

わが国における通貨量と物価 水準・実質産出高の関係*

江口英一・鈴木淑夫

1. 通貨、物価、実質産出高の変動パターン

1.1 エンピリカル・ファインディングス

まず、わが国過去数回の景気循環過程における通貨、物価、実質産出高の変動パターンの吟味からはじめよう。

通貨総量¹⁾、各種物価指数、鉱工業生産指数などについて、季節変動を調整、その対前月比の変化率(の3カ月移動平均)の推移を図示したものが、第1図である。

第1図から、次のことがらが判明する。

- (1) 循環変動: いずれの系列についても、変化率をとると、景気循環に対応、明瞭な循環変動を示している。CPI や GNP デフレーター²⁾も含めて、各種物価指数もまた共变的な循環を示している。
- (2) 変動のタイミング: 山、谷の転換点で、通貨が、物価、実質産出高に約1~2.4半期先行している³⁾。
- (3) 循環ごとの各指標平均増加率の対応関係: 各循環の谷から谷への月々の変化率の平均(第1図点線)で、

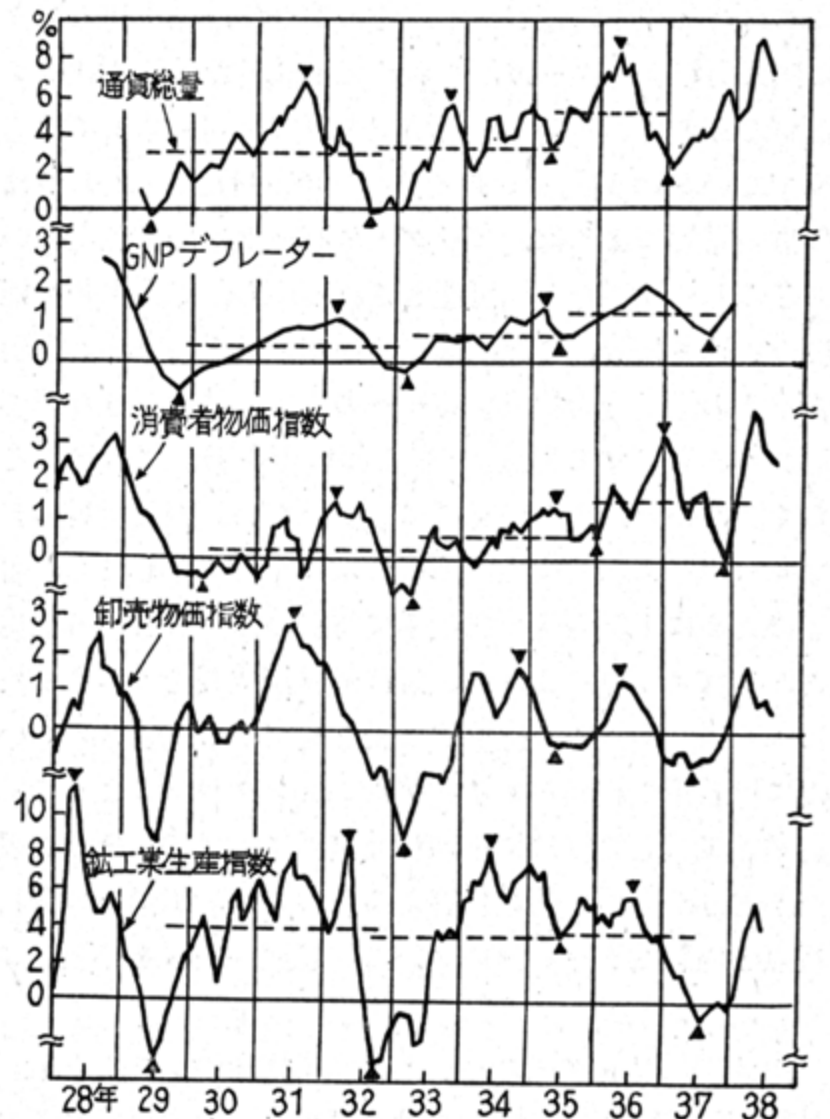
*) 本稿は、『日本銀行調査月報』1963年10月「通貨と物価の関係について—メカニズムと現状判断」とある程度重複する部分もあるが、本稿執筆にあたっての筆者たちの意図は、むしろ、上掲論文の論理を整理しつつ展開するという点にあった。

