

論文

## 下村治経済理論の一考察

——経済成長と金融調整のあり方をめぐって——

影 浦 順 子\*

## はじめに

サブプライム問題に端を発した世界的な金融危機の拡大にともなう、現代の行き過ぎた市場経済の在り方が反省されるようになった。不安定な経済生活に脅かされる国民の関心は、今まさに政府がいかなる財政金融政策をもって日本経済の復興・成長を主導できるかという点に高まってきている。しかし、日本経済の根幹が、構造的にも運営的にも自由市場を前提にしている以上、景気変動の調節は「市場の自動調整力」に依拠する、という方針は簡単に変更すべきではない。重要なことは、新進的気鋭をもった企業家や実業家が積極的に市場へエントリーできるような、活力ある安定的な市場経済の仕組みを再編することによって、政府の経済政策に一喜一憂したり、短絡的な批判を繰り返したりすることではないと考える。

本稿では、こうした議論の基礎的研究となることを目指して、1950年代以降の高度経済成長を理論的に基礎づけた官庁エコノミスト・下村治（1910-1989）の経済思想を、当時の歴史的な文脈のなかでとらえ直し、一次資料に基づく分析を試みた。ケインズ理論の核心たる「乗数理論」<sup>1</sup>を用いて、復興間もない脆弱な日本経済を「歴史的な近代化」（下村、2009、p. 5）過程にあると先駆的に予言した下村は、金本位体制を超越する「管理通貨制度の積極的運用」を政府と日本銀行（以下、日銀）に提言し、勃興する新事業へ活発な財政投資を行うよう繰り返し主張し続けた。下村にとって、成長の可能性をもった企業体の育成強化は、社会の多元化と民富形成を実現するための「下からの近代化」にほかならず、それは固定相場制の利点を最大活用した金融緩和政策のもとで遂行されるべきものであった。

後に「下村理論」と自称される、下村の経済思想の特質を取り上げた近年の先行研究には、伝記的なもの<sup>2</sup>や、下村が関わった論争史を整理した文献<sup>3</sup>を除くと、国際政治学を専門とする中西寛 [2005 a] [2005 b] の論文と、シンクタンク出身の上久保敏 [2008] の著作がある。中西は、中西寛 [2005 a] において、下村をマルクス主義経済学が強い影響力をもっていた時代に、ケインズ主義の日本的展開を模索した人物として評価し、ケインズ理論から下村理論への知的影響力を分析する。これに反して上久保 [2008] は、下村の経済理論を「ケインズ経済学を修正」したもの、「欧米の経済理論の上に立った独自のもの」（中西寛、2005 b、p. 289）と短絡的に判断することに意義を呈し、下村に関する一次資料をほぼ完全に集積したうえで、それらを時系列に沿って内在的に、当時の歴史的・国際的文脈のなかで分析することを試みている。

本稿もこうした上久保の下村分析を継承したうえで、その著作では、「インフレーションと悪性インフレーションを区別」（上久保、2008、p. 28）していた、とやや簡単に整理されただけの下村の物価論、金融調整論について、同時代の有識者の主張と比較しながらより詳細な検討を行いたい。

なおはじめに断っておくべきことは、当時の常識の見解であった、金本位体制なきあとも継続する「金本位制」的通貨政策（国際経済分業における安定した地位を確保し維持するためには、否定しがたい正論であったばかりか、不安定な経済情勢下にあつては政策目標として優先順位を有する課題ですらあった）を徹底的に批判し成長政策の

---

キーワード：下村治、経済成長、金融調整、インフレーション、乗数理論

\* 立命館大学大学院先端総合学術研究科 2009年度入学 公共領域

促進を要求した下村の主張は、文字通りの暴論であった点は否めなく、それは確固たる理論に基づいた隙のない見解というよりは、もっと「直観的な感覚」、官庁という現場に携わるなかで培った独自の経験知、佐賀という地方出身者が知りうる当時の日本人の勤勉さ、などを根拠とした冒険的・博打的な予見であった、と筆者は考えている。事実、当時の歴史文脈のなかで金融政策を論じるうえで重要な、為替相場制への移行や資本移動規制について、下村は系統立てて言及することはしておらず、一貫した経済理論の提示に努力するというよりも、むしろ即自的に効果のある政策を打ち出すことに躍起になっていたという印象を受ける。よって本稿では、下村の経済思想の特質を、数量化された経済理論の枠内で議論することをやめて、「実感派エコノミスト」の先駆けとして論じることに主眼を置きたい。

## I 1950年代後半の日銀の金融政策

本章では、下村が独自の金融政策論を構想するなかで、「金本位制的金融調整の弊害」として、繰り返し批判の対象にした1950年代後半の日銀の金融政策の方針とその実施内容について検討する<sup>4</sup>。元日銀総裁である一万田尚登(1893-1984)が、積極路線の池田に代わって長く蔵相を務めたことに関して、この時期の政府と日銀との間には金融政策の内容や発動時期に関する対立は、ほとんど生じなかった(中村隆英・宮崎正康、2003、p. 97)と論じられている。以下で検討する日銀の金融政策は、蔵相の認可のもとで日銀が主体的に発動したものであることを断っておきたい。

### 1. 経済成長にともなう金融市場のひずみ

年平均実質GDP成長率10%、設備投資の伸び率22%を記録した<sup>5</sup>驚異的な高度経済成長の開始にともない、金融市場では早い段階から慢性的な金融逼迫状況が指摘されるようになった<sup>6</sup>。高度成長期の金融メカニズムとその矛盾点をまとめた代表的な文献、中村孝俊[1965]や伊藤修[1995]などの研究は、次の3つの点を日本的金融構造の特色として取り上げる。

