

マネーサプライ・コントロールを巡って

植田 和 男

1. はじめに
2. ハイパワードマネーの制御可能性
3. 中期マクロモデルと金融セクター
4. 日本における金融調節の現状とマネーサプライ動向

1. はじめに

マネーサプライの動きが注目を集めている。ここ1、2年来低い伸び率を記録していたM2+C Dは、1992年9月には対前年比伸び率-0.5%と初めてマイナスの伸び率となり、当然のことながらその要因に対する関心を強めた。一時的、特殊な要因が多いので、-0.5%という値をそれほど気にする必要はないという説と、实体经济の急速な悪化を反映している、ないし金融政策のスタンスが緊縮的にすぎるとい説とに二分されよう。

より一層の金融緩和が必要だという立場のなかでも、岩田[1992a]はマネーサプライ低迷の理由は、日本銀行がハイパワードマネーの供給を抑えている点にあると主張した。これに対して翁[1992]は、日本銀行はハイパワードマネーのコントロールを行っていないので、このような主張は誤りであるとした。この論争は、実は1970年代初めのインフレーションの原因に関して展開された小宮・外山論争（例えば、外山[1980]、小宮[1988]参照）

と密接に関連した論争であり、中央銀行家と学者の間では、絶え間なく議論されてきた論点とも言えよう。

本論文の目的は、このようなマネーサプライに対する関心の高まりを受けて、マネーサプライないし、それと金融政策との関連について、とくに重要と思われる論点を取り上げ、整理するとともに、いくつかの論点については、筆者なりの解答を与えるということである。ただし、どちらかと言えば、まだ解決に至っていない問題を整理、提示することによって、今後の研究の進展に資するという意図から、未解決と思われる論点をそのまま示すという部分も多い。

マネーサプライに関する議論は2つの部分に分けることが可能である。第1に、中央銀行の金融調節のあり方として、ハイパワードマネーの量为目标とする方法と、短期金利の水準为目标とする方法の2通りがあるわけだが、両者を比較対照し、その得失を明らかにするという作業が存在する。この点については残念ながら学界では十分な答が得られてい

コメントを頂いた香西泰（日本経済研究センター）、堀内昭義（東京大学）両氏および金融研究会出席者の方々に感謝したい。

ない。以下では、2.で、なぜ現実の中央銀行は金利コントロールを多用するのかという点について1つの試論を試みる。また、その議論に基づいて、金利コントロールが実施されている場合に、金利とハイパワードマネーの動きをどう解釈すべきかという点も論じられる。1つのポイントは議論の時間単位を明らかにすることが肝要であるということである。

第2に、マネーサプライは中央銀行によってコントロール可能な変数かどうかという点がある。もちろん、窓口指導のような手段を別にすれば、中央銀行は直接マネーサプライないし、その構成要素に働きかける手段を持たない。現実問題として重要なのは、日本銀行が直接働きかけている、あるいは働きかけることのできる変数、すなわちハイパワードマネー、短期金利とマネーサプライの関係がどのようなものか、したがってマネーサプライの動向をどう解釈すべきかという点である。

もちろん、理論的には中央銀行はハイパワードマネーのコントロールを通じて政策を進めることも、短期金利のコントロールを中心的なメカニズムにすることも可能である。以下では、3.でそのそれぞれの場合のマネーサプライ変動がどのようなものとなるかを明らかにする。そのうえで、2.でも述べるように、現状の日本銀行による金融政策運営は、短期金利コントロールを中心としたものであり、その結果、マネーサプライ、ハイパワードマネーはともに内生変数である点を強調する。これは、ある意味では実務家にとっては常識とも言える点だが、学界で通常使用されている表現方法で議論を整理してみたい。とくに、短期金利コントロールの場合と、ハイ

パワードマネー・コントロールの場合とでは、マネーサプライの動きが全く異なったものとなってくるという点も強調する。

引続き、4.において、最近のマネーサプライの動き（1980年代後半のマーシャルの k の上昇と1991年以降の急落）を、日本銀行が短期金利を出発点とした金融政策運営を行っているという視点から分析する。1980年代後半には、資産価格の大幅な上昇、不十分な金融自由化等の動きが、貨幣需要あるいは、とくに非金融法人部門のいわゆる両建て取引を増大させ、マネーサプライの上昇につながった点、1990年代に入ってから、資産価格の下落と、金融自由化の一層の進展等から、このような動きが逆転したことなどがマネーサプライの動向をも逆転させたことを示す。注意すべきは、ハイパワードマネー・コントロールが政策運営の出発点であった場合には、同様の行動が企業部門にみられたとしても、マーシャルの k の大幅な変動は発生しなかったであろうということである。

2. ハイパワードマネーの制御可能性

学界と中央銀行家の長年の対立点の1つは、ハイパワードマネーがコントロール可能かどうか、あるいはそれが望ましいかどうかという点である。もちろん、その対極にあるのは金利コントロールを基本とする金融調節メカニズムである。最近この点を論じたPoole [1991]は、次のような興味深い指摘を行っている。

“Central banks almost everywhere usually implement their policies through tight control of money market interest rates. Academic economists almost everywhere usually dis-

II. 報告論文

cuss monetary policy in terms of the money stock. These facts say something about either central bankers or academic monetary economists, or both.”

ただし、Poole は、同論文のなかで以上の対立を解決する議論を提示していない。

誤解を避けるために次の点を指摘しておく。ハイパワードマネーに対する需要と供給が均衡では等しくなるので、金利とハイパワードマネーの量は後者に対する需要曲線上にのっている。したがって、金利の水準を政策的に決定するということは、同時にハイパワードマネーの量の水準を決定することになる。すると、量か金利かという問題自体が無意味であるとの批判がありうる。この批判に対しては次のような解答が一般的であろう。すなわち、ハイパワードマネー需要曲線は様々な理由で短期的に左右ないし上下にシフトする。すると、金利を一定に保つためには

量を動かす必要がある。量を一定に保つためには、金利が変動する必要がある。政策変数として量を選ぶか金利を選ぶかという問題は、この点に関する選択なのである。

日本銀行の現行の金融調節方式は、コールレート・コントロール方式と言ってよいだろう。第1に、数多くの日本銀行関係者の発言がこの点を示唆している。例えば、黒田[1986]は前節とほぼ同様の調節regime 分類を行った後、現行の日本銀行の調節方式がコールレート・コントロール方式であると主張している。もちろん、ハイパワードマネーが内生変数であるとの日銀関係者による指摘は枚挙に暇がない。第2に、コールレートを代表とする日本のインターバンクレートは極めて安定的である。第1表は、Ueda[1991]からの引用だが、コールレートが Federal Funds Rate に比べて極めて安定的であることを示している。同様の点を、Fed[1992]からの引用である第2表が示している。

第1表 日次データにおける金利の変動幅

	期間(年)	インターバンク金利	3か月金利	長期レート
米 国	'77~'91	.523 (.466)	.221	.143
	'77~'79	.211 (.159)	.180	.0581
	'79~'82	.841 (.738)	.402	.239
	'82~'91	.437 (.400)	.111	.112
日 本	'78~'91	.139	.0725	.121
	'78~'79	.125	.047	N.A.
	'79~'88	.147	.0801	.136
	'88~'91	.102	.0254	.0877

