III. コメントおよびリジョインダー

日本におけるマネー・サプライ管理

—— 堀内、安田論文を読んで ——

大阪大学　蠟山昌一

1. はじめに
2. マネー・サプライ決定のメカニズムについて
3. 日本銀行と市中銀行との関係
4. マネー・サプライ管理の有効性
5. 有効性を維持できるか

1. はじめに

1968年の夏の第6回計量経済学研究会議（六甲コンファレンス）において、私は「日本の通貨供給」と題する報告を行った。それは、できるだけ簡単な形で、しかも、経済学的に意味のある分析結果を得ようというねらいでもつて、基本的にはハイ・パワード・マネーの需給均衡を中心にマネー・サプライの決定メカニズムを明らかにしようとする試論であった。論文としては、特に計量分析の面で失敗作であって、理論分析の部分のみが後に「わが国の通貨供給と金融政策」として公表された。その報告の折、今でも鮮かに記憶されているのだが、「そもそもハイ・パワード・マネーという概念を用いること自体が非現実的である」という厳しいコメントを受けた。既にその当時、小宮隆太郎氏の諸論文において、「中央銀行貨幣」という表現で、この概念が理論的にきわめて巧みに用いられてはいたが、これは少数意見であった。また、鈴木淑夫氏の『金融政策の効果』においてもhigh-powered moneyは、片仮名でなく原語で登場していたのであるが、しかし、それは批判の対象としてであった。ハイ・パワード・マネーが日本の金融政策（マネー・サプライ・コントロール）のメカニズムを実証的（positive）に考えるとき、有効かつ適切な概念であるとは、一般には考えられていなかったのである。それどころか、特に計量分析では、頭から否定されていた。(注1)

その後、ハイ・パワード・マネーという概

（注1）　日本のマネーサプライの計量分析の嚆矢とも言うべき、市村真一「貨幣の需要関数と供給関数」（『季刊理論経済学』、1962年1月）では、ハイ・パワード・マネーないしそれに該当する概念は用いられていない。そこで採択された貨幣供給関数は次の通りである。

$$L^s = \underset{(.243)}{16.560} - \underset{}{1.153}\,\frac{L_2}{L_3} + \underset{(3.44)}{4.404}\,(L_1^b - \underset{}{0.178}\,L_1^s) + \underset{(.380)}{2.156}\,V \qquad \bar{R}^2 = 0.918$$

ただし、L^s：貨幣（現金＋預金通貨）供給、L_2：預金通貨、L_3：貯蓄性預金、L_1^b：市中銀行現金準備需要、L_1^s：現金通貨供給、V：日銀対市中および政府信用とされている。そしてL_1^b

念は、日本においてもすっかり定着したと思われる。まだ、日銀の発表する統計表の中で、これがそのままの形では表われてはいないにせよ、「そもそも、ハイ・パワード・マネーなぞ日本の金融の分析上意味がない」といったきめつけは、今ではなされていないと言えよう。

もっともハイ・パワード・マネーの概念が、日本の金融機構の中でのマネー・サプライの決定メカニズムを分析するのに有用なものなのか、また、それを用いて分析した結果から、マネー・サプライ管理の有効性、適切さを保ち、高めるための政策提言が生まれてくるのかどうかは、この研究会をふくめて、今後の研究の成果にまたねばならない。しかし、いくつかの中のひとつのものの見方として、この概念が用いられるとき、その利用自体は何の先入主なしに受け入れられるという、かつてとはちがった状況が、今できあがっていると言えよう。

ハイ・パワード・マネーという概念の受けとめられ方を例にしたが、一般にいくつもの代替的な仮説が呈示され、それらがまじめに論理的・経験的検証（すなわち、実証）の対象とされることは、研究水準の向上という点でも、政策の実践という点でも、望ましいことである。この研究会での報告論文は、それぞれ独特の仮説の上に日本の経験を実証しようと努力された結果に他ならないわけで、その点、賛否は別にして、私は高く評価したいと思う。

以下、堀内、安田両氏の報告論文に啓発されて、私が日本のマネー・サプライ管理のメカニズムをどのようにとらえようとしているのか、はじめに把握の仕方を中心に、私見を述べてみたい。そこでは資産市場の一般均衡分析についての私の理解を明らかにすることが中心となる。それをとおして、堀内論文の暗黙の前提（と思われるもの）に対する私のコメントが明らかにされよう。

第2に、マネー・サプライの決定メカニズムを考える際の第一関門である市中銀行と中央銀行について、それぞれの行動と相互の関連とをどのように考えたら良いかを、検討するとしよう。そこでは、安田論文において詳細かつ「学界用の言葉」でもって分析された結果をひとまず認め、その上で、残された課題が自問自答される。

第3に、以上の考察と関連させながら、日本においてのマネー・サプライ管理の有効性を支えてきた要因は何かを検討するとしよう。フリードマンをまつまでもなく、最近の日本のマネー・サプライはきわめて良好に管理されている。ここでの課題を別の表現で言えば、その良好さを支える理由の一端を推論することである。

最後に、現在良好な成果をあげている日本銀行のマネー・サプライ管理が、今後も維持されるであろうかを論じてみたい。本来、この課題は、アメリカやイギリスの状況とその背景との比較（真の意味での比較金融構造分析）など、多くの分析をまって取り組まれねばならないのであるから、現在述べることのできる範囲は限られている。「戦後金融体制」

は、良好な推定式とは言えぬが、預金通貨と貸出利子率で説明されている。

この貨幣（M_1）供給関数の説明として次の言及があることを、参考までに、引用しておこう。「……2.16は日銀の貸出の増大が、どれだけの貨幣供給の増加をもたらすかという、いわゆる「貨幣的乗数」（Monetary Multiplier）を示す。」この引用での「貨幣乗数」の概念は明らかに堀内氏のそれとは異なる。

の終焉が迫りつつある今日、金融分析のあり方もまたここで問われることとなる。

2. マネー・サプライ決定のメカニズムについて

(1) 巨視的一般均衡分析と「実用主義」

堀内第1論文が明記しているように、「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」(p.7)という認識は、疑問の余地なく、定着している。[注2] 言い換えれば、貨幣は人々の相互依存の中から生まれるということである。問題は、そうした認識の仕方にではなく、具体的にどういう相互依存のメカニズムでマネー・サプライが決まるかという点にある。堀内論文は、「実用主義」という基準でこの問題を暗箱の中に封じ込んでしまう。確かに「資産市場の一般均衡を暗黙裡に前提」(p.8)しているのであろう。しかし、「貨幣乗数アプローチ」が、どのような資産市場モデルを前提としても、その一般均衡解と必ず両立するのでない筈だから、「実用主義」で「貨幣乗数アプローチ」を採ったということは、定性的なものであるにせよ、あるいは定式化が不可能な文章での表現にとどまるにせよ、資産市場についてのある種のモデル(またはモデル群)を指定したことに他ならない。一体、そのモデル(群)はどのようなものか。あるいは、「貨幣乗数アプローチ」の描く金融像はどんなものなのだろうか。

資産市場の一般均衡分析は、抽象的な次元ではm種の資産－負債がn人の経済主体のポートフォリオに過不足なく吸収されるよう、m－1個の経済変数が決定される状態を分析する分析手法であると定義される。[注3] しかし、こう言っただけでは、十分に意味ある分析結果は得られない。より具体的に資産市場の一般均衡(相互依存)モデルを描く必要がある。ひとつの方向は、資本市場や企業金融の問題を考えるときの「理想型」モデルとして定着した、いわゆるCAPM(capital asset pricing model)である。だが、この方向ではマネーをうまく扱えず、不自然な仮定を用いて無理にマネーを考えること位しかできない。銀行の機能を説明することも、不十分にしかできない。[注4]

(注2) もっとも、ここで、「過程」ということがどういう意味か不明確である。「一般均衡において決定される」としてはいけないのか。

(注3) 資産市場の一般均衡分析では、所得・産出勘定での一般均衡を分離可能と前提している。Keynes以来のストックとフローとの分離可能性の仮定は、分析の便宜のためという以上の意味(ひとつの経済像)を表わしている。この点についての論点の整理は、J. Tobin, Asset Accumulation and Economic Activity, 1980の第4章、"Portfolio Choice and Asset Accumulation"を参照。以下では、論点を集中させるためにこのことには触れない。

(注4) ただし、金融・資本取引が構造的な意味で「完全である」としたら、銀行はどうなるであろうか、と考えることは、ひとつの思考実験として面白い。その場合には、CAPMの枠組が使える。Fisher Black, "Bank Funds Management in an Efficient Market," Journal of Financial Economics, December 1975参照。CAPMは、efficient market hypothesisと並んで、現代証券論の基本であるが、日本の専門家の間では余り人気がない。沢山の文献があるが、次のリーデイングスは便利である。James Lovie and Richard Brealey, Modern Developments in Investment Management, Dryden Press, 1978。アメリカを中心として広まった新しい分析手法(ものの見方)は、他の国にも及んでいる。イギリスの例は実践に近い所では、いわゆるWillson report を見よ。日本での実証例のひとつは、丸 淳子、蠟山昌一、

マネー・サプライの決定といった実践的問題を扱うには、厳密な意味での微視的一般均衡分析から離れて（と言うことは、将来補強さるべき弱い理論的基礎しかないことを認めた上で）巨視的一般均衡分析の方向を採らざるを得ない。ここには、既にひとつの「実用主義」が介在することとなる。巨視的ということは、微視的理論から論理的に整合的な集計化を行って、という意味でなく、分析の目的、分析者の現実認識（何が大切であり、大切でないかを判断する基準という意味でのヴイジョン）から、「実用」に足る大胆な集計を行った結果ということに他ならない(注5)。恐らく、堀内氏の言う「資産市場の一般均衡分析」とは、このような意味での巨視的一般均衡分析を指すと思われる。とすると、氏の言う「実用主義」は、二重の意味をもつこととなる。その重層関係に矛盾がないかどうか、検討が必要ではないか。

さて、巨視的一般均衡分析を行う際にまず必要なことは、分析者の「実用主義」にしたがって、現実に存在する（と判断される）主体および資産の集計化である。Leijonhufvudがaggregation over transactors、同じくover assetsと呼んだ作業である。統計データとして最も詳細な相互依存関係を整合的に表わしているとされる「資金循環勘定」にしても、こうしたひとつの作業を経ていることは言うまでもない。

