

## 外貨バッファ論の問題點

小 泉 明

最近「外貨バッファ論」というものが唱えられていたが、(後藤馨之助「外貨バッファ論」「エコノミスト」、五月二十六日號)昭和三一年度の經濟白書にもこの見解がかなり強くあらわれているようである。世人にとってやゝ耳新しいこの言葉が日本經濟にとって意味するものは何であろうか。

經濟白書にもいうとおり昭和三〇年度は日本經濟にとって戦後最良の年であった。三〇年度の國際收支は五億三千五百萬ドルの黒字を示し、この間の特需収入は五億七千萬ドルであったから、この黒字は特需には尠く相當し、特需なしの國際收支の均衡という戦後多年の目標を實現

することができたのである。外貨の保有高も三〇年度中に約三割増加し、年度末で一四億ドルに達し、その中ドルの増加は三億ドルに及び、ドル準備は九億ドル弱に増加した。

第二に輸出の好調を背景に鑛工業生産は一二%増大し、その上天候にめぐまれて農業生産も對前年度一九%増の豊作となり、國民所得は約一割の増加を示した。しかもこの經濟循環の規模の擴大はめだつた物價の騰貴をともなうことなしに行われた。

第三に、オーバー・ローンの改善、金利の低下、金融の正常化がいちじるしく進行した。

このような經濟諸指標の好轉は外的條件としては、世界景氣の上昇や、めぐまれた氣象條件によるものであり、

内的條件としては生産餘力が存在したため投資需要がすぐに擡頭しなかつたこと、消費需要の増大も、景氣循環の正常の姿として時間的におくれたことなどによるものである。(昭和三十一年度經濟白書至誠堂版、二一四頁)このよ  
うな經濟情勢の好轉に直面して將來も日本經濟の安定的成長を達成するためには、何が必要であるか。

經濟白書はいう。「日本經濟の變動は多く國際市況からくるが、その衝撃を吸収して日本經濟の振幅をなるべく小幅にし、適正成長率にそつた恆常的發展の徑路をたどらせることが望ましい。そのためには財政、金融の各  
部面に、日本經濟の擴大テンポを規制する調整裝置を備えることが必要であるが、わが國のように經濟情勢が國際收支にひびき易い國柄では外貨の保有高にある程度の餘裕をもつことが、景氣政策の前提條件となるであ  
う。」(白書、四一頁)

これが即ち外貨緩衝器論である。外貨の蓄積は、政策の目標というよりは、政策實現の補助手段である。政策の目標は、世界經濟の好況と不況とによって増減する外國需要の變動にもかかわらず、日本經濟の安定的成長を

はかるために、財政政策・金融政策によって外國需要の増減を相殺するようにつねに國內需要を調整し、恆常的に適正率で成長する有效需要を維持しようとするにある。この場合外貨バッファは外國需要を創りだすものでもなく、國內需要をつくりだすものでもない。そうではなくて、このような國內均衡中心の政策の實現を制約するものが、つねに國際均衡の破綻という障害であるという認識にもとづいて、國際均衡の維持をはかりながら、同時にこの國內均衡を實現するという可能性の限度を擴張するものとして、外貨バッファが要請されているのである。簡単にいえば、外貨の保有量が大きいほど、この可能性は大きいと考えてよい。

そこで外貨バッファ論は、世界經濟が好況で輸出の増進するときには外貨を蓄積し、不況で輸出の減退するときは國際收支の赤字と外貨の減少を甘受して國內の安定政策を維持しようというのである。

外部世界からの衝撃を何らかのバッファによって緩和し國民經濟内部の安定を保持しようとする政策は、第一次大戰後金本位制度が崩壊して以來、すでに久しく各

國の經濟政策として支持されて來たものである。管理通貨制度はこの思想の具現である。爲替相場の調整、爲替管理等も廣い意味ではパフターの一つの手段である。パフターとしての外貨の保有高が不足な場合には、止むを得ずこのような手段も用いられて來た。また國內均衡の目標として一九二〇年代には物價の安定が、一九三〇年代には完全雇用がとりあげられて來た。ケインズの「貨幣論」（一九三〇年）と「雇用・利子及貨幣の一般理論」はそれぞれの時期におけるその理論的體系化とみることができるであろう。その後、物價の安定或は完全雇用という目標が一時的な性格をもっていたのに對して、より持続的な性格をもった「適正成長率にそつた恆常的發展」（經濟白書）という目標におきかえられるようになって來た。これは一方ではハロッド以後、さかんになつて來た經濟成長理論の研究を反映するものであり、また他方では米國經濟の安定的成長とその政策に刺戟されたものでもあろう。ハロッドの場合には、適正成長率とは資本設備の完全利用を保證する成長率であり、自然成長率とは勞働の完全雇用を保證する成長率であると解釋し