- (注) 1. 各値は、金利の両側10日間をとった移動平均からのギャップの分散。
 2. 採用した金利は表の順に、米国はFFレート、TBレート、7年物国債レート、日本はコールレート、CDレート、10年物国債レート。
 3. () 内は積みの最終日である水曜日を除いた計算。

第2表 オーバーナイト金利の変動幅

年 国名	1988	1989	1990	1991	1988~91
米 国	12.3	11.9	12.3	21.1	14.4
日 本	8.7	8.5	7.1	8.4	8.2
ド イ ツ	15.7	18.2	13.6	13.4	15.2
イギリス	50.4	32.9	14.8	25.3	30.9
カナダ	9.7	13.4	21.3	28.7	18.3
ス イ ス	N.A.	33.8	34.8	37.8	35.5

(注) 各値は30日間移動平均からのギャップの平均絶対偏差。
(出所) Fed [1992]

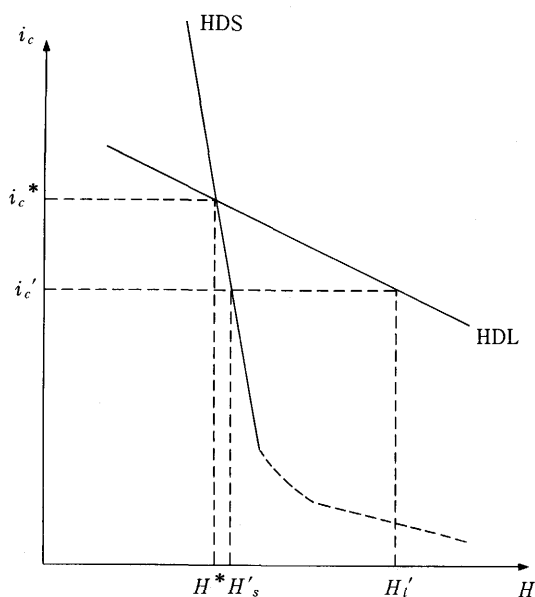
さらに言えば、Fed[1992]にも述べられているように、ハイパワードマネー・コントロールを実施している中央銀行は現実にはほとんど存在しない。ハイパワードマネー・コントロールが技術的に難しいか、あるいは望ましくない調節方式であると、多くの中央銀行が考えているからであろう。

なぜそうかという点についての厳密な議論は存在しない。しかし、ややインフォーマルな解釈を1つ提示するとすれば次のようなものになる。すなわち、短期のハイパワードマネー需要曲線は、長期のそれに比べて極めて利子率に対して非弾力的である。したがって、量を一定にコントロールしようとする政策は短期的には大幅な利子率の変動を引き起こす。利子率の短期的な変動を望ましくないものとするれば、中央銀行が量コントロールの政策に踏み切れない理由がここに存在する。

このような解釈に立つと、金融政策のスタンスの変更は次のような図解が可能である。すなわち、第1図のコールレート、ハイパワードマネー平面において、HDSは短期の、HDLは長期のハイパワードマネー需要曲線を示している。 (i_c^*, H^*) から出発しての金

融緩和は、当初 i_c' への金利の低下をマネーの量を H_s' まで増大させることによって引き起こしつつ開始される。金利の低下が貸出や預金に及ぶにつれて、需要曲線はより弾力的となり、引続き金利を i_c' に保つためには、量を H_l' まで拡大してやるが必要となる。当初から量を H_l' まで拡大すれば金利は必要以上に大幅に低下してしまうだろう。

第1図



II. 報告論文

次のような点が重要である。 H_s' から H_i' へかけての量の拡大の過程では、需要の増大に合わせて受動的に中央銀行がハイパワードマネーを供給しているとの見方が可能である。他方、明らかに、 H の長期的な増大は能動的な金融政策の結果である。つまり、量の変動が政策の結果かそうでないかは、とりあえず日々のオペレーションに着目して物事を捉えるか、政策の中長期的な影響全体を総合的に捉えるかによって異なってくるのである。¹⁾

日本銀行が多用している資金需給実績についても、以上のように考えて初めてその有用性が理解可能である。すなわち、同実績は日本銀行のバランスシートをフローの形で次のように書き換えたものである。

$$\begin{aligned} \text{銀行券増一（財政等要因）} &= \text{資金不足} \\ &= \text{金融調節一準備預金減} \end{aligned}$$

この式の伝統的な日本銀行流解釈は、左辺が現金需要のうち財政で供給されなかった部分であり、右辺にあるように金融調節で供給されるか、預金準備減少というかたちで供給されざるを得ないというものである。

需給均衡式のこのような解釈には学者は強い反感を覚える。岩田[1992b]が指摘するように、上の実績は事後的なバランスを示しているだけであり、左から右へという因果関係を一般的に読みとるのは誤りである。例えば、銀行券増の上昇は金利を低下させるような金

融調節の結果かもしれない。²⁾

しかし、先に述べたような金融調節の見方に立てば、資金需給実績の次のような解釈が可能である。銀行券増と財政要因は短期的には日銀のコントロールが難しい変数である。したがって、コールレートを平準化するという政策下では、上式の左辺をなるべく正確に予測し、金融調節によって accommodate してやるのが望ましい。長期的には銀行券は金融政策によって動かすことができるが、この影響力は短期では発現しないので、日々の調節を上式の長期的な解釈に基づいて行うわけにはいかない。

以上は1つの仮説であり、その妥当性をここで実証的に検討する余地はない。しかし、若干の問題点をあげておこう。第1に、上のような議論はハイパワードマネーが短期的には利子非弾力的であることを前提としているが、これがどの程度正しい議論であるかを厳密に検証した研究例は少ない。Ueda[1991]では、簡単なハイパワードマネー需要関数の推定と、資金需給の振れ幅の見積りから、量のコントロールを徹底すれば、平時でもコールレートは上下100%ほど振れるだろうとしている。しかし、より綿密な研究が望ましいことは言うまでもない。

第2に、利子弾力性の度合いは預金準備制度をはじめとした短期金融市場の様々な制度的枠組みに依存する。例えば、米国のように必要準備のCarry-Over 制を導入すると、最

1) 以上は本質的には、植田・植草[1988]で展開された議論である。また、より正確には、準備の積みの期間内では準備が法定準備に等しい必要はないこと、金利の低い日に準備を積む選択の余地があることなどから、積みの期間を平均した1か月ないし数か月という期間よりは、ハイパワードマネーの利子弾力性が高いと考えられる。

2) 同様の指摘は小宮[1988]、堀内[1980]にみられる。

終日でも理論的には準備需要は利子弾力的となる。あるいは、中央銀行が結局最終日にはマクロ的には準備を供給するというのが現金金融調節方式の参加者による暗黙の合意であるが、これが変われば超過準備が保有され、それが利子弾力的となることも考えられよう。

第3に、利子率の大幅変動は望ましくないという点の理論的根拠がはっきりしない。利子率の変動自体に経済厚生上マイナスの影響があるか、金融政策の波及過程では貨幣供給量よりも金利が重要であるか考えるかのどちらかのように思われるが、十分な議論は存在しない。

第4に、ハイパワードマネー供給の内生性を強調しすぎる議論は、金融政策の責任逃れに使われやすい。短期的には内生的であっても、長期的には金融政策が強い影響をハイパワードマネーに与えるのである。³⁾

