

## 資料

## 金融分析と金融政策

## (解説)

ここ数年以来金融分析はマネーフロー勘定をその中心として著しい発展を遂げており、現在、経済分析上確固たる地位をきづきつつある。しかし、この新たな金融分析と金融政策との関係、言い換えれば金融政策の助力者としての金融統計の必要性についてはまだ必ずしも十分な検討が行なわれていないのが実情と言わねばならない。

本稿は、「Financial Statistics and Financial Policy」と題して IMF 調査統計局長ポラック (J.J. Polak) 氏が1958年12月28日アメリカ統計学会の年次大会において行なった報告 (IMF Staff Papers 1959年 4月号) を訳出したものである。

この論文は、最近の金融分析の世界的な発展の現状とその金融政策との関係を論述し、あわせて金融分析の今後の発展方向を指摘している。すなわちポラック氏の論旨を要約すれば次のとおりである。

金融統計は、所得理論に対して金融面から接近を図ることにより、最近著しい発展を遂げており、当面の目標としては国民経済における金融の完全な見取図を描くことにおかれている。

しかし実際の経済の動きの中で所得形成過程に始発的影響を与えるものは中央銀行や預金銀行がもつ信用創造能力であって、この意味において金融統計なかならず通貨統計 (monetary statistics) は、きわめて重要な地位を占める。たとえば所得に通貨を入れた単純な経済モデルでも経済の変動をとらえるのに有効であり、特に金融資産の中で通貨の比重の高い後進国では通貨統計は唯一の必要な金融統計である。

このモデルは高度の資本市場をもつ国においても重要であるが、それには国民経済の完全な貸借の見取図を描くことが必要であり、その基礎理論として通貨と他の金融資産との均衡関係をいっそう明らかにする資産理論の確立を必要とするであろう。

このようにポラック氏の論旨は、われわれのマネーフローの研究の現状とにらみ合わせてみると、きわめて示唆に富むものといえよう。

(なお本文の内容に即して表題を「金融分析と金融政策」とし、訳出にあたっては参考まで小見出しを付した。)

## (訳文)

## 1. 金融統計の最近の発展

ここ2、3年来金融統計の発展はめざましいものがある。金融統計は、銀行統計、政府財政統計、国際収支統計など強固な基礎から出発して、前後左右にその範囲を拡大するとともに、その統計相互間を組織化して、現在では原理的には国民所得統計ないし社会会計が占めるほどの広大な分野をカバーするまでに至った。なお、原理的にはという意味は、新しい統計分野はまだ骨組みだけで肉付けされていないからである。事実、現在の段階では、金融統計が将来どのような形をとるかについて、具体的な内容はなく、単にその概念的な骨組みを明らかにしているにとどまる。

国民所得統計の発達している多くの国では、現在経済各部門の勘定ごとに実体面の所得・投資・貯蓄からなる「上半部」と金融面の債権・債務からなる「下半部」との結合が進められている。西ドイツ・フランス・オランダおよびスウェーデン (2、3の国を例挙するととどめる) においては金融統計と現存の国民所得勘定との結び付けを行っており、また米国では連邦準備制度理事会の手によって所得勘定と金融勘定とを統合した新たな総合勘定が「マネーフロー」(Flow of Funds) の形で作成されている。

このような金融統計の新しい発展は社会会計に喜ばしい新たな生命を吹き込むことになった。すなわち、この新たな展望をもつ統計が出現したために、これまで利用度の低下はなはだしく、こまごました定義上の問題でかろうじてその維持を図

っていたかにもえた社会会計の働きについて、再び世人の関心が喚起されるに至った。

金融統計は、金融政策とりわけ通貨政策 (monetary policy) への関心の復活とともに幅広い発展をたどってきた。特にこの金融統計作成の推進者が各国 (欧米とも) とともに金融政策の当事者たる中央銀行であるという事情から、この両者の発展の間に密接な関係が存しなければならないと仮定することは、至極もつともなことである。しかし活気にみちたオランダ銀行の報告を特別な例外として、より子細に内容を検討すれば、新しい金融統計と金融政策の復活との間には、一般的に言ってそれほど密接な関係があるとは思えない。

この小論はちようどその両者の関係、言い換えれば金融政策の助力者としての金融統計の必要性について論点を集中している。わたくしの言わんとすることの多くは一般にどの国にも適応できる。しかしこの問題には金融制度が発達している国と遅れている国との間に大きな差異が存する限りでは、わたくしはまず最初に数の上で多くを占めている後者の国々を対象にすることにする。IMFの加盟国たる68か国中少なくとも50か国では単純な金融制度下において金融政策が運営されなければならない状態におかれている。

