



Title	外貨バッファー政策と適正外貨保有量
Author(s)	所, 哲也
Citation	北海道大學 經濟學研究, 14(4), 1-38
Issue Date	1965
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/31129
Type	departmental bulletin paper
File Information	14(4)_P1-38.pdf



外貨バッファー政策と適正外貨保有量

所 哲 也

§ 1. ま え が き

昭和39年4月1日をもって我国のIMF 8条国移行が最終的に決定した。これで円貨の convertibility が回復され⁽¹⁻¹⁾、貿易為替の自由化率は4月1日現在で93%の高さにあり、またOECDへの加盟も4月29日付で正式に決定した。我国経済もようやく米国や西欧先進諸国と肩を並べられる水準にまで到達したわけで、名実共に本格的な開放経済体制に移行することとなった。

こうした内外の経済状況の進捗に伴って、最近日本政府は国際収支の改善と安定に一層の努力を払う覚悟から、一連の外貨ポジション強化政策を次々と打ち出して注目を浴びている。まず、8条国移行に先だって39年3月18日付で日銀の公定歩合を日歩2厘引上げ、それと平行して輸入担保率の引上げをおこない、次いで、8条国移行と共に外貨準備高のなかへIMFから直ちに引出せるゴールドトランシュ1億8千万ドル⁽¹⁻²⁾を追加する新計算方式を採用し、更に、IMFに対し3億5百万ドルにのぼるスタンバイクレジット⁽¹⁻³⁾を要請して承認を受けた。いずれも円貨に対する信託を高めさせてその交換性を維持し、国際収支の先行き見通しに対する確信を附与させるための方策である。

本稿の目的は、国際収支の不均衡がいつも我国経済の安定的成長に対する1つの重要な攪乱要因となっている事実にかんがみ、この問題解決のための1つのアプローチとして、かつて⁽¹⁻⁴⁾ 一部の人々の間で関心を呼んだことのある「外貨バッファー政策」と「適正外貨保有量」の問題について詳細な検討をおこない、若干のコメントを加えることである。以下、第2節において

はいわゆる外貨バッファ論争とでも呼ぶべきものの詳細な展望を通じて外貨バッファ政策の有効性を論じ、第3節においては外貨バッファ政策を運用する上で特に重要な要因となる適正外貨保有量の問題をとりあげ、第4節においてはこれもまた最近再び問題にされている在庫論争の簡単な展望を行うことによって外貨準備高と輸入品在庫との関連を分析し、最後に1つの試論として外貨準備増減と在庫投資を陽表的に取扱った単純な開放体系の衝撃行列乗数のモデルを紹介する。

〈註〉

(1-1) 通貨の交換性回復といっても、いくつかの例外が認められていて必ずしも全面的なものではない。即ち、IMF第8条の2項の規定により、資本取引のための支払い及び資本移動については制限を課してもよいことになっており、また経常取引についても観光旅行のための外貨、並びに韓国との間のオープンアカウントに関しては制限を行ってもよいことになっている。

(1-2) 我国のIMFへの出資額は現在のところ全部で5億ドルであるが、そのうちの25% 1億2千5百万ドルが「金」で残り75% 3億7千5百万ドルは「円貨」で払込んであった。しかし、この円資金のうち、1961年にイギリスが5千万ドルを、インドが5百万ドルをそれぞれ引出して利用し、後にドルやポンドで返還したため金出資分と合わせて1億8千万ドルが現在の我国のゴールドトランシュとなる。このゴールドトランシュ分はわずかな手数料だけ支払えば、いつでも無利子で使うことができる。

(1-3) 1952年にはじまった stand-by-arrangement によると、IMFからの借款条件は次のようになっている。借入れ手数料は全額について0.5%、借入れ利子は借入額の半分について支払い、3カ月以内に返済すれば無利子、次の15カ月間は2.5%、その後は6カ月ごとに0.5%増し、となっている。

(1-4) 次節において詳述されるが、昭和31年に我国の経済白書で故後藤誉之助氏と金森久雄氏を中心とした白書グループが外貨バッファ論なるものを唱導し、これに対して下村治氏が反論した。しかし下村批判に対する後藤氏らの反批判はなく、論争は中断されてそのままになっていた。最近、我国のIMF8条国移行に伴って再び外貨準備の過少問題がとりあげられ外貨バッファ政策の有効性が論じられる形勢にある。

§2. 外貨バッファ政策

第2次大戦後、日本経済は急速な復興を実現し、著るしい発展を遂げてきたが、その道程は決して平坦なものでなく、いくどとなく国際収支の壁にぶつかってはしばしば国内均衡を犠牲に供しなければならなかった。昭和27年

IMFに加盟し、その14条国になってからでも、28年の消費ブーム、31・32年の神武景気、34年の岩戸景気、37年の設備投資ブーム、などいずれも主として国際収支の赤字が景気上昇の ceiling を画くして反転し、相当激しい景気変動を体験した。国際収支の赤字が世界経済の不況による場合は勿論のこと国内経済の活動水準がたとえ海外の景気好転に誘発されたものであっても、それが大幅に上昇すると輸出の増加率以上に輸入が増大して国際収支の逆調が生じ、外貨保有ポジションが悪化して金融・財政引締政策が発動される、というプロセスの繰返であった、ということができよう。

国際収支が逆調に落ち込んだとき、その国が自ずからの立場において採りうる均衡化対策には種々あるけれども⁽²⁻¹⁾、原理的にいって次の3つのものがその主要なものとされている。即ち、為替相場の切下げ、輸入制限、デフレーション政策、の3つである。しかしながら、為替相場の調整策と輸入の直接的統制策の2つは原理的には有効であっても、我国の場合、現在は政策的に採用できない状況にある。前者については、たとえマーシャル・ラーナーの安定条件が満たされており⁽²⁻²⁾、相場切下げに伴う各種の不利な反作用が働かないと仮定しても⁽²⁻³⁾、IMFの規約第4条において自由な為替相場の変更は上下10%以内に限定されていて、実質上固定為替相場制度下にあるのと異ならないし、後者については、既に8条国に移行した以上、関税・補助金などの間接的な政策を除いて、他に直接的な統制策を採用できる余地は殆んど残されていないからである。

為替相場の切下げ策と貿易制限策が採用できないとなると、残るのは国内支出を金融並びに財政の面から抑制するデフレーション政策であるが、国際収支の支払超過がその国のインフレーションによってもたらされている場合は、賃金の下方伸縮性があり（あるいは少なくとも下方硬直性が弱く）、マーシャル・ラーナーの安定条件が満たされている限りにおいて、この政策も有効適切なものとなるが、それらの安定条件が満たされていない場合や、特に国内の総有効需要がまだその国の総生産能力以下の水準にある場合は、デフレ政策は著しく不適切なものになる。デフレーション政策が実施されると、

投資支出や財政支出が減少せしめられ、その結果負の乗数波及が生じて、国内経済の実質面に当然種々の好ましくない影響を与えることになる。国際収支は均衡化されても、それは大量の失業や中小企業の倒産という大きな犠牲の上に成り立つものでしかない。我国の経済構造は、高い輸入依存度と輸出の世界市場における限界供給者の性格⁽²⁻⁴⁾ によって特徴づけられているため、これまでの歴史的経過が示している如く、どうしてもその景気動向を世界のそれにシンクロナイズさせる方策が採られ易く、ともすれば国際均衡が国内均衡に優先され勝ちであった。

ところで、世界の各国が1930年代に最終的に金本位制度を放棄して、近代的な管理通貨制度に移行したのは、結局のところ国際収支の均衡と完全雇用水準の達成維持の同時的実現を目的としたからであり、それが不可能なら少くとも金本位のルールに従わず、国際経済面で起った各種の攪乱要因が直接国内経済に持ち込まれることのないよう、なんらかの中和手段または緩和手段がこうぜられるべきである、と考えたからであった。管理通貨制度の下においても、金や外国為替は中央銀行の銀行券発行準備の一部を構成しているから、国際収支の不均衡によって外貨の保有量に変化が生じると、原則的にはそれに応じて国内の流通通貨量が変動せしめられることになる。その点では金本位制度に類似しているけれども、国際収支の不均衡が大規模で多量の外貨が流出入したり、ホットマネーの如き正常ならざる資本移動が生じたりする場合は、その効果の国内経済面におよぼす影響が甚大となるため、そうした対外的な資金の流出入に対して公開市場操作を実施し、国際経済面からの衝撃を外貨準備の段階で中和しようとするところに管理通貨制度の特徴がある。即ち、金本位制度は外貨を世界における経済動向のトランスミッターとして利用しようとするのに対して、管理通貨制度は逆に外貨を経済動向のバッファーとして利用しよう（常にそうするとは限らないが）とするところに、両者の根本的な相違がある。本稿が問題にしている外貨バッファー政策は、この管理通貨制度の精神を発展させたものであって、その原型はイギリスの為替平衡勘定やアメリカの為替安定資金などの各種の為替統制資金制

度⁽²⁻⁵⁾のなかに見出される。しかしながら、当時の為替統制資金制度は外貨をクッションとして利用することによって、為替相場の安定を計り、物価を安定させ、完全雇用を維持しようとするところにその目的があったのであって、本稿が問題にしている外貨バッファー政策の如く、外貨の積み重ねや取らずしをやって国際収支の均衡を維持しながら、国内経済の安定的な成長・発展を積極的に実現させようとする如きものではなかった。

こうしたいわば受動的な外貨バッファー政策に対して、8年程前我国において外貨をクッションとしてもっと弾力的に利用することにより、国際収支の均衡そのものを達成させると同時に、国民経済の安定的な適正成長をも計ろうとする能動的な外貨バッファー政策が唱導された⁽²⁻⁶⁾。即ち、昭和31年にその前年度における我国国際収支の著るしい改善を背景として⁽²⁻⁷⁾、故後藤誉之助氏と金森久雄氏を心とする経済白書グループは「日本経済の変動は多く国際市況からくるが、その衝撃を吸収して日本経済の振幅をなるべく小幅にし、適正成長率にそった恒常的發展の径路をたどらせることが望ましい」⁽²⁻⁸⁾、との立場から外貨を国内景気調整策に使用しようとする考え方をあきらかにした。後藤氏によると、世界の景気動向はいま原子力とオートメーションによって代表される技術革新のブーム期にあるため、長期趨勢的の上昇を続ける可能性が強く、そのため多少の循環的変動はあってもその振幅は小さく周期も短かいことが期待されるという。この仮設が受け入れられるならば、政府並びに貨幣当局は世界景気が上昇して自国の国際収支が順調になったとき、それに比例して輸入を増大させるようなことをしないで外貨を蓄積しておき、やがて世界景気が下降して国際収支の逆調が発生する事態の起ったとき、直ちにデフレ政策を実施して輸入の削減をはかるようなことをせず、以前に蓄積しておいた外貨の取らずしをしながら、世界景気が再び上昇に向うのを待つ政策を採用することができる。即ち、外貨をバッファーとして利用することによって、海外の景気波動からくる衝撃を緩和し、自国経済の安定的成長を実現させることができるというのである。そしてこの外貨バッファー政策を有効に実施するためには、(1)あらかじめその国がクッション

として利用することのできる適正規模の外貨を保有していること、(2)外貨の流出入の国内金融に及ぼす影響を中和する方法を確立しておくこと、(3)国内の有効需要を抑制したり促進したりするための調整的財政政策を実施すること、3のつの装置が必要であると主張している⁽²⁻⁸⁾。

