

いわゆるマネーサプライ論争について（上）

山口 義行

はじめに——3つの論点

(1) 「信用仲介説」または「現金先行説」

(2) 「超過準備保有説」

(3) 「金利媒介説」 (以上本号)

I 貨幣乗数論の「現実的妥当性」をめぐって

〔1〕 論争とその問題点

(1) 貨幣乗数論者の主張

(2) 日銀関係者の貨幣乗数論批判

(3) 「理論の問題」か「制度の問題」か

〔2〕 貨幣乗数論の「非現実性」について

II 「日銀方式」の理論的解釈をめぐって

III マネーサプライ・コントロールの限界をめぐって

はじめに——3つの論点

90年末以降にみられたマネーサプライ増加率の長期低迷は、日本銀行の「金融調節方式」およびそれがよって立つ「金融理論」の欠陥に起因する——岩田規久男氏が「『日銀理論』を放棄せよ」と題する論文（『週刊東洋経済』1992年9月12日号）でこう主張したことを契機にして、日本銀行関係者をはじめ多くの研究者たちの間でマネーサプライ・コントロールのあり方をめぐって一連の論争が繰り広げられた。いわゆる「マネーサプライ論争」がそれである。

岩田氏は、「貨幣乗数アプローチ」と呼ばれる金融理論（以下、貨幣乗数論と呼ぶ）の立場に立って、金融調節はハイパワードマネー（現金通貨＋市中銀行の準備預金〔日銀預け金〕）のコントロールを起点になされるべきであるとし、日本銀行がそのような金融調節方式を採らないことが今日のマネーサプライ増加率の低迷を引き起こしているのだと主張した。これに対し、日本銀行の翁邦男氏は「『日銀理論』は間違っていない」と題する反論論文（同上誌、同年10月10日号）を發表し、岩田氏の主張が著しく現実性を欠いたものであること、また近年のマネーサプライ増加率の低迷は金融機関の貸出態度の慎重化や景気調整の長期化を反映するものであって、現行の「金融調節方式」やその「金融理論」に帰すべき問題ではないことを主張した。その後、この論争への参加エコノミスト数も増加し、『週刊東洋経済』や『エコノミスト』、日本経済新聞の「経済教室」欄などで多様な主張が展開されてきた。

ところで、貨幣乗数論者と日本銀行関係者との間の上記のような論争は、けっして今回がは

じめてというわけではない。それは、すでに70年代から繰り返されてきており、今回の論争においても——かつてはインフレーションの進行したがってまたマネーサプライ増加率の急上昇が論争の現実的背景であったのに対し、今回はその低迷が背景になっているという点で異なるが——その基本的な論争点に新たなものが加わったというわけではない。むしろ、もはや論点はお出尽くしているようにさえ見える。それにもかかわらず、機会あるたびに同様の論争が繰り返されてきたのは、金融理論そのものもつ問題と制度上の問題や政策選択にかかわる問題などが明確に区別されないまま論議されてきたり、質的に異なった問題が同一の概念のもとで論議されたりといったように、論争の枠組みそのものに問題があったからではないのかと思われる。本稿では、そうした問題意識のもとに、あらためてマネーサプライ論争を取り上げ、その論点整理を試みながら若干の私見を述べてゆくことにしたい。

まずはじめに、この論争で扱われた基本的な論点をあげておくことにしよう。それはおよそ以下の3点に集約しうる。

その第1は、貨幣乗数論の「現実的妥当性」をめぐる問題である。日本銀行関係者は、上にも述べたように乗数論者の主張を「非現実的」なものとして退け、これに対し乗数論者は現行の金融制度（準備預金制度）の改革と日本銀行の運営態度の変更によって、自身の主張が「現実的」なものとなりうること——また、そうすべきであること——を強調している。

第2は、日本銀行の金融調節方式（いわゆる「日銀方式」）についての理論的解釈をめぐる問題である。乗数論者は日本銀行の金融調節のあり方を批判するだけでなく、この調節方式についての日本銀行関係者の理論的説明が説得的でないとして批判している。というのは、日本銀行はハイパワードマネーを受動的に供給しつつ、金利調節を行っているとしているが、貨幣乗数論はハイパワードマネーの供給を主体的にコントロールしなければ金利調節などできないはずだと考えるからである。

