

通 貨 政 策

阪 口 伸 六 郎

1. は し が き

戦後わが国の通貨政策は主として金利政策一本にたよってきたのであったが、これからは貸出し政策と並んで、国債の売買操作や、支払い準備制度の運営を検討すべき必要が生じてくるであろうと思われる。

通貨政策の目標は、必要な通貨の円滑な供給ということと、通貨の価値の安定ということとの二つである。

通貨政策とは通貨を規制することによって金融を調節することであるが、経済政策の諸目的を達成する手段として、通貨供給に関する中央銀行の調整機能のことをいうのである。

歴史的にみれば金融政策即通貨政策であったのであるが、金融という見地からみると、金融の手段である通貨を規制することによって、間接に貯蓄とか投資とかの金融を調整することになるのである。もちろん通貨政策は金融政策の一種であって、金融政策といえば通貨政策と金融の質的統制（直接に貯蓄や投資を調整する）との二つを含む広い概念である。

通貨といってもその種類はさまざまで、普通に通貨を貨幣と貨幣の代用物とに分けて、最も狭義の貨幣を本位貨幣というのである。本位貨幣の額面価値（名目価値）は実質価値と一致していて、もし実質価値が額面以下であるならば本位貨幣であるとはいえない。交換価値の尺度機能と国際収支尻の最終的決済手段とは、貨幣の最も基本的職能であるが、貨幣の代用物は本位貨幣に代わってその職能の一部を果たすにすぎないのである。

貨幣の代用物としては、補助貨幣、政府紙幣、手形、小切手（当座預金）、

外国為替、銀行券などがあり、補助貨幣と政府紙幣とは商品の交換手段として、手形と小切手と銀行券とは支払い手段として、外国為替は国際収支の決済手段としての職能を果たしている。（中央銀行券は表面上信用通貨であるが、実質は政府紙幣である。）

通貨政策とは通貨を規制することによって金融を調節することであるが、通貨の何を規制するのかという答えはまちまちである。通貨の数量、通貨の回転速度、通貨の原価としての金利の調整などが答えとして出てくるであろう。通貨のアベイラビリティ（Availability）の規制を加えよという考え方が最近各国でもたれてきた。すなわち市中銀行の追加的に通貨や信用を供与しようとする意欲や能力のことであり、現実の経済や景気を左右するものなのである。

最近の金融理論の二大主流理論とよばれるものはケインズ学派の所得分析的接近方法とシカゴ学派の通貨数量説的接近方法とであるが、ケインズの一般理論は貨幣理論に非常な影響を与え、現代の貨幣に関する研究の大部分は彼の考え方の拡張とその応用か、或いはそれを巡る反批判である。

数量説を信奉するシカゴ学派はフリードマンの指導の下に、実証経済学として貨幣問題に関しての包括的研究を完了している。フリードマンは資本理論から出発する点でケインズ学派の理論とは異っていて、そもそも数量説とは貨幣の需要理論であって物価の理論ではないというのである。ここにおいて資本理論の一部として貨幣理論は定式化され、成長と蓄積の過程を導入した動学化への方向が示されたのである。現在ではケインズ学派もシカゴ学派も、両学派は共に金融的諸関係の計量経済学的検証と測定の方角に進みつつある。

英国のラドクリフ報告や米国の通貨信用委員会報告は、貨幣理論に対しては通貨政策と貨幣理論に課せられた諸問題に対する認識を深め、計量経済学的定式化と検証の重視と新しい資料の利用による理論と政策双方についての最近の研究方法来に刺激を与えたことは注目すべきである。