我国の場合のクッションとして使用する外貨保有の適正規模は、後藤氏によると31年期首でそのときの保有量約15億ドルでは必ずしも十分ではない、という不明確な解答しか与えられていない。白書グループ型の能動的バッファ政策においては、適正な外貨保有高をどのくらいに見積るかは非常に重要な基本的問題であって、外貨ストック水準を明確に規定しなければこの政策を有効に運用することは不可能である。従って、この問題については節をあらためて論ずることにする。

次に、外貨の国内金融に与える影響を中和する手段については、後藤氏は現在の我国の外国為替特別会計制度は金本位制度下の国際均衡主義的色彩が濃いと批難し、インヴェントリーファイナンスを実施するか外為証券の市中公募によって円資金を調達すべきである、と主張している。特に、昭和30年度の外為会計は5億ドルの外貨吸収に見合う円資金を外為証券の日銀引受と外貨の日銀へのアウトライトによって調達したが、この年は民間の投資意欲が停滞していて国内の有効需要が大幅に増大しなかったために「無意識的バッファ」⁽²⁻¹⁰⁾が生じて事なきをえたのであって、もしも企業の投資意欲が旺盛であったならば、せっかくの国際収支の黒字も国内有効需要の膨張、国民所得の大幅上昇、輸入増大、というプロセスをえてたちまち消滅し、当然国際収支は逆調に転じてしまっていたであろう、と主張している。

最後に、国内の有効需要を調整する補整的財政政策については、後藤氏はイタリアの経済10ヶ年計画⁽²⁻¹¹⁾と米国の経済発展委員会が勧告しているビルトインスタビライザー⁽²⁻¹²⁾を引用して、我国でも財政の自動安定装置を考慮する必要がある、と述べている。特に、我国の場合、イタリアのように財政投資に調整部門を設け、その部門を景気の動向に応じて促進または抑制することによって経済の安定的成長を計る、という方法には現実性があるので

はないか、と述べている。

以上が故後藤誉之助氏を中心とした経済白書グループの主張した外貨バッファー論の概略である。外貨保有量の変化を経済成長問題の中に組み入れた理論模型やその実証的分析、あるいは保有される外貨の構成内容を問題にする理論的な模型、更には国内品の価格安定化のためにバッファー資金を設定する構想とその理論的分析、など類似のものはこれまでにいくつか存在するが⁽²⁻¹³⁾、後藤氏らのように経済の安定的成長を「外貨にバッファーの働きをさせるような国内景気調整策」⁽²⁻¹⁴⁾を通じて達成させようとする如き議論は存在しなかったように思われる。後藤氏の論文が世に問われると間もなく、国内でこれに対する下村治氏の批判論文⁽²⁻¹⁵⁾と小泉明氏の関連論文⁽²⁻¹⁶⁾が発表された。以下、下村氏の反対論文を中心として、この問題の所在を明らかにしてゆきたい。

下村氏は「後藤氏の論文にはいろいろのことが述べてあるけれども、その主張の多くの点は誤解や誇張にもとづいているようで、かならずしも賛成しがたい」⁽²⁻¹⁷⁾と述べている。但し、次の3つの基本的な考え方には賛同を示めている。即ち、当時のような大きな為替黒字（昭和30年度の国際収支は特需を入れないで5億3千5百万ドルの黒字で年度末の総外貨保有量は約14億ドル）を一挙になくするような政策は合理的でないこと、蓄積された外貨はすでに十分以上だからこれをとりくずして利用すべきだという考え方は危険であること、一時的な国際収支の不均衡は外貨準備の増減によって吸収すべきであること、の3点である。しかし、その他の点については激しい反論を加え、その有効性に大きな疑問を投げかけている。

第1は、受取超過時に或る量の外貨を蓄積しておいて支払超過時にそれを放出し、国内経済の安定的成長を実現させようとする後藤氏らの主張には、外貨バッファー政策を運用して行く上で、どれくらいの外貨準備を保有しておれば十分であるのか、なんら明確な解答が与えられていないし、そもそも世界の景気動向が現在技術革新ブームに支えられて長期趨勢的の上昇期にあるから、景気の下降はあってもその底は比較的浅いであろう、と仮定すること

自体に難点がある。後藤氏の主張するような政策に従って国民経済をある一定の安定した成長率の下で発展させるためには、世界経済の波動が一定の安定した成長曲線を中心として振動する必要があるが、そのような保証は全くない。米国をはじめとする世界景気が下降運動を起したとき、その下降の程度なり持続性なりについて正確な予想を立てることが果してできるであろうか。世界の景気動向について或る程度きちんとした見通しが立てられるのであれば、国際収支の赤字を甘受して世界景気の回復を待つ、という提案に同意することはできない。国民経済の安定的成長は国際収支の均衡維持を条件とすることによってはじめて現実的な意味をもってくるのであって、外貨をバッファーとして利用することにより、国際収支の不均衡を持続させるというような原則からはでてこない。外貨準備高の変動は通常一国の国内経済の成長速度とタイミングが世界経済のそれに合致しないところから生じてくるのであって、外貨そのものにバッファーの働きをさせるような国内景気調整策などあり得ない。更に、外貨バッファー政策が単なる外貨蓄積論でないとするれば、外貨保有量水準が或る適正と考えられる高さにまで到達してなお受取超過が大幅に持続されているとき、それお一度に放出しようとするればインフレーションに落ち入る可能性が大であるし、受取超過が消滅して支払超過に転じようとするときまで待つて放出しようとしても、そういうときは国内に収支の逆調を引き起させるような有効需要の増大があるときであるから、やはりインフレーションを招来させる恐れがある。一度国民経済がそのような状態に適応はじめると、これを逆転させて再び収支の均衡を回復させることは非常に困難になるであろう。

第2に、後藤氏は現在の我国の外為会計制度を金本位制度下におけるのと同じような国際均衡主義を具現化するメカニズムであるとして批判し、外為証券市中公募論を主張しているが、これは完全な誤りである。後藤氏は外為会計の補整的為替取引が行われているからこそIMFの要請している為替相場維持政策が可能になる、という基本的な点を見落している。補整的為替取引が実施されていても外貨がバッファーになるのは、為替当局の補整取引と

通貨当局の国内金融調整との間に必ずしも一義的な関係があるわけではなく、両者の間に自由裁量の余地が残されているからである。支払超過のため必要な外貨が外為会計から供給されてその保有量が減少するのに見合って金融市場の円資金は引上げられるが、このとき日銀は自己の判断において市中銀行の外貨買取資金を供給しないこともできれば供給することもできる。受取超過のため円資金を金融市場に放出するときも同様である。後藤氏のいうように、出超時に銀行が外貨買取に必要な円資金を市場で調達するとなれば、市場資金が豊富でかつ金融市場が流動的でない限り、輸出が増加して円資金が足りない状態にあるのであるから、為替相場維持政策の下では、国内産業向けの円資金を輸出増加に見合うだけ削減せざるをえない。これでは輸出の増加にも拘わらず国内経済成長の契機はそだたないことになって、後藤氏のいう外為証券公募論は外貨バッファー政策と矛盾することになる。事態はむしろ逆であって、国民経済の安定的な成長を計るためには、かかる場合は輸出の伸長に伴う外貨準備の増加に見合った外為証券の日銀引受けこそ必要なのである。ただ我国の場合、現実に市場資金が豊富であるのに外為会計の日銀引受けによる外為証券発行の必要性が消滅しないのは、日本の経済が国際収支の黒字をふくんだ均衡水準を基盤とし、国内金融面で為替の黒字に相当する貯蓄超過が経常的に成立しつつあり、市場金利の高いことと資金コストが高いことのため、公開市場操作に対して非弾力的であって銀行がその資金で外貨の買持をしないためである。しかし、これは過渡的な現象であって日本の金融市場が次第に流動化し、金利水準が国際的なレベルにまで低下してくればなくなる問題である。

第3に、後藤氏は外貨バッファー政策を有効に運用するためには、それに平行して補整的財政政策が必要であることを強調してるが、この点については理論的に反対すべき理由はない。しかし、理論的には正しくとも我国においては、そうした補整的な財政政策の理想的な運用はその政治的風土から見て極めて困難であり、その弾力的な運用を許さない事情のあることを考慮する必要がある。

以上が、後藤氏をはじめとする経済白書グループの主張した外貨バッファ論に対する下村批判の要約である。下村氏は上のように批判したあと、もし外貨バッファ政策に理論的にも政策的にも有効性を与えるとすれば、それは次のように考えるべきであると述べている。即ち、世界の景気動向から自国のそれを独立させるのではなくて、世界経済の景気波動そのものを抑えるという立場から、蓄積された外貨を災害とか凶作とかの緊急時の追加輸入、ないしは過渡的調整期における輸入超過とかいった、国際収支の一時的季節的短期的な変動の国内波及を防止するために利用することに、その目的を置くべきであると。つまり、下村氏の外貨バッファ政策はIMFなどを中心とした国際協力機構下での受動的バッファ論であって、後藤氏らの如くそれに積極的な働きを期待しているものではない、ということである。この点については小泉明氏も、後藤氏らの主張は適正成長率に沿った恒常的發展といっても、実際には相当の幅をもった試行錯誤的性格をまぬがれないものであって、これまでの日本経済が多くの失敗と過誤とをふくみながらも、常に努力して来た目標と殆んど変るところはないのではないかと述べている。その意味で、後藤氏らの外貨バッファ論には特に新しいものがあるとは考えられず、あくまでも財政・金融政策の補助手段の域を出ないものである、というのが小泉氏の見方である⁽²⁻¹⁸⁾。

以上のように、経済白書グループの外貨バッファ論は、それが発表された当時若干の注目を受け多少の論争を引き起したけれども、それ以上の進展はなく、その主張も世論の支持を殆んど得ることなく今日に到っている。その理由として小泉氏は次のような点を指適している⁽²⁻¹⁹⁾。経済の急激な成長が外貨保有量の限度というボトルネックに遭遇して挫折するという経路の繰返しは日本経済の発展の本来の姿と考えられるから、作為的なことをしないで自然のままにしておく方がよいという考え方や、原則としては賛成であっても基準となる適正成長率の規定に懐疑的な立場をとる人が多かったためである、と。

しかしながら、その主張が世に問われて以来8年が経過し、その間に我国

の経済構造や世界の経済事情は大きく変化した。特に、本稿の冒頭においても述べた如く、我国は既にIMF 8条国に移行し、国際収支の不均衡を理由に貿易為替の制限のできない立場におかれた今日、外貨の問題は従前にも増してその重要性が高まってきている。外貨をパッファーとして利用することによって、少しでも国際経済面からの衝撃を緩和し、国内経済の安定と成長を計ることができれば、それは絶対的に望ましいことである。経済白書グループの外貨パッファー論は、下村批判にも示されている如く、確かに幾つかの難点があって、そのままの形で受け入れることはできないけれども、下村氏が考えているほど、それが非現実的なものであるとは思われない。例えば、世界の景気変動の見通しについて、小さい振幅性と短い周期性とを仮定することは、現代の資本主義経済社会の在り方から見て、それほど非現実的ではないように考えらる。その理由が、後藤氏のいうように原子力とオートメーションに代表される技術革新によって支えられた世界経済の長期趨勢の上昇力によるかどうかは別として、今日では世界の各国とも自国経済の安定的成長実現のために各種の反景気政策を実施して可成りの成果を収めており、世界の景気循環の振幅や周期について確たる見通しをたてることはできなくとも、世界の経済変動そのものが次第に平準化されて行くことを期待することはできるであろう。また、後藤氏の我国の外為特別会計の補整的為替取引制度に対する批判は、後藤氏に若干の思い違いはあったかもしれないが、外為証券市中公募論が完全に外貨パッファー論と矛盾対立すると断定することも適切ではないように思われる。輸出増加が生じる場合は常に国内金融市場が逼迫していて円資金が不足しているとは限らないであろうし、国内の有効需要が急増していて資金需要が旺盛であっても外貨の増加に見合う円資金を一部日銀の引受けによって賄わない、一部を外為証券の市中公募によって調達するというような弾力的な運用も可能であろう。受取超過時に外貨を蓄積するために、輸出が増加するときはいつでも必ず外為証券の市中公募を実施しなければならない、と後藤氏が主張しているとは解し難い。下村氏自身も述べているように、我国の金融市場が非流動的であって、円資金が

