

金融經濟講座

館 龍一郎・鎌倉 昇 編

II

景気変動と金融

東洋經濟新報社

金融經濟講座

館 龍一郎・鎌倉 昇 編

II

景気変動と金融

東洋經濟新報社

金融経済講座 第Ⅱ巻

昭和43年10月11日 第1刷発行

昭和48年8月20日 第3刷発行

編者 館龍一郎／鎌倉昇

発行者 宇梶洋司

発行所 東京都中央区日本橋本石町1の4 東洋経済新報社

郵便番号 103 電話東京(270)代表4111 振替口座東京6518

編者のことば

最近の金融理論および金融政策論の発展はきわめて目ざましい。これは第1に、戦後の金融構造の変化にともなって新しい問題が生じ、その解決が求められたことによるが、第2に、いわゆる「混合経済体制」の進展にともなって経済政策の重要性が増大し、金融政策の再評価が行なわれるようになったこと、第3に、従来の制度論的研究にかわって理論的分析がなされるにいたり、多数の人々、とりわけ理論経済学者が金融現象に関心をもつにいたったこと、などによるところが大きい。すなわち、金融論といえば従来、貨幣と銀行が分析の中心におかれ、その他の金融機関については、付随的に言及されるにとどまったのであるが、戦後は「銀行以外の金融機関」の発達が著しく、その影響を無視して金融問題を論ずることができなくなったこと、さらに、戦争中に発行された国債の残高が多額にのぼり、金融市場における金融資産の中核となるにいたったため、「国債管理」政策が金融に大きな影響を与えるようになったことなど、金融構造の変化が新しい問題——なぜ銀行以外の金融機関が発達するのか、その金融に与える影響をどのように評価すべきか、あるいは国債残高の金融に与える影響はどのようなものかなど——の問題を生みだし、これが金融理論の発展を促す第1の契機となったのである。が、さらに、1950年代になって、

1930年代の金融政策に対する不信にかわって、「伝統的金融政策の復活」が叫ばれるとともに金融政策の有効性をめぐって論争が行なわれ、金融のメカニズムについての再検討がすすめられる一方、他の経済政策とくに財政政策との関係が人々の注目を集めるにいたり、これが従来の狭いワクを越えた研究を促進することになったのである。

このような問題領域の拡張は、多くの人々の関心と興味を呼び、それはまた新しい分析方法の展開を促すことになったのである。すなわち、金融の分野においては、J. R. ヒックスが、有名な「貨幣理論の単純化のために」（1935年）において慨嘆したように、1935年においてもなお、理論経済学で一般的な分析手法となっていた限界分析の手法さえ十分にとりいれられていなかったのであるが、ケインズの『一般理論』（1936年）における流動性選好理論を媒介として、戦後は理論経済学者の協力によって資産分析（ストック・アナリシス）がポートフォリオ・セレクションの理論という形で展開され、これが金融分析の分野において従来欠けていたミクロ分析を可能にし、理論らしい理論が金融分析の分野にはじめて成立するとともに、従来の貨幣分析という範囲を越えた金融資産の一般理論を可能ならしめることにもなったのである。金融理論の最近の研究は、このような分析を踏まえながら、これを政策の問題にどのように適用するか、また、静学的に展開された理論をいかに動学化し、現実の金融現象を説明するかという方向を指向しつつあるといつてよいであろう。

金融に関連する諸問題の研究が、このようにきわめて活発であるということは、しかし一方では、金融に関連する諸問題について全体を鳥瞰することを著しく困難にしている。というのは、理論が日進月歩であり、関連する分野が広く、専門の研究者でもなかなか全体の進展に追いつけないからである。この講座の第1のねらいは、最近の理論の発展を踏まえながら、金融に関連する諸問題についての展望を与えることであり、第2は、できるだけ日本の事情を考慮して、これを行なうことである。第3は、理論の厳密性を失わないかぎりにおいて、できるだけ平易に、ということである。

上記のように、今日金融の関連する分野はきわめて広く、金融現象を理解す

るためには関連する領域についての理解なしには、金融現象そのものの正しい理解さえ困難であるにもかかわらず、日本の現状は、金融の分析に関心をもつ学者も一般の人々も、必ずしも他の領域についての十分な理解をもっているとはいえないように見受けられる。したがって、これら関連領域を含めて広く金融に関連する諸問題の現況について概観を与えることは有益なことであるように思われる。この講座の構成が通常の金融論の編成と違い、「経済成長と金融」、「景気変動と金融」、「金融と金融市場」、「国際収支と金融」という、いわば問題別に構成されているのは、このような趣旨によるものであり、はたして成功したか否かは読者の批判にまたなければならないが、この講座の一つの特徴であるといつてよいであろう。