1) ここで預金通貨とともに現金通貨をも考慮したのは、基本的には、金融部門がその供給を決定するのは、通貨総量であって、これの預金通貨と現金通貨への配分は非金融部門(需要サイド)の決定にゆだねられているとみられるからである。なお、わが国では現金通貨は、① 単に家計によって消費支出のための支払準備として保有されるにとどまらず、個人業主世帯を含む企業によって預金通貨の代替物として保有される部分がかかなり多く、② この結果、その変化率は預金通貨のそれとかなり共变的な変動を示している。(詳しくは、『日本銀行調査月報』1963年11月「現金通貨の変動分析」参照。)

2) GNP デフレーター、GNP のインプリシット・プライス・デフレーターとして、日本銀行で試算されたものを利用。『日本銀行調査月報』1963年10月前掲論文。

3) 先行遅行関係について、さらに時差相関係数を用いて吟味してみたが同様な結論をえた。『日本銀行調査月報』1963年10月前掲論文。

第1図 通貨、物価、実質産出高の変化率



その循環内の平均増加率をみると、通貨平均増加率の循環ごとの大小と、物価・実質産出高平均増加率の循環ごとの大小とがかなりよい対応関係を示している(とくに通貨と物価との対応が顕著)。

1.2 若干の帰結

これら簡単なエンピリカル・ファインディングスの帰結として、若干の作業仮設が提示できよう。すなわち、

- (1) 通貨、物価、実質産出高の共变的循環変動、各循環の平均的増加率の大小の対応などから推して、各指標がばらばらに独立な要因によって変動しているとはみられない。

とくに、通貨の先行性という事実からみて、通貨を1つの戦略的変数としてエクスピリシットに導入した「景気循環モデル」の設定が望まれる。

(2) 次に、CPI、卸売物価指数など各種物価指数の変化率の共变的循環変動から推して、一部の人たちのようにCPIの変動と卸売物価の変動を切り離して議論することは問題である。個別物価の変動を相対価格の問題として説明する前に一般物価水準の変動のメカニズムを分析することが、まず必要とみられる。

このような考え方に立って、本稿では次節以下で、わが国における物価、実質産出高の変動のメカニズムを、通貨変動を軸としながら説明してゆくこととしたい。

2. 物価水準、実質産出高の決定

2.1 各種物価の共変性と一般物価水準

物価水準、実質産出高の決定メカニズムの検討の前に、各種物価の変動が本来共变的性格をもつ理由を消費財物価と投資財物価とに例をとって述べてみることにする。

(1) まず、消費財、投資財といっても、その中には共通な財貨・サービス(とくにサービス)がオーバー・ラップしているという点である。

(2) 次に、産業連関の綱の目を通じて、消費財需要の増大が投資財と密接に関連した生産財の需要を誘発するなど、消費財関連産業と投資財関連産業とは需要の波及過程で有機的にかからまっているという点がある。

(3) また、消費財産業と投資財産業との有機的なからまりはコスト面についてもいえる。たとえば個人サービス部門・商業部門の供給するサービスの価格上昇は、ただちに程度の差はあれ消費財、投資財、生産財のコスト上昇となるし、さらに生産財部門でのこのコスト上昇がそのまま価格上昇に転嫁されれば、消費財、投資財ともコストは一段と上昇することになる。