⁽¹⁾ 本稿は貨幣の需要供給の理論的検討を通じて通貨政策の目的と役割とを考察し、わが国の金融形態についての通貨政策の現実的妥当性を論ずるものである。

2. 貨幣の需要

シカゴ大学のミルトン・フリードマン教授は、⁽²⁾ 日本経済のインフレを論議するには消費者物価指数によるべしというのである。消費者物価指数は卸売物価指数よりも広い指数であるからで、現実のデータとして1953年から59年までの6年間に約10%上昇し、59年から62年の3年間に16%以上も上昇し、62年5月から63年5月までの1年間に8%も上がっている。それまで消費者物価が6、7年間も比較的安定していた後に上がり始めた点を指摘している。ところが日本ではこうした問題に対する議論が、ほとんど非貨幣的（異なった産業部門における生産性の動きに関する問題、農業生産の問題、人口の都市集中問題）にインフレの根源を求めてその点に集中されて行なわれている。非貨幣的にインフレの根源を追及することは、相対的な価格の問題と一般的価格水準の問題とを混同することになるのである。日本経済の貨幣量の数字を見てこそインフレの根源の理由が発見されるという。中小企業の生産物に対する強い需要があったという事実こそが中小企業製品の価格を引き上げさせた理由であり、この価格上昇こそが、中小企業部門における賃金を結果的に上昇させたのである。物価の一般的水準の動きを理解するためには、貨幣量の動きを見なければならない。インフレは常に貨幣的現象（金の発見、赤字財政、オーバー・ローン等はいずれも貨幣量の増大である。）であるからである。貨幣量の動きとして当座性預金プラス普通預金と銀行以外の場所に流通する通貨との合計が貨幣供給量である。1962年3月以来63年3月までに貨幣量は35%増大している。1961年9月から62年9月までにかけての貨幣量の増大12%の結果が、6カ月の遅れをもって現在感じている物価騰貴である。貨幣量12%増大は消費者物価8%の上昇と生産の4%の増大を結果

したと考えてよい。貨幣量の動きと物価変動との関係は日本においてばかりでなく、アメリカ、ユーゴスラビア、イスラエルにおいても同様である。現在各国において中央銀行が貨幣量の動きを規制する地位にある。中央銀行は利子率を規定できないが、貨幣量の動きを規制することができる。物価を安定せしめ、消費者物価の上昇を比較的小さく抑えるためには、これまでのように貨幣量を増大させるのは間違っている。物価上昇をコントロールするためには、貨幣量増加率を低めることが絶対不可欠である。先進諸国の一般的な物価の動きの影響を考えるならば、消費者物価を必ずしも全く安定に保つ必要はない。日本の実質国民所得の成長率は極めて高かったために、深刻な続行的物価騰貴も経験せずに、早いテンポで貨幣量を増大することを可能ならしめてきたのである。日本は直接的にも間接的にも世界の貿易自由化と、密接な利害関係をもっているから、この際必要なことは国際収支の観点から完全に物価の安定を保つことであろうから、金融にブレーキを急にかけたり、アクセルを強く踏むことは、自由化対策をあともどりさすのではなかろうか。自由経済において政府の役割を考えることは非常な進歩であるが、無計画的自由経済は分権化された計画によって特徴づけられるシステムである。民間企業はもっと予測とかプロジェクトをもつべきである。公共事業に対しては政府はもっと一括的なプログラムをもちえないのであろうか。

以上がフリードマンのわが国経済に対する主張であるが、現在は日本経済の質的転換への過渡期であろう。もし日本が変動為替レートを採用したとするならば、どうなるであろうか。そもそも自由経済は民間企業を補助しなければならぬのか。政府は政策の誤まりに対して責任をとるべきである。フリードマンに指摘されるまでもない。

1930年以後貨幣理論の接近法は、交換方程式的接近法から所得・支出接近法にとって代えられた。ケインズは価値の貯蔵手段としての貨幣の機能と富の保有形態としての貨幣の特性に注目して、貨幣の需要として予備的需要に

代って投機的需要を強調したが、其後投機的需要は短期分析に限定されて資産保有の理論となったのである。

数量説においては、貨幣の形で富を保有するための機会費用という古典派的貨幣理論的認識から、流通速度を富の保有形態の選択に由来する貨幣需要と考え財としての貨幣の用役という見地から分析するのである。そしてその主要な問題は貨幣所得と資産の集計量の現実の動きをば、貨幣数量と結びつけた貨幣の需要によって説明するのがよいか、所得・支出の諸関係によって説明するのがよいかということに方向を求めている。⁽³⁾ 貨幣の需要を所得と利子に依存させるためにケインズ学派の人々は、貨幣の取引需要を選択の反映として考え、一般均衡理論的接近法へと歩んだのである。