外貨パフター論の問題點

てよいであらう。しかし白書の場合の、適正成長率というのは、嚴密に前者をさすものであつて後者を排除するものであるか、どうか判然としない。しかし經濟成長理論はなお展開の途上にあつて、論者によってさまざまに概念が定立されているのであるから、白書は白書としての意味に用いているものと理解してよいであらう。要するに白書は經濟變動を長期趨勢的な經濟成長運動と景氣循環運動（及その他の不規則的運動）に分解して、なるべく變動の振幅を小さくして安定的成長をはかりたいというのである。

戦後の十年間をとつても、終戦直後のインフレーション、ドッジ・ラインのデフレーション、朝鮮動亂後のインフレーション、その反動のデフレーションと幾つもの波をへて來た。この経過をたどつても變動の幅がなるべく小幅であることがのぞましいのはいうまでもない。さらに白書は今後は、日本も世界も戦後の復興過程を終えて、本來の景氣循環の波動がより強くなるであらうと豫測している。

この豫測についてはさておき、目標としての日本經濟

の將來の適正成長率はどのようにして規定するのであるか。白書のとくところは、將來の經濟變動を豫測し、それをつらぬく趨勢的な經濟成長率を、適正成長率と名づけるということになるのであろうか。日本經濟の成長率について多くの實證的研究があらわれて來ているが、この場合事後的に得られた過去の成長率をそのまま將來に延長したものが、將來の適正成長率であるとはいえないであらう。過去のある時期の經濟成長率は資本設備の完全利用或は勞働力の完全雇用という意味での適正成長率を下回っている場合もあろう。もちろんそれは豫測の基礎となるものであり、ことに日本經濟の構造パラメーターについての實證的研究がすすむならば、それらの數値の安定性が信頼し得る限度では、將來の適正成長率の豫測の基礎となるであらう。理論的にいえば日本經濟の適正成長率は、生産能力の増加率の豫測と有効需要の増加率の豫測から算定されるべきものである。しかし有効需要の豫測は長期にわたるほど困難であらう。消費需要と新投資需要と財政需要と輸出需要（マイナスイ輸入需要）とにわけてみるならば、輸出入額の豫測のごときは

最も困難であらう。誤差のあることはまぬかれがたい。また首尾一貫した經濟體系の設計圖を想定するために、豫測變數のみではなくてあるものについては計畫變數を前提として組み合わせることが必要であらう。たとえば白書のように日本の經濟構造の近代化を必要とすると考えられる場合には、將來の資本係數は過去の資本係數と異つたものを用いるべきであらう。物價の安定、或は完全雇用というこれまでの國內均衡の目標も、決して單なる豫測ではなかつたのである。

經濟自立五ヶ年計畫はゲルハルト・コルムの方式にならう。まず昭和三十年度の勞働力人口を四千五百三十萬人と豫測し、その中約一%の四百五十萬人の完全失業者はやむを得ぬものとして、残りの四千四百八十六萬人を就業させるためには國民總生産と國民總支出はどれほど必要であるかを計算したものであるという。

こうして國民總生産を九兆六千億圓とし、輸出を二十六億六千萬ドルとして、完全雇用と國際收支の均衡を實現することを目標としたものである。この計畫がもしのぞましいものであるならば、最終年度にむかつて進行す

る年々の経済成長率も一つの計画的な意味での適正成長率ではなからうか。しかも三十年度の実績は目標をすでに大きく上回っている。三十年度には三・二%の伸びが見込まれていた農林水産の生産水準が一七・四%と大幅に上回って伸びたのをはじめ、八・八%の伸びをみこまれていた輸出が三〇・八%、輸入の七・四%が一・一%、鑛工業生産水準の七・四%が一・二・五%、國民所得の五・〇%が一〇・八%、一人當り實質個人消費は三・六%の計畫が六%といずれも計畫を大きく上回っており、ただ設備投資だけが八・五%のびる計畫が実績は四・九%ののびにとどまった。昭和三〇年度の経済成長率は、五ヶ年計畫としての適正成長率をすでに大きく上回っているのであって、もしこれが外貨バッファ論の目標とする適正成長率であったとすれば、一方では外貨を蓄積するとともに、他方では國內需要の抑制措置が必要となつてゐるわけである。もし經濟自立自立五ヶ年計畫とその成長率が過小評價であつたとするならば、外貨バッファ論の基準となるべき適正成長率も、たとえ他の算定方式によつたとしても、理論と經驗の現段階では同

