

II. 提 出 論 文

マネー・サプライ・コントロールの「貨幣乗数アプローチ」

一橋大学 堀 内 昭 義

1. はじめに
2. 「貨幣乗数アプローチ」の位置づけ
3. ハイ・パワード・マネーの操作可能性と民間銀行の「合理的反応」
4. わが国の貨幣乗数の変動とマネー・サプライ・コントロール
5. 結びに代えて

1. はじめに

本稿は、ハイ・パワード・マネーのコントロールを重要視する「貨幣乗数アプローチ」の視点から、わが国のマネー・サプライ決定メカニズムを検討すると同時に、マネー・サプライの的確なコントロールが中央銀行による金融政策の第一義的な目標であるとした場合、どのような政策的インプリケーションが得られるかを検討している。もちろん、以下の2.でも述べている通り、マネー・サプライの決定メカニズムを理解するための具体的な接近方法としては、いくつかのアプローチを考えることが可能であり、本稿が「貨幣乗数アプローチ」と定義しているものも、そうしたいくつかの接近方法のうちのひとつに過ぎない。したがって、この接近方法の有用性を判断するに当たっては、他のあり得べき接近方法との実証的な比較がおこなわれるべきことは言うまでもない。本稿においては、そのような実証的な比較検討をおこなう余裕は全くないが、これまで「貨幣乗数アプローチ」の視点からの検討が、少なくともわが国に関してはほとんどおこなわれてこなかったことを思えば、この視点からの考察だけを紹介する

こともあながち無意味なこととは言えないであろう。

以下の本稿の構成は次のようになっている。まず次の2.において、「貨幣乗数アプローチ」の定義と、その実用主義的接近方法としての位置づけがおこなわれている。3.においては、「貨幣乗数アプローチ」の政策的含意、すなわちハイ・パワード・マネーの厳格なコントロールという金融政策の運営方式が実際に導入された場合に予想される、銀行部門の「合理的反応」を考察する。この考察に立脚すると、「貨幣乗数アプローチ」の持つ政策的含意を非現実的なものとして斥けようとする中央銀行当局者に一般的にみられる判断が必ずしも妥当でないことが明らかになる。4.では、その前半(1)において、わが国の貨幣乗数の変動に関する非常に単純な統計的解析がおこなわれ、後半の(2)において、この解析を踏まえた上で、マネー・サプライの的確なコントロールが実現されるための方法についての検討がおこなわれている。そこでは、従来日本銀行によっておこなわれてきた窓口指導の問題点が指摘されると同時に、「貨幣乗数アプローチ」の視点からみて、マネー・サプライ・コントロールの障害となる貨幣乗数の内生的

変動を抑制するための制度的改革案が多少詳しく検討されている。最後の5.では、本稿の分析に関する留保が述べられるとともに、今後行われるべき研究課題についての簡単な考察が与えられている。

なお、この論文は高橋俊治氏（青山学院大学経済学部）との共同研究を基礎としている。執筆にあたって得た高橋氏からのご協力に感謝する。

2. 「貨幣乗数アプローチ」の位置づけ

マネー・サプライの決定メカニズムに関して、アカデミックな専門家の間ではほぼ成立している合意は、マネー・サプライが資産市場の一般均衡の過程において決定されるという点である。抽象的な次元に限れば、この合意に対して異を唱える論者が今日存在するとは思われない。しかし、資産市場の本格的な一般均衡分析は非常に複雑であり、定性的な分析に関してはともかくも、本稿が取上げようとしているマネー・サプライのコントロールという、多分に定量的な分析に関しては、その有用性はかなり制約されたものになる。それゆえに、実際的な政策問題、とりわけマネー・サプライのコントロールは如何にあるべきかといった問題に接近する場合に、具体的などのような接近方法を採用するのがよいかという点になると、上述のような抽象的な次元で合意に達している専門家の間で見解の相違が生じるとしても、少しも不思議ではない。

以下本稿で「貨幣乗数アプローチ」と呼ぶ

考え方は、マネー・サプライの決定メカニズムに関して、いくつか存在し得る実用主義的な接近方法のひとつである。「貨幣乗数アプローチ」とは、マネー・サプライの決定メカニズムを、ハイ・パワード・マネー供給額Hが「貨幣乗数」と呼ばれる比較的安定した乗数mを介して、マネー・サプライMを決定するという、非常に単純な図式で理解しようとする、金融理論では比較的伝統的な接近方法である。具体的には、この図式は次のような関係式によって表現される。

$$M = mH \quad (1)$$

「貨幣乗数アプローチ」は、この式を、中央銀行によって与えられるハイ・パワード・マネー供給額Hが、貨幣乗数mに集約される資産市場の調整過程を通じて、マネー・サプライMの値を決定するものと解釈する。こうした「貨幣乗数アプローチ」の形式そのものは金融理論ではなじみ深いものとなっているが、この接近方法が、暗黙的にせよ、資産市場の一般均衡分析を前提としていることは明らかである。たとえば、金融理論の古典的な教科書では、ハイ・パワード・マネーとマネー・サプライとの関係の決定される過程について、きわめて機械的な説明が与えられるのが一般的であるが、そこでは単純にすぎるとは言え、銀行行動に民間非銀行部門の現金需要、預金需要等の資産選択行動に関する仮説が置かれており、民間の各経済部門の資産選択行動の相互作用の結果として、マネー・サプライの決定される有様が描かれている。^(注1)

今日の専門家は、古典的かつ機械的なマ

(注1) マネー・サプライ決定のメカニズムに関する古典的な文献としては、たとえば J. E. Meade (1934)、また最近の文献としては、Brunner-Meltzer (1964)、Newlyn-Bootle (1978; 第4章)、Dornbusch-Fischer (1978; 第8章)、Tobin (1969) を参照。他方、貨幣乗数アプローチに批判的な立場からの解説としては Goodhart (1975; 129 ~ 136ページ) を参照されたい。

マネー・サプライ決定の理論を満足なものと考えていないが、それは、彼らが古典的な貨幣乗数の理論の基本的な考え方を否定しているからではなく、その理論を構成している経済諸部門の行動に関する仮説が機械的すぎて現実的でないと判断するからである。今日の専門家も古典的な貨幣乗数の理論と全く同じ基本的な考え方を採用しており、中央銀行によって供給されるハイ・パワード・マネーの額に枢要な役割を与えている。ただ彼らは、ハイ・パワード・マネーがマネー・サプライを決定する過程を、さらに複雑な形で捉えることの必要性を認識しているのである。

そこで、資産市場の一般均衡を暗黙裡に前提としながらも、実用上の観点から、単純な図式でマネー・サプライの決定メカニズムを理解し、政策問題に利用するひとつの方法として、今日の貨幣乗数アプローチを位置づけることができよう。この接近方法において重視されているのは、まず第一に中央銀行によるハイ・パワード・マネー供給総額のコントロールであり、また第二に、資産市場における調整過程を反映した貨幣乗数自体の内生的変動である。以下本稿において「貨幣乗数アプローチ」と呼ぶ接近方法は、以上に説明した、いわば実用主義に沿った、マネー・サプライの決定メカニズムに関する単純化された理解の枠組みを指しているのである。

3. ハイ・パワード・マネーの操作可能性と民間銀行の「合理的反応」

上に述べたように、貨幣乗数アプローチの重要な政策的インプリケーションは、マネー・サプライのコントロールという差し当たっての

第一義的な目標の達成には、何よりもその目標に則したハイ・パワード・マネー・コントロールが必要だということである。今日までのところ、日本銀行に限らず各国中央銀行の当局者は、貨幣乗数アプローチのこの政策的インプリケーションを受入れ難いものと考えている。中央銀行当局者の貨幣乗数アプローチに対する否定的な判断には、いくつかの論拠が存在するわけであるが、^(註2)ここではそれらの論拠のうち、本稿の以下の分析との関連で重要と思われるものをひとつだけ取上げて、それを批判的に検討することにした。

中央銀行当局者は、ハイ・パワード・マネーの厳しいコントロールに関して、次のような危惧の念をもっている。すなわち、ハイ・パワード・マネーの厳しいコントロールは、短期金融市場の利子率を非常に大幅に変動させることによって、金融市場を混乱に陥れる危険をはらんでおり、それゆえに、金融秩序の維持という中央銀行に課せられた社会的責務の遂行と両立しない可能性が大きいという危惧である。中央銀行がマネー・サプライ（ないしその増加率）の目標値に合わせてハイ・パワード・マネーをコントロールすることは、たとえば、何らかの理由で民間部門で現金等のハイ・パワード・マネーに対する需要が予想外に増加しても、それに対してハイ・パワード・マネーの同調的な追加的供給はおこなわれないことを意味している。中央銀行当局者の考えでは、このような場合、民間銀行部門から非銀行部門へ予想外の cash drain が生じ、しかも銀行部門は全体として超過準備ないし手許現金といったいわゆる「支払準備」をきわめてわずかししか保有していないのが通常であるので、短期金融市場で利子

