
日本のマネーサプライと金融政策

菅原 晴之

1. はじめに

1985年9月にプラザ合意が成立してから急速に円高が進行し、その結果1986年末まで日本経済は円高不況に陥った。しかし日本の輸出企業は円高が長期的に定着するものと判断して海外現地生産を進めるなど、新しい環境にいち早く適応した。一方先進各国の財政赤字の累積が世界的に金利の高止まりを引き起こし、民間投資の不足が懸念されたので国際協調の合意により、低金利政策を押し進めるようになった。特に日本銀行は1985年第三四半期に公定歩合を下げてから1989年第一四半期まで一貫して低金利政策を実施した。その結果日本経済は1991年第二四半期まで長い好況を経験することになった。¹⁾この大型景気も終わり、その後景気の後退局面に突入した。

今回の景気循環には従来景気には観察されないいくつかの特色がある。第1に、世界的に金融自由化が進行している環境において、長い間戦後最低の公定歩合が継続したことである。第2に、景気の後退が明確に実感されるようになった1991年後半からマネーサプライの伸び率が急速に低下し始め、1992年後半には同伸び率がマイナスを記録するようになり、1993年現在でも概ねゼロ成長に留まっている。²⁾第3に、1980年代後半に日本は財政再建を強

力に推進した。その結果、一時は単年度政府一般会計が黒字に転換するに至った。

このような財政再建は国債の発行を削減するため金利を低下させる要因となるので、低金利政策の環境を形成する重要な条件である。また急速な円高の容認も日本の金利が世界的にみても相対的に低い水準を保つことと整合的である。その上、金融自由化が進行した結果、企業の資金調達手段が多様化することになり、調達運用の国際化がいつそうこれに拍車をかけたので、企業の旺盛な資金需要に対して低い金利などより有利な資金調達が可能になったのである。80年代前半に設備投資が伸び悩んだので国内設備ストックの経年劣化が進み、その後の潜在的設備投資需要が膨らんだのである。このようにしてまず設備投資主導、続いて民間消費主導が重なって好景気を経験した。

一方好景気の局面においてもその後の景気後退を長引かせたり振幅を拡大するような現象の要因にもなりかねない問題点も指摘されている。第1に財政再建は重要な課題であるが、このことが極端な低金利を形成して企業にコスト感覚を失わせるなど市場原理から逸脱する行動を助長させかねないことである。また、財政支出の伸びが止まれば急務の課題である社会資本の充実に遅れが生じるのである。第2に、マネーサプライの伸びが乱高下して景気の振幅を拡大する上、株式や土地などの資産に対する投機が発生すれば実物経済の景気の変動を拡大して経済全体が不安定になる。以下ではこの第2点の金融政策のあり方と併せて問題点をピックアップして、政策的に改善すべき方法を論じる。

2. 日本の貨幣需要関数

1980年代から90年代にかけての金融政策が貨幣供給にどのような影響を与えたのか、また金融自由化は貨幣の需要と供給にどのような影響を与え、そのことが金融政策の手段を変更しなければ実態経済にどのような影響を及ぼ

すか、また従来の金融政策がどのような新しい手段に転換すべきかについて検討したい。そのためにまず最近の日本の貨幣需要関数が安定的であるかを確かめたい。

貨幣需要関数が安定的であれば、マネーサプライの伸び率を一定の水準に維持することを中間目標とする金融政策の方が、名目金利を一定の水準に維持することを中間目標とする政策より望ましい³⁾。また一般的に貨幣需要関数が不安定であれば、名目金利を一定の水準に維持することが望ましい。

これまで日本の貨幣需要関数の安定性については多くの研究成果がある。筒井・畠中 [1982] は金融自由化以前の1980年までの貨幣需要の安定性を調べた結果、貨幣需要関数は日本においてM₁ よりM₂ に関して安定的であること、また日本の貨幣需要関数はアメリカよりも安定的であることなどを確かめた。鈴木 [1985] はM₁ 需要関数の所得弾力性とM₂ 需要関数の利子弾力性が低下したことを指摘しており、これは総合口座開設による構造変化である。1980年代を含む貨幣需要の安定性については吉田 [1989]、植田 [1992] 等に見られる。さらに1990年代のマーシャルのkが低下している状態を含みつつエラーコレクション・モデルを推計したケースとして『経済白書（平成5年版）』 [1993] がある。

以下では構造的変化が生じたと考えられる時期を境界点として戦後日本の貨幣需要関数を推計した結果を整理する。M2CDH@をM2+CDの平均残高（季節修正済み）、P@をGNPデフレーター（季節修正済み）、rを各種金利、GNP@を実質GNP（季節修正済み）とする。推定される貨幣需要関数は次のように表される。

$$\begin{aligned} \text{Log} (M2CD@/P@) = & a_0 + a_1 * r + a_2 * \text{Log} (GNP@) \\ & + a_3 * \text{Log}(M2CD@_{-1}/P@_{-1}) \end{aligned} \quad (1)$$

説明変数としての金利には、比較的早い時期から事実上自由金利となっていたインターバンク市場金利の代表であるコールレートその他、10年もの国債の利回り、公定歩合を選んだ。なお1980年代後半はすでに述べたように長い

表1 貨幣需要関数の測定結果(1)

説明変数 期間	金利			実質 GNP GNP@	定数項
	公定歩合 INTORA	コール INTCR	国債利回 INTGB		
1970:1-72:4	0.0146607 (0.46)	-0.0313401 (-2.98)		0.77542 (2.19)	-4.165 (-1.43)
	-0.0601208 (-2.02)		0.00768301	0.20088 (0.43)	1.26358 (0.34)
			0.0201805 (0.65)	-0.13021 (-0.25)	0.11354 (0.03)
	-0.0621148 (-2.30)			0.16935 (0.40)	1.73629 (0.56)
		-0.0273908 (-4.74)		0.73256 (2.28)	-3.38007 (-1.52)
1973:1-79:4	-0.0091463 (-3.70)		0.0117754 (2.47)	0.27349 (2.69)	-1.00662 (-1.75)
	-0.0018642 (-0.34)	-0.0017305 (-0.51)		0.38261 (3.37)	-1.60550 (-2.65)
			-0.0017186 (-0.45)	0.38560 (3.21)	-2.22556 (-3.84)
		-0.0028316 (-2.59)		0.39590 (3.78)	-1.69759 (-3.06)
	-0.0044813 (-2.55)			0.36253 (3.46)	-1.51325 (-2.57)

- 注 1) 金利については対数変換していない。
 2) 説明変数の係数はすべて弾力性を示す。

間公定歩合が低い水準で固定されていた上、これに長期プライムレートが、またさらに長プラが規制型定期預貯金金利に連動することになっていたため、この期間に関してはむしろ他の資産の収益率の代理変数としての株価や地価を選んだ。

期間区分の基準についてはまず1972年の後半に総合口座が導入され、また前半にはCDが導入された点を考慮した。これが十分普及して貨幣需要の弾力性に影響を及ぼすほどの構造変化が生じるとすれば年末あたりであろうと想定した。さらに、1979年には銀行がCDを発行することが認可され、80年に

は外為法が改正された。そこで79年末が1つの転換点とみなすことにした。

1970年代の第一次石油危機直前に過剰流動性が発生する頃までは、コールレートの減少関数であり、またGNPの増加関数となるような貨幣需要は有意性も高い安定的な関数である。当時の金融政策の操作変数は民間金融機関の貸出増加額であり、旺盛な資金需要に対して一時的な資金不足が発生すれば優先的に貸金不足の金融機関はコール市場で資金を調達するので、最終的な目標変数であるGNPや物価などの目標変数に現われる需給ギャップがコールレートに反映される。貨幣供給が資金需要に対して受動的に行われていたと仮定すれば、当時流動性選好型の貨幣需要関数が観察されることは棄却できない。さらに日銀信用供給がコールマネーと補完的であり、預金金利が公定歩合と厳密な序列体系の中に組み込まれていたことから、M2に占める割合の多い定期性預金の供給に影響を与えたことが考えられる。

1970年代後半については以前と比較してM2+CDの所得弾力性は高くなり有意性も認められる。金融の自由化も徐々に始まり、利子率の反応については概ね予想された符号となり、有意性も以前と比べて高い。また所得弾力性が上昇したのは、1974年度に家計の貯蓄率がピークに達したのち次第に一貫して率が低下したのにあわせて日銀のマネーサプライの伸びが実物経済の実態に連動して安定的に低下したことによる。これは日銀が1970年代半ばから、マネーサプライを重視する政策に方針を転換したことが影響したものと考えられる。