3. 中期マクロモデルと金融セクター

金融調節に関するいま1つの論点は、調節のあり方によって広義の貨幣供給量の動きの解釈が異なってくるという点である。以下では、コールレート・コントロールとハイパワードマネー・コントロールの場合とでマネーサプライの動きがどう異なるかを理論的に議論する。

本論文の対象とするような金融政策と貨幣供給量の関係を論じるには、当面考察の対象としている時間的視野を明らかにする必要がある。2.よりもやや厳密に、以下では、次のような意味で短期と中期を区別したうえで、

3.と4.では中期の分析に焦点を当てることにする。短期とは、1か月以内で準備預金の積みの期間に対応している。中期とは、1か月以上の期間で、1か月以内の変動は無視するか、平均してならされた後の姿が対象とされていると仮定する。

第3表にまとめられているような簡単な中期マクロモデルを考える。資産の種類は、ハイパワードマネー、コール、預金、貸出、実物資産の5種類である。ただし、ここでの貸出市場は、銀行貸出、債券、株式の3つの市場を抽象的に合成したものであると考えることにする。したがって、モデルの結論の解釈に当たっては、あたかも株式市場のように、ここでの銀行貸出市場を解釈することもあり得るという点を注意しておく。このそれぞれについて需給バランスの条件に加えて、貯蓄＝投資という財市場のバランスを表す関係がモデルの骨格である。

日本銀行は、公定歩合 r で民間銀行に貸出 BL を実行する。これが現金の供給源であり、それに対する需要は、銀行部門の預金準備 R と、非銀行部門の現金需要 CU とからなる。民間銀行は日本銀行貸出、コールからの取入れ CA 、預金 D を原資として、一部を準備に回し、残りを貸出 L_b で運用する。日本銀行貸出は、コールレートよりも低い公定歩合で実行されるため、信用割当があり、日本銀行の意志によってその供給量が上下するとする。同様にして、預金も預金金利 i_d が低い水準に固定されているため、非銀行部門が供給する預金を銀行はそのまま受け入れるとす

3) これを資金需給実績についてみれば、銀行券増が過去の金融緩和の結果発生しているといったケースに対応する。この時、ごく短期にはこれに対応して供給を増やすしかないが、正しい政策は速やかに金利を上昇させ、銀行券の伸びを中長期的に抑える政策を開始することである。

II. 報告論文

第3表 各部門のバランスシート

	日本銀行		民間銀行		非銀行部門		金 利
	A	L	A	L	A	L	
現 金		CU,R	R		CU		
日銀貸出	BL			BL			r
コ ー ル				CA			i_c
預 金				D	D		i_d
貸 出			L_b		L_p	L_s	i_l
実物資産					K		
純 資 産						W	

る。また、簡単のため、準備-預金比率は法定準備率 k に等しいものとしよう。貸出を実行するには、貸出量について通増的に増大する審査・事務コスト $C(L_b)$ がかかるものとする。

民間銀行の利潤最大化行動は、

$$i_l L_b - rBL - i_c CA - i_d D - C(L_b)$$

を最大化することに帰着する。一階の条件等から容易に、

$$L_b = L_b(i_l - i_c), L_b' > 0 \quad (1)$$

$$CA = L_b(i_l - i_c) - (1 - k)D - BL \quad (2)$$

となることが分かる。

非銀行部門は、借入れ L_s と純資産 W を合わせた額を、4つの資産（現金 CU 、預金 D 、貸出 L_p 、実物資産 K ）に配分するものとする。

$$W + L_s = CU + D + L_p + K \quad (3)$$

簡単化のため、現金需要は預金の一定割合 ($CU = aD$)、前期末には純資産は前期末の

実物資産に等しかったこと、非銀行部門の借入需要は貸出金利の関数、自らの貸出による運用、預金はいずれも貸出金利、預金金利、GNP、資産残高の関数であるとしよう。また、貯蓄はGNPの、投資は貸出金利の関数であるとする。すなわち、

$$CU + D = (1 + a)D = (1 + a)D(i_l, i_d, Y, W) \quad (4)$$

$$Di_l < 0, Di_d > 0, D_Y > 0$$

$$D_W > 0$$

$$L_p = L_p(i_l, i_d, Y, W), L_s = L_s(i_l) \quad (5)$$

$$L_p i_l > 0, L_p i_d < 0$$

$$L_p Y < 0, L_p W > 0, L_s' < 0$$

$$W = W(-1) + S(Y), S' > 0 \quad (6)$$

$$K = K(-1) + I(i_l), I' < 0, \quad (7)$$

という関係が成立する。なお、(6)、(7)式における(-1)は前期末における残高を示す。モデルの均衡条件は、

$$CU + R = BL \quad (8)$$

$$CA = 0 \quad (9)$$

$$L_b + L_p = L_s \quad (10)$$

$$I = S \quad (11)$$

となる。いうまでもなく、(11)式は財市場の均衡式であり、(8)～(11)のうち、3本のみが独立な関係式である。この3本の関係で、どの変数の値が定まるかについては、少なくとも2通りの考え方があり得る。それぞれについて順にみていこう。

(1) ハイパワードマネー・コントロール

中央銀行がハイパワードマネーの供給量 BL を外生的に決めるとすると、上の4式で決定されるのは、 i_l, i_c, Y の3変数となる。また、マネーサプライ M は、

$$M = mH, m = (1+a)/(k+a) \quad (12)$$

で決まるので、貨幣乗数に影響を与える a, k が一定であれば、 M も外生変数ないし、金融政策で直接決まる変数となる。

金利と GNP の決定は、第2図、第3図に示されている。第2図の LL, CA 曲線は、

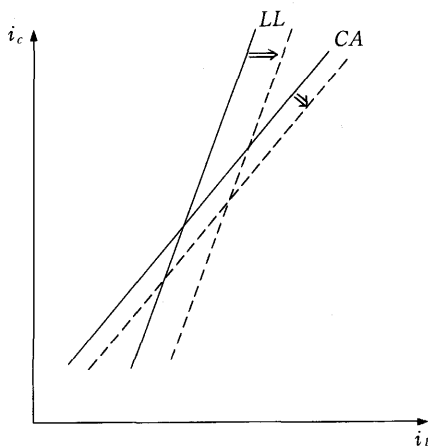
GNP を一定としたときの、それぞれ貸出市場、コール市場が均衡するような貸出金利、コールレートの組合せであり、容易にいずれも右上がりであることが確かめられる。両曲線の相対的な傾きは一意的には定まらないが、ここでは不均衡状態での調整過程が安定的なケースを描いている。

次に、GNP が上昇すると、 CA 曲線は右側にシフトするが、 LL 曲線については、 L_p 関数の所得効果と資産効果の大きさ次第ではっきりしない。以下では、所得効果の方が大きく、 LL 曲線も右側にシフトするケースを標準的としよう。図からは、両金利の変化方向が必ずしも明らかでないように見えるが、実は両金利とも上昇する。簡単に証明しておこう。このモデルでは、

