

米国における通貨の回転率をめぐる問題

1. は し が き

1951年の財務省とのアコード成立によって、金融政策の復活をみて以来、連銀当局は通貨量の調節を通じて弾力的な金融政策を実施してきた。周知のとおり、経済活動に影響する通貨の働きをみるためにはその大きさ（通貨量）と同時に流通速度（回転率）をも把握する必要があるが、連銀当局のねらう戦略的目標は通貨の総供給量にあり、通貨の働きの他の一面たる回転率については連銀当局は直接影響を与えることはできない。しかもわれわれは通貨の回転率を短期的にも長期的にも不変とみなすことはできないのであって、事実、米国における通貨の回転率は、本稿でみるとく、主として制度的・構造的要因に基づき長期的・趨勢的な変動を示すほか、景気局面に応じてきわめて明確な循環的変動を繰り返している。このため、回転率の変動（とくに金融引締めの際の上昇傾向）が経済の安定的成長をめざす金融政策の効果を相殺しているという批判が一部に行なわれている。

米国のごとく、活発かつ広範な金融市場の発達、各種の巨額の金融資産の蓄積、高い企業の流動性といった諸条件のもとにある経済では、通貨の回転率の循環変動はおのずから大きくならざるをえないのであって、通貨の回転率が米国の金融分析や金融政策にとってきわめて重要な意味をもっているのもゆえなしとしない。最近米国におい

て、通貨の回転率の問題が金融政策との関連で多くの関心と論議を呼んでいることでもあり、以下に、米国における通貨の回転率の変動とその要因、それが金融政策に与える意義について若干検討を試みることにする。

2. 通貨の回転率とその統計

通貨の回転率を計るためには、通常、「所得回転率」(income velocity) と「取引回転率」(transactions velocity) の二つの方法が用いられている。所得回転率は国民総生産を通貨量^(注1)で除することによってえられ、通貨量が財貨・サービスの総支出をまかなうのに年何回回転したかを表わすものである。他方、取引回転率は要求払預金の払出高を要求払預金の平均残高で除することによってえられ^(注2)、同様に要求払預金の年平均回転率を示すものである。

これらの回転率では、取引別・預金勘定別の回転率や経済の部門別回転率などは明らかでなく、いずれも「平均」回転率を示すにすぎないなどの点で、統計技術上の限界を免れない。またいずれの回転率もその名が示すような回転率を示すわけではない。取引回転率はいわゆる遊休通貨残高を除いた取引動機の通貨の回転率だけを示すわけではないし、所得回転率も、所得を生み出す活動以外の目的のためにも通貨が保有されるため真の所得回転率とは必ずしもいいがたい。二つの回転率は一応通貨量を通じて結びついているが、取引回

(注1) 通貨量は通常の定義に従い要求払預金（政府預金、金融機関預金、取立中の小切手類を除く）と現金通貨流通高の合計。

(注2) 政府預金、金融機関預金を除く要求払預金について算出。現在連銀の統計ではニューヨーク・シティ、6大都市（ボストン、フィラデルフィア、シカゴ、デトロイト、ロスアンゼルス、サンフランシスコ）、その他337都市の三つの地域的区分ごとに季節調整年率の回転率が毎月発表されている。

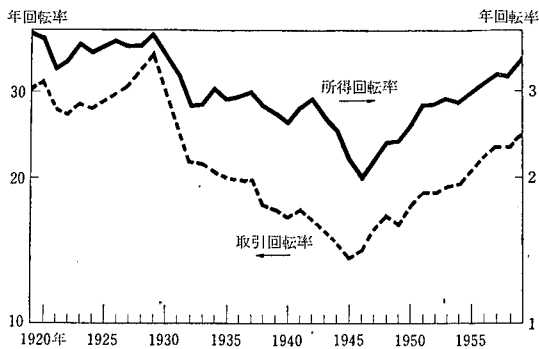
転率では要求払預金だけが考慮されており現金通貨面に生じた変動は反映されないという違いがある。さらに、取引回転率は、同一の個人や企業の預金勘定の間の資金の移転による通貨の回転率をも反映するものであり、また金融資産取引によって大きく影響されるという特色をもっている。二つの回転率にはこのように統計上の限界や相違はあるものの、両者はほぼ同じような動きを示すものであり、とくに金融政策上の意義といった問題については一応いずれの指標によっても同様の結論をもたらすといいようである。