なお、この時期には国債の発行が趨勢的に増加したため、従来のように国債の引き受けを日銀と民間銀行に依存しては資金の需要に歪が生じることになる。そのため自然発生的に国債の流通市場が整備されるようになった。その後、国債の利回りはコールレートや公定歩合との連動が強くなり、1980年まで多少上昇してピークに達し、その後89年に至って上昇に転じるまで低下する傾向にあった。

1980年代前半にアメリカは国債を大量に発行して高金利政策を推進したが、

表2 貨幣需要関数の測定結果(2)

説明変数 期間	金利			実質 GNP GNP@	定数項
	公定歩合 INTORA	コール INTCR	国債利回 INTGB		
1980 : 1 - 85 : 4	-0.0008851 (-0.21)	-0.0030275 (-1.42)		0.28407 (3.45)	-1.47934 (-2.64)
	-0.0067341 (-5.52)		-0.004348 (-1.14)	0.18992 (1.63)	-0.41875 (13.48)
		-0.0034792 (-5.84)	-0.0031976 (-0.86)	0.21751 (1.94)	-0.88957 (-0.99)
			-0.0023295 (-0.39)	0.26788 (1.47)	-1.71932 (-1.20)
		-0.0034585 (-5.84)		0.28467 (3.54)	-1.51584 (-2.91)
	-0.0065996 (-5.39)		0.28245 (3.34)	-1.29014 (-2.31)	
1986 : 1 - 93 : 1	-0.0138355 (-1.86)	0.0087577 (1.49)		-0.31973 (-2.24)	2.45337 (2.72)
	-0.0059015 (-1.50)		0.0049828 (0.80)	-0.39953 (-3.03)	2.91364 (3.41)
		-0.0018325 (-0.63)	-0.000229 (-0.04)	-0.45823 (-3.48)	3.36277 (4.08)
			-0.0034558 (-1.29)	-0.45334 (-3.49)	3.37977 (14.85)
		-0.0019344 (-1.45)		-0.45763 (-3.57)	3.35715 (4.22)

表3 貨幣需要関数の測定結果(3)

説明変数 期間	代理変数		実質 GNP GNP@	定数項
	地価上昇率 DOT (PLANDX)	東証株価指数 LOG (TOSDOW)		
1986 : 1 - 93 : 1	0.0013581 (2.88)	0.0319438 (3.94)	0.57343 (2.85)	-3.25836 (-2.50)
		0.0385628 (4.36)	0.14998 (0.96)	-0.54811 (-0.54)
	-0.0744941 (-1.00)		-0.37691 (-3.05)	2.45118 (2.48)
			-0.39267 (-3.20)	3.05545 (3.89)

図 1

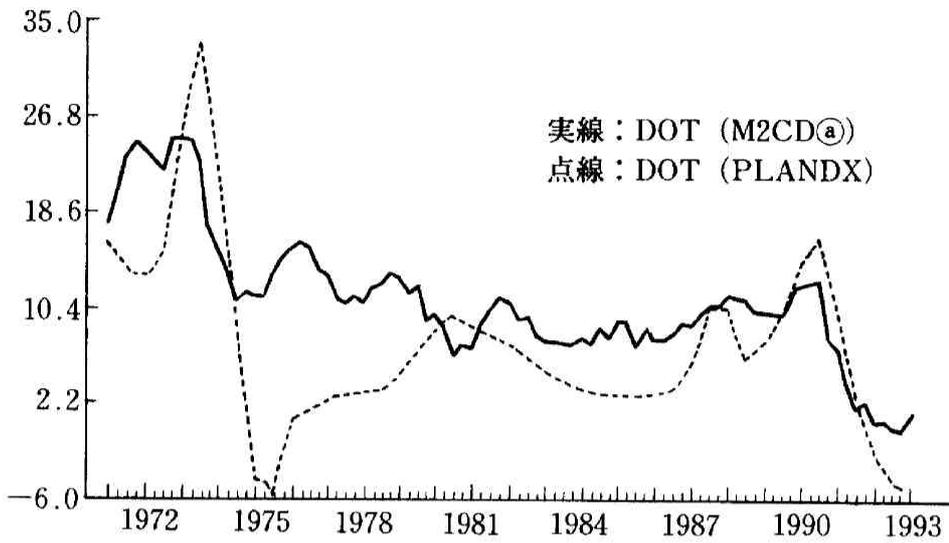
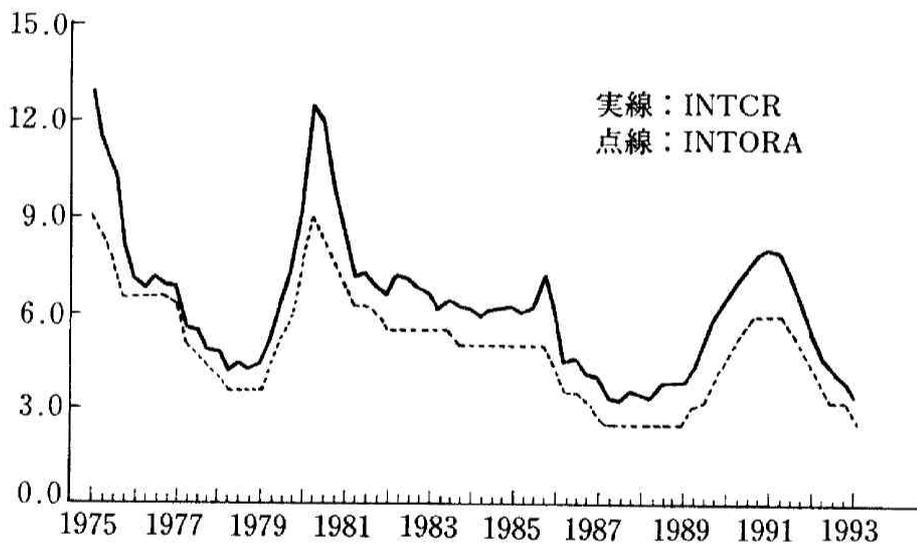


図 2



その後も国債の大量発行に有効な歯止めをかけるのに成功しなかった。しかし日本ではすでに述べたように財政再建を80年代後半に強力に実施することができたので国際的に最も低い金利水準を実現したため、日本の金利全体が低下しつつ円が急騰した。そのために日本の資本がアメリカをはじめとする海外へ流出することとなった。80年代前半に目立った日本の国際収支の黒字

も後半には対 GNP 比では低下しつつあった。80年代末には一時円安の状態が生じ、公定歩合の引き上げと同時に各種金利が上昇した。円安の J カーブ効果と資本取引の変化などにより、90年以降の経常収支の黒字は拡大する方向に転換し、91年後半から公定歩合等各種金利が低下する方向に転じた。89年に株価がピークに達した後90年には一貫して暴落したにもかかわらず、地価が上昇し続けたので日銀は公定歩合を91年半ばまで上昇させて引き締め政策を実施した。しかし90年には国債の利回りがピークに達しており、91年のはじめに地価の水準もピークに達した後にコールレートがようやく下落に転じた。しかしコールレートが低下し始める前から景気が下降局面に転じていた可能性も否定できず、地価のデータについて速報体制を整備することが望まれている。⁴⁾ 80年代前半については70年代と同様の貨幣需要関数を推計したが、後半については金利の代わりにストックの収益率の代理変数であるストック価格の上昇率を説明変数とする関数も測定した。

以上の結果から、期間別にみた貨幣需要関数の変化が観察される。まず第1に、70年代から80年代にかけて貨幣需要の利子弾力性が上昇する傾向がみられる。第2に、所得の弾力性は低下する傾向がある。さらに細かくみれば、70年代後半には利子弾力性は低下したものの、所得弾力性については判別しがたい。80年代前半には利子弾力性が上昇し、所得弾力性は低下する動きを示す。しかし、80年代後半については金融自由化が進行しているにも関わらずインターバンク市場および国債発行市場に関しては利子弾力性が低下しつつ、所得の変化に対しては貨幣需要の増減が通常とは逆の動きを示すこととなった。