#### 外貨バッファ論の問題點

様に試行錯誤的性格をまぬかれぬものと思われる。したがって外貨バッファ論のめざす適正成長率にそつた恆常的發展という目標も、その實際には相當の幅をもつたものとして理解しなくてはならないであらう。もしそうであれば好況局面ではそのいきすぎを抑制し、不況局面にはそのすみやかな回復をはかるという程度のことになるのであつて今日までの日本經濟においても多くの失敗と過誤をふくみながらも、つねに努力して來た目標ではなからうか。

問題はその技術として外貨バッファ論は何か新しいものをもたらしつてゐるのか否かということである。外貨バッファ論において外貨それ自身は政策の補助手段であり、政策の主要な手段は、外國需要の増減を相殺するように國內需要を調整する財政政策・金融政策である。資本主義の經濟構造と今日の程度の統制を前提としては、金融政策の効果はあまり期待できないではなからうか。財政政策は理論的にいえば効果をもち得るものと思われる。しかし財政政策がそのような効果を狙つて運用されるといふことは、日本の政治の實際からして期待し

得ないという見解もある。(下村 治、「外貨バッファ理論批判」、エコノミスト、六月九日號及一六日號)

## 二

外貨をもって國民經濟の外部と内部の緩衝器にするという構想自身は決して新しいものではない。

十九世紀の金本位制度においては、國際均衡が國內均衡に優先するのが原則であつた。外國經濟の好況によって一國の輸出が増加し輸入が減少すれば、その國際收支のギャップをうめるために金が流入する。金が流入すれば、その國の通貨制度及銀行制度によって比率は異なるにしても、何倍かの信用貨幣が供給され、通貨膨脹によつてその國の物價は騰貴する。不況の場合はその反對になる。こうして好況と不況は一國から他國へ金を傳達器コンベイヤ或は遞送器トランスミッタとして波及したのであつた。しかしながら十九世紀の金本位制は、イギリスはじめ先進工業國と後進諸地域の原料國との間の國際分業とその基礎の上にたつ自由貿易を相互に前提とするものであつた。ところが、諸國の不均等な經濟成長はそのような基礎前提をほりく

ずしていった。その破局は第一次世界大戰によって決定となつた。第一次大戰から第二次大戰にいたる間に於いて世界の諸國はしばしば金本位制度の自動的メカニズムを再現しようと努力したのであつたが、その基礎前提の喪失によってこの努力は實をむすばなかつた。

金本位制度のルールをまもつて、國際收支の逆調を金の流出にともなう通貨收縮と物價引下によって回復しようとするれば、勞働組合の強化によって貨幣資金の伸縮性を缺いているような條件の下では、いたずらに大量失業をひきおこすのみであつた。また國際收支の受取差額が過度に増加した場合には、金流入によって異常の通貨膨脹と物價騰貴に悩むことになつた。後にものべるように、第一次大戰中には日本經濟もまたこの經驗をもつたのであつた。こうして國際均衡よりも國內均衡の優先を原則とする管理通貨制度へ移ることになつたのである。

金本位制を放棄するとは固定的な爲替相場を放棄して、完全に自由なかつ伸縮的な爲替相場をとることのようにも考えられる。管理通貨制度における國內均衡優先の原則は、國際均衡については需給に應じて自由に變動

する爲替相場が調整するまゝにまかせるのが原則であるようにも考えられる。

しかし過去の経験によれば、自由變動爲替は重大な缺點をもっている。第一に爲替相場變動の危険は國際貿易を脅すものである。先物爲替市場が存在する場合にはこの危険を「つなぎ」操作によってカバーすることはできるけれども、それだけ取引費用が増加する。第二に國際收支の調整手段として爲替相場が絶えず變動する場合には、國內品生産部門と輸出品生産部門との間を労働その他の生産諸要素がたえず移動しなくてはならない。このような移動は攪亂的であり、摩擦的失業をひきおこすものである。第三に爲替相場の變動が、將來更に同じ方向への變動をつづけるのではないかと豫想される場合には投機的な資本移動をひきおこし、この取引は均衡破壊的な作用をもつ。このような場合には、爲替相場の自己累積的な運動は國際收支の均衡を回復せずに、かえって不均衡をはげしくするものである。

そこで金本位制を離脱した後に各國は再び安定した固定的な相場を求めることになった。現在の國際通貨基金

#### 外貨バッファー論の問題點

が固定的な爲替平價を定めているのもそのためである。ただその相場は金本位制の場合のようにあらゆる犠牲をはらって、恆久的に固定しようとするものではない。それは國民經濟の構造的不均衡によつて國際收支の逆調が慢性的となつた場合には、爲替相場を切上げ或は切下げることがみとめられている。