3. 回転率の長期的変動

米国における回転率の長期的動向に関しては、多くの統計上の困難にもかかわらず、従来かなりの調査・分析が行なわれているが、それらの結論は、通貨量の定義、取引高の推定、期間のとり方などによってかなり異なっている(注3)。ここで

〔第1図〕 所得回転率と取引回転率の推移

(1919~59年)



- (注) 1. 所得回転率は国民総生産を通貨量(政府預金・金融機関預金・取立中の小切手類を除いた要求払預金と現金通貨の合計)で除したものである。
 2. 取引回転率は、政府預金、金融機関預金を除いた要求払預金について、払出高を平均残高で除したものである。1943~59年はニューヨークと6大都市を除く337都市のもので、それ以前は連銀の推定による。
 3. いずれも、年間平均回転率。

資料：連邦準備制度理事会月報。

は、期間は1919年以降をとり、通常のコモディティの定義(注1の定義)に従って検討してみると、第1図のとおりである。

これによると、所得回転率と取引回転率とは大勢としてほぼ同じような傾向をたどっており、両者に共通のおもな特徴としては、

- (1) 回転率は1929年をピーク(取引回転率年平均36回、所得回転率年3.95回)として30年代の不況期から第2次大戦中を通じ著しい低下を示したこと、
- (2) 戦争直後の1945年ごろをボトム(取引回転率1945年10月 年12.4回、所得回転率は1946年年1.99回)として、戦後は一貫して上昇傾向をたどっていること、
- (3) その後、回転率は1920年代の水準にかなり近づきつつあるが、最近のピーク水準(1960年第2四半期の取引回転率年26.3回、所得回転率年3.65回)はなお20年代のそれを下回っていること、などを指摘することができる。

ところで、1929年のパニックを契機として回転率が急落し、戦争中までこの低落傾向が続いた背景には、各種の要因が働いていた。景気の急落・停滞に伴って取引に必要な通貨に対する需要は急減する一方、1929年の株式市場の崩落や1930年代前半における銀行制度の動揺、さらには景気の沈滞を反映した金利水準の著しい低落などを主因に流動性に対する公衆の態度が変化し、退蔵のための通貨需要が著しく増大した。この間欧州諸国の金融的・政治的不安に由来する大量の金流入によって通貨供給面では絶えず通貨量が増大する要因が働いており、1930年代を通じて経済全体として著しく流動性が過剰な状態におかれていた。さらに第2次大戦勃発とともに生産活動は急速に拡

(注3) 最近発表されたミルトン・フリードマンの分析では、所得回転率は1870年以降趨勢的に低下しているという結論が出されているが、これは、通貨量の中に要求払預金と現金通貨のほかに定期預金を含めていること、調査対象として1870年以降の時期が選ばれ著しく高金利の時期を含んでいることなどのためと思われる(M. Friedman; Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results, 1959)。

大に転じたが、大戦中の巨額の戦費調達過程で通貨量も同時に著しく増大した。いずれにせよ、1930年代から戦争中を通じて経済の中に巨額の遊休通貨残高の累積をみたわけであり、この結果通貨の回転率は一貫して低下傾向をたどったのである。

戦後の米国経済は戦争中からの過剰な流動性を受け継いだ。戦後のインフレ抑制の必要と連銀当局の弾力的金融政策の復活により、通貨量の増大は効果的に控えめに抑制され、この結果戦後の米国経済の拡大は、そのかなりの部分が通貨の回転率の上昇によってまかなわれるという形をとった。戦後の回転率の上昇は著しいものがあるが、もちろん、これについては、それが1920年代よりもはるかに低い水準から始まったという点も見のがすわけにはゆかない。しかし、同時に、その背景には次のような各種の長期的な要因が働いたとみることができよう。