1980年代後半には金利の低下に伴って地価および株価が急騰したことから、両資産の収益率が相当程度低下したと考えられる。⁵⁾ さらに89年から90年にいたる時期に金利が上昇するのに伴ってまず90年以降株価が急落し、続いて91年から地価が低下し始めた。このことから多少のラグを伴いつつも、土地および株式の収益率は地価および株価とは逆相関の関係にあると考えられる。

地価上昇率、東証株価指数および実質 GNP を説明変数とする貨幣需要関数については、資産価格の増加関数（収益率の減少関数）であり、GNP の増加関数となっており、各説明変数の有意性も高い。株式価格と貨幣需要の間に相関が見られるが、家計や企業の株式保有についてはストックベースでの株式数は増加しているものの、フローベースでの株式は購入より売却が多い。したがって株式の収益率が低下する中で、家計と企業は株式を売却してキャピタルゲインを現金通貨に換えたと考えられる。この現金がさらに土地の購入に当てられたことも考えられるが、一度限りの土地の購入ではマクロ的には国民経済の資産負債に影響を及ぼさないはずである。

それではこのようなキャピタルゲインを含む株式、土地の売却代金はいかなる金融資産に換えられたのであろうか。金融資産のうち、この当時の民間部門の現金通貨および預貯金の割合は減少傾向にあり、家計部門が株式を売却しながらもキャピタルゲインが著しく増加したため、株式の保有割合がかえって増加したのである。さらに預貯金の資産に占める割合の減少傾向も1987年にはとまり、しばらく横這い状態である。ただしその中で現金や従来型の規制金利商品の割合が低下する反面、自由金利の金融商品の割合が増加している。表3のようにコールレートや貸出金利のように市場金利に連動する自由金利商品が増加して、その変化が定期性預金と正の相関が観察されても、定期性預金が現金および普通預金と補完的な関係にあるので M2+CD との関係では有意性がみられない。

1990年に株価が暴落したにも関わらず、マネーサプライの対前年増加率は11.6%と前年の伸び率の9.9%を上回った。これは90年度の経済成長率が5.3%と、前年度の成長率4.3%をしのいだことが1つの要因である。このころ株式の売却が目立ち、定期性の預金への資金シフトが目立った。90年半ば以降に金利の天井感が高まったため91年夏まで特に規制型定期預金への資金シフトが発生し、むしろ自由金利商品の残高が減少したほどである。その経済成長率が急速に落ち込みはじめ、これと並行してマネーサプライの伸び率が低

下し始めた。特に1992年第四四半期から93年第一四半期まで戦後初めてマネーサプライがマイナス成長を記録した。また民間金融機関の預金残高も1990年末をピークにその後は絶対額で減少している。その理由は第1に景気の低迷とともに預金の新規預入額が落ち込んでいることがあげられる。第2に、生活水準を維持するため払戻額が増えていることである。第3に利子率が相当低いため利息を含めた元利合計が伸び悩んでいることも見逃せない。さらにM2+CDに含まれていない郵便貯金の新規預入額が銀行預金ほど落ち込んでいないことも特記すべきである。

以上のように1980年代後半では通常の貨幣需要関数では、実際のマネーストックを説明できず、資産効果が働いていたことが予想される。そこで資産のうちファンダメンタルズから大きく乖離していると思われる株式について、1974年から1985年までの期間のトレンドである年率11.8%の伸び率がその後も持続したものと仮定して、株式を含めた金融資産のシミュレーション予測を試みた。修正前の貨幣需要関数は次の通りである。

[測定期間：1970—1985]

$$M2CDH/P = -8988.99 + 2.58148 * INTGB$$

(-1.94) (0.12)

$$+ 2.46102 * DOT (TOSDOW)$$

(2.99)

$$+ 825.865 * LOG (GNP) + 0.67306 * FASSET$$

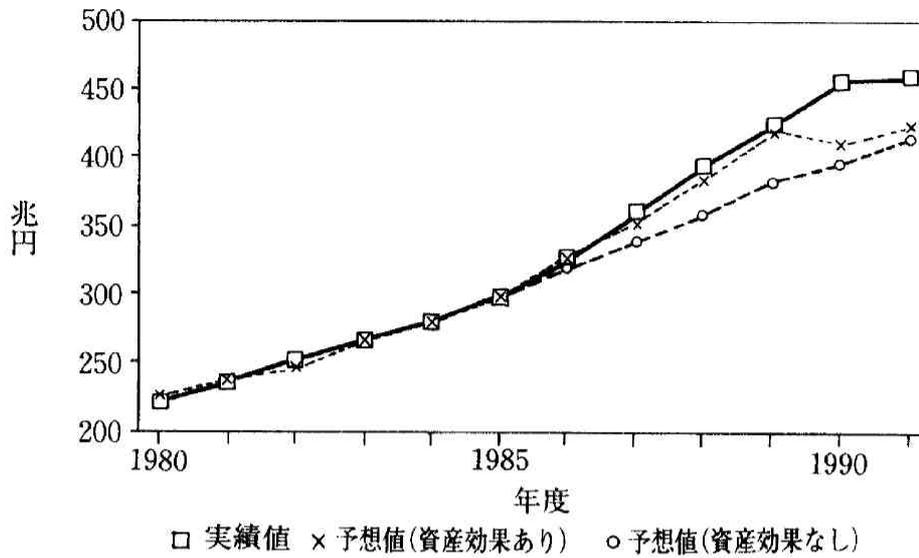
(2.12) (5.18)

$$R^2 = 0.99216 \quad S. D. = 48.11 \quad D. W. = 1.683$$

シミュレーションによる株式資産の修正後の金融資産のデータを用いて貨幣需要関数を推定した結果は次の通りである。

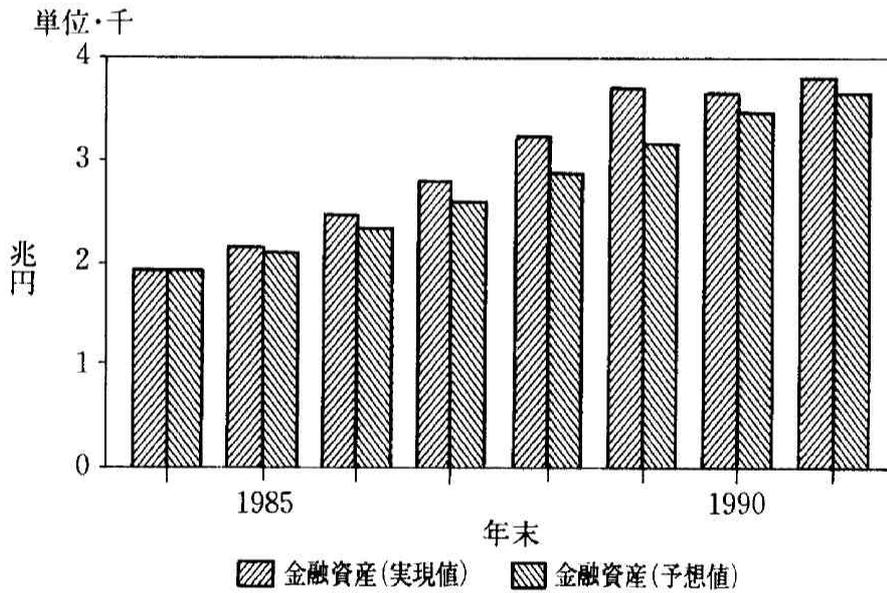
[測定期間：1970—1985]

図3 M2+CDのシミュレーション



出所：日本銀行「経済統計年報」

図4 金融資産のシミュレーション



出所：経済企画庁「国民経済計算年報」

$$M2CDH/P = -8735.95 + 0.53581 * INTGB$$

(-1.83) (0.03)

$$+ 2.43943 * DOT (TOSDOW)$$

(2.92)

$$+ 825.865 * LOG (GNP) + 0.67306 * FASSETRV$$

(2.12) (5.08)

$$R^2 = 0.99193 \quad S. D. = 48.80 \quad D. W. = 1.665$$

このように資産効果を含めた貨幣需要関数は、金利の説明変数が有意性を持たないケースには重視すべきであろう。上記の金融資産の中には M2+CD も含まれるがその割合は大きくないので、金融資産全体が貨幣需要に影響するとみなしても大きな誤差は考えられない。この資産効果による貨幣ストックの修正は貨幣需要量の修正ではなく、実需と正常な金融資産代替の結果としての貨幣需要関数と安定的に供給されたであろう貨幣供給が一致するマネーストックに他ならない。