金本位制度であっても、管理通貨制度であっても爲替相場をある期間にわたつて安定させるためには、爲替管理を施行しないとすれば、國際收支の一時的ギャップを決済するために金或は外貨が必要である。國際收支が支拂超過の場合はその國の金・外貨等の準備が低下し、受取超過の場合にはそれが増加するのにまかせなくてはならない。各國通貨當局は固定價格（或はある制限以内の變動をみとめた價格）で、金或は外貨等の決済手段を賣買しなくてはならない。したがって金・外貨等の形態での國際流動性準備を蓄積しておけば、國際收支が逆調の場合にもその蓄積の費消によつてしばらくの間はその國の輸出額以上の輸入を繼續することができ、その結果爲替相場が安定するばかりでなく、その國の輸入と國民所

得と雇用を安定させることができる。すなわち外貨バッファ論のとおくように外貨の保存量が充分に大きければ、經濟成長過程にともなう變動をある範圍内に安定させることが可能であろう。

世界經濟の不況期にもかかわらず、日本經濟のみは安定的成長をつづけようと試みるならば、他國の國民所得の増加率の低下に比較して、日本の國民所得の増加率は低下しないのであるから、各國の限界輸入性向が一定であるとすれば、輸入超過をもたらすであろう。この場合、緩衝器としての外貨が必要となるのである。すなわち國際收支が逆調となるのを容認し、蓄積された外貨が流出するのまかせることになる。そして財政政策或は金融政策によって外國需要の減少を相殺するように國內需要の増加をはかり、國民所得と雇用の減少を阻止することになる。外國需要の減少をおぎなうだけ國內需要が増加するならば、全體としての有効需要に變化はなく國民所得と雇用に變化はないのであるから、輸入性向が不變であるとすれば、そのために輸入額が増加し、國際收支のギャップが増大することはないであろう。しかしこのよ

うな政策は外貨の準備が豊富であることを前提としている。したがって外貨バッファ論は、まずこの外貨の蓄積を提唱しているわけである。問題ははたしてバッファとして有効なほどの量を蓄積し得るかということ、或はどれほどの量を蓄積すればよいと豫想するかという問題である。この點白書は原子力とオートメーションを主軸として世界經濟は産業革命以來第四次の技術革命による長期上昇趨勢を迎えており、過去の三回の長期上昇趨勢期においては、いずれも不況期間は短く、その程度も小さかったことを、あげて近い將來の不況についてもその程度の激しくないことを期待している。しかしこの點にのみ期待するわけにはいかないであろう。外國需要の減少に對して國內需要を補整的に増加させる政策は、もし外國も同様な政策をとるとすれば相互に輸入需要の水準を維持することになって、不況からの回復を早めることができるであろう。しかしそうでない場合には、外貨の流出量は決して小額にはとどまらないであろう。金本位制度の下において金或は外貨の流出は一國の貨幣供給の基礎を縮小させるものであって、これはやがて國內需要

を縮小させ、国内物價を低落させ、輸出促進、輸入抑制の效果をもつものと考えられる。ところが外國パツファ論のめざす政策のもとでは、このような自動的調整作用を缺如しているのであるから、外貨の流出がそれ自體として國際收支の逆調を調整する作用をもたないのである。今、最近の經驗を回顧してみよう。

昭和二十五年六月朝鮮動亂の勃發によつて日本經濟はそれまでのドツヂ・ラインによる不況から一變して好況をむかえた。昭和二十五年は特需と輸出の増大によつて商業勘定の受取總額は十億八百萬ドル、支拂總額は六億七千七百萬ドルとなり國際收支の受取超過は三億三千百萬ドルとなつて、二十五年十二月末には外貨保有高は五億二千萬ドルにのぼつた。輸出と特需の増大は外國爲替資金特別會計からの巨額の圓貸代金の支拂となり、一方輸入は進捗せぬため同會計の對民間收支は二十五年中二千九百億圓という散超となり、この間一般會計及他の特別會計を通ずる二千四百億圓にのぼる財政資金の揚超にもかかわらず、二十五年度財政全體としては四百八十五億圓の散超となつた。企業利潤の増加は設備の新設擴

張をまねき日銀信用も五百十四億圓増加し、日銀券は年間八百四十九億圓増加した。そして二十五年六月を一〇〇とする卸賣物價指數は二十五年十二月には一二三・五、二十六年六月に一四九・三となつた。政府は外國爲替特別會計に一般會計から二十五年度補正豫算で一〇〇億、二十六年度豫算で五〇〇億圓の繰入れをおこない、インヴェントリー・ファイナンスを行うなど均衡財政の維持につとめたが、インフレーション抑制の重點は主として輸入の増加と國內生産の増加におかれたのであつた。この朝鮮動亂による世界的な軍備擴張のブームにおいて、外貨パツファ論のとくような外貨の蓄積は目標とされなかつた。反對に世界各國の原料獲得競争と買付の困難に直面して一方では世界的規模の戦争への擴大という豫想もあつて、緊急輸入による物資の獲得に焦慮したのであつた。昭和二十五年九月から日銀の外國爲替貸付制度が行われ、日銀はじめ金融業者は貿易業者に巨額の輸入金融を行ったのであつた。その上占領下の管理貿易體制に制約されて、輸入の時期を失し、皮革・油脂・ゴムなど新三品といわれる戦略的物資を價格騰貴の後に輸入し

