供給量  $M\omega$  が一定であれば、貨幣賃金率の下落は同率の価格下落をもたらすにすぎず、雇用量は不変のままとなる。しかしながら、貨幣単位のモデルでは、このゼロ次同次の性質はみたされない。賃金率の下落にとまらぬ価格の下落は、消費需要および生産額をとともに減少せしめるが、限界消費性向が1より小である以上、両者の減少分は等しくはなりえず、利子率したがって投資が不変であるかぎり、生産物市場の均衡は破れざるをえないのである。この場合において生産物市場の均衡条件が維持されるためには、投資需要の減少、したがって利子率の上昇がなければならない。この利子率の上昇は、投機的動機による貨幣需要を減少せしめるから、価格下落による  $L(Y)$  の減少とあいまって、貨幣供給量もまた減少しなければ、貨幣市場の均衡は維持されないことになる。すなわち、貨幣単位のモデルでは、貨幣賃金率の変化にもかかわらず、雇用水準が一定であるためには、利子率の上昇と貨幣供給量の減少とがなければならないのである。<sup>(36)</sup>

しからば、一方で  $Y\omega$ 、他方で  $Y$  が一義的に決定されるという違い、あるいはゼロ次同次の性質がみたされるか否かという違いは何に基づくのであろうか。いうまでもなく、それは行動方程式たる消費、投資、流動性選好の各関数の相違に依るのである。例えば、投資関数を  $I = I(i)$  とするか、 $I\omega = I\omega(i)$  とするかは、賃金単位を採用するかしないかという便宜上の問題ではない。それは投資主体の行動そのものの相違を意味するのである。すなわち、投資関数

傍点原文)が、ここでの議論と相違し、熊谷教授の文献との対比でいえば、 $\omega$  の変化に応じて「 $Y$  および  $i$  の均衡値はそれぞれある新しい水準に移動する」(P. 31) という教授の議論の基礎が、私見では、みたされないことになる。

(36) 数式からいえば、このことは(34)式で  $dN = 0$  とした

$$dM = \frac{L'I + Q'(1-C')}{I} \phi d\omega$$

とこれを(33)に代入してえられる

$$di = \frac{1-C'}{I} \phi d\omega$$

に対応する。 $d\omega$  の係数は前者では正、後者では負であることに注意。

を  $I = I(i)$  とすることは、名目額の投資水準が利子率の変化によってのみ変動することを意味するのに対し、それを  $I\omega = I\omega(i)$  とすることは、たんに利子率のみならず、貨幣賃金率の変化によってもまた、名目額の投資水準が変動することをしめしている。<sup>(37)</sup> これは、投資主体がどのような行動をとるかの相違、なかんずく貨幣賃金率の変動に対する反応のしかたの相違にほかならないのであって、そのことが貨幣賃金率の変動が雇用水準に与える影響についての議論に何らかのちがいをもたらすのは、ある意味では当然のことなのである。<sup>(38)</sup>

## 8

そこで問題は、ケインズ自身が、前記の二つのモデルの何れを考えていたかということになる。彼が賃金単位を分析の基礎としたことは明白だとしても、吟味しなければならないのは、消費関数、投資関数、流動性選好関数という行動方程式が、『一般理論』において一貫して賃金単位で説明されているか否かということである。この点を検討しておかなければならない。

まず消費関数についてみれば、ケインズが  $C = C(Y)$  ではなくて、 $C\omega = C\omega(Y\omega)$  を考えていたことは明白である。彼は、「賃金単位をもって測られた消費  $C\omega$  を、雇用水準  $N$  に対応する賃金単位をもって測られた所得  $Y\omega$  に関係づける関数」を考えることが「便利」であり、「したがってわれわれは消費性向とわれわれが呼ぶものを、賃金単位をもって測られた一定の所得水準  $Y\omega$  とその所得水準からの消費のための支出  $C\omega$  との間の関数関係として規定」<sup>(39)</sup> すると述

(37) 形式的にいえば、これは  $I = I(i)$  と  $I(i, \omega)$  との相違であるということができよう。

(38) なお付加的に説明しておけば、(28)、(29)の両式は、賃金単位で測定された投資が利子率に対して非弾力的であれば ( $I\omega' = 0$ )、たとえ利子率が変化したとしても、貨幣賃金の変動は雇用量に無関係であることをしめしている。これに反して(34)式は、投資が利子率に対して非弾力的である場合には、貨幣数量の動きにかかわらず雇用量は賃金率の変動にともない変化せざるをえないことをしめしている。この点は二つのモデルの質的相違をより明白にするものである。

(39) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 90. (訳, p. 104.)

べている。このことは、本来、必要なのは消費を雇用量と関係づけることであるが、雇用量は総供給関数がしめすように、賃金単位で測定された所得  $Y_w$  と対応しているが故に、 $Y_w$  を賃金単位で測定された消費水準  $C_w$  と関係づけることが便利であるということにはほかならない。

一見して明白なごとく、この説明は消費そのものが、マクロ的にみて、賃金単位で測定された所得水準の値によって、よりよく説明されるという行動を通じたものではない。そうではなくて、理論上の必要から賃金単位で測定された消費関数を用いているものと理解することができるのである。この点、若干の不充足さが無いとはいえぬにしても、ケインズ自身が、消費関数として  $C_w = C_w(Y_w)$  を考えていたことは明白である。

需要を構成するもう一方の要素たる投資についてはどうであろうか。消費需要が賃金単位で測定された以上、投資需要もまた賃金単位で測定されなければならない。何故なら、ケインズ自身が説くごとく、雇用を決定する一方の要因たる総需要は、「社会が消費のために費すであろうと期待される量と、社会が新投資<sup>(40)</sup>に向けるであろうと期待される量との総和」にはほかならないからである。

しかしながら単純に読むかぎり、ケインズの説明は、貨幣単位で評価された投資の決定に関してであって、賃金単位で測定された投資のそれではないように思われる。周知のように、彼は一定の資金の借入れに要する費用と、それを資本資産の購入に用いた場合の収益とを比較することによって投資需要を規定せんとしている。前者が市場利子率によって後者が資本の限界効率によってしめされることはいうまでもない。このような説明が、賃金単位で測定されたものではなく、貨幣単位そのもので表示された投資の決定に妥当するものであることは明白であろう。端的には、資本の限界効率を算出するための式が、すべて名目額の変数でしめされていることがこのことを明らかにしている。逆にいえば、資本の限界効率を、名目額の投資に乗じることによってのみ収益が算出されることになるからである。かくてケインズ自身も、「投資率は投資需要表

(40) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 29. (訳, p. 33.) 傍点引用者。



における資本一般の限界効率が市場利子率に等しくなる点まで推し進められるであろう」と述べるのである。<sup>(41)</sup>

変数が賃金単位ではなく貨幣単位そのもので表示されているということは、貨幣需要関数についてもそのまま妥当する。周知のように、ケインズは貨幣需要動機を、取引動機、予備的動機、投機的動機に分類し、前二者が「主として経済体系の一般的活動と貨幣所得の水準との結果として生ずる」ものであるのに対し、第三のものは、「利子率の漸次的な変化に対して連続的な反応を示す」<sup>(42)</sup>ものとしている。したがって「 $M$ を貨幣量とし」、<sup>(43)</sup>「取引動機ならびに予備的動機を満たすために保有される現金の量を  $M_1$  とし、投機的動機を満たすために保有される量を  $M_2$  として」、<sup>(44)</sup>「現金のこれら二つの区分に対応して、二つの流動性関数  $L_1$  および  $L_2$  を考えれば、 $M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(i)$  となる」というのである。

ケインズ自身のこの説明が、貨幣数量そのものの供給量  $M$  と、貨幣数量そのものに対する需要量  $M_1 + M_2$  とを問題としていることは明らかであって、ここでは賃金単位で測定された貨幣量は問題とされていない。このことは、例えば投機的動機に基づく貨幣需要が、基本的にはある資産額を現金で保有するか債券の形態で保有するか、一種の資産選択の問題として説明されていることと直接に結びついていることはいうまでもない。資産保有者＝金利生活者が、その資産選択に際し、賃金単位で測定された数量を問題とすることはあまりありそうにないからである。

以上の分析は、「賃金単位」に関するかぎりケインズの説明そのものが混乱していることをしめしている。彼の体系を構成する主要な三つの関数——消費関数、投資関数、貨幣需要関数——のうち、賃金単位で説明がなされているの

(41) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 136~137. (訳, p. 153.) 傍点引用者。

(42) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 136. (訳, p. 222.) 傍点引用者。

(43) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 168. (訳, p. 187.) 傍点引用者。

(44) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 199. (訳, p. 225.) 傍点引用者。



ものである。いくつかの行動方程式は、原則的には貨幣単位で説明されているにもかかわらず、貨幣賃金率の切下げは雇用量に影響を与えないとするものである。前述のように、この両者は両立し難いものであるが故に、その論理展開には飛躍ないしは誤謬が存在する。いまこのことを第二のタイプの代表的文献であると思われる『コンメンタール』<sup>(46)</sup>についてみておこう。

この書物では、ケインズ同様、行動方程式たる投資関数、流動性選好関数は、ともに貨幣単位で説明されている。<sup>(47)</sup> それにもかかわらず、これらの個々の方程式を集約し、一個の体系＝連立方程式体系をしめす場合は、それらが突如として賃金単位でしめされ、<sup>(48)</sup> したがって、「貨幣賃金の変化が雇用量を左右するのは、……貨幣賃金の変化が消費性向、資本の限界効率表、流動性選好表を変えることによるのみである」<sup>(49)</sup>と結論される。しかしながら、この変貌は唐突であるといわざるをえない。前述のように、賃金単位の行動方程式と貨幣単位のそれとの間には本質的な相違が存在するのであるから、論理的な展開が要求されるかぎり、この変貌には何らかの説明が付加されねばならない。しかしながら説明らしい説明をそこに見出すことはできない。しいて挙げるとすれば、変数のうち「与えられているものは、(1)貨幣当局によって与えられる貨幣数量  $M$ 、(2)賃金単位  $w$ 、の二つ。したがって、すべての変数は賃金単位のタームで表わされている」<sup>(50)</sup>という表現であろう。しかしながら、貨幣賃金率が外生変数であるということと、投資関数や流動性選好関数が賃金単位のタームでしめされるということとは、「したがって」というひとつの接続詞で結びつけることができるような性質のものではないのである。ここでは、ケインズの矛盾が矛盾と意識されないままのかたちで残されている。

同じことは、貨幣賃金率の切下げ効果について、往々にしてみられるつぎの

(46) 伊東、宮崎、前掲書。

(47) 伊東、宮崎、前掲書、第8、9講。

(48) 伊東、宮崎、前掲書、P. 240。

(49) 伊東、宮崎、前掲書、P. 245。

(50) 伊東、宮崎、前掲書、P. 240、傍点引用者。

ような説明についてもいうことができる。いま貨幣賃金率の切下げの結果、雇用量が增大したとする、そうすれば生産物もまた増大するから「限界消費性向が1であるか、あるいは所得の増加分と消費の増加分（との差）を埋めるだけ投資が増えるかのいずれかの場合でなければ生産物は売れ残る。したがって、貨幣賃金の低下は、それが消費性向を大きくするのか、投資の増加を誘うように資本の限界効率と貨幣利率を変化させるのでなければ雇用を増加させる効果はないことがわかる。<sup>(51)</sup>」

一見、いかにも正しいようにみえるこの説明も、体系が貨幣単位でしめされているかぎり誤りである。この説明は、貨幣賃金率の下落にもなる雇用の増加は所得の増加をもたらすのに対し、「他の事情にして等しいかぎり」賃金率の下落は需要＝消費＋投資を増大せしめないから、供給過剰となり、雇用は以前の水準におちつかざるをえない、というものである。しかしながら、体系が貨幣単位でしめされているかぎり、貨幣賃金率の下落は生産物  $X$  を増大させはするが、同時に価格  $p$  を下落させるが故に、供給額  $pX$  を一定に保ち、<sup>(52)</sup>したがって以前の需要水準のまま、より高い雇用水準を維持することを可能にするのである。この説明は価格の動きを無視したが故に、さらにいえば、総供給関数を抜きにして議論したが故に誤りにおちこんだのである。

さて、第一のタイプでは矛盾が表れず、第二のタイプでは矛盾が気づかれぬままであるのに対し、第三のタイプはこの矛盾を矛盾として意識し、それを何らかの方法によって解決しようとするものである。このタイプに属するものを見出すことは、しかしながら殆んど不可能である。僅かに新野、置塩両教授の『ケインズ経済学』を例外的な存在として挙げることができるにすぎない。もっともそこにおいても、矛盾はかならずしも明解なかたちで解決されていると

(51) 小泉明、宮沢健一編、『ケインズ一般理論研究Ⅱ』1970. P. 68, ただし( )の部分は原文にはなく、引用者が挿入したものである。

(52) 総供給関数の背後にある式を用いて容易に確認しうるように、 $dp = \frac{p}{\omega\phi'} d\omega, dY = 0$  である。

はいい難いようである。

この文献では、体系は一貫して賃金単位でしめされている。他方、行動方程式としての投資関数、流動性選好関数は、基本的にはケインズにしたがい貨幣単位で説明されている。そこで問題は貨幣単位表示のこれら関数を、どのようにして賃金単位のそれに転換せしめるかである。まず投資関数についていえば、つぎの文章がこの橋渡しの役割をはたしていると解釈することができよう。「ケインズは貨幣賃金率の切下げは将来一層の貨幣賃金の引下げをもたらすであろうと企業者に予想させる結果、新投資からの予想収益を悪化させると考える。その結果、ケインズは労働単位で測った新投資資需要は予想収益と利子率の関数である……<sup>(53)</sup>と考える。」

この文章はつぎのような意味であると解することができよう。名目額で表示された投資は、本来、利子率と予想収益のみではなく、貨幣賃金率の関数でもある。しかしながら、貨幣賃金率の切下げは予想収益を悪化せしめ、したがって金額表示の投資額を減少せしめる。そこで、この投資額の減少割合が貨幣賃金率のそれに等しいとするならば、賃金単位で測定された投資額は、貨幣賃金の変動にもかかわらず一定であると考えることができる。

このような説明にはいくつかの無理がみられる。例えば投資額が貨幣賃金率に関して一次同次であるとの想定などがそれであるが、特に貨幣賃金率の引下げは予想収益を悪化させることがありうると同様、「貨幣賃金の引下げが将来における貨幣賃金に比しての引下げであると期待されるならば、変化は投資にとって有利となる」<sup>(54)</sup>可能性のあることをケインズ自身が認めていることを指摘しておかなければならない。

他方、流動性選好関数についての説明はつぎのようである。ケインズは貨幣需要は国民所得水準と利子率の関数であると考えたのであるから、それは  $L = L(Y, i)$  という関数形でしめされる。ここで「利子率一定のもとでは、国民所

(53) 新野、置塩、前掲書、P. 100.

(54) J. M. Keynes, *op. cit.*, p. 263. (訳, p. 296.)

得の一定率の変化は、貨幣需要に同一率の変化を与える<sup>(55)</sup>ということ、換言すれば「貨幣需要が国民所得の一次の同次関数<sup>(56)</sup>」であることを仮定すれば、上記の関数は  $L\omega = L(Y\omega, i)$  と書きかえることができる。したがって、賃金単位で測定された貨幣需要は、賃金単位で測定された所得と利子率との関数となるのである。

このことは、具体的にいえば貨幣需要関数として  $L = aiY$  (ただし  $a$  は定数) というようなものが考えられねばならないということである。はたしてケインズ自身は、このように限定された流動性選好関数を考えていたのであろうか。すくなくとも私には、このような関数がケインズに忠実であるとは思われない。ケインズでは、貨幣に対する需要を、所得に依存する部分と利子率に依存する部分とに明確に区別し、 $L = L_1(Y) + L_2(i)$  としてしめたのであって、より一般的な  $L = L(Y, i)$  としてしめてはいないのである。したがって一次同次の仮定については、その妥当性を問う以前に、それを導入する余地が存在しないということになるのである。

『ケインズ経済学』の叙述は、それ自体、論理的一貫性を有し、矛盾を含むものではない。その点は矛盾を矛盾のまま放置する他の書物よりも秀れている。しかしながら、ケインズの『一般理論』のもつジレンマは、ここでも充分に解決されたとはいえない。むしろその解決が、もし可能だとすれば、いかにケインズのオリジナルな考えから乖離した説明を行動方程式に付さなければならぬかを、この書物はしめしているように思われる。

付 本稿は昭和47年度文部省科学研究費（課題番号733012）の援助を受けた研究の基礎となる部分である。

(55) 新野，置塩，前掲書，P. 102.

(56) 新野，置塩，前掲書，P. 117.

# シンガポール・マレーシアの 外国銀行業発達略史

游 仲 勲

## は じ め に

発展途上国経済がかつて植民地経済化する過程で、外国銀行業が果たした役割は大きい。しかし、その完全な分析のためには、外国銀行業がこれら発展途上国経済のなかで果たした役割だけでなく、その営業状況、これら諸国の通貨・金融制度全体、さらには植民地制度そのものなどにまで、さかのぼって見る必要があるだろう。

しかし、ここではそこまでさかのぼって考察するのではなく、そのための予備的考察として、シンガポール・マレーシアのケースを、主として外国銀行業の歴史的発展のみに焦点を限って、考察することを目的としている。外国銀行業の役割やら、その営業状況、さらには通貨・金融制度などといった諸問題の、たちいった考察については、他日を期したい。

なお、シンガポールと、マレーシアのうちの西マレーシアとは、歴史的には同一の政治・経済的領域内にふくまれる地域として発展してきた。そこでここでも、シンガポールとマレーシアとを一括して取上げたわけであるが、本稿ではこんにちのマレーシア連邦 (Federation of Malaysia) 成立以前の西マレーシアを、(旧) マラヤとか、(旧) マラヤ連邦 (Federation of Malaya) とかよぶことがある。「旧」の字に ( ) をつけたのは、「旧」の語をつけたら、つけなかったりするの意である。

なおまた、外国銀行業とはごく一般的には、外国に本拠をおく銀行業をさそうが、いうところの「外国」の範囲に注意すべきである。たとえば、シンガポ

ール・マレーシアのばあい、長期にわたってイギリスの植民地であったため、イギリス系諸銀行はこの地域外に本拠をおいたとしても、法的には「外国」に本拠をおいたということにはならないだろう。

しかし本稿でいうときの「外国」とは、上述のように外国資本主義、とりわけ19世紀末以降の帝国主義が、発展途上国を植民地化する過程で大きな役割を果たしたところの「外国」、帝国主義諸国をさす<sup>(1)</sup>。シンガポール・マレーシアのばあい、これら帝国主義諸国とは、イギリス、オランダ、アメリカ、フランスなどの欧米先進資本主義諸国と日本、とりわけ長期にわたってイギリスの植民地支配下にあった地域としてイギリスをさす。

したがって、ここで外国銀行業とは、先進資本主義諸国銀行業、あるいは日本をふくめることとして欧米系銀行業とってよいかもしいない。本稿でも欧米系銀行業という用語を使用することがあるが、これは上の意味においての外国銀行業のことである。

なお、法的に厳密にいうとすれば、外国銀行とは外国で登記され、外国に本店をもち、非居住者によって所有されるもの、ということになるだろうが、たとえ現地に本店をもつとしても、資本関係、トップ・マネージメント、その他からして、外国銀行とみなされるものをふくめてもよからう。しかし、シンガポール・マレーシアに限っては、後者のものはない。

以上のため、本稿ではたとえば中国銀行業の、この地域への発展などは取上げられない。いうまでもなく、この地域で発達をとげた華僑銀行業も、現地銀行業の一部として、本稿の対象外におかれる。

---

(1) これに関連して、「外国資本」という概念もきわめてあいまいであることを指摘しておく必要がある。われわれは、これら発展途上国経済を事実上支配するもの、少なくともその一つの要素が外国資本である、というときの外国資本の用語法に注意すべきである。

その一つの吟味として、拙稿「華僑資本額について(1)」、『アジア経済』、7巻1号、1966年1月、38～40ページ、(注4)、拙著『華僑経済の研究』、アジア経済研究所、1969年、134ページ、注(1)、など参照。



## I シンガポール・マレーシア略史

上述のように、シンガポール・マレーシアの通貨・金融制度、さらには独立の過程などのたちいった考察については、別の機会にゆずりたいが、ただ戦後の法的独立はきわめて複雑な過程をたどったので、通貨・金融制度をも念頭におきながら、ここで簡単にこの地域の歴史を示しておいたほうがよいだろう。

この地域では今世紀初頭以降、海峡（植民地）ドル（Straits Settlements dollar）が使われてきた。戦前はイギリスによって設立された海峡植民地通貨委員会（Straits Settlements Currency Committee）によって、戦後は1950年にマラヤ、シンガポール、ブルネイ3地域が結んだ通貨協定にもとづいて設立されたマラヤ・英領ボルネオ通貨委員会（Board of Currency Commissioners, Malaya/British Borneo）によって、発行された。

1957年、マラヤ連邦（Federation of Malaya）が独立し、1959年にはシンガポールが独立した。1959年1月、唯一の発券銀行たるマラヤ中央銀行（Bank Negara Tanah Malaya=Central Bank of the Federation of Malaya）が成立した。1963年、マラヤ連邦、シンガポール、サバ、サラワクの各地域を統合するマレーシア連邦（Federation of Malaysia）が成立した。マラヤ連邦はこれ以後西マレーシア、サバとサラワクは東マレーシアとよばれる。マレーシア中央銀行（Bank Negara Malaysia）も成立した。

1965年8月、シンガポールがマレーシア連邦から脱退し、1967年6月マレーシア、シンガポール、ブルネイ3国は、従来の共通通貨マラヤ・ドル（海峡ドル）を廃止して、各国ごとにそれぞれ独自の通貨、マレーシア・ドル、シンガポール・ドル、ブルネイ・ドルを発行することとなった。

シンガポールでは中央銀行ではなく、シンガポール通貨委員会（Board of Commissioners of Currency, Singapore）がこれを発行した。中央銀行によらなかったのは、(1)国の規模が小さいこと、(2)中央銀行設立にともなう費用（財政支出）の節約、(3)多くの発展途上国で中央銀行は政府の財政赤字補填の

機関となっているが、シンガポールでは通貨価値の安定が必要とされていること、などのためであるといわれる。<sup>(2)</sup>

## Ⅱ 銀行業発達の時期区分

リム・チョングヤー (Lim Chong Yah) は、シンガポール・マレーシアにおける銀行業全体の発達の歴史を、1962年までであるが、つぎの3期に区分している。(1)第1期(1840～1900年)、(2)第2期(1900～1950年)、(3)第3期(1950～1962年)。

この区分の基準については、なにものべられていないが——リム自身はつぎのようにいうだけである。「この区分はかなり恣意的であり、マラヤ銀行業の成長に関して入手可能な情報の性格によって左右される」と——、ほぼつぎのようである。第1期は欧米系銀行業の進出・発達の時期であり、第2期は現地銀行業、といっても華僑系銀行業の形成・発達の時期である。第3期はなんの時期か不明である。

しかしリムによれば、欧米系銀行業進出の最初の年は、Oriental Bank のシンガポール支店が開設された1846年であり、なぜ第1期を1840年からとしたのか明らかでない。また、現地華僑系銀行設立の最初の年は1903年であり、なぜ第2期を1900年としたのか明らかでない。さらに、第3期は中央銀行をふくむマレー人銀行業形成・発達の時期であるとしても、その最初の年は1947年であり、なぜ第3期を1950年としたのか明らかでない。<sup>(3)</sup>

したがって、われわれとしては、(1)シンガポール・マレーシア銀行業形成の、いわば前史(欧米系銀行業進出までの1840年以前。1840年とするのは後述参照)、(2)第1期(1840年～20世紀初頭)、(3)第2期(20世紀初頭～第2次大戦)、(4)第3期(戦後～1958年)、(5)第4期(中央銀行成立の1959年～)の、

(2) 正井正夫『東南アジア経済論』、東洋経済新報社、1968年、144ページ。

(3) Cf. Lim Chong Yah, *Economic Development of Modern Malaya*, Oxford Univ. Press, 1967, Ch. 8.

五つの時期に区分するのが便利だと考える。

なお、すでに19世紀後半から、郵便貯蓄銀行 (Post Office Savings Bank) がこの地域で発達してきているが、これをいうところの「銀行」にふくめてよいかには問題があるので、ここではいわゆる 商業銀行 (Commercial Banks) だけを取上げ、郵便貯蓄銀行は除外している<sup>(4)</sup>。

以下、欧米系銀行業、外国銀行業の発達も、上の順序でみてゆくこととする。

### Ⅲ 前 史 (1840年以前)

シンガポール・マレーシアで欧米系諸銀行が営業を開始するまでは、欧米系の商館 (merchant houses) が銀行業者として機能していた。商業資本が外国資本主義進出の先兵であった以上、欧米系諸銀行がこの地域で営業を開始しようとするとき、まず最初にこの地域に進出していた商館を、その代理人 (agents) として任命したのは当然であった。

たとえば、1830年には、Guthries がロンドンのマーチャント・バンカー Coutts and Company のシンガポール代表 (representatives) となった。また、数十年遅れてではあるが、Bousteads が Hong-kong and Shanghai Banking Coporation の代表に任せられた<sup>(5)</sup>。

1833年2月、資本金40万ドルの Singapore Bank が、この地域最初の銀行として設立が計画されたが、実現されないままに終わった。1835年8月、資本金

(4) 郵便貯蓄銀行については、満鉄東亜経済調査局編『英領マレー篇』(南洋叢書第3巻、1938年)、273～277ページ、川田富久雄「マラヤ連邦及びシンガポールの通貨金融制度」(高垣寅次郎監修、大蔵省銀行局金融制度調査室編『東南アジアの金融制度』、大蔵財務協会、1958年、所収)、817ページ、V. Kanapathy, *The Malaysian Economy; Problems and Prospects*, Donald Moore for Asia Pacific Press Singapore, 1970, p. 165 and Statistical Appendix, Table 1, など参照。

(5) G. C. Allen and Audrey G. Donnithorne, *Western Enterprise in Indonesia and Malaya*, George Allen & Unwin Ltd., 1957, p. 201.

20万ポンドの *Singapore and Ceylon Bank* をシンガポールに設立する計画が発表されたが、これも実現されないままに終わった。<sup>(6)</sup>

#### Ⅳ 第1期(1840年～20世紀初頭)——(1)

シンガポール・マレーシア最初の欧米系銀行は、バックリー (C. B. Buckley) によれば、1840年12月1日営業開始の *Union Bank of Calcutta* のシンガポール支店である。これは同行代理人の A. G. Paterson が開設したものである。<sup>(7)</sup>

最初期の商館にたよった時期をすぎた19世紀中葉までには、海外におけるイギリス系商業企業の発達にともない、海外で活動するいくつかのイギリス特許銀行が形成された。その最初のもは、アレンおよびドニソーン (G. C. Allen and A. G. Donnithorne)によれば、すでに1842年にインドのボンベイで *Bank of West India* として設立されていた *Oriental Bank Corporation* である。

(6) Charles Burton Buckley, *An Anecdotal History of Old Times in Singapore 1819~1867*, 1902——ここでは、Univ. of Malaya Press, 1965 による。pp. 226~227, 274.

(7) Buckley, *op. cit.*, p. 351.