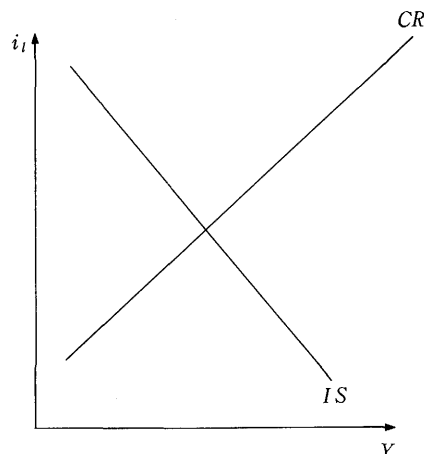
$$M = L_b = (1+a)D \quad (13)$$

が成立する。したがって、中央銀行が H を動かさない限り、銀行貸出も一定である。貸出関数にシフトがない限りは、貸出金利とコールレートの差も一定である。両金利とも下がるか、上がるかであるが、下がる場合には、GNP の上昇と合わせて、預金量は必ず

第2図



第3図



II. 報告論文

上昇する。しかし、これは預金も一定という上の関係に反する。よって、第3図のような右上がりのCR曲線を貸出金利、GNP平面に描き入れることができる。CR曲線は、様々なGNPの値に対して、コール市場と貸出市場が均衡するときの貸出金利の水準を示している。この曲線と、通常のIS曲線との交点が、モデルの均衡点である。

金融引締政策の影響が第4図、第5図に示されている。中央銀行による貸出の抑制は、CA曲線を左上にシフトさせ、両金利を上昇させる。第5図では、CR曲線の左上へのシフトが発生し、最終的に貸出金利の上昇と、GNPの低下が生じる。⁴⁾もちろん、マネーサプライは(12)式に従って、 H の m 倍だけの低下となる。マネーサプライが低下するので、貸出金利とコールレートの差は減少している。すなわち、コールレートも上昇する。

図示はしないが、投資の期待利潤率の低下のような実物的なショックは、マネーサプライに影響を与えないことも明らかであろう。

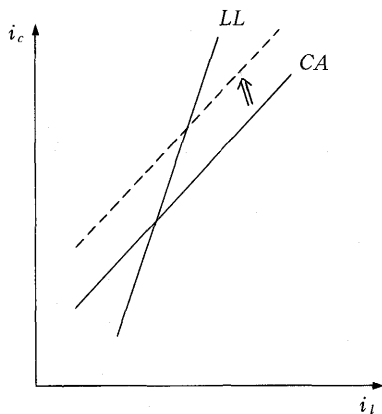
投資関数の下方シフトのみが起こるとすれば、IS曲線の左下へのシフトに伴い、GNPの低下と金利の低下が発生する。同時に借入需要も低下するとすれば、CR曲線もシフトし、話はより複雑になるが、やはりGNP、金利の低下が発生するケースが標準的と言えよう。銀行の貸出供給側からみれば、両金利が同じだけ低下するので供給量は変化しない。借入需要も、需要関数の下方シフトを貸出金利低下が打ち消すので変化しない。

以上のように、この regime では金融政策が変更されない限り、マネーサプライに変化は発生しない。

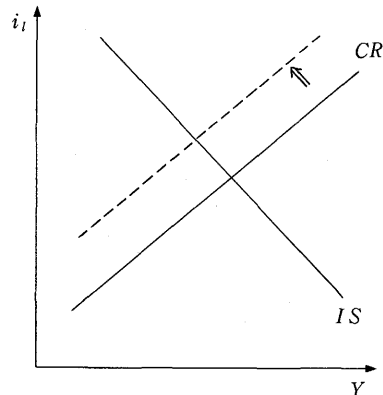
(2) コールレート・コントロール

いま1つの金融調節方式は、ハイパワードマネーでなくコールレートを中央銀行が政策変数にするケースである。この場合、中央銀行は(9)式で決まるコールレートが、その目標水準に等しくなるように貸出BLを調節する。したがって、ハイパワードマネー、さら

第4図



第5図

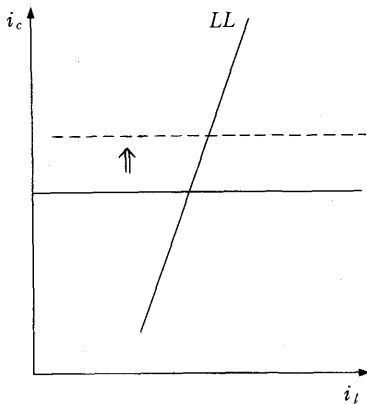


4) GNPの変化は、第4図のLL、CA両曲線をシフトさせることになるが、煩雑になるので、この点は省略されている。

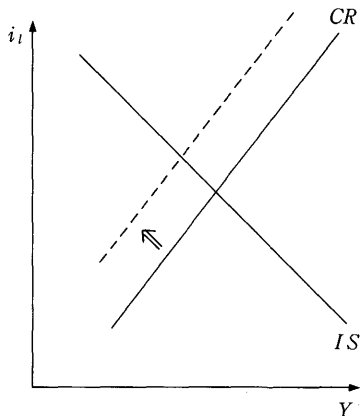
にはマネーサプライ、預金の水準も内生変数となる。

金融引締政策は、コールレートの誘導水準の上昇に対応する。第6図、第7図にあるように、コールレートの上昇に伴い、CR曲線の左上方へのシフトが発生し、貸出金利の上昇とGNPの低下が発生する。この時、 $i_l - i_c$ は下落していることが容易に分かるので、ハイパワードマネー、マネーサプライ、預金の水準も下落している。この意味では、以上2つの regime における金融引締政策はほぼ同様の影響を諸変数に与える。

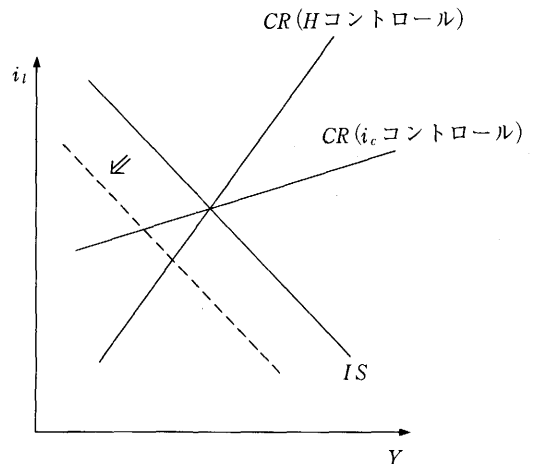
第6図



第7図



第8図



両 regime での諸変数の動き、とくに貨幣供給量の動きが異なるのは、金融政策以外のショックが経済変動の要因となった場合である。投資の期待利潤率の低下は、IS曲線を左下方にシフトさせる。借入れ需要関数も下にシフトすれば、CR曲線の下方シフトも発生するが、いずれにせよ貸出金利、したがってそれとコールレートとの差は低下する。すなわち、ハイパワードマネー、マネーサプライ、預金は減少する。これを裏からみれば、借入需要、GNPの低下に伴い、銀行貸出金利、および貸出量は減少する。同時にコール市場での銀行の資金需要も低下し、コールレートには低下圧力がかかる。コールレートを目標水準に据え置くためには、中央銀行貸出の回収が必要となるのである。したがって、この regime では金融政策に変化がなくても、貨幣供給量が変動する。

このように期待利潤率の低下に伴って貨幣供給量が縮小するので、この regime の方がGNPの減少幅は大きくなる。この点を示したのが第8図であり、コールレート・コントロールの場合の方がCR曲線の傾きが緩やか