## 2. 国民所得統計と所得理論

金融統計と金融政策との間を一体化する本質的な要素は、言うまでもなく経済理論すなわち経済のビヘビアーに関する一つの首尾一貫した仮説である。この仮説 (これは言うまでもなくできる限り確固たる観察に基づかなければならない) は、経済が政策行為の対象となる特定変数の変動にどのように反応していくかを示すことになろう。通説的な金融理論を欠いていることが、これまで金融統計の発達を遅延させ、かつ金融政策の理論的根拠に関し絶えず問題を提起してきたのである。

これとは対照的に現在の国民経済計算統計 (national accounting statistics) の理論的根拠については問題は存しない。この統計 (現行形式) は1930年代および40年代にわたってケインズ

派の精緻な所得理論に関連して作成された。英国の経済白書および米国の大統領経済諮問委員会の初期の報告のような文書において、経済問題の毎年の説明に国民経済勘定が直接用いられていたが、このこと以上にこの国民経済計算統計が40年代の完全雇用政策に関連して用いられたことは、広く人の知るところである。

所得理論こそ実に、世界の国民所得統計の発展に大きな刺激を与え、同時にその統計の分類上に重要な原則を確立させた。最終支出における消費と投資との間の区分は、国民総生産あるいは国民所得の全体を算定するには必要がないが、ケインズ経済学の重点を本源的独立変数 (primary autonomous variable) としての投資に向かわしめる端緒となった。この投資に関する理論的考察は戦後経済成長問題へ関心が高まるにつれ強化され、いまなお多くの国の国民所得の表現が貯蓄および投資の原理によって構成されているのはもちろんこのためである。

これらの諸統計が発展普及してきたが、所得理論において主要な独立変数として投資を基本的に選ぶことは特に検証に耐えなかったことをよく認識しなければならない。第1には、とりわけ後進国においては企業貯蓄は企業投資を決定する同じ要因によってかなりの程度まで決められる結果、投資の独立的変動が所得に対しそれ相応の影響を与えないかもしれない。第2には、消費者の支出自体はわれわれのすべての消費性向の作用が意味するほど忠実な所得への追従者でないことがわかった。第3には、そしてとりわけ重要なことには、大抵の国民経済における次の二つの主要独立変数は、統計的には必ず投資として取り扱われるべき変数である実物資本形成の分野の外側に本質的に現われる現象である。その一つは対外貿易が大きな役割を果たす開放型経済においては、所得を動かす基本的要因は輸出の変動に帰せられる。輸出は多くの統合社会会計表 (consolidated social accounting statements) では明示されていない。そこでは輸出入尻にあたる「純対外投資」が表示されているだけである。いま一つの重要な所得決定要因は政府勘定における余剰または赤字であり、ケインズによって「投資」として扱われ、ま

たロバートソン (Robertson) によって「名目上の投資」(honorary investment) と称せられた変数である。しかしながら国民経済勘定では政府赤字は積極的な投資 (positive investment) として表示されず、負の貯蓄 (negative saving) として表示されている。

### 3. 金融統計から所得理論への接近

金融統計 (financing statistics) は、もう一つの角度からこの所得決定の問題にアプローチする機会を提供してくれる。その基本的な問題は共通である。すなわち所得の決定の乗数的接近 (multiplier-type approach) のための最もよい被乗数を統計的処理の可能な概念によって見つけることである。われわれはこの目的のために、独立的な支出、すなわち前の所得の循環において受け取られた所得で次の所得の循環に単に回すだけのものとは異なる支出を分離することが望ましい。同一経済部門による所得の変動に基づかない支出の変動こそ、まさしく金融統計によって明らかにされる点である。企業、家計あるいはその他の部門が、經常収入以上に支出することができるおもな資金源泉は借入金である。(われわれは後で第2次源泉として手持現金残高の使用を取り扱うであろう。) かくして部門間借入金・貸出金の時系列は、経済の膨脹・収縮の原因がどの部門に働いているかを発見するための最も興味深い糸口を提供することになる。財政の赤字または黒字の変動もまた金融統計で明らかにされており、そしてもし国際収支統計を金融統計の資料と結合させて使用すれば、通貨供給要因の一つとして輸出を区分することができる。