部門構成と資産の集計化の次には、各部門の各資産取引における行動の性格が明らかにされねばならない。その場合、各部門はあたかもひとつの主体であるかの如く扱われ、制約条件付の最大（小）問題を解いた結果として行動の性格が明らかにされるのが通常である。その場合、重要なことは、制約条件として何をとるかである。言うまでもなく、各主体の資産・負債恒等式は満たされねばならない。この「会計上の制約（予算制約式）」以外に、広くシステムからの制約とも言うべきものが存在する。システムからの制約とは、より細分化すれば、

① 「市場からの制約」

② 「組織からの制約」

に区分されよう。

第1の「市場からの制約」とは、資産取引が行われる場としての市場の性格から与えられるものである。完全競争市場であれば、価格・利子率を与えられたものとして、経済主体は行動する。独占的競争の場合には、取引の相手方の行動を知り、その情報に制約されて最適行動が決定されねばならない等々である。

第2のタイプの、ここで「組織からの制約」と呼んだものは、該当する経済主体が属する組織、例えば、大は日本国から小は家族に至るまで、様々であるが、個々の主体は、それらの一部に属するが故に、他の組織に所属すれば受けなかったであろう制約を受けているはずである。例えば、準備預金制度のような市中銀行であるがために受けるポートフオリオの制約はその典型である。この第2のタイ

「株式市場の収益と危険」『証券経済研究所テクニカル・ペーパー』№24などを見よ。結果は良いとは言えない。何故かを問うことが、今後の課題であるが、悪いからと言って、CAPMは駄目と断ずるのは、先のハイ・パワード・マネーのケースと等しい。

（注5） Axel Leijonhufvud, On Keynesian Economics and The Economics of Keynes, 1968のPart Ⅲに、この点の明確な指摘がある。簡単な言及は、蠟山昌一「書評：鈴木淑夫『金融政策の効果』」『経済学論集』1967年4月号を見よ。

プの制約は、少なくともその組織の成員の合意があってはじめて機能しうる（ただし、ある組織の成員の行動に対する制約が、その組織の中の合意のみによって成立するというのではない）。その場合、制約に対して忠実であるかどうかを監視し、成果のいかんによって制約の変更を提案し、新たな合意をとりつける役割を担う専門家が、組織内に登場する。広い意味での「行政」である。すると、組織からの制約には2つのタイプがふくまれることがわかる。そのひとつは、ルール化された制約であり、これが明文化されているときには「制度」と呼ばれるのが普通である。明文化されていないルール化された制約は「慣習」である。もうひとつの組織からの制約は、行政（専門家）が成員の行動の結果（の予測）を判断・評価し、それによって制約の性格を改める場合である。これを「誘導」と呼ぼう。先に挙げた準備預金制度は制度の例である。金融行政にみられる様々な行政指導は誘導に類する。

このように、市場・組織の双方からの制約の下で、予算制約式を満たすよう、各部門の最適な経済的行動が事前的に決定されると考えられる。しかし、組織の成員であるとはいえ、分権的に意志決定された各部門の資産選択の行動が、全体として、各資産取引の均衡をもたらすとは限らない。不均衡があるとき、その事実が情報としてすばやく流れ（市場制約の変化）、新しい行動を誘起して、調整がうまく働き、相互依存体系に解がもたらされるとしよう（安定均衡の仮定）。すると、何がこの作用を果すのかが問題となる。資産価格や利子率がこの機能をもつ「価格機構」は、市場が完全競争状態の場合に典型的に成立する。しかし、金融資産市場の全域でいつも「価格機構」が働いているとは限らない。市場が競争性を失っているとき、また、需給の不均衡に応じ価格が変化する過程に「規制」が加わるとき、市場の不均衡は市場以外の力（組織の作用）によって解消されなければならない。ここに、経済主体への行動制約以外に、

③ 市場調整に対する制約——「価格規制」

が、システムに対して加わることになる。

このように、資産市場の巨視的一般均衡分析は、分析者の「実用主義」の観点から、部門構成、資産の集計化、各部門の行動基準、といった側面に加えて、各部門の行動に対する制約（予算制約、市場構造、制度、慣習、誘導）および市場取引の調整に対する規制を具体的にとらえることから出発するのである。確かにこの作業は「非常に複雑」（堀内第1論文、p. 7）である。しかし、現実の複雑さを何とかして操作可能なレベルにまで単純化する作業を、この段階で行うことにこそ「実用主義」の意義がある、と私は考える。

(2) 堀内モデルへのコメント

以上の意味において、堀内論文で考察されている「貨幣乗数アプローチ」に対するコメントは、その背後にある巨視的一般均衡システムが明らかでない限り、難しい。古典的な貨幣数量説が経済取引のシステム全体に関するフリードマン的ヴィジョンと経験的実証の積み重ねによって新貨幣数量説（マネタリズム）に生まれ変ったことを考えると、「貨幣乗数アプローチ」に必要なことはヴィジョンの現実の日本の金融システムに対する切り込みではないのだろうか。それを欠いたままの「第二版実用主義」と統計的操作の積み重ねは、「便宜主義」のそしりを招きかねないと思われる（急いでつけ加えたいのだが、このアプローチは駄目だと言っているのではない。日本のシステムを規定するどの要因とどの要因を大切と考え、

どう結びつけると、このアプローチが生まれるのであろうか、それを明らかにすることが、堀内論文の説得力を増すはずである、と言っているのである)。(注6)

提出された堀内氏の2つの論文からは離れるが、堀内氏の日本の金融に対するヴイジョン(認識)を表わすものとして、『日本の金融政策』でのモデル(複数)がある。そこで、若干、脇道にそれるが、以下の簡単な考察の対象としよう。ただし、マネー・サプライ決定のメカニズムを考えるとき重要と思われる点のみをとりあげる。

以下、この部分での引用頁は特に断わらない限り、上記書物のものである。

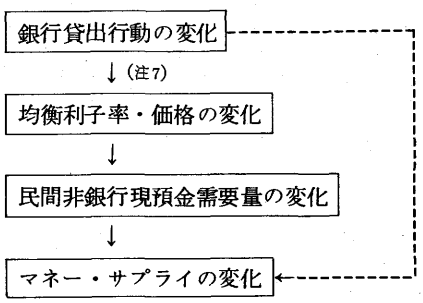
堀内氏はp. 16において、部門と資産の集計化の結果を表にまとめ、それぞれについて詳しい説明を行っていて明解である。鈴木淑夫氏の一連のモデルと表面的には異なるが、集計化という点では基本的な相違がない。伝統的とも言えよう。

マネー・サプライの決定との関係で言えば、貸出や有価証券の市場が利子率・価格で調整される競争的市場と考えられている点が重要である。銀行(および借り手)はそれぞれ短期市場利子率や貸出・証券利子率を市場からの制約(情報)として短期資産・貸出・証券供給、需要を決め(但し、借り手は短期市場にアクセスできない)その間の不均衡は貸出利子率をふくむ価格機構が調整するととらえられている。p. 37の4つの方程式で表わされたシステム(実は3つの需給均衡式とひとつの定義式)は、外生的に与えられるハイ・パワード・マネー、有価証券残高が過不足なくどこかの部門に吸収されるよう利子率・価格が瞬時に作用する体系である。現実の金融の動きは、ハイ・パワード・マネー、証券の残高およびその他の外生変数Xが、時と共に変化し、それに応じて方程式の解(均衡解)が移動する、移動均衡の過程としてとらえられているのである。そして、マネー・サプライは均衡利子率・価格およびXそして証券残高(正味資産)に応じて決まる民間非銀行の現預金需要そのものとして創造される。

現実を価格機構の調整作用による均衡の移動過程と見なせるかどうかの論点はともかく、マネー・サプライを、均衡利子率・価格に対応する民間非銀行部門の現預金需要量ととらえられている点が、恐らくここで最も強調されるべきことがらであろう。このような形で内生的なマネー・サプライの決定を理解することに対して、私は賛成でない。

今、銀行の貸出行動が何らかの形で変化したとしよう(関数のシフト)。それのマネー・サプライに対する影響は、貸出利子率と証券収益率の均衡値を変位させ、民間の現預金需要量を変えて、はじめて表われる。もしも同時に、民間非銀行部門の行動が、銀行部門の貸出行動の変化の影響を相殺するように、しかしその現預金需要行動は不変にとどまる

図1.



(注6)　私なりの解釈は、後に述べる。3.をも参照。

形で変ったとき、均衡利子率・価格の水準は不変であるから、マネー・サプライは変化しないということになってしまう。しかし、銀行部門の貸出行動の変化が直接にマネー・サプライを動かすということは、十分に考えられることである。図1の点線で示すような影響の経路が何故無視されているのであろうか。

私が判断する限り、その理由は堀内氏の銀行行動に関する認識にあると思われる。とりわけ上で述べたように、貸出取引が価格機構によって調整されると認識されている点が、これと深く関わりあっている、別の表現を使えば、貸出取引の基本的構造から生じる、貸し手・借り手それぞれに与える組織的制約が無視され、それがすべて市場制約におきかえられていることから、上述の例で示されたような点線の経路の無視がなされたと思われる。

具体的には、銀行とその借り手との間に成立する「顧客関係」の表われとしての歩留り預金といったことがらが、斥けられているという例を挙げることで十分であろう。顧客が借り入れた資金の一部を、借り入れた銀行への預金として預け入れるのは、取引残高需要として当然に予想されることがらである。もちろん歩留り率が利子率に弾力的かどうかは実証の問題である。重要なことは歩留り率が一定かどうかでなく、銀行が顧客に対してある金額の貸出を行えば、その一部は自らへの預金として留まるということを一種の制約条件（組織からの、「慣習」）として考え、貸出計画を決定するという点である。堀内氏は「この仮定は、明らかに、民間非銀行部門の主体的な資産選択行動の仮定と整合しない」（p.22）と断定している。確かに、価格機構が完全な市場での資産選択を前提とすれば、そうであるかも知れない。しかし、それでは銀行が銀行として存在することの意義は乏しい。完全な市場の中での銀行ではなく、相対取引が支配的であるというヴイジョンでもって銀行をとらえたとき、固有の組織的制約が銀行行動を説明する要因として、ひいては、マネー・サプライの決定メカニズムの説明要因として、重視されなければならないのである。歩留り預金を考えるということは、そのひとつの例であり、歩留り率 α を一定とすることは説明の簡単化のための仮定にすぎない。銀行部門に見られる固有の組織的制約を重視すると、マネー・サプライは、単なる民間非銀行部門の現預金需要量としてではとらえられなくなる。そうではなく、