このように、「需要サイド」の問題と「供給サイド」の問題とが、各種物価の変化率の共变的循環を生み出しているものとみられる⁴⁾。

2.2 物価水準、実質産出高の決定——ポスト・ケインジアンの場合

通常のポスト・ケインジアン体系での物価水準決定のメカニズムを素描すると次のとおりであろう。

① まず、貯蓄=投資の均衡によって有効需要(実質) y^D が決定される⁵⁾。

② この有効需要に応じて産出高 y^S が定まる(この産出高の調整は意図せざる在庫の変動を通じた在庫調整により達成される)。

4) 産業連関表を用いて、消費関連産業と投資関連産業等との需要面でのからまり合い、特定部門の賃金上昇の各種物価への波及度を、量的に試算したものとしては、『日本銀行調査月報』1963年10月前掲論文。

③ 技術水準 α と期首資本ストック k_{-1} を所与として、生産函数 $y^S = \phi(k_{-1}, n, \alpha)$ から、産出高 y^S に対応する雇用 n と労働の限界生産力 $\partial y^S / \partial n$ とが定まる。

④ ところで、名目賃金率 w は wage-bargaining 函数を通じて別途定まっている。

⑤ そこで、企業は、③で決定された労働の限界生産力と、実質賃金 w/p とが均等になるように生産物の価格 p を決定する。(不完全競争を前提にすれば、

$$\text{実質賃金} = \left[\frac{\text{労働の}}{\text{限界生産力}} \right] \times \left[1 - \frac{1}{\text{個別需要曲線の弾力性}} \right]$$

であるが、行論にはさして影響しない。

このメカニズムを式で示すと

[1] $y^D = a + g(y)$ (a はオートノマスな支出である)。

[2] $y^S = y^D = y$ (有効需要の原理)

[3] $w = \bar{w}$ (wage-bargaining)

[4] $y^S = \phi(k_{-1}, n, \alpha)$ (生産函数)

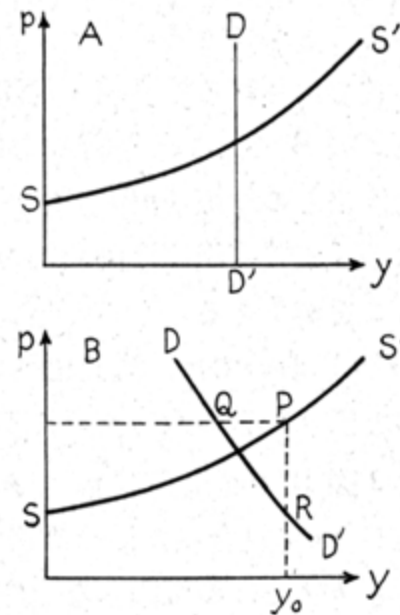
[5] $\frac{w}{p} = \frac{\partial \phi(k_{-1}, n, \alpha)}{\partial n}$ (限界生産力均等)

となるが、[1]式を総需要函数、[3],[4],[5]を解いてえた次の[6]式を総供給函数とみて、図示すると第2図Aのようになる。

[6] $p = F(y^S, \bar{w}, k_{-1}, \alpha)$

このポスト・ケインジアン体系は、総供給函数の定式

第2図 物価、実質産出高決定のメカニズム



5) もちろん、この貯蓄=投資の均衡で有効需要が先決されるという見方ないし [1] 式にはかなりの単純化が加えられている。総需要のうち投資支出は金利 r の函数である。従って、 $y^D = a + g(y, r)$ 。そして、 r は流動性選好函数を通じて通貨量の変動の影響をうけるから、総需要は間接的に通貨量の函数である。しかし、ポスト・ケインジアン自身が金利効果を軽視してきたということ、またわが国では金利が流動性選好理論に従った均衡金利とはみられないこと等から、ここでは、金利の効果を無視することとする。

化が妥当だとしても、総需要函数にはかなりの問題があり、1・1のエンピリカル・ファインディングスを説明することは困難である。すなわち、この体系では、総需要曲線が物価と全く独立に与えられ、(第2図Aで、 y^D 曲線は垂直)、また、これと裏腹の関係をなすが、 y^D, y^S の乖離の調節(需給調節)が全て在庫調整を通じて行なわれ、物価の需給調節機能を無視する結果となっているのである。