(註2) この点についての簡単な展望は堀内・高橋(1981;第2節)を参照されたい。

率が急騰するとともに、支払い不能に陥る銀行が発生せざるを得ないというのである。この考え方は山本和（1980；7～9ページ）に非常に明解に説明されている。山本氏は、短期的に日本銀行がハイ・パワード・マネーを受身で調整せざるを得ない場合として、民間銀行部門全体のコール・マネー超過需要額がコール・レートの如何なる水準においても常に正となってしまう状況を図示している。この状況は、ハイ・パワード・マネー供給額が民間銀行全体で必要とされる所要準備額を下回っていることを意味しており、コール・レートが極端な（理論的に言えば無限大の）水準へ上昇してしまい、中央銀行が追加的な供給をおこなわないかぎり金融市場は大きな混乱に見舞われるのである。この状況が、民間銀行はおろか中央銀行当局すら予想し得なかったような稀有な外生的攪乱の結果として生じるのであれば、金融政策の運営方式に関する判断の如何を問わず、中央銀行が最後の拠り所としてその機能を発揮すべきことは明らかであり、この点に関して議論の余地はないと言ってよい。問題は、山本氏をはじめ中央銀行当局者が、こうした状況の頻繁な発生を想定していることにある。というのも、こうした状況が頻繁に発生すると想定するからこそ、ハイ・パワード・マネーの厳格なコントロールは到底不可能であるという判断が導かれるのである。

民間銀行を与えられた制約の下で自らの利益を最大限実現しようとする目的合理的な経済主体と理解するかぎり、民間銀行部門が全体として保有し得るハイ・パワード・マネー

の額が所要準備の総額を下回る事態の頻繁な発生は、現行の準備預金制度の下で、個々の銀行がほとんど取るに足らない額の「支払準備」しか保有しないことを最も有利な選択と常に判断していることを意味する。このような判断を支えているのは、結局のところ日本銀行によるハイ・パワード・マネーの同調的な供給に他ならない。民間銀行は、中央銀行によるハイ・パワード・マネーの同調的な供給に依存することができるという確信をもっているからこそ、収益をほとんど生まない「支払準備」の保有額を最小限に抑えることができるのである。要するに、上に述べたような、中央銀行当局者によって懸念されている状況が頻繁に発生するのが本当であるとすれば、それは中央銀行によるハイ・パワード・マネーの同調的な供給という（暗黙の）政策ルールの所産と見るべきである。

マネー・サプライの目標に則してハイ・パワード・マネーの厳格なコントロールをおこなうという新しい金融政策の運営方式が導入されれば、当然個々の銀行にとって「支払準備」を保有することの便益は高まることになるだろう。その新しい運営方式の下では、ハイ・パワード・マネー供給額の同調的な調整を中央銀行に期待することはできないので、短期金融市場でのハイ・パワード・マネー調達のコストが急上昇することもあり得るからである。かくして、個々の銀行は、仮に準備預金制度の下での所要準備算定方式等の制度的枠組みが現在のままであるとすれば、ハイ・パワード・マネー・コントロールに重点を置く新しい方式の下で、より多額の「支払準備」

（注3） ハイ・パワード・マネーのコントロールに重点を置く金融政策の運営方式が導入された場合のマネー・サプライのコントロール可能性の評価に当たっても、当然のことながら、このような銀行部門の合理的反応が考慮されねばならない。本稿の以下の4.(2)において、この点についての簡単な考察が行われている。

を保有することになるであろう。^(注3) こうした銀行部門の「支払準備」保有に関する意思決定の変更は、金融政策のルール変更に対する合理的な反応であり、このような反応がおこなわれれば、新しい金融政策の運営方式の下で、銀行部門全体として保有可能なハイ・パワード・マネー残高が、銀行部門全体としての所要準備額を下回る事態が頻繁に生じることはないであろう。

ハイ・パワード・マネー供給額の同調的な調整という従来の政策方式の下では、民間銀行部門の保有する「支払準備」は取るに足らない額でしかないので、金融市場に与えられる外生的攪乱の効果は、ハイ・パワード・マネー供給額自体の相対的に大幅な変動と、短期金融市場利子率の比較的小幅な変動によって吸収されてきた。ハイ・パワード・マネーの厳格なコントロールという方式が導入されるとすれば、金融市場に与えられる外生的攪乱の吸収要因として、短期金融市場利子率と並んで、民間銀行の保有する「支払準備」が重要な役割を演じるであろう。以上のように、政策ルールの変更に対する民間銀行の合理的反応を考慮すると、中央銀行によるハイ・パワード・マネーの同調的調節という（暗黙の）ルールの下で観察された民間銀行部門の「支払準備」保有行動を前提して、ハイ・パワード・マネーの厳格なコントロールが金融市場に大きな混乱を招来するだろうと危惧するの

は、理論的にみて必ずしも妥当なことではない。^(注4)

4. わが国の貨幣乗数の変動とマネー・サプライ・コントロール

貨幣乗数アプローチを肯定するにせよ否定するにせよ、その政策的含意を引出す上で重要なポイントとなるのは貨幣乗数自体の変動パターンである。この節では、まず最初に簡単な統計的手法によってわが国の貨幣乗数変動の要因を分析し、次にマネー・サプライの的確なコントロールという目標に照らして、その分析の含意を吟味する。最後に、的確なマネー・サプライ・コントロール実現のための貨幣乗数アプローチの立場からの提案についての考察を加えることにしたい。

(1) わが国の貨幣乗数の変動とその要因

以下では、マネー・サプライを $M_2 + CD$ 残高で定義する。このマネー・サプライに関する貨幣乗数 m は次のように表現される。

$$m(t) = \frac{C(t) + D(t)}{RR(t) + ER(t) + VC(t) + C(t)} \quad (4-1)$$

ただし、 $D(t)$ は t 期の総預金残高 (CD を含む)、 $C(t)$ は t 期の民間非銀行部門保有現金、 $RR(t)$ は t 期の所要準備額、 $ER(t)$ は t 期の超過準備、 $VC(t)$ は t 期の銀行部門保有現金である。現金・預金比率 $c(t) \equiv C(t)/D(t)$ 、

(注4) アメリカ合衆国に関するマクロ計量モデルを用いて、厳格なマネー・サプライ・コントロールが実施されたとすれば、利子率がどのような変動を示すかをシミュレーションした研究は Ciccolo (1974)、Pindyck-Roberts (1974) 等いくつか存在する。これらのシミュレーションは、厳格なマネー・サプライ・コントロールが利子率の大幅な短期的変動を伴うであろうという結果を導出している。しかし、これらの分析では、厳格なマネー・サプライ・コントロールが実施された場合に生じるであろう民間経済部門の行動パターンの変化が考慮されていないという意味で、重大な留保条件が付けられねばならない。この点についての明解な説明は Lombra-Struble (1979; 287 ~ 293 ページ) に与えられている。

所要準備比率 $r(t) \equiv R R(t) / D(t)$ 、超過準備比率 $e(t) \equiv E R(t) / D(t)$ 、銀行部門手許現金 - 預金比率 $v(t) \equiv V C(t) / D(t)$ とすると、(4-1) 式により、貨幣乗数の変化率 $\dot{m}(t) / m(t)$ は近似的に次のようになる。

$$\frac{\dot{m}(t)}{m(t)} = -a(t) \dot{r}(t) - a(t) \dot{e}(t) - a(t) \dot{v}(t) - b(t) \dot{c}(t) \quad (4-2)$$

$$\text{ただし、} a(t) \equiv \frac{1}{r(t) + e(t) + v(t) + c(t)}$$

$$b(t) \equiv \frac{(1 - r(t) - e(t) - v(t)) a(t)}{1 + c(t)}$$

(4-2) 式は貨幣乗数の変化率が複雑に

に、所要準備比率 $r(t)$ 、超過準備比率 $e(t)$ 、銀行部門手許現金 - 預金比率 $v(t)$ 、そして民間非銀行部門の現金 - 預金比率 $c(t)$ のそれぞれの変化に帰着し得る部分に分割できることを示している。平均残高ベースの推計された時系列データから、貨幣乗数 $m(t)$ の変化率、およびこれらの諸要因に帰着し得る変化率の部分容易に計算することができる。第1図から第4図、第1表の結果は推計された平均残高ベースの統計に基づいて計算されたものである。^(注5)

以下に、図示された貨幣乗数変化率（対前年同月比）の変動パターン、およびその変動の要因分解の結果から得られる命題を列記しよう。

① 1968年1月から79年12月までの12年間に、貨幣乗数の変化率はかなり明瞭な循環的変動を見せており、かつその変動幅はかなり大きい。第1表に示されているように、この期間の貨幣乗数変化率の標準偏差は実に6.6%強である。ただし、貨幣乗数変化率の変動パターンが循環的であるということは、たとえば時系列ARMAモデルなどを利用することによって、わが国の貨幣乗数変化率をかなり正確に予測し得ることを示唆している。^(注6)

② 1968年～79年の期間について、貨幣乗数変化率の変動を規定した最も重要な要因は、所要準備率 r の変化である。そして、明らかにこの所要準備率の変化は日本銀行が金融政策の一環としておこなった預金準備率変更の効果を反映している。第1図から明らかなように、

第1表 貨幣乗数変化率の変動要因の特性

(1968年1月～79年12月；単位%)

(a) 準備率変更の効果未調整の場合

変動要因	平均値	標準偏差	最小値	最大値
r	-0.6526	4.146	-14.14	7.43
e	0.0003	0.010	-0.06	0.05
v	0.1835	0.816	-2.75	2.15
c	0.1908	2.910	-7.27	7.57
m	-0.2780	6.617	-20.81	11.11

(b) 準備率変更の効果調整済みの場合

変動要因	平均値	標準偏差	最小値	最大値
r	0.5529	1.664	-3.87	5.74
e	0.0004	0.009	-0.06	0.05
v	0.1853	0.840	-2.94	2.15
c	0.2019	3.163	-8.54	7.57
m	0.9404	3.314	-8.31	7.50