ただ、同行について触れている文献は、本稿作成にあたって筆者がみた資料に関するかぎり、バックリーのものを除くと、日本の研究、たとえば満鉄東亜経済調査局編、前出『英領マレー篇』、270ページ(『南洋協会雑誌』、15巻4号によるという。未見)、同局編『英領馬來・緬甸及濠洲に於ける華僑』(南洋華僑叢書第5巻、1941年)、276ページ(『南洋協会新嘉坡商品陳列所所報』、440号によるという。未見)、などだけである。同じ日本の研究でも、たとえば川田富久雄教授のそれでは、アレンおよびドニソーンにしたがって、この銀行には触れておられない(川田教授、前掲論文、とくに802ページをみよ)。

前出 *Singapore Bank* および *Singapore and Ceylon Bank* についても、バックリー以外同上の日本の2研究がふれているだけであることからすれば、これらの2研究はバックリーのそれを利用したのかもしれない。しかし逆に、他の研究がこのバックリーの研究を、なぜ利用しなかったのかは不明である。

なお、リムが第1期を1840年からとしていることは、すでに第Ⅱ節でのべた。もっとも、かれによっても、最初の欧米系銀行は後述の、1846年の *Oriental Bank* シンガポール支店とされているのだが。

同行はイギリス東インド会社の反対を押し切って、1851年に特許状を受けた。<sup>(8)</sup>

同行はその5年前、すでに1846年にシンガポールに支店を開設しており、同年5月1日から営業を開始している。当時、同行はカルカッタ、セイロン、香港にも支店を有した。<sup>(9)</sup>1849年5月、シンガポール最初の銀行券（5ドルと100ドル）が、同行から発行された。営業成績はきわめて好調であったが、1884年に配当の支払いを停止した。<sup>(10)</sup>

以後、多くの銀行がこれになった。たとえば、Chartered Mercantile Bank of India, London and Chinaは、1853年にボンベイで設立され、1858年に特許状を受けている。それ以前1855年にはシンガポールで、特許状獲得後の1859年にはペナンで、営業を開始した。

同じく1853年には、Chartered Bank of India, Australia and Chinaがロンドンで設立されている。同行は一定の銀準備をもとにして、支店が銀行券を発行することを許された。1859年にはシンガポールで営業を開始した。もともと、最初は銀行券の発行権をもたない代理人であったが、1861年に発行権をもつ支店となった。ペナンでは最初商館が代表となっていたが、1875年に自身の営業所を開設した。<sup>(11)</sup>

こうして、1840年から1901年までのあいだに、九つの欧米系諸銀行の支店がシンガポールに開設された。7行がイギリス系、2行がオランダ系であった。すなわち、前出の Union Bank of Calcutta (1840年)、Oriental Bank

(8) Allen and Donnithorne, *op. cit.*, p. 201.

(9) Buckley, *op. cit.*, pp. 451~452. ちなみに、同年4月21日、同行がシンガポール支店の営業内容を記してくばった支店開設予告文も、同個所に収録されている。

なお、同行はバックリーでは Oriental Bank として出てくることが多いが (*Ibid.*, pp. 451~452, 499, 506, 702, 711. 同上の予告文でも Oriental Bank として出ている)、1857年2月にカルカッタに送られた一請願書のなかには、Oriental Banking Corporation とある (*Ibid.*, p. 647)。後者が正式の名称であろう。あるいは途中で名称を変更したのか。アレンおよびドニソーンでは、Oriental Bank Corporation として出てくる (Allen and Donnithorne, *op. cit.*, p. 201)。

(10) Buckley, *op. cit.*, pp. 506, 702.

(11) Allen and Donnithorne, *op. cit.*, pp. 201~202.

(1846年), Chartered Mercantile Bank of India, London and China (1855年), Chartered Bank of India, Australia and China (1859年。支店は1861年)のほか, Asiatic Banking Corporation (1860年前半), Commercial Bank of India (同上), Hongkong and Shanghai Banking Corporation (1877年。もっともそれ以前長期にわたって代表を有した), *Nederlandse Handel Maatschappij* (N. H. M.。1883年。それ以前は代理人をおいていた), N. I. Handelsbank (1901年)<sup>(12)</sup>。

このほか, とともにオランダ系の Rotterdam Bank が1860年代に, Escompto がもっとのちに, シンガポールの商業企業をその代表とした。オランダ系諸銀行は主として対インドネシア貿易金融に従事した。今世紀初頭には, アメリカの National City Bank of New York も営業を開始した。<sup>(13)</sup>

これらはのちに, 旧マラヤにも支店網を広げるにいたるが, 最初はペナンに支店を設けている。たとえば, 上述のように, Chartered Mercantile Bank は1859年に, Chartered Bank は1875年に, また, Hongkong and Shanghai Bank は1884年, N. H. M. は1888年(代理人)。このうち, Chartered Bank は1888年(1884年ともいう)には, クアラ・ Lumpur とタイピンにも代理店を設け, 19世紀末までではシンガポールとペナン以外で営業をおこなう唯一の銀行となった。クアラ・ Lumpur とタイピンは, 旧マラヤで最も重要な二つのスズ産出地帯であった。<sup>(14)</sup>

(12) Allen and Donnithorne, *Ibid.*, p. 202; Lim, *op. cit.*, p. 231.

なお, Hongkong and Shanghai Bank のシンガポール支店開設は, リムによれば1884年というが, 同年には同行はペナンに支店を設けている (Allen and Donnithorne, *op. cit.*, p. 202)。

(13) *Ibid.*

(14) Lim, *op. cit.*, p. 231.

なお, リムは Chartered Bank が1884年にクアラ・ Lumpur とタイピンに, 第3, 第4の事務所 (office) を開設したというが, 第1, 第2のシンガポール, ペナンは支店とされていることからすれば, クアラ・ Lumpur, タイピンもともに支店ということになるかもしれないが, ここではアレンおよびドニソーンにしたがって, 1888年, 代理人とした (Allen and Donnithorne, *op. cit.*, p. 203)。

これら諸銀行は最初銀行券を発行した。たとえば、先述のように **Oriental Bank** は1849年に、**Chartered Bank** は1861年に、また、**Chartered Mercantile Bank** も1861年、**Asiatic Bank** は1865年、**Hongkong and Shanghai Bank** は1881年。しかし、今世紀に入って政府紙幣が発行されるとともに、これら諸銀行は発券を中止した。たとえば、**Chartered Bank** は1904年、**Hongkong and Shanghai Bank** は1908年。<sup>(15)</sup>

以上、第1期の状況を、リムにしたがって一言でいうとすれば、商業中心地としてのシンガポールとペナンの2島の開発が、欧米系銀行業の進出・発展をうながしたが、イギリスの勢力が内陸のマレー連邦諸州 (**Federated Malay States=F. M. S.**) に浸透し、ペラクとセラングールでスズ業が盛んとなるにおよんで、クアラ・ルンブールとタイピンにも欧米系銀行業が進出するにいたった、<sup>(16)</sup> ということができるだろう。

しかし、多くの諸国でパイオニア的な役割を果たした最初期の銀行業の状況と同様に、取り付けをふくむ銀行の破産がシンガポール・マレーシアでも多くみられた。とくに自由競争段階にあって、過度の競争が貸付利率、したがってまた利潤率の低下を招き、19世紀最後の数十年間には繰り返し金融危機に見舞われた。

すなわち、1884年には前述のように、シンガポール・マレーシア最初期の欧米系銀行のうちの一つ、エステート農業に深い関係を有した **Oriental Bank Corporation** が、セイロンのコーヒー恐慌の過程で清算を余儀なくされた。のちに、**New Oriental Bank Corporation** として再建されたが、銀価の低落によって大損害を受け、1892年に閉鎖された。<sup>(17)</sup>

1886年には **Asiatic Banking Corporation** と **Commercial Bank of India** の2行が閉鎖された。<sup>(18)</sup> 1892年には **Chartered Mercantile Bank** がその資本

(15) Lim, *op. cit.*, pp. 221~223.

(16) *Ibid.*, p. 232.

(17) *Ibid.*, p. 232; Allen and Donnithorne, *op. cit.*, pp.202~203.

(18) Lim, *op. cit.*, p. 232.

金を半減することを余儀なくされ、政府の勧告を受けた。特許状も譲渡し、これ以後 **Mercantile Bank of India** として知られるようになった。

オランダ系銀行業のばあいも同様であった。**Rotterdam Bank** は1869年に東南アジアでの営業を断念し、**Escompto** も1890年にシンガポールから撤退した。後者は1905年にペナンで再進出が企てられたが、1909年にはペナン代理店も閉鎖された。<sup>(19)</sup>

## V 第 1 期——(2)

イギリス銀行業の伝統にしたがって、イギリス系諸銀行のほとんどが当時、そしてかなりの程度までこんにちでも、保守的な、慎重な営業方針をとって、貿易金融にたいする見返り抵当つき短期信用を供与するだけにすぎず、他の分野の企業にたいしては運転資金を供給するだけであった。内陸諸支店はスズ・ゴム業金融に積極的であったとはいえ、長期信用は一般に銀行によっては供与されず、株式発行によって直接ロンドン資本市場から調達されるか、もしくはシンガポール・マレーシアのイギリス系企業の利潤から調達された。

したがって、当時、またこんにちでもそうなのだが、外国為替取引がこれら諸銀行のおもな営業分野であり、シンガポール・マレーシアの銀行はその性格上外国為替銀行に属した。その多くがマラヤ外国為替銀行協会の会員であった。1959年の中央銀行の成立とともに、マラヤ連邦の会員はマラヤ連邦外国為替銀行協会を結成した。<sup>(20)</sup> もっとも、既述のように今世紀初頭まで、それらは銀行券を発行していたが。

この点はオランダから資本を調達して、インドネシアのプランテーションに供給したインドネシアの **cultuurbanken** とは、まったく対照的である。<sup>(21)</sup>

(19) Allen and Donnithorne, *op. cit.*, p. 203.

(20) Lim, *op. cit.*, p. 232.

(21) Allen and Donnithorne, *op. cit.*, p. 203.



もっとも、しだいに工業化のための比較的長期の資金を供給しはじめたことも否定できない。たとえば、シンガポールの例では、製造業に進出した外国企業についての調査結果（1966年）によれば、借入れ、当座貸越しなどの形で融資を受けるのは比較的容易だという報告が、アメリカ、オーストラリア、台湾などからの進出企業によってなされている。事実、商業銀行の製造業への融資額は、1963年末の13%（全融資額の）から、1966年の18%へと増加している。

このため同調査報告書は、シンガポールへの外国投資家が現地資本を商業から製造業に移動させるのに貢献し、伝統的に短期貸付、商業貸付をつねとしてきた銀行業が、製造業者への比較的長期の当座貸越しになじみはじめたと結論している。<sup>(22)</sup> 欧米系銀行業でも同様だろう。むしろ、外国企業への融資であることからすれば、欧米系銀行業にこの傾向が強いかもしれない。

これら欧米系諸銀行の取引の多くが、最初から直接・間接アジア人の顧客とのあいだでおこなわれた。ここでは、(1)インド人高利貸のチェティア (Chettiar) ないしチェッティ (Chetty) と、(2)華僑の買弁 (Compradore) が重要な役割を果たした。

まず(1)について。チェティアとは、元来インドのマイソール州およびマドラス州の北部における商人階級の名称であったが、多年シンガポール、ペナン、ラングーンその他の海外各地に渡航して、主として高利貸業に従事するものが多かったので、チェティアといえばインド人高利貸をさすようになったのである。<sup>(23)</sup>

専業は高利貸業であるが、外国為替の売買を兼業するものもあり、組織は個人経営もしくは組合組織といわれる。もちろん、チェティアの顧客は中規模以下の業者がおもであるが、初期には華僑業者のほとんど全部がチェティアと金融関係があったといっても過言ではなかった。もっとも、華僑銀行業の発達に

(22) Helen Hughes and You Poh Seng ed., *Foreign Investment and Industrialization in Singapore*, The Univ. of Wisconsin Press, 1969, pp. 75, 146, 173, 191~192.

(23) 満鉄東亞経済調査局編、前出『英領マレー篇』、277ページ。

ともなって、その勢力はしだいに減退しはじめたが<sup>(24)</sup>。

アレンおよびドニソーンによれば、かれらは正直さと事務能力のゆえに高い名声を博し——といっても、カナパシー (V. Kanapathy) もいうように、顧客にたいしてシャイロック流の「1ポンドの肉」的な、がめつい態度をとったことでも有名であるが——、小規模華僑・インド人商人に信用を供与できるかどうかについての、欧米人が対抗することのできない知識を有した。したがって、かれらは欧米系諸銀行の資本がアジア人経済に流入するための、媒介通路としての役割を果たしたという<sup>(25)</sup>。

小規模アジア人商人・手工業者・スズ採掘業者は、その産物、不動産、有価証券などを担保として、もしくは約束手形で、その信用のほとんどをチェティアから受けた。チェティアはこれらの担保を再抵当とした当座貸越しによって、または約束手形を割引いてもらうかすることによって、その資本を外国系諸銀行からえた<sup>(26)</sup>。

すなわち、チェティアの貸付資本は最初、かれらが本国から渡来したときに持参した資金を基礎としたが、のちには欧米系諸銀行からの貸付資本に頼ることとなったのである<sup>(27)</sup>。こうして欧米系諸銀行は、その収入の相当部分をこの種の事業でえた。

19世紀中、わずかにきわめて大きな華僑商人だけが、欧米系諸銀行に直接口座を有した。これら諸銀行は送金業者（華僑）によって妨害されたとはいえ、中国への華僑送金業務のほとんどを取り扱った。20世紀に入ると、華僑口座数は激増した<sup>(28)</sup>。

第2次大戦後、チェティアの地位はいっそう低下した。それは戦後、この地域において急速に銀行業（欧米系・華僑系ともに）が発達し、前期的な高利貸

(24) Kanapathy, *op. cit.*, p. 165.

(25) Allen and Donnithorne, *op. cit.*, p. 205.

(26) *Ibid.* および前出『英領マレー篇』, 277~278ページ。

(27) 同上『英領マレー篇』, 278ページ。

(28) Allen and Donnithorne, *op. cit.*, p. 205.

資本を排除して、直接顧客に金融をおこなう傾向が強まったことや、とりわけチェティアがインドに引揚げたことなどによる。インドに移住したチェティアは多くのばあい、その伝統的な金融慣行から転換して、産業金融に向かっているという。<sup>(29)</sup>

以上から明らかなように、また、華僑高利貸資本について別の機会にも指摘したように<sup>(30)</sup>、インド人高利貸資本や華僑高利貸資本による現地人民（華僑やインド人だけでなく、マレー人をもふくむ）搾取・収奪分のかなりの部分が、究極的には外国銀行によって吸い上げられたのであって、われわれは近代的とみられる外国銀行業が、実は前近代的な搾取・収奪に基礎をおいていたことを見落としてはならない。

したがって、これら現地の勤労人民が当面の、直接の搾取・収奪者としてのインド人高利貸資本や華僑高利貸資本を支配者とみなし、これを打倒の対象としたことは、まったく正しいとしても、それはつぎのような意味あいにおいてのみである。

すなわち、これら高利貸資本は支配者ではあっても、いわば低位のそれであり、究極の、あるいは実際の、上部にあって現地勤労人民には直接姿を現わさず、これと対立しないかみえる外国銀行こそが、金融的にこれら現地勤労人民を搾取・収奪する究極の、実際の、最高位の支配者であった。高利貸資本はこの最高の支配者の支配を、最末端において執行する、いわば手先にしかすぎない。

つぎに、(2)の買弁について。欧米系諸銀行は歴史的にその業務の多くを買弁を通しておこなってきた。シンガポールの金融業界では、買弁は中国の条約港における重要な地位にも匹敵すべき地位をしめた。その仕事は華僑顧客の保証、現金部の管理をふくんだ。また通常、華僑職員の募集について相談を受けた。買弁に任命されると、担保を積むのが普通であり、かれらはその収入を手

(29) Kanapathy, *op. cit.*, p. 166.

(30) 前出拙著『華僑経済の研究』, 343ページ。

数料の形で得た。買弁はこんにちにいたるまで、イギリス系の銀行でこの機能をつづけている。

しかも、インドネシアではオランダ系の諸銀行は、買弁を利用したことはないというのに、たとえば N. H. M. までもが、シンガポール支店ではイギリス系諸銀行の例にならって、買弁をおいている。若干の銀行では、買弁は世襲制のようであり、たとえばシンガポールの **Mercantile Bank** では、1885年から1951年現在まで、同一家族の4人が世襲<sup>(31)</sup>した。

## VI 第2期（20世紀初頭～第2次大戦）

第1期の特色は、外国銀行がシンガポール・マレーシアで操業を開始したことにあるが、第2期の特色は現地の銀行（この地域のばあい、現地に本店をもち、現地の居住者によって所有されるもの）が操業を開始し、発達をとげたことである。

もっとも当時、現地の銀行といっても、その全部が現地華僑資本によって創設され、所有され、運営された。したがって、この時期の現地銀行業の発達をみることは、華僑銀行業の発達をみることになる。しかし、華僑銀行業の発達については、別の機会に稿をおこすことにして、ここではこの時期の外国銀行業のいっそうの発達をみよう。

さて、この時期に入っても、欧米系銀行業は急速な発達をみせた。華僑銀行業の形成・発達によっても、急増する銀行業務にたいする需要を満たしえず、欧米系銀行の数およびその業務がひきつづき拡大したのである。華僑系諸銀行が欧米系諸銀行の華僑顧客をすべて吸収するということはなかった。それどこ

(31) Allen and Donnithorne, *op. cit.*, p. 205.

なお、買弁制度そのものは、銀行業だけでなく、その他の多くの分野で、また、日本をふくむアジア諸国、とくに旧中国で、広くみられた。たとえば、沙為楷『中国之買辦制』、商務印書館、上海、1926年、根岸信『買辦制度の研究』、日本図書株式会社、1948年、Yeng-P'ing Hao, *The Comprador in Nineteenth Century China: Bridge between East and West*, Harvard Univ. Press., 1970, など参照。

ろか、小規模華僑商人は条件が悪いため、華僑系諸銀行に向ったが、華僑大企業はより低利の欧米系諸銀行を好んだ。<sup>(32)</sup>

こうして、とくに旧マラヤでゴム業が急速に発達するとともに、欧米系銀行業はいっそう内陸各地へと進出するにいたった。ここでも **Chartered, Hongkong and Shanghai, Mercantile** 3行の勢力拡張がめざましかった。たとえば、ケランタンがイギリスの保護領となって2年あとの1911年に、**Mercantile Bank** は東北マラヤへの進出を開始した。同年、コタ・バルに営業所が設けられ、のちにはパハンとトレンガヌにも支店が設けられた。

さらに、第1次大戦後、ロンドンの諸銀行が新銀行を設立して、進出しはじめた。とくに重要なのは、つぎの2行である。1920年の **P. and O. Banking Corporation** と、1928年の **Eastern Bank**。前者は著名なイギリスの船会社 **P. and O. Steam Navigation Company** と、イギリスの5大銀行のうちの3行、**Lloyds, National Provincial, Westminster** の後援のもとに設立された。インド、中国のほか、シンガポールにも支店を設けた。しかし、他行との競争が激しく、1927年には **Chartered Bank** が大株主となり、1938年には同行が単一の所有主となったが、1939年に清算・解散された。

これに反して、後者の **Eastern Bank** はシンガポール・マレーシアに確固たる地盤をきずき、1928年にシンガポールに支店を開設した。1950年現在では、シンガポール、ペナン、クアラ・ルンブール、バターワースに支店を有した。もっとも、1964年には同行も **Chartered Bank** の子会社となったが。

この時期には、非イギリス系外国銀行の多くが、シンガポール・マレーシアに支店を設けている。**Banque de L'Indo-Chine**(フランス)、**National City Bank of New York**(アメリカ、前出)が進出し、中国銀行もシンガポールとペナンに支店を開設した。<sup>(33)</sup>

(32) Allen and Donnithorne, *op. cit.*, p. 206.

(33) 以上, *Ibid.*, p. 203; Lim, *op. cit.*, pp. 236~237.

## VII 第3期（戦後～1958年）

この時期には、マレー人銀行業も形成されはじめるにいたるが、同時に多くのアジア諸国銀行が、シンガポール・マレーシアに支店を設けた時期でもあった。1950年末から1958年末までのあいだに、シンガポールの銀行数は21行から30行に増加し、旧マラヤのそれは13行から20行に増加した。このうちアジア諸国の銀行については、旧マラヤでは日本の東京銀行、インドの *Bank of India Ltd.*、インドネシアの *Bank Negara Indonesia*、タイの *Bangkok Bank Ltd.* などが支店を設けた<sup>(34)</sup>。もっとも、このうち日本については、すでに戦前に横浜正金銀行、台湾銀行、華南銀行（台北）などが、シンガポールに進出して<sup>(35)</sup>いたが。

戦後、シンガポール・マレーシアでも資本が不足し、大商業代理店ですらが自己金融ではその資本を賄うことはできなかった。このため、銀行貸付にたいする需要が急増した。とくに、朝鮮戦争にはじまる1951年のゴム景気のさいには、銀行信用が急増した。たとえば当時、イギリス系の1銀行はゴム貿易に従来する1企業に、3,000万海峽ドルにのぼる6カ月払いの当座貸越しをおこな<sup>(36)</sup>っている。

しかし、農園や工場の復興などへの長期貸付では、銀行は依然として貸ししづかった。このため、設備復興用資本の不足は一部国家資本、政府の戦災補償金によって埋められた。また、戦前では政府は農業や工業にはほとんど資本を供給せず、インドネシアのばあいのように、産業投資基金を設けることもなかったが、戦後は復興促進のための重要な計画を導入した。この計画のもとでは、政府が銀行の復興貸付けを保証した。これらの貸付けは、*Chartered, Mercantile, Hongkong and Shanghai* の3行を通じて、農園、鉱山に低利でなされ

(34) Lim, *op. cit.*, p. 238.

(35) 満鉄東亜経済調査局編、前出『英領マレー篇』、272ページ。

(36) Allen and Donnithorne, *op. cit.*, p. 207.

た。貸付額は数千海峡ドルから500万海峡ドル近くのものまであり、多くが長期にわたった。

また、**Hongkong and Shanghai Bank** の協力を得て、イギリスの植民地開発公社 (**Colonial Development Corporation**) とマラヤ連邦政府は、連邦・植民地建築協会 (**Federal and Colonial Building Society**) を後援した。**Hongkong and Shanghai Bank** は協会に2,000万海峡ドルの貸付けをおこない、同行のシンガポール支店長が協会の会長に任命された。

こうして、外国為替・商業専門銀行が開発金融に乗り出した。1955年には **Chartered Bank** も、南アジア、東南アジアの開発計画に金融をおこなうべく、全額出資の子会社 **Chartered Bank of India Development Corporation** を設立した。シンガポール・マレーシアがそのおもな活動分野となる予定であった。

とくに、新中国成立後、中国で欧米系銀行業が活躍する基礎が失なわれたため、以前同国で用いられた欧米系諸銀行の資本が東南アジア諸国に向けられた。これは主要な活躍の舞台を中国に有していた **Hongkong and Shanghai Bank** のばあいに、とくに顕著であった。シンガポール・マレーシアが急速に復興したことは、これら新しい資本への需要が多いことを意味した。いくつかの銀行は新しい支店を開設した。

アレンおよびドニソーンによれば、このような戦後における銀行業務の拡大は、一部シンガポール・マレーシアにおける銀行慣習の普及によるものであり、また一部は、信用状の発行を必要とする華僑輸入業が発達したことによる。欧米系・華僑系銀行業がともにこの傾向によって利益を受けた。もっとも、新中国の成立によって、中国への華僑送金業務は減少し、残るものもほとんどすべて中国の官営諸銀行の支店によっておこなわれているという。

戦争は欧米系諸銀行のスタッフにも大きな変化をもたらした。1940年以前では、華僑その他のアジア人がシンガポールのイギリス・オランダ系銀行で、高級職員に雇用されることはなかった。もっとも、買弁もいかなれば高級職員で

あるかもしれず、現地勤務の欧米系職員よりも、手数料という形で高額の所得を受けていたが、これは厳密には職員というよりも、一種の請負業者というべきだろう。

しかし戦後は、欧米系諸銀行はアジア人を高級職員に採用しはじめた。たとえば、オランダ系の N. H. M. シンガポール支店には、戦前では一人も華僑の高級職員はいなかったが、1952年には2人いた。長年にわたってアジア人の職員を雇用してきたアメリカ系の National City Bank of New York も、戦後華僑の支店次長を有した。Chartered Bank もアジア人を高級職員に採用しはじめ、1954年にはそれまで欧米人に限られていた経理部次長にアジア人を採用することに決定した。これらの Chartered Bank のアジア人高級職員は、イングランドの職員養成機関で訓練を受けた。<sup>(37)</sup>

しかし戦後も、欧米系銀行業の勢力は衰えていない。たとえば、1950年までには、シンガポールの21の銀行中7行だけが現地銀行であり、残りの14行が外国銀行であった。同様に、同年にマラヤ連邦で営業する13の銀行の大部分が外国銀行であった。<sup>(38)</sup>

とくに、多年にわたって多くの危機を切り抜けてきたイギリス系3大銀行、Chartered, Hongkong and Shanghai, Mercantile の各銀行が、イギリス領植民地であったことも反映して、ほぼ最初から勢力をのぼしつつ、こんにちシンガポール・マレーシアで最大、かつ最重要の民間銀行となっている。1957年現在で、Chartered Bank はシンガポール、ベナン、クアラ・ルンブール、タイピンのほか、アロール・スター、バターワース、イポー、クラン、ペタリンジャヤ、ポート・スウェッテナム、セレンバン、シティアワンの8カ所に支店を有する。

Hongkong and Shanghai Bank はシンガポール、ベナンのほか、クアラ・ルンブール、キャメロン・ハイランド、イポー、ジョホール・バール、マラ

(37) 以上、Allen and Donnithorne, *Ibid.*, pp. 207~209 によるところが大である。

(38) Lim, *op. cit.*, p. 237.



ッカ、ムアール、スンゲイ・パタニ、テロック・アンソンの8カ所に支店を有する。Mercantile Bank はシンガポール、ペナンのほか、クアラ・ルンブル、イポー、コタバル、クアラ・トレンガヌ、クアラ・リピス、クアンタンの6カ所に支店を有する。<sup>(39)</sup>

また、1955年の世界銀行調査団の報告では、銀行の海外資産額の80%以上、預金総額の約3分の2、現地貸出しの約半分が、4～5行の外国銀行によったという。<sup>(40)</sup> 1956年のワトソン・ケイン報告によっても、1955年12月31日現在、シンガポールの外国銀行・現地銀行の比重は第1表のとおりであった。

第1表 シンガポール・マレーシアの外国銀行・現地銀行の比重  
(1955年12月21日)

	百 分 比	
	外 国 銀 行	現 地 銀 行
純 海 外 バ ラ ン ス	87	13
預 金 額	75	25
貸 付 額	71	29
現 地 投 資 額	60	40

(出所) G. M. Watson and Sir Sydney Caine, *Report on the Establishment of a Central Bank in Malaya*, Kuala Lumpur, 1956, p. 4.

外国銀行の比重の多くが、前出のイギリス系3大銀行、Chartered, Mercantile, Hongkong and Shanghai の諸銀行によるものであることは、いうまでもあるまい。欧米系諸銀行、とくにイギリス系3行の地位の高さが圧倒的であり、華僑がシンガポール・マレーシアの経済を支配しているとする見解が、いかにあやまったものであるかは、この銀行業の例からも明らかであろう。<sup>(41)</sup>

(39) Lim, *Ibid.*, p. 232, note 1.

(40) IBRD, *Economic Development of Malaya*, The Johns Hopkins Press, 1955, p. 642.

(41) シンガポール・マレーシア経済、一般に東南アジア諸国経済を支配するものが華僑だとする見解が、あやまっていることについては、前出拙著『華僑経済の研究』、第9章、拙著『東南アジアの華僑』、アジア経済研究所、1970年、第Ⅲ章、など参照。

## VIII 第4期(1959年以降)

1955年、世界銀行の調査団はマラヤ中央銀行の設立を勧告する詳細な調査報告書を発表した。<sup>(42)</sup> 1956年、シンガポール・マラヤ連邦両政府から共同して任命された、イングランド銀行のワトソン (G. M. Watson) と当時マラヤ大学副学長のサー・シドニー・ケイン (Sir Sidney Caine) が、同様の報告書を提出した。<sup>(43)</sup> これらにもとづいて1958年5月、マラヤ連邦政府は中央銀行を設立することに決定し、1959年1月マラヤ中央銀行が正式に発足した。

シンガポール・マレーシアの中央銀行については、多くの文献がこれを明らかにしており、<sup>(44)</sup> ここで詳述する余裕もなければ、またその必要もあるまい。われわれの関心は、あくまでもこの中央銀行成立以降の時期に、外国銀行業がどうなったかである。

さて、マラヤ中央銀行成立の1959年初頭以降、1962年までの期間に、マラヤ連邦の銀行数は20行から24行に増加した。2行はマラヤで設立され、2行はそれ以外の地域で設立されたものであった。<sup>(45)</sup>

この期間、マラヤ連邦における新設銀行の増加率はけっしてめざましいものではなかったが、銀行の営業店舗数の増加をみると、1959年初頭の82店から、1962年末の179店に急増している(第2表参照)。換言すれば、マラヤ連邦の銀行店舗数の半数以上が、中央銀行創立以後の4年間に設立されたことになる。これは同国銀行業の発達史からみると、驚異的な増加率である。シンガポールのほうの数字は不明。

(42) IBRD, *op. cit.*

(43) Watson and Caine, *op. cit.*

(44) たとえば、Siew Nim Chee, "The Federation Central Bank", T. H. Silcock, ed. *Readings in Malaya Economics*, Eastern Univ. Press Ltd., Singapore, 1961, Part V, Ch. iv; Don McKenna, "Financial Developments since Independence," T. H. Silcock and E. K. Fisk ed., *The Political Economy of Independent Malaya: a Case-Study in Development*, The Australian National University, 1963, Ch. 9; Lim, *op. cit.*, Ch. 8; 正井氏, 前掲書, 第7章, など参照。

(45) Lim, *op. cit.*, p. 238.