第一に、法人企業が、自己資本を大きく上回る資金を外部調達によって補う「他人資本」の依存率が、安定した先進資本主義国に比較して異常に高率であるという問題がある。岩戸景気の時期にあたる1958(昭和33)年から1962(昭和37)年の5年間平均でみる日本の企業資金調達の割合は、内部資金24%(留保4%、減価償却20%)に対して、外部資金は76%(株式13%、社債7%、借入金34%、営業債務等22%)にも上り、その高さは、同時期のアメリカの外部資金調達が35%、イギリスが38%であるのに対して格段の差がみられる。そしてこの外部調達の約半数にあたる34%が銀行借入に依存しているという事実が第二の問題点である。いわゆる「オーバーボローイング」の現象あり、同時期のアメリカの借入金率が14%、イギリスが15%であることからこの数値の高さが伺える。

また、このように企業が「貯蓄を超過する投資」を銀行に要求するという行為は、連鎖的に与信超過となった都市銀行が恒常的に日銀借入(間接金融)に依存する第三の問題、「オーバーローン」の構造を生み出した。つまり、企業の資金調達の実態が有効需要の増加や生産性の増強など、健全な企業成長に依拠している限り、銀行は融資を無下に断る理由をもたず、ゆえに日銀借入は膨張を続け、加えてコール市場も高率なコールレート(市中短期金利)で硬直するという状態が定着するのである。重化学工業が本格的に始動した1956(昭和30)年から1961(昭和36)年のあいだに、対民間日銀貸出総額は3兆2,260億円にのぼり、そのうち1兆801億円が累積貸出超過となった。

1955(昭和30)年以降の金融政策の基本的な課題は、間接金融の優位性がもたらす金融体系のゆがみを、どのような方法で効率的に是正するのかという点にあった。

### 2. 日銀の見解と方針

以上のような問題に対する日銀の反応は明白であった。「貯蓄を超過する投資」を、銀行・日銀貸入で補強しようとする民間部門の経済行動のあり方を、日銀は一貫して「不健全な異常事態」とであるとみなしたのである。

日銀調査局の立場から、同時代の日銀政策を時論的に研究し、後に安定成長論争を下村と展開することになった吉野俊彦(1915-2005)は、オーバーローンの本質を「資本の蓄積を強行する場合に、民間から自発的に生れてくる

任意貯蓄でまかないきれないものを中央銀行の信用によって補填する」(吉野、1954、p. 15) 行為であると強調し、またこの「吉野史観」を継承する『日本銀行百年史』も「本行はどのような観点からオーバーローンの是正を必要と考えていたかという点については、一言でいえば金融の正常な在り方に反するとみていたからである」(日本銀行百年史編纂委員会、1985、p. 575) と整理する。

これらの見解はつまり、金融運営の原則は、投資と貯蓄の均衡を維持しなければならない、別言すれば、投資は貯蓄の範囲内でまかなわなければならないという「貯蓄投資均衡観」の立場を表明していると言える。そしてこの立場を、理論的に厳密化すると「国内の有効需要は現状の均衡状態を維持するべきである」ということになり、物価指数の上昇や、国際収支の赤字は不健康な経済状態の表れとして判断される。その結果、有効重要の増加に応える通貨膨張は、一刻も早くこれを均衡値へと引き戻すように努力しなくてはならず、そのための調節機関として、日銀の役割が強調されるのである。

金融市場が健全に運営されているか否かを、インフレ率や国際収支の変動から診断する日銀の経済的背景には、日銀が金融政策の第一義的任務を「通貨価値の安定と維持」に置いている点に帰属する。

戦後長らくの間日銀総裁を務め「法王」としての異名をもつ一万田は、1952(昭和27)年の講和成立後の日銀の金融政策の方針を「物価が国際物価より低位に安定」することを目的にして、「国際収支が赤になれば金融を引締め、黒になれば緩和する」という方式を規定したと回顧する(一万田、1986、p. 159)。また日銀出身の現役エコノミストである鈴木淑夫(1931-)は、固定相場制期の金融政策が、金融の円滑化すなわち経済成長を積極的に促進させる側面をもっていたことを確認したうえで、「日本銀行は、①国内物価の安定、②国際収支の均衡、および③資本設備の適切な稼働に見合った有効需要の水準、の三つの政策目標を考えていた」(鈴木、1974、p. 242) と整理する。さらに吉野はもっと明白に「わたくし個人の考え方としては『通貨価値の安定』こそ『金融の円滑化』の前提条件であり、もし両者が矛盾した場合には『通貨価値の安定』を優先せしめるべきものと信じております」(吉野、1954、p. 159) と主張する。

このように日銀内部の有識者たちが、揃って通貨価値の安定を強調する背景には日本の経済成長に関する重要な指摘が控えていた。というのは、日銀貸出の恒常的超過によって通貨膨張が発生し、復興後間もない日本経済が、インフレとりわけハイパー・インフレを体質的にもってしまえば、円通貨への信頼性は喪失して国際投資は呼び込めず、またたとえ経済成長できたとしてもその利得はインフレの上昇率によって帳消しにされてしまうからである。つまり彼らの議論の本質は、成長政策によって経済成長を誘導する方針は、当時の日本経済の状況では不可能である、とする認識があり、よって通貨価値の安定そのものは以上のように正論であったのだ。