潤沢であるにも拘わらず銀行が外貨の買持ちをやらないという現象が過渡的なものであり、やがては消滅する問題であるならば、将来弾力的な外為会計操作の実施が期待できるであろう。更に、補整的財政政策が我国の政治的環境上育ちにくいという下村発言は、ただそれだけでは外貨バッファ論に対する意味のある批判とはなりえない。出超時にそれに比例して輸入の増加が生じないようにするため、補整的財政政策を採用することが理論上正しく現実的にも有効であるならば、その実施が可能となるための解決策を論議することの方が大切である。

以上、後藤・下村論争の展望を通して外貨バッファ政策の問題点とその有効性について考察したが、最後にこれまでの分析の要約として、我々自身の外貨バッファ論を規定しておくことにする。基本的には我々の外貨バッファ政策は、国内の有効需要を調整してその景気動向を世界の景気波動にシンクロナイズさせる金融・財政政策と併用されるべきものであるが、その補助手段としての地位にとどまるべきものではない。世界の経済変動そのものをできる限り平準化しながら、外貨保有量の増減を人為的に調整することによって海外経済の minor cycle に伴って生ずる国際収支の短期的・循環的不均衡、並びに安定的な成長に資することがその目的である。しかしながら、IMFをはじめとする国際経済協力機構にはその能力にまだ大きな限界があり、各国が採用している反景気政策にも全幅の信頼を寄せることはできないし、また、世界の景気動向に自国のそれを如何に忠実にシンクロナイズしても、自国と爾余の国の輸入需要の価格弾力性・所得弾力性が共に1で、各々の経済成長率も等しく、更に国際間の景気波及に leads and lags が全く存在しない、というようなまことに非現実的な世界でも想定しない限り、内外に起った景気変動によって引起される国際収支の不均衡からまぬがれることはできない。ここに外貨バッファ政策が金融・財政政策の補助手段としての資格以上のものが附与されるべき根本的な理由がある。

〈註〉

(2-1) 国際収支の均衡化対策として具体的に指摘できるものには次のようなも

がある。為替相場の切下げ切上げ、国内の財政・金融引締めによるデフレ政策、輸入許可制、輸入割当制、複数为替相場、特定地域との取引制限、関税、輸出補助金、短期借款、長期資本の借入、金平価の再評価、IMFの信用創造力強化、その他の国際経済協力機関の貸出強化、財貨バツファー政策、外貨バツファー政策などである。このうち外貨バツファー政策との関連において注目されるのは、財貨バツファー政策である。特に、輸入原材料ストックをクッションとして使用するという考え方は十分現実性のある方策である。但し、バツファーとして使用される財貨は国際的に標準化されたもので、長期間の貯蔵に耐え、持越費用のかからないもの、ということで非常に限定されてくると、景気の動向と逆方向にそれらを売買するとなるとコマーシャルベースになかなかのりがたく、たとえ政府当局がそれを代行するとしても民間企業と違ってともすれば最適利用を失する可能性があること、など多くの困難な問題を内包している。

(2-2) 為替相場の切下げが有効であるためには、自国と爾余の国との輸入需要の価格弾力性の和が1よりも大でなければならないとするのがマーシャル・ラーナーの安定条件である。為替市場の安定条件を定式化したものにはこの他にもロビンソンのものやメツラーのものなどがある。為替市場の安定性については、戦後一時ドル不足問題の論議において注目を浴び、いくつかの実証分析が悲観的な結果を出して問題になったが、その後はむしろ1よりも大であるとして楽観的な立場が支配的になっているようである。

(2-3) 為替市場がたとえ安定的であっても、各国間で為替の切り下げ競争が行なわれたり、相場の切り下げによる輸入原材料の価格高騰のため加工製品の輸出価格が引げられなかったり、輸入品価格の騰貴のため実質賃金下がって賃上げプッシュが起り、再び輸出品価格を押し上げたり、輸出産業の拡大に刺激される国内生産活動水準の上昇が誘発輸入の増加をもたらし、などの効果が強く働くような場合は、せっかくの為替切り下げもその効果はたちまち相殺されてしまう。なお、切り下げ競争による相殺効果を除いた他の相殺効果はデフレ政策による交易条件不利化の場合や国民所得効果などの場合にもそのままあてはまる。

(2-4) 我国の輸出は世界の景気動向において、その変化の幅が著るしく高いという特徴があるという。世界景気の上昇期においても下降期においても日本の輸出は世界の貿易量の変化率の数倍の変化率をもっている。故後藤誉之助氏によると、1955年の前年に対する世界の貿易量は8%しか増加しなかったが、我国の輸出は23%も伸びているという。従って、このことを逆にいえば、世界景気が悪化して世界の貿易量が減少するときはその減少率以上に大幅に日本の輸出が減少する可能性があるということになる。これは我国の輸出品が外国の輸入需要の所得弾力性の大きなものからなっているというふうにも理解できるが、それよりも我国の生産費構造が世界の輸出市場において限界供給者の性格をもっているためであると理解した方が妥当であるように思われる。

(2-5) 1931年イギリスが復帰したばかりの金本位制を放棄して以来、各国はいずれも為替の安定化政策に乗り出し、各種の為替統制資金制度を採用した。イギリスが1932年4月に為替平衡勘定、アメリカが1934年4月に為替安定資金、中国が1934年10月に外国為替平衡委員会、ベルギーが1935年4月に為替平衡資金、カナダが1935年6月に為替資金、オランダが1936年9月に為替平衡資金、フランスが1936年10月に為替安定資金、スイスが1936年12月に為替平衡資金、をそれぞれ開設している。

(2-6) 「通商産業研究」1956年5月号。

(2-7) 昭和30年度は戦後はじめて日本の国際収支が大幅に改善された年であった。この年の国際収支は5億3千5百万ドルの黒字でその年の特需収入5億7千万ドルにはほぼ匹敵する好調さであった。外貨の総保有高も30年度末で14億ドルに達し、ドル準備だけで9億ドルの水準に近かづいた。

(2-8) 昭和31年度の「経済白書」p41.

(2-9) 「外貨バッファ論」後藤啓之助, エコノミスト, 昭和31年5月26日号 pp18~22.

(2-10) op. cit (2-9) p19.

(2-11) イタリアの経済10カ年計画では、財政投資を農業、公益事業、公共事業などの推進部門と住宅、林業などの調整部門とに分けて、調整部門を景気の動向に応じて促進または抑制するという方策を打出している。

(2-12) アメリカのC・E・Dは雇用が労働人口の93%に等しいとき国家の歳入と歳出が均衡するように税率を定め、雇用が労働人口の96%を超えるときは自動的に30億ドルの黒字が出るようにし、雇用が労働人口の93%を割るときは直ちに赤字財政を実施するような財政政策を勧告している。

(2-13) ごく最近のものとしては、第1の型に入るものとして「最適産業構造のターンバイク基準」福地崇生, 1936年10月, 理論, 計量経済学会報告。本稿, 補論の展開もこの型に入る。第2の型に入るものとして“A Stochastic Model for Foreign Reserves” K. Nagabhushanam and M. Perayya Sastry, The Journal of Economic Behavior, vol 2, No.1, April, 1962, pp53 62. 第3の型に入るものとして“A Diagrammatic Analysis of Some Effects of Buffer Fund Price Stabilization” R. H. Snape and B. S. Yamey. Oxford Economic papers, vol 15 No2, July 1963, pp 95~106.

(2-14) op. cit. (2-9) P19.

(2-15) 「外貨バッファ論への反論」—後藤啓之助氏を批判する—下村治, エコノミスト, 昭和31年6月9日号と同6月16日号。

(2-16) 「外貨バッファ論の問題点」小泉明, 一橋論叢1956年11月。

(2-17) op. cit (2-15). p12.

(2-18) op. cit (2-16). p85.

(2-19) 「外貨の適正保有量」小泉明, やさしい経済学 VII p.103.

§3. 適正外貨保有量

外貨バッファ論は単なる外貨蓄積論ではないから、外貨の保有量が多ければ多いほどよい、というようなものではない。外貨はそれ自体が運転資金として輸入のために使用されるべきであり、また投資資金として有利な国際投資や海外投機などの機会を捉えて収益をあげるべきであるから、外貨の保有量はできるだけ少なくして、しかも国際収支の短期的不均衡に充分対処できる、という観点からその規模が決定されなければならない。しかしながら、現在のところその問題を一般的な形で解くことのできる理論的な定式化

は殆んど存在していない⁽³⁻¹⁾。外貨準備高の適正規模の問題は、世界経済の景気動向、国内経済構造の特質、輸出入構造、各国通貨の交換性と信認の程度、短期・長期の資本移動状況、IMFやIBRDあるいは世界輸出入銀行などの国際金融機関からの借入能力やそれらの機関自体の調整機能、保有外貨の流動性内容、などの多種多様な要因が関連しあっているため case-by-case で考えていくより方法のない問題であるからである。適正外貨保有量の問題がその国の経済事情に応じて如何に多様であるかは次のような2,3の数値例を見ても容易に肯定されるところである。例えば、既にIMFの8条国に移行を完了している国の移行時における年間総輸入額に対する外貨準備高の保有月数⁽³⁻²⁾は第1表の如くであるし、1956年末の各国の外貨準備率⁽³⁻³⁾は第2表の如くである。また、1963年の第4四半期末の各国の手持外貨の絶対

第1表 年間総輸入額に対する外貨保有月数

国 名	西ドイツ	イギリス	スウェーデン	日 本	その他の平均
保有月数	8.4ヶ月	3ヶ月	2ヶ月	3.2ヶ月	4ヶ月

第2表 1956年12月末の各国の外貨準備率

国 名	アメリカ	スイス	西ドイツ	日 本	カナダ	オランダ
外 貨 準 備 率%	155.2%	107.7%	64.9%	47.1%	30.7%	29.0%

第3表 1963年第4四半期の外貨保有総額 (単位億ドル)

国 名	アメリ カ	西ド イツ	フ ラ ス	イ リ タ ヤ	イ リ ギ ス	スイス	カナダ	日 本
外貨保有額 (億ドル)	168	74	48	37	32	27	26	21

総額⁽³⁻⁴⁾をみると第3表の如くである。これらの表に示されているように、輸入額に対する比率で与えてもその数値は国によってまちまちで傾向的外貨準備率を求めることは困難であり、絶対額で示めしてもその数値がその国の経済力をあらわしていると認めることはできない、といった具合である。