マネー・サプライ
＝銀行との相対的顧客関係を考慮して決定される民間非銀行部門の預金需要 ＋ 市場での資産選択として決定される現預金需要

と考えられるべきであろう。[注8] そして、前者は、安定的な銀行と顧客の相対関係を前提とすると、銀行の計画する貸出供給によって左右されるということとなり、先の図1の点線の関係が登場するのである。

相対的顧客関係を資産市場の巨視的一般均衡モデルに組み込むことが、現在の経済理論の水準ではきわめて難しいことは、認めざる

（注7） この経路は、貸出の需給のみならず、短期資金（コール）市場あるいは有価証券市場での需給の不均衡の調整をもふくむものである。銀行は予算制約式にしばられているので、貸出行動の変化は必ず少なくともひとつ別の市場での行動の変化を伴う。

を得ない。(注9) けれども、ともかく、マネー・サプライの決定メカニズムを説明するという分析目的に向って邁進しなければならないとすれば、「実用主義」でもって困難をひとまず回避せざるを得ない。近似として、それを無視するというのはひとつの立場である。貸出市場を価格調整の世界と考えるわけである。もうひとつは、独占的競争市場として貸出市場を近似する方向である。銀行は顧客の借入需要の性格を良く知っていて、需要曲線の上のどの点（貸出利子率と貸出量）かを、合理的に選択するという接近である。堀内氏は前者を選んだと思われる。そして、この研究会に提出された2論文が、『日本の金融政策』の自然な延長線上にあるのであれば、「貨幣乗数アプローチ」とは、価格が需給をすべて円滑かつ敏速に調整する金融機構におけるマネー・サプライの決定を分析するひとつの手法と理解できることになろう。この理解が牽強付会でないとすると、これまでの日本のマネー・サプライを説明する手法としては、もともと適切でない性格をもっていると言えるのでなかろうか。また、この接近方法がアメリカを中心として復活したこと、特にマネタリストが強調したことの理由の一端も、以上の推論から理解できるのではないだろうか。(注10)

3. 日本銀行と市中銀行との関係

さて、前節では、市中銀行と顧客との非市場的な取引関係を強調して、堀内氏の「貨幣乗数アプローチ」を批判的に取り上げた。次に、日本銀行と市中銀行との間の関係に目を転じるとしよう。これは、安田論文の主たる対象であると同時に、堀内論文での主役の1人（ハイ・パワード・マネー）の供給のメカニズムをどう理解するかに関わる問題領域である。もっとも、堀内第1論文では、舞台の幕開けと共に主役が大立回りを演じるという筋書きになっていて、主役がどういう風に舞台に表われたのか観客にはよく判らない。ハイ・パワード・マネーがマネー・サプライの決定メカニズムの中で、どのような役割を演じているのかを、順を追って吟味する必要があろう。

(1) 日本銀行の真の政策手段と金融システム

日本銀行も経済主体のひとつであることに変わりはない。それはバランス・シート上の恒等式を満足し、かつ、市場・組織からの制

（注8） この第1項を無視して、日本の預金需要関数を推定することは、きわめて難しい。であるから、かつての日銀統計局モデルのように、家計（個人）と法人の資産選択を別にする（→モデルの複雑化）とか、マクロでとらえるときは、貸出を説明変数として入れるということになる。預金通貨銀行への要求払預金需要増減（△D）を1971ＱⅡから79年ＱⅠについて試みに推定してみると、次の通りになる。

$$\triangle D/W = 0.002 + 0.188\triangle L/W - 0.659\,D_{-1}/W + 199.529\,Q/W + \text{季節ダミー}$$
$$(3.34) \qquad (-4.33) \qquad (5.30)$$

$D.W. = 1.21$，$\bar{R} = 0.854$，$S = 0.023$

D：要求払預金，L：貸出，W：過去8四半期GNP平均，Q：鉱工業生産指数

（注9） 例えば、信用割当といった難しい問題も生じてくる。

（注10） M. Friedman and A. Schwartz, A Monetary History of the United States 1867-1960, や P. Cagan の一連の著作を念頭においている。

約を受けて、行動しなければならない存在である。したがって、日銀勘定に表われる資産のそれぞれの取引の場の性格を認識することが、分析の第1歩となる。ただし、日本銀行の場合とくに、取引の場の性格自体もまた日本銀行の手によって変更可能であるという一面をもつので、吟味には注意を要する。構造的政策とそれによって左右される数量的政策の2つが、日銀の行動（政策）を考える場合、区別されねばならないのである。安田論文は、現在の市場・組織の性格を前提として、数量的政策の効果の波及過程を分析するのに対して、堀内論文は、「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」（p.9）という構造の存在を指摘し、それに代わる「ハイ・パワード・マネーの厳しいコントロール」こそ、マネー・サプライの有効な管理のために必要であるし、また、可能であるとする。いわば構造の変化(構造的政策)が強調され、さらに、準備預金制度に対しても手直しの眼が向けられる。こういう点で、堀内・安田両氏の議論はすれちがっているように見える。両氏の論点をもう少し互いに近づけることができるのではないだろうか。

堀内氏は、高橋俊治氏との共同論文「マネー・サプライ・コントロールの『貨幣乗数アプローチ』」（『経済研究』、1981年1月）において、「中央銀行は、公開市場操作、貸出政策等を通じて、そのバランス・シート上の項目のいくつかを適当に操作することによって、その債務項目であるハイ・パワード・マネーの供給量を直接的にコントロールすることができるはずである」（p.51）と述べている。この記述から明らかなように、ハイ・パワード・マネーの供給量は、日本銀行の直接の行動変数ではなく、マネー・サプライと同様、金融システム（資産市場の一般均衡）から決まる内生変数である。この認識において、堀内、安田両氏に差異はない。ちがいは、堀内氏がハイ・パワード・マネーの供給量は容易に管理されうるととらえるのに対し、安田氏はそう簡単ではないと見るのである。(注11) そこにも、背後のシステムをどうとらえるかの相違がある。

簡略化された日本銀行の資産・負債勘定を次のように表わそう。

表1　日銀のバランス・シート

有価証券　S	預　け　金　R
買入手形　B	現 金 通 貨
日銀貸出　L_B	{ 市中金融機関保有分　C_B
そ の 他　O	{ 市中流通分　C

簡単化のために、対外債権等は省略されている。もちろん、

$$S+B+L_B+O \equiv R+C_B+C \qquad (1)$$

である。そして、右辺をハイ・パワード・マネーの供給量H^Sと呼ぶとしよう。

$$H^S \equiv R+C_B+C$$

さて、右辺の各項目に登場する資産保有高の一部ないしそれらの利子率（価格）、あるいはこれら量と価格の双方を、日本銀行は直接に、日本銀行の政策目的の実現のために、

（注11）　前掲共同論文の引用個所の前後を注意して読むと、堀内氏もハイ・パワード・マネー供給のメカニズムが何かについて、考えていると思われる。すなわち「民間非銀行部門の現金需要を中央銀行が直接コントロールすることは不可能である」という風に、「直接に」と表現する個所が2つあり、ハイ・パワード・マネーについては、「直接的に」と表わしている。このちがいは、コントロールの容易さについての認識のちがいと言えよう。

操作することができる（数量的政策）[注12]。何を直接に動かしうるかは、それぞれの資産の取引の「場の構造」に依存する。そうして、その「場の構造」は、日本銀行の政策いかんによって、相当程度に変化しうるし（構造的政策）、また、金融システム全体の構造変化にも左右される。

日銀の行う資産取引の「場の構造」は、日銀の数量的政策決定に対する制約条件に他ならない。前節の一般的な分類と同様、その制約は、①市場からの制約、②組織からの制約の2つに分類される。言い換えれば、取引の場が、価格で需給が調整される市場機構に類するものか、それとも、需給の調整は非価格要因に主として任せられる非市場的機構（日銀的取引機構とも言うべきか、一種の組織）であるのか、によって、日銀の数量的政策手段の性格が規定されるのである。

この点で、「場の構造」が最近大きく変化していると伝えられる。先に若干の注意を払って記したように、取引の「場の構造」を日銀が一方的に決定すると考えることは適当でないと思われる。もちろん、逆に日銀が完全に受け身で、取引の相手方およびその背後にある金融システムに完全に規定されると考えることにも疑問を感じる。

取引の「場の構造」を上掲の表の各資産に応じてどのように考えたらよいのか、また、それが日本銀行の政策手段の操作、市中銀行あるいは非銀行主体の行動パターンに、どのような影響を与えているか、そして、それらが政策の波及過程とどう関係しているか、といった論点を明らかにすることが、ハイ・パワード・マネー、ひいては、マネー・サプライの決定を考える場合、避けて通れないひとつの大きな問題である。

堀内論文では、正面からとりあげられていないが、現在の日本のシステムにおいて、日本銀行の資産取引毎の「場の構造」のちがいは、システムの解に全く変化を与えない。ともかく、ハイ・パワード・マネーが「同調的」に供給される仕組みとなっていることが重要であり、均衡解には、ハイ・パワード・マネーの供給量のみが影響を与えると、考えられている。ただ、この判断は、これまで述べてきたような段階を踏んで説明されず、そもそもハイ・パワード・マネーのみが政策変数として表われるモデルを用いて、主張されているので、説得力を欠く。他方、安田論文（特に附論）は「積みの調整」を対象として詳しい分析を行っている。けれども、そこでの論旨は、本論のp.41の説明が端的に示しているように、日本銀行は民間銀行の準備を、平残では必要準備に一致するようにという制約で、日々の金利を媒介変数（操作変数ではない！）として動かしうるということ、そして、日銀が供給する準備の月中のパターンに対応して、市場短期金利の動きが決まり、それに応じて、銀行の予想金利が形成され、次期の銀行の準備需要の性格を左右すること、という2点につきる。単純に言い換えれば、安田論文では、ハイ・パワード・マネーの構成要素である、銀行準備（預け金R）の需給によって短期金利が左右されるというとらえ方がなされているのである。すなわち、短期金利をふくめて、システムの内生変数の解（それには、マネー