貨幣理論では貨幣の需要という点で実証的研究を開発すべきであるか、または所得・支出に対する貨幣の影響という点で定式化すべきか、或いは交換方程式的接近法と所得・支出的接近法といずれがすぐれているかという問題等が基本的論争点となっている。最近では単純な消費関数が行動関係を表わさないことを経験して以来、現代では流通速度接近法の信奉者が精密化された定式を研究しはじめてきたこと⁽⁴⁾も特筆に価することである。

貨幣数量の変化は、資産効果や利子率効果をもたない場合においても、消費に対しては効果をもつものであるという結論こそ、現代における数量説的接近法として重んずべきであることを意味しているというフリードマンの結論や、更にガーレイニョーの所謂貨幣の需要は、その国の金融構造の発展の影響を計算に入れなければならないという所説を注目すべきである。

3. 貨幣の供給

貨幣供給に関する最近の研究の傾向は、資産選択を反映する行動関係として取扱うことである。貨幣動学として、現実のストックを望ましいストックに調整をするという関係から定式化することである。最近まで機械的貨幣乗数接近法にとらわれがちであったが、貨幣供給総額と現金通貨需要との比率

の研究により新しい経済的説明の分野が開拓されてきたし、⁽⁵⁾更に準備残高の変化に対する銀行制度の反応についても研究されてきたのである。

さて現下の日本経済について新しい財政政策の理論が論議に上っているが、成長を続けるための社会投資、財政投融资による基幹産業資金の供給、マーケット・オペレーションの対象物件の造成、金融調整手段の創出等の目的から、経済成長との関係などを問題としているのである。

日本のマネー・フロー分析の結果の特色は、法人企業部門の資金不足（投資超過）が巨額に上る反面、個人部門の資金余剰（貯蓄超過）が巨額に達している。すなわち法人企業部門の負債超過が巨額による反面、個人部門の資産超過が巨額に達しているのである。金融取引・金融資産負債残高の両者においてみても、金融部門のウェイトが大きく間接金融方式が支配的である。金融部門の内部においても、日本銀行と市中金融とが預金よりも貸出しによって連関している度合が高い。海外部門の資金の過不足が政府部門を経由して処理されると共に、政府部門の資金過不足の調節は殆んど日本銀行との間において行なわれている。これは政府短期証券を日本銀行が引受けたり、日本銀行に償還されて調整されるためである。政府部門と市中金融部門との関係は、資金運用部の金融債引受・外貨預託・指定預金であつて、政府部門と法人企業部門との関係は、政府金融機関からの貸出しにより、政府部門と個人部門との関係は、郵便貯金・簡易生命保険・郵便年金の受入れが主たるものぐらいである。この間接金融方式によって金融媒介的機能だけでなく信用創造機能を活用して、明治以来日本の資本主義の発展を可能にしてきたのである。しかし一面間接金融方式は銀行の勢力を大ならしめ、独占の基盤を固め、また日本経済に絶えざる不安定要素を注入してきたのである。要するに経済の成長に伴なう必要通貨の供給を、中央銀行貸出増加の形で供給を恒常的に補うとなると、資金のアベイラビリティが大きくなって金融政策を弾力的に行ないえない結果をも生ずるということである。

国民所得と通貨との間に一定の比率関係があることを示しているマーシャ

リアンKは、日本の場合約9%であって、支出国民所得についてみると、現金通貨をもっとも必要とする個人の消費支出の国民所得に占める比重は低い。分配国民所得では現金を必要とする勤労所得の国民所得に対する比率は低い。生産国民所得の面では第1次産業部門が比較的高い比率を占めている。従って日本の現金通貨の割合は国民所得全体に対する現金通貨の比率においてみるとそれほど高くないといって差支えないのである。