ところで、上記の金融理論およびこれに関連する諸分野の発展は主として外国の業績に負うものであり、それらは外国の経済を背景に展開されたものであるから、それらの理論は、そのままは日本経済に妥当しない。したがって、叙述にあたっては日本経済の特殊性を考え、その理論の限界を明らかにするとともに、できるだけ日本の状況にマッチするような理論を展開するように心がけたつもりである。ただ、この点に関連して一言しておきたいのは、外国で展開された理論はそれぞれの経済的背景をもつから日本にそのままは適用できないにしても、日本経済の西欧化が進むにつれて、日本においてもこれらの理論が妥当する領域がしだいに増大しつつあるということである。とくに、従来、タブーとされてきた一般会計における国債の発行、国債を含む公社債売買市場の形成などは日本と西欧の違いを急速に埋めつつあり、両者のギャップは考えられるほど大きくはないということである。経済的背景の違いを口実に最近の理論の展開を無視することは許されないのである。

叙述については、研究書ではなく講座であることを考え平易を旨とし、新制大学の経済学部学生あるいはこれと同等の素養をもつ人ならば容易に理解できるように心がけたつもりである。ただことがら自体が複雑であり、必ずしも理論的にすっきり整理できるものばかりではないために、経済原論のように平易になりえないのはある程度やむをえないところであるといわなければならない。

い。

講座とはいっても、執筆者におよその体系を示し内容については各執筆者の自由な配慮にゆだねたから、内容に多少の重複があるのは避けられなかったが、重複がかえって理解の助けになることも考え、編集者の手もとでとくに重複をさける努力は払わなかった。各章はそれぞれ独立の論文であり、読者の興味に従って読んでいただければおのずから全体の鳥瞰が得られるものと期待する。

編者の怠慢もあって、全体の企画から刊行までに2年余が経過し、執筆者の方々には多大のご迷惑をおかけすることになった。この機会に、ご協力をいただいた執筆者の方々にご迷惑をお詫びするとともに、厚くお礼を申し上げます。また、企画から刊行まで、全体にわたって事務上の協力をいただいた東洋経済新報社出版局の勝股光政氏にもお礼を申し上げる。

1968年3月

館 龍一郎
鎌 倉 昇

目 次

編者のことば

1 景気変動と金融

館 龍一郎

1.1 は し が き	3
1.2 ヒックスの理論	6
1.3 ヒックス理論の問題点	14
1.4 戦後の金融構造の変化と金融の安定性	21
1.5 景気循環対策としての金融政策	28
参 考 文 献	34

2 戦後日本の景気循環と金融

篠原三代平

2.1 戦後在庫循環の規則性	35
2.2 戦後循環と政策効果	41
2.3 設備投資サイクル	45
2.4 在庫循環と金融	56
2.5 設備投資循環と金融	73
参 考 文 献	78

3 財 政 と 金 融

貝塚 啓明

は じ め に	79
3.1 財政と金融の経済的機能	79
—その比較—	
3.1.1 財政と金融の重要性	79
3.1.2 資源配分の観点からみた財政と金融	80
3.1.3 所得再分配の観点からみた財政と金融	94
3.2 安定政策としての役割	96
3.2.1 安定政策としての財政金融政策	96
3.2.2 政策の有効性	97
3.2.3 金融政策の効果	99
3.2.4 財政政策の効果	100
3.2.5 動学的な分析——遅れの問題——	101
3.2.6 日本 の 場 合	103
3.3 金融政策と財政政策の協調	105
3.3.1 二つの政策の組合せ	106
3.3.2 財政の金融的側面——国債発行と金融政策——	107
参 考 文 献	111

4 国 債 管 理 政 策

牛 嶋 正

4.1 国債管理政策の意義と目標	113
4.1.1 流動性政策としての国債管理政策	113
4.1.2 国債管理政策の目標	114
4.1.3 分 析 の 順 序	117
4.2 累積国債の構成	118
4.2.1 最低費用の原則	118
4.2.2 ポートフォリオの決定	121

4.2.3 国債の構成変化とその効果	124
4.3 累積国債の構造	127
4.3.1 国債の構造と最低費用	127
4.3.2 国債の構造と個人投資家	129
4.3.3 銀行の国債保有の変化	130
4.4 国債管理の操作	132
4.4.1 国債発行の効果	132
4.4.2 国債の償還と借換え	135
4.4.3 公開市場操作	137
4.5 国債管理政策の環境	139
4.5.1 国債市場の特徴	139
4.5.2 国債の発行市場	140
4.5.3 売買市場の条件	142
4.5.4 わが国の国債市場	143
4.6 国債管理政策の実行	145
4.6.1 政策目標の調整	145
4.6.2 種々の経済状態と管理政策	148
4.6.3 わが国の国債管理政策の方向	151
参 考 文 献	153