第一表 外貨保有残高の推移 單位百萬ドル

各年末	ドル	ポンド	オープン 勘定	合計
25年	464	55	41	560
26	584	211	120	915
27	768	249	122	1,138
28	789	119	69	977
29	648	214	192	1,054
30	811	261	245	1,317

大蔵省資料

であったが、このような性質の豫測のほゞれたことは止むを得ぬことであつたらう。

しかしその後の情勢に對する政策については議論の分れるところであろう。すなわち朝鮮停戦以後輸出は停滯し、在庫の増大・價格下落とつきつきに不況の様相を呈して、滞貨融資・救済融資が要請された。二十六年度の國際收支は外貨受取超過五億六千四百萬ドル、純貿易では二億五千四百萬ドルの入超であつた。世界的な景氣の

た。ところが昭和二十六年三月のアメリカの戰略物資の買付停止六月の朝鮮事變和平解決のマリク提案等によつて、世界の軍擴ブームは終熄期をむかえることになつた。こうして緊急輸入を必要とすると考えた世界情勢の豫測は全く裏切られたの

後退は二十七年には日本經濟の内部に波及した。この時にあつたとられた政策は、ある意味では外貨バッファ論の示唆する線にそつたものであつた。すなわち朝鮮動亂による利潤の増大によつて着手された設備の新設擴大がブームの終熄後もおとろえず、徐々に生産が増加していくのに對して販路を確保するため、國內需要を増加させ、外國需要の減退によるデフレーションの影響を緩和すること、手持の外貨のある間に老朽化した産業設備の近代化を促進して生産費を切下げ、將來における國際競争に堪え得る體制をつくりあげること、電源開發・食糧増産等の國內資源の開發によつて生産力の基礎をかため、將來の外貨の節約をはかることなどが目標とされた。

昭和二十六年十一月に外國爲替貸付制度が一部修正されたがこの間ポンド地域への輸出超過からポンド過剰となり、二十五年末におけるポンド資金手持高千九百萬ポンドに對して、二十七年一月末には八千二百萬ポンドに達した。當時英國の金ドル準備は流出傾向をたどり、二十七年一月末には二十億ドルを割るに至り、ポンド切下不安がたかまつた。このような事態において、ポンド地

域からの輸入を奨励するために二十七年二月から別口外貨付という輸入金融優遇措置がとられたのであった。こうして昭和二十七年は、國際通貨基金への加入金の支拂など實質的に外貨準備の減少をもたらさぬものを差引いて、三億一千四百萬ドルの受取超過であった。しかし十一月以降國際收支は従来の黒字から赤字に轉じ、昭和二十八年一ヶ年を通じて約一億九千四百萬ドルの支拂超過となった。これは獨立後、ドッチ・ラインによる均衡財政政策を修正し、輸出の減退を、財政投資の擴大等による國內需要の増加によって補い、國內の生産と雇用の減退を阻止したためであると考えられる。結果からみてこれは外貨バッファ論のラインにそうものであるが、それには限界があった。

昭和二十八年三月スターリン首相が死去し、七月に休戦協定が調印され、世界の主要諸國はデフレの様相を強くしていったが、日本經濟のみは國內需要の創出によって、二十七年、二十八年とひきつづき生産は増大した。二十八年の鑛工業總合生産指數は年間平均一七〇・七（昭和二十五年基準）で、二十八年中に一七・％上昇し、

二十七年中の八・三％の上昇に比較して二倍の上昇率であった。國民所得も昭和二十六年の四兆五千三百五十三億圓から昭和二十七年の五兆二千八百二十四億圓、昭和二十八年の五兆九千五百億圓に増加した。その間昭和二十五年六月を一〇〇とする卸賣物價指數は二十七年中は大體横ばいで六月に一五一・〇、十二月に一四八・七であったのが、二十八年には六月に一五二・九、十二月に一五八・八と上昇した。雇用は昭和二十六年を一〇〇とする常用雇用指數によってみると、二十七年九九・八、二十八年一〇〇・四と僅かながら増加し、産業別には鑛業部門での減少をのぞいて全般に増加していた。