前者の、マラヤ連邦における増加のほとんどは、本店をクアラ・ルンプールにもつ現地銀行2行、とくにマラヤの政治的・社会的環境の変化を反映した多民族銀行の *Malayan Banking Corporation Ltd.* の支店開設によるもので

第2表 マラヤ連邦の州別商業銀行分布、1958～1962年

州	連邦諸銀行					その他の諸銀行					計				
	1958年	1959年	1960年	1961年	1962年	1958年	1959年	1960年	1961年	1962年	1958年	1959年	1960年	1961年	1962年
セランゴール	3	3	5	7	13	22	27	27	29	32	25	30	32	36	45
ペラク	—	—	2	11	16	13	13	14	14	14	13	13	16	25	30
ネグリ・センビラン	1	1	2	7	9	3	3	3	3	5	4	4	5	10	14
ジョホール	1	1	8	14	15	7	7	8	9	9	8	8	16	23	24
ペナン	1	1	3	5	9	11	11	11	11	13	12	12	14	16	22
マラッカ	—	—	2	2	2	6	6	6	7	7	6	6	8	9	9
パハン	—	—	—	—	3	7	7	7	11	11	7	7	7	11	14
ケダ	—	—	—	2	5	3	3	3	3	3	3	3	3	5	8
ケランタン	—	—	—	1	3	2	2	2	3	4	2	2	2	4	7
トレンガヌ	—	—	—	1	4	1	1	1	2	2	1	1	1	3	6
パーリス	—	—	—	1	—	1	1	1	1	—	1	1	1	2	—
計	6	6	22	51	79	76	81	83	93	100	82	87	105	144	179

(注) 1) 1958年を除いて、他の諸年はすべて年末。1958年は1959年1月26日。

2) 「連邦諸銀行」とはマラヤ連邦に本店を有するものをさし、「その他の諸銀行」とはマラヤ連邦以外に本店を有するものをさす。

(出所) Lim, *op. cit.*, p. 239, Table 8.3. ただし、計は数字のあわないところがあるので、それらを正して示した。

<sup>(46)</sup>  
あった。

アレンおよびドニソーンは、これまでもなにか引用した1957年の研究で、シンガポール・マラヤは中央銀行の設立によって、もはや過去のように欧米系銀行業に依存することはなくなり、ますます現地資本の利用に関心を有す

(46) Lim, *Ibid.*, p. 240.

るようになろうと予測した。<sup>(47)</sup>

たしかに、中央銀行の設立によって、シンガポール・マラヤ経済の自立的発展にとって、有利な展望が開けうる可能性のあったことは否定できない。しかし現実には、その後も欧米系銀行業の勢力が弱まっていないことは、前掲の第2表からも明らかだろうが——「その他の諸銀行」のなかには、シンガポール、さらには欧米系以外の諸銀行をふくもうが、そのかなりの部分が欧米系諸銀行であり、数のうえでも「連邦諸銀行」に匹敵、もしくはそれよりも多いかもしれない——、つぎの商業銀行数からも明らかである。

すなわち、マレーシアにおける1965年の現地銀行13行にたいして、外国銀行（シンガポールなどの銀行をふくむかもしれないが）20行、66年以降68年現在まで前者16行、後者は66年、67年ともに21行で、68年には22行、外国銀行のほらが1行あたりの勢力が強いことを考慮すれば、その勢力はいっそう大となろう。もっとも、外国銀行・現地銀行あわせた商業銀行全体の店舗数は、1965年の277店から68年の324店に増加しているのにたいして、その従業員数は65年の3万4,400人から、68年の3万2,000人に減少しているが。<sup>(48)</sup>

また、1966年以降、保険会社はその保険料の最低55%を現地で預金することを義務づけられたが、<sup>(49)</sup>これは保険料のかなりの部分が、より有利な海外に投資されていることを意味し、銀行業だけでなく、保険業をふくむマレーシア金融業全体の外国依存度の高さを示すものだろう。

## むすびにかえて

以上の考察によってわれわれは、シンガポール・マレーシアの外国銀行業が外国資本主義、とりわけ帝国主義、そのなかでもとくにイギリスの、この地域

(47) Allen and Donnithorne, *op. cit.*, p. 209.

(48) Kanapathy, *op. cit.*, Statistical Appendix, Table 1.

(49) *Ibid.*, p. 178.

支配とともに発達をとげ——むしろ、その支配のための有力なテコとして作用してきた——、戦後もこの地域がしだいに外国帝国主義の支配から脱しつつあるかのようにみえながらも、その実、依然として外国銀行業の勢力が根強いものであることを知りうる。

ただ戦後は、イギリスの勢力にかわって、アメリカ、さらにはこれにつづく日本の勢力がしだいにこの地域に進出しはじめ、外国銀行業のなかでしめるこれら諸国銀行業の地位上昇が注目されようが、本稿の冒頭にのべた諸問題の考察とともに、他日を期したい。

なお、筆者はこれにつづく稿として、近い将来に（おそらくは、『国民経済雑誌』、126巻4号、1972年10月）、「シンガポール・マレーシアの華僑銀行業発達略史」の発表を予定している。本稿とあわせて参照いただければ、さいわいである。

(1972. 1. 26)

(追記) 拙稿「シンガポール・マレーシアの華僑銀行業発達略史」は、『商大論集』（神戸商科大学、24巻1・2・3号、山名正孝教授退官記念号、1972年6月）に発表され、のちに山名会編『中国経済の研究』（神戸商科大学南部総研究室発行、1973年2月）に収録された。

(1974. 3. 10)



# 企業の理論について

宮田 亘朗

## 1

この論文の目的は財を生産し市場に供給する一企業の供給函数を吟味することである。資本主義社会に存在し営利を目的として操業する企業であるからには、購入しうる労働、資本の量とそれらを結合する生産の技術関係(生産函数)のみによってその企業の供給量が規定せられるのではなくて、その企業が操業を始めるにあたって所有する純資産額(資産-負債)、操業中の貨幣の流入・流出の額、企業のなす資産あるいは貨幣ストックに対する保有決意等々によっても規定されてくるであろう。以下の考察はこれら決意を含んだモデルを構成しようとする一つの試みである。しかもそれは一企業の供給函数に関するものだけであるから経済理論で取扱う通常の供給函数にまで分析を引上げるためには数多くの残された問題があるであろう。それについては諸批判をあおいだうえ後日改めて考察する予定である。

## 2

ある一企業の貨幣額で表示した期首の純資産額(資産-負債)を $m^*$ とし、期末のそれを $l^*$ とする。 $l^*$ はその企業が次期へ繰越そうと考える純資産額である。したがって資産を $A$ 、負債を $L$ 、期首を0、期末を1によって示すものとすれば $m^* = A_0 - L_0$ 、 $l^* = A_1 - L_1$ である。他方当期間のその企業の操業過程で生じる貨幣の流入を $l$ 、流出を $m$ によって表わすならば、 $m^*$ 、 $l^*$ のストック概念に対して、 $l$ 、 $m$ はフローの概念であるということができよう。この

ように規定すると当期間のその企業の利潤は当期間のフローの差額として

$$R \equiv l - m \dots \dots \dots (1)$$

と示されることになる。この利潤  $R$  はその企業の損益計算書と貸借対照表の関係よりして期首および期末のストックの差額としても表わしうる。

$$R \equiv l^* - m^* \equiv l - m \dots \dots \dots (2)$$

そこでこの企業のネット・ウェアスは

$$l^* \equiv l - m + m^* \dots \dots \dots (3)$$

として示されることになる。(1)式の関係からこの企業にとって利潤  $R$  を極大にしようとする行動は(3)式の  $l - m$  を極大にすることとなる。(3)式の  $m^*$  は当期操業を始める企業にとっては所与と考えなければならない。したがって利潤極大行動は(3)式の左辺すなわちその企業が次期に繰越そうと決意する純資産額  $l^*$  を極大にしようとする行動の結果になる。かくしてわれわれは  $R = l - m$  の極大行動にかえて(3)式の  $l^*$  の極大行動をなす企業を考えることとしよう。このように敢えてなす理由は後にわかる如く企業の行動が期首に存在する  $m^*$  によって制約せられ、次期にどれだけ繰越そうとするかという企業決意にも依存する事実を分析に導入せんがためである。単にフローとしての  $R = l - m$  の極大行動から生じる極値においては、それが初期の  $m^*$  のシフトによって変化することをしばしば方程式体系から脱落せしめがちであるからである。

現在考慮している企業は財を生産し、市場に供給する企業であり、銀行・証券会社等、財の生産に直接関係しない企業は問題としていない。したがってフローとしての貨幣資金の流入は  $l = p \cdot X$  であり、その流出は  $m = m(p, w, i, X, K, L, m^*)$  と規定するのが適当であろう。ここに  $X$  はその企業の生産量  $O$  とは異なり、当期間実際に市場に供給し対価として貨幣の流入の生じるものを示すものと考えなければならない。なぜなら当期間の生産量  $O$  と供給量  $X$  の間には在庫の変化量の差が存在する筈であるからである。いま在庫を一定にたもつか在庫を無視しうるような場合を想定しよう。この場合その企業が利潤を極大にすることは  $l$  を出来る限り大きく  $m$  を出来る限り小さくしてその差を極大に



するような市場への供給量  $X$  を見出すことである。そこに見出される供給量  $X$  はその企業の生産部門にそれに等しい量の生産をなすよう指令することとなる。生産部門を示す関係式は

$$O = F(K, L) \dots\dots\dots(4)$$

である。この生産函数は便宜上一次同次の生産函数としよう。上記の供給量  $X$  に関する指令はこの生産函数の示す技術関係を満たさねばならない。すなわち  $\alpha + X = O$ 。 故に

$$\alpha + X = F(K, L) \dots\dots\dots(5)$$

この場合  $\alpha$  は在庫の変化量を表わし一定と仮定せられている。方程式(5)の左辺はその企業の経営管理部門の決意する供給および在庫変化の量であり、右辺は生産部門の生産関係から生じる生産量である。この両者の等しいことを示す方程式(5)は Penrose が云うところの<sup>(1)</sup>その企業の一体性 (integration, co-ordination) を示し、企業が有機体 (organization) として矛盾なく活動せんがための必要条件である。通常  $\alpha$  は期末においては  $I^*$  の中に含まれるものである。また極大値を求めるモデルにおいては  $\alpha$  が一定である限り、解に重大な影響を特に与えないであろうから以下の分析では  $\alpha = 0$  として常に取扱うこととしよう。<sup>(2)</sup>生産量  $O$  あるいは供給量  $X$  はただ一種類の財についてその量を示したものである。その企業が生産し、市場に供給するすべての種類の財を包含している。したがってその生産函数もこの意味で総合された函数と考えるべきである。企業の成長に伴う取扱う財の多様化 (diversification) は財の価格が既知でかつ不変として分析しうる限り(4)および(5)の式の総合商品  $X$  あるいは  $O$  の量によって代表させることができる。また他方多様化および新技術の開発とその採用、新しい商品の生産等は生産函数を変え、(4)および(5)式にそれを示す変数の導入をよぎなくさせる。本節に関する限り企業のある一期間の均衡のみを取扱うので、生産函数の変化を考慮しなくても良いであろう。しかしながら企

(1) Penrose [3], pp. 15—19. 企業の定義については p. 31 を参照のこと。  
 (2) 分析の中心が在庫にあるときは  $\alpha = 0$  として  $\alpha$  を無視しえないことは当然である。

業の成長を取扱う次節においては、財の多様化、新技術の採用等は無視し得ぬ重要な問題となる。けれどもさしあたりわれわれはこの問題を考慮の外に置き分析を狭い範囲内に限定して進めることにしよう。<sup>(3)</sup>

$m = m(p, w, i, X, K, L, m^*)$  は当期間のその企業の操業に伴うすべての貨幣の流出を示す函数である。通常企業の総費用は  $wL + iK$  によって示される財の生産に必要な労働および資本の費用のみが取り上げられている。これらはわれわれの分析ではすべてその企業の生産部門の経費の総計（生産函数(4)式にのみ関係する費用の総計）であるということができらるもので、経営管理部門の経費をほとんど考慮に入れていないようである。この点満足すべきものではない。そこでわれわれは Penrose にしたがって生産部門以外の経営管理部門の経費もこれに加えなければならない。経営管理部門の経費は労働者一人当りに支払われあるいは資本一単位当りに支払われ帰属せしめられるような性格のものではなく、しかもなお經常の生産物の供給費用として供給量  $X$  に割当てられ供給価格の構成要素となるものである。

これに関し Penrose を要約すれば次の如くである。企業の利用しうる経営管理上の人的資源はそれが存在しないときその企業に拡張しうる有利な機会を失なわしめることになり、その意味において一種のコストと考えられるべき性質の経費を必要とすることになる。そしてこのような人的資源の養成は時間と経費を要し、且つそれが特別な知識と経験をもった人的資源であるという性格よりして決して企業の外部から簡単に入手しうるようなものではない。したがってこのような経費は生産に直接関係する技術的な生産函数の労働  $L$ 、資本  $K$  のいずれとも異なった性格をもっている。すなわち労賃  $w$ 、利子  $i$  を支払って購入さるべき性質のものではないのである。他方企業は広範な研究・実験活動、市場調査、販売努力（広告など）をなしている。これらはその企業が競争に打勝ち、成長せんがための努力であるといえる。これらの経費は大部分将来

(3) 技術変化については経済成長理論で分析されたものが数多くある。これらを参照し後日生産函数に技術変化を導入し一般化する機会を得たいと思っている。

の生産に関する投資として分類されるべき性質のものであるが、經常の投資と分離しえないため通常間接費 (overhead costs) として經常産出高に割当てられ価格の構成要素となる。故にこの種の経費も生産函数の中にある  $K$  に関係した経費  $iK$  に含ませるのは、 $K$  が經常の生産量  $O$  に関する技術関係を示す限り困難であるとみななければならない。したがってこれらのコストはすべて生産部門以外の経費として分類するのが妥当となる。<sup>(4)</sup> いま企業のすべての経費を Baumol, Williamson にしたがって拡張に伴う費用 (expansion costs) とそれ以外の費用 (manufacturing costs) に分類するものとし、さらに拡張に伴う費用を投資に関わる部分  $I$  とその他の人的資源に関わる部分  $C$  の和 ( $C+I$ ) として表示するならば、上記の Penrose のいう経費はこの  $C$  に相当するものといえる。なお manufacturing costs とはその企業が成長していない場合において經常の産出高を維持するために必要な経費であり、拡張に伴う費用 (expansion costs) とはその企業の成長にのみ伴うものを指している。上記 Penrose の指摘する経費はすべて拡張に必要なものであることは言うまでもない。

さて  $m = m(p, w, i, X, K, L, m^*)$  なる費用函数の中に  $p, X$  が導入されているのは、上記の拡張に伴う費用のうち  $C$  すなわち主として人的資源に関わる部分が生産量  $O$  でなく市場への供給量  $X$  あるいは売上額 (total revenue)  $p \cdot X$  に関わっているという認識に立脚している。経営管理上の人的資源の維持拡大に関する経費はその企業の供給の規模に依存するとみてよいであろうし、市場調査・販売努力はその企業の売上に関する決意と直接関係をもつであろう。研究・実験費は売上よりもその企業の利潤額に関わらしめた方が良くかもしれないが、単純化のためこれも  $X$  あるいは  $p \cdot X$  の函数とみることにしよう。

他方  $m^*$  が費用函数に変数として導入されている理由は既に述べたように前期より繰越され期首に存在する純資産の大きさが当期間の企業活動を制約する

(4) Penrose [3], pp. 24—5, p. 47, pp. 52—3, Chap. VII, および p. 226.

ということを示している。ただしこの節では一期間分析であるので  $m^*$  は一定として扱われることは云うまでもないことである。

さて以上の諸仮定よりしてわれわれの企業は次のようなものを極大化することとして表わしうる。

$$l^* = p \cdot X - m(p, w, i, X, K, L, m^*) + m^* \dots \dots \dots (3')$$

$$\text{制約条件式 } X = F(K, L) \dots \dots \dots (5')$$

Penrose が指摘し Williamson が展開した如く、不完全競争下においても企業は価格を操作して需要をシフトせしめ競争に打ち勝ち利潤極大化を達成しようとなすよりも販売努力あるいは供給する財の多様化をなすことによってその企業が課せられている需要の諸制約を取り除き利潤を極大化しようとする。<sup>(5)</sup>したがってそこに出てくる結果は価格を直接にあるいは供給量を制限することで間接に操作した場合のものとは異なったものにならざるを得ない。もしこの企業行動が正当であるとするならば、完全競争下での企業と同じように（その意味は違ったものとしても）諸価格を所与として行動する企業を不完全競争下でも想定することができることになる。かくして (3'), (5') の式での上記モデルを  $p, w, i$  一定のもとで極大化すると次のようになる。

$$\frac{\partial m}{\partial X} = (1 - \lambda) p \dots \dots \dots (6)$$

$$\frac{\partial m}{\partial K} = \lambda p \frac{\partial F}{\partial K} \dots \dots \dots (7)$$

$$\frac{\partial m}{\partial L} = \lambda p \frac{\partial F}{\partial L} \dots \dots \dots (8)$$

$$pX = pF(K, L) \dots \dots \dots (9)$$

但し  $\lambda$  はラグランジュ乗数である ( $0 < \lambda \leq 1$ )。上記 134 頁にのべた  $m$  函数の諸仮定から  $\frac{\partial m}{\partial K} = i$ ,  $\frac{\partial m}{\partial L} = w$  と置けば(7), (8)式は限界生産力説をあらわした

(5) Penrose [3], pp. 116—7. 特に商品の多様化の方向に関し強調しているがわれわれは Williamson [4] にしたがって  $p = \text{const.}$  を一般に使用する。

ものと考えることができよう。(7), (8)の比をとると  $\frac{i}{w} = \frac{\frac{\partial F}{\partial K}}{\frac{\partial F}{\partial L}}$  となり、生産要素の価格比とその限界生産力の比の等しくなる関係が見出される。(9)式を全微分し0とおけば  $-\frac{dK}{dL} = -\frac{\frac{\partial F}{\partial L}}{\frac{\partial F}{\partial K}}$  が得られるので

$$\frac{i}{w} = \frac{\frac{\partial F}{\partial K}}{\frac{\partial F}{\partial L}} = -\frac{dL}{dK} \dots\dots\dots(10)$$

という等生産量曲線 (Isoquants) 上の生産の均衡に関する 普通みられる関係がわれわれの分析においても維持されている。さらに(7)と(8)式に  $dK, dL$  を夫々辺々に乗じそこに得られるものを(6)式に代入するならば

$$p = \frac{\partial m}{\partial X} + i \frac{dK}{dX} + w \frac{dL}{dX} \dots\dots\dots(11)$$

が得られる。この右辺は  $m = m(p, w, i, X, K, L, m^*)$  を  $X$  に関して微分した値  $\frac{dm}{dX}$  を表わしている (但し,  $p, w, i, m^*$  は一定)。換言すれば右辺はこの企業の限界費用を示しているのである。故に(11)式は価格が限界費用に等しくなり、その点においてその企業の利潤極大が達成されると云う通常命題を表わしている。かくしてわれわれの分析は限界費用と限界生産力の周知の両命題を含んでいるものと解しうるのである。

(6)式の  $\frac{\partial m}{\partial X}$  は既にのべた拡張に伴う費用のうち  $C$  部分に関係した限界費用である。いまこれを  $X$  の一定率  $\nu$  で変化するものとするならば、

$$\nu = (1-\lambda) p \dots\dots\dots(6')$$

によって(6)式を置きかえることができる。(6)または(6')と、(7)~(9)の式で示される方程式群は4つの方程式と  $K, L, X, \lambda$  の未知数を含んでいる。故に解が得られ、その解はその企業が利潤極大を実現する状態での供給量  $X$  をも示すこととなる。

ラグランジュ乗数  $\lambda$  の意味は次の如く理解することができる。(6)式に  $\lambda = 1$

を代入すると  $\frac{\partial m}{\partial X} = 0$  となり、(7)および(8)式は  $i = p \frac{\partial F}{\partial K}$ ,  $w = p \frac{\partial F}{\partial L}$  という通常の限界生産力説をうる。生産函数は一次同次であると仮定せられている ( $pO = wL + iK$ ) ので、 $pX = wL + iK$  となり、売上額はすべて生産要素に分配されるという限界生産力説の第2命題が導出され利潤0となる。企業にとって経営管理部門からの諸必要経費は全くなく、生産部門の経費がすべての費用を構成する。拡張に伴う費用のうち  $C$  の部分は0であるか一定の値で変化しない(微分して0となるため)ものとなる。Penrose のいうサイズの節約 (economies of size)<sup>(6)</sup>、成長の節約 (economies of growth) は、技術的 (technological) ものを除いて存在しないような、生産部門だけからなる企業を想定することとなってくるのである。 $\lambda$  が0と1の間にある場合には  $\frac{\partial m}{\partial X} = (1-\lambda)p$  という(6)式がそのまま有効であり、(11)式の関係から  $p > i \frac{dK}{dX} + w \frac{dL}{dX}$  あるいは  $\lambda p = i \frac{dK}{dX} + w \frac{dL}{dX}$  という、生産部門から生じる限界費用を常に  $p$  の  $\lambda$  倍だけ引下げた点で  $K$  及び  $L$  を投入し、したがって生産し市場に供給する量  $X$  も(9)式よりしてそれだけ少なくなるのがその企業の利潤極大点であるという結論に至っているのである。

いま  $\lambda$  の意味を一層明確にするために費用函数  $m = m(X, K, L)$  が一次同次であるという極端なおよそありそうもない仮定を設けてみよう。そうすると  $m = \frac{\partial m}{\partial X} X + iK + wL$  を得る。他方、方程式(6)~(9)を適当に整理すると  $pX = \frac{\partial m}{\partial X} X + iK + wL$  が見出される。したがって  $pX = m$  ということになり、売上額はその企業の経営管理の経費を含んだ総費用に等しくなり極大点で利潤0であるということになる。そして(6)式の  $\frac{\partial m}{\partial X} = (1-\lambda)p$  が有効であるので  $\frac{\partial m}{\partial X} X$

(6) Economies of size とは technological economies, managerial economies と financial economies を含む概念であり、最初の economies は生産部門に関するもの、第2、第3のものは経営管理部門に関するものである。Penrose はこれ以外に Economies of Growth の概念を作り出す。これはサイズの節約として成長を実現した後、なお残存するものと、不使用資源の完全使用をするだけで成長の実現と共に消滅するものとは異なるものとしている。

$= (1-\lambda) pX$  という関係が成立していることとなる。この左辺は経営管理の経費である。故に右辺をみることによりそれは売上額の一定倍数  $(1-\lambda) < 1$  を乗じた値として売上額の中から作り出されていることになる。かくして費用函数が一次同次でない一般の場合をも含めて経営管理部門の経費は売上額 (total revenue) からの内部留保 (retention) として導出せられまかなわれると結論することができる。そしてそれは限界値において価格  $p$  の  $(1-\lambda)$  倍として示されるのである。 $(1-\lambda)$  は一種の内部留保率 (retention ratio) に相当するとみることができる。そしてこれは  $\frac{\partial m}{\partial X} \frac{1}{p} = (1-\lambda)$  よりして (6') 式のばあいで見れば  $X$  の一定倍率すなわち実質総収入 (total realrevenue) の  $\nu$  倍として表示されるようなものである。

したがって企業の内部留保率は Williamson の分析と異ってわれわれの分析においては、企業の利潤極大化行動の結果として従属的に決定せられ外生変数とはならないのである。上記のモデルから判るように外生変数となるものは経営管理部門の経費に関する企業決意  $\nu$  であり、それによって  $\lambda$  の値が決まり生産供給量  $X$ , 需要量  $K, L$  が決せられてくることになる。Williamson はこの関係を誤まり  $\lambda$  を外生的 (政策変数として) に決めることによって拡張に伴う費用の  $C$  部分に関する  $\nu$  を内生的に決めるモデルを設定したのである。Penrose は利用しうる資金量によってその企業の拡張が規定制約せられるとのべているが、このことは内部留保に関する  $\lambda$  の値が経済的に意味のある値として決定されるか否か、証券類の発行によって資金調達が可能か否か、次期繰越  $I^*$  の大きさ (今期の  $m^*$  も含めて) は充分であるかどうかに関する問題として理解すべきものであろう。

上記のモデルから得られる解は

$$X = X(p, w, i, m^*, \nu) \dots\dots\dots(12)$$

---

(7) Marris [2] をみるまでもなく Penrose [3] においても financial economies として記されているように資金調達が成長を規制することは各処に出てくる。特に多様化と合併に関してはこれが重要な要因となる。

$$K = K(p, w, i, m^*, \nu) \dots\dots\dots(13)$$

$$L = L(\text{〃 } \text{〃 } \text{〃 } \text{〃 } \text{〃}) \dots\dots\dots(14)$$

$$\lambda = \lambda(\text{〃 } \text{〃 } \text{〃 } \text{〃 } \text{〃}) \dots\dots\dots(15)$$

となるであろう。既にのべたように期首の純資産ストック  $m^*$  が変数として現われてくることに注意してほしい。

われわれの上記モデルにおいて生産函数は単純に一次同次と考えたが、費用函数は通常U字型の変化をなすものと考えてきた。これは経営管理部門の経費が供給量  $X$  につれてU字型の変化をなすことを強調せんがためである。この点は次節にのべるように Penrose の特色でもある。

### 3

次に前節の分析を時間を含んだ形で動態化してみよう。特に供給量  $X$  と内部留保に関わる  $\lambda$  に焦点をあてて考察して行く。(12) 式を  $t$  に関して微分し両辺を  $X$  で割ると

$$\frac{dX}{dt} \frac{1}{X} = \frac{1}{X} \frac{\partial X}{\partial m^*} \frac{dm^*}{dt} + \frac{1}{X} \frac{\partial X}{\partial \nu} \frac{d\nu}{dt} \dots\dots\dots(16)$$

(但し  $p, w, i$  は一定であり、 $\nu$  は  $t$  時点における経営管理部門の経費に関する企業の決意である) となる。(16) 式の左辺は供給量  $X$  の成長率 ( $g$  としよう) であり、右辺はその成長率がその企業の純資産の変化によって引起される部分 (ストックとしての純資産の変化による供給量の伸び率) とその企業の経営管理部門の経費に関する企業決意の変化によって引起される部分の和であることを示している。(16) 式を微分すると

$$\frac{d\lambda}{dt} = \frac{\partial \lambda}{\partial m^*} \frac{dm^*}{dt} + \frac{\partial \lambda}{\partial \nu} \frac{d\nu}{dt} \dots\dots\dots(17)$$

となり、内部留保に関係する比率 (Williamson のように利潤の一定割合と規定したものでない点注意してほしい)  $\lambda$  はその企業の純資産の変化によっても経営管理部門の経費  $\nu$  の変化によってもともに変化することを示している。前節にのべたように Williamson は企業の内部留保率を外生変数として把握し



た。したがって内部留保率はその企業の初期の純資産の変化にもとずき変化するという(7)式の右辺第1項を初めから全く無視することとなる。彼のモデルは(6)式と右辺の第1項を欠く(7)式  $\frac{d\lambda}{dt} = \frac{\partial\lambda}{\partial v} \frac{dv}{dt}$  とより構成されていると考えることができよう。初期の純資産  $m^*$  は株式の新規発行によって増加させることができる。Williamsonによれば新株の発行による資金の調達には借入れを除いて考える場合、内部留保に較べてそれほど重要でないという。そして彼は企業の供給量成長率  $g$  を内部留保にのみ依存せしめる単純化を行なったのである。<sup>(8)</sup> もしこれが正当であるならば、われわれはここに至ってはじめて(6)および(7)式の右辺第1項を消去し議論を単純化することができる前節に記した。(6)式は  $m^*$  一定のとき常に成立しているのので(6)式を  $t$  に関して微分し  $\frac{dv}{dt} = -\frac{d\lambda}{dt} p$  を得る。(7)式にこれを代入して  $\frac{\partial\lambda}{\partial v} = -\frac{1}{p}$  であることを知る。そこでわれわれの成長モデルは

$$g = \frac{1}{X} \frac{\partial X}{\partial v} \frac{dv}{dt} \dots\dots\dots(16')$$

$$\frac{d\lambda}{dt} = -\frac{dv}{dt} \frac{1}{p} \dots\dots\dots(17')$$

と書きうることになる。

企業の生産し供給する財の成長率  $g$  は

$$\frac{dg}{dv} \frac{dv}{dt} = \frac{\partial^2 X}{\partial v^2} \left(\frac{dv}{dt}\right)^2 \frac{1}{X} + \frac{\partial X}{\partial v} \frac{d^2v}{dt^2} \frac{1}{X} - \left(\frac{\partial X}{\partial v} \frac{dv}{dt} \frac{1}{X}\right)^2 \dots\dots(18)$$

から右上り  $\left(\frac{dg}{d\lambda} > 0\right)$  の曲線として描きうる。拡張に用いる経営管理部門の経費は正である  $\left(\frac{dv}{dt} > 0\right)$ 。したがって(18)式の右辺が負であることが見出されれば(17)式の関係性を考慮して、Williamsonの示すような企業の内部留保に関する率  $\lambda$  の増加につれて  $g$  が増大する右上りの曲線を、導出することができることになる。Penroseによれば企業の利用しうる人的経営管理サービスの量  $(MS_{av.})$  はその企業の人的経営管理サービスの総量  $(MS_{tot.})$  と経常の操業に必要な人的経営管理サービスの量  $(MS_{op.})$  との差である。人的経営管理サ

(8) Williamson [4] pp. 7—9.