(1) 通貨を使用しない取引の増大……株式取引所・商品取引所の取引をはじめ、銀行と国債ディーラーの間や親企業と下請企業の間取引などにおいて、交互計算により債権、債務の差額のみを決済するという各種取り決めが増大し、この結果取引に必要な預金残高の減少を招き、それが回転率の上昇に寄与した。

(2) 企業の通貨保有の節約……これは戦後期の回転率の上昇に最も大きく影響したものと考えられる。戦後の高率の法人所得税、短期金利の上昇、一時的余剰資金の投資にかっこうな各種市場証券の存在などに刺激されて企業の通貨保有高は著しく節約される傾向にある。企業の資金管理の発達、小切手取立の迅速化などが急速に進み、取引に必要な最低限度以上の余剰資金は、短期国債（主として財務省証券）をはじめ商業手形、金融会社手形、州・地方債などに投資されたり、買戻条件付契約（repurchase

agreement）のもとに国債ディーラーに融通されたりする傾向が著しい。もちろん、企業の通貨保有の節約にはおのずから限度があり、またそれは金利水準や銀行信用の Availability の変化いかんにも依存するが、これが回転率上昇の最も重要な背景となっていることは明らかであろう。

(3) 信用能力の増大と流動性準備の減少……戦後期における深刻な不況の回避、各種の保険制度や年金制度、医療保険制度の発達、平均所得水準の上昇による信用度の増大などによって、個人の流動性準備に対する必要は、戦前に比べてかなり減少したと考えられる。また企業に対するクレジット・ラインの供与が増大するにつれ、企業の通貨保有の必要はこの面からも減少しているであろう。

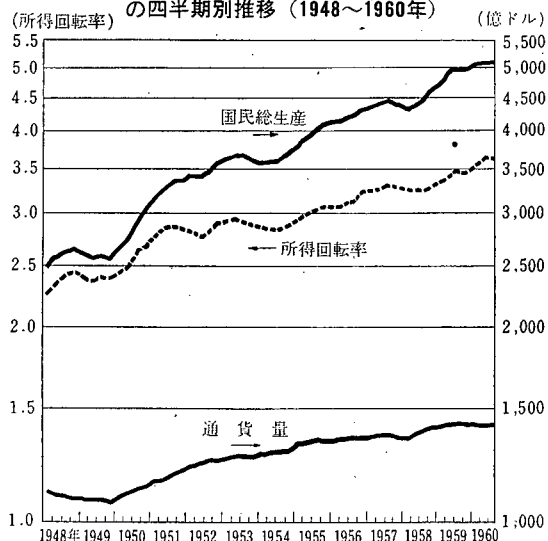
もちろん、このような回転率上昇の傾向を相殺する要因も働いている。これらの要因としては、要求払預金の中に占める企業預金勘定の割合の減少（1939年の40%から1954年32%へ）、回転率の低い個人預金勘定の増加（同期間に35%から45%へ）、経済の中に占める政府部門のウェイトの増大、民間部門におけるサービス部門の割合の増大などがあるほか、とくに、個人の金融的取引（主として株式取引）の減少と銀行慣行の変化が注目される。取引総額中に占める株式取引の割合の一般的低下傾向については、たとえば1929年の株式ブーム時国民総生産の120%を占めていたニューヨーク取引所における株式取引総額は1958年には国民総生産の7.5%に著減しており、しかも投機的ないし職業的な個人のウェイトが減少し比較的安定した機関投資家のウェイトが増大している。また、銀行慣行については、近時、要求払預金のかなりの部分が「拘束預金」(commensurate balance — 貸出ないしクレジット・ラインの通常10~20%)または「補償預金」(compensating

balance — 小切手勘定の維持のため支払われるサービス・チャージの代りとして相当額の預金をするもの)として預金構造の中に封鎖されている。これは1933年の要求払預金に対する付利禁止以降における現象であり、回転率の水準を低くする要因となっている。戦後回転率の上昇が著しいにもかかわらず、その絶対水準がなお20年代の水準に達しないのは、この二つの要因によるところが大きいとみられる。