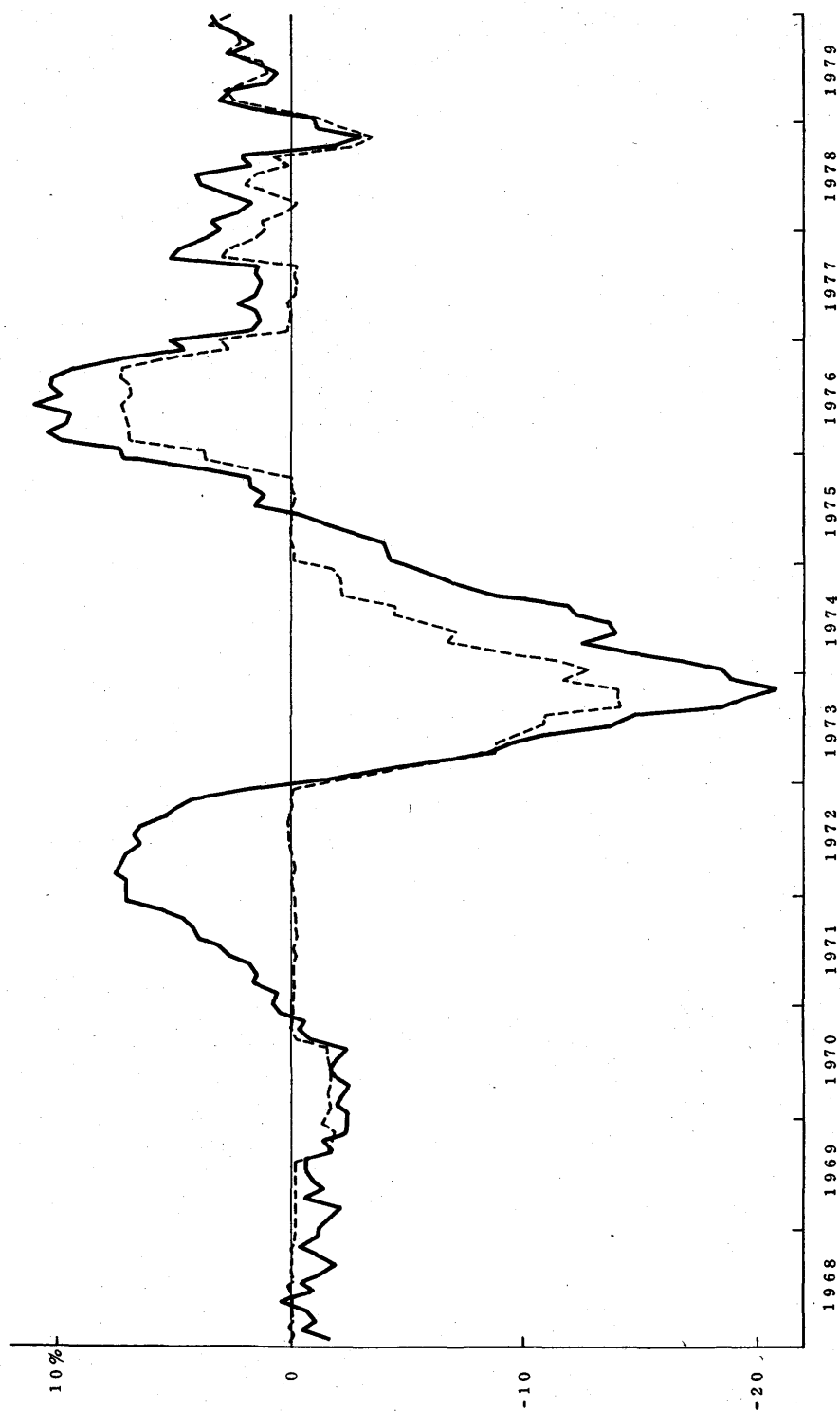
(注) mは貨幣乗数変化率

(注5) わが国の準備預金制度の所要準備算定方式は1か月間の平均残高タームで所要準備額を規定しているから、厳密に(4-1)式ないし(4-2)式を利用するためには、(4-1)式を構成する諸変数の(1か月の)平均残高の統計を利用しなければならない。