日本経済の成長に伴なり現金通貨の供給方法としては、中央銀行貸出増加の形で現金通貨を供給してきたが、米国では政府証券の買オペレーションと支払準備の解放が中心である。ヨーロッパ諸国では、大体において金と外貨を買い入れるか、或いは政府証券の買い入れで供給している。しかも国債をいきなり中央銀行が引き受けるということは原則として行なわれず、市場との間で政府証券の売買をするという形で供給する例が多いのである。支払準備率の引下げは、今のところ米国だけの問題である。現在の日本では、支払準備率を漸進的に引上げて行くべきであるが、この方法はあきらめねばならない。政府証券の買入れ或いは引受けは、短期証券の市場を通ずる買入れであるから実行されてよいルートである。オーバー・ローン⁽⁶⁾によつての通貨を供給することは妥当でない。以上は吉野俊彦⁽⁶⁾氏の考え方である。

日本銀行の通貨調節の弾力性を確保するためには、フローの変化ではなく現実のストックを望ましいストックに調整するという関係から定式化が試みられねばならない⁽⁷⁾。

日本経済の成長は余りにも高かった。オーバー・ローンもやむをえないと考えられたが、自由化という現実と世界経済の動きの中に、金融正常化を叫びながらも兼営主義の金融機関のもとでは、国民経済の循環をなめらかにするために、機械的な信用創造乗数接近法を離れて銀行信用拡張の分析を経済理論として理解することが必要なのである。通貨数量の調整により、中央銀行が国民経済を規制するという問題を理論的に考えて、技術的道具を見出すとともに精神的態度を固めることが最も大切であると考えられる。

4. 通貨政策の妥当性

戦後3回の景気循環に対してのわが国の通貨政策の経験によれば、金融引締めが景気の崩壊をもたらし金融緩和が景気後退を克服したと考えてよいであろうか。

ケインズ以前の時代には、通貨政策の目的は物価の安定にあった。ケインズ革命は第2の目的として完全雇用の維持を導入し、第1の物価の安定という目的と抵触する可能性を含んできた。しかも通貨政策よりも財政政策を強調したのである。1950年以降第3の目的として適度の経済成長を加え、最近では第4の目的として国際収支均衡を唱えている⁽⁸⁾のである。日本経済に対する貨幣政策の目的をどうすべきかという重要な疑問が残っているのであるが、通貨当局の自由裁量に代えて通貨供給のルールを確立すべしとする提案は、1936年ヘンリー・シモンズの有名な論文⁽⁹⁾のなかで既に提出済みである。貨幣当局の役割は安定した貨幣基盤をつくり、そのときの意見や風潮に支配されないことである。経済の安定・完全雇用・価格の安定・適度成長はすべて一般的目標である。経済政策の目的として幾つもの目的を認めることは、目的相互が抵触しあって目的相互を調和することが更に必要となる。かくの如き調和に関する理論も実証もまだ計量されていない。そもそも通貨政策は一定の規則や規準によって行なわれるのでなかったならば、責任も権限も付与することができないのである。消費者物価が上がっても卸売物価さえ上がらなければいいと考えてよいであろうか。

かくして通貨政策が経済部門の行為に影響をおよぼす過程を分析して、政策手段としての役割の有効性に接近して貨幣理論を探究する方法が一般的傾向となり、1950年以降伝統的な金融調整の技術の有効性について、ガーレイ⁽¹⁰⁾およびショウの議論が注目をあび、ガルブレイス⁽¹¹⁾は一般的経済の調整をめぐる金融政策および財政政策に対する強い攻撃を加えて世人に警告を發した。また短期的な安定手段としての通貨政策の復活は、伝統的な金融調整手

段の使用と有効性に対して多くの論議をひきおこし、更に長期的な貨幣供給の増大をどのような方法で行なわなければならないかという問題にまで論議を及ぼしたのである。

貨幣理論と通貨政策に関する以上の論議、特にここ数年において著しい論争（インフレ論争、アベイラビリティ論争、ビル・オンリー政策等々）が興味深い。要するに貨幣理論を資本理論として定式化して動学化をはかるか、所得理論と価格理論を統合して短期均衡分析から解放されて長期成長動態化を計画するか、或いは計量経済学的検証を経て通貨政策の操作に乗り出すかに今後のすばらしい発展がみられるであろう。