2・3 総需要曲線、総供給曲線による物価水準、実質産出高の決定

このポスト・ケインジアン体系の問題点は、次の2つの想定を導入することにより解決する。すなわち、①総需要 y^D の構成として、財政支出等のオートノマスな支出 a 、実質所得 y の函数である支出 $g(y)$ のほかに、実質通貨保有高(通貨保有高を M とすると M/p)の増加函数とすべき支出があり、②通貨保有高 M が外生変数であると想定しよう。

(1) こら想定妥当性については後に詳述するところであるが、このように考えると、総需要 y^D は次の [7] 式ないしこれを变形($y=y^D$ として需要表を考える)した [7'] 式であらわされることとなる。

$$[7] \quad y^D = \varphi\left(a, y, \frac{M}{p^D}\right); \quad [7'] \quad p^D = G(y^D, M, a)$$

すなわち、需要価格は、需要量、オートノマスな支出、通貨の函数とみることができる。

[6] 式、[7] 式で示される総供給・総需要曲線を図示したものが、第2図Bであり、需給の均衡 ($y^D=y^S$)、需要価格と供給価格との均衡 ($p^D=p^S$) が市場で成立したとき、物価水準、実質産出高は両曲線の交点として決定されるとみることができる。

(2) このモデルにおいては、均衡化へのプロセスとして、在庫調整と価格調整の双方を考慮することができる。

たとえば、第2図Bで産出高が y_0 であったとしよう。このとき、企業が y_0 に見合った供給価格で生産物を販売しようとする PQ だけの意図しない在庫増大が発生するし、一方、 y_0 の全額を販売しようとするならば、販売価格は供給価格を PR だけ下回り、ウィンドフォール・ロスの発生をまぬがれない。この「意図しない在庫の変動」and/or「ウィンドフォール・プロフィット、ロス(価格)の変動」を通じて、企業は生産計画の調整を余儀なくされ、商品市場は均衡化へのプロセスを辿るものと考えられる。

この場合留意する必要があると思われる点は、at the going price で需給が一致しないときに、企業が販売価

格をいくらにするか、生産計画を調整する調整速度をどの程度にするかは、市場の競争条件や総需要函数の将来のシフトについての企業の予想(強気、弱気)に依存しているという点である。総需要曲線 DD' は、通貨量 M の増大、オートノマスな支出 a の増大とともに右方へシフトするが、かりに企業が強気で、総需要曲線が将来右方へシフトすることに確信的であるならば、産出高が y_0 で市場に超過供給が存在していても、販売価格を据置き、また、生産計画の調整にも消極的な態度を持し、この結果の意図しない在庫累増にも甘んじるものと思われる。

(3) 次に、均衡化プロセスの問題を度外視して、総需要・供給曲線のシフトに伴う均衡値の変位について考えてみよう。

均衡価格(\bar{p})、均衡産出高(\bar{y})は、総需要曲線 [7'] 式、総供給曲線 [6] 式のパラメーターのシフトに伴って変位する。パラメーターのシフトに伴う \bar{p}, \bar{y} の変化方向を示すと次のとおりであり、 M と a との影響を通じて \bar{p}, \bar{y} が共变的な変動を示すことが明らかとなる。

| | |
|---|--|
| 通貨量 M | $\frac{\partial \bar{p}}{\partial M} \geq 0, \frac{\partial \bar{y}}{\partial M} \geq 0$ |
| オートノマスな支出 a | $\frac{\partial \bar{p}}{\partial a} \geq 0, \frac{\partial \bar{y}}{\partial a} \geq 0$ |
| 名目賃金率 w | $\frac{\partial \bar{p}}{\partial w} \geq 0, \frac{\partial \bar{y}}{\partial w} \leq 0$ |
| 資本ストック k_{-1} | $\frac{\partial \bar{p}}{\partial k_{-1}} \leq 0, \frac{\partial \bar{y}}{\partial k_{-1}} \geq 0$ |
| 技術水準 α ($\frac{\partial p^S}{\partial \alpha} < 0$ とする) | $\frac{\partial \bar{p}}{\partial \alpha} \leq 0, \frac{\partial \bar{y}}{\partial \alpha} \geq 0$ |