1980年代後半の資産効果は統計的にも有意であるため、この時代の資産価格の上昇と90年代の資産価格の下落は貨幣需要に相当程度の影響を与えたと考えられる。ただし、このシミュレーションには各種金利の自由化の影響は考慮されていない。もし金融商品間の代替が進み、その結果より高い金融商品の割合が増加したとしても、その時代の金利全般が低かったので、もし資産インフレが発生しないように金利水準が適度に高い水準に維持される政策が実施されるという仮想的な世界を想定すれば、自由化による金利の上昇と政策的に低い金利とが相当程度相殺されるものと考えられよう。かりに金利が実際より高ければ、重要な説明変数である GNP がより低くなるであろうと考えられる。かくして金利の想定水準と事後の水準との格差は体系全体が逐次的に経済変数全般に影響を及ぼすため、最終的な金融資産がいかなる水準になるかを予測することは容易ではない。

上記のような簡単なシミュレーションによると、資産インフレが発生した

現実と発生しないという想定とを比較してみれば、各々の金融資産の水準が一致するようになるのは1990年代半ば以降になる。

資産効果を通じた貨幣需要が大幅に変動するようになったことから、貨幣供給が安定的でなければ貨幣需要関数も不安定になる。もし、1980年代後半に貨幣供給の安定性に十分配慮していれば資産価格が市場実勢を反映していたであろう。資産効果が貨幣需要に大きな影響を与えるようになったことは、安定的な貨幣供給が雇用や所得の安定につながる波及効果が予測しにくくなったことに他ならない。

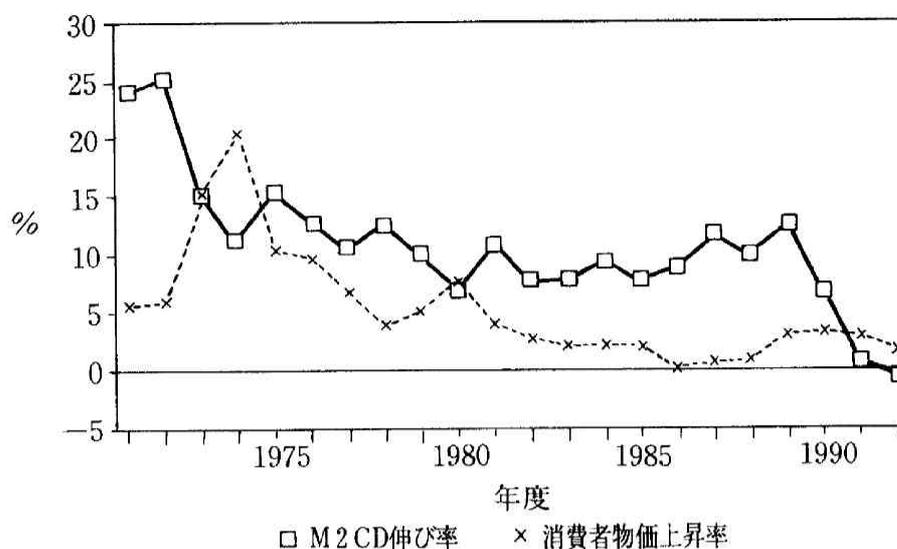
もし貨幣供給政策が資産価格の市場実勢を反映するように適正に実施することが可能であれば、資産の大幅な価格変動を避けることができるのであり、その結果貨幣需要関数も所得と金利を通じて安定的になるはずである。

3. マネーサプライと金融政策

1. 日本の金融政策——過剰流動性の時代

1970年代から先進諸国はマネーサプライを重視する金融政策に転換した。日本銀行がマネーサプライを重視するようになったのは、『調査月報』[1975]・[1975 a]を公表した時期からである。70年代初頭に日本の国際収支黒字の累積が著増し、ドルベースの対外過剰流動性が国内のマネーサプライに転換するのを受動的に容認したため、1973年度から74年度にかけて顕著なインフレを経験することになった。これに先立って、1960年代にアメリカおよびイギリスでもインフレの昂進を経験した。この当時先進国でインフレ期待が高まっていることの重要性に通貨当局が気づかずに、雇用や所得のような最終目標を維持するため、政策の中間目標として金利を実態経済の最終目標に対応する一定の水準に保とうとしていた。しかし高まっているインフレ期待率を差し引いた実質金利が低下しているので、資金需要が増加して財・サービス市場は超過需要の状態になる。一方、政策当局は現実の名目金

図5 マネーサプライとインフレーション



出所：日本銀行「経済統計月報」他

利が上昇しても、それを上回る期待物価上昇率を直接観察できないので実質金利の低下に気づかずに名目金利を維持するようにマネーサプライを受動的に容認することになったのである。現実には中央銀行が予想以上のインフレが実現したことに気づいても、マネーサプライを過大に供給した政策を事後的に変えることはできない。

1960年代の日本においては、おおむね予想可能な範囲内に収まっていたクリーピング・インフレに見舞われていたものであり、金利を運営目標としても結果的には政策目標を見失わないはずである。しかし当時の日銀の主要な政策手段は貸出額規制であり、民間金融機関の貸出額が経済全体の景気と連動していたため、これを日銀貸出とリンクさせ、さらにマネーサプライと連動するという経験的に安定的な関係が保たれていた。しかし1960年代末あたりから急速に累積した過剰流動性のためにそのような単純な量的な連動関係が崩れた。同時にこのような連動関係を維持することと補完的な政策である運営目標としての金利政策も同時に不適當となったのである。

このような環境の変化とマネタリズムの影響により、英米両国はマネーサ

プライを重視する政策に転換することとなった。日本では政策当局が予想できないインフレを経験するようになったのは過剰流動性が問題となった1970年代初頭であり、その直後に世界的な出来事としての石油ショックが発生して政策転換を迫られた次第である。

日銀の『調査月報』[1975 b]でも、その当時まで過去20年間の統計でもマネーサプライの増加率の変動が1年程度の遅れで物価上昇率も同じ方向で変化することが観察されている。その後金融政策面でも中間目標としてのマネーサプライを重視することを表明した。このことを具体化するため、1978年の後半からマネーサプライの見通しを公表するようになった。しかし今日に至るまで日銀はマネーサプライをコントロールすることを表明していない。

マネーサプライの重要性を認識するのに先立って、日銀はニクソンショックの前後6回にわたって公定歩合を引き下げた。1970年に景気が低迷し始めたことへの対応であるが、その結果翌年のマネーサプライの伸び率が異常に高く、1972年には不況を克服してむしろインフレ加熱気味でありながら金融引き締めへ転換したのは1973年からである。まず年初に預金準備率を引き上げ、4月によりやく公定歩合を引き上げたのである。しかし日銀短観の業況判断の指数では1972年当時の景気が低迷しているかのように低い。また金融政策の中間目標の1つとして日銀貸出や都市銀行の貸出額増加率に注目していたが、過剰流動性の国内還流資金が低金利政策のもとで貯蓄性預金などより値上がり期待が見込まれる土地と株式に向かって投機資金に転じた。高度成長期のように恒常的に国内において資金不足の状態が持続していれば、適切であったであろう金融緩和政策も過剰流動性が必要以上に貨幣供給を拡大したのである。もしドルベースの過剰流動性が不退化となれば、少なくとも日本国内において投機の一部でも摘むことはできたはずである。しかしマネーサプライが異常に伸びたとしてもそれは日銀が貨幣を裁量的にコントロールした結果ではなく、むしろ民間部門の旺盛な資金需要が発生していたので資金市場で最終的な決裁に至るまで資金ショートが発生させないために受動

的に供給した結果にすぎない。

公定歩合を中間目標として実態経済とリンクさせ、公定歩合が長プラに、そしてそれが預貯金金利、貸出金利に連動する序列体系は、中央銀行の強力なかつ独立的な政策実行力が確保されて、情勢判断が正しければ経済の安定性は確保できよう。しかし判断を誤ればそれに基づく政策は金利の序列体系を通じて、すべての産業分野あるいは個人の間には非効率性や社会的公正の著しい歪が発生しかねない。またマネタリズムのルールを通じた政策については、景気の変動の過程で序列体系が受動的に概ね一定方向に循環しながら変動する傾向は認められるものの、長期的には経済変動を安定化させるメリットは捨てがたい。