しかし輸出は十一億六千萬ドルで前年に比較して一億三千万ドルの減少、特需は八億九百萬ドルで千五百萬ドルの減少であったのに、輸入は四億ドルに増加して二十四億九百萬ドルとなった。この輸入の増加には風水害による米の減收のため、食糧輸入が急増したこともあずかっている。國際收支は受取二十一億二千萬ドル支拂二十三億一千四百萬ドル、差引一億九千四百萬ドルの支拂超過となり、昭和二十八年末の外貨保有高は九億七千萬

第二表 分配國民所得

	所得額
	百萬元
25年度	3,361,048
26	4,535,319
27	5,195,355
28	5,822,339
29	6,103,395
30	6,751,000

第三表 週間卸物價指數

	指數 (昭和24年6月24日=100)
25曆年平均	116.7
26	156.0
27	153.6
28	154.9
29	153.1
30	151.4

ルに減少した。

こうして外貨保有高の減少が、世界の景氣情勢にとらわれない國內均衡優先の政策の制約條件となつて來た。國庫の對民間收支は昭和二十七年には三百八億圓の支拂超過であつたものが、二十八年には一七四億圓の支拂超過に減少した。これは、國際收支の赤字を反映して、外國爲替資金特別會計の揚超が昭和二十七年には百七十三億圓にすぎなかつたのを、千二十二億圓もの揚超にかわつたためである。この外國爲替特別會計の揚超をこえる支拂超過が國庫の他の分野からおこなわれ、それは二十七年の四百八十一億圓から二十八年の一千百九十六億圓

に増大したのである。もしこの場合、均衡財政がとられたならば、國際收支の赤字による外國爲替資金特別會計の巨額の揚超によつて通貨は收縮し、金本位制度の場合と同様に、やがて物價の下落と失業の増加をもたらしただことであろう。これが輸出増加・輸入抑制の契機となつたかも知れない、ところが財政の赤字と日銀信用の膨脹によつて、それをうち消し、なおかつインフレーション的傾向をもたらししたのであつた。日銀信用は外國爲替貸付をふくめて二十七年には二百八十三億圓の減少であつたものが、二十八年中に一千七十五億圓に膨脹した。その中日銀からの輸入金融は四百億圓増加している。そして日銀券は年間五百三十四億圓の増加となつた。

こうして二十八年九月十月頃より、ようやく日銀は金融引締政策に轉じたのであつた。輸入金融の引締め、輸入の直接削減等の措置は一部の輸入商品について思惑的な物價騰貴をまねいたが、やがて昭和二十九年を通じて次第にデフレーションの効果は日本經濟に浸透したのであつた。

この経過をかえりみて金本位制度の自動的調節作用に

郷愁をいだく論者は、輸出超過の減少から國際收支の赤字への轉化の過程において、國內需要引しめの措置がもっと早くとられるべきであったというであろう。しかし外貨バッファー論の原則とするところから云えば、この過程は必ずしも非難すべきものではなかったであろう。

しかし結局は外貨保有高の減少によって、政策の轉換が強制されるとすればそのいかなる段階において、政策の方向轉換をなすべきであったか、これが問題であろう。適正成長率と現實の成長率とのひらきがこれを規定するものであろうか。外貨保有量の必需最低限が規定するものであろうか。前者の限界をこえぬ中に、後者の限界に制約される場合もあるであろう。

### 三

もし外貨の保有量のみがその限度を規定するものであるならば、好況期における外貨の蓄積がのぞましいことになる。

世界經濟の好況期をむかえ日本の輸出が増加し、國際收支が受取超過となった場合には、一方では外貨を蓄積

し、他方では外國需要の増加によって日本經濟の成長率が適正成長率をはなれだしく上まわらぬよう國內需要を抑制することが必要となる。

金本位制度の場合には金の流入は一國の貨幣供給の基礎を増加させるものであるから、やがて通貨の膨脹、有効需要の増加・物價の騰貴をひきおこし、それは輸出の減退と輸入の増加をもたらし、金は再び流出することになるであろう。管理通貨制度においても一ドル三六〇圓というように固定的な爲替相場を維持するならば、同様な効果をもつのである。したがって外貨バッファー論のめざした目標を達成するためには、その効果を中立化する方策がとられねばならない。

昭和二四年以後いわゆるドッジ・ラインによって導入されたインヴェントリー・ファイナンスもまた同様の効果をもつものであった。戦後のインフレーションが赤字財政と復金融資によるとみたらドッジ氏は、均衡財政の堅持をもって經濟安定計畫の最も重要な手段としたのであった。そして公園や食糧管理特別會計の在庫品或は外國爲替資金特別會計の外貨手持高の増加或は値上りによつ