サービスの総量は通常その企業内部で成長率  $g$  より高い率で作られ出されるものとされる。これに対し操業に必要な人的経営管理サービスは経営管理上の節約<sup>(9)</sup> (managerial economies) によってその企業の規模に較べ投入量を益々減ずる傾向がある。したがって企業の利用しうる人的経営管理サービスの量は人的経営管理サービスの総量の増大と経常の操業に必要な量の減少によって益々増加することとなる。すなわち  $\frac{MS_{av}}{X} = \frac{MS_{tot} - MS_{op}}{X}$  を  $t$  に関して微分すると

$$MS_{av} \left( \frac{dMS_{av}}{dt} \frac{1}{MS_{av}} - g \right) = MS_{tot} \left( \frac{dMS_{tot}}{dt} \frac{1}{MS_{tot}} - g \right) - MS_{op} \left( \frac{dMS_{op}}{dt} \frac{1}{MS_{op}} - g \right)$$

となり、右辺第1項正、第2項負ということであるから左辺の利用しうる人的経営管理サービスの量は成長率  $g$  以上の率で増大することになるのである。この企業の利用しうる人的サービスに対し Penrose は拡張に必要な人的経営管理サービスの量 ( $MS_{req}$ ) を更に考慮する。拡張に必要な人的経営管理サービスの量はその企業の供給する財の多様化の程度とその性格、企業規模、他の企業を吸収合併する困難性、その企業の直面する市場条件等々に依存する。企業が成長するにつれてこれらのどの因子も益々その企業にとって不利となり、したがってより多くの人的経営管理サービスを投入することによってはじめてその困難を克服しうることとなる。故に利用可能な人的経営管理サービスの量が  $g$  以上で増大するとはいえ、拡張に必要なこの人的経営管理サービスの必要量の増大はその企業に経営管理に必要な人的資源の養成の経費を益々増加せしめることとならう ( $\frac{d^2v}{dt^2} > 0$  および  $\frac{\partial^2 X}{\partial v^2} < 0$ )。しかもその養成には時間を要するのであるから (前節参照) いずれは拡張に必要な人的サービスの投入量したがってそれに関わる経費の増大は企業の成長そのものを鈍化せしめることになる ( $\frac{d^2g}{dv^2} < 0, \frac{d^2g}{d\lambda^2} < 0$ )。勿論この拡張に伴う経費の増大は人的サービス養成の経

(9) 脚注(6)参照。

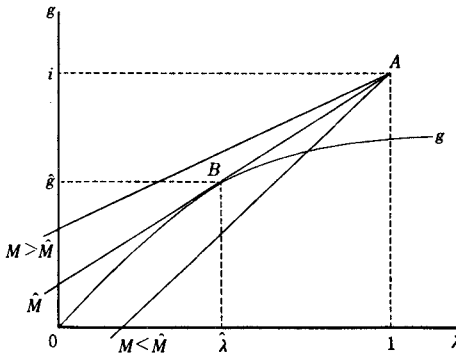
(10) Penrose は企業の size を固定資産の実質価値で測ったり成長が問題のときは投資の実質価値で測ったりしている p. 25, pp. 119—20。われわれは Penrose の指摘するように数多くの問題があるであろうがこれを  $X$  の量で測るものと仮定する。

費以外に競争に打ち勝つための研究・実験,市場調査,広告,拡張資金をうる困難性等々の諸経費が益々増加することを加味していることはいうまでもない。かくして上掲の(18)式の右辺は負となるのである。 $\frac{dg}{d\lambda} > 0$ ,  $\frac{d^2g}{d\lambda^2} < 0$ よりして成長率の曲線は下図のように上方に凸の形で描かれることになるのである。

企業が配当として社会に支払う利潤の額は  $R$  に等しい。 $R = l - m$  と定義されているのでこの中に社内留保部分は含まれていない。したがって企業の将来利潤の割引された現在価値は, Williamson と同様に新株の発行を無視し  $R$  が  $g$  の率で成長する単純な場合を考えると

$$M = \sum_{i=0}^{\infty} \left( \frac{1+g}{1+i} \right)^i R = \frac{1+i}{i-g} R$$

<sup>(11)</sup>となる。将来の利潤をも考慮し, それを含んだ利潤を極大化する企業を想定す



ると, われわれの長期モデルは次のようになる。すなわち

$$M = \frac{1+i}{i-g} R \dots\dots\dots (19)$$

制約条件  $g = g(\nu)$

において  $g = g(\nu)$  または  $g = g(\lambda)$  の制約条件の下で  $M$  を極大にすることである。したがってその解は  $g = g(\lambda)$  の曲線上に

あり, かつ(19)式を表わす線のうち最も  $M$  の大きなものを選び出せば良いことになる。 $g$  曲線の成立の背後には既に前節でのべた短期の企業均衡が実現している筈である。したがって前節の諸結果を以下の分析に利用することができる。(19)式は  $g = i - \frac{1+i}{M} R$  と書き改めらるので  $M$  を与えれば  $R$  を変数とする直線で表わしうるものとなる。前節でみた如く  $\lambda = 1$  において  $R = 0$  となる。利潤  $R$  は  $l - m$  として現わされるので  $\nu$  の函数であるといいうる。いま Williamson

(11) Williamson にしたがって  $i > g$  と仮定している。

にしたがって  $R$  を  $\lambda$  にしたがって  $\lambda$  の一次函数であるとしよう。しかも  $i > g$  の仮定を採用すると(9)式は  $R = 0$  の  $A$  点 ( $g = i$ ) から  $\lambda$  の減少 ( $\nu$  の増大) につれて下落する直線として描きうることになる。 $M$  の増大はこの直線の負の勾配を減ずるので  $g$  曲線上で  $M$  の最も大きな点は  $B$  点ということになる。かくしてわれわれの長期モデルの解は  $\hat{g}, \hat{\lambda}, (\hat{\nu})$  と得られるわけである。

以上導出された  $B$  点は  $R$  が  $\lambda$  の一次函数であるという仮定に依拠している。われわれの分析において  $\lambda$  は  $R$  の一定割合としては規定されていず、またその値も **Williamson** のように外生的に決定されてもいない。外生的に決定されるものは  $\nu$  の値であり、その結果  $\lambda$  が内生的に決定される。したがってこの  $\lambda$  と利潤  $R$  との関係を示明的に取り出すことは不可能となろう。解が  $g$  曲線上のどこかで見出されるとしても、それは **Williamson** の考えるような単純なものではないであろう。

また他方 **Williamson** は利潤額  $R$  を  $g$  の率で増大するものと考えた。そのとき背後に通常の利潤の定義  $\Pi = pX - (iK + wL)$  と生産函数の一次同次の仮定が存在する。即ちわれわれの  $\lambda = 1$  に相当する場合を考えている如くである。したがって利潤  $\Pi = 0$  となるので社内留保額は  $iK$  の一部が支払われずに留め置かれるものと考える以外道はないこととなる。このことは拡張に伴う経営管理部門の諸経費が資本  $K$  に帰属しうる性格をもったものという認識に立脚することを示し、**Penrose** ならびにわれわれの認識と相容れないことになるのである。**Williamson** はこのように社内留保を  $iK$  の一部の留保と考えたからこそその留保率を外生的に与えることが出来たのである。

以上の分析は財の多様化、新技術の開発・採用等からくる生産函数の変化を無視している。その意味で既にのべた如く限られた分析である。また以上の分析は  $I^*$  の極大化を述べるが企業の純資産の構成内容については一切言及していない。もし純資産の構成の各比率が一定であるとすれば  $I^*$  の極大行動は期末に残し次期に繰越す貨幣ストック(現金の量)を極大にすることとして理解しうるであろう。したがってわれわれの企業は貨幣の流出及び流入というフロ

一に関する決意、次期に繰越す貨幣ストックに関する決意をなし、財を生産し供給する有機体ということになる。ここに企業の貨幣需要を含んだ供給量 $X$ に関する分析が成立するのである。(この論文を書くにあたり本学の金森恒利教授および森実教授の親切なる助言を頂いた。深く感謝する次第である。なお上記分析の内容に関してはわれわれの責任であることは云う迄もない。)

なお、この論文は香川大学経済学部堀江義助教授との共同研究の成果であり、私の分担は Penrose, E. T. の著書であり、堀江氏は Penrose 以後のもの (Marris, R., Baumol, W. J. など) を主に取り扱った。ここでは私の責任において、共同研究の結果をまとめたが、まとめる過程において誤りがあるとなれば、それは私が負うべきものであることを付書したい。

#### (参 照 文 献)

- [1] Baumol, W. J., On the Theory of Expansion of the Firm, *AER*, Vol. 52, Dec. 1962.
- [2] Marris, R., A Model of the "Managerial" Enterprise, *QJE*, Vol. 77, May. 1963.
- [3] Penrose, E. T., *The Theory of the Growth of Firm*, 1966.
- [4] Williamson, J., Profit, Growth and Sales Maximization, *Economica*, Feb. 1966.



# 製造業主要企業における 収益性変動の分析

安 居 洋

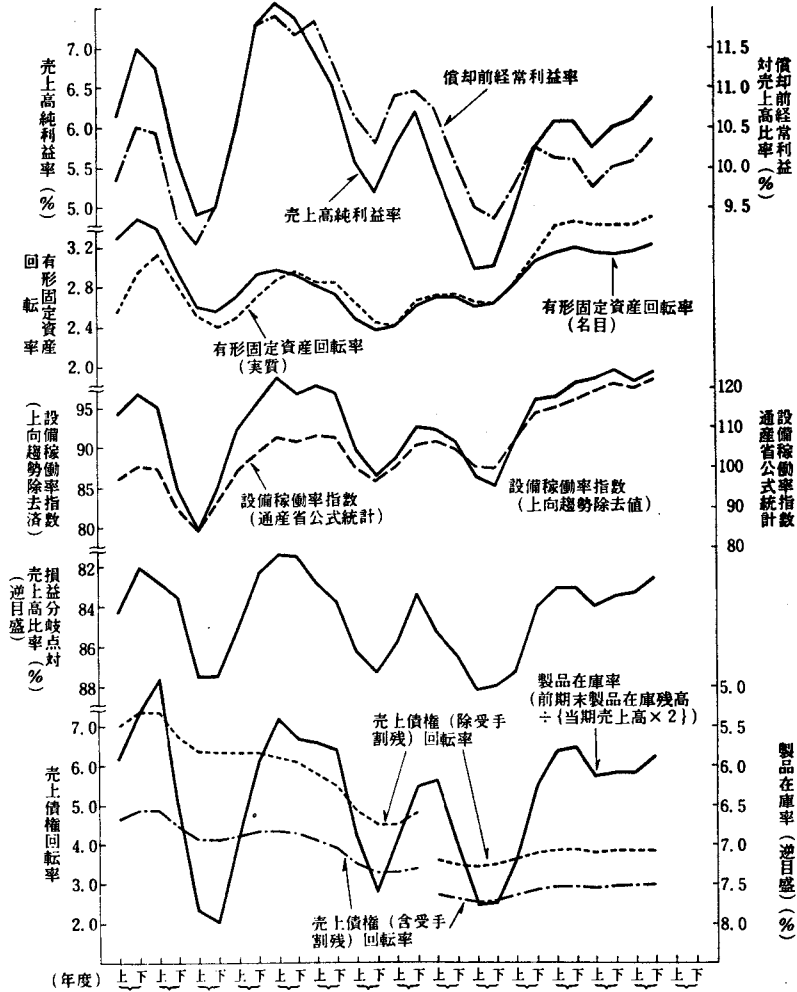
## § 1 緒 言

わが国経済は、昭和30年以降、年平均約10パーセントもの実質経済成長率が持続するという高度成長趨勢の中で、4回の景気循環（ただし45年秋以降の景況を一つの独立した景気後退とみなすとして）を経験した。この間において、37～40年の景気情勢は特異な性格を帯びている。すなわち、37年の金融引締め政策下におけるインベントリー・リセッションののち、38年には景気は上昇したがこの上昇は微弱かつ短命で、39～40年不況へと引継がれたのである<sup>(1)</sup>。したがって、37～40年のわが国経済は、3～4年周期の在庫循環における短期的後退期という範疇をこえた中期的な不振期にあったとの見方が成り立ちうる。この状況を、篠原三代平氏が設備投資循環によって形づくられる中期循環の下降局面の特性としてとらえられ、宍戸寿雄氏も論法に若干の差異はあるがいわゆる転型期としてとらえられたことは、まだわれわれの記憶に新しい。

この中期循環論ないし転型期説はマクロ経済動向に関する仮説として提起されたのであるが、37～40年当時におけるわが国経済の不調は特に企業経営面で顕著であった。その端的な指標として、売上高純利益率の著しい低下・企業間信用の膨張（ともに第1図参照）・自己資本比率の低下・企業倒産の頻発など

(1) 経済企画庁の景気の基準日付によれば、39年10月が景気の山とされているが、筆者は39年半ば頃を山とみなすのが妥当であると考えている。その理由については、拙稿「製造業と繊維工業の景気動向の分析——とくに企業財務諸指標との関連において——」（『東洋紡績株式会社経済研究所季報』第18号、1968年10月）p.23を参照して頂きたい。

第1図 製造業主要企業の財務諸指標の変化



(資料) 日本銀行「主要企業経営分析」; 通産省「通産統計」  
 (注) 回転率は、当該指標の前期末と当期末との残高の平均値で(期中純売上高×2)を除いた数値。ただし、実質有形固定資産回転率=(実質売上高×2)÷前期末実質有形固定資産残高。



が挙げられる。そこでこれらの企業経営諸指標を重視する論者は、39～40年不況のきびしさを強調し、「構造不況」とか「恐慌寸前」とかの表現で危機感をあおった。<sup>(2)</sup>しかしこれら悲観論者の殆んどは、当面の企業業績悪化に目を奪われてセンセーショナルな議論の展開を急ぎ、客観的な分析を怠っていた。筆者は、当時における企業収益性の悪化が何に起因するかを究明し、あわせて収益性回復の可能性の有無を探るために、以下に綴るようなファクト・ファインディングを分析の出発点としたのである。

## § 2 昭和37年～40年における企業収益性の 中期的悪化の諸要因

第2図を見れば、製造業主要企業の純利益または粗利潤の前期比増減率（ $\dot{\pi}$ または $\dot{\pi}_{GF}$ ）が純売上高の前期比増減率 $\dot{S}_N$ と相関的に変化し、 $\dot{S}_N$ はまた季節変動調整済み国民総生産あるいは総需要の前期比増減率（ $\dot{V}_N$ あるいは $\dot{D}_N$ ）と密接な共変関係にあることがわかる。そこで、まず、 $\dot{S}_N$ に対する $\dot{\pi}$ または $\dot{\pi}_{GF}$ の回帰方程式をいくつか計測すると、第1表に要約されるような結果が得られた。

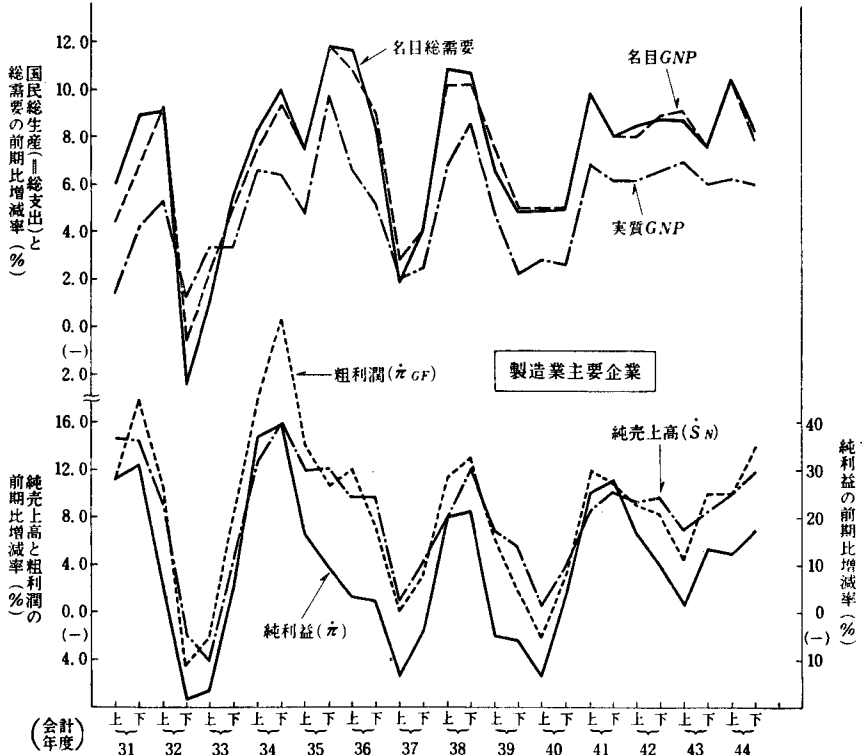
この表は、例えば上から5行目の結果を、

$$(2.5) \dot{\pi}_{GF} = -2.250 + 1.3594 \dot{S}_N$$

というように読んで頂きたい。この式において $\dot{\pi}_{GF} = 0$ とおき定数項を移項すれば、粗利潤が増加するための最低所要増収率を知りうる。それは(2.5)式については1.66%である。これと同様の手続きを(2.6)式に施せば、純利益が増加するための最低所要増収率が得られ、この場合それは4.55%と計算され

(2) 中期循環論ないし転型期論は、景気の長期沈滞論と同一でなく、また明確な分析的視角を欠く構造不況論とは全く別物である。なお、転型期論に関する主要な文献として下記のもの挙げられる。1. 『経済白書』、昭和37年版；2. 篠原三代平「日本経済は転型期にある」（『中央公論』昭和40年新年特大号）；3. 大戸寿雄「転型期は終わった」（『エコノミスト』昭和42年1月17日号）

第2図 国民総生産・売上高・利益の循環的変動



(資料) 上段：経済企画庁「昭和45年版国民所得年報」および「国民経済計算No.25」(季節変動調整年率計数を利用)。  
下段：日本銀行「主要企業経営分析」

る。これら二つの計算結果から、昭和30~40年度の企業の平均的体質を前提とすれば、2~4%の増収率のもとでは、粗利潤が増加しても純利益が減益となってしまう可能性が大きい、という重要な所見が導き出される。ここにわれわれは資本費用(減価償却費+金融費用)の圧力の端的なあらわれを見出すことができる。なぜなら、純利益は粗利潤から資本費用を控除したものだからである。つまり、製造業主要企業は全体として、2~4%という低率の増収率に

第1表 純利益または粗利潤の前期比増減率の回帰方程式

方程式 の番号	観測期間	被説明 変数	定数項	説明変数 (増収率 $S_N$ ) の係数	係数の t-Value	相関 係数	残差の 標準誤差	ダービン ・ワトソン 比
(2.1)	30/上~35/上	$\pi_{GF}$	-2.048	1.4055	10.54	0.957	2.81	1.07
(2.2)	30/上~35/上	$\pi$	-8.964	2.7630	8.90	0.942	6.55	1.45
(2.3)	35/下~40/下	$\pi_{GF}$	-1.573	1.1662	7.16	0.913	2.12	2.22
(2.4)	35/下~40/下	$\pi$	-12.304	2.1337	3.49	0.727	7.94	1.23
(2.5)	30/上~40/下	$\pi_{GF}$	-2.250	1.3594	13.60	0.947	2.52	1.60
(2.6)	30/上~40/下	$\pi$	-12.351	2.7164	8.39	0.876	8.14	0.96
(2.7)	30/上~44/下	$\pi_{FG}$	-2.370	1.3501	15.12	0.942	2.31	1.56
(2.8)	30/上~44/下	$\pi$	-12.068	2.7458	8.99	0.856	7.90	0.89

(注) 1. 各変数の単位はパーセント。

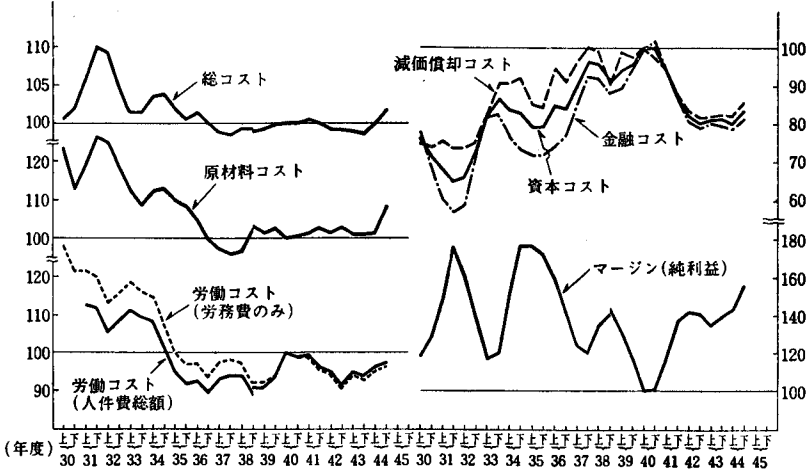
2. 粗利潤=純利益+減価償却費+金融費用。

よってあらわされる売上げの不振期にも資本費用（ことに金融費用）の伸びを機動的に抑えることができず、粗利潤の増分が資本費用の増分を下回る結果として、純利益が前期に比べ減少し勝ちであるという基調の上に立っていたのである。

ところで、第2図から読み取れるように、昭和30年代半ばから40年度まで、所与の増収率に対応する増益率が以前よりも低くなった。換言すれば、純利益が増加するための最低所要増収率がより高くなったのであり、(2.2)式と(2.4)式に基いて計算すると、増益のための最低所要増収率は30年度上期~35年度上期の3.24%から35年度下期~40年度下期における5.77%へと顕著に高まったのである。この変化は、企業経営におけるコスト圧力に起因すると考えられる。

第3図に示したように、36年度まで趨勢的に低下してきた製造業の総コストは、37~41年度の間、横ばいなしじり高に転じた。このコスト増嵩の根因は、借入金に大きく依存した設備投資の強成長にある。即ち、34年以降の膨大

第3図 製造業主要企業のコスト・マージン動向



(資料) 日本銀行「主要企業経営分析」

(作図方法) 各期の諸費用金額を実質生産額(純売上高プラス製品在庫・仕掛品在庫増加額を、日銀調べ大企業性工業品卸売物価指数でデフレートした額)で除した数値を、それぞれ40年度上期を100とする指数としてあらわした。

- (注) 1. 38年度下期の切れ目は調査対象企業の拡充によるもの。  
 2. 大企業性工業品卸売物価指数は40年以降しか公表されていないので、39年以前については、日銀内で参考資料として作成されていた大企業性工業品卸売物価の昭和35年基準指数を、公式の40年基準指数にリンクして利用した。

な設備投資は資本コストの飛躍的増大を招来する一方、増加生産物売りさばぎのための販売および一般管理コストをも増大させた。他面、設備投資の増加は、物的生産性引上げにより原材料コストと労働コストを引き下げて来たが、36~37年度を境にこれらのコストの趨勢的低下は止まったのである。上記のような各コスト要因の動向の総合的結果として、企業は37~40年度にコスト圧力に直面するに至った。なかでも資本コストの増嵩が、当該期間における企業収益力に対して限界的に大きく抑圧効果を及ぼしたと推論される。資本コスト(資本費用を実質生産額で除した数値)は、コスト構成比それ自体としては原材料コストよりもはるかに小さく、30年度上期~35年度上期の平均7.85%から35年度下期~40年度下期の平均9.47%へと上昇したにすぎないけれども、後者の期間には、増収率が1.35%以上となれば粗利潤が増加しえた——(2.3)式に

基く計算——のに対し、純利益が増加するためには5.77%以上もの増収率が達成されなければならなかったことから、資本コストの企業収益性に対する限界的な抑圧効果は明白である。

このようなコスト圧力増嵩を反映して、損益分岐点对売上高比率が第1図に見られるように38年の景気回復期もさして低下せず、40年にはこれまでの最高値へと上昇した。この比率が上昇すると、企業が利益率の上昇をめざす限り、操業度をしだいに引き上げ、その結果として膨大な増加生産物を市場に送り込まなければならない。そこで販売競争が激化し、販売費がいっそう増大するとともに、販売慣行の変化が招来された。その一例は企業間信用の支えによる「押込み販売」の盛行であり、これを反映して企業間信用が急膨張（売上債権回転率が急低下）<sup>(3)</sup>した。それでもなお需要が相対的に不足し、製品在庫率が38年に過去の好況期に比べ格段に小幅な低下を示した（第1図最下段参照）のうち、40年度上期まで上昇し続けたのである。そして企業間信用の膨張や製品在庫の累増は、結局、銀行信用の増加によって支えられたので、この面からも金融コストが増嵩した。

こうして、利益率を維持するために生産水準を引き上げようとする企てが、結果として利益率の低下をうながすという悪循環の様相が現れたかのように見えた。そこで、前述のような悲観論者の見解が蔓延したが、彼等の殆んどは当面の企業業績悪化に目を奪われて、当時すでに企業収益力が上向く可能性が生じていることを見逃していたのである。その可能性とは次のようなものであった。第一に、純利益率低下の一因となっていた減価償却費負担の増大は、過去

(3) この議論は当時広く受け入れられたが、その定量的検証は困難である。後に掲げる企業収益モデルの一構成要素として売上債権関数（単位億円）を数多く計測し、売上債権 $= -42026.77 + 0.5623(\text{名目売上高}) + 490.93(\text{前期の損益分岐点对売上高比率})$ 、という結果が得られた。この関数では係数はともに有意で相関係数も0.9938と高いが、ダービン・ワトソン比が0.49と著しく低い。そこでダービン・ワトソン比も十分に高い売上債権関数を模索したところ、損益分岐点比率（lagをつけようが、つけまいが）の係数が有意にプラスと出る関数は一本も得られなかった。また、損益分岐点比率を説明変数として含む売上高関数においても、当該変数の係数は決して有意にプラスとならなかった。





$$R = 0.834, d = 1.67$$

いま(3.4)式を(3.1)式に代入して前述のような手続きを施せば、純利益が一定率で増加するための所要経済成長率(この場合総需要の増加率)を知りうる。たとえば純利益が毎期10パーセントずつ増加するための所要(名目)経済成長率は半期当り7.55%であり、これを年当り成長率に換算すると約16%となる。昭和41年度以降の実績成長率はおしなべて16%をこえており、このようなマクロ経済動向の中で $\dot{\pi}$ が平均して $\dot{S}_N$ を上回り、売上高純利益率が着実に上昇してきたのである<sup>(5)</sup>。筆者は近年、上述のような形の統計式を利用し、マクロ経済動向に関する筆者個人の比較的強気な見通しと相まって、企業収益性が上昇の方向にあると予測してきた(脚注(1)の拙稿参照)。