このように、適正外貨保有量の規模は理論的な根拠や具体的な算定基準が

ないため、それを客観的・一般的な立場で捉えるということは事実上不可能に近い。しかし、この問題を解くための手がかりが全くない、というわけではない。これまでのところ有力な手がかりとして、次の2つのものが一般に知られている。1つは、1952年6月に発表された国際連合経済社会理事会（ECOSOC）の国連専門委員会の報告書「国際経済安定のための施策」の第5章『国際通貨準備』⁽³⁻⁵⁾の算定基準と、もう1つは、1953年10月にIMFがECOSOCに提出したStaff Papersの「適正外貨保有量」⁽³⁻⁶⁾の考え方である。前者は、各国を外部に由来するデフレ的衝撃から保護し、不況の国際的な波及を阻止するには現存の国際通貨準備は概して不十分であると述べ、アメリカを除いた大多数の国の金・ドル準備の年間輸入額に対する割合が平均25%であることから、適正外貨保有率を一応25%とする考え方を表明している。これに対して、後者は具体的な算定基準になるようなものは示めていないが、適正規模を決める上で考慮しなければならない3つの問題を取りあげて詳細に分析し、各国がそれぞれの事情において考える、という立場をとっている。国連専門委員会の25%説は、それも1つの考え方ではあるが、各国の特殊事情を考慮に入れないで一律25%とすることに問題があって必ずしも賛成できないので、以下ではIMFのスタッフ・ペーパーズに従ってこの問題を考えていくことにする。

スタッフ・ペーパーズは「適正」ということの意味をあきらかにするために、まず外貨準備の内容・性格をはっきりさせておくことを強調している。それが外貨または外貨に準ずるものであるためには、次の2つのテスト基準に合格するか、少なくともどちらか1つのテスト基準に合格するものでなければならない。即ち、

- (1) 必要な場合、通貨当局が対外支払に利用できること。
- (2) 債権者によってそれが受け入れられるものであること。

の2つである。そしてこの2つのテスト基準のどちらにも合格するものとして、

- (a) 通貨当局の保有する金及び金と直ちに兌換できる諸通貨。

(b) 通貨に交換性のある国の短期証券や満期期限の短い無条件ものの民間証券または銀行引受手形であって他の諸国の通貨当局が保有するもの。

(c) 商業銀行またはその他の金融機関でその国の公的金融機関の系列に属するもので、通貨当局に対して密接な責任をもっと見做されるものの保有になる金及びその他の各種資産。

の3つが指摘されている。次に、上の2つのテスト基準のうちのどちらか1つにしか合格しないものでも、支払超過を賄なうのに利用できるものとして、

(d) 金や交換可能通貨及び短期証券で通貨当局以外並びにその系列に属していないものの所有になるもの。

(e) 通貨当局の保有するものであるが、金や交換性のある通貨ほど範囲の広くないもので交換可能通貨。

(f) 双務的または多角的支払協定における貸越残高及び外国通貨払いの debt-type 証券であって国際的に市場性のあるもの。

(g) IMFからの所要通貨の引出権。

(h) IMFとのスタンドバイ契約。

(i) EPU並びに双務支払協定に基づく借方残高設定権及び既存借款からの外貨引出権。

の6つが指摘されている。更に、これらの第1線級準備と第2線級準備の他に、上の2つのテスト基準のどちらにも合格しないものであっても、ほぼ予定した価格で直ちに売りさばくことのできる、

(j) 銀、宝石類、標準化された商品、市場性のある株券。

などを外貨準備のなかに入れることもありうるという。

次に、スタッフ・ペーパーズは適正な外貨保有量を考える場合、国際収支均衡化対策の目標をどこに置き、どのような手段を採用するかによって「適正」の判断が異なってくるとして、均衡化対策の目標水準を次の4つのものに区別して考えている⁽³⁻⁷⁾。即ち、

(1) 国際収支の状態がよくない年には各種の貿易制限に訴えて対外債務の支払を確保し、国民の窮乏、経済の混乱、為替の危機などを回避させるのに足る保有水準。

(2) 深刻な不況の場合は勿論のこと、そうでない場合にも一時的に貿易為替の制限を行うことによって、通貨の交換性を維持するに足る保有水準。

(3) 深刻な不況の場合は直接的な統制に訴えるとしても、それ以外の場合は貿易制限をしなくても通貨の交換性を維持するに足る保有水準。

(4) 1930年代のような大不況は別として、深刻な不況の場合にも一時的な貿易為

替の制限に訴える必要もなく、輸入制限のための国内デフレ政策を採用しなくとも通貨の交換性を維持するに足る保有水準。

の4つである。この場合、目標水準が(1)から(2)へ、(2)から(3)へと、動くにつれて外貨保有の適正規模は拡大されて行かなければならないことになる。

更に、スタッフ・ペーパーズは上の4つの目標水準のいずれに従うにしろ、外貨保有の適正量を決定するにあたって、配慮しなければならない要因として、次の8つのものを指摘している。即ち、

- (i) その国の輸出入及び国際収支の中のサービス項目の正常な季節的变化。
- (ii) その国の輸出入が天然現象その他の原因、例えば、不作や諸外国の政治的経済的变化のために例外的な変動を受ける程度。
- (iii) 輸出入価格及び輸出品に対する需要の変動の可能性。
- (iv) 経済混乱及び国民の不当な困窮を避けるために、その国が輸入原料、装備及び必要食糧に依存する程度。
- (v) 輸出財貨及びその部品の在庫の大きさと輸入財貨及びその製品の在庫の大きさ及びその国の準備ポジションに圧迫が加わる場合、これらの在庫を無理なく圧縮できる程度。
- (vi) 準備ポジションがその国に不利に変化する場合短期クレジットの均衡的移动によって相殺される見込みの程度。
- (vii) 準備の供給を他の国からの贈与または長期借款をもって補強できる見通の有無。
- (viii) 実際に保有する準備的資産の対外的な利用が法律上またはその他の制約によって妨げられる程度。

の8項目である。

以上、外貨の内容・性格、国際収支対策の目標、そして国際収支に影響を与える各種の要因、の3つについてきめのこまかい規定を設け、各国が自ずからの事情に応じて総合判断の上、それぞれの適正規模を決定する、というのがIMFのスタッフ・ペーパーズの考え方である。それでは我国の場合、このスタッフ・ペーパーズに従って適正外貨保有量の問題を考えるとすると、どうなるのであろうか。

まず、我国の保有外貨の内容や性格の検討からはじめよう。日本の場合、外貨の保有主体は、大蔵大臣勘定(MOF)の外国為替資金特別会計、日本銀行、外国為替取扱銀行、の3者⁽³⁻⁸⁾から構成されていて、それぞれの保有構成率は、やや古い数字であるが、昭和31年3月末でMOFが59.6%、日銀

が32.4%，為替取扱銀行が8.0%，となっている。これらの3者の保有している金、ドル、ポンド並びにオープンアカウントの外国為替の合計をもって我国の保有している外貨準備とっている。そしてそれらの保有形態は、金、諸外国政府の短期証券、アメリカ市銀への定期預金、その他当座預金、ポンド預金、などで大部分が預金と証券類からなっている。なお、これに本年4月からIMFへのゴールドトランシュを加えて保有高を計算することになったことは、既に述べたところである。以上のように我国の保有している外貨準備は、先きのスタッフ・ペーパーズの2つのテスト基準に合格していると思われるものが大部分であるが、ただオープン勘定の中で、韓国、アルゼンチン、インドネシアに対する貸越残高に一部不良債権のあることに注意する必要がある。

次は、国際収支の均衡化対策の目標水準であるが、我国の場合はIMF 8条国移行に伴って、貿易為替の制限ができなくなったのであるから、先きのスタッフ・ペーパーズの水準によると少くとも第3の段階に該当することになる。即ち、深刻な不況の場合は別として、通常は国際収支の逆調を理由に貿易為替の制限を行うことなく通貨の交換性を維持する、という基準である。従って、この水準の下では国内でデフレ政策を採用することをできる限り抑えて外貨バッファー政策を実施するためには、それだけ多くの外貨保有量を必要とし、その適正規模は相当高くなることが予想される。更に、ここで問題になるのは、深刻な不況といってもそれがどの程度のものなのか明確でないことと、8条国に移行しても深刻な不況の場合には貿易為替の制限ができるのかどうか、という点である。もしも8条国に移行した国は、どのような不況の場合にも国際収支の赤字を理由に貿易為替の制限を課してはならない、ということであれば目標水準は第4の段階に進まなければならない。保有すべき外貨準備の規模は一層大きくななければならない。

最後に、スタッフ・ペーパーズが指摘している国際収支に影響を与える各種の要因を1つずつ日本の場合に当てはめて考えてみよう。第1の経常勘定の季節的变化については、商品貿易に関する限り上半期に輸入が増大して下半期に輸出が増大する傾向があって、その動きは正常なものと考えられてい

る。しかし貿易外収支項目については、特に戦後海上運賃収入が大幅な減少をきたしているため、毎月3千5百万ドル前後の赤字が続いており、見通しは悲観的である。第2の経済外的な諸要因は突発的偶発的なものであるから、予備的動機のため一定の外貨を保有しようとすることは当然であるとしても、ここではあまり問題にならない。第3の価格と需要の問題は、為替市場の安定条件が満されており、特に我国の輸出入品に対する所得弾力性が著るしい偏向を示さない限り、あまり問題はなさそうである。第4の輸入原料・食料の依存度と第5の輸出入財貨の在庫の2つの項目は、我国の場合もとても重要な問題である。特に在庫は必要とあれば在庫調整をおこなうことによって一時的に輸出の増大と輸入の収縮を可能にし、それによって外貨準備ポジションを圧迫したり緩和したりすることが可能となる。外貨バッファ政策が在庫循環によって引き起される minor cycle に対処することを主要な目的としているからには、適正外貨保有量の問題を考慮するにあたって第1次的に取上げるべき項目である。従って、この問題は次節においてあらためて論ずることにする。第6の短期資本移動については、1930年代の不況以後、金本位制の崩壊と共に国際貿易の資金繰りのためにつくり出される銀行引受手形が大幅に収縮してしまったため、外貨準備を補強する手段としてはあまり期待できないが、短期資金として最近注目されているものにユーロ・ドルがある。我国の場合、IMF 8条国に移行して円貨の convertibility が回復されたことと、国際的に金利水準が高いことから、今後ユーロ・ドルの流入に関しては楽観のもてる状況である⁽³⁻⁹⁾。第7の長期資本移動は、我国の場合は政治の安定や経済の著るしい発展を背景に、利子率と資本の限界効率の高水準に支えられて必ずしも悲観的ではなかったが、アメリカのドル防衛策に伴って発表された利子平衡税構想のため、すでに外債の発行が困難になりはじめており、現在はかなり後退的である⁽³⁻¹⁰⁾最後の第8の保有する対外資産の利用に関する法律・制度の問題は、我国の場合、対外資産は前節でもふれた如く銀行券発行の保証物件ではあってもその兌換準備ではないから、日銀の保有外貨資産がいくら減少しても法律上・制度上は

なんら支障はない。ただ金本位制度時代からの慣習として、ある程度の外貨準備は常に保有しておきたい、という社会的心理は存在している。外貨バツファー政策においては、問題は制度的なものにあるのではなくて、むしろ公開市場操作が有効裡に運営されるような流動的な金融市場が存在しているかどうか、という機能的なところにある。