(注6) 堀内・高橋(1981；第2節)を参照されたい。

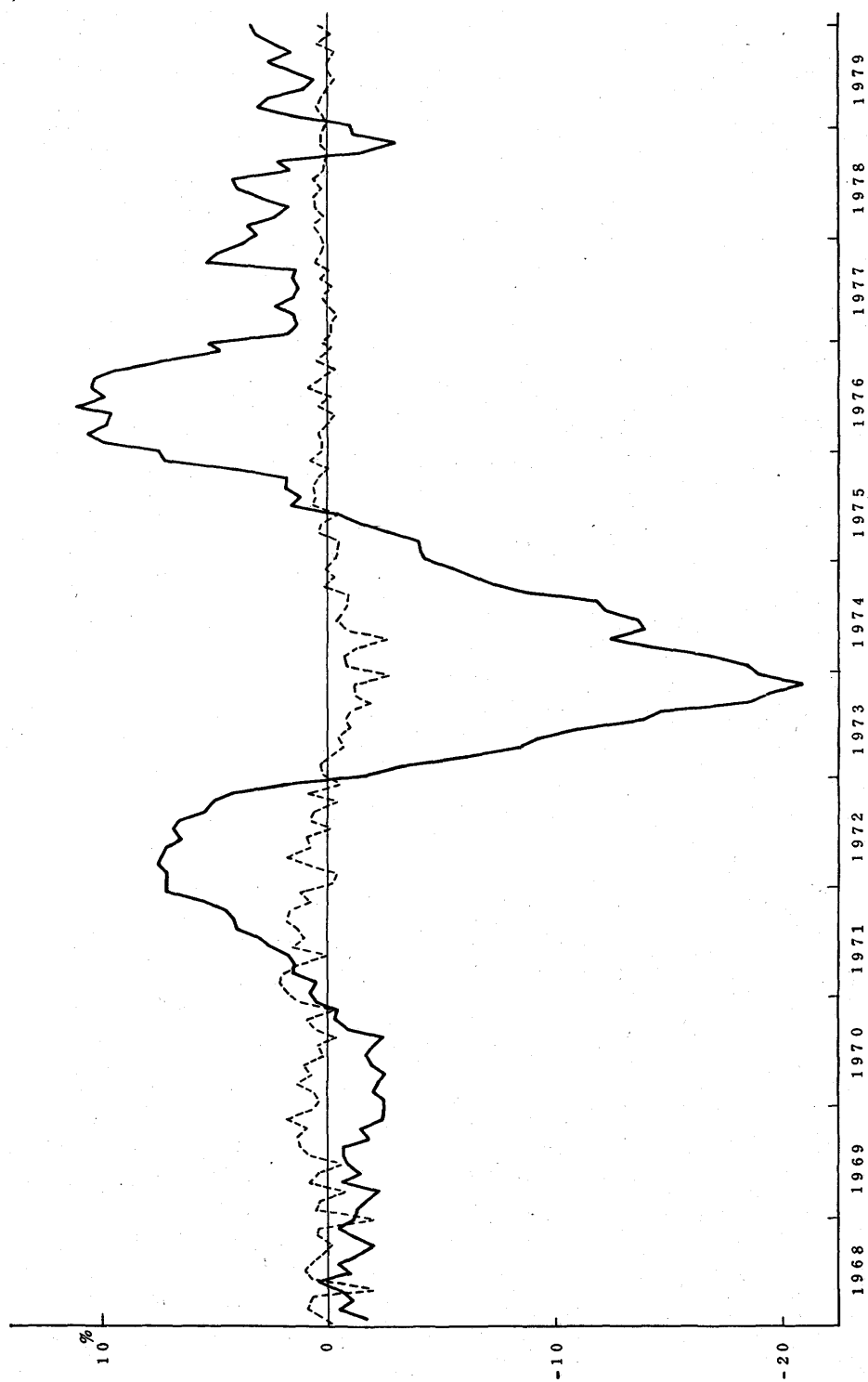
第1図 貨幣乗数変化率（実線）と所要準備比率 r に帰着される部分（点線）

1968年1月—79年12月



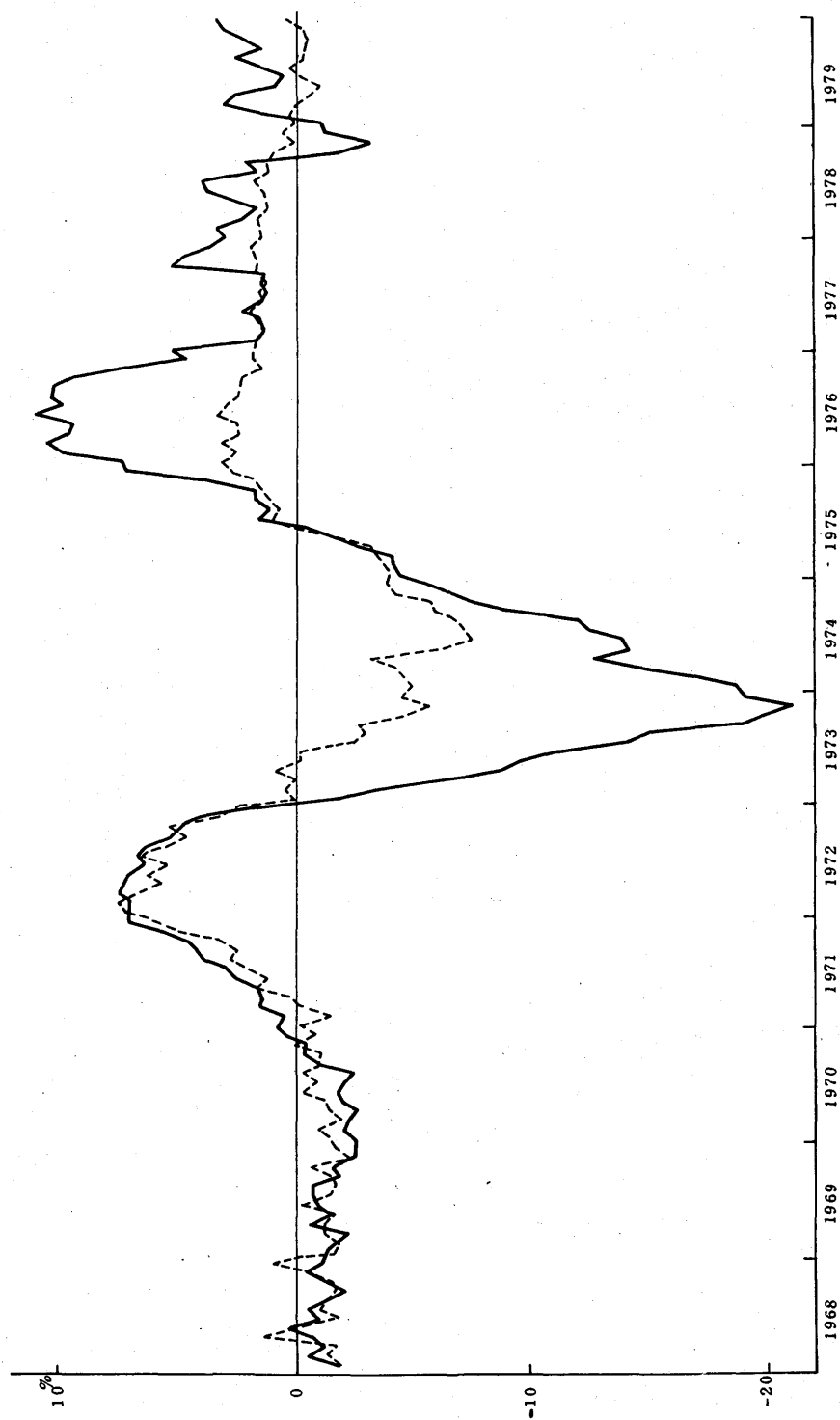
第2図 貨幣乗数変化率(実線)と手許現金・預金比率 v に帰着される部分(点線)

1968年1月—79年12月

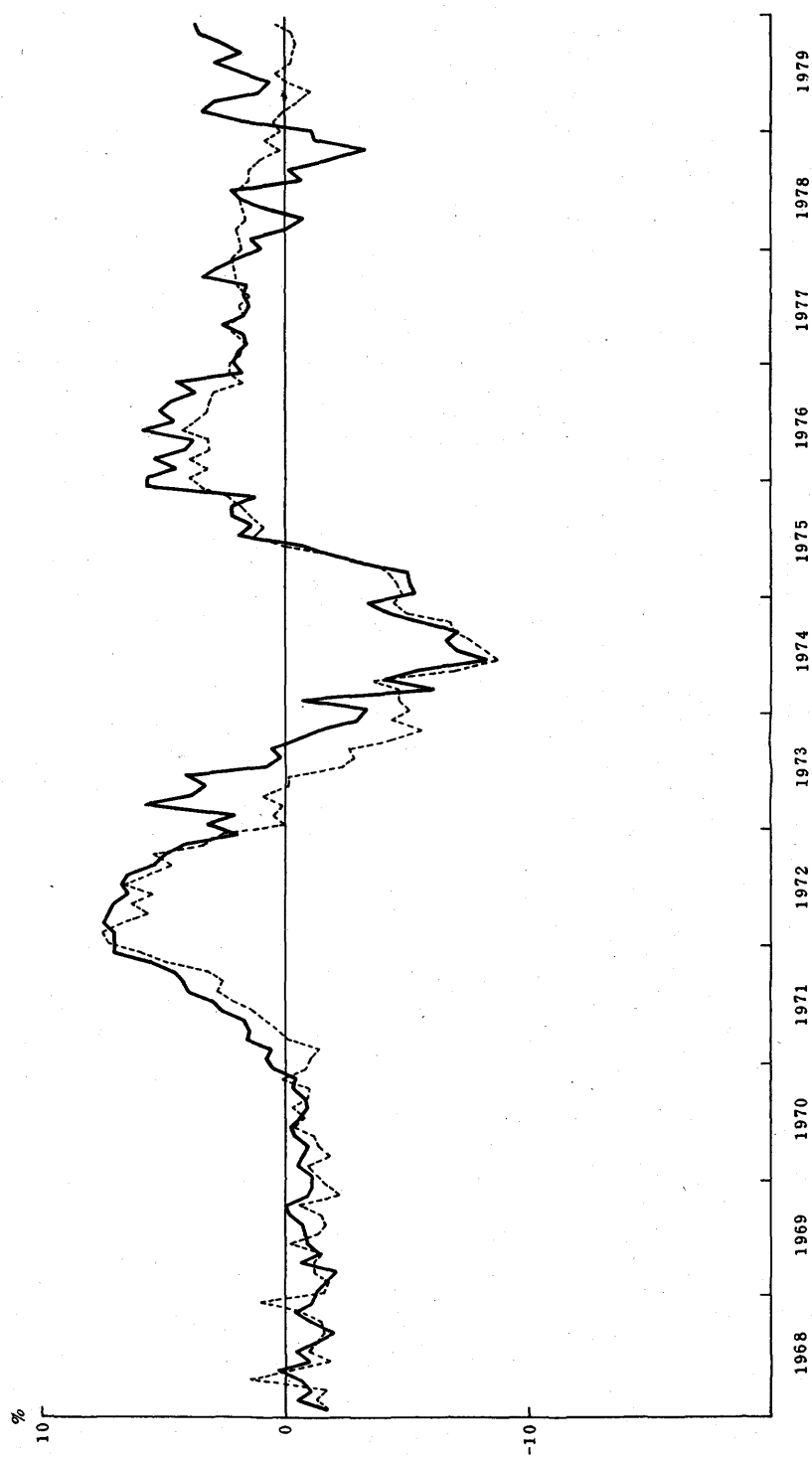


第3図 貨幣乗数変化率（実線）と現金・預金比率cに帰着される部分（点線）

1968年1月 — 79年12月



第4図 貨幣乗数変化率(実線)と現金・預金比率cに帰着される部分(点線)
1968年1月—79年12月(準備率変更の効果調整済み)



うに、1969年～70年、73年～74年という時期には準備率引上げが、また75年～76年、77年～78年には準備率引下げがおこなわれ、それがはっきりと貨幣乗数の引下げ、および引上げに貢献しているのである。^(注7) 他方、準備率の変更がおこなわれない時期については、1970年後半から77年末までの時期が典型的に示しているように、貨幣乗数変化率のうち所要準備比率 r に帰着される部分はネグリジブルである。

③ 預金準備率の変更が貨幣乗数に与える効果を除去しても、貨幣乗数変化率の循環的変動ははつきりと残されている。第4図およびそれに対応する第1表(b)は、準備率変更の効果を大雑把な便宜的方法によって除去した後の貨幣乗数変化率に関するものである。^(注8) これらの図表によれば、1968年～79年の期間における貨幣乗数変化率の標準偏差は3.3%

と準備率変更の効果が除去されない場合のちようど半分になるが、しかしその変動パターンが循環的であることに相違はない。

④ 所要準備比率 r の変動という日本銀行当局の政策運営の影響を直接的に反映している要因を除外すると、貨幣乗数変化率の循環的変動のもっとも大きな原因となっているのは現金-預金比率 $c(t)$ の変化である。第4図に見るとおり、準備率変更の効果調整後の貨幣乗数変化率の循環的変動は、現金-預金比率 $c(t)$ の変化に帰着し得る部分の変動ときわめて良く対応している。現金-預金比率 $c(t)$ の変動は、言うまでもなく民間非銀行部門の現金需要の変化を反映したものであり、別の表現方法をとれば、ハイ・パワード・マネーの民間銀行部門と非銀行部門との間のシフトの効果を示している。^(注9) 貨幣乗数のアプローチに立脚して、マネー・サプライの的確なコ

(注7) 本稿では各変数の変化率が対前年同月比で計算されている点に注意されたい。この計算方法によれば、ある時点の1回限りの預金準備率の変更も、それ以降の12か月間の所要準備比率 $r(t)$ の変化率に影響を与えるのである。第1図を見る際にはこのことを考慮に入れておかねばならない。

(注8) 預金準備率の変更は、実質的には預金準備率を一定としたままで、ハイ・パワード・マネー供給額を変更することと同一とみなせる。しかし、預金準備率の変更をハイ・パワード・マネー供給額の実質変化に翻訳するのはなかなか面倒である。本稿では、預金準備率が全て、最大規模の全国銀行に課せられている準備率に一致しているものとみなし、1969年9月～72年12月を基準としてこの準備率の変更によって変化した所要準備総額をハイ・パワード・マネー供給額から控除したものを「準備率変更の効果を調整したハイ・パワード・マネー」と定義して貨幣乗数変化率等の計算を行っている。銀行部門全体の平均的な準備率の変更幅（とくに引上げ幅）に比べて、最大規模の全国銀行に課せられる準備率変更幅は若干大きいので、この便宜的方法では準備率引上げが行われた時の調整後ハイ・パワード・マネー供給額を若干過大に推定しているものと思われる。

(注9) この効果が最も劇的な形で現われたのが1971年後半から72年にかけての時期である。71年後半から73年半ばにかけてわが国のマネー・サプライ(M_2)は年率20%を越えるテンポで増加し、小宮隆太郎(1976)等によって主張されるように、これが73年から74年にかけての激しいインフレーションの根本原因となったと考えられる。このマネー・サプライ急増期のうち、71年から72年にかけての期間には、貨幣乗数が年率5%以上の速さで上昇しており、貨幣乗数アプローチの観点から見ると、この時期に金融当局によっておこなわれた「中立化政策」にもかかわらずマネー・サプライが急増した原因を、この貨幣乗数の急上昇にもとめることができる。第3