しかしごく最近では、(3.1)式が増益率を過大推定するきらいが生じた。つまり、第1図に見られるように43年度下期以降における実績増益率は十分に高かったけれども、これらの期間に達成された増収率の実績値を(3.1)式に与えた場合に算出される増益率の推計値は、その実績よりいっそう高いのである。このことは、最近コスト圧力が再び増嵩していることを示唆する。ただし第3図から明らかなように、資本コストは37~40年度当時と対照的に低下こそすれ増嵩していない。これに代って43年度以降、賃金上昇率が物的労働生産性の上昇率を上回った結果として労働コストが漸増の傾向にあり、これが企業収益性の足を引っ張る要因として無視しがたい作用及ぼし始めた<sup>(6)</sup>と推察される。

(5) GNPデフレーターと主要企業生産物のデフレーターとの間では、構成要素および変化率の差異が大きいため、厳密に言えば $\dot{D}_N$ で $\dot{S}_N$ を説明する統計式を用いて企業収益動向の論ずる方法は妥当でない。しかし、ここでは単純化のため、本文に記した手続きをとったのであり、後述の企業収益モデルでは、企業の売上高は実質額表示でマクロ経済指標と結び付けられている。なお、(3.4)式と(3.5)式はそれぞれ変化率について計算された回帰方程式であるので、上向趨勢の要因が除去されて相関係数が幾分低くなっている。しかし、企業の純売上高の前期比変化率でなく金額それ自体を、国民総生産または総需要の金額で説明する回帰方程式を計測すると、名目表示であろうと、実質表示であろうと、また対数形でも、一様に0.99もの高い相関係数が得られた。

(6) もっとも、最近年におけるコスト増嵩は製品販売価格の上昇によって償われて余りあり、しかも、増益率の実績値は回帰式による推定値より低いとはいえ実績増収率を上回っていたから、44年度下期まで売上高純利益率は上昇傾向にあった。



人件費が最近年に限らず長年にわたって企業収益性に対する直接的圧迫要因であったことは、31年度下期～44年度上期を観測期間とする下記の回帰方程式により定量的に立証される。

$$(3.5) \quad \dot{\pi} = 0.345 + 4.397 \dot{S}_N - 3.614 \dot{C}_L$$

(8.63)                      (-3.76)

$$\bar{R} = 0.906, \quad d = 1.40$$

この式において $\dot{C}_L$ は、1・2・1ウェイトによる3期移動平均済み人件費総額——人件費は年度上期に大きく増加し下期にはあまり伸びないという明瞭な季節性をもつのでそれを調整する必要がある——の前期比増加率である。この変数を(3.1)式の説明変数に追加すると、 $\dot{C}_L$ の係数の有意性にやや難が生ずるがいちおうの計測結果が得られた。すなわち、

$$(3.6) \quad \dot{\pi} = -2.604 + 3.986 \dot{S}_N - 1.752 \dot{C}_L$$

(7.85)                      (-1.65)

$$-0.342 [(\dot{\pi}_{-1} + \dot{\pi}_{-2}) / 2] - 6.718 Z$$

(-3.34)                      (-1.96)

しかしこの式は単なる統計式であり、数多くの要因の複合作用による企業収益動向を一本の統計式で予測することには無理が生ずる。より高い精度で収益動向を予測するためには、十分に長い過去の期間にわたって企業収益性に影響した主要な諸要因の変動を明別的に、そして相互連関的に把握しなければならない。筆者はこのような認識にもとづいて企業収益モデルの作成を試みたのである。

#### § 4 企業収益モデルの試作

モデルの作成に当って、筆者は企業収益動向の予測に焦点をしばりきわめてコンパクトなモデルを得ようと努めた。したがって以下に展開する12本の推定式を含むモデルは、企業の主要財務諸指標の動向の包括的な考察を企てるような野心的なものではない。また筆者の試作モデルは下記の諸特徴をもってい

る。第一に、当モデルは、諸内生変数の相互依存の同時決定体系ではなくて、内生変数が逐次的に他の内生変数の解を与え同一期間内にこれと逆方向の作用経路が存在しないという逐次決定 (recursive) タイプのものになっている。ただし筆者は、最初からこのタイプを意図していたのではなく、推定の対象となる12の変数についてのそれぞれ最もフィットのよい推定式を定義式とともにモデルにまとめあげると、結果的に偶然にも recursive-type になっていたのである。第二に、当モデルは、内生変数と外生変数との積または前者を後者で除

第2表 変 数 一 覧 表

記号	項 目	単位	記号	項 目	単位
$I_{ER}$	民間設備投資実質額	億円	$I_{FN}$	有形固定資産名目粗投資	億円
$D_R$	総 需 要 実 質 額	〃	$J_{TN}$	名目総在庫投資額	〃
$S_R$	実 質 売 上 高	〃	$J_{GR}$	製品・仕掛品実質在庫投資	〃
$S_N$	名 目 売 上 高	〃	$BL$	長期借入金(含社債)	〃
$O_R$	実 質 生 産 額	〃	$B_{SG}$	短期借入金(含受手割残)	〃
$CL$	人 件 費 総 額	〃	$B_G$	借入金総額(含受手割残)	〃
$C_F$	金 融 費 用	〃	$F$	売上債権(含受取手形)	〃
$DEP$	減 価 償 却 費	〃	$T_C$	法 人 税	〃
$\pi$	当 期 純 利 益	〃	$DEP_{(R)}$	実質減価償却費	〃
$\pi_G$	当 期 償 却 前 利 益	〃	$i$	全国銀行貸出平均約定金利	% (年 利率)
$K_{FR}$	有形固定資産実質残高	〃	$\rho_{IF}$	民間設備投資デフレーター	$\frac{40年}{=100}$
$K_{FN}$	有形固定資産名目残高	〃	$\rho_{WG}$	大企業性工業品卸売物価指数	} 40年 度上 期 =100
$K_{JR}$	総棚卸資産実質残高	〃	$\rho_{WI}$	主要企業在庫品卸売物価指数	
$K_{JN}$	総棚卸資産名目残高	〃	$Z_{CL}$	人 件 費 季 節 ダ ミ ー	
$K_{GR}$	製品・仕掛品在庫実質残高	〃		$\left\{ \begin{array}{l} \text{上期}=(1+r)^n \\ \text{下期}=0 \end{array} \right.$	
$I_{FR}$	有形固定資産実質粗投資	〃			

(注) 1. 統計加工方法については本稿末尾の付録参照。

2. 変数の右下に付せられたマイナス1またはマイナス2は、それぞれ1期または2期のタイム・ラグを示す。

した商を推定式の説明変数として含むという意味において非線型であるが、通常の計量経済モデルにおける非線型とは性格を異にする。第三に、推定方法は単純最小二乗法である。上記の諸特徴は問題点をも内包しているが、それでもなお、企業収益動向を予測するに当って、明確な定量分析的根拠を何ら持たずに過去の傾向値に個人の嗜好を加味して予想するという仕方と比べ、当モデルは幾分かでも有用な枠組を提供するだろう。

まず12本の推定式を列挙することから始めるが、変数の一覧表および諸推定式の自由度修正済み相関係数( $\bar{R}$ )、自由度修正済み標準誤差( $\bar{S}$ )ダービン・ワトソン比( $d$ )の一覧表を第2表および第3表としてまとめておく。

#### 実質売上高

$$S_R = -16418.85 + 0.40878 I_{ER} + 0.19039 (D_R - I_R).$$

(11.95)                      (19.69)

#### 人件費総額

$$C_L = -189.95 + 0.99297 C_{L-1} + 0.04434 \Delta O_R + 0.06473 (\pi_{-1} + \pi_{-2})$$

(42.37)                      (4.94)                      (2.83)

$$+ 114.93 Z_{CL}.$$

(6.36)

#### 減価償却費

$$D_{EP} = 75.08 + 0.06370 K_{FN-2} + 0.04750 I_{FN-1}.$$

(24.38)                      (2.76)

#### 金融費用

$$C_F = -2048.00 + 0.53513 C_{F-1} + 0.02159 B_G + 255.13 i.$$

(8.32)                      (9.73)                      (5.65)

#### 当期純利益

$$\pi = 463.45 + 0.17335 S_N + 0.06683 \Delta S_N - 0.67887 C_L$$

(7.27)                      (2.84)                      (-3.53)

$$- 0.59978 (C_F + D_{EP}).$$

(-2.84)

法人税の前期比増加

$$\Delta T_C = 8.14 + 0.27349 \Delta \pi. \quad (14.00)$$

総棚卸資産実質残高

$$K_{JR} = 1900.29 + 0.10662 S_R + 0.66415 K_{JR-1} + 3084.31 \Delta i. \quad (4.86) \quad (7.85) \quad (4.83)$$

製品・仕掛品在庫実質残高

$$K_{GR} = 818.69 + 0.07611 S_R + 0.73975 K_{GR-1} + 2723.92 \Delta i. \quad (3.91) \quad (8.68) \quad (4.53)$$

有形固定資産実質粗投資

$$I_{FR} = -8595.56 + 2225.07 (2 \cdot S_R / K_{FR-1})_{-1} + 714.64 (\pi / S_N)_{-1} \\ + 0.71954 [(\pi_G - T_C) / p_{IF}]_{-1}. \quad (2.03) \quad (2.83) \quad (3.52)$$

短期借入金 (含受手割残)

$$B_{SG} = 1002.26 + 1.02179 B_{SG-1} + 0.56903 J_{TN} + 0.37350 \Delta F_{-1} \\ - 0.22705 \Delta S_N. \quad (83.45) \quad (2.78) \quad (3.36) \quad (-2.74)$$

長期借入金 (含社債)

$$B_L = -724.62 + 0.96260 B_{L-1} + 0.71002 I_{FN} - 2124.94 \Delta i. \quad (42.31) \quad (5.52) \quad (-1.81)$$

売上債権 (含受取手形)

$$F = -23202.02 + 0.69681 F_{-1} + 0.22676 S_N + 2755.56 i. \quad (9.31) \quad (5.91) \quad (2.61)$$

推定の対象期間は34年度上期～44年度下期の22期間である。筆者は、いくつかの説明変数の組合せ (タイム・ラグの付け方も適宜変えてみて) から成る各種の回帰方程式のすべてについて、上記期間を対象とするものと32年度上期～44年度下期の26期間を対象とするものとの二通り計測したが、おしなべて後者の期間をカバーする計測結果の方がより劣っていた。そこで、32～44年度全体

第3表

	$\bar{R}$	$d$	$\bar{S}$
実質売上高	0.9994	2.02	1032.80
人件費総額	0.9996	1.74	89.99
減価償却費	0.9948	1.32	112.00
金融費用	0.9997	1.81	32.01
当期純利益	0.9975	1.77	126.80
法人税増加	0.9502	1.86	38.69
総在庫残高	0.9985	1.71	447.70
製品・仕掛品在庫	0.9984	1.72	402.27
有形固定資産投資	0.9478	1.15	711.00
短期借入金	0.9993	1.35	604.77
長期借入金	0.9989	1.12	725.65
売上債権	0.9985	2.07	896.38

を観測期間とすれば、  
 3つの景気上昇期と  
 3つの景気後退期とを  
 含むという意味で、よ  
 りバランスのとれた観  
 測期間となると知りな  
 がらも、小稿では計測  
 結果の良好性を重視し  
 て、3つの景気上昇期  
 と2つの後退期を含む  
 34~44年度を観測期間  
 とする推定式の一群を  
 用いることに決めたの  
 である。以下に定義式

を列挙しよう。

$$S_N = (p_{WG} \div 100) \times S_R.$$

$$\Delta S_N = S_N - S_{N-1}.$$

$$K_{JN} = (p_{WI} \div 100) \times K_{JR}.$$

$$J_{TN} = K_{JN} - K_{JN-1}.$$

$$J_{GR} = K_{GR} - K_{GR-1}.$$

$$O_R = S_R + J_{GR}.$$

$$\Delta O_R = O_R - O_{R-1}.$$

$$B_G = B_L + B_{SG}.$$

$$K_{FR} = K_{FR} + I_{FR} - D_{EP(R)}.$$

$$K_{FN} = (p_{IF} \div 100) \times K_{FR}.$$

$$I_{FN} = K_{FN} - K_{FN-1} + D_{EP}.$$

$$D_{EP(R)} = D_{EP} \div (p_{IF} \div 100).$$

$$\pi_G = \pi + D_{EP}.$$

$$\Delta F = F - F_{-1}.$$

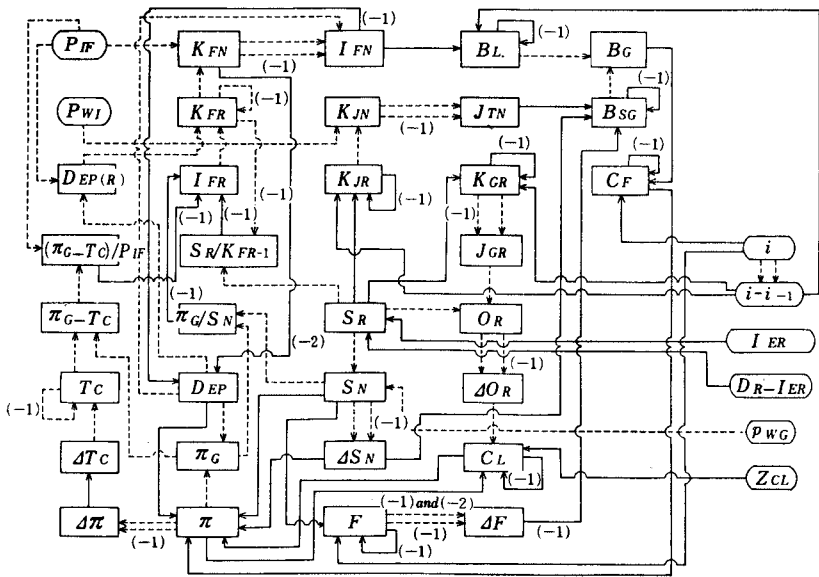
$$\Delta i = i - i_{-1}.$$

$$\Delta T_G = T_C - T_{C-1}.$$

$$\Delta \pi = \pi - \pi_{-1}.$$

上掲のような推定式と定義式とから成るモデルの構造は第4図によって示される。

第4図 企業収益モデルのフロー・チャート



□ = 内生変数, ○ = 外生変数

——→ = 推定式による作用経路

- - - - -> = 定義式による関係

(-θ) はθ期のタイム・ラグを示す。

## § 5 3つのシミュレーション結果

前節で示したモデルに基づき、45～50年度間の各期間について妥当と思われる各種の組合せの数値（一部分は実績値または実績見込み値）を外生変数に与えると、当該期間における製造業主要企業の収益・投資関連指標の予測値が幾組も算出される。本節ではこれらのうち3つのケースに限定して予測結果を示すことにしよう。予測の前提となる外生変数の組合せは第4表のとおりであり、主要内生変数の予測結果は第5表にまとめられてある。

まず銀行貸出金利については、下降ペースに若干の差がある（ケース1とケース2では全く同じ）とはいえ、過去の下降趨勢線に沿ったものよりやや緩やかな勢いで50年度まで低下し続ける——そのような結果をもたらす緩和基調の金融政策が採られる——と想定した。つぎに物価関係では、製品販売価格の上昇率が相対的に低い反面設備投資デフレーターの上昇率が相対的に高いという、企業にとってより不利な物価の先行き（ケース1およびケース2）と、これとは反対により有利ではあるが製品販売価格のより高い上昇率に対応して在庫品物価の上昇率も幾分か高くなる情況（ケース3）との2種類の明別的な想定をおいた。また企業の売上高にとって決定的な影響を及ぼす日本経済全体の成長動向については、総需要実質額の前年度比成長率を11%前後に保つような高度成長志向的政策が50年度まで採られると想定し、48年度以降総需要実質額が前期比5.2%ずつ（年率に換算して10.7%）増加するケース1と、前期比5.5%ずつ（年率換算で11.3%）増加するケース2およびケース3とを明別した。ちなみに45～47年度の年当り平均実質成長率はいずれのケースでも10.5～10.8%である。ただし、ケース1では46年度から50年度まで一貫して、ケース2とケース3では46～48年度に、民間設備投資の増加率が総需要の増加率を下回り、予測期間全体にわたって34～36年度や41～44年度に見られたような民間設備投資のスパートは生起しないと見込まれている。

これらの諸前提条件のもとで、企業収益動向を端的にあらわす売上高純利益

第4表

予 測 の た め の 前 提 条 件

変 数 名	ケース	44/下 (実績)	45/上 (実績または 実績見込み)	45/下	46/上	46/下	47/上	47/下	48/上	48/下	49/上	49/下	50/上	50/下
全国銀行貸出	1	7.582	7.665	7.620	7.400	7.300	7.270	7.230	7.190	7.150	7.110	7.070	7.030	7.000
平均約定金利	2	7.582												
	3	7.582												
大企業性工業品 卸売物価指数	1	2.4	1.0	(-)1.0	0.5	以下、各期とも前期比0.7%の上昇								
	2	2.4												
	3	2.4				1.0	(-)1.0	0.5	以下、各期とも前期比1.0%の上昇					
主要企業在庫品 卸売物価指数	1	2.5	1.1	(-)0.5	0.5	以下、各期とも前期比0.9%の上昇								
	2	2.5												
	3	2.5				1.1	(-)0.5	0.5	以下、各期とも前期比1.2%の上昇					
民間設備投資 デフレーター	1	2.0	1.8	0.5	1.0	以下、各期とも前期比1.75%の上昇								
	2	2.0												
	3	2.0				1.8	0.5	1.0	以下、各期とも前期比1.5%の上昇					
総 需 要 実 質 額	1	5.5	5.5	4.4	5.0	6.3	4.8	4.6	以下、各期とも前期比5.2%の増加					
	2	5.5												
	3	5.5							5.5	4.4	5.3	6.3	5.1	5.0
民間設備投資 実 質 額	1	9.6	7.5	4.8	4.0	4.9	4.0	2.9	以下、各期とも前期比4.0%の増加					
	2	9.6												
	3	9.6							7.5	4.8	4.5	5.7	3.5	3.0

(注) 1. 銀行貸出金利(年利率の水準で表示)以外の数値はそれぞれ前期比増加率(または騰落率)。

2. 単位すべてパーセント。



第5表

主要内生変数の予測結果

変数名	ケース	44/下	45/上	45/下	46/上	46/下	47/上	47/下	48/上	48/下	49/上	49/下	50/上	50/下
名目売上高 ( $S_N$ )	1	23.1	19.1	10.6	10.5	13.8	13.8	11.6	12.0	12.7	12.7	12.7	12.6	12.6
	2					14.4	14.1	12.2	12.6	13.3	13.6	13.8	13.8	13.7
	3					14.8	14.8	12.8	13.3	14.0	14.3	14.5	14.5	14.4
人件費総額 ( $C_L$ )	1	22.0	19.6	17.0	15.8	15.2	14.8	14.0	13.9	13.8	13.7	13.6	13.5	13.5
	2				16.0	15.5	15.0	14.4	14.3	14.3	14.3	14.4	14.4	14.4
	3				16.0	15.5	15.1	14.5	14.6	14.7	14.7	14.9	14.9	15.0
減価償却費 ( $DEP$ )	1	23.3	20.3	17.2	17.0	12.9	11.5	12.2	12.6	12.0	11.6	11.5	11.5	11.5
	2					12.9	11.6	12.5	12.8	12.4	12.0	12.0	12.1	12.2
	3					12.9	11.4	12.1	12.5	12.2	11.9	12.0	12.1	12.3
金融費用 ( $C_F$ )	1	20.8	22.8	19.4	15.8	13.2	13.0	13.4	13.1	12.7	12.5	12.4	12.3	12.3
	2					13.2	13.1	13.5	13.3	13.0	12.8	12.7	12.7	12.7
	3					13.4	13.2	13.4	13.2	12.9	12.7	12.7	12.7	12.7
当期純利益 ( $\pi$ )	1	30.9	9.1	(-)2.9	(-)4.3	16.2	13.0	3.5	7.6	11.7	11.0	11.1	11.1	11.2
	2				(-)2.8	18.0	13.4	4.9	9.2	12.6	13.3	14.3	13.6	13.3
	3				(-)2.7	19.7	16.2	7.3	11.5	14.6	15.2	15.9	15.1	14.8
売上高純利益率 ( $\frac{\pi}{S_N}$ )	1	6.359	5.581	5.008	4.852	5.133	4.816	4.739	4.627	4.696	4.556	4.631	4.493	4.573
	2				4.911	5.168	4.878	4.836	4.730	4.806	4.720	4.824	4.713	4.807
	3				4.913	5.224	4.973	4.968	4.893	4.994	4.932	5.053	4.961	5.069
有形固定資産名目 粗投資 ( $IFN$ )	1	28.6	25.7	(-)7.7	(-)14.0	10.3	21.7	12.7	6.3	8.9	11.8	11.5	11.5	11.4
	2					11.5	23.1	13.0	7.3	10.0	12.4	13.0	13.4	13.0
	3					9.1	21.4	14.8	7.9	10.7	13.0	13.3	13.6	13.2

(注) 1. 純利益率(各期の水準それ自体)以外の数値はそれぞれ前年同期比増減(一)率。 2. 単位はパーセント。

率は、ケース1とケース2では多少の季節変動を示しながら50年度まで低下趨勢をたどる。また利益率の水準自体も33年度や39～40年度不況時と同様に（第1図参照）5%を割り込む。これに対してケース3では、利益率は48年度下期に底入れし爾後ゆるやかに上昇傾向を示すが、その水準は過去の好況期に比べて格段に低い（37年度と比べてさえ低い）。

このような利益率に関する渋い予測結末は、aggregateな経済活動の低成長という環境の所産でないことが注意されなければならない。それはむしろ、諸費用と販売価格との相対的關係に起因するとみなされる。すなわち、製品販売価格の上昇率がよい低いケース1とケース2では、48年度まで資本費の前年同期比上昇率が名目売上高の前年同期比上昇率（以下では後者を増収率と呼ぶ）を上回る一方、人件費の上昇率は50年度まで恒常的に増収率を上回るのである。しかし資本費の上昇率は48年度下期以降増収率より低くなるのであるから、この時期における利益率の低下は37～40年度当時におけるような資本費負担の増嵩を主因とするのではなく、むしろ人件費負担の増嵩に起因すると考えられる。

これら2つのケースと対比して設備投資デフレーターの上昇率がより低い——前期比1.5%の上昇率は過去の始況期における平均的な上昇率に近い——反面、製品販売価格の上昇率がより高い（年当り約2%の上昇率）ケース3では、増収率は他の2つのケースより高く資本費の上昇率を上回る度合いが大きい。また人件費の上昇率との差は縮まるがそれでもなお増収率は人件費の上昇率よりやや低い。そしてケース2とケース3とを対比すれば、総需要の高度成長基調という同一のマクロ経済環境のもとでも、物価動向がより有利に展開するか否かが企業収益性に対して大きな影響を及ぼすことがわかる。ただし、前述のようにケース3においてさえ利益率の水準は過去の好況期に比べて低い。売上高純利益率が5.5～6.0程度の水準まで上昇するためには、実質総需要の前年度比11.3%の成長率が政策的に許容されうる上限とすれば、企業の側で製品販売価格を例えば前年比3%程度の率で引き上げることが必要となるであろう。

この要件は、わが国全体の物価の先行きについて重大な帰結を示唆する。周

知のとおり、わが国では昭和35年以降最近まで消費者物価が年当り平均5%あまりの高率で上昇し続け、非工業品卸売物価も明白な上昇趨勢を示してきた一方、工業品卸売物価は相対的に安定していた。工業品の中では、中小企業性製品が趨勢としてジリ高で推移してきたのに対して大企業性製品は44年度における急騰を例外として長期間殆んど横ばいであった。このように安定していた大企業性製品卸売物価が、今後、企業の収益性維持のために例えば年平均約3%ずつ引き上げられなければならないとすれば、そのことが直接に総合物価の上昇率を高めるだけでなく、大企業性工業品を原料とする財貨の販売価格の引上げを余儀なくさせる。

そこで、主要企業の利益率を不況時の水準まで落ち込ませないために主要企業の製品販売価格の上昇が不可避的であり、同時に総合物価の上昇ペース加速

(7) 本稿のモデルでは、大企業性工業品卸売物価指数 ( $p_{WG}$ ) を便宜上外生変数として扱ったが、同時に  $p_{WG}$  を説明する関数も多数計測したのでその一部を示しておく。

$$(5.1) \quad p_{WG} = 38.226 + 0.4523 p_{WG-1} + 0.2639 W - 0.0952 R_{SZ}.$$

(3.90)                      (6.69)                      (-3.79)

$$\bar{R} = 0.935, \bar{S} = 0.70 \text{ (指数ポイント)}, d = 1.79$$

$$(5.2) \quad p_{WG} = -24.494 + 0.8099 p_{WG-1} + 0.1825 W + 0.2581 p_M.$$

(10.78)                      (5.93)                      (4.42)

$$\bar{R} = 0.944, \bar{S} = 0.65, d = 1.28$$

$$(5.3) \quad p_{WG} = 64.840 + 0.2508 p_{WG-1} + 0.2487 W - 0.1519 R_{SZ}.$$

(2.71)                      (5.30)                      (-5.69)

$$\bar{R} = 0.943, \bar{S} = 0.90, d = 1.24$$

$$(5.4) \quad p_{WG} = 50.647 + 0.2833 p_{WG-1} + 0.2237 W + 0.1061 p_M - 0.1221 R_{SZ}.$$

(3.03)                      (4.54)                      (1.40)                      (-3.62)

$$\bar{R} = 0.945, \bar{S} = 0.88, d = 0.97$$

観測期間は(5.1)式と(5.2)式については34年度上期~44年度下期であり、(5.3)式と(5.4)式については32年度上期~44年度下期である。これらの式で、 $W$ は各期の人件費総額を実質生産額で除した単位労働コストを40年度上期=100とする指数であらわしたもの(第3図参照)であり、 $R_{SZ}$ は主要企業製品在庫率指数(40年度上期=100)をあらわし、また $p_M$ は日本銀行統計をもとに加工した原・燃料卸売物価指数である。

これらの式の中で例えば(5.1)式に準拠すると、製造業主要企業は平均して当期の労働コスト変化の26.39%を製品販売価格に転嫁するが、長期的には労働コスト変

が阻止されるべきであるならば、これまで消費者物価（なかでも食料品と雑費）や非工業品卸売物価を慢性的に押し上げてきた諸要因——卑見によれば、それは農業や中小サービス業など低生産性部門における賃金や個人業主（含農家）所得の大幅上昇と対照的な生産性上昇の遅滞であり、これには対策の立遅れや政策的過保護が影響している——に対して抜本的なメスに加えられなければならない。もっとも、上記の叙述には、筆者の試作モデルの予測精度が十分高ければという但し書きが付けられるが。

## § 6 諸推定式の説明

製造業主要企業の実質売上高はわが国全体の経済活動水準によって影響される。もちろん主要企業の生産活動はマクロ経済活動の中で大きな比重を占めているのだが、モデル作成に当ってこの局面を正當に考慮に入れると、結局、日本経済全体についてのマクロ・モデルにまで手を広げなければならないので、小稿では単純化のため国民所得統計の諸集計量が主要企業売上高の与件になるという考え方をとった。そして民間設備投資実質額とそれ以外の総需要実質額とを説明変数とした売上高関数が最も簡明で計測結果も良好なのでそれを採用した。このほかにも、政府の財貨サービス購入とか輸出と海外からの所得とかを別個独立の説明変数として導入した推定式をいくつか計測し、それぞれ良好な結果が得られた。

減価償却費は前々期末の有形固定資産残高と前期の有形固定資産粗投資額により決定されるところが大きい。39年度からの税制改正の影響をダミー変数の形で説明変数に追加すると、 $\bar{R}$ はやや高まったが  $d$  に大差はなかった。金融費用は長・短借入金総額と利子率の水準によって決まる。しかし当期に支払われ

---

化分の5割弱（すなわち  $0.2639 + \{1 - 0.4523\}$ ）を製品価格に転嫁すると推論される。なお、(5.4)式と同型の価格関数を34年度上期～44年度下期について計測すると、 $R_{sz}$ の有意性が著しく低かった。これに対して(5.4)式では  $p_M$ の係数の有意性に難がある。