第3は、マネーサプライ・コントロールの限界をめぐる問題である。中央銀行がどこまで自在にマネーサプライをコントロールできるのか、そこにはどのような限界があるのかといった問題は、金融調節のあり方の問題、現行の「日銀方式」が適切なものであるかどうかといった問題をこえて存在する。マネーサプライ論争では論議が金融調節の技術的な問題に集中しすぎたきらいがあり、この点については、問題提起はありながらもかならずしも十分に論議されたとはいえない。むしろ掘り下げなければならないのはこの点ではないかと思われる。

さて、まずは第1の論点から検討をはじめることしよう。

I 貨幣乗数論の「現実的妥当性」をめぐる

〔1〕 論争とその問題点

貨幣乗数論の「現実的妥当性」をめぐるマネーサプライ論争でたたくかわされた論議を簡単

に概観することからはじめる。まずは、岩田氏の主張を中心に貨幣乗数論者の主張をみていくことにしよう。

(1) 貨幣乗数論者の主張

貨幣乗数論とはハイパワードマネーHに貨幣乗数mをかけただけマネーサプライMが供給されるという理論である。関係式は次のようになる。

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

(1)式をたんなる恒等式としてではなく、右辺が左辺を決定するという因果関係を示すものと理解する点に貨幣乗数論の特徴があるが、さらに(1)式は、貨幣乗数mの値が比較的安定的であるとすれば、Hの変化はそれに応じたMの変化を引き起こすことを示しているから、これを根拠にして、貨幣乗数論者は「中央銀行のハイパワードマネーの量的調節を通してマネーサプライを調節することができるし、またそうすべきである」という政策的主張を行うことになる。

「貨幣乗数は上昇する傾向があるものの、きわめて安定している……最近2年間についていえば、約11.6倍である。／貨幣乗数が安定していることは、日銀はベースマネー（ハイパワードマネーの別称—引用者）の供給をコントロールすることによってマネーサプライをコントロールすることができることを示している」（岩田1992, p. 126）。

こうした理解に立つなら、近年のマネーサプライ増加率の低迷は日本銀行がハイパワードマネーの供給を抑制している——そういうスタンスでコントロールを行っている——からだということになる。岩田氏は実際にそのように理解し、そうした誤った金融政策が行われたことが今日の不況を一層深刻にしたのだと主張する。そして、ただちに日本銀行がそうした誤った政策と金融理論を放棄して、貨幣乗数アプローチに立った金融政策を実施することを要求するのである。

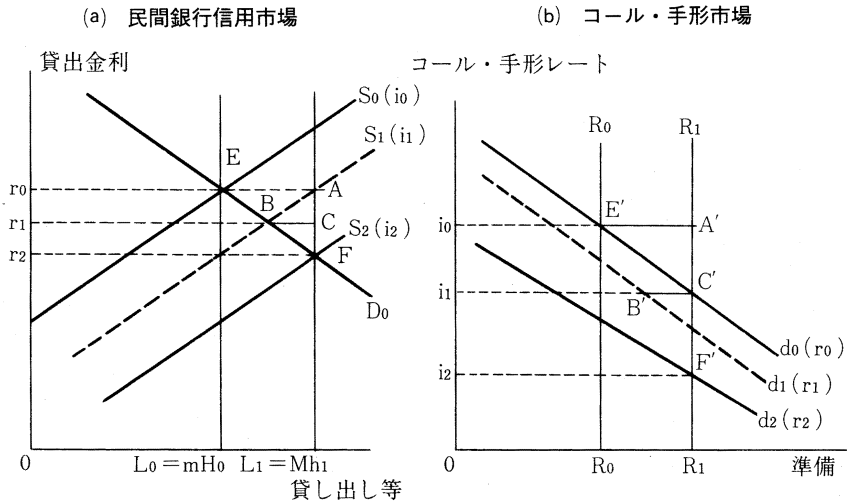
「日銀はベースマネーをコントロールできないという『日銀理論』を直ちに放棄して、ベースマネーを手形や国債の買いオペなどによって積極的に増やすべきである」（同上, p. 128）。