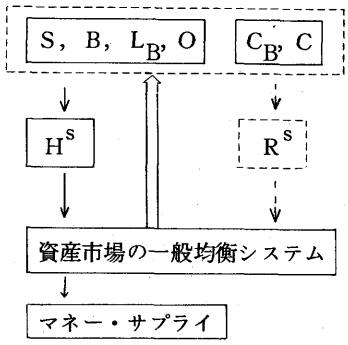
（注12） これだけが数量的政策手段ではない。窓口指導や準備率操作などを純粋な数量的政策といえるかどうかは議論の余地があるが、そういったものが、数量的政策の性格をもつことは確かである。

・サプライをもふくむ）を決める外生変数のうち、日銀の勘定項目に登場するのは、準備供給であるというわけである。(注13)

日銀勘定のどれが、資産市場の相互依存体系の均衡解に影響を与える項目かについての堀内、安田両氏の相違を私なりに理解してみた。以上の結果をまとめたのが、次の図２である。

このように図示して見ると、両者の相違は大きいようでいて、小さい。ちがいよりも類似点を見てみよう。それは次のようにまとめられる。すなわち、日銀の直接にコントロールできる変数の資産市場システム（ひいてはマネー・サプライ）に与える影響は、すべて、ひとつの変数（H^SないしR^S）を通して、及ぶということである。

図2. 日本銀行と市中銀行（一般均衡の中でのBOJ）



実線：堀内モデル、　点線：安田モデル

債券オペ、手形売買、日銀貸出といった諸操作のマネー・サプライに与える効果は、第１に、どれ程H^SないしR^Sを動かすか、と、第２に、変化したH^SないしR^Sがマネー・サプライにどう影響するか、の２つに分割され、後者は諸操作のちがいによらず、共通であるというのである。なお、このことはH^Sにしろ、R^Sにしろ、それらがシステムからのフイード・バックを受けるということを軽視しがちな判断を生みだす。だが実際にはこの点を無視できないであろう（図の⇧印）。堀内氏にしたがってH^Sを採るとすると、H^Sはその他Oとしてここでは省略した、対政府および対外資産の動きでも左右される。また、安田氏の立場をとれば、R^SはO以外に現金需要の動きで変化する。このように、ハイ・パワード・マネー、準備供給どちらも、経済・金融システムの状態に応じて動く「受動的部分」と、政策で左右できる「能動的部分」とによってなるということを考えなければならないのである。(注14)

（2）数量的政策と「構造」の混合

数量的政策に関する限り、堀内、安田両氏が共にただひとつの数量変数をとおして、政策効果が波及してゆくというヴィジョンをもつという点で、共通するところが大きいと言わねばならない。

（注13）論文によって準備供給とか日銀信用とか用いられている用語がちがうが、ともかく、日銀の行う取引のそれぞれの性格のちがいは重要でなく、準備供給の結果として決定される合計額が重要であるという点で、堀内氏と変わりはない。

（注14）もちろん、通常の事態ではここで述べた点はたいしたことではない。望ましいマネー・サプライを生みだすH^S（あるいはR^S）を維持するように、受動的供給を能動的部分が補整すればよいのだから。しかし、異常な事態（これこそ政策が意味をもつとき）においては、次のようなことが生じる可能性がある。すなわち、望ましいH^S（R^S）を実現するように補整しなければならないH^Sの能動的部分が、真の政策の操作可能領域の限界においてすら、達成できないという点である。それぞれの操作変数には固有の操作可能領域がある。日銀貸出は負になれな

けれども、過去および現在の日本銀行の政策の「仕振り」は、すべて、両氏の考察につきるのであろうか。私の直感では必ずしもそうでないように思われる。しかし、このコメントでは、ありうるべきケースをひとつだけ、想定して考えてみよう。

まず、次の仮説を設けるとしよう。

① 日銀貸出取引では、公定歩合が短期市場利子率より低く定められているので、信用割当が生じている。その割当のシステムは、㈠割当を受けられるか否か、㈡受けられるとしても、どれだけ受けられるか、の2点で特徴づけられる。前者についてはルールが慣習として成立していて、その内容は銀行間でよく知られている。そして、割当てを受けるグループに所属できる条件を備えれば、銀行は直ちにそのことを知り、いくばくかの割当てを受ける資格をもつ。後者については、日銀が有資格グループの結びつきの安定性を損なわない限り、自由に配分できる。

② 有価証券、手形の保有の変化（債券オペ、手形売買操作）は、前者については完全な入札制、後者については発達した短資市場の存在等の理由で、市場の価格に対し受け身で決定される。

あるいは、

②′ 上記2つの市場で、日銀はプライス・メーカーとして行動し、その取引量に応じて、価格（利子率）は動く。

さて、①、② or ②′の前提の下で、次の例を考えよう。いま、昨日までは日銀貸出の対象外であったある銀行が、今日からは有資格グループに入れることとなったとしよう。昨日と今日とでは、ハイ・パワード・マネーの供給をはじめ他の条件は全く変わらないものとする。さて、新しく安い費用で日銀貸出を受けることができたこの銀行は、その分短期資金市場からの取り入れを減らすことができる。短資レートは、この理由からは、低下する。しかし、日銀貸出の総額は不変に留まらなければならないのだから、それはグループ内の他の銀行への日銀貸出を割いてまわされた筈である。その分、短期資金市場からの取り入れは増加し、コール・レートを高める要因となり、結局、コール・レートは変わらない。(注15) 以上の説明で、ハイ・パワード・マネーの供給という表現を、準備供給と変えても、議論は成立する。したがって、堀内、安田両氏の理論では、こういった場合、マネー・サプライに何も変化が生じないということとなる。けれども、上記の説明において、短期資金市場が全く同質的であることが前提されていた。これは、文中から明らかである。各種の短期資金市場に完全裁定が成立していると仮定されていたのである。

もしも、いくつかの短期市場が互いに分断されていたら、どうであろうか。新しく資格を受け日銀貸出を受けた銀行が、コール・マネーの取り入れをやめた。しかし、仲間が増

い。債券・手形オペでも、手元の証券以上の売操作はできない等々である。H^s や R^s をのみ強調することが、政策手段の境界領域の軽視につながらなければ幸いである。

因に、過剰流動性が何故コントロールできなかったのかを、当時の数量的政策手段の動かし得ない境界条件の存在から説明できはしないだろうか。むろん、そういう場合、新たな構造的政策を実施すべきであったことは確かであるが。

（注15） 「日銀貸出の配分の方法は、コール・レート等に対し中立的である。」これは、鈴木淑夫氏のモデル以来、多くのモデルから導かれる命題である。

えたために貸出量が減らされた各銀行は、現先市場で債券を売却して、資金を手当てした。こういうことが起こるであろう。他の条件不変のもとでは、分断化された市場のそれぞれに不均衡が生じる。均衡解は変化し、結局、マネー・サプライも変化しよう。①、② or ②′ のように、日本銀行が市中銀行と組織型・市場型の取引を複数行っているとき、それぞれの資産がどのように関連しているかで、結果は異なるのである。

以上の例は、極端な想定であることは、否定しがたい。

しかし、日本銀行が現在必ずしも完全とはいい難い市場環境のもとで、市場と組織の制約を共に受け、政策手段を動かしている現実を考えるとき、数量的手段といえども取引の「場の構造」から影響を受ける場合が少なからずあろう。となると、市場からの制約のみを受けるとして、日本銀行の政策を考えるのは、ひとつの側面を照射したにすぎないということになる。現実には、多分にそれが広い範囲を照らすのであるかも知れないが。なおそうであっても、何故、その照らされた側面が広いのか。新しい課題が生まれてくることに注意。

市場と組織との対立、絡み合いにたえず注意しつつ、他方で「実用主義」の斧を振る、そのバランスこそ、金融政策分析の基礎に横たわっていなければならないのではなかろうか。

4. マネー・サプライ管理の有効性

これまで述べてきたことは、堀内・安田両氏の報告論文に対する批判や問題提起にとどまりすぎていた。私自身の積極的な分析の枠組（モデル）が十分に示されていないきらいは明らかである。とりわけ、2.の(2)で述べた、数量的政策と「構造」の絡み合いという観点からどの程度、日本銀行の具体的な政策を理解できるか、については、私は答えを全く用意していない。不勉強を恥じるのみである。

そこで、とりあえず「短期資金市場」は完全かつ競争的市場であり、日本銀行は、債券売買・手形売買操作については、「需要者・供給者の一員として市場に参加しているにすぎない」（安田、別紙Ⅰ、p.45）としよう。また、日銀貸出については、信用割当が固定された市中銀行グループにのみ、行われているとしよう。

このような単純化の仮定が許されるとすると、日本銀行のマネー・サプライ管理の有効性をめぐっての論点は、

① マネー・サプライが、短期資金市場の諸々の変数（利子率、フローとしての取引量、ストックとしての短期資産、純あるいは粗、など）とどのように関連しているか。

② 日本銀行が短期資金市場の諸々の変数（とりわけ①で重要とされたもの）を、どうコントロールしているか。

の２点にまとめられよう。

堀内氏と安田氏のこれらの論点に対する解答は、明示的でない。強引に私なりに想像をたくましくして、２つのありうべき解答を用意してみよう。

解答Ａ（堀内氏に近いか？）

①について：マネー・サプライを直接に左右するのは、証券・貸出利子率と民間正味資産であり、短期資金市場の諸変数はその直接の決定因でない。

②について：短期利子率を含めて利子率体系は、ハイ・パワード・マネーを外生変数とする資産市場の一般均衡で決定される。

それ故、

$$\triangle M = m\,(\triangle H : \triangle X) \qquad (2)$$

Xはその他の外生変数、△は変化分を示す。あるいは、上の近似として、

$$\triangle M = m \triangle H \qquad (3)$$

mが歴史をとおして安定的であれば、

$$\int_0^t \triangle M d_t = m \int_0^t \triangle H d_t$$

世界の初めには、貨幣はなかったのだから、

$$M(t) = mH(t) \qquad (4)$$

したがって、H_t（あるいは△H）がマネー・サプライの最重要決定因であり、かつそのコントロールを、直接の政策手段が有効に行っているかどうかが鍵である。あるいは、H（△Hあるいは$\frac{\triangle H}{H}$）を政策操作の際の最も手近かな目標（操作目標）とすべきである。

解答B（安田氏に近いか？）

①について：市中銀行の貸出こそ、預金創造ひいてはマネー・サプライの重要な決定要因である（この点に関して、私にきわめて強い印象を与えている言及は、横山昭雄氏の『現代の金融構造』に見られる）。