ここから日銀の立場としては、物価水準や、日本の経済復興にシフトした固定為替相場1ドル=360円レートを損なう危険性のある、これ以上の日本銀行券(以下、日銀券と略称)の増発および日銀貸出は、日銀の基本理念に反する政策であったことが理解できる。

### 3. 日銀の金融政策

日銀の意図する「金融の正常化」が、貯蓄と投資(創出されるべき有効需要を含む)の均衡を目指すものである限り、金融政策の内容としては、民間部門の資金要求をできるだけ抑制するような方法が取られなくてはならない。こうした政策理念から日銀は、1953(昭和28)年9月から1958(昭和33)年6月までの金融調整方法として、公定歩合操作、高率適用制度<sup>7</sup>および窓口指導<sup>8</sup>の強化、輸入金融優遇制度<sup>9</sup>の是正などを通じた金融引締めを実行することで、オーバーローンや国際収支の赤字問題を解決しようと試みた。

高度経済成長期の7回にわたる金融引締め政策を、IMF14カ国期(1952年8月14日~1964年4月1日)とIMF8カ国期(1964年4月1日~)とに区別して論じた一ノ瀬寛[1995]の研究は、1953(昭和28)年と1957(昭和32)年に行われた金融引締めの特徴を次のように分析する。

まず、金融引締めの主目的が、インフレ抑制から国際収支の改善に転換したこと。次に懲罰性の強い公定歩合の引き上げや高率適用制度の強化によって直接的に日銀貸出の抑圧をはかったこと。そして最後に重要な点は、1950年代の金融政策は、池田政権期のような外資流入規制の緩和を巧みに利用した裁量性の高い引締めとは違って、金本位制の機械的な要素が強い引締めであったという指摘である。香西泰[1989]も、これらの金融措置は「『裁量』

というよりは『ルール』によって運営されていた。…そのルールは（資本移動のない）金本位制のそれに近いものであった」（香西、1989、p. 220）と分析する。

通貨価値の安定に最大目的を置いた文字通りの金融引締めを発動したことによって、1955(昭和30)年から1960(昭和35)年までの物価指数(1985年基準接続指数)は、次のような安定値を示した。卸売物価指数総平均(1955-1960): 41.7%、43.5%、44.8%、41.8%、42.4%、42.8%、のプラス1.1%。消費者物価指数年度平均(1955-1960): 19.6%、19.8%、20.4%、20.3%、20.6%、21.4%、のプラス1.8%。朝鮮特需に沸いた1950(昭和25)年から1951(昭和26)年の物価指数が、卸売物価指数総平均プラス11.6%、消費者物価年平均プラス2.6%であったことと比べるとその緩やかな上昇が確認できる。

さてここで注意を要するのは、日銀がこうした厳しい金融的制約を通じて有効需要の均衡を図ったにもかかわらず、1960年代以降も設備投資は横ばいの高水準を持続し、これに応じて日銀貸出も増加を続けたことにある。そのため、金融市場の日銀に対する依存度は改善されることなくますます強化され、その結果、日銀が目標とした金融機関の自立や正常化は達成されず、間接金融支配の構図は弱まるばかりか、経済成長期以降も温存するほど強固なものとなったのである。

よって次章で検討すべき問題は、当時の日銀の金融政策が、現状の物価指数の相対的安定に担った役割を認識したうえで、しかしそうした方針を固持しすぎたために、民間部門の健全で創造的な経済成長を著しく制御し、ブレーキをかけた側面があるのではないか、という批判に集約される。下村はこの後者の点を強調し、反論の姿勢をとった。

## Ⅱ 下村治の金融政策論

本章では、経済成長期の正しい金融運営のあり方を、「管理通貨制度の積極活用による有効需要の適切な管理調節」と規定した下村の独自の金融政策論を検討する。

下村は、日本の経済成長が国民の堅実な生産能力の増強によって支えられている限り、通貨の均衡が破れたとしてもインフレは起こらず、またたとえ起こったとしても、これは病的なインフレではなく国民生活の高度化を意味するものである、という確信とその理論化を背景に、次の2点を金融政策の基本的方針として提起した。

- ①管理通貨制度の利点を最大活用して、企業の生産力の増加(=設備投資の増額)に応じた日本銀行券の増発を行うこと。これによって、供給能力の限界と有効需要の増加をバランスよく調節管理し、経済成長を金融面からサポートするとともに、安定的な物価上昇を誘導すること。
- ②日本銀行券の通貨供給方式としては、日銀の買いオペレーションを先行させること。そして、その円滑化のために政府が主体となって低金利政策(=公定歩合の引き下げ)を敢行し、市中金利と均衡金利の均整を図り、金利体系の歪みを是正すること。これによって証券市場の健全な発展を促し、国債発行を主とした財政運営の基盤を築くこと。

### 1. 日銀の金融思想に対する批判—管理通貨制度下における金融調整のあり方

本節では、まず①の基本方針を確認していこう。

下村は、まず経済成長期の金融問題を考えるにあたって、政府や日銀は通俗的な偏見から脱却する必要がある、と主張する。下村にとって、1950年代以降の金融市場のひずみは、民間部門が異常な経済行動をとったことに理由があるのではなく、政府や日銀が通貨価値の安定に過剰に固執して、金融市場への資金流動をなるべく制御しようとしたことに根本的な原因があった。