5. 物価をめぐる政策

わが国の消費者物価の高騰に対して、現在において高度成長が需要増大をもたらしたとみるデマンド・プル説から、賃金引下げが物価騰貴の原因であるというコスト・プッシュ説へ、そして管理価格インフレ説とか、生産性格差インフレ説とか、構造物価騰貴とかいわれているのであるが、フリードマンのいう相対価格の変化の問題と価格水準の変化の問題とを混同するなという議論について、認識することが必要であろう。物価を構成する個々の価格の上昇は認めるとしても、それが直ちに物価の上昇を認めることと同義であるとされてはならない。最近の消費者物価の上昇を個々の価格の動向と関連させてみると、豚肉の急騰・夏野菜の値上り・冬野菜の高値・民間サービス料金・家賃・地代・加工食品・公共料金の上昇の要因として、第1に生産性を上回る賃金の上昇、第2に一時的な需給不均衡、第3に構造的な需給不均衡、第4に一種の値上りムード等があげられる。そのなかで労働の生産性を上回る賃金の上昇が目立っているが、総理府調べの昭和35年基準全都市消費者物価指数に採用されている品目のうち、中小企業によって生産または提供されている品目の占めるウェイトは55%に、農林水畜産物は大企業製品に比して労働生産性向上の余地が少ないという理由から、それを中小企業関係に

加えると、そのウェイトは80%にも達する⁽¹³⁾。フリードマンに従えば、卸売物価指数は全体の物価の全体的機構の一部にすぎない。そして日本の場合卸売物価は小売物価一般に比べてはるかに上昇傾向が少ないといっている。卸売物価指数とは企業間取引における個別価格の総合であって、卸売物価の安定をもたらした基本的要因は、第1に製造工業の賃金コストの低下傾向、第2に輸入原材料価格の下落、第3に企業間の価格競争が挙げられている。卸売物価指数を構成している品目のうち、ウェイトの約7割は製造工業の製品であり、輸入物資の占めるウェイトもかなり大きいと思われる。輸出商品の大部分が赤字輸出で、輸入原材料価格も輸出商品価格も共に低く、それが卸売物価の数字をある程度押し下げているのであれば、価格体系の変化を通じて消費者物価と卸売物価の乖離の解明を真剣に検討されねばならない。

昭和36年秋以降の金融引締めによる景気調整下においても、消費者物価が上昇の一途を辿ったことは、従来前二回の引締めによる調整においてみられなかった点である。このことがデマンド・プル説よりコスト・プッシュ説へと移らしめて華々しいコスト・インフレ論議が繰り広げしめたのである。

インフレを防ぎ物価の安定を確保するために、最も重要な役割を果たしてきたのは金融財政政策である。デマンド・プル・インフレは、商品流通量に対して通貨需要が大きすぎることによって生じた物価上昇である。これに対しては、金融引締め政策によって通貨量の圧縮が図られると、金利上昇し需給バランスが回復し物価上昇がとまるのである。部分的な需要超過によるインフレーションに対しては、一般的な需要抑制を目的とする金融政策は却って有害である。

コスト・インフレーションに対しては、金融引締め政策は効果がないばかりでなく、却って有害である。すなわち、このインフレの根本原因が生産性を上回る賃金の上昇であるならば、通貨量や需要動向とは無関係であるから金融政策は何らこれに影響を与えることはできない。

一方これに対し、金融政策は依然万能であると考えられる説もある。インフレ

の原因如何を問わずコスト上昇分を価格に転嫁できるのは、通貨供給量の増加があればこそであるというにある。⁽¹⁴⁾

わが国のインフレは、生産性を越えた賃金の上昇があったから消費物価が上昇したのか、それとも別の原因から消費物価の上昇が起り、賃金の上昇はそれを追いかけているに過ぎないのか問題としてとりあげる必要がある。わが国の物価安定策を考える場合、生産性を高めることが必要であるが、特に生産性の低さを低賃金でカバーしてきた中小企業の生産性を高めることが必要である。中小企業は生産性向上によって、雇用難をしのぐための賃金引上げを吸収することができないから、いきおい物価やサービス料の引上げに転嫁せざるをえない。中小企業は近代化を徹底的に遂行することである。中小企業の生産性向上に取り組む長い時間の中に、消費者物価は騰貴しつづけるであろう。他方自由化の進展にともない賃金上昇も高度成長も制約されるであろう。賃金水準の上昇阻止、高度成長政策の転換、物価騰貴抑制の声は高まるものと思われる。