ントロールを追求すべきだとすれば、中央銀行当局は何らかの方法によって、ハイ・パワード・マネーの部門間のシフトによる貨幣乗数の変動に対処しなければならないであろう。この点についての考察は本節の最後の部分でおこなわれている。

⑤ 超過準備比率 $e(t)$ の変化が貨幣乗数の変化率に与えるインパクトは完全にネグリジブルである。1968年～79年の期間において、超過準備比率 $e(t)$ の変化に帰着される貨幣乗数変化率の絶対値が 0.1% ポイントを上回った月は皆無である（第1表）。この結果は、結局のところ、銀行部門が所要準備額を上回って保有する日銀預け金、即ち超過準備がきわめてわずかな額でしかないという事実に由来しているのである。

⑥ 貨幣乗数変化率のうち銀行部門手許現金－預金比率 $v(t)$ の変化に帰着される部分は、第2図に見るとおり、やはりゆるやかな循環的変動を示している。しかし、貨幣乗数の変化率そのものと比較すると、その変動の大きさは取るに足らないものである。即ち、少なくとも1968年～79年の期間に関するかぎり、銀行の手許現金－預金比率 $v(t)$ の変化が貨幣乗数変化率の変動パターンに重大な影響を与えたと判断することはできない。^{(注10)(注11)}

⑦ 日本銀行の関係者や一部の専門家の間では、たとえハイ・パワード・マネーの供給総額が一定であっても、そのハイ・パワード・マネーの供給経路の如何が銀行行動や金融市場の状況に重要な影響を与えるはずだとする考え方が根強く存在しているように思われる。^(注12)

図から明らかなように、この時期の貨幣乗数の急上昇は専ら現金－預金比率 $c(t)$ の低下、即ちハイ・パワード・マネーの民間非銀行部門から銀行部門へのシフトによってもたらされたのである。

(注10) 貨幣乗数変化率の変動を規定する諸要因の相対的重要性を定量的に評価するために主成分分析をおこなってみた。第3表は準備率変更の効果未調整データと調整済みデータに関する主成分分析の結果である。たとえばこの表(a)の第1主成分の列をみると、最初の4つの数字は各変動要因に帰着される貨幣乗数変化率の部分と第1主成分との相関係数であり、この第1主成分の最も重要な要因が所要準備比率 $r(t)$ に帰着される部分であることが分る。また、最後の行は第1主成分が貨幣乗数変化率の全分散の実に97.1%を説明していることを示している。準備率変更の効果が調整されたデータによる主成分（第3表の(b)）では、貨幣乗数変化率の変動を説明する第1主成分の最も重要な要因は所要準備比率 $r(t)$ ではなく、現金－預金比率 $c(t)$ に帰着される部分となっている。いずれにしても、手許現金－預金比率 $v(t)$ は相対的にマイナーな役割しか果たしていないことが、これらの表からも読み取れる。

第3表 主成分と変動要因との相関係数

(a) 準備率変更の効果未調整の場合				
変動要因	第1主成分	第2主成分	第3主成分	
r	0.9671	-0.2543	-0.0135	
e	0.0296	0.0360	-0.0307	
v	0.4843	0.0072	0.8749	
c	0.7266	0.6869	-0.0094	
分散	0.00425	0.00009	0.00004	
構成比(%)	97.1	2.0	0.9	

具体的には、ハイ・パワード・マネー総額のうち日本銀行貸出を通じて供給されたものの比重が高いほど、民間銀行部門全体の「資金ポジション」は不良となり、銀行の貸出行動

は抑制されて、マネー・サプライも相対的に低くなるであろうというのである^(注13)この考え方は貨幣乗数アプローチの文脈では、ハイ・パワード・マネー総供給額に対する日銀貸出

(b) 準備率変更の効果調整済みの場合

変動要因	第1主成分	第2主成分	第3主成分
r	-0.4091	0.9077	0.0976
e	0.0565	0.0465	-0.0622
v	0.4218	-0.3899	0.8168
c	0.9935	0.1152	0.5338
分散	0.00079	0.00024	0.00007
構成比(%)	72.3	21.8	5.9

(注11) この⑥の結果は、上記⑤と併せて考えると、窓口指導の有効性をめぐる論議に重要な意味をもっている。専門家のなかには、窓口指導それ自体が有効な金融引締め手段であると主張する論者がいる。彼らの主張の拠り所となっているのは、銀行部門による「超過準備」—たんに所要準備を上回る準備だけではなく、銀行の手許現金をも含んで定義される—の調整行動に関する仮説である。彼らは、窓口指導自体が相対的にコール・レートを低下させるという理論的結果と、銀行部門の「超過準備」に対する需要は、コール・レートの減少関数であるという仮説を結びつけている。即ち、窓口指導自体はコール・レートを低下させるので、上記の仮説によって銀行部門の保有する「超過準備」が増加し、一定のハイ・パワード・マネー供給額の下ではマネー・サプライが減少するというわけである。本稿で得られた結果から、このような主張に対しては次の2つの批判を加えることができよう。(イ)既に見たように、銀行部門の保有する「超過準備」の調整が貨幣乗数に与えるインパクトは取るに足らないものだということである。窓口指導の有効性の拠り所を、このような効果に求めようとすることは实际的ではない。(ロ)銀行部門の実際の「超過準備」の調整行動は、窓口指導の有効性を主張する論者が依拠する仮説と少なくとも表面的には合致しない。彼らの仮説では、コール・レートが上昇する時期には、銀行部門の保有する「超過準備」が減少し、それゆえに貨幣乗数は相対的に上昇する傾向を示す。ところが、⑤で述べたように、超過準備比率 $e(t)$ 自体の変化が貨幣乗数変化率に寄与する部分は全くネグリジブルであるし、また手許現金-預金比率 $v(t)$ に帰着される貨幣乗数変化率の部分は、第2図に明らかなように、コール・レートに顕著な上昇がみられる時期（たとえば1973年-74年）にむしろ低下しており、逆にコール・レートが低下して低い水準にある時期（1971年-72年）には上昇しているのである。この結果は、窓口指導それ自体が有効であるとする論者の主張が、実際問題としては、決して確固たる基盤を持たないものであることを示していると言えよう。

(注12) この点に関しては、堀内（1980；第2章）を参照されたい。

(注13) 銀行の「資金ポジション」は通常そのポートフォリオに占めるハイ・パワード・マネーとマネー・マーケットにおける資金運用残高の合計の比率で定義される。銀行が日銀借入により多く依存するということは、このように定義される「資金ポジション」の悪化を意味する。銀行の「資金ポジション」の悪化が銀行の貸出行動を抑制する理由として、しばしば日銀借入の「返済圧力」が引合いに出される。たとえば日本銀行が銀行の保有する長期国債を無条件で買入れてハイ・パワード・マネーを供給するのに比較して、銀行に対して短期の日銀貸出を供与することによってハイ・パワード・マネーを供給する場合には、銀行にとって近い将来その借入額

残高の比重が上昇（低下）すれば、貨幣乗数が低下（上昇）するという命題に翻訳できる。

第5図には、ハイ・パワード・マネー総供給額に対する日銀貸出残高の比率 — 以下では、この比率を日銀貸出残高比率と呼ぶ — の変化率の推移が描かれている。^(注14)この図から明らかなように、過去10年余りの期間、日銀貸出残高比率の変化は貨幣乗数変化率に比べてはるかに大幅であると同時に、かなりランダムでもある。たとえば、1971年の半ばから72年にかけて、この日銀貸出残高比率が急激に低下しており、それがちょうどこの時期の貨幣乗数変化率のかなり大幅な上昇に対応しているかに見えるが、しかし、1972年の末から73年の前半にかけての時期には、日銀貸出残高比率の増加率がきわめて高かったにもかかわらず、（預金準備率変更の効果を除去した後の）貨幣乗数変化率はそれほど低いものとなっていない。むしろ74年から75年にかけて、日銀貸出残高比率がかなり急速に低下しているのに対して、上述の命題とは全く反対に、貨幣乗数も顕著な低下を見せている。このように、図による直観的判断によっても、日銀貸出残高比率の変化と貨幣乗数の変化と

の間に有意な負の関係を見出すことは困難であるが、この点は貨幣乗数や日銀貸出残高比率について、いく通りか定義を変えて両者の相関関係を調べた第2表の結果によっても確かめられる。第2表が明らかに示しているように、貨幣乗数変化率と日銀貸出残高比率との間に有意な負の関係を見出すことはできないのである。以上の結果は、少なくとも貨幣乗数アプローチの視点からは、ハイ・パワード・マネーの供給経路が重要であるという主張を支持することができないことを示唆している。