下村はなぜ、民間企業の「貯蓄を超える投資」の要求、に金融当局が日銀券の増発で答えることが、正当な政策判断であると主張することができたのであろうか。そして国民経済全体が現状の物価指数の安定を切望していた時代に、なぜ「通貨価値の安定は、経済の健全な発展にとって、必要な条件ではあるけれども、十分な条件ではない」(下村、1957、p. 484)と副次的な問題に引き下げて、通貨の均衡を破ってでも金融緩和政策を主導することが重要であると考えたのだろうか。

この問題を解決するための前提として、下村はまず、国際経済のルールが戦前の金本位制度から、対ドル固定相

場制に基づく金為替本位制度<sup>10</sup>へと移行した事実にもっと注意を向けるべきだと強調する。なぜなら管理通貨体制のもとでは、「日本銀行券は、もはや、兌換を通じて本位貨幣に連結されることによってその価値を決定される通貨」ではなく「それ自身独立の存在をもち、通貨体系の中核をなす通貨」（下村、1957、p. 481）へと変化したからである。

つまり、国内の通貨発行高は戦前のように、金のような客観的な物質の保有量に拘束されることなく、通貨は通貨として、経済の必要に応じて政府の政策的判断をもちながら調節できるという方向へと転換したのである。別言すれば、経済が成長するか否か、景気が循環するか否かは、単に与えられた外部的要因＝金の存在量によって決定されるのではなく、政府と日銀が目的をもった通貨管理を行うことによって相当程度に調節できる問題へと変化したのだ。「通貨の管理は、単に通貨価値の安定のためにのみ行われるべきではなく、国民経済の健全な発展に寄与することを目標とすべき」（下村、1957、p. 483）なのである。

このように下村の金融政策論の基本的視角は、国民経済が堅実な成長率を示している限り、成長速度に応じて政府や日銀が、信用創造すなわち通貨発行の増加によって金融市場に通貨供給を行うことは、何ら避けられるべき政策ではないと主張する点にある。しかし当然のことながら、下村は、政府の経済政策の目的に応じて日銀券を可能な限り増発し、成長経済のためには過剰なインフレも厭わないと考えていたわけではない。

重要なポイントは下村が、創造された信用を中核に通貨を膨張させたとしても、今後の日本経済は、管理通貨体制を維持できるくらいに持続的な成長の可能性をもっており、よって日銀が危惧するような不健全なインフレの膨張は起らないばかりか、逆に通貨供給を抑制して市中の需給バランスを崩すことの方が通貨価値の安定には危険である、と確信していたことにある。この説明を正しく理解するためには、経済成長の実質的な側面を決定するのが法人企業の生産力の増強であり、さらにそれを決定するのが、年々の設備投資による設備能力の拡充である、とする下村の主張を確認しなくてはならない。

## 2. 生産力の増強を決定する設備投資

都留を中心とするエコノミストの多くが、1950年代以降の経済発展を「戦争のために落ち込んだ谷間から回復する過程での勃興」であり「永久に続くものではない」（都留、1966、p. 9）と主張したのに対して、下村がこれを「日本経済の歴史的な近代化である」（下村、2009、p. 5）と反論できた背景には、下村の有名な「乗数分析理論」の解釈がある。

カーン（R.F.Kahn）によって導入（雇用乗数）され、その後ケインズ（J.M.Keynes）によって確立（投資乗数）された乗数理論とは、経済現象において、ある経済量（例えば国民所得）が、その経済量に含まれる構成要素（例えば投資支出）から、乗数効果をともない変化する場合、後者の前者に及ぼす限界的効果を数式によって分析した理論のことを指す。下村はこのうち前者の値を、国民総生産（GNP）に、後者の値をそれに占める「民間設備投資額の割合」（正確には、廃棄設備の更新に相当するものを控除した純投資額の増加）に置いた。ケインズと下村の乗数理論の違いに関して、管見の限りでは次の点が指摘できる。ケインズが有効需要の決定に関して、純投資の乗数効果に大きな要因を置いたのに対して、下村は機械や設備などの純投資と、原材料の使用、労働力の維持などの回帰投資の合計を決定要因とし、純投資による資本蓄積、資本蓄積に対応する回帰投資、の投資の二重性を通じた乗数効果によって有効産出が生じると定義した。下村理論において、回帰投資の乗数を含む民間設備投資は、実質的な生産能力の拡充を表す中核的な数値であった。そして民間設備の投資純額の拡大が、翌年の国民総生産（GNP）の増加に及ぼす効果を示した値が、次の数式である。

民間設備投資純額：国民総生産（GNP）増額 = 1 : 1.1（下村、2009、p. 17）

この関係式から読み取れることは、民間設備投資が進行すると、翌年にはその額とほぼ同程度の国民総生産（GNP）の増額が期待されるという点にある。実際の振幅を考慮して、下村は関係式をやや控え目の「1 : 0.9」を基準にすると、安全性の高い経済成長率の可能性を算定できると述べる。

実際の数値で確認してみよう。重化学工業の設備投資が最も盛んに行われた1956（昭和30）年から1961（昭和36）年までの値を例にとってみると、5年間の設備投資総額は10兆6,135億円を示していることがわかる。これに

対して、市場価格表示の国民総生産（GNP）<sup>11</sup>の値は、9兆9,509億円から、19兆8,528億円と約10兆円の増額、平均成長率11.4%を記録しており、下村の乗数理論通り、設備投資の総額がほぼそのまま国民総生産（GNP）の増加に反映されていることが確認される。