マネタリズムの主張が最もその正当性を立証できる環境として、まずフィリップス曲線が垂直であるという状態が1970年代の他の先進国はもとより、日本でも成立する傾向が強まったことは明らかであった。また中央銀行が裁量的な引き締め政策を実施するにあたって政治的な抵抗と介入や圧力が生じることがある。ルールに基づく政策は信用破綻を回避できるようなきめ細かい制度に関して完成度が低いという短所を克服していないものの、政治的な抵抗や介入を引き起こしにくく、この長所は捨てがたい。

2. 日本の金融政策——安定成長の時代

1970年代後半以降の日本経済は先進国と比較して経済成長率が高い上、安定している。さらに物価上昇率は低い上安定している。この結果、労働分配率が不変であれば賃金上昇率と雇用も安定するはずであるが、実際分配率は欧米のそれより多少低いものの長期的に極めて安定的であった。このような物価と所得の安定化と相まってマネーサプライの増加率も安定している。このことはマネーサプライのコントロールが成功したからと断言することができない。現にフィリップス曲線は右下がりとなり、今日まで垂直のフィリップス曲線が観察されたことは例外といえるであろう。欧米では1980年前後に

高い失業率と物価上昇が観察されており、しかも外国為替市場に変動相場性が定着したのでマネタリズムの政策が効果をあげることは期待できるが、日本の場合国内的マクロの環境が異なるので、たとえマネーサプライをコントロールしてもきめ細かい調整が可能であったかは疑わしい。特にマネーサプライのコントロールが可能であるためにはまず第1に中央銀行の操作変数、中間目標、実態経済の変数に至るまでの間に安定的な関係が保証されていなければならない。第2に、量的なコントロールが可能であってもすべての金融市場において競争的な金利の調整機能が速やかに作用して、市場間の金利の裁定が行われる環境が整備されていなければならない。現実には日銀がマネーサプライをコントロールするためには、次のような問題をクリアしなければならない。

まず第1に、日本銀行は今日に至るまで手近な操作変数であるマネタリーベースのデータを公表していない。またたとえこれが公表されたり推定できても適当な中間目標との安定的な関係を直接観察することはできない。しかしこの点については、経験を積むことによって利用可能な変数の内から最も安定的な関係が維持できるものを選択すればよいのであり、内外の環境がマネーサプライをコントロールすべき趨勢にあれば長期的には懸念すべきことは解消するであろう。

第2に、近年定期性預貯金については金利の自由化が進展したものの、市場への参入規制の緩和や短期国債市場の育成が極めて遅れている。また株式市場の低迷からこの市場への新規参入や手数料の自由化が遅れており、投機性がない正常な資金シフトの障害となりかねない。

第3にマネーサプライコントロールが可能であるためには十分条件としてフィリップス曲線が概ね垂直となっていることであり、日本では1970年代後半から、また諸外国では1980年代からこのような環境にあるとは考えられない。しかし、1980年代後半には日本をはじめとする多くの先進国で資産インフレを経験しており、フローベースの一般物価のみに着目していてもマネー

サプライを重視しなくてもよいということにはならない。

一方で日本の国内のマクロ変数の経済的パフォーマンスは良好に見えるものの、国際収支の黒字が累積する趨勢が定着したといえよう。ただし1970年代後半から80年代前半の10年間については、累積黒字が増加しても79年から翌年にかけての第二次石油危機が発生したため2年にわたって大幅な赤字となり、累積黒字の一部を相殺した。そのため過剰流動性が発生する条件は整わなかったことになる。しかもこの当時の政策運営は、タイミングよく金融引き締めを実施したため、海外から国内へのインフレを遮断するのに成功した。

しかし80年代はレーガン政権のもとでの高金利政策を断行した結果、ドル高円安が続くこととなる。このころから日本の経常収支の黒字が定着して、対外債権額が世界一となる反面、アメリカの対外債務額も歴史上未曾有の額にのぼった。その後、急激な円高が発生しても経常収支が赤字に転落することがなかったため対外債権額は年々累積することとなり、80年代後半の資産インフレの温床がこのころから形成されたことになる。

当時の日本のマネーサプライについては、その伸び率は安定成長に転じてから成長率にふさわしい程度に低下した。マネーサプライの増加率は経済成長率に応じた相応の水準であり、一見貨幣の需給には長期的に問題がないようにも見える。確かに1970年代後半はその後と比較して名目成長率が高かった。しかし80年代については前半と後半では、実質ベースでの成長率は確かに後半の方が高かったが、名目では後半の物価上昇率が低かったことにより名目成長率の顕著な格差は認められない。そこで後半の方がマネーサプライ増加率が高かった分マーシャルの k がトレンドラインより上方にバイアスが生じたこととなった。80年代前半まではマーシャルの k のトレンドラインは大きく変化していないものの期間毎の変動は決して小さくはない。日銀にとって一貫して手近な操作変数であるインターバンク・レートを安定させることが最重要な政策目標であった。

このような金融政策のあり方は、公表されているマネーサプライの見通しが中間目標となることとは明らかに論理上の整合性を欠くことを論証する。日銀はインターバンク市場に介入することによって金融機関の短期資金需給に影響を与え、このことが金利裁定を通じて民間の貸出需要を間接的に調整する結果、貨幣供給は需要サイドによって決定された受動的なものにすぎない。もしマネーサプライを目標通りに供給しながら、日銀が短期金融市場を通じて影響を与えた結果としての流動性需要が明らかになっても実物変数の予想が的中しなかったり、予想が困難な投機的需要の割合が無視できないほど大きくなれば、最終的な資金の決裁が不可能になる。したがってこのような不確実な要因によるショックを吸収して信用不安を確実に回避するためには、貨幣供給量を受動的に需要に適合させなければならない。したがって日銀信用供給も可能な限り必要以上の量を融資したり、補助金として供与することを避けるのであれば、このような信用不安を完全に遮断することは事実上現行の制度では不可能である。

3. 資産インフレの時代

プラザ合意以降の日本の金融政策は大きな問題を残した。1986年1月に始まり87年2月まで5回連続で公定歩合を引き下げて、当時としては戦後最低の水準である2.5%に達した。この間、マネーサプライは従来のマーシャルの k のトレンドラインを上回るほど伸びた。すでに前節で確かめたように、マーシャルの k のみが構造的に変化して金利と所得の有意性が保たれていたのではなく、株価・地価あるいはその期待上昇率が有意性を持つ説明変数となり、金利と所得の有意性が失われるほど需要サイドの内容が変わったのである。

このような金融緩和政策も1989年の公定歩合引き上げで終了し、その後1991年7月まで金融引き締め政策が実行された。この引き締め政策が実施されるのにあわせるかのようにマーシャルの k も大幅に低下して、金融緩和に

転じた最近でもマネーサプライの増加率の対前年度同期比でマイナスになるなど貨幣需要が大幅に低下して、実態経済へのマイナスの影響も懸念されている。この金融緩和政策の一貫として1993年9月に実施された第7次公定歩合引き下げで、公定歩合が戦後最低の1.75%となり、民間企業の一部にはさらに引き下げることもあると期待しているほどである。

以上の政策の推移からみても、最近7～8年の間に金融政策のあり方が大きく変化している。1980年代前半に輸出主導型の成長で経常収支の黒字の拡大で対外債権が著増し、それを保有する日本の金融機関や企業が1980年代後半から株式や土地の投機に相当程度投機資金にあてたのである。さらに世界的に金融の自由化が進展したのに加えて、世界的に金利が低い環境にあり、すでに日本における資本規制が緩和されていたこともあり、日本の企業が海外から多額の資本を低利で調達した。企業が資金を内外から低利で調達したとはいえ、1990年代になると企業の本業の収益率が低下し始めた上、それに先だって元来収益率が低い株式の価格が暴落したので運用益およびキャピタルゲインをあわせた資金運用益が大幅なマイナスに転じた。土地の収益率も極めて小さいにもかかわらずキャピタルゲインをもっぱら期待していた運用主体は、地価の下落によって多額のキャピタルロス⁶⁾を被った。

1980年代後半に低金利の状態が長く続いたために、株式や土地のような危険資産への運用が増加したと単純に断定することはできない。確かに一般物価水準の上昇率が70年代と比較して低いので消費者物価指数で評価した預貯金金利、卸売り物価指数で評価した貸出金利は決して低くはない。しかし一方で、1980年代前半まで比較的安定していた株価や地価も一般物価水準、企業にとって調達可能な資金規模、勤労者の年収との比較で相対的に高すぎることはなくなりつつあったことも否定できない。株価や地価が一度上昇し始めれば、株式と土地の資産としての有利性が人々の間で認識され、そのことがますます資産インフレを助長することになる。日銀は1987年当時、すでに公定歩合の引き上げを準備していたといわれ、資産インフレが実態経済に