II. 報告論文

であり、したがって IS 曲線のシフトの GNP への影響は大きい。もちろん、これは Poole [1970] によって分析された、貨幣供給量と金利コントロールの経済安定化機能を巡る論点の一例にすぎない。

さらに 2、3 の例をみておこう。銀行の貸し渋り（例えば、 $C(\cdot)$ 関数の上方シフト）は、 CR 曲線の左上方シフト、したがって金利の上昇と GNP の低下を引き起こす。貸出金利の上昇、GNP の低下、それによる貯蓄と総資産の低下はいずれも預金を減少させる。したがって、同時にマネーサプライ、ハイパワードマネーも減少することが判明する。

次のような例も最近のマネーサプライ動向を解釈するに際して重要である。非銀行部門が、借入れを増大させたり、自らの有価証券運用を減少させたりして、預金を増やそうとするケースを考えてみよう。もちろん、銀行から資金を借入れ、銀行に預金したのでは通常は損をするわけだが、1980年代後半には、このような行動が一部の主体によって、かなり広くとられた可能性がある。例えば、 CP を発行して大口預金とするケースなどが典型である。このような時、モデルでは CR 曲線の上方シフト、したがって貸出金利の上昇と GNP の低下が発生する。銀行の貸出供給関数に変化は生じていないので、貸出金利の上昇は貨幣供給量の増大を意味する。すなわち、このような「両建て取引」の増大は、デフレ

的である一方で貨幣供給量を上昇させる。直感的理由は次のとおりである。貨幣需要関数の上方シフトは金利を上昇させ、デフレ的である。金利上昇のうち、コールレートの上昇を中央銀行は抑制しようとするので、貨幣供給量が拡大する。もちろん、ハイパワードマネー・コントロールの regime では、貨幣供給量の変化は発生せず、金利の上昇のみが起こる。^{5)、6)}

4. 日本における金融調節の現状とマネーサプライ動向

既に 2. で議論したように、日本においてはコールレート・コントロールが現実に採用されている regime であることを仮定したうえで、3. の理論を参考にしつつ、最近のマネーサプライ動向の解釈を試みてみよう。

よく知られているように、1980年代から90年代にかけて、日本のマネーサプライは大幅な変動をみせている。マーシャルの k は 80年代後半に急上昇した後、90年代に入って急下降し、現在ではほぼトレンド線上にある。

理論モデルで確かめたように、金利コントロールによる金融調節が行われている時、マネーサプライは 3 つの要因で変動する。金融政策の変動、実体経済の変動、そして金融機関、非金融部門の資金調達・資産運用構造の変化である。ただし、金融政策の効果がマネーサプライに現れるのは、金利の動きによって実体経済が影響を受けてからである。した

5) もちろん、株式購入を伴った両建て取引の背後には、株価上昇期待があるのであり、これ自体はインフレ的であるので、両建て取引が全体としてどういう影響を与えるかは微妙である。

6) ハイパワードマネーがコントロールされていても、銀行が超過準備を保有し、それが金利弾力的であれば、マネーサプライは内生変数となり、金利コントロールの場合とほぼ同じようなマネーサプライの動きが発生する。また、以上のような金利コントロールの下での、マネーの内生性、貸出からマネーへの因果関係の発生の可能性等については、植田 [1984]、吉川 [1992]、秀島・石田 [1992] 等にも指摘がある。

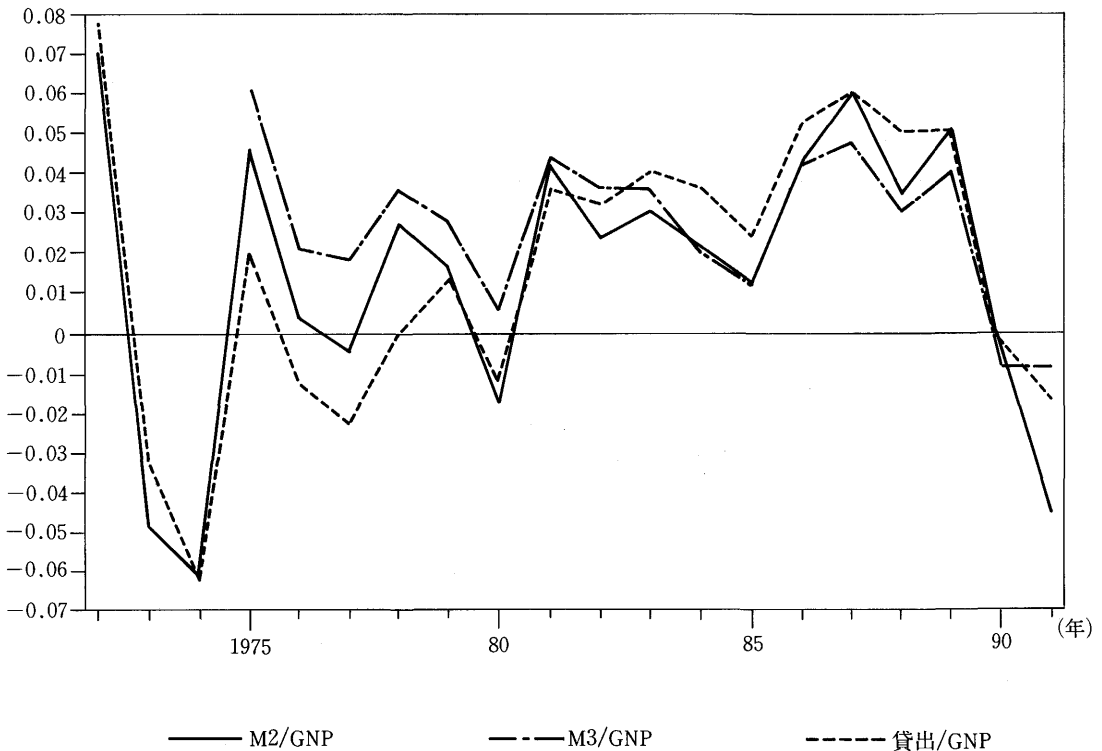
がって、データ上の対応関係という次元では、金融政策のマネーサプライへの影響も实体经济とマネーサプライとの対応というかたちで現れる点に注意が必要である。すなわち、金融政策の変化は金利の動きにまず現れ、それが实体经济へ影響を及ぼすに至ってマネーサプライも変動する。このようなラグを3.の理論モデルは明示的には考慮していないのである。

第9図は、M2+CD（およびM3+CD）とM2対象金融機関の貸出、それぞれの対GNP比を過去20年弱について示している（データは各年度の末残）。明らかに、マーシャルの k の動きは“貸出/GNP比率”の動きにほぼ対応している。したがって、マネーサプライ動向の分析の代わりに、貸出の分析を進めてもよいといえる。ただし、最近注目

的となっている91年度ないし（図には示されていないが）、その後のマネーサプライは、M2+C Dでみた場合、貸出以上に低迷しており、この点は別途検討が必要である。また、マーシャルの k でみた場合、最近の変化率は1973年、74年とほぼ同程度の落込みであり、マネーサプライの伸び率の絶対値から受ける印象ほど、異常な事態が発生しているわけでもなさそうである。