下村は上記の理論を背景に、金融政策の方針について次のような結論を導く。つまり民間企業の資金要求が、近代化・合理化の新進的意図をもった設備投資に向けられている場合、翌年にはその投資額と同程度の国民総生産（GNP）の増加＝成長率を期待することができる。そして、経済成長の巡回軸となる新規設備を増設するためには、貯蓄以上の投資、つまり有効需要の膨張が起こることは自然な経済現象であって、何ら異常視する問題ではない。よってこのような「健全な経済成長が進行している限り、そのために必要な資金需要の膨張が日銀の追加信用によって支持されるのは当然で、そのような金融膨張の健全性に疑いをいだく余地は少しもない」（下村、2009、p. 212）のである。

下村にとっての金融政策の第一義的任務は、「国民経済の健全な発展に即して通貨供給量をコントロールする」ことにある。そしてこの任務の遂行するためには、日本銀行券の管理を義務とする日銀は、金本位制度のときのようにマーケット・メカニズムの変動に応じて、機械的に通貨発行高にブレーキをかけたり、公定歩合を引き上げたりする役割をやめて、民間企業の生産力の増強に応じて通貨発行高を弾力的に増加させる機関へと移行しなくてはならないのである。

### 3. 経済成長と物価上昇の関係

次に、上記の金融緩和政策論を補強するための重要な論点として、下村が健全な経済成長期における物価上昇は病的なインフレ現象ではないと主張する理由について確認しておきたい。下村はまず、「経済成長とは、実質的な生産能力の拡充が、それに対応した総需要の膨張によって現実の国民総生産（GNP）として実現される過程である。インフレなき経済成長の過程は、この総需要の膨張が実質的な生産能力の限界に近く、かつその限界をこえない程度に維持された状況である」（下村、2009、p. 15～16）と述べ、経済がインフレであるかどうかを決定するものは、供給力の増加速度と需要の増加速度との相対関係であると主張する。

つまり、単純に物価指数が上昇したというだけの事実は、ただちに経済がインフレ（少なくとも病的なインフレ）であるということを実証しえない。なぜなら、経済が成長し発展した国においては、成長の過程に応じて物、サービス、国民の労働力の値打ちが高くなるのが当然であり、「その労働力の高い値打ちの反映が消費者物価の上昇」（下村、2009、p. 422）となるからだ。経済成長の流れに乗って、国民経済全体を底上げし、高度化された国民生活を創出するためには、それに応じて消費者物価は高くならざるをえない。経済の成長期には成長の速度に即応した物価上昇が起こるのである。しかし、下村によればこれは病的なインフレではなく、「物の値打ちが人間に対して相対的に低下し、人間の値打ちが物に対して高くなること」（下村、1968、p. 12）の実証なのである。

ここで重要なポイントは、インフレなき経済成長の実現のためには、政府と日銀が効率的な金融政策を通じて、市中の需給バランスを調整しなくてはならないという点にある。つまり、経済成長下にあっても、需要と供給の増加バランスが適切に維持管理されれば、インフレ現象は招来されないものであって、重要なことは過熱したどちらかの要求を金本位制のときのように、金の流出を通じた金融引締めによって制御することにあるのではなく、どちらかの増加分に応じた金融取引総量を政策誘導によって生み出すことにあるのだ。

つまり1950年代の日本の経済成長下においては、有効需要の増加、生産力の増加に応じた通貨供給の流動性を市場に促すことが必要だったのである。下村が、通貨増発を強調する理由は、インフレなき経済成長を実行するという目的のためでもあった。そして適切な通貨供給の調節が行われた場合にのみ「はじめて、物価安定の条件のもとに経済成長の潜在能力に即した経済拡大を実現しうる体制」（下村、2009、p. 211）が確立されるのである。

## Ⅲ 金融緩和政策の提案とその批判

本章では、下村の金融緩和論をスムーズに実行するための具体的な金融調整の方法として、先に示した基本方針②＝日銀の買いオペレーションと金利低下政策の内容について検討する。これら2つの金融政策を検討するうえで

重要な点は、下村が政府と日銀の市場介入を「最初の突破口」にして、間接金融の支配的構造を、直接金融システムへとただらかに転換させようとしていたことにある。

### 1. 公開市場操作：日銀の買いオペレーション

下村の金融政策論の基本方針は、「日銀の信用創造が経済成長の不可欠の条件」（下村、2009、p. 206）とする点にある。しかし、政府が自分勝手な誤った景気対策で通貨を必要以上に膨張させ、市場経済を病的なインフレ状態へと導くことは、絶対に防御すべき事態である。そのためには通貨の増発量をなるべく市場に衝撃のない形で供給し、これを吸収させる方式を模索しなくてはならない。

そこで下村が提起した方法が、数ある通貨供給方式のうちでも、日銀が市場に出動し、市場価格を基準にして通貨や有価証券を売買する公開市場操作における「買いオペ」であった。買いオペによって期待される市場への効果は、2つ考えられる。

ひとつは、日銀が有価証券の買入れと引き合いに民間へ資金を供給するため、市中銀行の現金支払準備はそれだけ増加し、金融市場の金利低下は促され、企業に対する貸出態度を積極化させることができる。ふたつには、貨幣に次ぐ信用性をもつ債券を市場に供給することで、有価証券への投資態度を活発化させ、債券市場を機能化させることができる。

下村は、まず公社債と事業債の買いオペを継続し、その流動性が高まり債券市場が健全化した時点で、国債発行に踏み切り、最終的に日銀のオペレーションを国債と公社債を中心にする構図を戦略化していた（下村、1963、p. 70～74）。