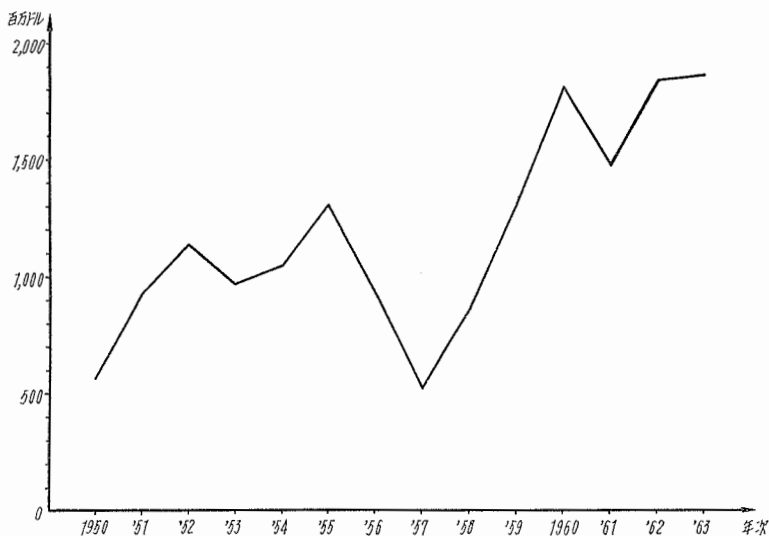
以上、IMFのスタッフ・ペーパーズに従って我国の適正外貨保有量の問題を考える場合の基礎的条件について、やや詳細な検討を加えたが、最後に第2次大戦後の我国の外貨保有高の時系列を眺めてみることにする。第4表の^(3.11)数値を図示したのが第1図と第2図である。これらの数値から知られる

第4表 1950年～1963年の間の日本の外貨保有高時系列とその変化

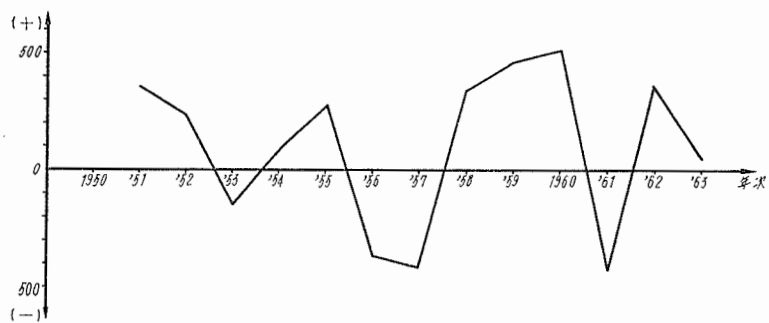
年次 昭和 項目	1950 ⁽²⁵⁾	1951 ⁽²⁶⁾	1952 ⁽²⁷⁾	1953 ⁽²⁸⁾	1954 ⁽²⁹⁾	1955 ⁽³⁰⁾	1956 ⁽³¹⁾
保有額 (百万 ドル)	560	915	1,138	977	1,054	1,317	941
変化額 (百万 ドル)	—	+355	+223	-161	+77	+263	-376

年次 昭和 項目	1957 ⁽³²⁾	1958 ⁽³³⁾	1959 ⁽³⁴⁾	1960 ⁽³⁵⁾	1961 ⁽³⁶⁾	1962 ⁽³⁷⁾	1963 ⁽³⁸⁾
保有額 (百万 ドル)	524	861	1,322	1,824	1,486	1,841	1,878
変化額 (百万 ドル)	-417	+337	+461	+502	-438	+355	+37

ことは、トレンドとしては増大の傾向があるが、それと同時に非常に明確な循環的な運動の認められることである。第2図によると、1950年以後少くとも3つの波動があったことが知られる。第1の谷は1953年で比較的その底は浅かったが、これは1952年の後半から始まった消費ブームによる輸入増加にもとづくものである。第2の谷は1956年から1957年にかけてで、その底は相当に深く、この2年間に約8億ドルの外貨を失った。この第2の谷は丁度神武景気の時期に対応しており、設備投資ブームによる大幅な輸入超過を経験した年である。第3の谷は1961年で、この谷は1959年から1960年にかけての岩戸景気の影響を受けて生じた約16億ドルにのぼる大幅な輸入超過に伴って発生し、約4億4千万ドルの外貨を失っている。これらの谷に対して、1951



第1図 日本の外貨保有額の推移 (単位百万ドル)



第2図 日本の外貨保有額の対前年変化額 (単位百万ドル)

年から1952年にかけての第1の山は朝鮮動乱による特需の大幅な増大によってもたらされたもので、この間に約5億8千万ドルの外貨が蓄積された。1955年の第2の山は、1953年の国内の消費ブームが終焉した一方、世界の景気動向が好転して輸出が増大したため国際収支が若干改善され、3億7千万ドルの外貨が蓄積された時期である。第3の山は1959年から1960年にかけて

で、この山は神武景気時の著しい外貨流出を防衛する目的で実施された一連のデフレ政策に伴って発生した。即ち、1957年には外貨の保有水準が1955年当時の40%まで不落したので、公定歩合の引上げなどを実施して輸入の抑制を計ったため、1956年には1955年当時のピークにまで回復し、1960年には戦後はじめて18億ドルの大台に乗せることができた。しかし、この外貨保有水準の回復をデフレ政策の結果と見ず、1955年と1957年の著しい輸入品在庫の積み増しが調整された結果であるとする見方もある。この点については次節で再び問題にする。第4の山は1962年で、岩戸景気による輸入増大が1年のタイムラグを伴って発生し、それがまた1年のずれを伴って調整された結果、1962年頃から輸入の停滞と輸出の増大が生じ、外貨ポジションが1960年のピークにまで回復したことによりもたらされた。

ところで、1964年1月末現在で、我国の外貨の保有高はIMFのゴールドトランシュを入れて、総額19億9千6百万ドルである。この量は我国にとって適正な量であろうか。これまでも、我国の適正外貨保有量については様々な意見や数字が提示されているが⁽⁸⁻¹²⁾、ここでは我々が前節で規定したバッファー政策を本節で検討したスタッフペーパーズの考え方に従って、この問題を考察することにする。我々の外貨バッファー政策は金融・財政政策と併用されるもので、minor cycleによって引き起される短期の循環的国际収支不均衡をその対象としており、我国の保有している外貨の流動性内容に殆んど問題がなく、国内経済の高度成長と政治の安定性に加えて、金利水準の高いことが短期や長期の資本流入を比較的容易にさせている。また貿易為替自由化率が大幅に引き上げられたことにより、従来認められたような思惑的な輸入品在庫の積み増しの傾向的減少が予想され、近代化のための設備投資に伴う輸入増加も少康状態にあるから、たとえ輸出が小幅の増加率しか示さないとしても、大幅な国際収支の赤字が発生する可能性はあまり高くない、と考えられる。更に、将来仮りに1956年や1957年当時のような、大幅な国際収支の逆調が起ったとしても、1年間の外貨喪失額は4億ドル前後であるから、それが3年間続いたとして全部で12億ドルの流出となり、まだ7億ドル

以上の外貨が残されている計算になる。今日の世界の景気動向から見て、3年間も引続いて我国の外貨が4億ドルも流出し続ける、というような世界的不況の発生する可能性は少なくないのではなからうか。以上を総合して我々は我国の適正外貨保有量をここ当分、20億ドル程度であると結論する。

〈註〉

(3-1) 理論的な定式化の試みが全くない、というわけではない。例えば「経済理論と西欧経済統合」T・シトフスキー、中島正信訳、昭和36年8月、pp139～150がある。しかし、そこで展開されているモデルは非常にドラスティックな仮設が多く、とても実用にはならない。

(3-2) 年間総輸入額を12ヶ月で割って1ヶ月平均輸入額を求め、それをもって総外貨保有額を割ったものをここで外貨保有月数と定義している。

(3-3) 一般に、外貨準備率というのは総外貨保有額の年間総輸入額に対する比率のことである。

(3-4) この数値はIMF統計による1963年第4、四半期における絶対準備総額の国際比較からとったもので、我国の21億ドルという数字は国内で発表されているものより過大評価になっている。

(3-5) “Measures for International Economic Stability” ECOSOC. 1952. 6,

(3-6) “The Adequacy of Monetary Reserves” IMF Staff Papers, 1953. 10, 邦訳, 「適正外貨保有量」大蔵省調査月報第43巻第1号, 昭和29年1月25日, pp 5～30,

(3-7) 但し、この4つの目標水準は、いずれも均衡のとれた支払ポジションを確立して、為替レートと通貨政策は共に適切であり、継続的な貿易制限や差別待遇などを設けて支払ポジションを維持させる必要のない国に限定した議論である。

(3-8) これらの3者のもの以外に最近では一般商社が主としてアメリカの市中銀行に対する預金やその他の形で外貨を保有しているものが若干ある。

(3-9) 金利の国際的な差を求めて動く短期資金としてのユーロ・ダラー（欧州ドル）は最近我国に相当多量に流入してきている。例えば、昭和39年4月下旬、政府保証付ドル建東京都債2千万ドル（72億円）をルクセンブルグでユーロ・ダラー債の形で発行されることになった。ユーロ・ダラーは短期的な性格を免がれないが、アメリカの利子平衡法案の影響で長期のドル資金の利用が困難になってきている現在注目されるものである。

(3-10) 昭和39年7月故ケネディ大統領がドル防衛のため発表した外債を買う米国人に利子平衡税をかける構想がひびいて、最近の我国の米国での外債発行状況は、1962年の1億1百万ドル、1963年6月までの1億8百万ドルから、1963年の7月から12月までには5千7百万ドルへと大幅に減少している。

(3-11) 資料は「経済統計月報」日本銀行統計局、昭和38年1月を利用した。但し、1950年から1955年までの数字は日銀のものが3月の年度末の数字であるため1965年以降のものと consistency をもたせるため、大蔵省統計を使って12月末の数値におきかえた。

(3-12) これまで、我国の外貨の適正保有量を具体的に試算した例は非常に多い。例えば、昭和30年頃のものとして、伊原隆氏15億ドル、木内信胤氏6億ドル（但し、貿易の拡大につれて毎年3千万ドル～5千万ドルづつ増加の必要がある）、

出井盛之氏年間輸入額の25% (ECOSOC の基準) として30年度分は7億5千万ドル, 昭和32年頃の数値例としては, 経済同友会の10億ドル, 高垣勝次郎氏7億ドル 稲葉秀三氏最高20億ドル最低6億5千万ドル, 村山正祐氏特需なしで12億ドル~14億ドル, といった具合である。

§ 4. 輸入在庫と外貨保有量

IMFのスタッフ・ペーパーズが指摘した外貨保有の適正規模を決定する場合に考慮に入れなければならない要因のなかで, 我国の場合特に重要な意味をもっているのが輸入原材料在庫の問題である。篠原三代平氏によると, (4-1) 1919年から1938年の間の我国の minor cycle において, G.N.P の変動額の32%が inventory cycle によって説明されており, 特に G.N.P の下降期においてはその変動額の48%が説明されているという。戦後においても, 1946年から1952年の間の平均では国内粗資本形成の43%が在庫投資によって占められている, という(4-2)。従って, 国内経済活動水準の変化との関係を問題にする場合には, 当然輸入在庫と外貨保有額との関係を考慮に入れなければならない。輸入在庫はそれを取りくずして使用することにより, 短期的には輸出の増大と輸入の収縮を可能にし, 一時的に外貨保有高に加わる圧力を緩和させることができるからである。故に, 一国の外貨ポジションを問題にする場合は, 輸入在庫を蓄積するために外貨準備が減少する関係と輸入在庫を減少させることによって外貨準備を増加ないし現状維持させることのできる関係を十分考慮に入れて, できれば外貨保有高に輸入在庫高を加えたものの総合的な変動を問題にすることが望ましい。輸入品在庫のなかには完成消費財から素原材料に至るまで各段階の製品が含まれているが, 生産活動水準と外貨ポジションとの関係で重要な役割を果しているのは, 素原材料輸入在庫と製品原材料輸入在庫であるから, ここでは主としてこの両者に議論を集中することにする。