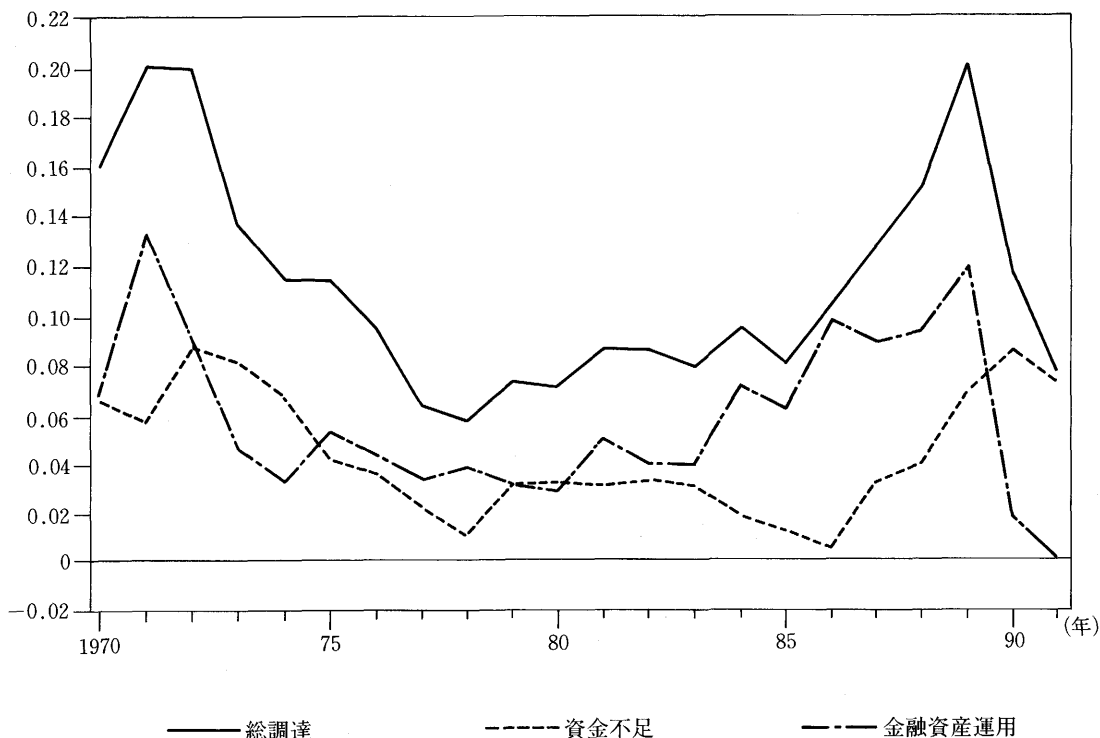
貸出を含む非金融法人の総資金調達、金融資産運用、資金不足の動きを資金循環勘定からみたのが、第10図である（対GNP比）。資金不足は、調達された資金のうち、実物資産運用に回る部分を示している。マーシャルの k が上昇した1970年代初めと80年代後半には、明らかに企業の資金調達が増大している。しかも、この両時期には調達された資金の半

第9図 マーシャルの k および貸出/GNP比率の対前年変化率



II. 報告論文

第10図 総調達、金融資産運用、資金不足/GNP 比率
非金融法人（除く企業間信用）



分以上が実物資産ではなく、金融資産による運用に回ったことがはっきりする。とくに、1980年代については1981年から89年までのすべての年で、金融資産運用が資金不足を上回っている。逆に、1990年、91年における調達急減は、資金不足の減少によってもたらされたものではなく、金融資産運用の急減(91年は若干のマイナス)によるものであることもはっきりする。

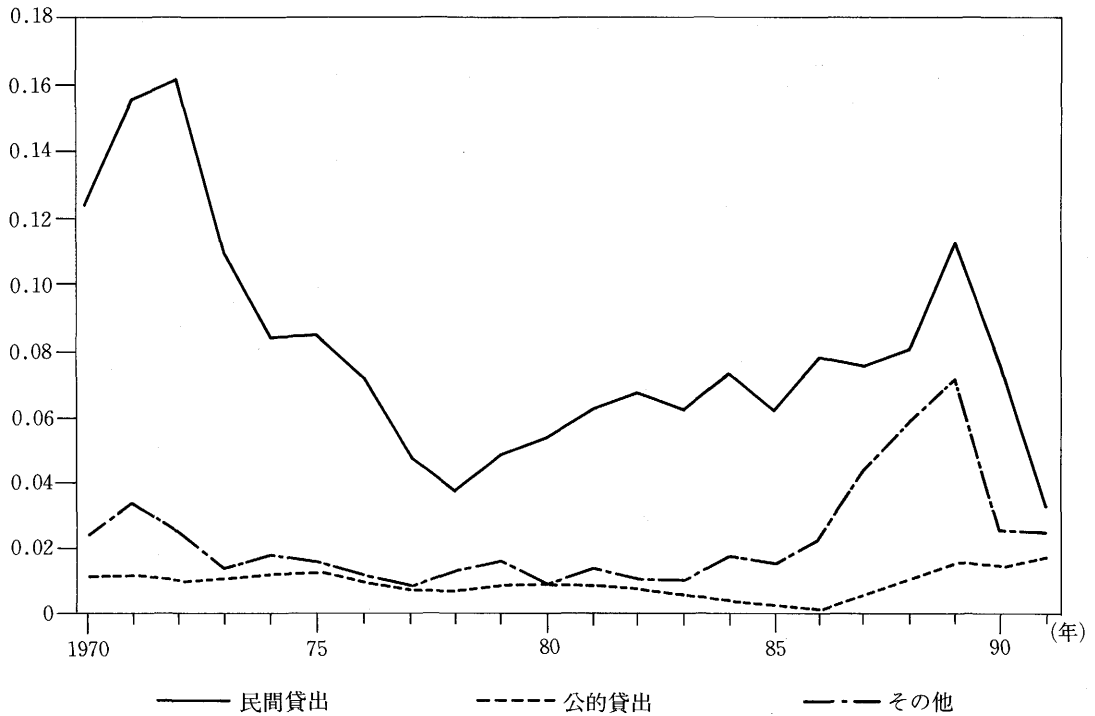
念のため、第11図はこのような資金調達の動向が、おおまかには民間金融機関の貸出の動向と対応していることを示している。もちろん、80年代後半にはその他の方法による調達、すなわち株や債券等による調達も増大しているが、量的には貸出の方が重要である。