第2表：日銀貸出残高比率と貨幣乗数変化率

()内はt値

1968年1月—78年12月

$$MM(1) = 0.854 + 0.00433 \text{ BJL}(1);$$

(2.84) (0.53)

$$R^2 = 0.00218, SE = 3.43, DW = 0.140$$

$$MM(2) = 0.379 - 0.0113 \text{ BJL}(2);$$

(1.21) (-1.32)

$$R^2 = 0.0133, SE = 3.55, DW = 0.885$$

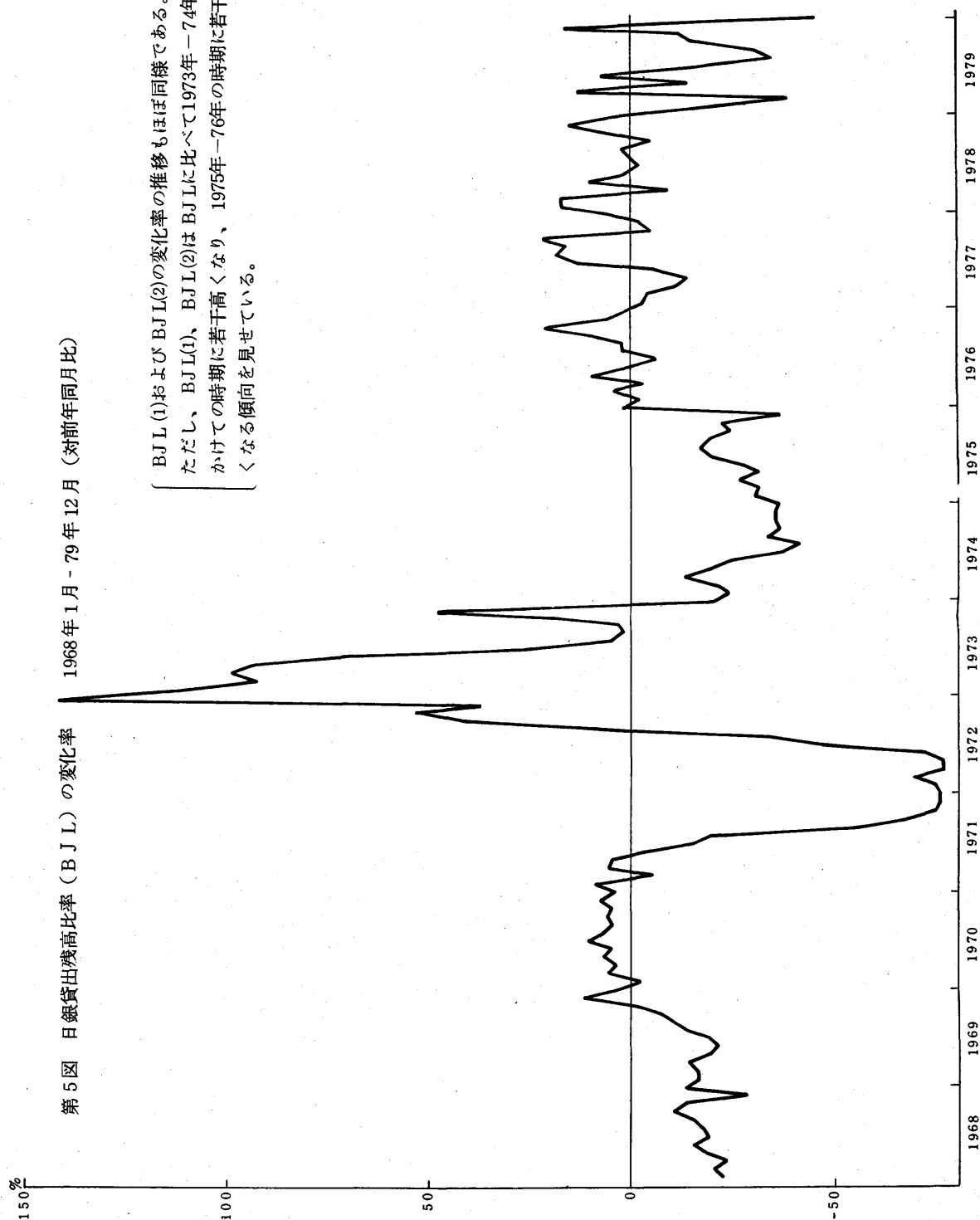
1968年1月—79年12月

$$MM(1) = 0.984 + 0.00665 \text{ BJL};$$

(3.49) (0.80)

を返済しなければならないという条件があるので、その貸出行動は相対的に慎重なものとなるというのである。しかし、このような比較による議論の結果は、明らかに近い将来のハイ・パワード・マネー供給額の差異を反映してしまっている。日銀貸出を通じるハイ・パワード・マネーであっても、将来のその貸出返済の時期に、返済に対応して日銀が、たとえば債券の買い操作をおこなって日銀への返済によってハイ・パワード・マネー供給額の減少が生じないようにすることが銀行に対してあらかじめ知らされているならば、それが国債の無条件買い切りによるハイ・パワード・マネー供給と異なる効果を持つとは考えられない。また、それが長期国債の無条件買入れによるハイ・パワード・マネーであろうと、近い将来何らかの方法でハイ・パワード・マネー供給額の削減がおこなわれるというのであれば、それは短期的な日銀貸出によるハイ・パワード・マネーの供給と同じ効果を発揮するのであろう。このように考えると、重要なのはハイ・パワード・マネーの供給経路ではなく、ハイ・パワード・マネー供給額の近い将来の調節パターンに関する見通しである。

(注14) 日銀貸出残高については、平残ベースの統計を入手することができないので、『経済統計年報』所載の「資金需給実績」からとった末残ベースの統計が使用されている。



$$R^2 = 0.00451, SE = 3.315, DW = 0.152$$

$$MM(2) = 0.512 - 0.00749 BJL;$$

$$(1.75) \quad (-0.87)$$

$$R^2 = 0.00528, SE = 3.45, DW = 0.955$$

ただし、MM(1)は脚注(8)で説明した方法によって預金準備率変更の効果を調整した後の貨幣乗数変化率、MM(2)は預金準備率未調整の貨幣乗数変化率から、準備率変更の効果が現われていると考えられる期間だけについて、所要準備比率の変動に帰着される部分を控除してもとめた貨幣乗数変化率。BJLは日銀貸出残高(末残)をハイ・パワード・マネー供給総額(平残)で除した日銀貸出残高比率の変化率、またBJL(1)、BJL(2)も同じく日銀貸出残高比率の変化率であるが、日銀貸出残高に対するハイ・パワード・マネー供給額として、それぞれMM(1)、MM(2)に対応する準備率調整済みのハイ・パワード・マネー供給額をとったものである。

(2) マネー・サプライ・コントロールの方法

わが国の現行の準備預金制度等の枠組の下では、たとえ預金準備率の変更が全くおこなわれないとしても、貨幣乗数が年率2ないし3%の(場合によっては5%を上回る)幅で変動する可能性があることは上に見たとおりである。したがって、中央銀行が貨幣乗数アプローチの考え方に立脚して、ハイ・パワード・マネー供給額に厳格なコントロールを加えたとしても、マネーサプライの的確なコントロールに必ずしも結びつかないであろう。

このような事態に対処して、マネー・サプライのコントロール可能性を高める方法とし

ては、まず第一に貨幣乗数の変動パターンの予測可能性を利用することが考えられる。既に見たように、わが国の貨幣乗数の変動パターンは、決して全面的にランダムなものというわけではなく、明瞭な循環を示している。したがって、近い将来の貨幣乗数の値を、たとえば時系列分析のARMAモデルのような比較的簡便な方法によって、ある程度の精度をもって予測することは可能であろう。そうだとすれば、貨幣乗数の近い将来の予測値と望ましいマネー・サプライ(あるいはその増加率)の値とから計算されるハイ・パワード・マネーのあるべき供給額を与えることによって、マネー・サプライの目標値を比較的正確に達成することが可能となる。実際、貨幣乗数の予測可能性を重視する専門家は少なくないが、それらの論者は、金融政策運営の具体的なあり方については、このような金融調節の方式に与するものと言ってよいであろう。^(注15)

貨幣乗数の予測可能性を利用して、適切にハイ・パワード・マネーの供給額を調節する金融調節方式が、マネー・サプライの的確なコントロールにどの程度つながるかを先験的に判断することはできない。しかし、この方式では、貨幣乗数に絶えず生じるランダムな変動がマネー・サプライ・コントロールの正確さを損うことを防止できないのは明らかであり、それゆえに、この方式を不十分なものとして評価する専門家もいることであろう。マネー・サプライのコントロールの正確さをさらに一層高めることが望ましいとすれば、差し当たり以下に紹介する2つの方向を考えることができよう。そのうちのひとつは、貨幣乗数アプローチの精神から根本的に離れて、窓口指導

(注15) Burger (1972)、Bomhoff (1977)、Johannes-Rasche (1979)、Büttler, et. al. (1979)等を参照されたい。

という直接的規制の方法を利用することである。実際、わが国の中央銀行当局はこの方法を採用していると見ることができる。もうひとつの方向は、貨幣乗数アプローチの考え方にあくまでも忠実にしたがって、現行の預金準備制度に若干の手直しを加えることによって、貨幣乗数の変動を抑制する工夫を導入することである。

(窓口指導によるマネー・サプライ・コントロール)

わが国の窓口指導それ自体が有効な金融政策手段であるとする論者が皆無というわけではないが、^(注16)しかし現在日本銀行関係者をも含めて専門家の多数意見となっているのは、窓口指導は単独では有効な政策手段たり得ず、他の金融調節手段と適当に組み合わせることによって、マネー・サプライの有効なコントロールを実現することができるという考えであろう。^(注17)この考え方を、マネー・サプライの的確なコントロールという視点から解釈すれば、窓口指導によって、銀行部門の預金創設の出発点となる貸出に直接的な規制を加えてマネー・サプライを厳格にコントロールする一方、銀行部門の貸出が窓口指導で与えられる規制枠内に円滑に収まるように — つまり、各銀行が顧客の貸出需要との関係で主体的に決定する貸出額が窓口指導の規制枠に適当に収まるように — ハイ・パワード・マネー供給額をいわば同調的に調節することを意味している。仮りに、何らかの理由で、銀行貸出に対する需要が予想されたよりも高く、そのために貸出が完全に自由に決定されたとすれ