4. 回転率の循環的変動

通貨の回転率は主として制度的・構造的要因に基づいて長期的変動を示してきたが、この間短期的にも景気の上昇、下降に応じて明確な循環変動を繰り返しており、戦後はとくにこの傾向が著しいようである。第2図は戦後における国民総生産、通貨量、所得回転率の推移を示したものである。

〔第2図〕 国民総生産、通貨量、所得回転率の四半期別推移 (1948~1960年)



(注) 1. 通貨量は、政府預金、金融機関預金、取立中の小切手類を除いた要求払預金と現金通貨の合計で、毎月最終水曜日の計数の四半期平均。
2. 通貨量と国民総生産(年率)は季節調整済み計数。
資料：連邦準備制度理事会月報。

の変動率を示したものである。

要求払預金残高、同払出高、取引回転率の変動率

景気局面	要求払預金		取引回転率
	残高	払出高	
1945/10~1948/11 (拡大)	+ 9%	+62%	+38%
1948/11~1949/10 (後退)	- 1	- 7	- 8
1949/10~1953/ 7 (拡大)	+19	+56	+24
1953/ 7~1954/ 8 (後退)	+ 2	- 2	- 1
1954/ 8~1957/ 7 (拡大)	+ 7	+35	+22
1957/ 7~1958/ 4 (後退)	- 1	- 4	- 4
1958/ 4~1960/ 5 (拡大)	+ 2	+22	+15

(注) 1. 景気局面については、National Bureau of Economic Research の定めたピークとボトムによる。
2. 要求払預金は政府預金と金融機関預金を除いたもの。
3. 要求払預金払出高と取引回転率はニューヨーク・シティおよび6大都市を除く337都市のもの(大都市については巨額の金融取引が行なわれるため、一般経済活動の指標としてはこれら大都市を除外するのが通例である)。
4. 全部季節調整済み計数によって算出。

これによれば、通貨の回転率は景気の拡大期には上昇し(とくに好況末期の上昇傾向が著しい)、景気後退期には小幅ながら低下するという明確な関係が見いだされる。このことは、所得回転率についていえば通貨量の変動を上回って国民総生産が変動し、取引回転率についていえば、要求払預金残高の変動を上回って要求払預金払出高が変動したことを示すものである。

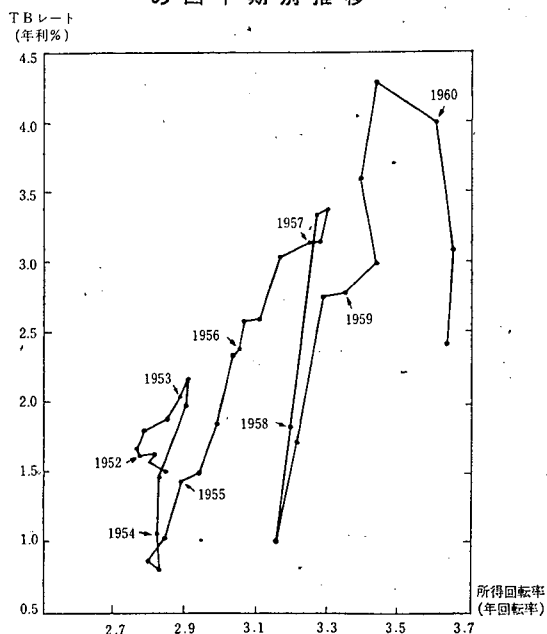
このことの意味をもう少し立ち入って検討してみよう。1951年のアコード以来連銀当局の金融政策は弾力的金融政策を旨とし、いわゆる「風に逆らう(lean against the wind)」政策のもとに、経済のインフレの上昇期には金融を引き締め、後退期には金融を緩和するという政策をとってきた。この場合、連銀当局の終局的なねらいは物価の合理的安定のもとで経済成長と最大限の雇用を達成するために必要な水準に通貨量を調整することであり、このことは、景気上昇期には通常通貨量の増加率を抑制するか現状維持にとどめ(成長経済にあっては通貨量を減少せしめる必要は通常存在しない)、景気後退期には通貨量の増大を図るこ