第12図は、企業の金融資産運用の中身を示

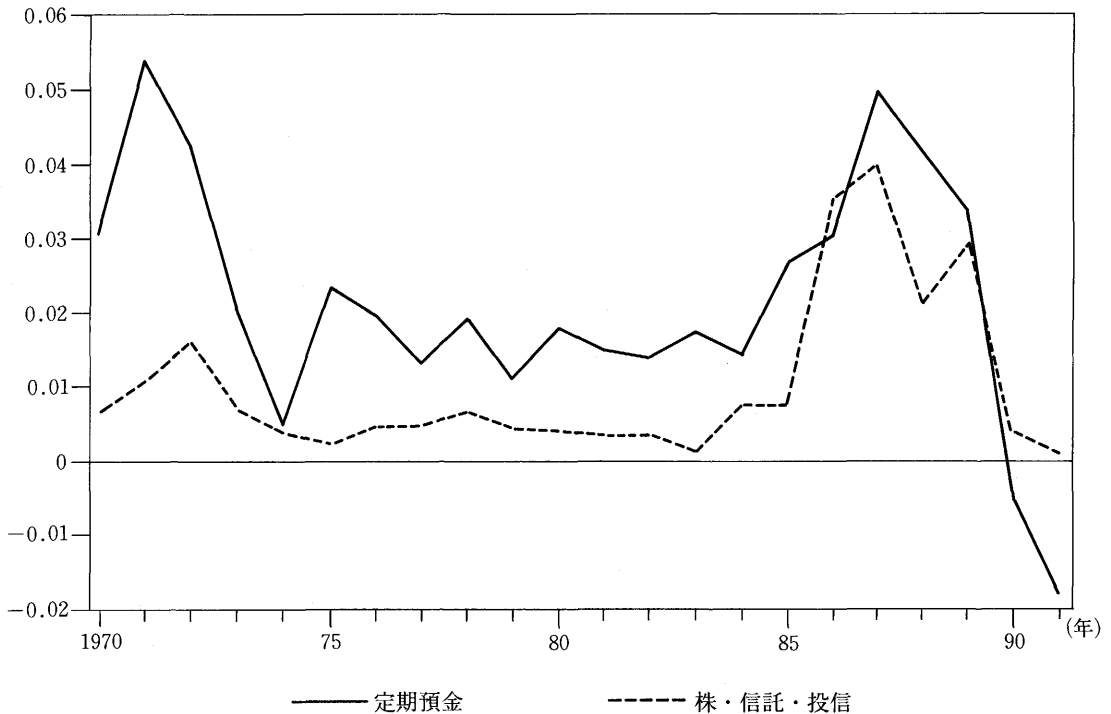
している。1970年代前半と80年代後半で重要なのは定期預金による運用である。ただし、80年代後半には株・信託・投信が定期預金と同程度に急増しており、広い意味で株式市場に向かった資金が多かったことが分かる。

このように1980年代における企業部門の借入れの急増は、預金や株式等の金融資産での運用を目的としたものだったのである。3.の理論モデルでは、借入れと預金を増大させるような企業行動がマネーサプライを増やすことをみた。モデルが、貸出市場と株式市場を区別していれば、借入れた資金が直接には株式市場における運用に向かったとしても、同じようにマネーサプライの拡大が生じることは明らかであろう。株式市場に向かった資金は、最終的には資産効果等の経路を通じて預

第11図 非金融法人資金調達/GNP比率



第12図 非金融法人の資金運用/GNP比率



II. 報告論文

金需要の増大に向かったと考えられる（植田[1992]第8章参照）。第13図は、以上のような企業の借入れによる金融資産運用の程度（両建て運用比率）と、マーシャルの k の動向を示しており、両者がかなりよく対応していることが分かる。

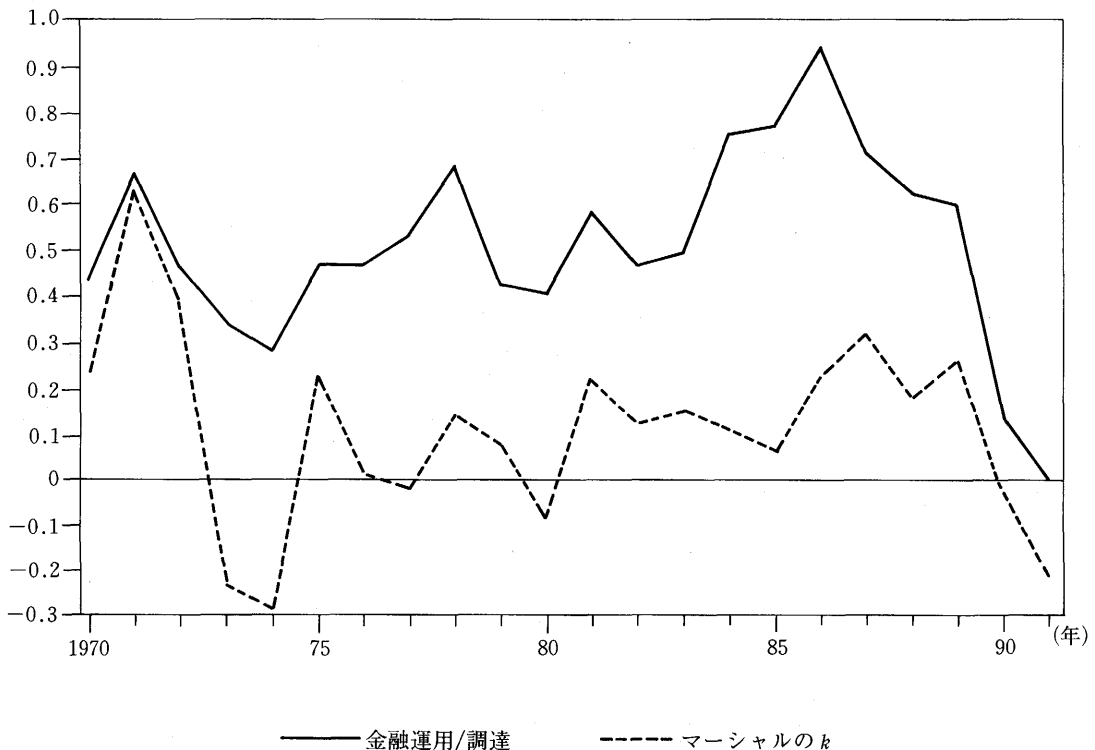
それでは企業部門がこのような両建て運用を活発に行った背景としては、何を指摘できるだろうか。明らかに重要なのは、株価の上昇とそれによる株式投資の期待収益率の上昇である。もちろん、株価上昇の最大の要因は金融緩和であるから（例えば、植田[1992]第6章参照）、1980年代のマネーサプライ急増はほぼすべて金融緩和の結果であると言える。しかし、実体経済を上回るマネーサプライの上昇（マーシャルの k の上昇）は、株価

上昇に刺激された両建て運用の拡大によってもたらされた部分が多いのである。また、同様のことはやや小さい規模で1970年代初めにも発生していた点も判明した。

両建て取引の増大のもう1つの背景としては、中途半端な金融自由化をあげることができよう。典型例として企業のCPによる資金調達と、大口定期預金による資金運用がある。どちらも自由化によって可能となった取引だが、CP購入者に大口定期預金運用に関する何らかの制限がなければ、このような事態は発生しなかったはずである。

逆に、1990年以降の金融引締めと、もし80年代の株価上昇の一部をバブルとみるのであれば、その崩壊によってもたらされた株価の下落が、両建て取引を大幅に縮小させ、最近

第13図 企業の両建て運用（除く企業間信用）とマーシャルの k の変化率



の貸出とマネーサプライの実体経済以上の低迷をもたらしているのである。⁷⁾

より理論的なインプリケーションを2つ述べておこう。第1に、明らかなことだが、1980年代後半以降のマネーサプライの大幅な変動は、日本銀行がマネーサプライを中間目標としてより重視していれば、避けられたであろうという点である。その場合、マネーサプライがより安定的に推移するとともに、資産価格もより安定的な動きを示していただろうということになる。さらに極端に3.の金融調節の regime 区分を用いて言えば、ハイパワードマネー・コントロールの金融調節方式を日本銀行が採用していれば、同様の結果が得られていただろうということになる。