### 2. 人為的金利操作

次に上記の債券市場の育成にいち早く取りかかるために、下村が強く主張した政策が、人為的な金利操作を通じた低金利政策であった。経済成長の促進と金融正常化に向けた政策としてなぜ低金利は必要であるのか。下村の論点を整理しよう。

まず下村は、日本の金利が国際水準と比較していかに高く設定されているかを問題にする。1962（昭和37）年の国際比較によれば、公定歩合：アメリカ3.0%、イギリス4.0%、に対して日本6.57%、銀行短期貸出金利：アメリカ4.77%、イギリス5.0%、に対して日本7.3%と国際的に割高であることが明らかである。1960（昭和35）年の貿易為替の自由化によって、産業界が国際化されようとしているとき、金利だけが国際水準から乖離する理由はないと下村は述べる。

また経済成長の点から重要な問題は、銀行貸出金利が全産業の企業利潤率に比較して高率であることにある。例えば1961（昭和36）年では、企業利潤率8.8%に対して、銀行貸出金利は8.0%と、戦前の約2倍の金利水準になっていることが分かる。下村は、「金利水準は、産業界の収益状況に比較して適度の水準になければならない。経済の健全にして力強い成長力を維持するに足る投資意欲は、資本の収益率よりも適度に低い金利を条件として可能となる」（下村、1963、p. 70～74）と主張し、標準的な企業利益率8%前後に対して、銀行貸出平均利率は5～6%に低められるべきだと述べる。

加えて、市中金利をこのように高率に固定させた要因のひとつとして、コールレートの異常高が問題として挙げられる。1962（昭和37）年のコールレートは、公定歩合や銀行貸出金利の率よりもさらに高い8.03～11.68%の並数の幅を示しており、成長期に一貫して高率であったコールレートによって債券市場の発達も阻まれていたのである。

以上のような問題を解決するために、下村は3年のあいだに公定歩合を漸次引き下げて、国際水準に見合う年率4.38～4.745%まで低下させるべきだと主張する。公定歩合の引き下げが始まれば、コールレートは、急速に公定歩合以下に低下をはじめ、それに応じて債券市場は機能化し、市中金利も均衡金利へと近づく。そして最終的には、長期金利と短期金利のゆがみがほぐれ、それに準じて産業界の資金計画の正常的な動きが始まるようになるのである（下村、1963、p. 70～74）。

政府や日銀の市場介入を契機として、証券市場の発達を促す下村の経済プランは、管理通貨制度の利点を多く取

り入れながら、必要以上の金融当局による市場管理を生じさせない点で、先見的な金融政策であったと評価することができる。

しかし、金本位制的な金融財政思想がまだ多く官庁や日銀内部で支配しているなかで、いくらそれが「最初の突破口」であったとしても、政府が人為的に市場を調節し、なおかつ日銀に決定権のある公開市場操作や公定歩合操作に政府が口をだすという行為は、簡単に受け入れられるものではなかった。池田や下村の積極主義路線に対して、日銀の立場から慎重で着実な批判を行った吉野は、成長政策の実現のために政府が人為的に金利を操作したり、これらの金融措置を日銀に強要したりする行為を、金融を「なるべく自由化しないで官僚統制を温存しよう」(中村・宮崎、2003、p.96)とする戦時金融統制の名残であると批判し、市場原理を十分に尊重した金融政策の重要性を訴えた。

### 3. 財政運営政策の提案

このような日銀内部の反論に対して、下村は「中央銀行の行動は政府の適切な経済政策あるいは財政金融政策に即応したものでなければならない」(下村、1957、p. 481)、金融市場の管理と責任の所在は政府のもとに一元化されなければならない、と主張し政府の日銀への優越性を是認する。

しかし、ここで注意すべきポイントは、下村自身が「計画主義は私の立場ではない」(下村、2009、p. 6)と弁明するように、下村の金融政策論の目的は、あくまで国民の潜在的な生産能力の可能性を市場で自由に発揮させるために、政府が補助的に整備すべき成長政策のあり方を模索することにあつた。重要なことは、政府と日銀が能動的に打開措置を先行させることで、民間部門における金融稼働性を促進させて、結果的に市場の自動調整力を回復させることにあるのだ。

その政策態度を証明する一端として、下村が政府と日銀の通貨調整を通じた金融政策を実行する考え方と相並んで、財政を金融政策と同じように有効活用して、裁量的に景気調整を行う「フィスカルポリシー」の考え方を強調していた点を確認しておきたい。

「国債発行は経済成長の必要条件だという前提で考えるべきである」(下村、1968、p.231)と繰り返し主張する下村は、公共投資などの政府主導型の経済政策については、これを日銀券の増発という形で実行するのではなくて、国債公債の積極的な発行と債券市場への供給を通じた、財政政策によって取券することが適切であると考えていた。

日本経済を適切にリードしていくための有力手段として財政政策に重きを置くことの利点は、国民の消費生活の病的なインフレを防止するとともに、経済政策に対する政府の責任を財政支出という形で負担させることによって、計画経済の行き過ぎを制限するという重要な役目がある。そして、この財政政策をスムーズに実行するためには、債券市場の健全な発展と、これを支える日銀の買いオペレーション操作が必要となり、よって日銀は政府の政策方針に協調的であることが要求されるのだ。