5 景気調整のための金融政策

蠟山 昌一

——その手段と効果——

5.1 経済政策としての金融政策の目的	155
5.2 金融政策の目的と金本位制度のメカニズム	157
5.3 金融政策の基本原則	161
5.3.1 無差別的金融政策の意味	161
5.3.2 景気調整政策の問題点	165

5.4 金融政策の手段	168
5.4.1 公定歩合政策	169
5.4.2 公開市場操作	173
5.4.3 支払準備率操作	177
5.4.4 その他の手段——質的調整手段について	180
5.5 金融政策の効果とその有効性	184
5.5.1 通貨量と国民所得・物価	184
5.5.2 金融資産の蓄積・多様化と非貨幣的金融機関の発達	194
5.6 日本における金融政策の効果波及の過程	201
——理論的接近——	
参 考 文 献	210
索 引	

金融經濟講座

第Ⅱ卷

景氣變動と金融

1 景気変動と金融

館 龍一郎

1.1 は し が き

19世紀に至って貨幣経済が浸透するにつれイギリスその他の先進資本主義諸国においてこんにち景気循環と呼ばれている現象が生起するに至ったが、このような現象が貨幣経済の浸透に伴って生じたということ、循環の一局面において「金融恐慌」という形をとることが多く、かつこれが人びとの目をひいたということから、景気循環はすぐれて貨幣的な現象であり、その原因は「貨幣」の側に求められるという考え方が当時の人びとの頭を支配するに至ったのはある意味では当然のことであったといってよいであろう。こんにちにおいてもこのような考え方が、一般に受け入れられやすいということは否定できないのである。景気循環の原因を貨幣の側に求めるこのような主張のよりどころとなった代表的な理論はいわゆる「貨幣数量説」である。すなわち景気が上昇し物価が騰貴するのは相対的に過剰な貨幣が相対的に過少な商品の後を追いかけるためであり、貨幣の供給が相対的に不足する場合には景気は下降する。したがって貨幣の供給量を適当にコントロールすることができれば、景気変動ということは起こらない。景気変動の原因は「適正」通貨量を越えた過剰な貨幣が供給され、その反動として貨幣の供給が急激に引き締められるといった貨幣供給方式の不安定性にあるという考え方である。このような考え方に対しては1844年

のビール銀行条例の制定をめぐる論争の際の「通貨」主義に対する「銀行」主義の批判にみられるようにすでに早くからいろいろの批判が行なわれてきたのであるが、経済変動の起動力が在庫投資・設備投資などの投資にあるということが認識されるとともに、貨幣数量に代わって利子率の変動を重視する考え方が有力となり、景気変動の原因は投資と貯蓄を等しからしめる利子率（いわゆる「自然」利子率）と、実際に市場で決定される利子率（市場利子率）との間の乖離によって生ずるという考え方が支配するに至った。K・ヴィクセル K. Wicksell, F・ハイエク F. A. Hayek らの理論はそれぞれ多少の相違を含んでいるが、基本的には「市場」利子率と貯蓄と投資とを等しからしめる「自然」利子率とが乖離するために投資が過大（もしくは過少）となり、ないしは過度に資本使用的な投資が行なわれる結果（これを「垂直的」不均衡といい、これに対して前者の投資の量的増大を「水平的」不均衡という）、この不均衡を是正する力が働き景気はやがて崩壊せざるをえないとしている点ではまったく共通の特徴を備えているのである。

ケインズ J. M. Keynes の理論も系譜的にはこの流れに属するものであるが、総需要を消費・投資・政府支出・海外よりの純所得、の四つの部分に分けて、経済の不安定性の原因をこの四つの構成部分に則して明確にした点に大きな特徴があるのであり、これによって経済の不安定性に対する対策がはじめて可能となったのである。もちろんケインズにあっても経済変動の起動力は投資であり、投資が貨幣的要因によって左右されるかぎりにおいて貨幣的要因は経済の不安定性の一つの重要な原因とされていたのであるが、その後に行なわれた実証的研究の結果、とくに有名なオックスフォード調査に基づいて投資の利子弾力性が小さいということが広く認められるとともに、ケインズ以後の景気変動論においては、ケインズ以前における貨幣的要因重視への反動もあって、貨幣的要因は副次的なものとされて舞台の背景にしりぞき、代わって「加速度因子」であるとか、「乗数」、「独立投資の波」といったものが舞台の正面におし出されるに至ったのである。