通貨金融組織の諸勘定から、非常に信頼度の高い形態に必要な金融統計の大部分をうることができる。どこの国民経済においても、借入金、貸出金の大部分は間接的なものである。この間接金融過程の中間に位する機関は、本源的な債務者や債権者の数に比べて必然的に少数である。したがってこれら仲介機関の勘定を記録することは、本源的な債務者や債権者の勘定を記録するよりもはるかに容易であり、かつまた適切なことである。金融取引勘定 (financing accounts) は、通貨銀行

統計とならんで、その他金融機関の統合勘定を収集して組み立てられ、その資産・負債をそれぞれ相手部門別に分類表示したもので、債権・債務のマトリックスを完成する上に大いに寄与している。金融機関の資産負債の資料は比較的入手が容易であり、かつ金融統計に必要な資料の大部分を提供するが、実際には大抵の国ではこれまで通貨銀行組織の諸勘定だけが作成されているにすぎない。

金融統計の目的が個々の非金融部門の純借入または純貸出の測定にある限り、あらゆる金融機関の貸出活動の完全な見取図を描くことは、もちろん望ましいことである。おおかたの国では金融機関のうちで貸出金の大きさが第1位を占めるのは銀行 (中央銀行および預金通貨銀行) であり、第2位は生命保険会社または若干の後進国では開発銀行 (development banks) で占められている。多くの後進国では、借入金の大部分が銀行を通じて行なわれるので、通貨統計だけでほとんど完全に近い部門別の純借入金の見取図を作成することができる。したがって、これらの国では生命保険会社や貯蓄機関の役割は小さく、また債券市場や株式市場を通ずる貯蓄の移動もまた小さい。

### 4. 銀行の信用創造と中央銀行の役割

金融統計が非金融部門の取引に関するわれわれの知識を完全にし、かつ向上させることにいかに関心を払っているにしても、金融統計そのものは経済における金融の役割に注意を注ぐものではない。金融機関が金融負債に対して金融資産を保有するのは、金融機関として当然のことである。それゆえに一定期間中の金融機関の他部門あての信用供与は、金融機関の他部門からの負債増加額と同額でなければならない。また、部門間の資金の純貸借関係の見取図においては金融機関は完全に消去される。

金融機関のもつ意義に接近するためには、金融機関を「金融の媒介者」(financial intermediaries) としてでなくて、公衆が一定の割合そして一定の価格で保有しようとしている特殊な型の負債の創造者として注目しなければならない。金融機関は資産、負債の構成上の差異によっていくつかの種

類に分類される。これらのさまざまな金融機関は、いずれも各種の資産を保有しようとする経済主体の欲求と外部資金を調達しようとする同一または他の経済主体の欲求との間の金融的な関係をなしている。

金融機関のうちでは、銀行組織が単にその資金量の大きさからだけでなく、その信用創造能力からも注目される。銀行と生命保険会社とは、信用を供与するという点ではともに相違はない。しかし、銀行は信用供与により通貨を創造するのに対し、生命保険会社は信用供与により生命保険を創造することはできない。銀行と他の金融機関とのこの性格上の相違によって、銀行組織は自ら信用を拡大する力をもっているが、他の金融機関はその力をもたないのである。銀行組織では信用供与額の相当部分が銀行組織外へ流出しないで預金として内部にとどまるから、信用の拡大ができるわけである。これに対し他の金融機関では債務者にいったん貸し応じた通貨がその金融機関に還流することはどのような意味においても期待できない。かくして銀行以外の金融機関の貸出金は預金者、出資者（貯蓄貸付機関の場合）および生命保険契約者（生命保険会社の場合）から受け入れた金額で決められ、その額と同額である。これらの金融機関の貸出活動は他からの受入資金に密接に結び付いているので、それは資本市場の構成上いかに重要であっても、所得形成過程においては始発的な役割を演じていない。

銀行組織は全体として相当な信用拡大力をもっているが、その力は無限ではない。すなわち、預金通貨銀行は次の2点、第1に信用拡大は預金の増加を通じて預金の準備率を引き下げるという事実によって、第2に経済界が預金の増加に対する一定割合の現金保有高の増加を図ろうとする欲望から「現金流出」(currency drain)を生じ、これに基づく現金準備金の絶対額の減少によって制約をうける。もし中央銀行が必要であると思うときには、中央銀行は準備金の造出あるいは法定準備率の引下げによって、商業銀行に生じた金融逼迫を解消することができる。中央銀行自体もまた、その信用拡大が輸入、したがって国際準備に影響があるために、ある程度の制約に従わなければな