以上に見た日銀に対する政府の優越権を肯定する下村の主張は、統制経済の象徴というよりは、むしろ戦後の通貨管理制度をよりよく活用して、国内経済の拡大均衡を図るための機能的な政策態度であったことが理解されるだろう。

## おわりに

本稿では、戦後日本の代表的官庁エコノミスト・下村治の経済思想の特質を、下村の金融政策論を歴史文脈に照らし合わせながら具体的に検討するという方法から考察した。1950年代の経済思想は講座派やそれに近似する経済理論がまだ支配的であり、二重構造<sup>12</sup>などに典型的な日本経済の「非近代的構造」がある限り経済成長の前提たる国内市場の狭隘さや資本規模の過小性を打破できないとする見解が圧倒的であった。こうした立場を、下村は現場で養った独自の経済理論からなる政策提言によって打破したのである。

日本の金融政策の方針をめぐる大蔵省と日銀、あるいはそれら金融当局と在野との意見対立は、1930年代の「金解禁論争」で最も激しく行われた<sup>13</sup>が、その論争場の大きな政策課題であった「何を金融政策の優先目標とするのか」という問題は、戦略産業への傾斜生産方式によって戦後復興経済を計画した有沢広巳(1896-1988)、日本の経済成

長を通貨管理体制の積極運用によって促進させようとした下村治など、戦後の積極主義路線の有識者たちと、それに反論する安定主義路線の日銀とのあいだで再び火花を散らして議論されたのであった。

復興間もない日本経済において、常識的な政策課題であった「通貨価値の安定」を、下村は二次的問題に取り下げ、政府と日銀は通貨価値の均衡を破ってでも成長政策を優先させるべきだと訴えた。下村がこのような積極的提言を行えた背景には、下村が1950年代以降の日本の経済発展を、近代化過程の勃興期であると確信し、健全な経済成長下においては、有効需要の調整管理を適切に行えば、インフレを惹起させない状態のまま、国民経済の高度化は可能であると、乗数理論を通じて理論化していたことにある。

下村の強調するような、インフレなき経済成長は果たして可能なのだろうか、もし可能であるならばそのために主導されるべき金融調整の方針とはどのような内容なのだろうか。これらの秘密を解き明かすべく、本稿では下村の金融政策論の意味内容と妥当性を検討し、その意義を確認することに努めた。

そして、本稿の分析を通じて、下村が経済成長期の金融構造の歪みの原因を、市場への資金流動性の失調にあると指摘し、この矛盾の打開のためには、管理通貨制度の積極的利用によって有効需要の増加を調整しなくてはならないと主張した点に注目した。金融市場の管理を政府のもとに一元化することを是認する下村の金融政策論は、ともすれば政府の統制経済の名残であると非難される危険性があるが、そのようななかで下村が独創的でありえたのは、下村が必要以上の政府の市場介入を生じさせないために、公共政策などの政府主導の経済政策については、日銀券の増発という形式ではなく、国債公債の財政投資の方法で行おうとしていたことにあると考えた。

1954（昭和34）年の大蔵省退官後、官庁の場を離れフリーの経済評論家としての活動を広げた下村は、安定経済成長を提起する佐藤栄作（1901-1975）内閣の経済政策の方針に、終始批判的な論調を取り続け、固定相場制の通貨体制が崩壊した1972（昭和47）年のニクソンショックの一要因を、佐藤時代の慎重な国債政策にあると指摘した。下村の主張する積極的な国債運営の内容とはいかなるものであったのか、また管理通貨制度なきあとに政府が主導すべき財政金融政策とはいかなる内容であったのか。これ以降の検討は今後の課題である。

## 注

- 1 第2章2節で詳述。
- 2 上前淳一郎『山より大きな猪 高度成長に挑んだ男たち』（講談社、1986年）、水木楊『エコノミスト三国志 戦後経済を創った男たち』（文藝春秋、1999年）、沢木耕太郎『危機の宰相』（文藝春秋、2008年）、粕谷一希「下村理論の予見性」（『戦後思潮 知識人たちの肖像』所収、日本経済新聞社、1981年。藤原書店（新版）、2008年）などがある。
- 3 下村が関係した主な論争として、在庫論争（1957）、成長論争（1959-1960）、安定成長論争（1960）が挙げられる。それらの論争内容は論争相手の批判論文も含めて以下の文献で確認できる。下村治『経済成長実現のために』（宏池会、1957年）、櫛田光男編『日本経済の成長力「下村理論」とその批判』（金融財政事情研究会、1959年）、村上泰亮編『経済成長』（日本経済新聞社、1971年）、下村治『経済大国日本の選択』（東洋経済新報社、1971年）。
- 4 1953（昭和28）年に行われた日銀の金融引締め政策を批判的に検討した論文「金融引締政策—その正しい理解のために」（1954年11月20日）は、大蔵省部内資料として関係者に配布され、官庁内に広く波紋を巻き起こした。
- 5 本稿で示す数値は、とくに断りがない場合、大蔵省財政史室編『昭和財政史 昭和27-48年度』（全16巻、1999-2000年、東洋経済新報社）の表・図式を参考にしている。
- 6 高度成長を歴史的観点から分析した代表的研究に、香西泰『高度成長の時代 現代日本経済史ノート』（日本評論社、1981年。日本経済新聞社（新版）、2001年）、佐和隆光『高度成長「理念」と政策の同時代史』（日本放送出版協会、1984年）がある。
- 7 1912（大正元）年1月に日銀が開始した制度。日銀が取引先金融機関ごとに貸出枠を設け、その範囲外の貸付については公定歩合を上回る高率金利を適用し、貸出抑制を狙うもの。
- 8 窓口規制ともいう。日銀が取引先金融機関に対して貸出増加額を一定範囲にとどめるよう指導すること。具体的には、指導の対象となる金融機関から四半期ごとに貸出計画を提出させ、それをもとに個別金融機関ごとの貸出増加額の上限を査定し、通知する形式をとる。1991年廃止。
- 9 朝鮮戦争（1950-1951）の時期に、戦略物資の世界的不足に対処するために創設された制度。1953年以降、日銀貸出しの約半数を占めていた輸入関連金融の総額を減じるために優遇の度合いを是正し、輸出産業の拡大を狙った。
- 10 金本位制の一形態。金本位国の通貨を一定の為替相場で無制限に売買する貨幣制度で、通貨と金の結びつきは間接的。1944年にアメ