やがてくるであろう日本経済の悪循環に対して、わたくしは自由経済の原理に還ってその自己矛盾を断ち切るがよいと提言したい。物価水準の安定こそ真の高度成長をもたらすものであり、不必要に国際収支の困離や景気変動の波にさらされることのない実質的経済成長の姿である。

昭和35年秋以来の低金利政策こそ誤れる貨幣政策といわれても仕方がない。経済の貨幣的側面を忘れた議論が横行してきた。最近のケネディ教書や国際通貨体制の問題を考えてみても自由経済の原理を認識しなければならない。

統制経済の下にあっても貨幣の側面は余程重要である。戦前戦中戦後と約25年間わが国経済は貨幣経済であることを殆んど忘れてきた。物の面というものだけに注目しないで、むしろ貨幣の面をつけ加えて考えねばならなかったのであり、積極的な政策たらねばならなかったのである。なんとなれば貨幣は積極的にそれ自体生産性をもった貨幣であったからである。わが国の経

济体制は自由価格機構から依然として程遠いのであるから、国民一同今こそ自由経済体制の原則に則って、自由価格機構の確立することこそが目下の一大急務である。

6. む す び

価格理論と貨幣理論とを統合するために、ワルラス的な均衡論により接近するか、マーシャル的接近に求めるか、現実の経済問題の本質を明らかにするためには、これらの接近方法の違いを明らかにする必要がある。均衡分析から政策的基準を引き出すことは、俗流経済学の見本であろうか。

フリードマンの所説からよみとるなれば、消費者物価指数に物価の全体を求める数量説的接近に政策の規制すべき基準を求めたい。国民所得対マネー・ストックを数量説的に接近すれば、能率投資を考える購買力としてマネー・ストックを対比せしめるべきである。今や日本もIMF 8条国の移行も決り、OECDにも加盟し、資本の移動の自由化を完全にやらんとする時に際会していることを思えば、第4回目の外貨危機を積極的に回避せねばならない。自由経済原理に徹した通貨政策こそ、貨幣理論と資本理論とを統合して短期均衡分析という枠から解放して、景気循環と政策との調整理論となるであらう。⁽¹⁵⁾

(38.10.15)

- (1) 本稿は Harry G. Johnson, "Monetary Theory and Policy," *Am. Econ. Rev.*, Jun. 1962. を中心に日本の現実を考察した。
- (2) 経済往来 昭和38年8月号「日本経済はインフレへの道」フリードマン, 大来佐武郎対談 (58頁—72頁)。
- (3) ジョンソン 前掲誌 pp. 343—345.
- (4) 同 上 pp. 354—357.
- (5) 同 上 pp. 357—358.
- (6) 有沢広己編 経済主体性講座第一巻第四章 (119頁—165頁)。
- (7) ジョンソン 前掲誌 p. 357.
- (8) 同 上 p. 367.
- (9) H. C. Simons, "Rules versus Authorities in Monetary Policy," *Jour.*

- Pol. Econ.*, Feb. 1936, 44, 1—33 ; reprinted in H. C. Simons, *Economic Policy for a Free Society*, Chicago 1948, pp. 160—83.
- (10) J. G. Qurley and E. S. Shaw, "Financial Aspects of Economic Development," *Am Econ. Rev.*, Sept. 1955.
- (11) I. K. Galbraith, "Market Structure and Stabilization Policy," *Rev. Econ. Stat.*, May 1957.
- (12) ジョンソン 前掲誌 pp. 377, 378.
- (13) 吉野俊彦編『経済成長と物価問題』94頁。
- (14) 同 上 176頁。
- (15) 商学討究 第14巻第1号 1963年6月拙稿 (57頁—63頁)。