しかし、こうした主張はすべて、先に述べたように、(1)式をたんなる恒等式としてではなく、右辺が左辺を決定するという因果関係を示すものと理解することからはじまるのであって、仮にそういう因果関係が現実に存在しないとすれば、まったく意味がないということになる。実際、日本銀行はそうした因果関係が現実に存在するとは考えてはおらず、したがって岩田氏がいくら力説してみてもその主張は日銀関係者に対してはなんの説得力ももたない。

そこで、貨幣乗数論というもののもつ「現実的妥当性」が問われなければならないということになり、マネーサプライ論争でも論議は何よりもまずこの点に集中した。

ところで、この問題について検討する場合、貨幣乗数論者といえども、ただ(1)式をふりかざしているというだけでないことを考慮しておく必要がある。ハイパワードマネーの量的な変化がどのようにしてマネーサプライの変動を引き起こすのか、そのメカニズムについてのより

図1 日銀貸出の増加と民間銀行信用の変化



「現実的」な説明が試みられている。それは、一言でいえば、ハイパワードマネーの量的変化が金融市場での金利変動を引き起こし、それを媒介項にしてマネーサプライが同一方向に変化するということである。岩田氏は、ハイパワードマネーの調節が「日銀貸出」で行われ、民間銀行の与信活動も貸出で行われるという前提で、次のように記している。

「日銀貸出の増加は、①コール・手形レートの低下、②銀行貸出の増加、③銀行貸出金利の低下を引き起こし、これらを通じて、④ハイパワード・マネーの増加の乗数倍のマネーサプライの増加がもたらされる。／……日銀貸出の減少は、①のコール・レートの上昇、②銀行貸出等の減少、③銀行貸出金利の上昇を通じて、④ハイパワード・マネーの減少に貨幣乗数をかけただけのマネーサプライの減少を引き起こす」（岩田1993, p. 72）。

岩田氏はこの過程（日銀貸出が増加した場合）を、図1を用いて均衡分析論的におよそ次のように説明する。

民間銀行信用市場は当初、点Eで均衡しているとする。D₀は企業や個人の銀行からの借入需要曲線、S₀は銀行の貸出供給曲線を示し、r₀は銀行貸出金利である。また、このときの貸出額L₀は貸出可能最大額mH₀に一致している。すなわち、ハイパワードマネーH₀に貨幣乗数mをかけただけの貸出が行われ、マネーサプライも最大値に達している。民間銀行信用市場がこうした均衡状態にあるとき、(b)のコール・手形市場も点E'で均衡している。d₀は準備需要曲線すなわち民間銀行の準備預金（日銀預け金）に対する需要を示す。R₀はその供給額を表す。i₀はコール・手形レートを示す。

さて、いま日銀貸出が増加すると、準備、すなわち、ハイパワード・マネーが増加するので、(a)で銀行の最大貸出可能額がL₀(=mH₀)からL₁(=mH₁)のように増加する。銀行の貸出可能最大額曲線が右に移動したものの、E A分の貸出額はいまだ実現していないのであるから、

これに対応する準備が過剰だということになる（超過準備の発生）。これは(b)において、準備供給が R_0 から R_1 に増加して、 $E' A'$ の超過準備が発生している状態を示す。銀行貸出金利が r_0 のままで変化しないとすると、コール・手形市場が均衡するためには、コール・手形レートが i_1 まで低下しなければならない。コール・手形レートが i_1 に低下すると、銀行の貸出にともなう費用が減少するので、貸出供給曲線は S_1 に下方に移動する。その結果、民間銀行信用市場は点Bで均衡するが、依然としてBC分だけの超過供給（超過準備をかかえている）状態にある。したがって、コール・手形レートはさらに低下する。それに伴って、銀行の貸出供給曲線はさらに下方に移動するので、銀行貸出もさらに増え、同時に、銀行の貸出金利も低下する。では、最終的にはどういうことになるか。こうした両市場での調整が完了し、新たな均衡状態が生まれるのは、民間銀行信用市場とコール・手形市場が、それぞれ、点FとF'の状態に達するときである。この結果、銀行貸出額はその最大可能貸出額に一致し、貸出金利は r_2 に低下する。他方、コール・手形レートは i_2 まで低下し、超過準備は消滅する。貸出が最大限行われたことによって貨幣供給量も mH_0 から mH_1 に増加する。こうして、結局は先に示した(1)式の右辺から左辺への規定関係が貫徹するというわけである。（以上、岩田1993, p. 71-2）