て必要となる資金は、政府短期證券の發行或は日本銀行からの借入れによるのを停止して一般會計からの繰入れによって調達することにしたのである。朝鮮動亂のような軍擴ブームにあたって輸出超過をみると、外國爲替資金特別會計に保有される外貨は増大し、他方では圓貨資金の支拂が受入を超過し、圓貨資金が不足してくる。この場合、不足する圓貨資金を調達するのに政府短期證券の發行或は日本銀行の借入金によっているならば、金本位制度の下において増加した金準備を基礎に通貨が膨脹するのと異るところがないであろう。インヴェントリー・ファイナンスの方式によって一般會計からの繰入れによって資金が調達されるならば、それは租税その他の歳入を源泉とするものであり、民間資金をそれだけ吸収するものであって、外貨保有の増加と通貨膨脹の關連をたちきることが出来るものである。外國爲替資金特別會計のインヴェントリー・ファイナンスは昭和二十四年度から昭和二十八年度まで累計一千五百四十億圓の豫算がくまれたのであった。ところが朝鮮動亂の勃發後先にものべたように日本銀行の外國爲替貸付制度のように、むしろこ

れと反對の方向の輸入金融の優遇措置が同時にとられたのであって、この効果は相殺されたのであった。

過去の日本經濟においてこのような事態が大規模におこったのは、第一次世界大戦中である。それまで連年の國際收支の支拂超過は大戦によって一變した。大正四年から七年までの間に輸出超過十四億圓、貿易外受取超過十四億圓にのぼり、合計して二十八億圓の受取超過となつた。貿易外受取超過は大正九年までつづいたから大正四年から大正九年にかけて國際收支の受取超過は合計三十七億圓にのぼつたのである。大正三年には諸外國に對する日本の債務、即ち外國で發行した日本政府の國債・地方債及社債の總額は十九億圓、これに對して日本銀行の正貨準備の金貨が一億三千萬圓、在外正貨が二億二千萬圓、海外投資が四億六千萬圓であつた。差引して十一億圓の對外債務國であつた。それが大正九年には對外債務の總額は十六億圓、日本銀行の正貨準備の金貨十一億一千萬圓、在外正貨十億六千萬圓、海外投資二十二億圓となり、差引二十七億七千萬圓の對外債權國となつた。そこで短期間にこのような巨額の受取超過となり、かつ歐

米諸國からの金輸出は禁止されており日本の國際金融は非常に困難したのであった。この間爲替銀行の貿易資金は極度に不足し、日本銀行から貸出をうけ大正四年六月には二千萬圓であつたのが五年六月に一億二千萬圓、六年六月に二億圓大正七年六月には四億四千萬圓にのぼつた。また市場から一億圓から二億五千萬圓の資金を調達したのであつた。爲替銀行はこのため、國內市場と外國市場の金利の差を負擔しなくてはならず、しかも巨額の保有外貨の價值の下落によつても損失を蒙つたのであつた。大正三年七月電信賣相場十九ドル半が大正七年十二月には五十二ドル八分の一となつてゐる。

こうして輸出超過につれて、通貨は膨脹し、物價は騰貴した。日本銀行兌換券は大正四年末四億三千萬圓、大正五年末六億百萬圓、大正六年末八億三千百萬圓、大正七年末十一億四千四百萬圓、大正八年末十五億五千五百萬圓と増加し、大正三年七月を一〇〇とする東京卸賣物價指數は大正四年七月九九、大正五年七月一一七、大正六年七月一六四、大正七年七月二〇〇、大正八年七月二五四と上昇した。この物價騰貴を抑制するために、輸出

外貨バッファー論の問題點

第四表 正貨現在高所有並所在別表(百萬圓)

年次	所有別		總額	所在別	
	政府	日本銀行		内地	海外
大正3年末	49	292	341	129	213
4	153	363	516	137	379
5	262	453	714	228	487
6	386	719	1,105	461	643
7	855	733	1,588	453	1,135
8	1,051	994	2,045	702	1,343
9	887	1,292	2,179	1,116	1,062

この外貨を購入了たのであつた。これは政府としては將來の外債償還のための準備でもあつたが、通貨政策としては、金不胎化政策の意味をもつものであつた。この總額は大正七年までに十四億圓にのぼり、政府の

を制限せよ、或は輸出を禁止せよという意見もでたのであるが、外貨の獲得にとつて「千載一遇の時機」であるという考え方からこれは實現しなかつたのである。今日の外貨バッファー論からすれば、この時、むしろ國內需要の抑制の措置がとられるべきであつたろう。當時、爲替銀行が巨額の外貨を保有することの困難を解決するために、政府は一般會計の剩餘金と預金部の資金をもつて、