マイナスの影響を及ぼす可能性を認識していなかった訳ではないように思われる。すでにアメリカやフランスなどの一部の国では公定歩合または市場介入金利を引き上げたり、上昇するように誘導する方向で低金利の国際協調は足並みが揃わなくなった。日本の公定歩合の引き上げが当時実現しなかった理由は2つあると考えられる。まず第1に、公定歩合の引き上げには政治的な抵抗を伴うことがあり、特に一般物価が安定していたため資産価格の変動のみを理由に金利が上昇することに対して、低金利のもとで既得権を持つグループの利害から暗黙の圧力がかかりやすい。このことが金利引き上げの時期を遅らせた可能性がある。第2に、同年10月に発生したブラックマンデーは当分のあいだ金利の引き上げを実施することができなくなる状態にしたことである。このことは再び先進国の低金利政策を維持する国際協調の結束を高めることとなり、日本の低金利政策がその後も2年近く続くことになったのである。

このように延長された低金利政策は日本の株価を再び押し上げた。地価も上昇し、民間設備投資も著増した。しかし設備投資の増加は国内だけではなく、国際収支の資本移動を通じて日本企業の工場、支店あるいは現地法人の設備投資も著しく伸びたにもかかわらず、国内の消費や輸出の増加は投資水準に見合うほど十分拡大しなかった。1989年の第一次公定歩合引き上げからおよそ半年後に新たな株価暴落が発生した。株価は91年まで暴落し続けた結果、企業の含み益が消滅して91年には1年間の国内の含み損はGNPの規模に匹敵するほどになった。これに消費の頭打ちと金利の上昇が追い打ちをかけて、企業の損益分岐点を押し上げた上、設備投資計画の縮小が相継いだため、景気後退が顕在化したのである。このような企業収益の減少あるいは赤字への転落により、被雇用者の時間外手当の減少、賞与の伸び悩みや減少などからさらに消費の減退が目立つようになったことは記憶に新しい。設備投資の過剰感は戦後例がないほど著しく、しかも近年の卸売り物価の下落率は円高や投資財の顕著な供給過剰感から大幅であり、その結果名目金利は低い

ものの実質金利は決して低くはない。このことから企業の設備投資が予想以上に早く減価償却が進んで、景気が自立的に転換することは当分考えられない。消費活動についても当面自立反転する見込みは考えられない。消費者の可処分所得が伸び始め将来の生活設計の見通しが安定するまで、即効的な消費自体の回復は期待できない。輸出の大幅な拡大は従来の貿易摩擦の恐れから、また過去の対外摩擦から、この分野からの実際の自律的景気回復は期待できないことになる。

公共投資のみが民間経済主体の低迷する景気を下ざさえして、これが景気回復に契機となるかもしれないが、その規模が不十分であれば、その実質的な純粋な投資分は大幅に低下するので、1970年代と比較して景気回復効果は期待できない。景気回復にとって残された方法は、規制を緩和しながら公共投資を大幅に増額することである。

4. マネーサプライ論争

近年マネーサプライの減少をめぐって、学会や日銀の間でマネーサプライ論争が盛んである。70年代前半までマネーサプライの伸び率が比較的大きく変動していたのに対して、その後80年代前半まで安定していた。しかし80年代後半には伸び率が再び拡大した後、90年代には一転して低下し、92年の後半からはマイナスに転じており、このような減少は戦後初めての経験である。このマネーサプライ論争には2つの争点がある。まず第1に、1980年代後半からなぜ日銀はマネーサプライを重視する政策を放棄したのであろうか。第2に、日銀はマネーサプライをコントロールできるのか、またできないとすればどのような制度改革が必要なのか。

マネーサプライを重視する政策が採用される1970年代後半をそれ以前と比較してどのような特色が浮かび上がるのであろうか。鈴木 [1992] によれば、1970年代前半までの特色は次の通りである。⁷⁾

- (1) 60年代後半を除き、マネーサプライ増加率が大きく変動している。
- (2) この変動にやや遅れて、名目GNPと実質GNPの前年比も大きく変動している。
- (3) GNPデフレータの対前年比も不況期のほぼゼロから好況期には10%近くまで拡大している。インフレ率の変動は大きく、かつ平均的インフレ率も高かった。

さらにマネーサプライ重視の政策が採用された70年代後半から80年代前半までの特色は次の通りである。

- (1) マネーサプライの前年比の振れが小さくなり、その率も15%程度から7~8%に向かって徐々に低下している。
- (2) これに対して名目GNPの前年比も徐々に低下しているが、実質GNPは4~5%で比較的安定している。
- (3) その結果、GNPデフレータの対前年比は着実に低下し、0~2%程になった。

このような日銀のマネーサプライ重視の政策は、持続的な安定成長とインフレ率の低下を同時に達成したのであるが、予想インフレ率の低下に伴って長期フィリップス曲線に沿って、短期フィリップス曲線が下にシフトした状態が実現したと結論づけてよいのであろうか。このことは日銀がマネーサプライをどのようにコントロールしていたかということと密接な関係がある。

典型的な教科書による貨幣乗数アプローチのマネーサプライの波及ルートは、まず中央銀行の手元で操作可能なハイパワードマネーを増減させて、コール・手形などの短期金融市場の市場金利に影響を与え、銀行の貸出行動や民間非金融部門の資産選択行動を通じて貨幣需要の規模が決まり、それが事実上乘数効果的にマネーサプライに波及することになる。これに対して日銀は他の先進国と同様に、手元の操作変数としてコール・手形などの短期金融市場の利子率を採用してきた。このことが銀行の貸出行動に影響を与えたり、民間非金融部門の資産選択行動に当然影響する。このマネーサプライの増減

がハイパワードマネー，したがって日銀信用供給に連動する。このような短期資金の変化は外国の同種の金利との相対的格差などから為替レートの変動に影響を与える。この日銀方式が有効であるためには，貨幣需要関数が貨幣乗数より相対的に安定的でなければならない。1980年代後半のこのような日銀方式による従来の金融政策が有効であるか疑問が生じたのは，すでに確かめたように貨幣需要関数が著しく不安定であったこともその原因となったからではないか。インターバンク市場金利からマネーサプライに至る因果関係の波及について次の3つの波及ルートが考えられる。

① 第1の因果関係は銀行の資産選択に影響するルートである。貸出金利は半ば自由金利であるが，預金金利がプライムレートに連動し，後者は規制金利の公定歩合に連動するため，貸出金利といえども規制金利の影響を受けないわけにはいかない。その結果，貸出金利が上昇する局面ではその上昇幅が預金金利より小さく，かつまたインターバンク市場金利の上昇よりも小幅になる。したがって，銀行は資産選択の最適化により，貸出資金の一部をインターバンク市場にシフトする。インターバンク市場金利が上昇するには，資金の供給以上の需要の増加がなければ実現しないのであるが，このような各種金利が上昇するのは金融引き締め局面にあるからであり，したがって貸出の抑制が行われるため，マネーサプライが減少するのである。このことは鈴木 [1966] の銀行行動モデルによって理論的，実証的に明らかにされ，その後鈴木 [1974]，浜田・岩田 [1980]，堀内 [1980]，鈴木・黒田・白川 [1988] などの研究がある。サーベイとして黒田 [1988] が便利であろう。

② 第2に，引き締め時に金利が上昇することに対して支出行動がどのような影響を受けるかというポイントである。インターバンク市場金利の上昇は金利裁定を通じて国債流通市場にも影響を及ぼして利回りが上昇する。その結果投資が全体的に抑制されて，所得が減少する要因となる。したがって貨幣需要が減少し，日銀信用供給も受動的に減少するためマネーサプライも減少する。

③ 第3にインターバンク市場金利の上昇は金利裁定を通じてオープン市場や既発債利回りの上昇を促し、民間非銀行部門はこのような各種金利の上昇に応じて保有金融資産の中での規制金利預金のウェイトを縮小する。このように自由金利のオープン市場などが発達するにつれて、民間非銀行部門の資産選択行動がマネーサプライに大きな影響を及ぼすことになる。