なお『日本銀行調査月報』1963年10月前掲論文では、 p, y が均衡値にあるものとし、 p (GNPデフレーター)、 y (実質GNP)、 w (名目賃金)の変化率の間で回帰方程式を計測している。推定結果は

$$\frac{\Delta p}{p} = -.547 + .141 \frac{\Delta y}{y} + .519 \frac{\Delta w}{w} \quad R^2 = .624$$

(.174) (.037) (.079)

これは、[6] 式を対数線型で近似し、かつ資本ストック k_{-1} と技術水準 α の影響をトレンドで処理したものといえる。この計測結果によると、最近の供給価格の上昇は、主として賃金率(w)と生産性(トレンド要因)との関係にあることが示されている。

3. 通貨量と総需要函数

以上により、景気循環の過程において通貨が戦略的に重要な先行的変数であり、物価・実質産出高が共变的な

変動を示すのは、通貨量が実物経済にとっては外生的に与えられること、そして、通貨が総需要函数 [7] 式の重要なシフト・パラメーターであることとの2つの想定にもとづくことが明らかとなった。そこでこの2想定の妥当性を今少し立ち入って論議してみることにしよう。

3.1 通貨供給の性格

民間非金融部門への通貨供給の性格(想定①)を吟味するために、経済各部門のインカム・フロー、マネー・フローの勘定を作ってみると第1表のとおりである。

この表をみると、家計部門の通貨保有増減(ΔMh)は、(消費者金融を無視すれば)個人貯蓄(資金余剰 Zh)の配分の1形態として家計の選択によって定まってくるが、一方、企業部門の通貨保有増減(ΔMc)は、実物面についての企業の決定に依存する資金不足(Zc , 企業貯蓄—資本形成)と、家計部門・金融部門からの株式・社債・借入による資金調達額($\Delta Bhc, \Delta Bbc$)との差として決定されるということが判明する。

ところで、企業の金融機関からの資金調達(ΔBbc)は、(企業部門の決意によってではなく)金融部門の決意によって決定されるとみてよいであろう。

すなわち、戦後のわが国のように、低金利政策を背景

第1表 インカム・フローおよびマネー・フロー

企業部門

| | | | |
|-------------|--------------|--------------|--------------------------|
| Tc | 企業税 | $P-R$ | 企業粗利潤(GNP -間接税-賃金)-配当 |
| I | 民間資本形成 | (Zc) | (企業部門, 資金不足) |
| (Zc) | (企業部門, 資金不足) | ΔBhc | 家計部門保有, 株式・社債 |
| ΔMc | 通貨 | ΔBbc | 金融部門保有, 株式・社債および貸出 |

家計部門

| | | | |
|--------------|--------------|----------|--------------|
| Th | 個人税 | W | 賃金 |
| C | 個人消費支出 | R | 配当等 |
| (Zh) | (家計部門, 資金余剰) | (Zh) | (家計部門, 資金余剰) |
| ΔMh | 通貨 | | |
| ΔBhb | 貯蓄性預金, 金融債 | | |
| ΔBhg | 国債 | | |
| ΔBhc | 株式, 社債 | | |