昭和32年頃, 当時の景気過熱に伴う著しい輸入の増大が在庫の積み増しによるかどうかをめぐって, 所謂「在庫論争」が展開されたことがある。在庫積み増し肯定説は当時の輸入急増の相当部分が主として原材料在庫の積み

増しによると考え、景気の引締政策を強行しなくても輸入は自然に減少し、外貨ポジションにかかる圧力はやがで弱まるであろう、と主張した。これに対して、在庫積み増し否定説は当時の輸入急増を全て生産活動水準の上昇の結果と見、強力な国内景気調整政策の実施を強調し、政府もこれに従って公定歩合の引上げや財政支出の繰り延などを行なった。しかし、結果は在庫積み増し肯定説に傾き、輸入は急速に減少して国際収支は予想外に早く改善されたため、今日では32年当時の国際収支の赤字は在庫投資によるものであった、とする見解が支配的である。

最近、38年の大幅な輸入超過⁽⁴⁻³⁾の解釈をめぐる、再び32年当時と同じような在庫論争が展開されている。即ち、日銀を中心とする在庫積み増し否定論と政府の一部や市銀を中心とする在庫積み増し肯定論、がそれである。前者の主張は次の如くである。(1)32年当時と異なり今日では貿易為替の自由化率が大幅に引上げられているから、思惑輸入の必要性はなくなっており、いつでも輸入できる体制にあるので大きな在庫補充を行なう必要性がない。(2)輸入素原材料の在庫積み増しが多少あったことは認めるが、その規模は1億8千万ドル程度で在庫率指数⁽⁴⁻⁴⁾をみても決して高い水準にはないから、その取ぐずしによる輸入減少の可能性は6千万ドル程度と見込まれ、あまり期待できない。(3)38年度の輸入増大は国際的な砂糖価格の高騰などによる名目的な増加と国内の麦の不作に伴う緊急輸入が含まれていて、貨幣額としては在庫積み増しのように見えても数量的にはそれほどではなく、見せかけの在庫補充が相当に大きい。(4)38年の国際収支の逆調は、海上運賃勘定的大幅な赤字など貿易外収支の支払超過による部分が大きく、また貿易の自由化に伴って直接消費につながる雑品輸入の急増が目立っている、など貿易構造の変化による部分も大きいことに注目する必要がある。こうした理由から、前者は在庫積み増しは殆んどない、と主張している。これに対して、後者の主張は次の如くである。(1)鉱工業生産増加率に対する輸入増加率の比は、38年が2.5でここ数年のものにくらべて著るしく高いが⁽⁴⁻⁵⁾、これは国際商品価格の上昇という点を考慮しても、輸入が生産に比して異常に高いことを意味

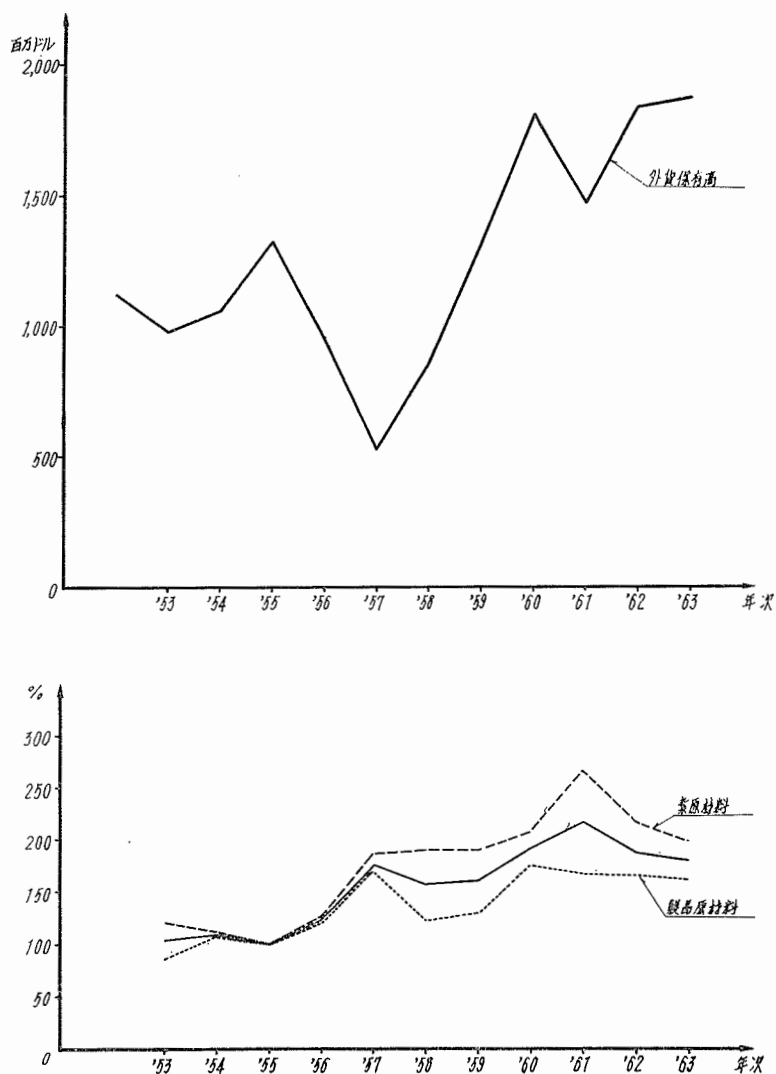
しており、それだけ多くの在庫投資があった、と見るべきである。(2)確かに輸入素材在庫指数とその在庫率はあまり高くはないが、それに代わって生産者製品在庫指数とその在庫率が增大している。これは輸入在庫の積み増しが32年のときのような素原材料について行なわれているのではなく、製品在庫の形でおこなわれているためである。従って、この意図しない在庫投資は早晚表面化することになるから、やがて輸入は減少し始めるであろう。(3)貿易の自由化率の大幅な引上げにより、最終消費物資の輸入が増大していることは事実だが、その相当部分は期首在庫であって、輸入分全部が消費されるとは考えられない。従って、こうした消費雑品輸入の増加は一時的なもので、次第に減少方向に向うであろう。このような理由から、後者は現在我国の在庫投資は大きいと考えて、国内における金融・財政の引締め政策は好ましくない、と主張している。

以上のように、在庫論争は昭和32年当時のものとは若干ニュアンスが異なるけれども、輸入増加を在庫の積み増しによるかどうかと判断することによって、景気調整策を発動させるべきかどうかを論争している点では共通している。そして、結局は在庫積み増し否定論の主張が通って引締め政策が実施され、その結果が引締め効果の十分な浸透をみないうちに輸入が減少しはじめ、予想外に早く国際収支が改善されそうな見通しにある、という点でも32年の時と非常によく似かよっている。輸入の増大が輸入在庫の積み増しを伴っているかどうかの議論は、我々の主張している型の外貨バッファー政策が適切に運用されるかどうかの問題に連なっているだけに、極めて重要である。そこで、次に我々はこれまでの在庫論争とは一応別個に、我国における輸入原材料在庫と外貨保有量との関係を戦後の時系列値を使って概観してみよう。次の第5表^(4・6)は1953年から1963年までの我国の輸入素原材料と輸入製品原材料ならびにそれぞれの在庫率の指数を示めたものである。また、第3図は、前節の第3表で与えられた外貨保有額の時系列値の1953年以降の数値と、第5表で示された両原材料在庫指数とその平均値を1つの図にまとめて画がいたものである。下部の各線のうち、破線は素原材料在庫を、点線は製

第5表 輸入原材料指数と在庫率指数 (1955=100)

年次 昭和	項目	輸入素原材料		輸入製品原材料		在庫率	
		消費分	在庫分	消費分	在庫分	素原材料	製品原材料
1953 (28)		102.2	118.7	90.5	86.5	116.1	95.0
1954 (29)		105.6	114.9	106.6	106.9	108.8	100.2
1955 (30)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1956 (31)		128.5	126.6	136.4	121.2	98.5	88.2
1957 (32)		149.1	184.4	166.9	168.1	123.7	100.7
1958 (33)		131.8	188.3	130.3	121.3	142.9	93.3
1959 (34)		170.4	188.3	158.3	128.3	110.7	81.0
1960 (35)		212.7	206.2	259.4	173.6	96.9	66.9
1961 (36)		247.0	261.6	320.6	168.3	106.0	52.5
1962 (37)		257.2	214.5	252.4	165.1	83.4	65.4
1963 (38)		254.2	199.5	261.5	161.9	81.2	61.9

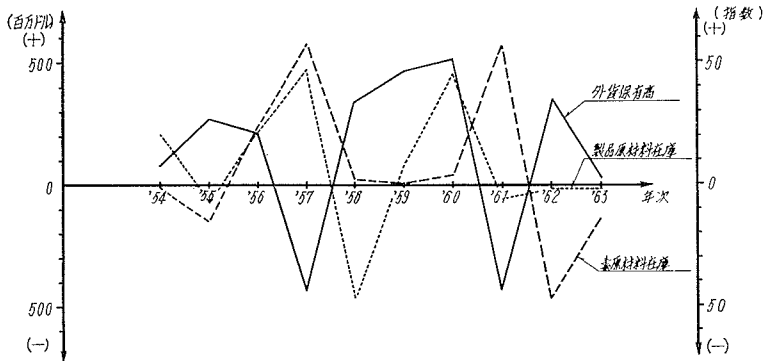
品原材料在庫を、実線は両在庫の平均値を、それぞれあらわしている。第3図において、素原材料と製品原材料とでその変化方向に若干の相違はあるが、全体として外貨保有量の波動と両原材料在庫の波動との間に、かなりきかない「反変」的關係のあることが認められる。即ち、1955年の外貨保有量の山は原材料在庫の谷に、1957年の外貨保有量の谷は原材料在庫の山に、1960年の外貨保有量の山は原材料在庫の高原に、1961年の外貨保有量の谷は原材料在庫の山に、1962年の外貨保有量の山は原材料在庫の下降斜面に、それぞれ対応している。つまり、輸入原材料在庫の増加（減少）は外貨保有量の減少（増加）と、非常にはっきり対応しているということである。ただ、1953年から1954年にかけて製品原材料在庫が外貨保有量と共変して増加していることと、1958年から1960年にかけて両原材料在庫が外貨保有量と共変して増加していること、の2つの例外がある。しかし、外貨バツファー政策運営上、この共変現象はなんら障害にならない。外貨バツファー政策の実行可能テーゼは、外貨保有量の減少が輸入在庫の増加を伴っている、というところにあるのであるが、外貨保有量の増加が輸入在庫の増加を伴っている、としても、対外支払ポジション上なんらの困難も生じないからである。問題に



第3図 輸入原材料在庫と外貨保有高の推移

なるのは、同じ共変的關係であっても、外貨保有量の減少が輸入在庫の減少を伴うような場合である。上でみた我国の戦後の時系列値においては、外貨

保有量の減少が輸入原材料在庫の減少を伴うような、好ましくない共変現象は全く認められない。このような外貨保有量の波動と輸入原材料在庫の波動との間の反変的關係は、各々の時系列値の対前年変化額でみるとなお一層ははっきりする。第4図は、前節の第2図で与えられた外貨保有額の対前年変化額と、上の第5表で示された輸入原材料在庫指数の対前年変化額を、1つの図にまとめて画いたものである。実線は外貨保有高の変化額、破線は素原材料