在外正貨となつたのである。

深井英五氏は次のように説いている。

「現在の實狀において金を獲得するは大概の國にとりて容易ならざるが故に、金流入の勢を生ずるときは、國として之を歓迎する。發券銀行は之を保有して通貨の基礎を鞏固にせんとする。假令金の流入を不用なりとしても、その輸入を禁止し又は自由鑄造を廢止するにあらざれば、之を阻止することは出來ぬ。金の流入ありたる上は通貨の増加を來たすも亦免かれざるところである。發券銀行において之を買取ればその代償として銀行券を交付するにより發行高の増加となる。發券銀行において之を買取らなければ、金貨に鑄造されて流通するから、矢張り通貨の數量を増加する。金の流入によりて通貨の増加するとき、他の原因によりて其の縮小を圖るといふことは有り得るけれども、金流入の結果だけについてみれば、發券銀行の施爲によりて之を避けることは出來ぬ。若し之を避けんとせば流入する金を發券銀行に保有せしめずして、政府に於て保有するの外はない。世界戦争後我國に巨額の金が流入した時、政府がこの趣旨を以て日

本銀行より金を買取り自ら保有したことがある。日本銀行は其の代償として銀行券を收納し、若くは政府當座預金と振替へるから、それだけ發行高を縮小し、若くは發行高の増加を抑止することとなる。さうして政府の保有に移りたる金は別口預金として日本銀行に預託され、政府勘定特殊現金という科目に包含されて、貸借平均するから、發行高に關係がなくなる。然しながら、是れは政府の施爲に屬すること、日本銀行の力によつて行われることではない。」(深井英五「通貨調節論」昭和三年、三九七—三九八頁)

その他にとられた方策は、内外債の借換である。これは金融緩漫な國內市場で公債をつのつて、外債を償還するものであつて、通貨收縮の效果をもつものであつたが、當時の政府の非募債主義というものに束縛され、僅に九千萬圓にとどまつた。その他のいろいろの方策がとられたのであるが、充分、効果をあげることができず、大正七年の休戦によつて、はじめて問題が解消したのであつた。

そしてこの時に蓄積された外貨が大正九年の反動恐慌

第六表 東京卸賣  
物價指數  
大正8年7月=100

大正3年平均	—
4	101
5	122
6	154
7	202
8	248
9	272

日銀調

時勢が變つて反對に輸出超過が多くなつて非常に大きな金が取れる、輸出超過のこと、云うものは吾々自體も研

外貨パツファー論の問題點

第五表 分配國民  
所得(百萬圓)

大正3年	3,983
4年	3,925
5年	3,777
6年	6,253
7年	7,536
8年	12,242
9年	11,239

山田雄三、日本國民所得推計資料 p.119.

大正十二年の震災恐慌によって費消されたのであった。してみれば、外貨パツファー論の意圖するところが結果として行われたのであった。もちろん今日の段階ならばその後の經驗と理論によって、技術的には一歩進んだものとなり得たことであろう。

井上準之助氏は當時をふりかえつてこのうのべている。

「日本は數十年間輸入超過ばかりである。そこで輸出奨励

をして輸入防退をする策につきましては、有りと有らゆる智恵を絞ぼつて研究して居つたのであります。然るに今度は

究したことはなかつたのであります。丁度甘い物を食う家で急に酒を飲み出して徳利がない、盃がないという騒でも結局はお爛のつけ具合も分らぬのと同じことであります。其の點からして其の局に當る吾々始め國民一般も、さう云う事に慣れて居なかつたと云うことが、茲に非常な困難なる結果を生じて來た原因であります。」(井上準之助「我國際金融の現状及改善策」大正十五年、一五頁)

もちろん米國の金不胎化政策・イギリスの爲替平衡勘定・アメリカの爲替安定資金などの經驗も學ぶべきものであろう。

最後にふれておかねばならぬのは、國際通貨基金である。これは一國のみの外貨の蓄積にかえて、世界各國の協力による外貨のプールをつくり出したものといえる。現在までのところ期待されたほどの効果をあげていないのであるが、それは戦争直後の過渡期とか、慢性的なドル不足に反映しているような世界經濟の構造的な歪みというものに阻害されているのであって、むしろ本來の性質は景氣循環によって各國の國際收支におこる循環的な赤字と黒字を調整しようとするものであった。したがつ

て目標とするところは外貨バッファ論のそれと近いものであって、後者と相補うものである。もし國際通貨基金の貸出限度が引上げられるというような改善が行われるならば、外貨保有量の不足に制約される外貨バッファ論の目標と政策も著しく強化されることになるであ

ろう。今日の段階では、國內均衡優先の原則にたつといわれる管理通貨制度も、國際的協力を前提としてはじめて各國相互に安定的なものとなり得るのである。

(一橋大學助教授)