海外・財政・金融部門

| | | | |
|--------------|--------------------|---------------------------|---------------|
| X | 輸出 | M | 輸入 |
| G | 財政支出 | ($Tc+Th+Tid$) | 租税 |
| | | ($Zg+Zr$) | (財政赤字+国際収支黒字) |
| ($Zg+Zr$) | (財政赤字+国際収支黒字) | ΔBhg | 家計部門保有, 国債 |
| ΔBbc | 金融部門保有, 株式・社債および貸出 | ($\Delta Mc+\Delta Mh$) | 通貨 |
| | | ΔBhb | 貯蓄性預金, 金融債 |

注: 説明の便宜のためかなり単純化の上とりまとめた。

として、現実の金利が資金需給を均衡させる均衡金利以下である場合には、資金市場に超過需要が存在しており、市中貸出が金融部門の決意によって決定されているとみ

ることは当然である。

また、かりに、金利が自由に変動し資金市場で需給が均衡すると想定しても、わが国ではいわゆる「間接金融」のウェイトが高いため、資金の需給が主として、不完全性の高い貸付市場、(供給者=銀行の数は比較的少なく、また各行がそれぞれ個別需要曲線をもっている)で行なわれるであろうから、この場合にも金融部門が貸出金利を操作し間接的に市中貸出を統御しているとみてよいであろう。

この結果、企業部門保有の通貨量、従って通貨総量は、金融部門が決定する信用拡張(ΔBbc)に依存しており、民間非金融部門にとっては外生変数と想定できよう。

3.2 企業・家計の通貨保有と資産選択

次に、民間非金融部門に対し供給される通貨が変動する場合の企業や家計の反応を検討、想定②を吟味しよう。

1. 現実の経済においては、企業や家計の計画のタイム・ホライズンが多少とも将来にわたっているし、また、銀行の将来の融資態度も不確実であるから、企業や家計の行動に影響するのは、その時々通貨保有量ではなく、企業・家計が「将来にわたって保有できると予想している通貨量」であるといえる。しかし、予想形成過程の議論を持ち出すまでもなく、このような予想通貨保有量の変動は現実の通貨保有量の変動に強く依存しているから、以下現実の通貨量変動の影響として考えよう。

2. ところで、通貨量変動の影響は、企業・家計の(通貨・有価証券・実物資産等の間での)資産選択計画の変更であろう。

いうまでもなく流動性選好理論においては、この場合の資産選択として通貨と有価証券との間のそれに焦点を絞り、通貨量変動の金利に及ぼす影響を重視している。しかし、戦後のわが国においては、低金利政策を背景に、現実の金利が均衡金利以下に抑制されていた(またこれに伴って十分な市場が形成されなかった)ため、通貨量変動がこのルートを通じて実体面へ大きな影響を与えたとはみられない。

また、家計の通貨と実物資産との間の選択についても、保有通貨が増大すると耐久消費財支出が増加する等、理論的には充分考えられることではあるが、戦後わが国において実証的にどの程度の重要性をもっていたかかなり疑問である。

わが国経済の現実で重要なのは、企業部門における通貨と実物資産(資本設備, 在庫)との選択である。

(このことは、過去数回の金融引締めに伴う景気後退の経験—銀行信用のアベイラビリティを削減し、企

業の保有通貨ないし予想保有通貨を縮小することによって、企業の投資支出ひいては総需要を圧縮させたに徴しても納得がいくところであろう。

3. そこで、企業の通貨と実物資産資産との選択の問題を考えてみよう。

(1) 企業の通貨保有の動機としては、賃金・原材料代金の支払等経常的な生産活動を行なうため(取引動機)の資金、あるいは、各種債務、とりわけ買入債務の返済準備のため(予備的動機)の資金を確保しておくことが考えられる。通貨保有量が、これら動機にもとづく所望通貨保有量を上回って増大するときには、企業の流動性が大きくなっているわけで、資産動機にもとづく通貨保有が他の資産保有に代替される可能性が生じてくる。