リカのブレトン・ウッズで採用された。

- 11 経済企画庁編『国民所得統計年報昭和53年版』（経済企画庁、1978年）参照。
- 12 二重構造とは、一国の経済構造の内部において近代的部門と、非近代的部門とが併存し、職業的、地域的に経済格差を形成している状態のことを指す。
- 13 「新平価金解禁」を主張した高橋亀吉（1891-1977）の主張から金解禁論争の論点を再検討したものに、影浦順子「高橋亀吉の思想的出発—金解禁論争から『プチ帝国主義論』へ—」（中部大学『アリーナ』7号掲載予定、風媒社、2009年）がある。

### [参考文献]

- 伊藤修『日本型金融の歴史的構造』、東京大学出版会、1995年
- 一ノ瀬篤『固定相場制期の日本銀行金融政策』、御茶の水書房、1995年
- 一万田尚登『一万田尚登伝記・追悼録』、徳間書店、1986年
- 上久保敏『下村治「日本経済学」の実践者』、日本経済評論社、2008年
- 香西泰「高度成長期の経済政策」（安場保吉・猪木武徳編『日本経済史 高度成長』第8巻）、岩波書店、1989年
- 下村治『経済成実現のために』、宏池会、1957年
- 下村治『日本経済は成長する 消費者物価・金利・酪農』、弘文堂、1963年
- 下村治『日本経済成長論』、中央公論社、2009年
- 鈴木淑夫『現代日本金融論』、東洋経済新報社、1974年
- 都留重人「私の日本経済論」（『私の日本経済論』3）、日本経済新聞社、1976年
- 中西寛 [a]「経済的生存の模索—戦間期日本経済と下村治の経済理論の形成—」（京都大学法学会編『法學論争』第156巻、第3・4号）、2005年1月
- 中西寛 [b]「高度経済成長から総合安全保障へ—下村治の政治経済分析—」（京都大学法学会編『法學論争』第156巻、第5・6号）、2005年3月
- 中村孝俊『高度成長と金融・証券』、岩波書店、1965年
- 中村隆英・宮崎正康編『岸信介政権と高度成長』、東洋経済新報社、2003年
- 日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史』第5巻、日本銀行、1985年
- 吉野俊彦『我が国の金融制度と金融政策』、至誠堂、1954年

# A Study on the Economic Theory of Shimomura Osamu: Focusing on Economic Growth and Financial Adjustment

KAGEURA Junko

## Abstract:

The economic thought of Shimomura Osamu (1910-1989) has been regarded as a straightforward application of Keynesian theory to Japan. However, he did not merely follow Keynes but had many original insights, too. This paper analyzes his original ideas of the late 1950s, which were influenced by his intuitive understanding of the postwar Japanese economy. In this paper, I discuss two of Shimomura's ideas. First, he claimed that the government and the Bank of Japan should promote an economic growth policy by actively pushing a Managed Currency System, even if it broke stability in the value of money. Second, to avoid too much market intervention by the government, he suggested that economic policies initiated by the government, such as public works, should be executed not by issuing additional Bank of Japan notes but by fiscal investment through issuing government bonds. Contrary to the mainstream opinion of the immediate postwar era of the impossibility of achieving economic growth, Shimomura theorized that, if the government and the Bank of Japan adjusted effective demand appropriately, the development of the national economy could be achieved without inflation as long as economic growth was healthy.

Keywords: Shimomura Osamu, economic growth, financial adjustment, inflation, multiplier theory

## 下村治経済理論の一考察 ——経済成長と金融調整のあり方をめぐって——

影 浦 順 子

## 要旨：

本論は、官庁エコノミストとして戦後日本経済の成長の可能性と条件を検討した下村治の経済理論を考察したものである。1950年代の経済思想は、講座派やそれに近似する経済理論がまだ支配的であり、二重構造などに典型的な日本経済の「非近代的構造」がある限り、経済成長を実現させることは不可能であるとする見解が圧倒的であった。こうした一般論に反して、下村は朝鮮戦争以降の日本の経済発展を、近代化過程の勃興期であると確信していた。そして復興間もない日本経済において優先的な金融政策課題であった、通貨価値の安定を二次的問題に引き下げて、政府と日銀は、通貨の均衡を破ってでも、「管理通貨制度の積極的運用」による成長政策を促進すべきだと主張した。上記の下村の発言の背景として、本論では、下村が健全な経済成長下においては、有効需要の調整管理を適切に行えば、インフレを惹起させない状態のまま国民経済の高度化は実現できることを、ケインズの乗数理論を通じて理論化していた点に注目した。