る利子のうち多くは前期までに約定された貸出金利を課せられるのであるから、このような利子部分を説明する変数として前期の金融費用を付け加えた。

当期純利益は、本来ならば、人件費・資本費のみならず原材料費やその他費用をも個別的な推定式により算出し、これら諸費用の推計値合計を生産額の推計値から差し引いた金額として求められるべきであるけれども、このような定義式による算出方法をとると、生産額と各個の費用の推計誤差が集積されて純利益の推計値が実績値と大きく食い違っておそれがある。この難点を避けるために、売上高・売上高の前期比増加・人件費・資本費 ( $C_F + D_{EP}$ ) の四者によって説明される純利益の統計式を採用したのである。この純利益のうち一定割合は法人税として徴収されるので、純利益額を説明変数とする法人税関数を計測したところ  $\bar{R}$  は 0.9962 と十分に高かったが  $d$  は 0.74 と低い。そこで  $d$  の値を高めるといふ単なる統計学上の目的により第一次開差の間での回帰を求め、第 4 節<sup>(8)</sup>で提示したような法人税増加額関数を得た。

上述の諸推定式はいずれも統計式そのものかまたは統計式的な性格を多分にもったものであるが、次に述べる企業の在庫関数と設備投資関数は企業投資の理論に裏付けられた行動方程式という性格をもっている。まず、製品・仕掛品在庫残高 ( $K_{GR}$ ) について、 $M$  ラベルが展開したようなストック調整原理と売上高予想関数との結合による在庫モデルでは、

$$(6.1) \quad K_{GR} = \alpha + \beta S_R + \gamma K_{GR-1} + \delta \Delta S_R$$

という形の理論式が得られる。そして  $\beta > 0$ 、 $0 < \gamma < 1$ 、および  $\delta < 0$  が演

(8) 経済企画庁経済研究所の財政ユニットで意欲的に進められている財政モデルの研究の成果によれば、法人税制を忠実に体现する法人税関数が非常に良好な計測結果を示している。しかし、この手法にならうためには、いくつかの説明変数を追加しなければならず、筆者のコンパクトなモデルの中で租税関係の推定式が不適合に大きな比重を占めることになるので、あえて本文に記したような簡便法をとった。参照、市川洋・林英機・平井弘「財政制度モデルの研究」(経済企画庁経済研究所研究シリーズ第19号、昭和44年刊)および「財政モデルの改訂」(経企庁経済研究所編『経済分析』第32号、昭和45年10月)。

(9) Michael Lovell, "Manufacturers' Inventories, Sales Expectations, and the Acceleration Principle," *Econometrica*, July 1961. See also Paul G. Darling,

釋される。これに加えて、在庫保有の資金的支柱を表わす短期借入金の前期比増加額を説明変数として導入し、 $J_{GR} = K_{GR} - K_{GR-1}$  という定義式と結び付けると下記のような製品・仕掛品在庫投資の理論式が得られる。

$$(6.2) \quad J_{GR} = \alpha + \beta S_R + (\gamma - 1) K_{GR-1} + \delta \Delta S_R + \varepsilon \Delta B_{SG}.$$

これに基づき実際に計測を行なったところ、

$$(6.3) \quad J_{GR} = 1602.464 + 0.21649 S_R - 0.82368 K_{GR-1} - 0.30196 \Delta S_R \\ (8.51) \quad \quad \quad (-8.94) \quad \quad \quad (-4.40) \\ + 0.54673 \Delta B_{SG}. \\ (8.70)$$

$$\bar{R} = 0.9684, \bar{S} = 236.98, d = 2.14$$

という満足すべき結果が得られた。しかし筆者の試作モデルでは、外生的な金融情勢（貸出金利  $i$  をその代理変数とみなす）の変化が在庫変動に影響を及ぼす経路を明示的にとり入れたいと考えて、第4節で提示した形の在庫残高関数を採用した。この関数における  $\Delta i$  のもつ意味は、資金の利用可能性が制限されている（ $i$  が上昇している）時期には、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り、現実の売上高が企業の期待した売上高を下回ることにより、意図せざる製品在庫増加が生じる（and vice versa）ということである。しかし在庫残高関数において  $\bar{R}$  が 0.9985 と高くても残高の変化分としての在庫投資関数では、同じ三つの説明変数をもってしても  $\bar{R}$  は 0.9050 に低下し、(6.3) 式の 0.9684 に比べて明らかに低い。したがって、第4節で提示した製品・仕掛品在庫残高関数よりむしろ (6.3) 式を採用する方が望ましかったと思われる。そうすると、短期借入金と在庫投資との間に相互依存関係が生じモデルは部分的に同時決定タイプとなる。なお総棚卸資産残高関数についても上記と全く同じことがあてはまる。

---

“Manufacturers’ Inventory Investment, 1947—1958: An Application of Acceleration Analysis,” *Am. Econ. Rev.*, Dec. 1959, および拙稿「わが国の製造業における在庫変動と金融変動」（東洋経済新報社刊『金融学会報告第24集』所収）。ただし、ラベルの理論式は製品在庫についてのみ適用されるのであり、仕掛品在庫については原材料在庫と同型の理論式が展開されている。

有形固定資産粗投資についても資本ストック調整行動を想定することは原理的に可能である——もっとも、固定資産の調整は棚卸資産ほどは機動的に行なわれないが。この考え方にに基づき、売上高・前期末または前々期末の固定資産残高・売上高の前期比増加の三説明変数（あるいは最後のものを除去した二変数）から成る固定資産投資関数を計測したところ、売上高の係数は有意にプラス、資産残高の係数は有意にマイナスに出たが、 $\bar{R}$ は0.86~0.92であり $d$ は0.60~0.78と著しく低い。そこで、例えば種々な形の利益指標のような、粗投資に影響すると思われる説明変数を追加すると売上高の係数が有意でなくなる。したがって、当モデルの有形固定資産投資関数では、前期の実質有形固定資産回転率をストック調整行動をあらわす説明変数としてとり入れ、このほかに利潤原理による投資行動の要素を前期の売上高純利益率(%表示)で説明し、さらに前期の税引後純利益と減価償却費の和の実質額を内部資金の利用可能性の指標として説明変数に加えることにより、一応の計測結果を得た。ただし、モデルのプログラムが出来上った後で、上記の三説明変数に加えて長期借入金実質額の前期比増加を外部資金の利用可能性の指標として導入することにより、計測結果がいっそう向上した。すなわち、

$$\begin{aligned}
 (6.4) \quad I_{FR} = & -6785.16 + 1988.84 (2 \cdot S_R / K_{FR-1})_{-1} \\
 & (2.92) \\
 & + 512.17 (\pi / S_N)_{-2} + 0.5408 [(\pi_G - T_C) / p_{IF}]_{-1} \\
 & (3.21) \qquad (4.24) \\
 & + 0.42515 [(B_L / p_{IF}) - (B_L / p_{IF})_{-1}]. \\
 & (3.54) \\
 \bar{R} = & 0.9746, \quad \bar{S} = 498.99, \quad d = 1.54
 \end{aligned}$$

今後、モデルを改良するに当ってこの(6.4)式のような固定資産投資関数を利用することが望ましいと思われる。

短期借入金関数において $\Delta S_N$ の係数がマイナスになっているのは、売上高が急速に増加すればするほどそれに対応して現金受取りないしそれに類似した受取りが多くなり、借入れ依存の必要性が低下するからだと考えられる。また

長期借入金関数における説明変数の  $d_i$  は、資金の利用可能性の変化の代理変数とみなされる。売上債権関数における  $i$  もこれと同様の発想に基づいて導入された説明変数であり、例えば金融引締め政策の下で貸出金利の高水準という形であらわれる資金の利用可能性の低下は、企業間信用を膨張させるから  $i$  の係数がプラスになっているのだと考えられる。

## § 7 残された問題

さて、残された最大の難問はモデルにおける人件費の取扱いである。第4節で提示した人件費関数は  $\bar{R}$  も  $d$  も四つの説明変数の  $t$ -Value もすべて十分に高く、しかも近い過去の企業純利益 ( $\pi_{-1} + \pi_{-2}$ ) が好調であれば企業は賃金・賞与の支払いに気前よくなり、逆の場合にはこれと反対のことがあてはまるといふ企業行動をも反映している。しかしこれだけでは人件費の決定の背後にある企業行動の原理が十分に解明されたとはいえない。<sup>(10)</sup> 厳密に言えば、人件費総額は、従業員数 ( $L$ ) と一人当たり賃金 ( $w$ ) とのそれぞれについて企業行動を体现するような関数を計測し、これらの関数による  $L$  と  $w$  の推計値の積として算出されるべきであろう。 $w$  それ自体または  $w$  の前年同期比増加額 ( $w - w_{-2}$ ) については、労働生産性またはその変化分や近い過去の純利益を説明変数とする通常の線型関数により一応の計測結果を得た。これに対して  $L$  を推定するためには生産関数論を基礎とする必要があり、試みに対数線型の生産関数を計測すると下記のような結果が得られた。

$$(7.1) \quad \log O_R = -2.83164 + 0.30262 \log K_{FR-1} + 1.07194 \log L \\ (2.35) \qquad \qquad \qquad (4.78) \\ + 1.22533 \log \rho + 0.01469 t. \\ (8.00) \qquad \qquad \qquad (6.85)$$

(10)  $Z_{CL}$  は第3節で述べたような人件費の季節性を除去するための季節ダミー変数であり、毎年度下期には0、上期には  $(1+r)^n$  の値をとる。ただし、 $n$  は昭和32年度には0でその後毎年1ずつ増加して44年度に12となる。 $r$  はこの間における人件費の平均増加率であり、それは0.0971であったが、45年度以降の予測に当って恣意的に0.14という数値を与えた。



$$\bar{R} = 0.9990, \bar{S} = 0.00912 \text{ (億円の対数)}, d = 2.56$$

$$(7.2) \quad \log(O_R/\mu L) = 1.85106 + 0.40254 \log(\rho \cdot K_{FR-1}/\mu L) + 0.01737 t$$

(1.96) (4.11)

$$\bar{R} = 0.9933, \bar{S} = 0.01936 \text{ (千円の対数)}, d = 0.91$$

これらの式で  $\rho$  は通産省調べ設備稼働率指数から上向趨勢を除去した数値、 $t$  は34年度上期=5, 同下期6, ……44年度下期=26の値をとるタイム・トレンド、そして  $\mu$  は労働時間指数である。なお、(7.2) 式はコブ＝ダグラス型の生産関数 ( $O_R = A' \cdot K^a \cdot L^{1-a}$ ) に立脚している。これにより、生産関数論的接近で  $L$  の推定値を得ることが明らかになったが、対数線型関数をモデルの中に有機的に組み込むことはきわめて困難である。

そこで筆者は、いまのところ下記のような仕方では人件費の計測を改善する構想を立てている。すなわち、人件費 ( $C_L = w \cdot L$ ) は実質生産額 ( $O_R$ ) と一人当たり賃金の積を労働生産性 (一人当たり実質生産額—— $\eta$  で表わす) で除したものに等しいから、 $O_R$  と  $w$  が増加すればするほど人件費は上昇し、 $\eta$  の上昇は人件費を軽減させる要因となる。単位労働コストを  $v$  で表わせば  $v = w \cdot L / O_R = w / \eta$ ,  $\Delta v / v \doteq \Delta w / w - \Delta \eta / \eta$  である。そして所与の  $O_R$  のもとで  $v$  がより高ければ人件費がより大きく、一定の  $v$  のもとで  $O_R$  が増大すれば人件費が増加するという自明の理は、

$$(7.3) \quad C_L = 332.552 + 0.09786 O_R - 1.21550 (\eta - \eta_{-2})$$

(22.19) (-4.12)

$$+ 2.38889 (w - w_{-2}).$$

(3.38)

$$R = 0.9987, \bar{S} = 104.04, d = 1.43$$

によって定量的に立証される ( $\eta$  の単位は千円、 $w$  の単位は百円)。この式は恒等式を基礎にしているけれども、人件費に影響する重要な変数を明示的にとり入れている。そこで、 $(w - w_{-2})$  および  $(\eta - \eta_{-2})$  の推計値がそれぞれ賃金関数および労働生産性関数から得られるならば、 $O_R$  の推計値と相まって(7.3) 式から人件費が導出される。筆者はこの線に沿って賃金関数または賃金増加関数や労働生産性関数について比較的良好な結果を得ているが、すでに許された

紙幅を超過したので、この点の論述は別の機会に譲りたい。ただ、上記の仕方  
でモデルを再構成すれば、企業の設備投資が資本費を増嵩させ企業収益性にと  
って不利な一因を形成するという作用経路だけでなく、設備投資が労働生産性  
の向上を通じて人件費上昇に対する相殺因になるという作用経路——後者の経  
路は小稿のモデルでは欠如している——にも正當に考慮が払われるようになる  
、ということをここで強調しておきたい。

### 付 録：統 計 加 工 覚 書

小稿における製造業主要企業の収益モデルは、日本銀行「主要企業経営分  
析」における財務諸指標から成っている。ただしこの統計は、38年度下期に調  
査対象会社の拡充・差替えが行なわれ、そのままでは38年度上期以前の計数と  
の間に断層が生ずるので、すべての財務諸指標について38年度上期以前の計数  
を、それぞれ、38年度下期における旧対象基準計数と新対象基準計数との比率  
をリンク係数として新対象基準に換算した。

これら諸指標のうち若干を実質額に転換するために用いられたデフレーター  
は、大企業性工業品卸売物価指数( $p_{WG}$ )、主要企業在庫品卸売物価指数( $p_{WI}$ )、  
および民間設備投資デフレーター( $p_{IF}$ )である。 $p_{WG}$ は日銀調べの昭和40年  
基準指数を会計年度の半期ごとに平均したうえで40年度上期=100とする指数  
に換算したものである。これの39年度以前の計数については第3図の注を参照  
して頂きたい。 $p_{WI}$ は、日銀統計に基づいて作成した原料・燃料卸売物価指数  
と上記 $p_{WG}$ とを、原材料在庫残高と製品・仕掛品その他在庫残高との金額比  
をウェイトとして加重平均したものである。加重平均値を算出するに当って、  
ウェイトは35年度上期と40年度上期との二時点において決定され、35年度上期  
基準指数と40年度上期基準指数とを38年度上期の時点における二本の指数の比  
率でリンクするという方法をとった。 $p_{IF}$ は国民所得統計の民間設備投資イン  
プリシット・デフレーターを会計年度の半期ごとに平均し、40年度上期=100

として換算したものである。この $p_{IF}$ には土地購入価格が含まれていないのに対して、企業の有形固定資産には土地が含まれるから、 $p_{IF}$ を有形固定資産のデフレーターとすることはあまり適切ではない。しかしこれに代る適切なデフレーターを算出することは筆者にとって至難の業であるので、小稿では上記のような問題点を熟知しながら、あえて $p_{IF}$ を利用したのである。

企業の売上高に影響を及ぼす総需要（国民総支出＋輸入と海外への所得）および民間設備投資の実質額は、それぞれ、国民所得統計における昭和40年価格表示の四半期別季節変動調整済年率計数を、年度の上期と下期に対応する二つずつの四半期について合計したうえで単純に2で割ったものである。この数値はなお年率計数であり、半期計数にするためにはさらに2で割らなければならないが小稿ではこの段階を省略し年率計数をそのまま利用した。

（本稿は昭和42年4月22日に神戸大学金融研究会で報告した研究内容を発展させたものであり、その骨格は筆者の東洋紡績(株)経済研究所在職中に形成された。現職への転籍が決定した後もこの研究をまとめる機会を与えて下さった同社幹部と経済研究所幹部の方々に感謝の意を表明したい。また、関数の計測やモデルのプログラム作成の面で多大な援助を与えて下さった同研究所の吉田道夫氏および面倒な計算作業を遂行して下さった同社機械計算課の上山隆氏に対して心から御礼申し上げたい。

なお、この小論は昭和46年4月に脱稿したのであり、同年10月に筆者は金融学会秋季大会において、本稿でのモデルを改良したものに基づく研究報告を行った（東洋経済新報社刊『金融学会報告第35集』所収）。同報告書において、筆者は、モデルのいっそうの改良の可能性——例えば、原材料費関数を新たに追加すること、純利益を本稿169ページで付記したように定義式により算出すること、さらに輸出と海外からの所得を別個独立の説明変数として含む売上高関数を採用することなどにより、円平価変更の影響を構図の中にとり入れることができる——を簡単に指摘しておいた。）



# 変動為替相場制の再検討：

## 1つの改革案\*

保坂直達

### I はじめに

周知のように、最近の国際金融をめぐる問題は、一方では過剰流動性（ドル）<sup>(1)</sup>による基軸通貨ドルに対する信認の欠如と他方では基礎的不均衡の累積傾向にかかわる調整機構の非円滑化に連繋的な事象である。もし調整がうまくゆけば国際流動性はほとんど不必要であり、信用危機は生じないであろう。逆に、調整機構が不成功か非円滑的であるならば赤字と黒字が累積し、一方では生じた赤字を賄うための巨額の流動性準備が必要となり、他方では流動性準備の文字通り「ストック」が滞留することになるであろう。この場合、赤字に対する融資には限度があるため、信用の危機が発生し易く、また黒字の累積は投機の対象になり易くなる<sup>(3)</sup>。

それゆえ、論議の1焦点として調整機構したがって為替相場制のあり方が問題になる<sup>(4)</sup>。（上述の過剰流動性による信認の問題も、国際流動性の分布の偏り

---

(※) 本稿は文部省研究助成金の援助に負っている。また、その骨子は1972年9月10日の金融学会・関西部会で報告されたものである。

(1) 米国の保有する対外準備資産を上回る米国の短期ドル債務が「過剰ドル」と呼ばれる。最近の推計によれば、外国の民間保有の対米国債権も含めて、この意味での過剰ドルは約550億ドルにのぼるといふ。ただし、一般に国際流動性の多少をいう場合、その総量と分布が区別されるべきであろう。この区別に立つと、ここでいわれる「過剰」は分布の偏りをいうことになる。

(2) 相対的な国際競争力の逆転は、西独・日本の黒字傾向と米国・英国の赤字基調が当分持続されることを予想させている。

(3) G. Haberler, *International Monetary Problems*, (1968年度モンペルラン協会大会における報告)「日経資料68—32」の示唆による。

(4) 以上の問題に対するもう1つの接近に、為替相場制を所与として、国際準備に対す

に問題があるとすれば（前掲注(1)を参照）、それは直接に調整機構に関わる面が強いといえよう。現代の理論分析の指向は、いうまでもなく、この分野では変動為替相場制の主張にあるといえる。たとえば、Friedman, Sohmen, Meade, Scammell, Yeager, H. G. Johnson, およびわが国においても小宮、近代経済学者グループなどの主張がそれである。もしこれらの主張が正しければ、現実に妥当する形に修正された上で、この主張が貫かれるべきであろうが、論理的な反論や一層の検討の必要をせずに放置されているのが、これらの主張であるといえるであろう。

本稿の目的は、変動為替相場制の主張に論証の空隙がないか否かを若干の観点から検討し、なお問われるべき論点を明らかにすること、および変動為替相場制のもつ利点を生かしつつIMF体制の枠内にある比較的現実的な国際通貨制度の改革への道の探索を試みることにある。そのために、まずその主張を要約することから始めよう。

## Ⅱ 変動為替相場制の主張

変動相場制の主張は、現行のアジャスタブル・ペッグに対する批判と変動為

---

る需給機構を考えるものがある。この接近方法については、H. G. Grubel, *The Demand for International Reserves; A Critical Review of the Literature*, *Journal of Economic Literature*, Dec. 1971の展望を見られたい。一般に、国際収支の不均衡に対処する政策手段としては、①為替相場の変動、②外貨準備とIMF・外国中央銀行からの借入（固定相場制）という上述の接近のほか、③財政金融政策による国内の所得や物価の調整、④利率と先物為替相場の操作による資本移動の調節、⑤為替管理を含む直接統制が考えられる。

- (5) M. Friedman, *The Case for Flexible Exchange Rates*, in his *Essays in Positive Economics*, 1953 (pp. 157—203); E. Sohmen, *Flexible Exchange Rates: Theory and Controversy*, 1961 (rev. ed., 1969); J. E. Meade, *The Balance of Payments*, 1951; W. M. Scammell, *International Monetary Policy*, 1957; L. B. Yeager, *International Monetary Relations*, 1966; H. G. Johnson, *The Case for Flexible Exchange Rates in the Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates: The Bürgenstock Papers*, 1970, ed. by G. N. Halm; 小宮隆太郎, アジャスタブル・ペッグの欠陥, 「経済学論集」1971. 1.; 小宮隆太郎, 変動為替レート制度, 「経済学論集」1971. 4.

替相場制のもつ積極的利点の主張に分けて、次のように要約できるであろう。<sup>(6)</sup>

(i) **アジャスタブル・ペッグの欠陥** 現行のIMF（特にその協定の第4条「通貨の平価」）のもとでのアジャスタブル・ペッグは次のような欠陥をもつと指摘されている。

①物価の上昇速度は国によって異なるため、固定平価のもとでは、いずれかの国の経常収支に持続的な不均衡が生じること。

②また、主要な輸出入品の需給の実物的な諸条件における重大な変化が生じる場合にも、固定レートのもとで持続的な不均衡が生じること。

③外生的変化に基づいて対外（直接）投資が急増する場合にも、国際収支に持続的な不均衡が生じること。

④このような国際収支不均衡の是正のために、政策調整の“assignment problem”が生じるが、固定相場制のもとでは、国際収支調整のために妥当な政策手段を欠き、本来、国内の有効需要調節や資源の最適配分に向けられるべき財政・金融政策が、その本来の意図を制約されて国際収支調整のために振向けられねばならないこと。この場合、短期資本移動が利子率感応的であるとすれば、財政政策が有効需要の調節を、金融政策が資本収支の調整を、それぞれ受持つことになろう。

⑤しかしながら、資本移動の利子率弾力性には問題があり、またかりにその弾力性が相当大きいとしても、政策的に金利水準を上下させて資本の流出入をはかることには限界があるであろうこと。加えて、世界的な資源配分の観点に立つと、各国のこのような金融政策によって、資本の限界生産性の高い国から低い国へという資本移動が生じるのは望ましいことではないこと。

⑥いずれにせよ、このような財政・金融政策による調整（および前掲注(4)にあげられた①以外の手段による調整）は、本末顛倒の敗北主義であるか、少なくとも、不均衡をもたらしている原因を除去するという機能をもつものではないこと。

---

(6) 以下の主張は、主に小宮論文（前掲注(5)を参照）によっている。

⑦更に、アジャスタブル・ペッグに固有の欠陥として、平価の変更をめぐる激しい投機が生じ易く、平価の変更が実際には稀にしか行なわれないため、“almost unadjustable peg”になり、その変更時には“jumping peg”になってしまうこと。(現行制度下では、為替相場変更の予想の確率が高くなり易く、合理的な防衛的投機が発生し易い。貿易と直接投資の増大は、各国の企業が従来以上に外貨資産(負債)をもつことを意味するため、このような hedging が大きくなる)。

⑧この場合、価格が常に変動する一般の投機と同様な変動為替相場制のもとの投機とは異なり、アジャスタブル・ペッグのもとではその投機対象の価格が投機的購入(販売)によって上昇(下落)することがないため、常に一方的選択権により大規模化する可能性をもつこと。

⑨また、この一方的選択権のために、投機者は常に利得を得るか元通りかにつき、損失を蒙ることがなく、したがって資源配分上何の意義も認められない不当な利益を投機者に許す結果になること。

⑩運営上の問題として、アジャスタブル・ペッグのもとでは、平価切下げ時には national prestige による抵抗のため、また切上げ時には国内の輸出産業と輸入競争産業による抵抗のために、その運営が非弾力的となること。(これが上記⑦の欠陥の原因でもある)。

(ii) 変動為替相場制の積極的利点 アジャスタブル・ペッグに代わるものとしての変動為替相場制は次の諸利点をもつと考えられている。

①国内均衡と国際均衡の矛盾(上記(i)の①～⑤)の解決に資すること。変動為替相場制のもとでは、為替レートの自動的な変動によって国際収支の不均衡が調整されるため、(a)持越費用と機会費用のかかる公的準備を保有する必要がなくなり、(b)国際収支を理由として人為的な政策干渉を行なう必要はなくなる。したがって、この場合には、国内経済の安定のための経済政策の諸手段は国際収支上の制約から解放され、他国に対する影響を顧慮することなく、あたかも閉鎖経済のもとにおけるように国内均衡の達成に専心しうるのであろう。



②為替レートが価格としての資源配分機能を果しうること。変動為替相場制の主張は、価格が当該市場の需給によって決定される（べきである）という価格機構原理に立脚している。したがって、変動為替相場制のもとでは、(a)市場における需給の命ずるところに応じて必要な時に必要な所へ資金が流れることを通じて、資源の国際的な最適配分が達せられ、(b)為替レートは外貨の稀少性を正しく反映する価格として機能するであろう。

③変動為替相場制のもとでは恣意的裁量が排除されること。上述①の自動調整機構の成立によって、アジャスタブル・ペッグのもとでは不可欠とされる政策当局の恣意的な裁量は不必要となり、したがってそのような裁量に伴う混乱、殊に平価変更をめぐる投機や *leads and lags* などは一切解消する。<sup>(7)</sup>（上記(i)の⑦～⑩を参照）。変動相場制では、不均衡は自動的に調整され、また誤った判断を下したものは市場の力によってその誤りに対する償い（損失）を蒙ることになる。

④変動為替相場制の特に注意されるべき点（これまで論議の集中した点）は、次の諸点である。(a)相場の変動による不確実性 固定相場制のもとでの当局の裁量による国際収支対策は別の形での不確実性を生じており、一方では不確実性が排除され、他方ではそれが存在するとはいえない。また、先物市場が確立していれば、先物相場での取引が直物取引よりも *costly* になるとはいえず、ある期限の先物相場だけが他の相場から著しく乖離することはありえないため、先物為替市場が、その程度に応じて、不確実性をカバーしうる。(b)需要の価格弾力性 変動為替相場に期待される上述の自動調節作用は、相場変動による需要の価格弾力性がかかなり大であることを前提にしている。これまでの経験によれば、この弾力性は1よりも相当大きいことを示している。(c)変動為替相場と投機 一般に不安定化的な投機は損失を招くためこのような投機者は淘汰されるであろう。過去に生じた投機は、アジャスタブル・ペッグの平価変更あるいは政府が為替市場に強く介入したことに起因するものである。また、*leads and lags* (7) 後述の④の(c)を参照。

lags は、多くの人々が近い将来における相場の変化（平価変更）を予想しているにもかかわらず、為替相場が人為的に固定されていること——人々の予想と現実の相場との乖離——から生じるものであるため、変動相場制のもとではこの種の投機は生じえない。更に、外国為替市場は完全競争の状態に近いため、買占め・売り浴せなどの独占的行動はほとんど不可能であり、また上述の先物市場の存在により、一般的な経済情勢が安定的に推移している時には、為替相場が不安定化的な投機によって急激かつ大幅に変動する可能性は、株式市場における株価の場合よりもはるかに少ない。(d)金融政策の節度 アジャスタブル・ペッグと比較すると、変動為替相場制のもとでは、国内のインフレ圧力→為替相場の低落→輸入財の価格の上昇という効果が生じるが、物価と賃金が下方硬直性をもつ場合にはこれは一種の望ましくない「歯止め効果」をもつことになる。この場合、事態は専ら為替相場の変動に吸収されるため、金融政策の節度がそれだけ失われるといわれる。しかしながら、アジャスタブル・ペッグのもとにおける平価変更のようなドラスティックな事態は、変動為替相場制における連続的な為替相場の変化以上に賃金と物価を一せいに改訂する機会を与えがちであるため、上述の「歯止め効果」は一層強められ、またこの場合には「切下げ偏向」が生じる。したがって、アジャスタブル・ペッグに比べると、変動為替相場制はヨリ望ましく、その意味で決して金融節度の喪失にはならない。(e)インフレーションと変動為替相場制 アジャスタブル・ペッグもしくは固定為替相場制のもとでは、インフレーションが進行する場合、輸入品価格が国産品に比して相対的に不断に低下し、輸入が急速に増大し、他方、輸出は生産費の上昇のため次第に減退することにならう。これに対して変動為替相場制のもとでは、国内の物価水準の上昇をもたらす輸出抑制効果と輸入促進効果は為替相場の低下によって相殺されるであろう。1952～62年のペルーの経験はこのことを実証している。もちろん、国内の物価上昇率が外国よりも著しく大きい場合には、為替相場の低落を避ける資本逃避が発生する。しかしながら、この現象は変動相場制に固有のものではないため、これに対しては相場制

のいかにかわらず、資本逃避を防ぐための為替管理が必要である。

変動為替相場制の支持論は、おおむね、以上の(i)の①～⑩と(ii)の①～④に要約されるが、このような現行のアジャスタブル・ペッグに代えて変動為替相場制が実現されないのは、「過去において、変動レート制度は、混乱の時期に他のすべての手段が奏功しなかった時に導入されたことが少なくなかったために」、「過去の経験の漠然たる記憶や、未知のものに対する心理的抵抗に基づくところが大きいように思われる<sup>(8)</sup>」という。

### Ⅲ 変動為替相場制の主張における価格機構の信奉

上述のところから明らかなように、変動為替相場制を肯定しないものも「価格機構一般の機能に対する不信<sup>(9)</sup>」と同様、もしくはそれ以上の度合で、変動為替相場制は価格機構の信奉に立脚している。確かに、現行のアジャスタブル・ペッグは前節(i)に指摘されたような諸欠陥をもつが、それは現行制度が価格機構を欠くことのみ起因するといえるであろうか。また、変動相場制が万事を解決するその(機会)費用が最小の是正策であるといえるであろうか。

このような問いに答えるため、まず、前節(ii)の変動為替相場制の積極的主張において前提されている価格機構したがってまた「市場」をめぐる概念を整理してみよう。そこでは、第1に、市場は、「人為的な政策干渉を行なう必要がない」(前節(ii)の①と④—(c))ほど完全であると考えられている。第2に、市場は、「需給の命ずるところに応じて必要な時に必要な所へ(世界的にみて資金効率が最大になるように)資金が流れる」(前節(ii)の②)ほど円滑であり、資金は完全移動性をもつことが前提されている。第3に、市場において、本来、「為替レートは外貨の稀少性を正しく反映する」ものである(前節の②)ことが予定されている。第4に、投機に関わる問題として、その排除のためには、

(8) 小宮論文(前掲注(5)) pp. 73—4.