なお、「買入債務の増大→予備的動機による所望通貨保有量の増大→企業の流動性の低下」という事実は、通常「企業間信用の重み」という言葉で指摘されている事実である。

(2) さて、このようにして企業流動性の変動の実物資産変動=設備投資・在庫投資におよぼす影響を考える場合、その影響の強さを支配する要因として、①通貨、実物資産以外の資産選好の大小と、②実物資産そのものの選好の大小との2つをとりあげる必要がある。

① 前述のとおりわが国では企業の資産選択にあたり、有価証券は余り問題にならない。また、貯蓄性預金は、将来の不測の事態に備えてニア・マネーを保有しようとの予備的動機による保有が大部分である。

流動性変動の実物投資におよぼす影響を攪乱するその他資産の選好としてここで考慮すべきは、売上債権(企業の与信)である。すなわち、企業の売上債権は、売上の変動に伴って受動的に変動するほか、企業の積極的にマーケット・シェアの拡大を図ろうとの意図のため増大する場合もある。従って、企業流動性の増大の実物投資に対する影響も、企業の与信行動に対する選好が大きい場合には、減殺されざるをえないと考えられる。

② 次に、実物資産としての生産設備・在庫ストックの選好を規定する要因を考えよう。

企業流動性の変動が、どの程度の実物投資を誘発するかは、設備投資の場合には、長期売上予想と結びついた現存設備稼働率の予想や新規設備の稼働に伴うコスト低落の見通し、あるいはシェア確保といった諸要因に、また、在庫投資の場合には、現実の在庫ストックと適正在庫ストックとの乖離、適正在庫率を規定するものとしての短期売上予想、価格予想等々の諸要因に依存するであろう。

しかしながら、これら各種の諸要因は、いずれも、限界的な生産設備・在庫ストックそれぞれの期待利潤に反映されており、また逆に、期待利潤に影響を及ぼす限りで投資の誘因であるともいえよう。従って、計測の問題をしばらくおけば、これら設備投資、在庫投資の諸要因を、それぞれの期待利潤率であると総括して差し支えないものと思われる。

(3) 以上を要約すれば、設備投資、在庫投資は、基本的には「企業の保有通貨—取引動機・予備的動機による通貨保有」と「期待利潤率—調達資金の金利」の函数であり、この函数がシェア拡大等を目的とした与信行動の意欲によりシフトすると考え、総需要が通貨量に依存すると想定できよう。

なお、『日本銀行調査月報』1963年10月前掲論文では、次の法人企業設備投資函数が計測されている。設備投資 I 、資本ストック K 、通貨保有高 M^d 、貯蓄性預金保有高 M^s 、企業利潤 P として、

$$\frac{I}{K_{-1}} = -24.8 + .501 \frac{M^d_{-1}}{K_{-1}} + .346 \frac{M^s_{-1}}{K_{-1}} + .040 \frac{\frac{1}{4} \sum_{i=1}^4 P_{-i}}{K_{-1}} \quad R^2 = .722$$

(3.8) (.082) (.060) (0.11)

この投資函数は、期首通貨保有高がただちに企業流動性とみなしていること、期待利潤を過去の企業利潤で代用していることなど、今後改良すべき点は多々あるが、この推定結果をみても通貨保有量が、設備投資函数でかなり有意な変動要因であることが判る。

4. もっとも以上の考察を考慮すると、2・3 [7] ないし [7'] 式の総需要函数はある程度書き直す必要が起るすなわち、この議論をより一般化して、家計部門の保有通貨の変動も総需要に影響を及ぼすとしても、その影響力は恐らく小さいであろうから、[7], [7'] 式の M を M_c , M_h に分割した形で総需要函数を考え、保有通貨の企業部門と家計部門との移動によって総需要が変動すると考えねばならない。この結果、[7], [7'] 式は次のように書き改められる。

$$[8] \quad y^D = \varphi^* \left(y, a, \frac{M_c}{p}, \frac{M_h}{p} \right)$$

$$[8'] \quad p^D = G(y^D, M_c, M_h, a)$$

ここで、オートノマスな支出 a の総需要に及ぼす効果が、 $\frac{\partial \varphi^*}{\partial a}$ という直接効果にとどまらず、直接効果の結増大する y^D が y を増大させ、さらに y^D が増加すると