②について：市中貸出の決定要因の中で重要なものは、短期市場利子率（その構造）である。「積みの調整」の過程は、市中銀行に必要とされる準備が必要時点においてちょうど満たされるよう準備を供給しつつ、かつ、短期利子率の動きを望ましい市中貸出ひいてはマネー・サプライに対応する動きに誘導する。その場合、市中銀行の短期利子率に関する期待形成も重要であるが、日銀は日銀信用のコントロールを通して日々の短期利子率を動かすことで、期待形成に対しても作用を及ぼしている。巧妙な日銀信用ないし準備供給の管理こそ大切。

以上、強引に2つの判断を対立させてみたが、私個人の現在の限りでの立場は、ややBよりの折衷というべきものである。その点を、現在の日本の金融取引の構造に変化はないとして、その枠組の下でマネー・サプライを有効に管理できる条件は何かという問に答えるという形を借りて、述べるとしよう。

(i) マネー・サプライは、先にも触れたように、民間部門が市場での資産選択によって決める現預金需要$M(\dot{})$と銀行との相対関係を考慮して決める現預金需要$m(\dot{})$によって構成される。

$$M^S = M(\dot{}) + m(\dot{}) \qquad (5)$$

mを決める諸要因には、市中銀行の決定する対市中貸出Lがふくまれる。

$$m(\dot{}) = m(L;\dot{}) \qquad (6)$$

したがって、マネー・サプライが有効に管理されるための条件は、この限りにおいては、次のようになる。

（i－1） マネー・サプライの中に占めるmの割合が相当に高い。

（i－2） 市中銀行の貸出に対しての$m(\dot{})$の弾力性が安定していて低くない。

（i－3） M^Sを決める他の要因$(\dot{})$が、Lの及ぼす効果を相殺するように動かない。

ただし、これらは必要条件でない。マネー・サプライ管理が有効であるための十分条件である。他の$(\dot{})$にふくまれる要因を重視する先のAの立場は、別の十分条件を考えているわけである。また、(5)が、古典的な信用創造論と異なることは容易に理解されよう。(5)の具体的な形については先の（注8）を参照。そこでは、大まかにいって、$\frac{\partial m}{\partial L}$は有意に約0.2とされていた。

(ii) 市中銀行の貸出のコントロールの有効性については、「積みの調整」という表現をとるかどうかは別として、次の条件が満たされていれば、有効性が高いと言えよう。

（ii－1） 市中銀行全体のポートフォリオの中で、顧客関係を通して供給される貸出のウエイトが高い。あるいは、市場の参加者のひとりとして、市場条件に主として依存して、選択するような、貸出と密接に代替的な資産は多くない。(注16)

（ii－2） 貸出が短期市場利子率に弾力的である。

（ii－3） 実は上の2つの条件が満たされれば、これも成立するのだが、短期資金市場での運用（あるいは調達）が市場利子率に弾力的である。(注17)

以上の諸条件が偶然にせよ成立していたこと、そして、その下で、様々な制約がありながら（市中銀行は過剰準備を持たず、しかも「銀行をつぶしてはならない」という枠など）上の条件を活用できる直接の政策手段が利用可能であったことが、今の日本のマネー・サプライ管理のパフォーマンスの良さを支えていると思われる。

5. 有効性を維持できるか

4.での考察は、現在の日本の金融の仕組みがもっている特性の上に、日本銀行のマネー・サプライ管理の有効性が実現していることを強調している。したがって、このような観点に立てば、現在のマネー・サプライ管理の高成果がいつまでも続く保証は必ずしもないということになる。

特に重要と思われる点は、市中銀行をとりまく構造変化である。様々な有価証券市場が登場、発達して、市中貸出の比重が減り、市場での資産運用が増えるであろうことは大方の認める変化の方向である。新市場の出現と発展のみならず、既存の資産間の代替関係も変化が生じてこよう。こうした変化はまた最近のアメリカに見られるように、ひとたびインフレーションが生じ、インフレ期待が定着すれば、さらに加速化されよう。その可能性もまた完全には否定できないと思われる。

金融システムが市場型に変化する中では、当然のことながら、日本銀行の直接の政策手段のあり方も変わるし、設定される操作目標にも対応する変化が生じなければならない。そのような「しなやかな適応」ができるかどうかが、今後の有効性を考えるとき、ひとつの大きな課題である。そのためには、「金融の仕組みはかくあるべし」という将来へのヴイジョンをもつと同時に、現実に進行する変化を的確に把握することが必要であろう。その場合、ありうべき把握は、現在の制度に規定された領域にとどまることのない、金融・資本市場の相互依存システム全体を見通すものでなければならない。

広範な観察の成果を、一般的に処理しうる分析の手法は今はまだ存在しない。ヴイジョンはその意味で大切であると同時に、ひとつヴイジョンに執着することの危険も大きい。分散化が必要である。

構造変化に伴っての政策手段のあり方の方向は、基本的には、「公開市場操作」への

（注16） シ団引受方式の下で、銀行の国債保有は資金量ひいては貸出量に応じて（ということは補完的に）割当てられていたことは、この条件が満たされていたことのひとつの例。

（注17） ここで窓口指導についても触れねばならないのであるが、ここでは省略したい。蠟山昌一「金融政策手段の選択について」『大阪大学経済学』1975.12を参照してほしい。

比重移行であると思われるが、従来の方式からの切替えを、徐々に行うのが最適なのか、それとも、条件が整備されたかどうかを構造変化の観察から判断して、条件整備をまって一挙に行うのがより望ましいのか、今の所、白紙である。例えば、切替えのひとつの象徴は窓口指導の廃止であろうが、そのもたらす影響を理論的にとらえることすら、十分になされていないのだから。

日本銀行の「しなやかな適応」が失敗し、マネー・サプライのコントロールの有効性が低められ、インフレーションが生じ、インフレ期待が埋めこまれてしまうと、「市場の創造力」が金融システムに対し構造的な不安定性を与えるようになる。そうした段階に入っての、おそまきながらのマネー・サプライ抑制の努力はさらに「市場の創造力」をかき立てる。

他方、そうであるからといって、インフレーション予防のためのマネー・サプライの管理を、現在の仕組みの下で、厳重に行えば良いかと言えばそうでない。金融の仕組みは基本的には「人と人との関係」、いわば政治的調整の産物という側面をもたざるを得ず、それ故にこそ、市場と対比しうる機構としての組織が機能している。現実のマネー・サプライ管理も、その上に乗って行われている。そうした場合厳重なマネー・サプライ管理は、厳重であればそれだけ組織と市場の双方からの「反乱」を受ける可能性がある。だからインフレーション予防のためのマネー・サプライ管理は、金融システムのたえざる変化の力（「市場の創造力」）を押えるのではなく、活用するように、構造的政策を伴いながら対応しなければならないのである。(注18)

日本銀行のマネー・サプライ管理にとって、日本の金融システムの構造変化に適応できる「しなやかさ」こそ、求められる課題である。そして、金融システムの構造的特性とマネー・サプライ管理のあり方との関連、ないし特性の変化が管理のあり方に与える影響を明確にとらえる分析こそ、現代金融研究に求められる課題なのである。

以　上

追記：コメントを書き進む内に、当初の予

（注18）　堀内氏は第２論文において、資産の「位階的構造」という新しい概念を用いて、金融システムの変化のマネー・サプライ管理に与える影響を分析している。ただし、その新概念のイメージは明確に理解できるのであるが、しかし、分析概念としては、ややあいまいである。要するに、一方で支払手段として直接に機能する貨幣をおき、他方で実物資産をおくとき、その間に存在する（しうる）沢山の（無数の）金融資産のスペクトラムを言うのであろう。その「位階的構造」は、①資産の種類と②それらの間の代替・補完関係のマトリックスで規定される。資産の種類が増加しても、代替・補完マトリックスには変化がない（１行１列増えても、結局、従来のマトリックスに退化してしまう）のであれば、「位階的構造」は安定である。インフレーションは、良く知られているように、既存資産の間の代替・補完関係を変えてしまうし、時の経過に伴うその変動をもたらした。また、従来の資産間の連関関係と異なる性格をもつ資産の創造を可能にした。その結果、「位階的構造」に不安定性を与え、中央銀行がそれに「しなやかに」対応することを困難にさせた。私は、以上のような仮説を考えている。なお、ここで「創造力」と表現したのは「革新力」と言ってもよい。ただ、上の説明でも判るとおり、それは新しい資産をつくり出すということだけでなく、旧資産間の連関関係を改めてしまう原動力をも意味している。郵貯へのシフトを生み出した一因としてのいわゆる金利選好の高まりは、そのひとつである。

定とはずいぶんちがったものとなり、「はしがき」を書き直さざるを得なくなった。当初はできるだけトピックを網羅してみたいと考えたのであるが、その意図は果されなかった。とりわけ、次の2点が重要と思われる。

㈠ 情報の問題：認織、決定、効果波及に見られる時間を情報伝達の機構と関連させ、日本のシステムをとらえる必要があるのでないか。

㈡ 何故、過剰流動性が発生したのかを、単純に総裁や局長のみの所為にすることはできまい。当時の金融システムの変化とマネー・サプライの管理の方式とにずれがあったのではないかという直観は、誤りであろうか。

こういった点をもふくめて、シンポジウムの討論が何ものかを生み出すことを期待したい。

なお、堀内、安田両氏の提出論文の細部にわたってのコメントは、ここでは、控えさせてもらった。

堀内論文および安田論文へのコメント

筑波大学　黒田　巖

1. 堀内論文「マネー・サプライ・コントロールの『貨幣乗数アプローチ』」へのコメント
2. 堀内論文「貨幣および流動性と monetary control」へのコメント
3. 安田論文「マネーサプライ・コントロールのあり方」へのコメント

1. 堀内論文「マネー・サプライ・コントロールの『貨幣乗数アプローチ』」へのコメント

(i) 論文中の2.(以下同じ)における、ポリシールールに対応して民間銀行の行動が変わる、との指摘は、コントロールの方式を論ずる場合に、不可欠の論点である。堀内氏が今回この点に着眼されたことに賛意を表したい。

ただし、このことは、コントロール方式変更以前のデータから、変更後の貨幣乗数を予測することが、必ずしも容易でないことを示している。この点は、仮にARMAモデルを用いる場合にも、十分に検討を要する(p. 21)。

(ii) 3.—(2)における準備預金制度の改革案は、示唆に富んでいると思われる。こうした検討は、堀内氏の主張する「貨幣乗数アプローチ」に基づくマネーサプライ制御を行わない場合にも、必要である。準備預金制度については堀内氏の示した論点のほか、準備預金を積み立てる時期についても(lagged reserve systemの得失等)、検討してみる価値があろう。