り、また次表は戦後の各循環における要求払預金残高と要求払預金払出高、取引回転率のそれぞれ

とを意味する。したがって景気上昇期には国民総生産の上昇は主として通貨の回転率の上昇によってまかなわれ(注4)、逆に後退期の国民総生産の低下は通常通貨の回転率の低下を伴うことになる。

ところで、一般的にはこのような回転率の変動は次のように説明される。通貨はそれが保有される動機によって、現在または予想された取引に通常必要とされる活動通貨残高 (active balance) と、これをこえる遊休通貨残高 (idle balance) とに分けることができ、国民総生産と活動通貨残高の間には通常一定の関係があると仮定することができる。今通貨の供給量が変わらなければ、通貨の回転率の変動は活動通貨残高の回転率の変動

〔第3図〕 財務省証券金利と所得回転率
の四半期別推移



- (注) 1. 財務省証券金利は3ヵ月物の毎週入札レートの四半期別平均レート。
2. 矢印は各年の第1四半期を示す。
資料：連邦準備制度理事会月報。

または通貨総量に占める活動通貨残高の割合の変

動によって生ずることになる(注5)。そして通常回転率の上昇は、金融引締まりに伴う金利上昇の誘因によって遊休通貨残高が活動通貨残高にシフトすることによって生ずると説明される。この点から従来金利水準と回転率との間の統計的関連について多くの関心が注がれ、両者の間には密接なプラスの関係があることが実証されてきた。第3図は、米国における財務省証券金利と所得回転率の関係を示したもので両者の密接な関連を示唆している。

もっとも、このように通貨を活動通貨残高と遊休通貨残高に分けることはある意味では説明上の便宜のためのものであって、実際にはすべての預金勘定はある程度は活動的であるとさえいえるであろう。ことに両者は統計上区別しえないものであり、現実の回転率の変動がはたして、通貨の中に占める両者の割合の変化によるものか、活動通貨残高自体のいっそう効率的な活用によるものか、知ることができないのである。

いずれにせよ、金融分析、金融政策の実際的意義から重要なことは、通貨の回転率の変動という統計上きわめて興味ある現象に対して、具体的な内容を与えることであろう。今、米国の景気の上昇過程を例にとりて、回転率の上昇の具体的な背景を考えてみよう。景気の上昇に伴って取引需要は増大するが、この際通常金融引締めによって通貨量の追加的供給が抑制されるから、景気上昇期には、①十分の預金残高を有する支出単位は、既存の勘定の預金を活発に活用するに至る、②金融資産を保有する支出単位はこれを他の経済単位に移転することによって必要な通貨を獲得するという二つの過程が生ずるとみることができよう。①については、収入と支出の時間的間隔を縮小する

(注4) たとえば、現在の約1,400億ドルの通貨量が一定としても、所得回転率の年0.1回の上昇は約140億ドルの国民総生産の上昇を伴う。

(注5) 通貨量、活動通貨残高、遊休通貨残高をそれぞれ M Ma Mi 、通貨量全体の回転率、活動通貨残高の回転率、遊休通貨残高の回転率をそれぞれ V Va Vi とすると $M = Ma + Mi$ $MV = MaVa + MiVi$ 定義により $Vi = 0$ であるから $V = \frac{Ma}{M} \cdot Va$

とか、預金勘定を集中するとか、あらゆる可能な方法が考えられるが、いずれにせよ増大する取引需要に対し、相対的に通貨を節約しより効率的にこれを使用するようになる。③の金融資産が経済単位間を移転することによる預金のシフトに伴って回転率の上昇をみる過程についてはいくつかの例を考えることができる。たとえば、銀行が保有証券を銀行以外の投資家に売却して顧客に貸出を行なう場合、通貨量は不変であるが、一般的に遊休預金が消滅してより活動的な預金が再び創造されるといってよい。また銀行が保有証券を売却して商業手形、金融会社手形を買い入れるときはこれらの手形で資金を調達している企業や販売金融会社の支出を増大させる。また、銀行以外の家計や企業が保有証券を売却して支出を増大させる場合（金融引締め時には銀行は通常これを買入れる余裕がないので通貨量は変わらない）、銀行以外の投資家の間を証券が移転し、通貨量は変わらないとしても、余剰資金をもつ支出単位から支出資金を必要とする支出単位へ通貨の移転が行なわれる。また個人が貯蓄債券などの非市場証券の現金償還を受けて代り金を支出に充てる場合、財務省が現金不足を銀行以外の投資家に国債を発行して補ったとすれば、通貨量は不変としてもより活動的な通貨の割合が増大することになるであろう。