(9) 前掲の小宮論文 p. 52.

先物市場が、少なくとも、直物市場と同程度の深さと幅をもって成立しており、また同程度の完全性と円滑さを備えていることが仮定されている（前節(ii)の④）。そこで次の諸点が検討の対象になる。

(A) 確かに、このような諸要件を備えた為替市場が存在する場合には、変動為替相場制はその積極的利点をフルに発揮するように働くであろう。しかし、為替市場の歴史が示す限り、このような要件を備えた「市場」はまだ達せられていないし、それを達するには相当の費用を蒙るであろう。それゆえ、変動為替相場制以外の調整機構に必然的に伴う、保有されるべき外貨準備および政策上の人為的介入という費用と、変動為替相場制が完全に作用するために必要な上記の「市場の要件」を獲得・維持するための費用とが比較考量されねばならない。（この種の比較考量は、「体制」の選択に常に随伴する）。このような社会的費用は、もとよりその計測に非常な困難さを伴うが、この種の費用と、変動相場制のもとで新たに生じるであろう私的費用——たとえば現行のアジャスタブル・ペッグのもとでは公的な外貨準備の存在が受持っている社会的費用の、変動相場制への移行による私的レベルでの同様な準備保有とそれに伴う分散化されたしたがって一層非効率的となるその維持・保全のための私的費用化——の存在こそ、暗黙裡に、変動為替相場制の実施が、特に実務家によって、積極的支持の対象とされない理由であるかもしれない。

(B) さきの外国為替「市場」に予定されている諸要件の考察は、この市場のもつ深さと幅を一層はっきりと究明する必要をうながしている。すなわち、変動為替相場制の主張の背後にある、「ある期限の先物相場だけが他の相場から著しく乖離することはありえない」（前節(ii)の④—(a)）とか、「不安定化的な投機は損失を招くためこのような投機者は淘汰される」（前節(ii)の④—(c)）とか、また「外国為替市場は完全競争の状態に近いため……」（前節(ii)の④—(c)）という認識である。

変動為替相場制の主張のもとでは、ほとんど常に、グローバルな観点で「市場」が考えられているように思われる。需給両者の個別単位と両者間で移動す

る当該市場での取引対象物（外貨）の大きさと、それを実現させる市場の規模との比較からすれば、「諸要件」が成立するためには、後者の規模が前者の大きさに比してはるかに大であることが必要である。ところで、実際には、常に調整機構として問題となる（国際間での資金移動の実現される場としての）市場は、それぞれ1国の外国為替市場である。外貨もしくは外国為替の交換の場が為替市場であり、その取引対象が外貨もしくは外国為替である限り、（国境の存在が前提されているため）、必然的に、本来の外国為替市場は1国を単位とする。そして、この「1国の」という現実の限定された規模をもつ外国為替市場こそ、そこにおける需給両者の個別単位と両者間で取引される資金量に比して、投機によって攪乱されうる程の規模のものなのである。

(c) 変動為替相場制が予定する前述の市場の要件は、更に、1国の外国為替市場をその構成因に分けて考察すべきことを示唆するであろう。いうまでもなく、表面的には同一の取引対象であっても、それぞれの外貨もしくは外国為替は、原理的には、その需給両者にとって、全体としての国際収支のうち、それが經常勘定と資本勘定のいずれにかかわるものであるかに区別されうるのである。本来、各国民の必要を満たすための貿易取引をカバーする形で国際資金の流れが存在したことを想起すれば、それに対応する經常勘定にかかわる外貨取引が円滑に行なわれることが調整機構の目指すべき本源的目標であるといえるであろう。<sup>(10)</sup> 經常勘定にとっては、頻繁に変動する為替レートによって unnecessary 諸種の費用を蒙るよりは、それが安定的に推移することが望ましいように思われる。<sup>(11)</sup>

(10) IMF の基本理念をこの点に見出すことは容易である。すなわち、1944年の連合国通貨・金融会議最終議定書の付録「ブレトンウッズ協定摘要」において、IMFの理念が次のように明言されている。「本会議は外国貿易を促進すべき国際通貨組織を維持するために広範な国際活動を必要とすることに意見の一致をみた。」と。また、IMF協定の第1条「目的」において、「国際貿易の拡張及び均衡のとれた増進を促進し」、「加盟国間の經常取引に関し多角的決済制度の確立を援助し……」とされている。（傍点は筆者による）。

(11) IMF協定の第1条・第3項は、この考え方に立って、「為替の安定を促進し、加

他方、資本勘定にかかわる資金の流れは、本来、この経常勘定したがって必要な貿易取引をカバーするための本質的に必要な部分と、いわば、ひとたび国際勘定が成立した後で ad hoc に生じる資金移動の部分に分けられるであろう。主に、後者が(貿易)市場を攪乱する投機に関連している。この後者の部分が他の残りの部分から適切に切除できるとすれば、残余の本来の勘定部分にかかわる「調整」は、前掲注(10)と(11)に示されたIMFの理念が妥当である限り、特に変動為替相場制を必要としないであろう。(国際収支調整と国内均衡化政策の問題は次節で詳述される)。

変動為替相場制の主要な意図の1つは、上述の ad hoc な資金移動の切除にある。(前節(ii)の④を参照)。この「切除」の方法は2通り考えられよう。第1に、アジャスタブル・ペッグに固有の leads and lags や外国為替市場への人為的な自由裁量の介入のもたらす不確実性とその非円滑性による投機を、根源的に切除することを目指す(前節(i)の③と④)変動為替相場制がある。それが「不均衡をもたらしている原因を除去するという機能」(前節(i)の⑥)にまで及ぶ点で、変動為替相場制の意義は認められなければならない。いずれにせよ、この意味での変動為替相場制の意義は、「価格」機構自体によって価格「機構」の回復を目指すものといえよう。第2の方法は、ad hoc な資金移動の部分以外の勘定部分に対するその攪乱効果を、いわば外科的な手術によって切除することを目指す「為替管理」である。この場合には、本来の自由な市場を創造・維持するために、その環境の整備として「管理」が考えられていることになる。ひとたび成立した全体としての諸種の勘定を含む外国為替市場に発生した意図せざる外部経済性に対処するためには、世界連邦のようなものが成立しない限り、各国の「為替管理」がそれなりの意義を正当に有するといえるであろう。<sup>(12)</sup>前節(ii)④—(e)で指摘されたように、変動為替相場制のもとでも、少

---

盟国の秩序ある為替協約を維持し、競争的为替切下げを防止すること」を「目的」に掲げている。

(12) ここでは、理想としての世界連邦のもとでのこのような外部経済性の除去のための

なくとも、資本逃避としての望ましくない ad hoc な資金移動が生じるのであって、「資本逃避を防ぐための為替管理が必要」（同所）であるのである。

実際のところ、経験によれば、第1の変動為替相場制の例がカナダであり、第2の為替管理の方法の例が日本と現在の西独である。そして、その中間の型としてフランスの二重相場制がある。もとより、これらの経験が「変動レート制度は混乱の時期に他のすべての手段が奏功しなかった時に導入された」（前節の末尾）とみたり、「嚴重な為替管理に踏切らざるを得なくなったのは、通貨防衛に対する当局の自信喪失と表裏一体の関係にある<sup>(13)</sup>ともいえようが、外国為替市場に存在する意図せざる外部経済性の除去のために、為替管理は本来の機能をもっていることが看過されてはならないであろう。（国内市場におけるように、ある攪乱的力に対して容易に拮抗力が形成され、それによって外部経済性が市場機構の内部で解決できる場合とは異なり、国際市場においては効率と十分な競争が必ずしも自動的に保証されるとは限らないため、政府の介入による規制が特に不可欠となるであろう）。

(D) 変動為替相場制を支える価格機構は、更に、もう1つの資源配分に関する分配の不平等の問題と対決しなければならない。いうまでもなく、元来、価格機構は、所有の状態が所与のもとで、諸資源の最適配分のために最も効率的に機能すると考えられるものである。外国為替市場における価格機構の最大限の発揮を目的とする変動為替相場制は、その価格機構としての効率性が主張される時、明らかに所有の状態を所与としている。この意味では、変動為替相場制は、IMF加盟の百数ヶ国のうち20ヶ国に満たない先進諸国を前提にしているといえるかもしれない。確かに現在の資金移動量の規模からすれば、それら先進諸国間の問題が解決されれば、残余の、その数においてははるかに多数の

---

「計画」に代わるものとして、国際協力の1つの型であるコントロールとして「為替管理」が考えられている。また、ここおよび本節を通じて、ヨリ一般的には、いわゆる「市場の失敗」の場合や実物資源の配分の修正のための「人為的介入」の意義の再確認の必要が求められているといってもよいかもしれない。

(13) 昭和47年7月2日付朝日新聞報。

国々は、それに追従・包含されることになるであろう。しかしながら、グローバルな国際金融情勢にとって、その安定化のための途上においてすら、これら多数の国々の動向を無視することは許されない。

第1節で指摘されたように、現在の国際金融の問題の根源の1つが「国際流動性の分布の偏り」にあることは明らかであるが、それは二重の意味においてそうなのである。すなわち、先進諸国間での分布の偏りおよび先進諸国と開発途上国との間でのそれである。前者は変動為替相場制によって、基本的不均衡を反映するように為替レートが変動することを通じて、解決可能であるかもしれない。この場合にはその調整幅は、せいぜい、十数パーセントであろうから、これら先進諸国はそれに耐えまたそれをむしろ有利に利用できるであろう。しかしながら、先進諸国と開発途上国との間の分布の偏りは、その格差が大であることおよび所有の状態の甚しい不平等のため、自由な市場機構を通じてはその改善が期待されえない。むしろ、根本的な不平等の解決が考えられるか、少なくとも、持たざる者に不利に働く傾向をもつ自由市場機構をチェックするような方策が不可欠である。近年のDACにおける開発途上国の要求は、このことを如実に示している。変動為替相場制という価格機構は、価格機構一般として価格という市場のシグナルが人々の必要の所在とその程度を示しはするが逆に人々の不満（不必要）を積極的に表現しえないこと、および国内市場と国際市場とでは市場における人々の投票のもつ意味が異なることを考慮しなければならない。国際市場では市場で有効となる投票権そのものから除外されてしまうかもしれない多くの人々があり、その人々が独立の国家を形成しているのである。この点では、変動為替相場制がグローバルに成立する前に、第1次産品価格の安定化やひもつきでない政府援助などの一層困難な問題が解決されなければならないであろう。



## 〔補 説〕

前節では、変動為替相場制の前提である価格機構が必然的に伴う望ましくない外部経済性の切除のためには、人為的な介入が不可欠であろうことが論じられた。介入は端的に「為替管理」と呼ばれたが、それは決して「本末顛倒の敗北主義」（第Ⅱ節の(i)―⑥）を意味するものではない。

一般に為替管理は、（為替）市場のもつ価格機構の不備を補うものであり、その実現の方法が政府介入による国内外間の資金の流れの選択的統制である。したがって、その具体的な実施方式は、統制の度合と目的に応じて、多様でありうる。最近の経験によれば、①為替管理の中核をなしてきた外貨と外国為替の集中管理（わが国では昭和7年の「資本逃避防止法」以来これがとられてきた<sup>(14)</sup>）、②本年3月に米国財務省が海外の過剰ドルの吸収を目的として提案したような財務省の短期特別証券の発行、③昭和45年2月にわが国が実施した円転換規制（為替銀行の海外からの借入外貨の円転換の禁止もしくは制約化）、④外国銀行からのインパクト・ローンの規制、⑤非居住者の政府短期証券の買入や公社債の取得の禁止（昭和46年3月と5月に実施）、⑥輸出前受の規制または禁止、（従来の1万ドル以上の代金の円交換の禁止に加えて、本年6月には一件1万ドル以下の小口分も禁止の対象とされている）、⑦在日外国銀行支店の円転換の規制または禁止、⑧本年4月の準備預金制度法の改正による、為替差益や金利差による収益を目的とする短期資金の流入ルートである非居住者の自由円預金に対して、居住者の預金とは区別して最高100%までの高率の準備預金の賦課（本年7月1日以降、西独においても、「対外経済法」第23条で制限措置が可能とされている同条第4項の「有価証券の外国人への売却」を許可制とし、同第5項の「債券の外国人への売却」が連銀への報告義務の対象と

(14) 昭和47年3月に、黒字累増のため、伝統的な集中管理方式は次のように修正されている。すなわち、①居住者の取得した外貨は1ヶ月以内に為替銀行・両替商・郵便局に売却しなければならないという規制の全面的な廃止、②居住者が外貨預金勘定を国内の為替銀行に開設することの承認、③非居住者についても、②と同様な措置の承認、である。

された。これは株式の売買と企業の対外借入を除く部分的な管理である), ⑨本年7月5日にスイス政府が決定した, 外国企業と外国人の信用移転の規制を強化する権限をスイス国立銀行に付与することを目指す非居住者預金に対する現金準備率の最高90%までの引上可能措置, ⑩フランスでとられているような経常勘定には固定レートで資本勘定を変動レートにさせるような介入措置, などがあげられよう。

これらは, 文字通り全面的な直接統制を意味するもの(上記①)から, 主として短期資本移動の規制を目的とする部分的な管理(上記③—⑤, ⑦—⑩), 経常勘定に関わる *leads and lags* の不当な動きを規制する⑥, および②のように, 専らある意味では国内の金融政策と同様, 間接的に市場機構を通じて介入することを目的とするもの, に到るまでその「管理」の程度と目的は様々である。与えられた局面によってどれが価格機構を補正するものとして妥当であるかを先験的にいうことはできないが, 計画的に考えられる限り, 為替管理一般を, 効率性の基準のみから判断したり, 金体位制離脱の結果生じた絶えざる為替相場の動揺と資本逃避の回避の手段として, 変動相場制や調整インフレーションに代わるものとしてのみ考えたりすることは妥当でないであろう。

もとより, 1930年代の為替管理の拡大化競争の経験は生かされなければならない。すなわち, 為替管理自体, 企業と管理当局に管理のための費用を増加させるであろうし, 効果的な為替管理の実現のためには管理の拡大化傾向が生じるであろうことである。あくまでも, ここで考えられている為替管理は, 管理通貨制のもとで, 本来的に価格機構がもつ不備に対する広義の補充手段にはかならない。

#### IV assignment problem の再検討

第Ⅱ節でみたように, (特に, 同節の(i)の④と(ii)の①), 変動為替相場制を支持する積極的利点の1つは, assignment problem 上の利点, 換言すれば「国

内経済の安定のための経済政策の諸手段が国際収支の制約から解放され、他国に対する影響を顧慮することなく、あたかも閉鎖経済のもとにおけるように国内均衡の達成に専心しうるであろう」（同所）という点にある。

政策目標とその達成手段との間には整合性がなければならないという主張<sup>(15)</sup>は、変動為替相場制の支持者が前提するほど確固な内容をもつものではなく、なお検討されるべき問題点を含んでいる。推論の便宜上、Marschak のモデル<sup>(16)</sup>を利用しよう。一般に、経済政策は、一連の統制不可能な条件（C）を所与として、一連の最善の結果（R）を産み出すべく一連の行動（A）を選ぶことから成っている。すなわち、

$$(1) R = \Phi(A, C) \text{ ただし,}$$

$$(2) \begin{cases} R \equiv \text{set} \{r', r'', r''', \dots\} \\ A \equiv \text{set} \{a', a'', a''', \dots\} \\ C \equiv \text{set} \{c', c'', c''', \dots\} \end{cases}$$

この場合、たとえば、 $r'$  = 国民所得水準（完全雇用）、 $r''$  = 物価水準、 $r'''$  = 国際収支に関わる最適水準、であり、また  $a'$  = 財政政策、 $a''$  = 金融政策、であり、 $c'$  = 国民の嗜好、 $c''$  = 一般技術水準、 $c'''$  = 諸資源の賦存量、である。

与件（ $C_j$ ）が与えられると、各種の政策手段の組合せ（ $A_1, A_2, \dots$ ）が

	$C_1$	$C_2$	$C_3$	.....
$A_1$	$R_{11}$	$R_{12}$	$R_{13}$	.....
$A_2$	$R_{21}$	$R_{22}$	$R_{23}$	.....
$A_3$	.....			
⋮	.....			

産み出すであろう諸結果（ $R_{ij}$ ）が、第1表のような政策マトリックスで表わされる。経済発展は  $C_j$  の（たとえば  $C_1$  から  $C_2$  への）変動を生ぜしめるであろうが、ある時点で  $C_j$  が与えられれば、諸政策に対応し

〔第1表〕

(15) J. Tinbergen, *On the Theory of Economic Policy*, 1952 および J. E. Meade, *The Balance of Payments*, 1951.  
 (16) J. Marschak, *Income, Employment, and the Price Level*, 1951, reprints of economic classics, 1965. なお、Marschak 自身は assignment problem を論じることを目的としてはいない。

た諸結果が得られるであろう。 $A_i$  ( $i=1,2,\dots$ )は相異なる政策の組合せ  $\{a', a'', a''', \dots\}_i$  を表わしている。そこで、一定の  $C_j$  のもとでそれぞれの政策手段の変化が諸結果に及ぼす効果は、一般に、第2表の如く示されうる。表中の各欄の値の大きさと符号が政策効果を表わすことになるが、その値は零になる場合もありうるであろう。しかしながら、対角線上にある値を除く他のす

	$r'$	$r''$	$r'''$	.....
$a'$	$\partial r'/\partial a'$	$\partial r''/\partial a'$	.....	.....
$a''$	$\partial r'/\partial a''$	$\partial r''/\partial a''$	.....	.....
$\vdots$	.....	.....	.....	.....

[第2表]

べての値が零になると限定される必要はないし、またある政策手段が2つ以上の目標に対して他の政策手段に比して、最善の結果をもたらすことも可能であろう。<sup>(17)</sup>

今、このような条件のもとで、さきの想定に基づき  $r'''$  が国際収支に関わる最適水準（変動為替相場制のもとでは最適な輸出入ポジション、アジャスタブル・ペッグのもとでは最適な外貨準備水準と考えてもよい）を表わすとすれば、変動相場制以外の場合には、 $a'$  を財政政策、 $a''$  を金融政策として、 $\partial r'''/\partial a''$  が他の国内目標に対する効果（たとえば  $\partial r''/\partial a''$ ）と並んで他の政策を上回る値をとる場合に、金融政策が国際均衡の達成に意図的に用いられるということになる。逆言すれば、この場合には、金融政策は「国際収支上の制約」にとらわれていることになる。しかしながら、 $\partial r'''/\partial a'' \neq 0$  である限り、その値の如何にかかわらず、金融政策は、潜在的に、本来のその国内の達成目標と同時に国際収支に止むをえぬ影響を与えるものである。すなわち、たとえ変動為替相場制であったとしても、 $\partial r'''/\partial a'' \neq 0$  である限り、金融政策は「国際収支上の制約」から完全に独立的であることはありえないであろう。以上の推論からの第1の結論は次の通りである。すなわち、一般的に一連の政策手段（たとえば  $a', a''$ ）は、常に、その数を上回る諸目標（たとえば  $r', r'', r'''$ ）に同時に作用を及ぼしうるのであって、目標と政策手段との間に整合性が必要である

(17) いわゆる assignment problem における政策手段と目標の独立性の前提が現実には満たされえないことである。

としても、この限りでは一義的に手段を目標に「割当てる」ことは困難であろう。このことは、assignment problem 一般に通じる問題である。第2に、変動為替相場制に関わる問題がある。すなわち、変動為替相場制のもとでは、為替レートが自立的な価格機構として働くため、国際収支の均衡というそれ以外の為替相場制が金融政策によって達成しなければならない目標は解消するであろうが、その代り、異なった意味での国際均衡（たとえば最適な輸出入ポジション）の達成という目標がその変動為替相場という手段によって達せられるべく登場することになる。為替相場が変動して着着いた点が最適であるといえるかもしれないが、それは単に表現の問題にすぎない。価格機構が常に国民の福祉を最適に充足することは稀であり、またそれは問わないにしても、変動為替相場制以外の為替相場制のもとで国際収支が均衡した時に達せられる福祉水準と比較して、変動為替相場制のもとで各時点を通じて達成される輸出入ポジションによって得られる福祉水準が常にヨリ大きくなるとは限らないであろう。したがって、変動為替相場制のもとでもこのような意味での最適な国際均衡が保証されなければならない。

加えて、第3に、assignment problem に共通の問題がもう1つ存在する。さきのモデルでは、通常のこの種の分析に適するように、あたかも目標 ( $r'$ ,  $r''$ , ……) と手段 ( $a'$ ,  $a''$ , ……) がそれぞれ明確に区別可能なものであると考えられている。実際には、たとえば金融政策といってもその内実は多様であって、 $a''$  を金融政策一般として概念するか、それとも金融政策一般の1構成因である公開市場操作を  $a''$  が意味しているかと考えるかが重要である。(たとえば選択的金融統制は、1つの独立した政策手段として考えられる時、まったく国際均衡の問題とは直接的な関係をもっていない)。同様なことは目標についてもいえる。要するに、目標と手段のそれぞれに含まれる範囲と内容の如何によって、必ずしも上述の Tinbergen 流の目標と手段の整合性 (assignment problem) が機械的にいいえないことである。

これらの問題の一層の検討をへた後でなければ、変動為替相場制は assign-

ment problem についてのその優位性を主張することはできないであろう。

## V 交換性の問題

これまでのところでは、変動為替相場制の主張に即して、その枠組の中での問題点が指摘された。すなわち、第1節の初めに述べられたように、「調整がうまくゆけば国際流動性はほとんど不必要であり、信用危機は生じないであろう」という観点に立って、調整機構に専らその焦点を合わせる変動為替相場制の主張が検討されてきた。しかしながら、現状のような混乱の源は、第1節冒頭に示されているように、「基礎的不均衡の累積傾向にかかわる調整機構の非円滑化」の問題と「過剰流動性による基軸通貨ドルに対する信認の欠如」との2つに明別されるべきであろう。もとより両者は相互連関的な事象ではあるが、通常いわれる「貿易と通貨の問題」という表現はこのことを暗黙裡によく示している。

本質的に国際通貨問題と国内通貨問題とが相異なるのはこの点である。1国の法政的支配の範囲内にある国内通貨については、ひとたび「法貨」が定められれば、極度なインフレーションの勃発の場合を除けば、法貨に基礎をもつ支払手段として流通するすべての国内通貨は、その信認もしくは交換性が問われるということはないであろう。この場合には、ただ、その流通量と流通フローのあり方が問題にされるにすぎない。

これに対して主権を異にする各国間で流通する国際通貨では、まさにその理由のために「法貨」が成立することはなく、単に各国間の協定もしくは暗黙の合意による基軸通貨が現出するにすぎない。したがって、平時ならばともかく、各国間に軋轢の生じるような状態のもとでは、ほとんど常に基軸通貨の信認したがってその交換性そのものに対する疑念や問題が、その流通量や流通フローのあり方とは別に一層本質的な次元の問題として表面化することになる。

このような考察から導出されることは、変動為替相場制の主張は、本来的

に、国際通貨問題のほとんどが調整機構の不備に由来するという暗黙のもしくは明示的な前提に立っている点であろう。換言すれば、信認・調整・流動性のいわゆる国際通貨問題の3面について、変動為替相場制の主張では、いずれも相互に必要な条件であるが、わけても調整問題が他の2つのための必要十分条件であるかのように考えられているといえるかもしれない。いわば、変動為替相場制がその主張通りに成立するのは、ひとたび何らかの協定か合意に基づいて基軸通貨が確定された後の、その国際通貨を中心とする国際間の収支調整のメカニズムの円滑な行動の局面であって、その基礎となる基軸通貨の確立については何ら貢献するものではない。しかも国際通貨制度は、上述のところから明らかかなように、基本的にその基軸通貨のあり方——その具体的な表現が交換性となろう——に依存しているのである。

したがって、信認・調整・流動性の3面は相互にその円滑な成立のための必要条件ではあるが、そのうちの1つがそれ以外の他の面に対する十分条件となるものではないことに留意されなければならない。しいていえば、やはり、信認したがって交換性の問題こそ、国際通貨問題に特有の最も基本的な局面を形成するといえるであろう。

特にこのことは、第Ⅲ節で論じられた投機にかかわる問題を考慮する時、一層明らかになる。すなわち、投機との関連で、さきに主張されたような為替管理は根本的な投機防止策たりえない、といわれることがある。第Ⅲ節でみたように、投機が市場機構において切除さるべき部分であるとすれば、市場攪亂的な投機の根本的防止は国際通貨制度の円滑な運営のために最重要事の1つである。

通常指摘されるように、この種の投機は、「チューリヒの小鬼」と呼ばれる国際金融業者の仲介による古典的な投機筋の投機と、近年発達した多国籍企業による資金運用とがその主体であろう。これらの投機者の行動は、金利裁定と予想される為替差益裁定に基づいている。その意味では、第Ⅱ節の(i)で指摘されたように、現行のアジャスタブル・ペッグは「一方的選択権」を生ぜしめ

ることによって、これらの投機行動に不本意ながら組してしまっているといえよう。ところで、為替差益裁定——その除去に變動為替相場制が役立つ——が発生する一層の根源的理由は、現在なお基軸通貨の地位を保っているドルが交換性を欠如したままでアジャスタブル・ペッグがとられている点にある<sup>(18)</sup>。すなわち、投機資金の実体をなす過剰ドルは、ドルの金との交換性の消失の後、論理的には米国からのドル流出としての一層の累増傾向をもつ。ドルのドル以外の通貨で測った価値は相対的に低落し、逆にその他の黒字国の通貨の対ドル価値は上昇することになる。したがって、現状のような市場攪乱的な投機が拡大の余地をもつ間接的な原因はアジャスタブル・ペッグによる一方的選択権の発生であるといえるが、その究極的原因はドルの交換性の欠如にあるといわれなければならないであろう。この間接的な原因の除去のためには、變動為替相場制は有効であろうが、究極的な対処策としてはなお不十分なものにすぎない。加えて、米国自体は、最近のその言動からして、ドルが基軸通貨として留まることを自ら自発的に望んでいるわけではないように見受けられるという問題もある<sup>(19)</sup>。いずれにせよ、基軸通貨の交換性は、当分の間、不可欠の根底条件として残るであろうから、變動為替相場制の主張の枠を超えて、現在の基軸通貨としてのドルの地位をどうすべきか、それに代わるより適切な国際通貨があ

(18) 周知のように、昨年8月15日のニクソン大統領領声明によってドルは公的にその交換性を停止した。しかし、実質的には1968年の金プールの解体(金の二重価格制)の時にドルの交換性は停止されており、更に米国の金準備と国際収支の動向からすれば、米国自体としては、1959年にその交換性がすでに消失していたといえるであろう。投機はこの推移と併行して累増しているのである。