らない。しかし銀行組織による信用拡大にどのような制約があろうとも——なお信用の収縮には同じ性質の制約はないが——、銀行組織が国民経済における貨幣所得の変動の中枢部であるとみなければならない。中央銀行は預金通貨銀行を規制する面でも制約があるために、あらゆる金融過程における中央銀行の役割は重大である。また中央銀行は国際金融の面でも一つの金融機関であって、輸出による海外からの所得の変動は中央銀行を通じ国内通貨の供給に影響し、もし中央銀行による調節的な埋合せがなければ、国内所得の流れにも影響を及ぼすことになる。

## 5. 通貨統計の重要性と経済モデルの作成

別の理由からも通貨組織は所得形成過程においてきわめて重要な役割をになっている。多くの国では通貨組織は金融政策が実施される場合のテコに相当するものであり、それゆえに所得の変動を規制しようとする政策はいかなるものでも、大部分がこの通貨組織を攻撃目標としている。この規制が財政政策によって行なわれる場合には、それは銀行組織の対政府信用の増減として現われるだろう。

いろいろの点において、通貨組織は重要な地位を占めているが、金融統計を考察するにはまず第1に通貨銀行統計から始めることが必要である。ほとんどすべての国々において、銀行統計が社会会計統計よりもはるかに整備されており、またはるかに時系列的に新しい統計が得られることは幸いなことである。だが、もし金融活動のより完全な見取図を作成するために金融統計を拡充する結果、規模は大きくても、確実性や意味合いの乏しい統計的集計値という統計上のどろ沼の中に、この重要かつ有用な部分を見失うことになるならば、それはまことに不幸なことと言わねばならない。そのわけは、このような集計値によっては政策的見地からみても第二義的な重要さしかもたないような金融の見取図を得ることさえ成功の見込みが薄いからである。

単純な経済モデルは所得を挿入することをもとにして作成されるが、この所得は利用可能な統計によって測定することができる（訳注参照）。この

モデルは、主要なる自生的な拡大または収縮の要因として信用創造（銀行統計）および輸出（国際収支統計）を通じる通貨総量の創造を出発点としている。それゆえにこれらの要因は、例の乗数効果を通じて所得および輸入を決定すると同時に、その本源的な通貨創造が結局どの程度通貨量の増大となり、どの程度外国為替準備の減少をもたらすかを示すことになる。

この経済モデルは単純であるが、各国の主要な経済の動きを記述するには有用のように思われる。それは、信用創造の国際収支への影響を示すのに特に適している。この経済モデルが厳格に適用できるところでは、通貨統計は唯一の必要な金融統計であろう。他のいかなる金融統計も、財貨の生産統計と同じように興味ある記録を明細に伝えることはできても、経済の短期変動を理解するには役立たない。この経済モデルは場所のいかんを問わず完全には適用できないので、金融統計をさらに広範にわたって整備することが必要である。

## 6. 資産理論ならびに資産統計の必要性

所得の拡大または収縮が通貨量の増減によって説明されかつコントロールされるという命題は、次のことを前提としている。すなわち保蔵現金残高の増減によって所得の流れへの注入あるいはそれからの引揚げは生じないということ、言い換えれば、所得に対する通貨の保有比率が一定であること、これである。

所得に対し一定割合の通貨を保有するという仮説は、第1次接近としては普通のやり方である。通貨の流通速度一定というこの仮説は、古典派経済理論の初期の段階においてさえもいろんな形で行うことができる。この比率は有効な経済モデルを組み立てるために通常エコノミストが想定してきた他の諸比率たとえば消費性向、在庫比率、あるいは資本産出係数と異なっていない。

経済社会が保有しようとする通貨量は所得の函数であるというこの仮説は、通貨が支払手段としての機能のみを有し、価値保蔵機能をもたないことを意味する。この意味は後進国の多くではさほど事実と遊離していない。それらの国々では金融

資産として保有される富の量はその種類のいかんを問わず限度があり、かつ通貨保有が取引上必要であるという単純な理由から、保有される金融資産のほとんどが通貨によって構成されている。

通貨以外の金融資産が程度の差こそあれ非常に重要視されている経済においてすら、所得に対する通貨の保有比率は一定に近いかもしれない。しかしこの比率がなにゆえにほぼ一定であるか、またどのような環境において変動するかを十分理解するには、広範な資産の理論を必要とするであろう。その場合、通貨は所得の函数であるのみならず富の函数とみなされることになる。このような理論では通貨と他の資産の保有高との間の均衡は、なにかんずく資産の価格——そして確定利付金融資産の場合には利子率——に依存しなければならないということが明らかであるように思われる。