(iii) 1.において、堀内氏は、自らの主張する「貨幣乗数アプローチ」を、「実用主義的接近方法」として、位置づけている。本来は、「資産市場の一般均衡分析」によるべきところであるが、それが困難であるので、「実用主義」で行かざるを得ない、といった意味合いのように見受けられる。しかし、少なくとも従来の「資産市場の一般均衡分析」では、たとえば(i)で指摘したような点は、通常無視されてきた。つまり、政策分析という目的にとって基本的と思われる点が、捨象されてきたのである。分析目的に照らして本質的な部分を組み込み、枝葉を切り捨てるところに、理論的分析の意義があるとすれば、堀内氏の今回のアプローチは、従来の「資産市場の一般均衡分析」に比べれば、むしろ理論的でもあるとみることもできる。単に「実用主義的」と位置づけるのは、余りにも謙虚である。

(iv) 窓口指導についての費用－便益分析が必要との主張(p. 23、26)は、きわめて当然のことのように思われ、賛成である。ただし、それが有効であるためには、比較されるべき状況および比較の基準が明示されている必要がある。

何と何とが比較されるべきかという点について、堀内氏は明示していない。ただ、全体を通読してみた印象では、堀内氏は、窓口指導のない場合として、従来の「資産市場の一般均衡分析」が扱っていたような状況を、想定しているようにみえる。こうした状況のもとでは、完全競争によって効率的な資源配分が行われ、また民間部門から政策形成過程への影響もないものと、仮定されている。その場合には、堀内氏の指摘するように、問題はマネーサプライの確率的変動の幅と、窓口指

導による資源配分の非効率化とに絞られる。しかし、窓口指導のない場合として、そうした状況を想定することが妥当か否かは、検討を要することであり、それ次第で費用－便益も、如何ようにも異なってくる。窓口指導のない場合についての明示的な検討なしに、窓口指導が「貨幣乗数アプローチの精神から根本的に離れ」(p. 21) たものであると宣言されても、その意味内容について理解することは、困難である。

(v) 5.における留保条件は、それ自体的確な指摘であるが、きわめて重要な点が抜けているように思われる。本論文には、公共部門の金融活動への侵入が持つ意味についての検討がない。郵便貯金をマネーサプライに含めるか否かという点が指摘されているが、これはいわば付随的問題に過ぎない。

2. 堀内論文「貨幣および流動性とmonetary control」へのコメント

(i) 現金通貨と銀行預金との合計という意味での、狭義の貨幣概念が、金融政策運営の中間目標として有用性を持つとする主張に、賛成である。また、その有用性、すなわち、流動性の自生的拡大の抑制が、中央銀行によるハイ・パワード・マネーのコントロールのあり方と深く結び付いている、との主張についても賛成である (p. 30、1.のしめくくり部分)。

(ii) 「中央銀行が、money market における利子率の変動幅を狭いものに抑えるというルールに従ってハイ・パワード・マネーの調整を行う場合には、money market で取引される金融資産が狭義の貨幣に比肩しうる流動性をもつ」(p. 34) うえ、そうした「金融資産の創造が急テンポで進」み、「金融逼迫期に中央銀行によつて実際に買い支えられるべき金融資産の額、つまり追加的に供給しなければならないハイ・パワード・マネーの額を膨張させてしまう」(p. 34) との指摘も、その通りと思われる。

(iii) 本論文は、"New View" に対する反論というかたちで書かれており、その限りでは十分に説得的である。しかし、標題にある "monetary control" という観点からは「流動性」の変動について、より慎重な検討を要する。

第1に、流動性の変動については、不動産や在庫に対する仮需や、default risk に対する人々の評価の変動についても、考慮すべきである。

第2に、流動性の変動は、ハイ・パワード・マネーのコントロールのあり方とかかわっているが、他の要因、たとえば外生的ショック等によっても生じうる。

このような状況のもとで、堀内氏の主張する「ハイ・パワード・マネーの自律的調節」が、結果として持続し得るためには、狭義の貨幣残高の安定が必要になる、と考える。

3. 安田論文「マネーサプライ・コントロールのあり方」へのコメント

(i) 現実の政策や制度の選択にあたっては、特定の理論モデル (「病理学的な理論」(別紙Ⅲ、p. 62) によるのでなく、歴史的、経験的関係をも重視すべし、との判断に賛成である。経済分析は、人間が作り出す社会的問題を、それらの人々と基本的には同程度の判断力しか持たない、同じ人間が分析しようとするものである。そして、経済はきわめて複雑でダイナミックなフィードバック・システムである。そうした状況において、特定の理論モデルは、物事の一面を浮き上がらせることはできても、オーバーオールな判断をこれか

ら直接導き出し得るようなものではないように思われる。少なくとも、現存の理論モデルに関する限り明らかにそうである。政策や制度の変更に当って、移行過程の問題を十分に検討すべしとしていることも、当然である。

（ⅱ）マネーの概念の選択に当って、物価とマネーとの間の関係に注目しているのは適切である（本文 2.－(1)）。政策ないし政策分析にとって基本的なことは、政策の目的と手段との間の対応関係を調べることだからである。two－parameter approach 等において「マネーとは流動性の高い金融資産であり、かつ安全資産（期待収益の分散の低い資産）である」（本文 p.37）といった定義が行われてきたことは事実である。しかし、そこでの「安全」とは、あくまで名目額のことであり物価が変動しうる状況のもとでは、人々がマネーを「安全」と考えるとは限らない。金融政策の分析にとっては、むしろどのような政策をとればマネーが「安全」とみなされるかを考えることが基本的である。マネーが安全だとの「仮定」から出発しているような理論で、金融政策の分析をすることはできない。

（ⅲ）窓口指導や準備預金操作の現状に関する分析（別紙Ⅰ、Ⅱを含む）についても、その趣旨に賛成である。ただし、現行方式を変更する場合の分析にあたっては、堀内昭義氏のペーパーにも取り上げられている、ポリシールール変更に対する民間部門の変化について、より突つ込んだ検討が必要と思われる。たとえば、別紙Ⅲ(1)は、「マネタリーベースが技術的に操作変数となりうるためには、上記のような市場関係者の行動様式の変化がまず期待できなければならないが、それはどうしたら可能であろうか。」という言葉で結ばれているが、それについて考える場合にも、マネタリーベースを操作変数とした場合に、民間銀行がどのように行動を変えるかが、まず明示的に検討されるべきである。この点について明示的に述べているのは、別紙Ⅲ、p.62 であるが、これだけでは如何にも不十分である。「横ならび意識」（同 p. 61）がポリシールールの変更にともなってどのように変わるか、変わらないのかといった点について、検討が必要である。

（ⅳ）わが国の金融について考える場合、郵貯や国債の影響について考えるべきだ、との主張について、全面的に賛成である。むしろ、何故この問題が、民間の金利決定に与える影響に限って取り上げられているのか、不思議である。公的部門が民間部門と競合しつつ巨大化してゆくというプロセス自体が、民間部門に過大な負担を強い、ひいては金融政策の効果ばかりか、政策に関する合意形成自体を困難化してゆく惧れがある。私は、この問題が現時点におけるマネーサプライ・コントロールの最も基本的な問題であると、判断している。

（ⅴ）この点に関連して、わが国の銀行システムが、「直接銀行与信について量的規制を課す一方、民間非銀行部門の資金需要をコントロールするため、金利規制を併用するシステム」の要素が濃い（本文 p. 40）としている点は理解できない。事実、それに続く説明では、「国債利子負担の軽減を求める行政当局の圧力と郵貯金利との権衡上民間預貯金金利は硬直的たらざるを得ず、ここから金融債の従って事業債金利の自由化がはばまれている」（同 p. 41）といったことが述べられている。これはわが国の金利決定が、「民間非銀行部門の資金需要をコントロールするため」に規制されているのではないことを示すものではないだろうか。

そもそも、わが国の金融システムの最大の問題点は、公的部門の侵略（競争的拡大）を

どうみるかという点にあるのであって、民間金融の部分のみに視野を限った、規制型と市場型といった大分類を、基本的観点とすること自体、的外れである。

(vi)(ii)で指摘した点に関連して、本文2.－(2)で広義のマネーのコントロールをとくに重点的に取り上げているのは、何故であろうか。従来、日本銀行は狭義のマネーのコントロールを重視してきているが、そうした行き方で不都合が生じているとは思われない。もし、どうしてもこの問題が「マネーサプライ・コントロールの基本的問題」であると主張したいのであれば、たとえば広義のマネーについても、本文2.－(1)で行ったと同様の統計的関係を調べる等の、実証的、理論的分析を示し、論理的整合性を整えるべきである。

(vii) 本論と離れるが、物価に関する考え方について触れておきたい。本文p.38では、卸売物価は「輸入物価というマネーサプライに直接関係のないもののウェイトが高い」と述べている。しかし、輸入物価は為替レートの、為替レートはマネーサプライの影響を強く受けるのであって、輸入物価が、卸売物価の他の構成部分と比べて、マネーサプライとの関係が薄いとはいえない。また、GNPデフレーターが、「輸入物価に関係がなく、もっぱら国内の付加価値に関係し」ているとしている。しかし、後半は正しいが、前半は正しくないと思われる。

以　上

リジョインダー

一橋大学　堀内昭義

1. Mの選定の視点
2. わが国におけるマネー・サプライ・コントロールの現状とその評価
3. HPM供給経路の違い
4. 窓口指導の必要性
5. 郵貯急増の影響
6. 金融構造と「貨幣乗数アプローチ」
7. HPMコントロールの狙いについて
8. 「貨幣乗数アプローチ」と資産市場の一般均衡分析について
9. 若干の留保

1. Mの選定の視点

貨幣保有と支出行動とに関する理論的分析の現状からは、政策目標として如何なるmonetary aggregatesが選ばれるべきかについて多少なりとも厳格な判断を先験的に下すことはできない。

したがって、これまでの経験に照らして、マクロの支出活動と比較的密接な結びつきを持っているものと判断されるような集計量をいくつかのalternativesの中から選択するという方法に頼らざるを得ない。

financial innovationはこのような判断の根拠となる統計的関係に攪乱を与えるという意味で、やっかいなものである。しかし、従来マクロ的支出活動と最も密接に関連していたmonetary aggregatesに含まれている諸資産と密接に代替的であると思われる資産が経済に導入された場合には、そのような新しい資産をも加えた新しいmonetary aggregatesをひとつの目標として注目するというのが常識にかなっていると言えよう。