いう乗数効果をもっていること当然である。これと全く同様に M_c, M_h の変動も乗数効果の過程を通じて総需要 y^D に影響するとみねばならない。従って、通貨量変動の誘発する総需要の大きさは、乗数 $\left(\frac{\partial \varphi^*}{\partial y}\right)$ を規定する限界消費性向等々にも依存しているわけである。

3.3 通貨量変動の物価、実質産出高に及ぼす効果

前節に誘導した総需要函数 [8] 式を 2.3 の総供給函数

$$[6] \quad p^S = F(y^S, \bar{w}, k_{-1}, \alpha)$$

と連立させることにより、われわれは、企業部門、家計部門の保有通貨が変動した場合の物価、実質産出高への影響を把握することができる。

このようにして、本稿の出発点である物価・実質産出高が通貨に遅行しつつほぼ共変的な循環を示してきたという事実、通貨と物価・実質産出高との間に「介在する諸条件」——、総需要曲線のシフト・パラメーターとして、オートノマスな支出、限界消費性向、期待利潤率あるいは与信行動への志向の強さなど、また、総供給曲線の各種シフト・パラメーター——などが解明できたといえよう。

4. 通貨量の変動と金融組織に内在するビルト・イン・スタビライザー

この分析は次の点で今後の展開が必要である。

すなわち、この分析では、分析の視野を非金融部門に限定したために通貨を外生変数とみなしてきた。しかし、金融部門の行動という観点からすると、本来金融部門が決定するとみなされる企業・家計部門への信用供与を外生変数とし、両部門とそれぞれの通貨保有量を内生変数として、モデルを設定する必要がある。さらに1歩を進めて、金融部門の行動方程式自身をモデルに含むよう分析を拡張する必要もある。

これらの詳細な展開は次の機会にゆずるが、最後に、本稿の結びにかえて、これらの問題を追求する上での1つの基本的視角として、金融組織には本来ビルト・イン・

スタビライザーが内在しているということを指摘しておく。

(1) パラメーターのシフトによって総需要曲線が上方にシフトし、総需要が増大、景気が上昇すると、当然個人所得の函数である家計保有通貨は増大するから、企業保有通貨は減少する。これは、取引動機・予備的動機にもとづく企業の所望通貨保有量の増大と相まって、企業流動性を低下させ、総需要曲線を下方へシフトさせ圧力が生じる。

(2) 名目賃金の上昇に伴って総供給曲線が上方にシフトし、これに伴って物価が上昇する場合にも、一方で、物価上昇による取引額の増大から取引動機にもとづく企業の所望通貨保有が増大し、他方で、企業利潤の減少から企業部門の資金不足が増大、企業部門保有通貨が減少することとなるので、総需要曲線は下方へシフトし、物価下降圧力が生じるとみられる。

(3) それでは、この(1)、(2)の場合に金融部門のうける影響はどうであろうか。総供給曲線のパラメーターのシフトに伴って、実質産出高、物価、所得が増大すると、租税収入の増大・各種振替所得の減少からの財政の揚超と、輸入増大に伴う国際収支の悪化が生じ、企業部門保有通貨の減少と同時に、銀行の現金準備ポジションは悪化することとなる。この結果、もし金融部門の行動で、現金準備ポジションに従ってその信用創造を調節するという原則が維持されるならば、前述(1)、(2)の経済に内在する自律的均衡回復力が力強く働らくにちがいない。

現実の経済組織においては、低金利政策とこれを背景とした市中銀行の業容拡大競争とが根因となって、このようなマネタリー・ディシプリンが不幸にして忘れられ勝ちであって、このような事態を制度的に解決することに金融正常化の意義が認められるとともに、この事態を理論的、実証的に究明することが本分析につづく今後の課題であろう。