以上は主要な例をあげたにすぎないが、このように具体的な回転率の変化の背景を考えると、回転率の上昇が景気上昇に伴って経済の中に生じた金融的な連鎖反応を反映するものであることが、多少とも明らかとなってくる。とくに重要なのは、金融資産の移転に伴う回転率上昇の過程であって、これがどの程度現実起こっているのか、あるいは起こっているとしてそれは貸し手もしくは支出者の流動性の低下をもたらしていないかという問題が金融政策に重大な関連をもってくるであろう。さらに第3図でみたごとく通常回転

率の上昇とともに金利は上昇している。もちろん、この場合金利の上昇は回転率上昇の特別の要因となっているのか、それとも両者の上昇はたまたま景気の上昇に伴って生じているにすぎないのかという問題についても検討の余地がある。しかしいずれにせよ、回転率の上昇と金利の上昇とを切り離して論ずることができないことは明らかである。

5. 通貨の回転率と金融政策

以上、米国における通貨の回転率の長期的・循環的変動とその要因について若干検討したが、長期的な趨勢については若干の異なった結論がありうるし、回転率の短期的変動の要因や金利との関係などについてもまだ十分明らかにされていない面が多い。

しかしながら、今後長期的に通貨の回転率がどう推移するか、回転率上昇の過程は通貨量の調節によって経済の安定的成長を図る一般的・量的金融政策の効果を無に帰せしめるものであるのか、回転率の循環的上昇には上限が存在するものなのか、などの問題は、理論的に興味ある問題であるのみならず現実の連銀当局の政策運営にとっても重要な問題となっている。

米国において今後回転率が長期的にどのような推移をたどるであろうかについては、さきに述べたように各種の相反する要因が働いているので一概には論じがたいが、金融メカニズムや産業組織の発展に伴って通貨の節約—通貨の効率的使用—という傾向は、回転率をなお長期的に高める方向に作用するものと思われる。とくに、戦後 near money の流動性に対する一般の態度が著しく変化し、広範かつ活発な国債市場の発展、流動資産の範囲の増大などとあいまって、企業その他の一時的余剰資金が活発に near money に投資され、これが回転率の上昇に大きく寄与してきた。また

近時銀行以外の金融機関（要求払預金勘定を持ちえない）の発展により銀行の要求払預金のウェイトは相対的に低下し、このことも回転率上昇の背景となっている。これらの傾向は重大な不況その他の金融的環境の激変がないかぎり今後も続くこととみてよいであろう。

戦後回転率が一貫して上昇し、1920年代の高い水準に近づきつつあることから、回転率が循環的な上昇を示す場合に事実上の上限に突き当たる可能性はないであろうか。もしこのような上限があるとすれば、資金需要が根強く金融引締め政策が一貫して堅持される時には、回転率の上昇がその上限に近づくにつれて、金融政策の引締め効果は著しく強まることになるであろう。この回転率の上限の存在を、金利と回転率の関係から実証しようとする議論がある。第3図から、近年回転率の上昇には以前よりも大幅の金利の上昇を必要とする傾向にあることを読みとりうるとすれば、このことは回転率上昇の上限の存在を示唆するものともいえよう。またさらに通貨のうち活動通貨残高は国民総生産に対してかなり一定の比率（たとえばGNPの30%）にあると仮定するならば、通貨量の増大が抑制されている状況では、活動通貨残高が増加し遊休通貨残高が最低水準に近づくにつれて、回転率の上昇は上限に近づくともみてもできる(注6)。いずれにせよ、われわれは回転率の上限を具体的に実証する十分な方法を有するものではないが、なんらかの上限が存在することは認めてよいであろう。