従来のわが国においてM_2（ないしM_2＋CD）という集計量が目標として意味を持ってきたと言えるのであれば、M_2に含まれている定期性預金と郵便貯金との代替性はほぼ完全なものであると思われるので、郵貯の重要性の高まりとともにM_2＋郵貯という集計量に日本銀行は一層の注意を払うべきである。比較的ゆるやかなテンポでfinancial innovationが進む場合には、monetary aggregatesの選定及びコントロールにそれほど深刻な攪乱は与えられないように思われる（たとえば1960年初頭から70年代初頭ぐらいまでの間の米国におけるfinancial innovationは十分にゆるやかなものであったと言えそうである。cf. James Meigs (1975)）。しかし、financial innovationが非常に急速なテンポで進む場合には、目標として適切な集計量を選定することは困難な作業となる。financial innovationの結果、金融資産相互間の代替性の関係が大幅に、かつ継続的に変動してしまうので、意味のある集計量の概念を特定することがむずかしい

ことになるからである。このような状況の下では、他の金融資産から比較的独立しており、民間部門にとってそれと密接な代替性をもつような資産を創造することが不可能であるようなものがあれば、そのような資産の集計量とマクロ的支出活動に関する過去の統計的関係等を参考として、その集計量により注目するという方法がひとつの便法として意味をもっているように思われる。差し当りわが国においてはそうした独特な資産としてHPM（ハイ・パワード・マネー）を考えることができるであろう。

2. わが国におけるマネー・サプライ・コントロールの現状とその評価

（i） 安田論文は、マネー・サプライ・コントロールに関する具体的な procedures が、現行の金融制度、金融構造上の諸特性によって厳しく規定されていることを強調する（40－41ページ）。安田氏のこの主張を全面的に否定することはできないが、金利規制等の表面的な制度的条件がマネー・サプライの決定メカニズムを根本的に規定しているとは考えられない。私の論文では、現実に存在している諸規制にもかかわらずHPM供給量とマネー・サプライとの間に比較的安定的な関係が存在すること、また多少制度上の手直しをおこなえば、その関係は一層安定的なものとなり得ることが主張されている。

一部の金利が厳しく規制されていようが、あるいはそのような規制が全く存在しなかろうが、HPM供給の急激な膨張はマネー・サプライの急増をもたらすに違いない。

また公定歩合を基軸とする規制金利の体系を変えてみても、HPM供給量の調整を伴わなければ、それ自体は金融市場に有意なインパクトを与えられないことが、わが国の最近の状況から次第に明らかになってきていると思われる。

（ii） 安田論文では monetary control の具体的な方法として「積みの調整」という手法の重要性が強調されている。蠟山氏が指摘するようにこの「積みの調整」は結局HPM供給量の調整の具体的な方法と理解することができるわけで、その意味で、安田論文と私の論文との間には矛盾は存在しない。しかし、「積みの調整」については、次のような問題点があるように思われる。

(イ) 理論上の問題点：日本銀行は各銀行の所要準備がちょうど満たされるように準備の供給を（結果的に）おこなうことが想定されている。こうした想定の下で、日々おこなわれる準備供給量のパターン（時間的経路）を変えることによって、短期金融市場の利子率を変化させることができるだろうか？今日、日本銀行が準備供給量を縮小しても、理論的に言えば、今日短期金融市場利子率に圧力は加わらない。なぜならば、想定によって、今日の準備の縮小は、明日あるいはそれ以降における相殺的な準備供給量の増大を意味しているから、銀行は「積みの調整」を明日以降に安心して延期することができるからである。

(ロ) 実務上の問題点：安田論文によれば、非常に重要である「積みの調整」の意味がその担当者によって必ずしも明白に意識されていないかも知れない（42ページ）。「積みの調整」という複雑な過程には、一面で担当者の恣意的な判断による攪乱が発生する可能性があるようにも見えるし、また過程が複雑であるがゆえに担当者の行動の performance の評価が非常に難しい。「積みの調整」が整合的に money supply の量的コントロールと結びつくためには、担当者の調整を全体として統轄すると同時に、その責任の所在を明確にす

るような制度上の工夫が必要なのではないか？〔ある程度客観化ないし体系化がおこなわれないと、「積みの調整」とマネー・サプライ・コントロールとの関係についての意味のある情報も収集されないで終ってしまうであろう。〕

3. ＨＰＭ供給経路の違い

ＨＰＭ供給経路の違いがmoney supplyその他に有意に異なるインパクトを与えるという考え方は、実務家の感覚に合致しているようで、日本に限らず欧米諸国の中央銀行当局者が一般にこの考え方を支持している。しかし、重要なのは実務家の感覚よりも客観的に観察し得る統計的関係である。実際の統計的関係がこの考え方を明瞭に支持しているようには思われない。

4. 窓口指導の必要性

(i) 日本銀行関係者は、わが国の銀行の貸出行動を自由に放置しておけば手におえない混乱が発生するだろうという観念に強く支配されている。安田論文で強調されている「横ならび意識」による貸出調整の遅れが、金融引締め期に貸出増加の継続につながるという考えもこの観念のあらわれである。主要な銀行の間に「横ならび意識」が存在することを認めたとしても、金融引締め期に十分にスムーズな貸出抑制がおこなわれないと主張するのは困難である。

たとえば都市銀行が相互に結託して、貸出競争を回避し〝quiet life〟を追求しようとすることは十分に考えられることであり、短期金融市場における利子率の有意な上昇が現に生じるか、又はその予想がある場合には結託による貸出抑制は十分に生じるはずである。

(ii) 私の判断では、窓口指導のもっとも実質的な効果は、対象となる銀行相互間の貸出増加率のバラツキを有意に縮小することである。窓口指導のこの効果のゆえに〝quiet life〟を望む銀行家 ── 彼らはことある毎に横ならびを公言してはばからない ── から歓迎されるのである（cf. 堀内「なぜ窓口指導か？ ── 窓口指導の必要性」一橋大学ディスカッション・ペーパー・シリーズ，№32，1980年6月）。

(iii) 安田論文では銀行の貸出が借手企業との長期的取引の一環としておこなわれる側面を強調している。このような側面はもちろん重要であるが、しかし銀行の貸出が全てそのような性格のものであると考えることはできないであろう。また借手企業との長期的な取引関係は、貸出の額が金融引締め政策の結果として一時的に減ったからといって崩壊してしまうとも思われない。〔つまり、完全に貸出をゼロとしてしまうのと、貸出を減らしても取引関係を維持していくのでは相当に違う。〕それゆえに、借手企業との長期的な取引関係の存在が貸出額の調整を困難にするという安田論文の説明には、相当の誇張があるように思われる。また、日頃日本銀行関係者は金利メカニズムの活用の重要性を強調しているが、金融引締めが必要と判断される時期には、銀行の貸出額が適切と考えられる水準にまで抑制されるように金利を引上げるというのがまさに金利メカニズムの活用ではないのか？
金利メカニズムの活用の重要性を強調することと、窓口指導の必要性を主張することとの間には明確な論理的矛盾が存在するように思われる。

(iv) 私は、窓口指導は金融市場の発達、とりわけ（現先市場をも含む）短期金融市場や公社債市場の発達に伴って、その有効性を一層阻害されることになると予想しているが、窓口指導の必要性を強調する立場からは、そのよ

うな事態をどう考えているのか？

5. 郵貯急増の影響

民間非銀行部門の銀行預金が郵便貯金へシフトするということは、中央銀行にとってハイ・パワード・マネーのコントロールが困難になることを意味するものでないとすれば、差し当たりマネー・サプライ・コントロールの視点から問題となるのは次のような事柄であろう。

銀行預金から郵貯へのシフトは、金融政策運営の目標たりうるmonetary aggregatesに違ったインパクトを与える可能性が強い。銀行預金から郵貯へのシフトは、もしHPM供給量が中央銀行によって一定に保たれるのだとすれば、M_2（又はM_2＋CD）という集計量を減少させる。(注) 他方、同じシフトはM_2に郵貯を加えたM_3という集計量を増加させる。このように郵貯へのシフトはmonetary aggregatesに異なるインパクトを与えるので、中央銀行当局がマネー・サプライのコントロールを目標とする場合にはいささか判断が難しいことになるかも知れない。

しかし、郵貯と定期性預金との密接な代替性を考えると、中央銀行の目標としてはM_2よりもM_3（又はM_2'）の方が適当ということになろう。この場合には、銀行預金から郵貯へのシフトに伴ってM_3にかかわる貨幣乗数は上昇するので、中央銀行はHPM供給量を相対的に抑制しなければならないであろう。このことは、民間銀行部門にとってのfinancial disintermediationを一層深刻なものにするであろう。現在の状況の下では、民間銀行部門のこのようなdisintermediationはほとんど避けられないように思われる。このような金融構造上の変化が長期的にみて望ましいかどうかは、マネー・サプライ・コントロールの問題を超えた重要な問題である。

6. 金融構造と「貨幣乗数アプローチ」

(i) 私が提示した「貨幣乗数アプローチ」がその適用される金融市場の構造に関してどのような想定を置いているかという点はきわめて明解である。「貨幣乗数アプローチ」の最も重要な論点はHPM供給の総量が重要であり、その構成（あるいは供給の具体的経路）は重要ではないという点である。この論点は、短期金融市場（現先市場をも含む）においてほぼ完全な金利裁定がおこなわれるという暗黙の前提に支えられている。しかし、構造に関するこれ以上の前提は不必要である。金融市場の調整メカニズムの実態がどのようなものであれ — その実態を的確に把握することは

（注）民間非銀行部門は現金＋預金（郵貯を含む）の一定割合Cを現金で、またPを郵貯で保有するものとする。また、銀行部門はその預金債務Dの一定割合kの「支払準備」を保有するものと仮定すると、民間非銀行部門の現金需要は$\{C/(1-C-P)\}D$と表現できるから、HPMの需給均衡条件は次のようになる（ただし、HはHPM供給量）。

$$H=\{C/(1-C-P)\}D+kD=\{R+C/(1-C-P)\}D$$

またM_2,M_3はそれぞれ次のように表現される。

$$M_2\equiv\{1+C/(1-C-P)\}D \qquad M_3\equiv\{1/(1-C-P)\}D$$

ゆえに

$$M_2=[(1-P)/\{C+(1-C-P)k\}]H$$

$$M_3=[1/\{C+(1-C-P)k\}]H$$

Hを一定とすればM_2はPの減少関数、M_3はPの増加関数であることが容易に分る。

決して容易ではなく、それを量的な関係に定式化することは一層困難であろう — 大まかに、monetary baseとmoney supplyとの間に安定的な関係が得られるということがそこで主張されている。金融市場における構造や調整過程の性格の違いは、貨幣乗数の値そのものや、その循環的変動の性格、さらに乗数の変動がそれを構成しているどのような要因の変化によって主としてもたらされるかといった相違に反映されるはずである。しかし、この接近方法がとくに米国に関しては有効で、日本については有効でないといった主張を先験的におこなうことはできないと思われる。