（2）日銀関係者の貨幣乗数論批判

こうした貨幣乗数論者の説明に対し、その非現実性を主張する日本銀行関係者たちはどのような批判を行っているのか、翁氏の見解を中心にみていくことにしよう。

上記の岩田氏の説明に用いられた図1には、2つの需要曲線が描かれている。1つは、(a)に示されている銀行からの借入需要曲線D、いま1つは(b)に示されている準備需要曲線dである。このいずれも金利に対し弾力的であり、右下方がりに——すなわち、金利が下がれば増加し、金利が上がれば減少するというように——描かれている。翁氏が「非現実的」であるとして問題にするのは、後者の金利弾力性である。

「この理論（貨幣乗数論—引用者）を現実と対比した場合の大きな問題は、準備需要が金利に敏感に反応すると仮定されている点である」（翁1992, p. 108）。

では、どう問題なのか。翁氏は、現在の「預金準備制度」を前提にして、準備需要が実際には金利に対し非弾力的であることを主張する。

「現実の短期金融市場では、1か月の準備預金積み期間を単位として動いているため、準備需要は前月の預金量水準によって決まり、ほとんど金利感応的ではない。／……分かりやすい例として月初めに日銀が準備供給を増やし、そのことによって短期金利が下がり、これをうけて銀行が貸し出しを増加させ、預金も増加したとする。このとき、後積みの世界では岩田モデルと異なり準備需要は全く増加しない」（同上, p. 109）

現行の準備預金制度は、1か月間の平均預金残高に基づいて法定準備率から計算された所要

準備額を、その月の16日から翌月15日までの平均残高として、日本銀行の当座預金に積み立てなければならないというものである。この制度下では、積み上げ期間の後半にあたる月初めには、その所要額はすでに前月の預金残高によって決定されており——これを翁氏は「後積みの世界」と称している——、この間に民間銀行の貸出が増加しても、それは新たな準備の積み増しの必要を生み出さない。したがって、仮に日銀貸出の増加によって所要額を超えた準備預金が発生したとすれば——そのことによって、インターバンク金利が下がり、岩田氏のモデルにあるように銀行貸出の増加したがってまた預金量の増加が生じたとしても、準備所要額が増加しないため——、その超過準備は所要準備に転化されることなく、過剰なまま積み上げ期間の最終日をむかえることになる¹⁾。そして、さらにこれは次のような事態をひきおこす。

「所要準備比多めの準備供給が維持されたまま積み期間の末期に近づき各銀行の所要準備を超える部分（超過準備）を、銀行間市場で運用しようとする。／しかし、①マクロ的な超過準備を吸収できるのは日銀だけであり、民間銀行部門が準備総額を減らすことはできないこと、②銀行間市場金利が正である限り、無利子の超過準備を持つよりは銀行間市場で運用するほうが、各銀行の収益上望ましいこと、の2つの理由から、日銀が超過準備を吸収しない限り、オーバーナイトの銀行間金利は確実にゼロないしその近傍まで低下してしまう」（同上、p. 109）

金利がゼロに近づくことを放置するわけにはいかない以上、日本銀行はこの超過準備を回収せざるをえない。このことは何を意味するか。日本銀行はハイパワードマネーを増やそうとしたが、結局はそれができなかったのだということである。