第2に、このような両建て取引の実体経済への影響を正確に分析するのは難しい。既に、3.で指摘したように、預金需要が増大するという側面は、金利上昇圧力となり、デフレ的である。ただし、両建て取引が株価上昇を支持し、実体経済に拡張的影響を与えたという側面も無視できないであろう。

(1991、92年におけるマネーサプライの低迷に関する補論)

最近におけるマネーサプライ低迷の主因は、上でみたような両建て取引の減少にある。しかし、第9図に示されているように、とくに1991年度については貸出の伸び率をマネーサプライが大きく下回っている。この点は直近でも同様であり、1992年8月末残ベースで、貸出は対前年比1.8%の伸びであるのに対して、M2+C Dは0.6%の低下である。両者の差の部分は上で述べたようなメカニズムで

は説明ができない。

日本銀行『経済統計月報』より、マネーサプライ増減と信用面の対応をみると、信用面で大きくマイナスとなっているのは、「その他」項目である。「その他」のうち、金融債項目は恒常的にマイナスであるので、それ以外で大きい部分をみると、信託勘定借り(1992年8月のM2+C D変化率への寄与度、-1.9%)と金融機関預金(同、-1.7%)である。金融機関預金のなかでは、農協系の金融機関と簡保・年金の預金増(上の対応関係ではマイナス項目)が目立っているようである。達観すれば、これらはM2+C D対象金融機関以外の運用難から対象金融機関へ資金が流入している部分と言えよう。その意味では、背後にある現象は貸出の低迷である。また、マネーサプライ対象金融機関の貸出伸び率1.8%という値は、企業の借入需要の強さを過大評価している可能性もあることとなる。

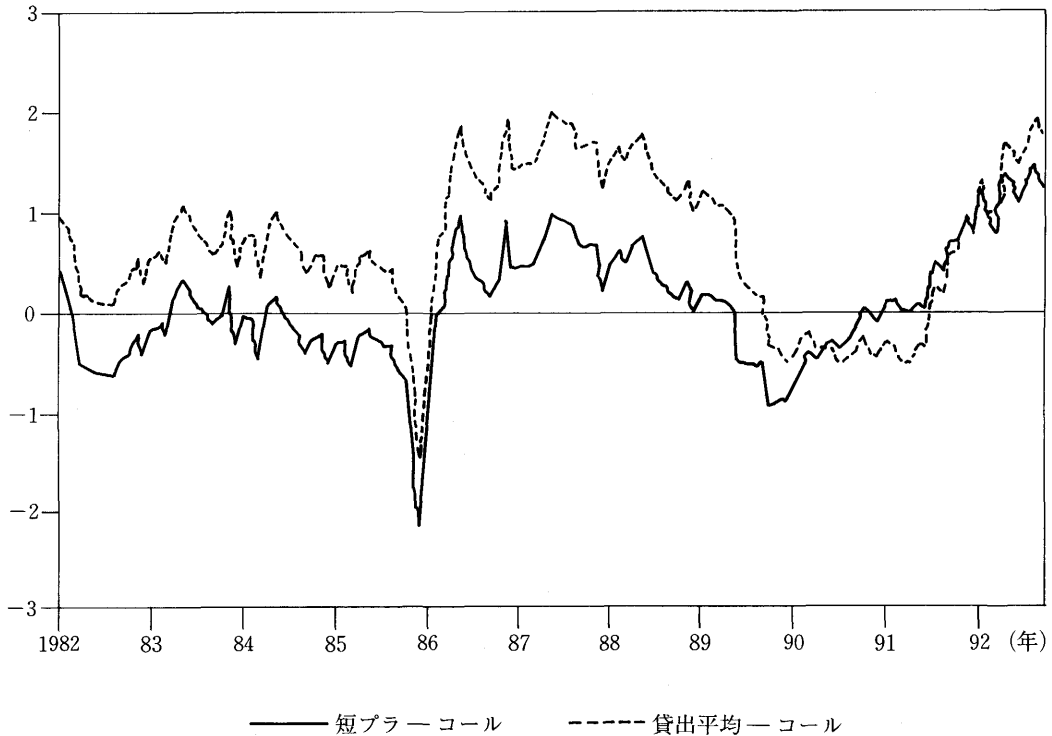
最近のマネーサプライ動向に関するもう1つの論点は、銀行セクターの貸し渋りの影響が重要かどうかという点である。その背景としては、資産価格の下落によって銀行の含み益が減少していること、これが貸出供給のリスクプレミアムを上昇させるとともに、BIS規制の影響もあり、貸出にマイナスの影響が及んでいるといった点があげられる。

理論モデルによれば、貸し渋りによるマネーサプライの低迷が起こる時には、貸出金利とコールレートの差が拡大する。第14図はこの点をデータで確かめたものである。1991年後半から両金利の差が急拡大している様子が読みとれる。しかし、同様の現象は86年の

7) 両建て取引の重要性を指摘している例としては、大蔵省財政金融研究所 [1992] 参照。

II. 報告論文

第14図 貸出金利とコールレートのスプレッド



金融緩和時にも発生しており、コールレートの変化に短期的に貸出金利が追いつかないために生じている動きとみるべきのようである。したがって、第14図をもって直ちに貸し渋りが発生していると結論するのは危険であろう。ただ、逆に言えば、金利の動きからは

貸し渋りが発生していないとの結論を出すのは難しい。

以上

[東京大学経済学部助教授]

【参考文献】

- 岩田規久男、「『日銀理論』を放棄せよ」、『週刊東洋経済』1992年a 9月12日号、東洋経済新報社
——、「ベースマネー供給増は可能」、『経済教室』日本経済新聞、1992年b 12月24日
植田和男、「貸出市場と金融政策」、『大阪大学経済学』Vol.34、No.23、December 1984
——・植草一秀、「金融調整のメカニズム：動学的考察」、鬼塚雄丞・岩井克人（編）、『現代経済学研究』、東京大学出版会、1988年
——、「『国際収支不均衡下の金融政策』」、東洋経済新報社、1992年
大蔵省財政金融研究所、『金融構造・政策効果研究会報告書』、1992年

金融研究

- 翁 邦雄、「日本における金融調節」、『金融研究』第10巻第2号、日本銀行金融研究所、1991年7月
——、「日銀理論は間違っていない」、『週刊東洋経済』1992年10月10日号、東洋経済新報社
- 黒田晁生、「金融自由化と金融政策」、館龍一郎（編）、『21世紀の日本経済と企業』、東洋経済新報社、1986年
- 小宮隆太郎、『現代日本経済』、東京大学出版会、1988年
- 外山 茂、『金融問題21の誤解』、東洋経済新報社、1980年
- 秀島弘高・石田和彦、「銀行貸出と金融政策効果」、研究資料(5)研1-2、日本銀行金融研究所、1993年3月
- 堀内昭義、『日本の金融政策—金融メカニズムの実証分析』、東洋経済新報社、1980年
- 吉川 洋、『日本経済とマクロ経済学』、東洋経済新報社、1992年
- Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, 1992.
- Poole, William, "Optimal Choice of Monetary and Fiscal Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.84, May 1970, pp.197-216.
- , "Interest Rates and the Conduct of Monetary Policy : A Comment, " *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol.34, 1991, pp.31-40.
- Ueda, Kazuo, "A Comparative Perspective on Japanese Monetary Policy, " in K. Singleton, ed., *Japanese Monetary Policy*, The University of Chicago Press, 1991 (forthcoming).