(ii) 蠟山氏のコメントでは、わが国における銀行貸出の重要性 — とりわけ銀行貸出が銀行と顧客との間の長期的取引関係に裏打ちされたものである点 — が強調されている。「貨幣乗数アプローチ」は陽表的には銀行の資産項目の動きを考慮しないけれども、決して蠟山氏の主張と矛盾する内容をもつものではない。

蠟山氏は、預金が単に公衆の資産選択の結果として決定されるというよりも、上に述べたような貸出に伴う取引関係から決定される側面を強くもっているという形の興味深い定式化を提示している（76ページ）。しかし、このモデルの定式化に関しては、銀行の顧客が「資産選択によって決める預金需要」と「銀行との相対関係を考慮して決める預金需要」とを蠟山氏が想定しているように画然として区別すると考えるのは理論的にははなはだ奇妙である。むしろ、「資産選択の過程で、銀行との取引関係という要因も同時に考慮して預金需要額を決定する」という形の定式化の方が自然であり、そのように定式化すると少くとも形式的には、たとえば私が別のところで仮定している（あるいは、J. Tobinがその一般均衡モデルにおいて仮定している）ような預金需要関数と同じものが得られる可能性が強いのではないかと思われる。

また、わが国ではマネー・サプライの推移が銀行・金融機関の貸出の推移と相当密接な関係を保ってきたことは、（私の判断ではこの密接な関係がやや弱まっているが）否定し得ないところである。しかし、このような事後的な関係は公衆の預金需要が直接的には貸出を通じる取引関係には規定されず、人々の資産選択の結果として決定されるというモデルからも導き出される。つまり民間非銀行部門のbalance-sheetにおいて、資産項目では現金、預金、債務項目では銀行借入が圧倒的に重要であるという状況を考えれば、それらの各項目の事前的な決定の過程がいかなるものであろうとも、事後的な関係としては現金＋預金（つまりマネー・サプライ）と銀行借入とが相互に密接な関係を保って推移することは当然である。〔計量的には現金、預金の需要関数の完全なspecificationは困難であるから、預金需要関数の説明変数に借入の額を入れるような計測式が良好な結果をもたらすことは大いにあり得ることである。〕このことは、民間非銀行部門のbalance-sheetで他の項目（たとえば有価証券）の重要性が高まるにつれて、マネー・サプライと貸出との統計的関係が次第に弱まるであろうことを示唆している。

7. ＨＰＭコントロールの狙いについて

私が論文で主張したかった点は、(イ) 数量的に明示されたマネー・サプライの目標を、(ロ) 窓口指導という直接的規制の手段に頼ることなしに追求する上で、HPMコントロールを通じる方法が最も有望な手段と考えられ

るということであった。

金融政策の運営目標のひとつが数量化された形で明示的に与えられるということは、中央銀行の政策担当者にとって非常に重要な意味があるように思われる。安田氏の論文における「積みの調整」についての説明から窺われることは、HPMの調整に関しては、担当者の頭の中に定量化された運営システムが存在しないということである。日々の金融調整を積み重ねた結果として実現される1か月なり四半期（3か月）なりの調節がたとえば、定量的にマネー・サプライの変化とどのように結びついているかという点に関する情報の収集はおこなわれていないし、また、そもそもその必要性も認識されていないように思われる。このような状況の下で、マネー・サプライ・ターゲットといった定量的な目標を追求するための拠り所として民間銀行の貸出増加額に一定の量的な枠を与える方法が日銀関係者によって重視されるということは、その良し悪しは別にして私には了解可能な事柄である。

しかし、直接的規制によるマネー・サプライのコントロールはやがて規制の枠の拡大を必要とすることになるし、さらには複雑な利害関係の錯綜する中にあっては、機動的な政策運営が全く不可能となる事態も予想し得ることである。〔公定歩合の操作を考えてほしい。公定歩合は規制された金利体系のまさに基軸となっているために、その操作にあたっては各関係者のむき出しの利害関係の対立が露呈するのである。こうした利害関係が公定歩合の調整のあり方に与えている影響は無視し得ないところであろう。公定歩合の操作にこのような障碍があっても、現実には合理的な金融調節に大きなさしさわりがなかったと思われるが、これは日本銀行のみならず国民全体にとってひとつの僥倖であったと言わねばならない。〕

私が強調したい点は、窓口指導なしでも、ある程度的確なマネー・サプライのコントロールは可能なのだということである。そのためには、日本銀行が主として各銀行との個別的関係を通じておこなっている金融調節をより体系的なものにすることによって、数量的に与えられる運営目標に一層なじむようにすること、そして、担当者の経験が客観的な形でファイルされることによって、HPMの調節とマネー・サプライの変化との間の数量的関係についてのデータが体系的に収集される条件をつくることが第一に必要であろう。

仮りにHPMコントロールを重視する運営方式が導入されたとして、その場合に、金融市場にどのようなインパクトが与えられるかを、正確に予測することは困難であり、この点はHPMコントロールに限らずいかなる政策ルールの変更についても言えることである。しかし、ある程度予想できる事態に対しては対応策をあらかじめ考えておくことが必要であろう。私の論文で示されている準備制度の改革案はそのような対応策のひとつである。

私の論文で強調されているように、過去のわが国において、HPM供給量の推移とマネー・サプライの推移との関係を大きく攪乱させるもっとも重要な要因は銀行から非銀行部門へのcash drain（あるいはcash inflow）であったように思われる。この現金の流出入が銀行の準備調整に大きな圧力をかけ、短期金融市場での調整を増大させ、ひいては日本銀行による受動的なHPMの追加的供給の原因ともなってきたのである。私の論文で示した改革案では、銀行と非銀行部門との間の現金の流出入に対して、自動的に準備率の相殺的変化が生じることになる。その結果、現金の流出入が従来もたらしてきた攪乱を除去することができるものと期待されるのである。

準備率にこのような伸縮性をもたせることは、同時に短期金融市場で必要となる調整を減じることにより、短期金利の変動幅を抑制する方向にも働くものと思われる。

HPMコントロールの導入によって最も懸念される点は金利の「乱高下」である。しかし、新しい政策ルールに対する銀行の合理的な反応、及び上に述べたような準備制度の伸縮化によって、金利の極端な変動を回避できるであろうと私はやや楽観的に考える。

安田論文にみられるとおり（44ページ）、政策担当者は金融市場の安定性を重視しており、そのためには市場への直接的な介入は不可避のことと考えている。しかし、たとえば外為市場に関する分析で明らかにされているように、中央銀行の市場介入による安定化は民間銀行等の経済主体の行動を一層大胆なものにする可能性が大きい。中央銀行は、市場の安定化を追求するという政策ルールをとるがゆえに、安定化のための介入の程度（必要性）を非常に大きなものにしてしまう。アカデミックな次元からは、中央銀行当局がこのような矛盾から速やかに脱却する工夫を考えるべきだとする意見が強いのである。

8. 「貨幣乗数アプローチ」と資産市場の一般均衡分析について

資産市場の一般均衡分析と私のいわゆる「貨幣乗数アプローチ」との関係についての黒田氏のコメントと蠟山氏のコメントとは非常に対照的である。蠟山氏は私のとった「実用主義」が資産市場の一般均衡分析の観点からみて、どのような考え方に則った単純化なのかが明示されるべきだと主張する。私がいうところの「実用主義」はまさに、そのような言うは易く、行うは難い問題を体よく回避してしまうことである。マネー・サプライの決定メカニズムについての大まかな見取り図は、蠟山氏が指摘する「市場からの制約」「組織からの制約」といった差し当り手におえないような複雑な事柄を明示的に考察しなくとも描けるのではないかと私は考える。〔上記6.を参照されたい。〕

黒田氏のコメントからは、氏が資産市場の一般均衡分析の価値を不当に低く評価しているという印象を受ける。Tobinの分析に典型的に示されているように、従来の一般均衡分析的接近では政策ルールの変更に対する経済諸部門の反応や期待の調整といった重要な問題が取扱われてこなかったことは事実である。しかし、私はそれが資産市場の一般均衡分析に固有の属性に由来するものだとは考えない。たとえば利子率の term structure に関する定性的な分析を、上に述べたような期待の調整といった要素を織込んだ形で、一般均衡分析の枠組の中で論じることは可能であるし、また私の判断ではそうした接近法はかなり有効でもある。

ただ、マネー・サプライの数量的コントロールといった定量的な問題を追求する上では、資産市場の一般的均衡分析の方法は適当な接近方法とは言えないように思われる。

9. 若干の留保

貨幣乗数アプローチにもとづくマネー・サプライ・コントロールについての私の見解は、基本的には過去10年間程度のわが国の金融メカニズムを前提としていることを、私の分析の限界としてあらためて述べておくべきであろう。専門家の中には、わが国にも近年の米国と同様の急激な financial innovation の導入を予想するものがいる。こうした予想が正しいかどうかは必ずしも定かでないが、もし financial innovation が急テンポで

進むとすれば、マネー・サプライ・コントロールを目指す中央銀行は困難に直面せざるを得ないであろう。このような場合にはマネー・サプライの明確な定義が難しくなるであろうから厳格にマネー・サプライをコントロールしようとすること自体大きな意味をもたなくなるであろう。

また、私の分析は国際間の金融的相互依存関係を無視している。海外で生じる金融的変動が為替レートの変化を通じて、金融政策の最終的目標、とりわけ物価に直接的な影響を与える可能性は、わが国が金融的な開放経済に進むにつれて大きくなるであろう。西ドイツやスイス等の開放経済の経験に照らして考えると、そのような状況の下でマネー・サプライ・ターゲットを厳格に追求することは常に合理的であるとも言えないように思われる。このような側面の考察は今後の課題としておきたい。

以　上