このような理論の推移には、理論自体の自律的な発展という面のあることは

否定できないが、その半面経済自体の変化がこのような推移の一つの重要な原因をなしていることも忘れてはならないのである。とくに (i) 1920年代の深刻な不況とそれにつづく第2次世界大戦の戦費調達のため、巨額の赤字国債が発行されるに至ったが、国債費の負担を軽減し、その消化を円滑にするために多数の国において低金利政策が採用され、それが事実上貨幣的要因の働く余地を奪うに至ったこと、(ii) 戦時にはもちろん戦後の経済においても「直接」統制がいろいろの形で残存していたこと、(iii) 戦後においては戦時中に蓄積された巨額の流動資産の存在が、制約条件としての貨幣的要因の意義を希薄にしていたこと、などの事情がこのような見解を支持するにあずかって力があつたとみられるのである。

最近ふたたび貨幣的要因の重要性についての再評価が行なわれるに至っているが、その原因の一つは、1930年代以後蓄積された「過剰」流動性が経済の成長に伴って処理され、貨幣的要因がふたたび作用する余地が生じてきたためであり、オックスフォード調査に対する再評価が行なわれているのもよく知られているところである。

とくに日本や西ドイツのように戦後のインフレーションとインフレーション対策としての通貨改革によって、戦争中からの「過剰」流動性を早期に処理し経済の再建に成功した諸国においては、貨幣的要因が経済活動に対して相当の効果、影響をもちうることは、たとえば一度金融引締政策が行なわれると、それによって景気の後退が比較的短期間に生ずることからも明らかであろう。とすれば、たとえ貨幣的要因が主動因ではないにしても貨幣的要因を無視してこんにちの景気変動について語ることはきわめて危険であるといわなければならないのである。以下本章では、こんにちの理論の一応の水準を示すとみられる J・R・ヒックス J. R. Hicks の『景気循環論』の第11-12章の定式化を手掛りとして景気循環と金融の関係について検討することにした。¹⁾

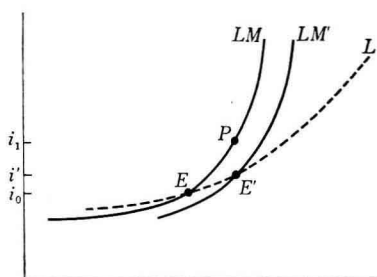
1) J. R. Hicks, *A Contribution to the Theory of Trade Cycle*, 1950 (古谷弘訳『景気循環論』岩波書店、昭26)。

1.2 ヒックスの理論

ヒックスの理論は周知のヒックス＝ハンセン流のケインズ・モデルの動学化と
いうかたちで展開されている。

よく知られているように、ケインズは貨幣需要を、取引需要と、狭義の流動
性需要——資産としての貨幣に対する需要——に大別し、前者は所得の増加関
数、後者は利子率の減少関数であるとした。したがって、いま貨幣の供給量が
政策的に決定されるならば、この貨幣供給量のもとで、貨幣の市場に均衡をも
たらす所得と利子率の一定の組合せが得られる。これを縦軸に利子率を測り、

図 1.1



横軸に所得または有効需要を測った直座
標の上のグラフで示したのが、図 1.1 の
LM 曲線である。この曲線が右上がりと
なっているのは、貨幣の供給量を一定と
したとき、所得が増大して貨幣に対する
取引需要が増加すると、流動性分野にあ
てうる貨幣が減少し利子率が上昇するか
らである。LM 曲線の上方では貨幣の供

給が貨幣需要をこえ、利子率が下落する力が働く。他方、LM 曲線の下方では
貨幣需要が供給をこえ利子率を引き上げる力が働くわけである。

ところで、現実の経済では貨幣の供給量は不変ではなく、貨幣に対する需要
が増大するとある程度それに伴って増大する。具体的にいえば、銀行の手許に
過剰準備が存在するとか、過剰準備は存在しなくても、必要準備率をある程度
低下しうる場合には、銀行は資金需要の増大に応じて信用創造を行ない預金通
貨を創出する。資金需要は、取引、したがってまた所得が増大するとか、投資
から期待される収益が増大するときに増大するから、貨幣の供給量は、貨幣需
要と同様に所得および利子率 *yield* の増加関数とみなされるわけである。

さて、いま貨幣市場は E 点で均衡している状態から出発して経済活動の活発