ば、その水準があらかじめ与えられた窓口指導の規制枠を大きく上回ってしまう危険があるときには、日本銀行がハイ・パワード・マネー供給額をさらに抑制することによって、その乖離を除去する。結局、このような方法の下では、金融市場にインパクトを与える攪乱の大半が、ハイ・パワード・マネー供給額のきめ細かな調節によって吸収され、窓口指導の規制枠がインプリシットに示しているマネー・サプライの目標増加率は比較的正確に実現されるだろうというわけである。^(注18)

しかし、この方式は直接規制一般に共通のいくつかの難点を明らかに伴っている。窓口指導にかぎらず、直接規制はそれが差別的であるかぎり、規制の対象となる経済主体の行動を抑制する一方で、規制対象外の経済主体の行動を逆に拡大させるという副次効果を持つのが常である。したがって、窓口指導によってマネー・サプライ増加率を的確にコントロールし得るためには、規制の対象の範囲を次々と拡大していくことが必要となる。また銀行の貸出だけがマネー・サプライの増加に結びつくわけではない。たとえば、預金入手したい事業法人は、銀行からの借入に依存しなくても、自らの保有している有価証券を売却して、結果的に銀行がその証券を購入する形にすることによって預金を創造することができるであろう。ハイ・パワード・マネー供給額の抑制がおこなわれないとすれば、事業法人は全体として、多額のキャピタル・ロスを蒙ることなく、有価証券を預金へ転換することができるのである。この可能性

(注16) たとえば古川顕(1980)。

(注17) 黒田巖(1979)を参照されたい。

(注18) マネー・サプライのこのようなコントロール・メカニズムについての形式的分析については堀内(1980)を参照されたい。

を考慮すると、銀行部門の貸出行動を規制しただけでは、マネー・サプライの的確なコントロールは覚束無い。マネー・サプライの的確なコントロールを期するためには、銀行部門の貸出行動ばかりでなく、有価証券への投資行動に対しても規制を拡げなければならないであろう。このように、マネー・サプライのコントロールを窓口指導に全面的に依拠しつつ進めるという方式は、金融市場に参加する諸々の経済主体の諸々の取引活動に全面的な規制の網を拡げる必要に迫られるという危険を伴っているのである。

個々の銀行の貸出残高の成長は、それぞれの銀行の経営の効率性を反映するひとつの尺度と理解してよいであろう。経営効率の良好な銀行はその貸出をより急速に成長させることができ、市場機構が十分に機能している経済にあっては、より多くの資金や資源がそのような銀行に集められるのである。しかし、窓口指導はこうした市場機構の機能を明らかに阻害する。なぜなら、実際問題として、各銀行に対して、それぞれの経営効率の程度を正確に評価し、その評価に応じて差別的な貸出増加額規制の枠を与えることは不可能だからである。恐らくは銀行の種類毎にそれぞれほぼ一率の規制枠が与えられているのが実情であろうし、しかもこのような方式以外の規制枠決定の方式を円滑に働かせるのは困難であろう。このように窓口指導は、金融市場の効率的な機能を損なうという副作用を持っており、この副作用に帰着されるべき社会的費用は、マネー・サプライの的確なコントロールという便益に

比較して決して無視し得るものとは思われない。

(準備預金制度の改革案)

マネー・サプライの的確なコントロール追求の第2の方向は、窓口指導のような社会的費用の無視し得ない直接規制を排除して、金融市場の効率的な資金配分メカニズムを維持しつつ、貨幣乗数の安定性を高めるように現行の準備預金制度に手直しを加えることである。原理的には、たとえば、民間非銀行部門の現金需要の変動によって貨幣乗数に与えられる影響を相殺するような過程が自動的に働くメカニズムを準備預金制度にビルト・インすればよいのである。このような一種の自動安定化装置に関しては、Poole (1976)によって提案されている改革案が参考になる。

Pooleはアメリカ合衆国においてとられている準備預金制度の中で、とりわけLRA (lagged reserve accounting) システムによる所要準備算定方式を次のようなものに改革すべきであると主張している。^(注19)

$$RR_t = r D_{t-1} + (D_t - D_{t-1}) \quad (4-3)$$

RR_t = t 期の所要準備

D_t = t 期の預金債務残高

r = 預金準備率

(4-3) 式の右辺第1項 $r D_{t-1}$ は、従来のLRA システムの下での所要準備額である。^(注20)

次の第2項 $(D_t - D_{t-1})$ が、Poole によって提案されている「補助的準備」(the supplemental reserves) であり、今期の所要準備額が前期から今期にかけての預金債務の変化額を100%反映して変化すべきことを

(注19) 以下では簡単化のため、預金の種類、銀行の規模による差別的な準備率の存在を無視する。

マネー・サプライの正確なコントロールという目的に照らした場合、このような差別的な準備率の存在は貨幣乗数の不安定性に結びついているという意味で好ましいものではない。

(注20) Pooleはこれを“basic requirement”と呼ぶ。

意味している。この「補助的準備」の存在が、この節の前半でとくに強調されてきた、ハイ・パワード・マネーの銀行部門、非銀行部門間のシフトによる貨幣乗数の変動の効果を相殺する働きを持っていることは容易に説明できる。

既に述べたように、現行の制度の下では、民間非銀行部門がどの程度預金を引出すか、あるいはどれほどの現金を預金へ換えるかに応じて、銀行の所要準備額と実際の準備保有額との関係 — つまり準備ポジション — は変化してしまう。この準備ポジションの変化が、結果として銀行部門の貸出行動に影響を与え、マネー・サプライの変動となるのである。つまり、中央銀行によってハイ・パワード・マネー供給額（あるいはその増加額）が与えられても、それがどの程度のマネー・サプライ（ないしその増加額）に結びつくかは、民間非銀行部門の現金と預金との間の選択の如何に大きく依存する。しかし、Poole の提案する「補助的準備」が導入されると、非銀行部門の現金 - 預金保有パターンの変化は銀行の準備ポジションに影響を与えないのである。前期から今期にかけて貸出を増加させ、その貸出増加額が自行の預金増加となって完全に歩留るものという予想の下に、(4-3) 式に即して準備保有額を調整する銀行を考えてみよう。仮りに、当該銀行から予想外の預金引出しがおこなわれ、 $(D_t - D_{t-1})$ が貸出増加額を下回ったとすれば、銀行はその差額に等しいハイ・パワード・マネーの予想外の流出に直面するが、「補助的準備」制度の

下では、それに自動的に対応して所要準備額 RR_t も同額だけ減少する。つまり、非銀行部門の現金 - 預金比率の上昇ないし下落は、この制度の下では自動的に所要準備の低下ないし上昇を伴うわけであり、個々の銀行にとっては貸出増加の計画に際して将来の予想外の流出入に煩わされる必要がない。このようにして、「補助的準備」制度の下では、現金 - 預金比率の変動が貨幣乗数に与えるインパクトを相殺する力が働くわけである。

わが国では、通常ほとんど全ての銀行の預金残高が増加を続けており、またマネー・サプライの目標増加率もプラスの値で与えられるであろう。このような状況の下で Poole の提案する「補助的準備」の制度を導入すれば、銀行部門は全体として、現行の制度に比して相当に多額の準備保有に迫られる。^(注21) 準備保有の必要性を緩和するためには、Poole の提案を若干修正して、次のような所要準備算定方式を導入するのが望ましいであろう。^(注22)

$$RR_t = rD_{t-1} + (D_t - D_{t-1}) - \theta_t D_{t-1} \quad (4-4)$$

ただし θ_t は t 期のマネー・サプライ目標増加率である。この所要準備算定方式の下では、各銀行の預金債務が当該期の目標値 θ_t を上回る率で上昇する場合には、預金増加額のうちその上回る額について 100% の準備増が要求され、また逆に預金の増加率が θ_t を下回る場合には、その下回る額だけ所要準備額の削減がおこなわれる。この制度の下では、中央銀行は当該期のハイ・パワード・マネー増加率を、マネー・サプライの目標増加率にほぼ等

(注21) ここ数年、平残ベースでみて銀行部門全体の所要準備比率は1%程度である。他方、預金残高の月平均増加率はほぼ1%前後であろう。したがって、Poole案がそのまま採用されれば、銀行部門の所要準備額はほぼ倍増する。

(注22) この種の提案は Fry (1979) によっておこなわれている。

しい値に定めればよい。民間非銀行部門の現金-預金比率 c の変動は、結果的に所要準備比率 r の相殺的な変化を伴うので、貨幣乗数に重大な影響を与えないからである。^(注23)

Pooleの提案や(4-4)式の提案は、個々の銀行がその経営の状況に応じて自由に貸出増加の率を決めることができるという長所をもっている。しかし、預金債務を相対的に急速に増加させる銀行に、より高い所要準備率が課せられるというのは問題の残るところである。こうした差別的効果は無視しうるものかも知れないが、^(注24) 預金サービス供給

の機会を急速に拡大するという活動に対して差別的な罰則が加えられないようにするため、「補助的準備」の部分に対しては、たとえばマネー・マーケットの利子率に相当する金利を中央銀行が支払うことが望ましいであろう。

ハイ・パワード・マネーのコントロールを通じてマネー・サプライの的確なコントロールを追求するという方式は、金融市場に与えられる外生的攪乱の効果を吸収するためにハイ・パワード・マネー供給額を同調的に調節するという金融政策運営上の戦術から中央銀行が手を引くことを意味している。この政策