日本のハイパワードマネー供給量の調節は「積み進捗率の調整」と呼ばれる方法に他ならない⁸⁾。これは準備預金を一定期間中の所用準備額で除した割合であり、毎日これを均等に積み立てるような準備預金の積み進捗率を標準経路と呼ぶ。日銀は短期金融市場の需給を引き締めたい場合には、日銀信用を少なめに供給したり、多めに吸収したりする。このようにして、日銀は「積み進捗率」を遅らせることができる。短期金融市場の需給をゆるめたい場合にはこれとは逆に、「積み進捗率」を標準経路より早めるのである。

この調整は事前的にみればいわゆる「積極的調整」であるが、準備預金の積み立て期間中の日銀当座預金の平均残高は所用準備額平均残高に必ず等しくなっている。すなわち積み最終日の積み進捗率は必ず100%であり、したがって民間金融機関もそのことは当然知っているのであるから、民間金融機関にとって積み最終日までに予想以上の準備が必要となるリスクはゼロに近いので、資産選択の最適化から過剰準備はほぼゼロである。もしある程度の過剰準備を必要とする程のリスクを自己責任のもとで民間銀行に負担させるようにすれば、ハイパワードマネーがマネーサプライに影響を及ぼす効果が大きくなるであろう。

現行制度における積み進捗率の方法については次の点に留意しなければ、インターバンク市場になぜ影響を与えることができるかを理解できない。

積み方式には大きく分けて後積み方式と同時積み方式に分けられる。前者の方法では、ある1カ月の間の所用準備をその期間内に積ませる方法である。後者はその期間以降のある時点までに積ませる方法である。日本の現行の制度では、ある月の所用準備をその月の16日からよく月の15日までに積み立て

なければならない。この場合、その月の1日から15日までの預金に対して積みまなければならない所用準備額は確定しているが、その後については月末まで預金量が確定していないため準備額も決定していない。その意味で前半では後積みであるが後半は同時積みという混合方式である。日銀の積み進捗率と積み最終日に予想される日銀貸出金利の予想とのセットで、積み最終日のみならずそれ以前の金利にも影響を与えるのが「積み進捗率」の調整である。しかしこの方法が有効であるのは、貸出から短期資金運用まで含めて、全体として資金の需給においておおむね超過需要も超過供給もあり得ない状態において可能であるにすぎない。もし金融機関の運用可能な資金がすべての市場において超過供給の時に、進捗率調整において引き締め気味に政策をコントロールしようとするれば実体経済の景気低迷に拍車をかけるであろう。逆にゆるめの政策を実施すれば、金利の調整が不完全な状態のもとでは資金の超過供給を解消できないであろう。

もし短期金利の調整が完全な場合には、民間銀行の所用準備と日銀の信用供給の量的ギャップを十分調整しなければ積み日最終日には短期金利は大幅に変動することになる。このような金利の乱高下を避けるため、日銀は受動的に信用供給を行わざるを得ず、ハイパワードマネーをコントロールすることはできない。このような主張が概ね日銀の伝統的な政策の根拠であり、貨幣乗数効果によるマネーサプライのコントロールの可能性を否定するものである。

しかし黒田 [1988] によれば、戦後の歴史に限定してもハイパワードマネーの供給を全くコントロールできないという完全な受動的日銀信用供給を主張する日銀関係者はあまりいないという。従来日銀信用は短期的⁹⁾にみて受動的に調節されてきた。「銀行部門のハイパワードマネーの需要が金利非弾力的なのは、従来においてレジームB型（筆者注：日銀が短期金融市場の金利を直接コントロールしてその結果ハイパワードマネーの需要にあわせて受動的に日銀信用供給を行う方法）の金融市場調節が行われてきたことの結果とい

う側面が強いのかもしれず、仮に今後においてレジームA型（能動的な日銀信用供給の方式）の金融市場調節の要素が強まる場合を想定すれば、銀行部門の準備預金（なかんずく超過準備）が、ハイパワードマネーの需給調整項目として機能するようになり、それにつれて銀行部門の超過準備の金利弾力性が上昇する可能性を否定できないことである」という主張には筆者も賛成である。

さらに、「レジームBのもとでは、金融の自由化・国際化は日本銀行によるコール・手形レートへの直接的なコントロール力の変化という形で影響を及ぼすことになる。レジームBのもとでのコール・手形レートのコントロールは、たぶん日本銀行による短期金融市場の掌握力の強さに基づくものであるとすれば、短期金融市場の規模拡大と多様化が進むにつれて、そうした形での短期金融市場金利のコントローラビリティは低下していく可能性が高い¹⁰⁾」と述べているが、近年流動性預金まで含めた預金市場などで金融自由化が進展しており、昔日の恒常的資金不足の状態から資金過剰の環境に変化したにも関わらず、ハイパワードマネーの金利弾力性は上昇していない。最近のマネーサプライに含まれる現金通貨をハイパワードマネーに近似させて、それを全国銀行平均約定金利または10年もの国債応募者利回り、民間消費支出を説明変数としてコクラン＝オーカット法による回帰分析を行った。その結果は次の通りである。

[1986：1—1993：1]

$$\text{LOG (CUR)} = 7.09081 + 0.0127859 \text{ INTGB} - 0.27694 \text{ LOG (CP.N@)}$$

(1.16) (1.53) (-0.57)

決定係数=0.98348 標準偏差=0.02 D.W.=1.886

修正後自己相関係数=0.95201

$$\text{DOT (CUR)} = 5.83354 - 0.45883 \text{ INTGB} + 0.46395 \text{ DOT (CP.N@)}$$

(0.90) (-0.68) (1.58)

決定係数=0.87338 標準偏差=1.61 D.W.=1.187

修正後自己相関係数=0.94782

$$\text{LOG (CUR)} = 6.42356 + 0.0172512 \text{INT} - 0.23109 \text{LOG (CP.N@)}$$

(1.06) (1.22) (-0.48)

決定係数=0.98274 標準偏差=0.02 D.W.=1.774

修正後自己相関係数=0.94679

$$\text{DOT (CUR)} = 12.7632 - 1.57662 \text{INTGB} + 0.50338 \text{DOT (CP.N@)}$$

(1.81) (-1.53) (1.76)

決定係数=0.88182 標準偏差=1.56 D.W.=1.367

修正後自己相関係数=0.93312

[1989: 1 - 1993: 1]

$$\text{LOG (CUR)} = -6.20296 + 0.0017810 \text{INTGB} + 0.77583 \text{LOG (CP.N@)}$$

(-3.51) (0.23) (5.50)

決定係数=0.985829 標準偏差=0.02 D.W.=1.655

修正後自己相関係数=0.37346

以上の観察から明らかであるように、ハイパワードマネーの各説明変数の弾力性は以前と比較して大きくなっていない。むしろ1989年以降について測定してみると金利が大幅に変化しているにもかかわらず、貨幣の金利弾力性が小さくなっているほどである。このことから理解できるように、ある程度金融の自由化・国際化が現実のように進展しても制度的な圧力を銀行が認識して、超過準備として準備預金を確保し、ハイパワードマネーが需給調整項目となり、これに伴って超過準備の金利弾力性が上昇するという予測は過剰期待であることが判明した。このような弾力性の伸び悩み、あるいは低下の減少は、マネーサプライの低迷が実体経済のシグナルであって、現行の制度ではマネーサプライに働きかけて実体経済の浮揚をはかることはできない。金利の自由化は金融商品間の資産シフトを活発にするため、ある時には貨幣需要の金利弾力性を高め、ある時には金利弾力性が低くなることがある。すなわち、マネーサプライに含まれない金融商品間で資産代替が行われてもマ

マネーサプライ自体には変化がみられない。しかし、マネーサプライに含まれる商品とそれに含まれない商品の間で資産代替が発生する場合には、金利の変動によって両商品グループ間の変動が発生し、その結果マネーサプライが大きく変動するのである。¹¹⁾

5. 結びにかえて

戦後日本の金融政策の歴史上で、マネーサプライの重要性を認識したのは1970年代半ばと1990年前後であろう。前節で述べたように、金融自由化が進行すればハイパワードマネーからマネーサプライを通じて実体経済に作用するような金融政策を無視することはできなくなっている。ただし、金融自由化が進行すれば大きな摩擦を伴わずに、自然発生的にマネーサプライをある程度コントロールできるような制度に移行できるとは限らない。そのためにはいくつかの制度的な整備が必要である。