しかしながら、金融政策に対して回転率の上昇が有する意義は、その上限に突き当たるというような極端な場合のみにあるのではない。もちろん、利子率のわずかな変化に対して遊休通貨残高が容易に活動通貨残高に転化するという形で回

率が上昇するものと仮定すれば、その場合の金融引締め政策の効果はほぼ完全に相殺されるということもできるであろう。しかしながらすでにしばしば指摘したように回転率が上昇する場合には通常利子率の上昇をみるのであって、そこに金利の上昇に伴ってかなりの抑制要因が働いているとみななければならない。金利の需要抑制効果には議論の多いところであるけれども、最近従来への懐疑論に比べて有効性が見直される傾向にあり、また、金利の上昇が貸し手のアベイラビリティに影響を及ぼし資金の供給を抑制するに至る効果については、つとに連銀当局者たちによって新しい金融理論の核心をなすものとして指摘されているところである。

このように、金融引締め政策は回転率の上昇によって「全面的」に相殺されるのではなく、「一部分」相殺されるにすぎないといわねばならないが、このことはなんら金融政策にとって驚くべきことではなく、かえって、弾力的金融政策に積極的な利点を与えているといわねばならない。むしろ、回転率の上昇によって金融政策の効果が「一部分」相殺されるという事実は、金融政策に対していわば「内在的衝撃緩衝要因」(built-in shock absorber)を提供するものであり、これがあるからこそ、金融政策は大胆な行動をとることが可能となるといってよい。この点は、景気後退期における金融緩和政策の場合についてもいえることであり、回転率が低下することは、連銀当局に大胆な緩和政策を推進しうる余地を与えることであろう。また、回転率の上昇は金融市場に引締めまりの雰囲気を持続するのに役立つものである。また回転率の上昇は、一般的・量的金融政策（公開市場操作、公定歩合操作、支払準備率操作）を通ずる金融引締めの衝撃が経済各部門に浸透して

(注6) L. Ritter; Income Velocity and Anti-Inflationary Monetary Policy, American Economic Review, March 1959

ゆく過程をうつし出すバロメーターとみなすことができ、回転率の変化を注視することによって連銀当局は金融市場の動向との密接な関係を維持することができるであろう。

このような意味で、通貨の回転率の変化は連銀当局にとって十分期待し予想しうるものであり、金融政策の適切な度合とタイミングを決定するにあたって、回転率の長期的な趨勢のみならず、短期的な変動の態様は十分考慮しなければならない。現実に連銀当局の金融政策がこの点を十分考慮して策定されていることは明らかであって、連銀当局の金融政策が早期かつ予防的に強力に行なわれているのは、実はこのような回転率の変化を十分考慮に入れていることを示すものにほかならない。

6. む す び

戦後におけるわが国の場合には、米国に比して企業の流動性が低く、金融市場がまだ十分発達しておらず、金融資産の蓄積も低いことなどの事情

から、循環的な回転率の変化が金融政策に与える意味はおのずから異なるといってもよいであろう。つまり、回転率の上昇によって金融引締め政策の衝撃が吸収される度合が少なくそれだけ引締め政策の効果が衝撃的かつ即時的であるといえることができよう。しかしながら、今後の展望としてはわが国も米国のごとき金融的環境に漸次近づくことが予想され、いわゆる金融の正常化ということもそのような意味にほかならないとするならば、わが国においても通貨の回転率の変化は今後大きな政策的意味をもつに至るものといえよう。

もとより、上に述べたように、通貨の回転率の変化をもたらす各種の連鎖反応の性質、度合、範囲などを十分周知、予期することは、かなり困難なことであろう。にもかかわらず、金融政策の自由な市場調節機能が効果的に発揮されるためには、当然これに随伴して起こる回転率の変化の意味を十分理解してゆくことこそ金融政策に課せられた一つの大きな課題というべきであろう。