(注23) 改革案の理解を助けるために簡単な数値例を挙げておこう。仮りに、民間非銀行部門の保有する現金が10兆円、預金が40兆円(つまり現金-預金比率0.25)という定常状態が今期(第0期)まで続いてきたとしよう。預金準備率を6.25%とし、銀行部門の超過準備、手持ち現金を無視し得るとすると、所要準備は2.5兆円で、均衡におけるハイ・パワード・マネー供給額は12.5兆円となる。次に、民間非銀行部門の現金-預金比率は不変であるという予想の下で、来期(第1期)までにマネー・サプライを2%の率で増加させたいと中央銀行が考えるとしよう。中央銀行の思惑どおり現金-預金比率が不変でマネー・サプライがちょうど2%増加したとすると、ハイ・パワード・マネーに対する総需要は現金需要10.2兆円と(4-4)式による所要準備2.5兆円との合計12.7兆円となる。したがって、中央銀行が第1期に0.2兆円のハイ・パワード・マネーを追加供給すれば、ここで想定されている条件の下ではマネー・サプライの目標増加率が達成される。次に、中央銀行の予想が外れて、非銀行部門の保有現金-預金比率が第1期に0.25から0.20へ下落したとしよう。もし、マネー・サプライの目標増加率(2%)が実現するならば、この場合現金は8.5兆円、預金は42.5兆円となる。ところが、第1期の所要準備額は(4-4)式によれば4.2兆円に増加する。したがって結果的には、ハイ・パワード・マネーに対する需要額は現金-預金比率が0.25にとどまる場合と同じく12.7兆円である。それゆえに、中央銀行がハイ・パワード・マネーの増加額を0.2兆円とすれば、現金-預金比率が変化してもマネー・サプライの目標増加率は実現されるわけである。以上の数値例は第4表にまとめられている。

第4表 数 値 例

	第0期	第1期	
		現金-預金 比率が不変 (0.25)のとき	現金-預金比率が0.20 へ下落するとき
現金 (C)	10.0	10.2	8.5
預金 (D)	40.0	40.8	42.5
マネー・サプライ (M=C+D)	50.0	51.0	51.0
所要準備 (RR)	2.5	2.5	$2.5 + [(42.5 - 40.0) - 0.8] = 4.2$
ハイ・パワード・マネー (H=C+RR)	12.5	12.7	12.7

(注24) Poole (1976 ; 140 ページ)

ルールの変更は、既に説明したように、民間銀行部門の保有する超過準備ないし手持ち現金の保有額を増加させることは十分に予想されるし、さらにはそれらのランダムな変動の影響をより大きなものにするかも知れない。したがって、貨幣乗数アプローチに則して、マネー・サプライの的確なコントロールを実現するためには、政策ルールの変更に対する銀行部門のこのような反応に対応する措置を考慮しておく必要がある。この点で、上記の「補助的準備」制度には、ハイ・パワード・マネー・コントロールへの政策ルール転換に対応する「超過準備」の増加を抑制する機能を期待することができるのである。なぜなら、「補助的準備」制度の下では、個々の銀行にとって、公衆の予期せざる預金引出しに「補助的準備」の取崩しで対応することができ、余分の準備をあらかじめ用意する必要がないからである。所要準備の取崩しは不可能で、それゆえに不時の現金漏出に備えてある程度の「超過準備」を保有するか、あるいはパターンリスティックな中央銀行からの救援に依存することが必要な現行制度に比較して、「補助的準備」制度のもつ伸縮性は非常に高いものと考えられるのである。

言うまでもなく、本稿で紹介した準備預金制度の改革案は完全無欠なものとは言えず、こうした改革案の現実性を高めるためにはさらにいくつかの制度上の手直しの必要が生じるであろう。また、わが国の現行の準備預金制度に則して、このような改革案を導入するとすれば、さらに詳細な技術上の問題をいくつか検討しなければならないことは明白であ

る。しかし、マネー・サプライの的確なコントロールに対する社会的要請が高まっていると思われる今日、このような提案に注意深い考察が加えられる必要がある。わが国の中央銀行関係者の間では、マネー・サプライの正確なコントロールのために窓口指導が必要であるとする考えが依然支配的であるが、この節で簡単に述べたような窓口指導に伴う社会的費用を正しく評価する作業とともに、窓口指導に代わるより合理的な政策手段の検討にもっと多くの関心が向けられて然るべきである。

5. 結びに代えて

本稿の分析には、いくつかの留保条件を付しておく必要がある。まず第一に、本稿では、マネー・サプライの的確なコントロールを、金融政策の第一義的目標として前提している。このような前提が実際問題として妥当であるか否かは、今日においても依然として鋭く議論の対立するところである。本稿の3.で若干の説明を与えたように、マネー・サプライの的確なコントロールが、マネー・マーケット等の利子率の大幅な変動というマイナスの副次的効果を伴うとする主張には多分に誇張が含まれており、またわが国にあっては、マネー・サプライの的確なコントロールは十分に実際の意義をもっているという判断はかなりの説得力をもっていると考えられるが、マネー・サプライを的確にコントロールすることの、いわば費用 — 便益分析はこれまでのところ行われていない。^(注25)

マネー・サプライとして、本稿では専ら M_2

(注25) 金融政策の運営方式が、M. Friedman (1959) によって主張されているようにルールによるべきか、それとも短期的な経済動向の推移に対応して裁量的な調節をおこなうようなものであるべきか、という論点に関して言えば、本稿は中立的である。いずれの立場を支持するにせよ、マネー・サプライの重要性が認められるかぎり、その的確なコントロールが必要となるのである。

+CD の概念が使用されている点にも注意しておこう。金融上の技術革新 (financial innovation) が急速に進められているとすれば、こうした概念は陳腐化し、その概念を用いて定義される貨幣乗数やその変動パターンの実地上的意味も失われるであろう。今日までのところ、わが国においては、本稿の分析を根底的に無意味にしてしまうような革新が進められてきたとは考えられないが、近い将来もそうした革新が目立った形では行われなしか否か予断を許さない。とくに、本稿の分析との関連では、郵便貯金残高の急増がどのような影響を発揮しつつあるかが差し当り

重要な検討課題となるであろう。

本稿が暗黙のうちにも、金融的にみて閉鎖経済を想定している点も、重要な限界である。今日では、わが国を金融的な閉鎖経済と仮定することが次第に困難となりつつある。近年進められている海外との資本取引の自由化は、本稿の分析の文脈に限って言えば、これまでのところそれほど重大な影響を与えていない。しかし、今後のわが国の金融政策運営の問題を考える場合には、そうした海外との金融的連関を無視することはできないであろう。

以上

【引用文献】

- E.J. Bomhoff, "Predicting the Money Multiplier: A Case Study for the U.S. and the Netherlands," Journal of Monetary Economics, Vol. 3, No. 3, July 1977.
- K. Brunner and A.H. Meltzer, "Some Further Investigations of the Demand and Supply Functions for Money," Journal of Finance, Vol. 19, No. 2, May 1964.
- A.E. Burger, "Money Stock Control," Federal Reserve Bank of St. Louis Review, No. 54, Oct. 1972.
- H.J. Büttler, J.F. Gorgerrat, H. Schiltknecht and K. Schiltknecht, "A Multiplier Model for Controlling the Money Stock," Journal of Monetary Economics, Vol. 5, No. 3, July 1979.
- J. Ciccolo, "Is Short-Run Monetary Control Feasible?," in Federal Reserve Bank of New York, Monetary Aggregates and Monetary Policy, 1974.
- R. Dornbusch and S. Fischer, Macroeconomics, McGraw Hill 1978.
- M. Friedman, A Program for Monetary Stability, Fordham University Press 1959.
- M.J. Fry, "Monetary Control When Demand for Cash is Unpredictable: A Proposal for Stabilising Money Multiplier in Portugal," Economic Journal, Vol. 89, No. 355, Sep. 1979.
- C.A.E. Goodhart, Money, Information and Uncertainty, The Macmillan Press 1975.
- J.M. Johannes and R.H. Rasche, "Predicting the Money Multiplier," Journal of Monetary Economics, Vol. 5, No. 3, July 1979.
- R. Lombra and F. Struble, "Monetary Aggregate Targets and the Volatility of Interest Rates: A Taxonomic Discussion," Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 11, No. 3, Aug. 1979.
- J.E. Meade, "The Amount of Money and the Banking System," Economic Journal, Vol. 44, No. 1, March 1934.
- W.T. Newlyn and R.P. Bootle, Theory of Money; 3rd ed., Clarendon Press 1978.
- R. Pindyck and S. Roberts, "Optimal Policies for Monetary Control," Annals of Economic and Social Measurement, March 1974.
- W. Poole, "A Proposal for Reforming Bank Reserve Requirements in the United States," Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 8, No. 2, May 1976.

J. Tobin, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 1, No. 1, Feb. 1969.

- 黒田 巖 「窓口指導をめぐる分析の再検討」『季刊現代経済』第37号、1979年。
- 小宮 隆太郎 「昭和48,9年インフレーションの原因」『経済学論集』第42巻、第1号、1976年4月。
- 堀内 昭義 「内生的マネー・サプライとマネタリー・ターゲット」『季刊理論経済学』第31巻、第1号、1980年4月。
- 『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。
- ・高橋俊治 「マネー・サプライ・コントロールの『貨幣乗数アプローチ』」『経済研究』第32巻、第1号、1981年1月。
- 古川 顕 「窓口規制の有効性 — 堀内・江口論争をめぐって」『経済研究』第32巻、第1号、1981年1月。
- 山本 和 「わが国におけるマネーサプライ・コントロールのメカニズムについて」『金融研究資料』第5号、1980年5月。