① 原則的に金融機関の短期資金需要について、日銀信用供給に依存しないようにするため、実質的なペナルティ金利を高めに設定する。各銀行ごとに日銀信用への過去の依存の程度に応じて、それぞれ段階的にペナルティを引き上げる。日銀信用への借り入れも、一定期間内の回数と一定金額の範囲内であればペナルティも現在のオーバーナイト金利より低くするが、回数と金額が増加するにつれて金利が徐々に高くなり、一定の限度に達すればオーバーナイト金利より高めに設定すればよい。このような透明なルールを設定すれば、各金融機関は自発的に超過準備を確保するであろう。もし不健全な運営が懸念されるのであれば、短期資金自己資本比率を暫定的に設定して業界の申し合わせまたはガイドラインとすればよい。

② 上記の短期資金自己資本比率の水準は、リスクが不変であれば、当然低い方が望ましい。換言すればリスクが低ければ、自己資本比率を引き下げることが可能になる。日銀信用にできるだけ依存せずに金融機関が短期資金

を調達しやすくするためには、短期資金の市場を拡大することが必要である。そのためには市場の参加者を拡大し、金融商品の認可に関する規制を緩和して可能な限りその認可を簡素にする必要がある。特に短期国債の一般入札や流通市場の育成¹²⁾、満期の変換や複合的なアイデアを工夫した新金融商品の認可、短期外国証券の流通を促進することなど具体的な候補は数多い。

③ 現行の同時後積み混合方式から、銀行の所用準備とこれに対応する預金量とを同時ににらむ同時積み方式に変更すべきであろう。このような制度においては、現金預金比率が低くなると銀行に滞留する資金が増える場合には、増加した預金のうち適正な預金量を越えることになり、過剰準備が増加して準備預金比率が上昇する。その結果現金預金比率が低くなるので貨幣乗数の上昇が必要以上に拡大しなくなる。逆に現金預金比率が上昇すれば、民間銀行への預金量の増加がその目標額増加額を下回るようになるので、所用準備は減少し、準備預金比率は低下する。したがって貨幣乗数の低下に歯止めがかかる。

注

1) DI または CI により、現時点までに景気の日付がこのように確定したのではない。これは在庫・出荷サイクル、所得統計、マネーサプライ、各種雇用統計の動向から総合的に判断した結果である。今回の景気のピーク時点や景気後退がいつから始まったかについては意見が分かれるところである。『経済白書(平成4年版)』によれば、「90年末から緩やかに景気の減速を始め、91年には調整過程に入った」と判断しているが、『経済白書(平成5年版)』では「暫定的に91年4～6月期を景気の山として考えること」として、91年4～6月期から92年1～3月期まで「景気が減速感を強めていった」時期と判断しており、直近の景気の動向を見極めるのが難しかったことは否定できない。しかし80年代から90年代の金融政策の判断の誤りを考慮すれば、鈴木[1992]のように、好景気は91年中に終えんしたと判断する識者も多い。

2) 討論[1993]「総括 マネーサプライ論争」『週刊東洋経済 1993年3月13日

号』を見よ。ここに、いわゆる岩田＝翁論争を垣間みることができる。マネーサプライと景気の因果関係については、現行の金融制度を大幅に変更可能か否かという前提の違いによって結論が異なり、学界と日銀実務との間の古くからの論争の断面に他ならない。

- 3) 現行の制度では積み日最終日の金融機関の決裁が不可能になるケースをどのようにしてクリアするかという超短期の調整の課題は依然として残る。したがって制度を変更しても、超短期の決裁と近接する短期金融市場を十分な規模まで拡大するという重要な課題を解決しなければならない。
- 4) 現在では全国規模の地価のデータは半年に1回しか調査していない。少なくとも四半期に1度程度まで頻度を拡充する必要がある。
- 5) 本来これらの資産のファンダメンタルズ価格を計算し、その正常な収益を実際の収益と比較すべきであるが、特に株式や為替のファンダメンタルズ価格の計算は困難である。例えば Blanchard & Fischer [1989] を見よ。土地の収益に関しては実務レベルの収益還元法は有益であるが、分母の地価のデータが不十分であるため制約は大きい。
- 6) 土地や株式への投資資金を自己資金で調達したのであれば、地価などが下落しても運用益が低下するにすぎない。瞬間的な時点での土地の取引は土地の購入者から販売者への所有権の登記上の移転と現金ストックの移転でしかない。この場合、ストックベースのマクロでは債権債務関係に変化は生じない。しかし土地購入資金が借入れによるのであれば貸出資金の審査の見通しと地価の実績値が一致しなければフローとしての資金需給に影響し、それがストックにバイアスを及ぼすことが問題である。さらに事業用の土地購入資金の名目で借入れすれば、損金算入が認められる現行の税制度自体がストック価格の変動を助長しかねない。企業が保有する株式の評価についても、減価法→低価法→減価法と80年代後半のように短い期間で基準が頻繁に変更されることも大きなマイナスを伴うであろう。
- 7) 鈴木 [1992] 第4章を見よ。
- 8) このような積み進捗調整のメカニズムを手際よくまとめたものとして、岩田 [1993] の第6章が便利である。
- 9) 黒田 [1988] の第2章を見よ。
- 10) 黒田 [1988] P.61。
- 11) 特に郵便貯金が争点となることが少なくないが、その論争点を整理するだけ

- でも相当のスペースを必要とするので、これについては別稿で検討したい。
- 12) TBやFBなどの現状と課題については、マネーマーケット研究会〔1990〕によく整理されている。

参 考 文 献

1. 岩田一政・浜田宏一 (1981)『金融政策と銀行行動』東洋経済新報社
2. 岩田規久男 (1993)『金融政策の経済学』日本経済新聞社
3. 植田和男 (1992)『国際収支不均衡下の金融政策』東洋経済新報社
4. 翁邦雄 (1992)「『日銀理論』は間違っていない」『週刊東洋経済』10月10日号
5. ——— (1992)「政策論議を混乱させる実務への誤解」『週刊東洋経済』12月26日号
6. 黒田晃生 (1988)『日本金融市場——金融政策の効果波及メカニズム』東洋経済新報社
7. 鈴木淑夫 (1974)『現代日本金融論』東洋経済新報社
8. ——— (1983)『日本金融経済論』東洋経済新報社
9. ———・黒田晃生・白川浩道 (1988)「日本の金融市場調節方式について」『金融研究』第7巻第4号, 12月
10. ——— (1992)『日本経済の再生』東洋経済新報社
11. 寺西重郎 (1982)『日本の経済発展と金融』岩波書店
12. 日本銀行(1975 a)「欧米諸国におけるマネーサプライ残高の傾向とその背景」『調査月報』3月
13. ——— (1975 b)「日本におけるマネーサプライの重要性について」『調査月報』7月
14. ———(1976)「欧米諸国におけるマネーサプライのコントロールと金利機能」『調査月報』4月
15. ——— (1986)『わが国の金融制度』日本信用調査
16. ——— (1988)「最近のマネーサプライ動向について」『調査月報』2月
17. ——— (1990)「わが国における近年の地価上昇の背景とその影響」『調査月報』4月
18. ——— (1992)「最近のマネーサプライの動向」『日本銀行月報』9月
19. ——— (1993)「平成4年度の金融および経済の動向——景気調整メカニズムと回復への展望」『日本銀行月報』6月

20. 野口悠紀雄 (1992) 『バブルの経済学』 日本経済新聞社
21. 討論 [1993] 「総括 マネーサプライ論争」 『週刊東洋経済』 1993年 3月13日号
22. 堀内昭義 (1980) 『日本の金融政策』 東洋経済新報社
23. ———・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
24. マネーマーケット研究会 (1990) 『わが国短期金融市場の現状と課題』 金融財政事情研究会
25. 吉川洋 (1992) 『日本経済とマクロ経済学』 東洋経済新報社
26. Blanchard, O. J. & S. Fischer (1989), *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press.
27. Clower, R. (1967), "Reconsideration of the Microeconomic Foundations on Monetary Theory," *Western Economic Journal*.
28. Friedman, M. (1988), "Money and Stock Market," *Journal of Political Economy*, Vol. 96 No. 2, Apr.
29. Lucas, R. (1978), "Asset Prices in an Exchange Economy," *Econometrica*, 46.
30. Pool, W. (1970), "The Optimal Choice of Monetary Policy in a Simple Stochastic Macro Model," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, May.
31. Tobin, J. (1983), "Monetary Policy, Rules, Targets and Shocks," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 15.