第4図 外貨保有高と輸入原材料在庫指数の対前年変化額

料在庫の変化額、点線は製品原材料在庫の変化額、をそれぞれあらわしている。1959年から1961年にかけての製品原材料在庫の動きを除けば、他の局面はいずれも実に明白な反變的關係にあることが認められる。つまり、外貨の保有量が減少の方向を辿っているときは原材料在庫の積み増しが行なわれており、原材料在庫の取りくずしが行なわれているときは外貨の保有量が増加の方向を辿っている、ということである。原材料在庫は総輸入額の一部にすぎないから、このことだけをもって外貨バッファ政策の実行可能性の根拠ならびに適正外貨保有量水準の算定基準とすることはできないけれども、少なくとも非常に有益な材料を提示していることは疑いのないところである。従って、我々は外貨バッファ政策を論ずる場合、必ず外貨保有量に輸入原材料在庫を加えたものの総合的な変動を問題にする必要がある。

〈註〉

- (4-1) 「在庫と景気循環」篠原三代平, やさしい経済学V, pp 25~36, 1958,
 (4-2) 「戦後の在庫投資」篠原三代平, やさしい経済学V, pp109~121, 1958,
 (4-3) 昭和38年の輸入は67億3千7百万ドルで輸出は54億4千8百万ドルであった。従って, 12億8千9百万ドルの輸入超過である。この赤字額は昭和36年, 昭和32年に次いで戦後3番目の大きな赤字である。(数字は日銀統計局発行の「経済統計月報」による)。

(4-4) 通商白書の使用している在庫率算式は両原材料とも, 原材料輸入分 在庫指数÷原材料輸入分消費指数, という形であたえられている。従って, 在庫率指数が大きいということは, 輸入された原材料のうちその期のうちに生産のため使用されるものの割合が小さく, それだけ多くのものが在庫の積み増しになっている, ということを意味している。

(4-5) 鉱工業生産増加率に対する輸入増加率(為替ベース)は34年11, 35年0.96, 36年1.7, 37年-0.94, 38年2.5, であった。この比率が大きければ大きいほど, 国内の生産活動水準の上昇が輸入の急増を伴いそれだけ在庫の積み増しも大きいと判断される。

(4-6) 「通商白書」通産省, 各論のシリーズを使用し 1955=100 として計算修正して consistency をもたせた数値である。

§5. 補 論

本節の目的は, これまでの考察を補うために外貨バッファー政策を論ずる上で, 主要な戦略変数となる外貨保有量と在庫投資の2変数を陽表的に取扱ひ, それらを積極的に組み入れた単純な5部門衝撃行列乗数のモデルを紹介することにある。モデルの原型は, クライン・ゴールドバーガーのモデル⁽⁵⁻¹⁾ またはTCERのプロジェクトⅢ⁽⁵⁻²⁾ に求められるが, 我々のモデルは変数の選択とセクター区分ならびに乗数の誘導方法などの点で, 既存のモデルとかなり異なっている。

まず notation を次の如く定める。* 印を付してあるものは内生変数で,

- * Y_t = 国民所得
- * C_t = 個人消費支出
- * C_{max_t} = t 期までに実現された過去の最高実質消費支出
- * $I^{(1)}_t$ = 民間投資 (設備投資と住宅投資の和)
- * $I^{(2)}_t$ = 民間在庫投資
- * K_t = 民間設備・住宅ストック
- * V_t = 民間在庫ストック (国内品在庫と輸入品在庫の和)
- * M_t = 輸入額
- △ X_t = 輸出額

- * R_t = 外貨保有量増減
- △ Q_t = 外貨ストック
- △ G_t = 財政支出 (政府及び地方公共団体の純撒布額)
- △ T_t = 財政収入 (租税その他の公課による純引揚額)
- U_t = 統計データの不適合

△印を付してあるものは外生変数である。但し、内生変数のなかで、 C_{max_t} , K_t , V_t , の3つは先決内生変数とし、外生変数と同様に扱う。尚、 K_t , V_t , Q_t , の3つはストック項目で、残りのものはフロー項目である。

さて、上の記号法に従って、我々は次のような5つの構造式と4つの定義式を得る。(1・1)から(1・5)までが構造式で、(1・6)から(1・9)までが定義式である。これらの各式に共通した仮設として、(i)従属変数と独立変数との間の函数関係は全て線型であること、(ii)フロー項目間にはタイムラグがないが、フロー項目とストック項目の間には1期のタイムラグがあること、の2つの前提を導入する。個人消費支出 C_t については、モジリアーニの所

- (1・1) $C_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_t + \alpha_2 C_{max_t} + U_{1t}$
- (1・2) $I^{(1)}_t = \beta_0 + \beta_1 Y_t + \beta_2 K_{t-1} + U_{2t}$
- (1・3) $I^{(2)}_t = \gamma_0 + \gamma_1 Y_t + \gamma_2 V_{t-1} + U_{3t}$
- (1・4) $M_t = \delta_0 + \delta_1 Y_t + \delta_2 Q_{t-1} + U_{4t}$
- (1・5) $R_t = \lambda_0 - \lambda_1 Y_t - \lambda_2 I^{(2)}_t + U_{5t}$
- (1・6) $C_t + I^{(1)}_t + I^{(2)}_t + X_t + R_t + G_t = Y_t + M_t + T_t$
- (1・7) $I^{(1)}_t = K_t - K_{t-1}$
- (1・8) $I^{(2)}_t = V_t - V_{t-1}$
- (1・9) $R_t = Q_t - Q_{t-1}$

謂 *ratchet effect* を考慮に入れたい、という立場から過去の最高消費水準 C_{max_t} を組み入れた。輸入 M_t については、外貨バツファー政策の問題を陽表的に取扱うために、外貨保有ストック Q_t を導入し、外貨保有量増減が輸入品在庫に非常に強い負の相関関係にあることから、外貨保有量増減 R_t については在庫投資 $I^{(2)}_t$ を組み入れた。これらの構造式体系の下で、各パラメーターの値を利用可能な時系列観測値をもとに *simultaneous estimation* 法を使って推定する。次に、(1・6)式から、 $Y_t = C_t + I^{(1)}_t + I^{(2)}_t + X_t + R_t + G_t - M_t - T_t$ を導き、これを(1・1)式から(1・5)式までの各構造式に代入し、それぞれ Y_t を消去すると次を得る。

$$\begin{aligned}
(2 \cdot 1) \quad & (1 - \alpha_1) C_t = \alpha_0 + \alpha_1 I_t^{(1)} + \alpha_1 I_t^{(2)} + \alpha_1 X_t + \alpha_1 R_t + \alpha_1 G_t \\
& - \alpha_1 M_t - \alpha_1 T_t + \alpha_2 C_{\max t} + U_1 t \\
(2 \cdot 2) \quad & (1 - \beta_1) I_t^{(1)} = \beta_0 + \beta_1 C_t + \beta_1 I_t^{(2)} + \beta_1 X_t + \beta_1 R_t + \beta_1 G_t \\
& - \beta_1 M_t - \beta_1 T_t + \beta_2 K_{t-1} + U_2 t \\
(2 \cdot 3) \quad & (1 - r_1) I_t^{(2)} = r_0 + r_1 C_t + r_1 I_t^{(1)} + r_1 X_t + r_1 R_t + r_1 G_t \\
& - r_1 M_t - r_1 T_t + r_2 V_{t-1} + U_3 t \\
(2 \cdot 4) \quad & (1 + \delta_1) M_t = \delta_0 + \delta_1 C_t + \delta_1 I_t^{(1)} + \delta_1 I_t^{(2)} + \delta_1 X_t + \delta_1 R_t \\
& + \delta_1 G_t - \delta_1 T_t + \delta_2 Q_{t-1} + U_4 t \\
(2 \cdot 5) \quad & (1 + \lambda_1) R_t = \lambda_0 - \lambda_1 C_t - \lambda_1 I_t^{(1)} - \lambda_1 I_t^{(2)} - \lambda_1 X_t - \lambda_1 G_t \\
& + \lambda_1 M_t + \lambda_1 T_t - \lambda_2 I_t^{(2)} + U_5 t
\end{aligned}$$

次に、これらの各式の両辺の期待値をとり、それを各式の両辺から差引くと、以下の体系を得る。ここで、 $\hat{C}$, $\hat{I}^{(1)}$, $\hat{I}^{(2)}$, $\hat{X}$, $\hat{R}$, $\hat{G}$, $\hat{M}$, $\hat{T}$, $\hat{C}_{\max}$,

$$\begin{aligned}
(3 \cdot 1) \quad & (1 - \alpha_1) (C_t - \hat{C}) = \alpha_1 (I_t^{(1)} - \hat{I}^{(1)}) + \alpha_1 (I_t^{(2)} - \hat{I}^{(2)}) + \alpha_1 (X_t - \hat{X}) \\
& + \alpha_1 (R_t - \hat{R}) + \alpha_1 (G_t - \hat{G}) - \alpha_1 (M_t - \hat{M}) - \alpha_1 (T_t - \hat{T}) + \alpha_2 (C_{\max t} - \hat{C}_{\max}) \\
(3 \cdot 2) \quad & (1 - \beta_1) (I_t^{(1)} - \hat{I}^{(1)}) = \beta_1 (C_t - \hat{C}) + \beta_1 (I_t^{(2)} - \hat{I}^{(2)}) + \beta_1 (X_t - \hat{X}) + \beta_1 (R_t - \hat{R}) \\
& + \beta_2 (G_t - \hat{G}) - \beta_1 (M_t - \hat{M}) - \beta_1 (T_t - \hat{T}) + \beta_2 (K_{t-1} - \hat{K}) \\
(3 \cdot 3) \quad & (1 - r_1) (I_t^{(2)} - \hat{I}^{(2)}) = r_1 (C_t - \hat{C}) + r_1 (I_t^{(1)} - \hat{I}^{(1)}) + r_1 (X_t - \hat{X}) + r_1 (R_t - \hat{R}) \\
& + r_1 (G_t - \hat{G}) - r_1 (M_t - \hat{M}) - r_1 (T_t - \hat{T}) + r_2 (V_{t-1} - \hat{V}) \\
(3 \cdot 4) \quad & (1 + \delta_1) (M_t - \hat{M}) = \delta_1 (C_t - \hat{C}) + \delta_1 (I_t^{(1)} - \hat{I}^{(1)}) + \delta_1 (I_t^{(2)} - \hat{I}^{(2)}) + \delta_1 (X_t - \hat{X}) \\
& + \delta_1 (R_t - \hat{R}) + \delta_1 (G_t - \hat{G}) - \delta_1 (T_t - \hat{T}) + \delta_2 (Q_{t-1} - \hat{Q}) \\
(3 \cdot 5) \quad & (1 + \lambda_1) (R_t - \hat{R}) = -\lambda_1 (C_t - \hat{C}) - \lambda_1 (I_t^{(1)} - \hat{I}^{(1)}) - \lambda_1 (I_t^{(2)} - \hat{I}^{(2)}) \\
& - \lambda_1 (X_t - \hat{X}) - \lambda_1 (G_t - \hat{G}) + \lambda_1 (M_t - \hat{M}) + \lambda_1 (T_t - \hat{T}) - \lambda_2 (I_t^{(2)} - \hat{I}^{(2)})
\end{aligned}$$