これまで通貨流通速度の決定因子について行なわれてきたような研究は、驚くべきことには数少ないことであるが、それは実際利子率を経済の基本的因子として取り扱っている。しかしこれは明らかに第1次の接近にすぎない。これを完全なものに仕上げるには金融分析面に新分野を開拓しなければならないが、それにはさらに別の統計を必要としよう。

この種の理論は、高度に組織化された資本市場をもつ国においても金融政策の理論的背景をなす一つの重要な要素となっている。それはまた各種類の資産の所有者別保有高の諸統計を必要とするであろうが、それらの統計は一般にまだ作成されておらず、また前に引用した所得勘定に対応する「下半部」すなわち金融勘定からも自動的に得られない。資産残高の金額は新規証券の発行償還によって変動するのみならず、短期的にはもっと重要なことに、証券残高の価格の変動によっても変化するから、金融統計に関連をもつ資産統計の組織的な作成にあたっては重要な未実現の資本利得および損失 (unrealized capital gains and losses) という問題をも処理しなければならないであろう。この資本利得および損失は、現在これらを考慮に入れる代りに、「評価調整」(valuation adjustments) として不都合にも至極簡便に算定

されてきたけれども、これは本来重要な問題なのである。

## 7. 今後の問題点

このように金融統計には、われわれ多数の者が絶えず研究を必要とする広い分野が横たわっている。第1には、多くの国、多くの時代において、われわれは通貨の流通速度を一定とする仮設に基づいて通貨統計を操作することができるし、過去の説明、近い将来の予測、政策への助言に役立つことを期待することができるだろう。第2には、経済の変動過程における経済各部門の果たす役割を理解しようとする時、われわれは通貨金融統計からさらに手を広げることが試みるべきであり、またできるだけ完全な貸借の見取図を作成するように企図すべきである。第3には、われわれは完全な資産理論の発展がなくても通貨の流通速度を一定とする仮説の妥当性について研究すべきである。第4には、われわれは金融資産の保有や利子率の構成に関する一般理論の基礎として市場価格による資産統計を発展させるべきである。

### (訳注) ポラック氏の経済モデル分析の一例

ポラック氏は1958年10月24日日本行において「国際収支問題の分析への通貨的接近」(Monetary Approach to the Analysis of Payments Problems) というテーマで、通貨・国民所得・国際収支の諸量を結び付けた経済モデル分析を発表した。この論旨はかれがそれ以前に発表した「所得形成の通貨分析」(Monetary Analysis of Income Formation, Staff Papers 1957年11月号所載) と

ほぼ同じであり、彼の主張を知る上に非常に参考になると思われるので、ここに要旨を紹介しよう。

1. 通貨・国民所得・国際収支の関係は次の式によって表わされる。

$$\begin{aligned} \text{ただし } Y &= \text{国民所得} & MO &= \text{通貨} \\ DA &= \text{銀行信用の創造} \\ R &= \text{外貨準備高} & C &= \text{資本流入} \\ X &= \text{輸出} & M &= \text{輸入} \\ \left( \begin{array}{l} \Delta \text{増加分、例 } \Delta Y = \text{国民所得の増分} \\ \text{銀行信用の創造} (\Delta DA) \\ = \text{銀行貸出} - \text{貯蓄性預金} \end{array} \right) \end{aligned}$$

$$\Delta Y = \Delta MO \quad \dots\dots\dots(1)$$

$$\Delta MO = \Delta DA + \Delta R \quad \dots\dots\dots(2)$$

$$\Delta R = X - M + C \quad \dots\dots\dots(3)$$

$$\Delta Y = \Delta DA + X - M + C \quad \dots\dots\dots(4)$$

2. この一連の方程式の意味はこうである。通貨が一定の速度で流通する間に国民所得が形成されるので、所得増加は通貨量増大を必要とする(1式)。この通貨量の増加は銀行信用の創造と外貨準備高の増加によって生じ(2式)、このうち外貨準備高の増加は貿易収支戻と外資の流入とによる(3式)。したがって所得の増大は国内的には銀行信用の創造、対外的には外貨の流入による通貨量の増大によってもたらされる(4式)。
3. この間のプロセスを諸国について実証的にみた結果、次の結論が得られる。
- (1) 輸出の増加はやがて輸入の増加となるが、両者の間にはタイムラグがあるので、この間一時外貨準備高は増加する。
  - (2) 信用の拡大はやがて外貨準備高の減少となる。