(19) 本年7月に提案された通貨改革のためのベルギー案では、①準備通貨国(米国)以外の国が保有する準備通貨(ドル)は、少なくともその一部をIMFを通じてSDRと交換し、これを再放出しない、②爾後、各国が新たに入手する準備通貨は、発券国に要求してSDRで買取らせるか、あるいはIMFに預託する、③準備通貨国が黒字になった場合もその保有する他国通貨について同様な要求をなしえ、その際に平価変更をなしうる、とされている。(昭和47年7月16日付朝日新聞報)。いうまでもなく、これは、準備通貨国の節度を強制する手段が存在しない現状において、それ以外の諸国が1国国内通貨を基軸通貨としておくことの危険からの回避策にほかならず、諸外国による「ドルの退位」の要求である。



るとすればそれは何であり、どのようにして確保されるか、という問題に言及することなしには、調整機構のみを独立して取上げることはできないであろう。調整機構のみに限っていえば、この基本的な交換性の問題の解決の一助として、第Ⅱ節とその補説で述べられたような広義の「人為的な裁量的介入」が必要とされるであろう。

## Ⅵ 結 語：1つの改革案

IMF体制の外への急激な変革を意味する変動為替相場制は、それを支える理論自体について上述の問題点をもつと同時に、それが国際通貨制度改革として考えられる場合にはその実現上の困難に遭遇するであろうことは過去の経験が示すところである。それゆえ、第Ⅱ節で述べられたように、現行の「アジャスタブル・ペッグのもつ欠陥」を是正するとともに「変動為替相場制の積極的利点」を可能な限り生かすことのできるようなIMF体制の枠内からする国際通貨制度改革への道が求められるべきであろう。

改革への道の手掛りは、これまでになされてきた検討と最近の経験——前掲注(16)の通貨改革のためのベルギー案や後述する10カ国蔵相・中央銀行総裁会議における8項目の合意など——に求めることができる。論点を整理するため、以下では、(1)まとめ、(2)10カ国会議の8項目の合意、(3)IMF体制の欠陥、および(4)1つの改革案、の順序で論じられるであろう。

(1) **まとめ** 変動為替相場制は、少なくとも純理論的には、魅力のある主張である。それはなお一層の検討の余地を残すものであって、放置されたり、鵜呑みにして追従されるべきものではない。本稿では、国際金融の問題の解決の1支点が調整機構にあることを考え、その主要な具体的主張としての変動為替相場制になお検討を必要とする問題が残されていることを、価格機構の欠陥と **assignment problem** の不十分であることを通じて、指摘すべく試みられている。すなわち、第1に、変動為替相場制の背後にある為替市場のもつ価格機

構としての機能には、①変動相場制の蒙むる費用、②価格機構が完全に機能するための市場の深さと幅、③為替市場に伴う外部経済性、および④いわゆる南北格差、の諸点において変動為替相場制そのものを無効にさせるかもしれないような制約があることが指摘された。その場合、これらの制約の解決のためには「人為的な介入」が不可欠であることが推論されたが、そのみを変動為替相場制に代わる、もしくはそれを補う方策ではない。<sup>(20)</sup> いわれたのは、少なくとも、変動為替相場制がその理念とするように働くためには、それ自体の部分的な否定を含むような解決策が必要であろうということである。

第2に変動為替相場制の積極的利点の1つとして主張される assignment problem をめぐる論議にも、①一義的に手段を目標に割当ててくることの困難性、②変動為替相場制が必ずしも自動的に国際均衡を解決するものでないこと、③目標と手段のそれぞれの範囲と内容の定義に伴う不明確性、などの問題が残されていることが論じられた。

第3に、調整問題を離れて考えてみると、信認したがって交換性の問題の考察を抜きにしては、変動為替相場制の主張は現実的たりえないことが指摘された。

したがって、現状では、変動為替相場制は、一時的な緊急避難の方法としてならばともかく、恒久的な1つの理想として主張されるにはまだ不十分なものといわざるをえないであろう。本稿は決して変動相場制に対する反対のための反対を目的としてはいない。それが興味深い問題であればこそ、なおその主張のために解決されるべき問題の所在が示されたにすぎない。

(2) 10ヶ国会議の「8項目の合意」 変動為替相場制が理想の改革案たりえないとすれば、一層現実的な改革への道はどのようなものであろうか。その手掛りは最近の国際会議における2つの提案に求められるであろう。第1に、前掲注(16)の通貨改革のためのベルギー案である。そこでは、いわば、SDR本位制による基軸通貨の地位からの「ドルの退位」が目的とされている。第2

(20) 拙著『貨幣と経済分析』1971、特に第8章を参照されたい。

に、10カ国蔵相・中央銀行総裁会議における国際通貨体制の改革についての8項目の合意がある（昭和47年7月18日新聞報）。すなわち、①調整可能な平価、②各通貨の交換性の回復、③国際流動性の供給の国際規制、④IMF加盟国全体の必要を満たす国際収支調整、⑤ホット・マネーの通貨体制攪乱作用の減殺、⑥加盟国すべての平等な権利と義務、⑦開発途上国の利害の考慮、⑧ECの統合化と両立する新体制、である。この「8項目の合意」は、これらの諸点では現実に各国当局の協調が得られるという実現可能性を示すとともに、⑧のようなEC独自の問題を除けば、本稿のこれまでの論議から示唆される方向に近いといえるであろう。そして、この「合意」は、IMF体制に沿う改革を暗黙裡に意図していることに注意しておこう。

(3) IMF体制の欠陥 あまり遠い将来を見込んだり、多くの摩擦を伴うような国際通貨制度の変革を目指すよりも、少なくとも戦後20余年にわたってそれなりの成果をあげてきたIMF体制に沿った改革がより望ましいであろう。その場合には、その実現の可能性は大きく、変革に伴う移転費用は最小ですむであろうからである。ところで、IMF体制の枠内での改革を考えるためには、何が、どのように、改革されるべきかを確定することが必要である。そのためには、第Ⅱ節の(i)の①から⑩にあげられた「アジャスタブル・ペッグの欠陥」——それらはすべて主として調整の局面に関わるものであり、そのため変動為替相場制がそれに勝るものとして提唱される——に加えて、第Ⅴ節で指摘されたような、基軸通貨の金との交換性の問題を含む基軸通貨のあり方に関わる欠陥が注意されなければならない。この点の考察のために、IMF体制が、少なくとも、①金為替本位制維持機構、②アジャスタブル・ペッグ維持機構、③国際決済調整機構、および④自由な為替取引維持機構、としての働きをもってきたことに留意しよう。<sup>(21)</sup>過去の経験は、特に①から③の諸点について、IMF体制が当初考えられたようにはうまく働かなかったことを示している。

(21) これらの詳細については拙著、前掲書 pp. 238—9 を参照されたい。

まず、①については、IMF体制のもとでは基軸通貨がドルとされていたため、世界全体としての対外準備の本質的な増加は専ら新産金に委ねられていたことに注意しよう。その生産量が自然のおよび経済的な条件によって制約されている新産金はこの役割を果たしえず、この①の機能は当初から「流動性ディレンマ」の潜在的な必然性をもっていたといえるであろう。現在では、世界の対外準備の成長は、IMF準備ポジションとSDRによって支えられている。

②は、前Ⅱ節で詳述されたように、まさに変動為替相場制の主張がその不備を強く指摘するところである。IMF体制のもとでは、対外不均衡の調整は、それが「基礎的」であると認められない限り、専ら国内の財政・金融政策によって行なわれると想定されている。いわゆる「金融節度」の強調はこのことを明示している。この場合、国内政策が交易条件を構成する物価の上昇を抑制できるほど強力でありうるならば、アジャスタブル・ペッグは成功裡に運用されるであろう。しかしながら、実際には、いわゆる金融節度は各国の自主性に委ねられており、世界的にみてそれが必要な場合に常にそれが実行されるとは限らないのである。

③の国際決済調整機構としての機能は、IMF体制が1国の国内通貨(ドル)をその基軸通貨としているという点で、本質的な制約を蒙っている。変動為替相場制の主張が指摘するように、そして第Ⅲ節の補修を受容れた上で、大幅な国際収支不均衡を是正する最も有効な手段は為替相場の弾力的な変更であろう。ところで、基軸通貨国である米国は、まさにその通貨上の目的のために、金のドル平価を変更することはできても、金価格が為替レートではないために、ドルの対外為替相場を自主的に変えることはできないという制約を受けている。米国以外の諸国は、金価格の変更を相殺するように自国通貨をもとの対ドル相場水準に留めておくことができるからである。換言すれば、IMF体制下では、米国以外の諸国がそれぞれの為替市場への介入を通じてドルの価値を決めることになるといえるかもしれない。その場合、過去の経験の示すところ

では、平価の切下げと切上げを比較すると、切下げを行った国と回数は切上げのそれよりもはるかに多いのであるから、基軸通貨ドルは、その経済力とは独立に、これら他国の通貨調整によって実質的には切上げられてきたことになるであろう。

このような基軸通貨国の平価変更の制約化は、基軸通貨国の対外的経済力が別して強大である場合には問題を生じなかったが、最近の米国の立場からすれば、当然、顕在的になることである。前掲注(16)のベルギー案はまさにこの点の補強を正当に指摘しているといえるであろう。そして、変動為替相場制の利点を実現するためには、まずこの問題の解決が大前提となるはずである。

(4) 1つの改革案 改革案を考える上で、これまでの論議によって明確にされた諸点は次の通りである。①変動為替相場制が理想的な改革案とされるにはなお幾つかの本質的な困難性をもっており、また改革の実現の可能性が比較的大きく、改革のための社会的費用を最小に留めるようにするには、改革はIMF体制の枠組に沿ったものであるべきであろう。②「アジャスタブル・ペッグの欠陥」が指摘され、事実、表面化しており、「変動為替相場制の積極的利点」がなおその補修を必要としながらも認められる限り、これが考慮に入れられるべきであろう。③1国の国内通貨を基軸通貨とすることから生じる制約と困難性は排除されなければならない。

これらの点に留意すれば、「1つの改革案」は次の(a)~(e)のようなものになるであろう。<sup>(22)</sup>もとより、それはすべての詳細な点への言及を含むものではない。

(a) IMF加盟国通貨の平価は明確に確定されることを原則とし、新しい共通通貨幣単位は、1国経済の価格変動や気まぐれな金の状態によって影響を受け

---

(22) 以下に示される「改革案」は、L. B. Krause, *Sequel to Bretton Woods*, Brookings Institute, 1971 (その要点は、L. B. クラウス, 国際通貨制度の改革, *Trends* 5号に示されている) に負っているが、推論過程と結論における若干の修正は筆者自身の責任に基づく。

ない唯一の国際通貨である SDR とする。ドルが非基軸通貨化され、金の非貨幣化が目指されるという意味では SDR 本位制と呼びうるかもしれない。ドルを含むすべての通貨はこの SDR に対してのみ平価を定められ、取引の慣行上、ドル以外の通貨の対 SDR 平価はクロス・レートとしてドルに対する適切な位置づけのために用いられるが、対ドル平価が設けられることはない。

政府が為替市場取引に介入する場合、その相手とする大衆に対しては SDR を使用することはできないため、介入が必要な時には、取引慣行を考慮して介入通貨として 1 国の国内通貨（おそらくはドル）が用いられよう。

この SDR 本位制の利点は、① SDR がその増加を合理的に計画できる現存の唯一の準備資産であること、<sup>(23)</sup> ② 米国を含むいずれの加盟国も、必要に応じて、その為替平価を実質的に変更しうること、③ 介入通貨として 1 国の国内通貨が用いられるため、取引慣行をさほど損わずにすむであろうこと、④ 通貨の交換性は SDR に対して保証されること、である。

このような変革の結果、現在の基軸通貨国である米国に生じる変化が特に注意されるべきであろう。現行のスミソニアンの合意のもとでは、ドルは金や SDR との交換性をたたれている。このため米国は国際収支の赤字が続く場合、手許の金や SDR という準備資産の減少を伴わず、ただドルの流出が生じるだけとなる。他方、黒字国では、このドルの流入が為替相場の変動をもたらすことを防ぐため、定められた変動幅の枠内を維持すべく通貨当局が市場に介入してドルを買支えなければならない。その結果、外貨準備は累増し為替相場の切上げ圧力が顕在化するとともに、買支えの際の国内通貨の増発が国内の物価上昇圧力となる。投機を考慮すれば、この傾向は一層累積的になるといえるであろう。したがって、現行の IMF 体制は、調整の局面における変動為替相場制の積極的利点のみでは解決しえない根本的問題を、基軸通貨の交換性の局面にもっている。<sup>(24)</sup>

(23) 本節(2)の「8項目の合意」の③を参照。

(24) この点については、第 V 節を想起されたい。

この問題の解決のためには、①米国の国際収支改善がしたがって金融節度が容易に求められえないならば、黒字国の側でドルの流入を抑制するような為替管理をするか、②それが望ましくなければ変動為替相場制を採用するか、しなければならぬであろう。しかしながら、すでに述べたようにこれらは長期的な望ましい施策ではない。それゆえ、さきに述べられた(a)のSDR本位制による1国国内通貨の基軸通貨からの退位が考えられることになる。この改革のもとでは、米国の国際収支の赤字は同国の準備資産(SDR)の保有高の減少となって現われる。たとえば、ドルが流入した黒字国は、介入通貨としての必要保有分以上の余剰ドルをIMFに持込んでSDRと交換する。IMFはその余剰ドルを米国保有のSDRと交換することになる。それゆえ、現行制度のドルの信認の低下というあまり明瞭でない指標の代りに、米国の準備資産保有量の減少という明示的な指標が存在するため、米国はその国際収支均衡化の努力をしなければならなくなろう。したがって、この改革のもとでは、いわゆる金融節度の維持が built-in されることになる。

(b) 平価の上下為替変動幅を拡大し、その内側に非介入帯を設ける。スミソニアンでの合意による為替変動幅の上下各2.25%という拡大は、さきに指摘したように、もとの狭い変動幅が不当に国内政策の適切な働きを抑圧し、為替相場についての投機を刺戟するという変動為替相場制の主張の一部容認に基づいているといえるであろう。經常勘定との関連において各国の物価上昇率の相違に留意し、主として資本勘定にかかわる投機問題を考慮すれば、為替変動幅は現行の上下各2.25%から3%ぐらいのところに保たれるのが適当であろう。

ところで、スミソニアン以前においては上下各1%の狭い変動幅の範囲内でも中央銀行の介入が行なわれていたし、現行の上下各2.25%の変動幅の拡大のもとでもその内側での介入については何の定めもないようであり、各国当局の自由裁量に委ねられている。しかしながら、この種の自由裁量は切角の変動幅

(25) この主張は Krause の特徴をなすが、特に後段は本稿の変動為替相場制の検討から示唆されるところに最もよく適合するものである。

の拡大による予定された効果をそれだけ減殺してしまうことになろう。アジャスタブル・ペッグの欠陥が認められる限り、規定されたヨリ拡大された変動幅の内側のある範囲（たとえば上下各2%）では中央銀行の介入を認めないようにすることが望ましい。この措置によって、①一部の中央銀行が他の中央銀行の通貨政策の独立性を妨げないようにすることができ、②アジャスタブル・ペッグの欠陥を補正し、変動為替相場制の利点をその程度だけ発揮させることができるであろう。中央銀行は他国との協調を損なうことなく、この非介入帯と規定された最大限の変動幅限界の間で為替相場の支持を行うことになる。

(c) SDRを本源的な公的準備とし、金・ドル・その他の通貨はSDRと代替し、金の非貨幣化による利益を低開発国援助に用いる。前述(a)の如く、介入通貨として中央銀行はドルもしくはその他の通貨を保有する必要があるが、それは取引の必要を満たすためと拡大された変動幅の介入帯の維持のためのみであるので比較的少額の保有ですむであろう。

SDRを本源的な公的準備にするためには、少なくとも次の3つの措置が必要である。①すべての加盟国は、それぞれの公的準備の中に保有している通貨を特別発行によるSDRと交換するように要請される。この交換が行なわれる時点以前に生じた各国通貨の切上げと切下げは、それぞれ当該保有国の利得と損失となる。②同様に、すべての加盟国は公的保有の金を特別発行されるSDRと交換に、IMFへ公定価格で売渡すように要請される。IMFは、その金を適宜に世界銀行へ同じ公定価格で売却し、世銀はその金を手数料を加算して民間市場で販売し、売買益を低開発国に対するソフト・ローンや援助に用いる。③以上のことが実現されるには、その保有者にとってSDRが準備資産として一層魅力的であることが必要とされるであろう。このためには、割当て以外の上述の特別発行によるSDRに対しては、現行の利子支払い変更に際しての制限や不便な投票手続きを改めて、ヨリ有効な利子支払いが可能となるようにされるべきである。その際、支払われる利子率は、IMFの保有する資産の運用によって獲得可能な収益に必要な運営費用を控除して、ちょうど等しくなるよ



うに計算されればよいであろう。

(d) 貨幣としての金の残存とは妥協の余地を残す。若干の国が準備資産として金に固執することは十分考えられることである。その場合、上述の(c)の施策をすべての国に強要することは不可能であろうし、政治的・経済的に賢明なことでもない。貨幣としての金の役割を主張する国は、①上述(a)と他の諸国の(c)に述べられた行動を受容し、②他の諸国に金の役割を強要しない限り、そうすることを認められるべきであろう。もとより、国際通貨制度における金の貨幣としての役割が成立するためには、本源的に、IMFと他の諸国に対して金との交換性の維持を強制することを前提するであろうから、上記②の実現は困難であるかもしれない。しかしながら、現行の金との交換性の停止のもとで——そうであればこそというべきかもしれないが——なお準備資産としての金への固執が存在するのであるから、①と②の制約のもとでの金への固執も、いわばそのためにする自己満足として、成立しうるであろう。

(e) IMFの機構的役割を強化する。ブレトン・ウッズからスミソニアンへの移行は、しばしば暗黙裡にいわれるように、IMF機構の弱体化やその不要化を意味するものではない。むしろ、国際協調としてのIMFの役割の一層の必要性を示している。加えて、以上の提案は、そのいずれの点においてもIMFの機構上の拡大・強化を必要とする。特に、加盟国の平価変更については、IMFは一層積極的な勧告をすることを通じて、アジャスタブル・ペッグの欠陥の除去につとめることを要請されよう。しかしながら、以上の提案がIMF体制の内側での改革であることを再確認しておこう。求められているのは、IMFのまったくの改組ではなく、現行のIMFの発展的な拡張にすぎない。まして、変動為替相場制の主張それ自体のような、IMFの外側への変革ではない。

ここに示されたのは「1つの改革案」すなわち改革を考える際の1つの方向づけにすぎない。改革案と呼ぶにはなお一層の詳細にわたる配慮が必要である。しかしながら、それは、①IMF体制はどうなるか、またどうすべきであるのか、②基軸通貨としてのドルはどうなるのか、またどのようにすべきであ

るか、③SDRはどんな助けとなるであろうか、といったヨリ現実的な問題や、④変動為替相場制の主張はどのように受止められるべきか、⑤南北格差もしくは低開発国問題は国際通貨制度の成行きの上でいかに解決されるべきか、という理論的な問題に対する1つの解答の道を示唆するであろう。

本稿では、変動為替相場制の主張の再検討を行ない、それを通じてIMF体制の外側への変革としての変動為替相場制とIMF体制の延長としての非変動為替相場制との2つの道のいずれかが選ばれるべきであるとすれば、後者の方向が選択の対象になるであろうことが論じられた。

#### 〔追記〕

本稿脱稿の直後に、IMF理事会は特別報告書「国際通貨制度の改革」を公表した（昭和47年9月7日新聞報）。その主要点は次のように要約できる。①基礎的不均衡が存在する場合には平価変更を行ない、それが存在しない場合には平価変更を行なわないという対象性を明確にすることによって平価制度の機能を改善し、小幅かつ迅速な調整を促進し、赤字国・黒字国のいずれもが平価調整を行うべきである。その場合、いずれの平価調整についても、IMFのイニシアティブを認めるかどうか、何らかの強制権限を認めるかどうかなどは今後の検討課題とされる。②為替相場変動幅については、現行のワイド・マージンを協定改正によって永久的制度とするか、変動幅をどの程度とするかについては意見の一致をみていない。③準備通貨を漸次SDRに置換し、将来必要となる流動性の増加はSDRで賄うなど、SDRを準備資産の中心にする。その場合、SDRの役割を高めるため、現行の受領義務限度額の引上げ、SDR金利の引上げ、SDRと各国通貨の相対価値などが検討される。④攪乱的資本移動対策としては、一部ヨーロッパ諸国などの直接的コントロール論と、市場の実勢に合わせた弾力的な為替相場調整という米国の市場原理重視論があるが、暫定手段としてIMFを通じる多角的スワップ網が検討の対象となる。⑤交換性については、米国も、他国と同様、対外収支尻の決済を原則として準備資産によって行うという見解やそのような資産決済には為替相場の大幅な弾力化ないし巨額の国際流動性の創出が必要となるという欠陥があるとする見解、さらに段階的なアプローチとして、米国としては、対外収支が赤字の場合にはその一定割合あるいは一定額を準備資産で決済し、黒字の場合にはその全額を他国から準備通貨で受取ることを妨げないとする方法も考えられる。いずれにせよ、何らかの形でドルに交換性を持たせるようにする。

相異なる意見の併記の形をとっているこの報告書は、その意図がやや不明瞭であり、加えて比較的短期の措置（たとえば④と⑤）と長期にわたるそれ（たとえば③）とが混在しているため、全般的に理解に困難を伴う。しかしながら、これら①～⑤と上述の「1つの改革案」(a)～(e)を比較すると、そのおよその方向は理解しうるであろう。換言すれば、さきの(a)～(e)は、現在、実際に論議の対象になりうるものであるといえるであろう。

(1972. 7. 7)

## 国際資金専門委員会

### 研究活動

- |      |            |  |
|------|------------|--|
| 第1回  | 1970. 6.20 | 変動為替相場について<br>神戸大学 教授 藤田正寛   |
| 第2回  | 1970. 7. 3 | The Pre-Keynes, Keynes and<br>Post-Keynes' Keynes System<br>シカゴ大学 教授 Robert A. Mundell                 |
| 第3回  | 1970. 7.25 | 最適通貨地域の問題点<br>神戸大学 教授 藤田正寛   |
| 第4回  | 1970. 9.12 | ゾーメンの為替論について<br>大阪府立大学 助教授 馬淵透   |
| 第5回  | 1971. 3.27 | 最近のアメリカの国際収支と国際資金の動向<br>東京銀行調査部長代理 湯野勉   |
| 第6回  | 1971.10.18 | アメリカの金融政策<br>一橋大学 教授 伊東政吉  |
| 第7回  | 1971.11.20 | 円問題とわが国の後進国援助<br>外務省経済協力局長 沢木正男  |
| 第8回  | 1972. 1.25 | 産業連関と金融連関(そのⅠ)<br>神戸商科大学 助教授 二木雄策  |
| 第9回  | 1972. 2.15 | 産業連関と金融連関(そのⅡ)<br>神戸商科大学 助教授 二木雄策  |
| 第10回 | 1972. 3.22 | 黒字定着と金融政策<br>神戸大学 教授 藤田正寛  |
| 第11回 | 1972. 6.10 | イエール・スクールについて<br>慶応義塾大学 教授 村井俊雄  |
| 第12回 | 1972.10.14 | 適正通貨地域について<br>神戸大学 教授 藤田正寛   |
| 第13回 | 1972.11.17 | ニクソン政権下の金融政策<br>一橋大学 教授 伊東政吉   |
| 第14回 | 1972.11.18 | Saving and Loan Association)におけ<br>る預金利率と貸付利率との関係<br>神戸商科大学 講師 石垣健一                                    |
| 第15回 | 1972.12.16 | (1) 固定為替相場と変動為替相場の<br>比較研究 —A Keynesian Open Model—<br>神戸商科大学 助教授 保坂直達<br>(2) 投機と為替相場<br>神戸大学 教授 石井隆一郎 |

第16回	1973. 3.24	為替予想と利子率格差 同志社大学 助手 伊勢田 慧
第17回	1973. 6. 7	Examination on Japanese Financial Institutions and Markets エール大学 教授 Henry Wallich
第18回	1973. 6.15	過剰流動性とインフレ 日本銀行調査局調査役 鈴木 淑 夫
第19回	1973.10.13	国際経済における貨幣の一般均衡 香川大学 助教授 宮田 亘 朗
第20回	1973.11. 7	国際通貨問題とその交渉 大蔵省顧問 細 見 卓
第21回	1973.12.22	国際通貨改革と発展途上国—IMF ナイロビ総会を傍聴して— 大阪市立大学 教授 中西 市 郎

## 金融研究会

研究活動（昭和48年度）

第99回	1973. 5.26	銀行の国際化と金融政策 住友銀行調査部次長 木 田 一 男
*第100回	1973. 6. 7	Examination on Japanese Financial Institutions and Markets エール大学 教授 Henry Wallich
*第101回	1973. 6.15	過剰流動性とインフレ 日本銀行調査局調査役 鈴木 淑 夫
第102回	1973. 6.16	最近の中国事情—中国の経済・金 融事情を視察して— 神戸銀行調査部長 山 田 昇 一
第103回	1973. 7.28	ポスト・ラドクリフにおける金融 政策観について 神戸大学 教授 矢 尾 次 郎
第104回	1973. 9.22	国際通貨と国際収支の動向 東京銀行 調査部長 鳴 沢 宏 英
*第105回	1973.11.24	国際通貨問題とその交渉 大蔵省顧問 細 見 卓
*第106回	1973.12. 3	国際通貨改革と発展途上国—IMF ナイロビ総会を傍聴して— 大阪市立大学 教授 中西 市 郎

（\*印は、国際資金専門委員会と共催）

執筆者紹介(執筆順)

- ふじ 　 　 た 　 ま さ 　 ひろ  
藤 　 田 　 正 　 寛……………神戸大学経済経営研究所教授  
国際資金専門委員会 委員  
（幹 事）
- いえ 　 もと 　 ひで 　 た 　 ろう  
家 　 本 　 秀 　 太 　 郎……………神戸学院大学教授  
神戸大学名誉教授
- いし 　 だ 　 　 さだ 　 お  
石 　 田 　 定 　 夫……………日本銀行調査局参事
- い 　 とう 　 まさ 　 きち  
伊 　 東 　 政 　 吉……………一橋大学教授  
神戸大学経済経営研究所  
非常勤講師（昭和47年度）
- ふたつ 　 ぎ 　 ゆう 　 さく  
二 　 木 　 雄 　 策……………神戸商科大学教授  
国際資金専門委員会 委員  
神戸大学経済経営研究所  
非常勤講師（昭和46年度）
- ゆう 　 　 ちゆう 　 くん  
游 　 　 仲 　 勲……………熊本商科大学教授
- みや 　 た 　 のぶ 　 お  
宮 　 田 　 亘 　 朗……………香川大学教授  
神戸大学経済経営研究所  
非常勤講師（昭和48年度）
- やす 　 い 　 　 ひろし  
安 　 居 　 　 洋……………神戸市外国語大学助教授
- ほ 　 さか 　 なお 　 みち  
保 　 坂 　 直 　 達……………神戸商科大学教授  
国際資金専門委員会 委員

金融研究（既刊）目次  
第1冊 昭和40年1月発行

〔研究〕

国際通貨と国際流動性に関する考察	新庄博
資金循環勘定の若干の問題点	石田定夫
外債市場としてのヨーロッパ	東敏夫
Portfolio 選択理論の序説的考察	三木谷良一
西ドイツの銀行制度	大野喜久之輔

〔覚書〕

いわゆる貨幣側の意味するもの	矢尾次郎
国際収支と財政金融政策	岩井茂
信用乗数と信用波及連関論	則武保夫
預金と所得および投資資金	則武保夫
国際通貨問題の一考察	藤田正寛
銀行とその他金融機関という二分法について	石井隆一郎
資金循環分析の理論と形態	能勢信子
Financial Intermediaries について	三木谷良一
金融政策の諸問題	M. フリードマン

第2冊 昭和42年3月発行

〔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
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
国際信用乗数と国際資金循環	則武保夫
国際資金需要と金選好	藤田正寛

〔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
-----------	----------------

〔覚書〕

短期金融と長期金融	小寺武四郎
近代利子論生成の一齣	三上隆三
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
相互銀行の現状と問題点	田中義一
証券市場とマネー・フロー	三木谷良一
利子率の期間別構造についての子想理論	大野喜久之輔
低開発国金融の基礎的問題	藤田正寛
わが国の製造業における在庫変動と金融変動	安居洋

経済経営研究叢書  
金融研究シリーズ 第3冊

---

昭和49年3月20日印刷  
昭和49年3月30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

神戸市兵庫区中道通3丁目7  
㈱石川印刷出版社

---