$\hat{K}$, $\hat{V}$, $\hat{Q}$, はそれぞれの変数の時系列値の平均を示す。次に、 $(C_t - \hat{C}) = X_{1t}$, $(I_t^{(1)} - \hat{I}^{(1)}) = X_{2t}$, $(I_t^{(2)} - \hat{I}^{(2)}) = X_{3t}$, $(M_t - \hat{M}) = X_{4t}$, $(R_t - \hat{R}) = X_{5t}$, とし、更に、 $(X_t - \hat{X}) + (G_t - \hat{G}) + (T_t - \hat{T}) = Z_{1t}$, $(C_{\max t} - \hat{C}_{\max}) = Z_{2t}$, $(K_{t-1} - \hat{K}) = Z_{3t}$, $(V_{t-1} - \hat{V}) = Z_{4t}$, $(Q_{t-1} - \hat{Q}) = Z_{5t}$, と置き、上の連立方程式体系をそれぞれの X_t について解くと、次の諸式を得る。

$$\begin{aligned}
(4 \cdot 1) \quad & X_{1t} = \frac{\alpha_1}{1 - \alpha_1} (X_{2t} + X_{3t} - X_{4t} + X_{5t}) + \frac{\alpha_1}{1 - \alpha_1} Z_{1t} + \frac{\alpha_2}{1 - \alpha_1} Z_{2t} \\
(4 \cdot 2) \quad & X_{2t} = \frac{\beta_1}{1 - \beta_1} (X_{1t} + X_{3t} - X_{4t} + X_{5t}) + \frac{\beta_1}{1 - \beta_1} Z_{1t} + \frac{\beta_2}{1 - \beta_1} Z_{3t} \\
(4 \cdot 3) \quad & X_{3t} = \frac{r_1}{1 - r_1} (X_{1t} + X_{2t} - X_{4t} + X_{5t}) + \frac{r_1}{1 - r_1} Z_{1t} + \frac{r_2}{1 - r_1} Z_{4t} \\
(4 \cdot 4) \quad & X_{4t} = \frac{\delta_1}{1 + \delta_1} (X_{1t} + X_{2t} + X_{3t} + X_{5t}) + \frac{\delta_1}{1 + \delta_1} Z_{1t} + \frac{\delta_2}{1 + \delta_1} Z_{5t} \\
(4 \cdot 5) \quad & X_{5t} = -\frac{\lambda_1}{1 + \lambda_1} (X_{1t} + X_{2t} + X_{3t} - X_{4t}) - \frac{\lambda_1}{1 + \lambda_1} Z_{1t} - \frac{\lambda_2}{1 + \lambda_1} X_{3t}
\end{aligned}$$

ここで、数学的定式化を簡単にするために、

$$\frac{\alpha_1}{1-\alpha_1}=\alpha_1', \quad \frac{\alpha_2}{1-\alpha_1}=\alpha_2', \quad \frac{\beta_1}{1-\beta_1}=\beta_1', \quad \frac{\beta_2}{1-\beta_1}=\beta_2', \quad \frac{\gamma_1}{1-\gamma_1}=\gamma_1',$$

$$\frac{\gamma_2}{1-\gamma_1}=\gamma_2', \quad \frac{\delta_1}{1+\delta_1}=\delta_1', \quad \frac{\delta_2}{1+\delta_1}=\delta_2', \quad \frac{\lambda_1}{1+\lambda_1}=\lambda_1', \quad \frac{\lambda_2}{1+\lambda_1}=\lambda_2',$$

と置き、 X_t の項を全部左辺に移すと、次のように与えられる。

$$(5.1) \quad X_{1t}-\alpha_1'X_{2t}-\alpha_1'X_{3t}+\alpha_1'X_{4t}-\alpha_1'X_{5t}=\alpha_1'Z_{1t}+\alpha_2'Z_{2t}$$

$$(5.2) \quad -\beta_1'X_{1t}+X_{2t}-\beta_1'X_{3t}+\beta_1'X_{4t}-\beta_1'X_{5t}=\beta_1'Z_{1t}+\beta_2'Z_{3t}$$

$$(5.3) \quad -\gamma_1'X_{1t}-\gamma_1'X_{2t}+X_{3t}+\gamma_1'X_{4t}-\gamma_1'X_{5t}=\gamma_1'Z_{1t}+\gamma_2'Z_{4t}$$

$$(5.4) \quad -\delta_1'X_{1t}-\delta_1'X_{2t}-\delta_1'X_{3t}+X_{4t}-\delta_1'X_{5t}=\delta_1'Z_{1t}+\delta_2'Z_{5t}$$

$$(5.5) \quad \lambda_1'X_{1t}+\lambda_1'X_{2t}+(\lambda_1'+\lambda_2')X_{3t}-\lambda_1'X_{4t}+X_{5t}=\lambda_1'Z_{1t}$$

さて、以上の手続きをえて、上の連立方程式体系を次の如き行列体系として示すことにする。左辺の 5×5 のマトリックスを $\mathbf{B}$ で表わし、右辺の同

$$\begin{pmatrix} 1 & -\alpha_1' & -\alpha_1' & \alpha_1' & -\alpha_1' \\ -\beta_1' & 1 & -\beta_1' & \beta_1' & -\beta_1' \\ -\gamma_1' & -\gamma_1' & 1 & \gamma_1' & -\gamma_1' \\ -\delta_1' & -\delta_1' & -\delta_1' & 1 & -\delta_1' \\ \lambda_1' & \lambda_1' & (\lambda_1'+\lambda_2') & -\lambda_1' & 1 \end{pmatrix} \cdot \begin{pmatrix} X_{1t} \\ X_{2t} \\ X_{3t} \\ X_{4t} \\ X_{5t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \alpha_1' & \alpha_2' & 0 & 0 & 0 \\ \beta_1' & 0 & \beta_2' & 0 & 0 \\ \gamma_1' & 0 & 0 & \gamma_2' & 0 \\ \delta_1' & 0 & 0 & 0 & \delta_2' \\ \lambda_1' & 0 & 0 & 0 & 0 \end{pmatrix} \cdot \begin{pmatrix} Z_{1t} \\ Z_{2t} \\ Z_{3t} \\ Z_{4t} \\ Z_{5t} \end{pmatrix}$$

じ 5×5 のマトリックスを $\mathbf{\Gamma}$ で表わし、左辺の X_t の列ベクトルを $\mathbf{X}_t$ で示し、右辺の Z_t の列ベクトルを $\mathbf{Z}_t$ で示すことにすると、この体系は、

$$\mathbf{B}\mathbf{X}_t=\mathbf{\Gamma}\mathbf{Z}_t$$

と与えられ、これを $\mathbf{X}_t$ について解けば、次式が得られる。

$$\mathbf{X}_t=\mathbf{B}^{-1}\mathbf{\Gamma}\mathbf{Z}_t$$

$\mathbf{B}^{-1}\mathbf{\Gamma}=\mathbf{\Pi}$ とすると、 $\mathbf{\Pi}$ が 5 部門の衝撃行列乗数ということになる。外生変数の列ベクトル $\mathbf{Z}_t$ の各エレメントの値が与えられれば、内生変数の列ベクトルの各エレメントの大きさが一義的に決定され、その各エレメントにそれぞれの、期待値を導入してやることにより、 C_t $I_t^{(1)}$ $I_t^{(2)}$ M_t R_t の各理論値が決定されることになる。

このような行列乗数モデルは、ある外生変数の変化がそれぞれの部門にどのような衝撃効果を与えるか、を分析することができることにその特徴があるが、これを本稿のテーマである外貨バッファ論との関係において考察

するならば、次のようになるであろう。今、世界の景気動向が下降に向い、そのため輸出が減少して国際収支が逆調になったとしよう。我々の上での定式化によれば、 X_t の減少のため外生変数 Z_{1t} が縮小し、その結果、各内生変数は行列乗数の各エレメントの値に応じて減少することになる。内生変数が減少すれば、国内の経済活動水準が低下することになるが、その各部門に及ぼす衝撃効果は行列乗数のエレメントの値に応じて異なる。輸入部門 M_t のみが大幅に減少して、他の部門がわずかしこ減少しないという場合は、国際収支の改善がもたらされて国内均衡があまり大きく阻害されないのであるから、外貨バッファー政策の採用は殆んど必要でなく、保有されなければならない外貨ストックの適正規模はそれだけ小さくて済むことになる。しかし、そのような好ましい状態が成立していることは稀れであって、一般的には輸出が減少すれば、他の外生変数の好ましい方向への変化によって相殺されない限り、貿易収支の赤字と共に各生変数の減少がもたらされることになるであろう。かかる場合には、外貨バッファー政策に従って外貨ストック Q_t の取りくずしを行いながら、補整的財政政策を発動して X_t の減少に見合った財政支出 G_t の増大か財政収入 T_t の減少を計って、外生変数 Z_{1t} の大きさを一定に保つことが必要となる。つまり、外貨ストックの放出を続けながら、輸出の減少による国内有効需要の減少を財政支出の増大または財政収入の減少によって相殺する方策の採用である。この場合、輸出の減少によって国内の経済活動水準は低下の傾向にあり、外貨ストックの減少に見合って国内通貨が吸い上げられて外生変数 Z_{5t} も減少しているから、 G_t の増大や T_t の減少と共に民間の住宅投資部門などを刺激してやるような補整的財政政策も援用されることが望ましい。勿論、かかる諸政策が採用されると、国民所得のレベルは低下せず、従って輸入は殆んど減じていないから、世界景気の下降が短期的でやがて回復に向い、外貨ストックが底をつく前に輸出が増大してくることを前提としている。輸出が増大して、貿易収支が順調に転じてきた場合には、 G_t の増加を押え T_t の減少をもとのレベルに戻し、 Q_t の積み重ねを計って、経済活動水準の大幅上昇を抑える方策に移行する。外貨

ストックの増大に見合う国内通貨の撒布は外為証券の市中公募やインベントリーファイナンスによって吸収する。

次に、国際収支の逆調が輸出の減少によらず、国内経済活動水準の上昇による輸入の増加に基づく場合について考えよう。この場合も、国内の総有効需要がその産出能力水準以下にある限り、直ちにデフレ政策を採用するようなことをしないで、 Q_t の取りくずしを行なうことによって国際収支の赤字を埋めながら X_t の増大を計る、という外貨バッファ政策を採用することが望ましい。特に、外貨ストックの減少が輸入原材料在庫の積み増しを伴っているときは、輸入の増大が一時的なものになる可能性が強いため、この方策は一層適切なものになる。外生変数 Z_{5t} の減少が外生変数 Z_{4t} の増大によって一部相殺され外生変数の列ベクトル $\mathbf{Z}_t$ の大きさは安定的となるであろう。輸入品在庫の積み増しがある程度まで進行すれば、やがて輸入の大きな部分を占めている輸入原材料在庫の増加は止み、それ以後は積み増し在庫の取くずしによって生産活動水準を維持することができるからである。外貨ストックの取くずしによって吸い上げられる国内通貨が非常に多額にのぼる場合は、 G_t の増大や T_t の減少によって外生変数の列ベクトルが不変にとどまるような方策を実施すべきである。しかし、 X_t の増大が一向に実現しなかったり、輸入の増加が在庫の積み増しを殆んど伴わなかったりする場合は、引揚げられる国内通貨に見合う G_t の増加や T_t の減少を抑え、それでも不十分なときはもっと強力なデフレ政策を発動させなければならない。

X_t の減少や V_t の変化、あるいは G_t や T_t の増減などが各内生変数にどのような影響を与え、国民経済全体に如何なる衝撃効果を及ぼすかは誘導される行列乗数のエレメントの値によって決まってくる。従って、我々が我国について外貨バッファ政策を運営するとするならば、その行列乗数の数値そのものを先ず実測することが必要であろう。今後に残された1つの課題である。

〈註〉

(5-1) “Impact Multipliers and Dynamic Properties of the Klein-Goldberger Model” by A.S. Goldberger, Contributions to Economic Analysis, 1959.

(5-2) 「新しい経済分析」森嶋，篠原，内田編，第7章『日本経済の Simulation 分析』， P211. 1960.

〈1964. 6 .30〉