これは、日本銀行が所要準備以下に準備預金を抑制しようとした場合もまったく同様である。「後積み方式の下では、金利が上昇しても準備需要が所要準備を下回ることはないので、以上のケースとは逆に準備供給を所要準備以下に抑えこむような場合には金利は暴騰する」（同上、p. 109）。無制限に金利が上昇するのを放置できない以上、日本銀行は所要準備の不足を埋めるべく、準備預金を供給せざるをえない。

要するに、中央銀行がハイパワードマネーの量を直接にコントロールすることはできないのだということである。このようにして、翁氏は貨幣乗数論の「非現実性」を主張するのである。そして、さらに、翁氏は次のように付け加える。

「オーバーナイト金利を乱高下させるのが適当でないという判断に基づき、日銀は積み期中における所要基準平残を過不足なく供給している。前月の預金量と準備率からすでに決まっている所要準備を積ませる、ということはマネーサプライの大宗をなす預金が準備量を決めているということであり、岩田教授の想定とは逆の因果関係を意味している」（同上、p. 109）

1) なお、この例は積み上げ期間の後半に関するものだが、翁氏はその前半期の場合についてもふれ、「理論的には、所要準備が確定していない積み期間前半に金利の低下誘導を行えば、預金・貸し出しが増え所要準備自体が増加する可能性があるが、2週間程度では銀行の貸し出し行動等は大きく変わらないので、その影響は実際には無視できる」（翁1993、p. 69）としている。

現実の世界では、預金量が所要準備を規定し、これに合わせて日本銀行が準備を供給する、つまり乗数論者のいうようにハイパワードマネーがマネーサプライを決定するのではなく、反対にマネーサプライがハイパワードマネーを決定している。翁氏はこのように述べて、貨幣乗数論の基本的な前提そのものが現実的妥当性をもたないこと、したがってまたその立場に立ってなされた岩田氏らの日本銀行批判が著しく現実離れした、正当性を欠いたものであることを主張するのである。

（３）「理論の問題」か「制度の問題」か

さて、こうした翁氏の見解に対し、岩田氏はじめ貨幣乗数論者からはどのような反論がなされているのか。それは、一言でいえば、貨幣乗数論が非現実的であるかのようにみえるのは、現行の準備預金制度とその運用の仕方に原因があるのだというものである。制度とその運用が変われば、準備需要は金利弾力的になり、中央銀行は「ハイパワード・マネーをコントロールできるようになる」（岩田1993, p. 188）というのである。つまり、貨幣乗数論の「非現実性」は理論の欠陥ではなく、制度の欠陥によるのだというわけである。

そのために必要な処置としては、基本的に2つ考えられる。

その第1は、超過準備の次期への持ち越しを認めること。翁氏は銀行の保有する超過準備は、積み期間の末期に近づくとともに、それを保有することの無意味さが明白になり、いわば金融市場でたらい回しにされて、結局は——日銀が回収しないかぎり——短期金利をゼロ近くまで引き下げてしまうと主張するが、これは日銀がその超過準備の次期への持ち越しを認めないからだ、と岩田氏は主張するのである。

「超過準備の次期への持ち越しが認められれば、『積み最終日』のオーバーナイトの金利が低下するにつれて、それをオーバーナイトで他の準備が不足する銀行に貸すよりも、次期に持ち越した方が有利になる可能性が大きくなる。次期に持ち越す超過準備が増加すれば、超過準備を保有している銀行による準備供給量の増加に歯止めがかかる。これによって、オーバーナイト金利の低下にも歯止めがかかる」（岩田1993, p. 186）

また、こうした超過準備の持ち越しは、日本銀行が準備供給を抑制した場合に生じる積み期間末期の金利高騰に歯止めをかけることにも役立つという。

「『積み最終日』のオーバーナイト金利が高くなるにつれて、超過準備を持った銀行は超過準備を減らして、他の準備が不足する銀行にオーバーナイトで貸し出そうとする。これによって、オーバーナイト金利の上昇に歯止めがかかる」（同上, p. 186）。

このように、超過準備の次期への持ち越しを可能にすれば、日本銀行は「積み最終日」にコール・手形レートの高騰を発生させることなく、ハイパワード・マネーをコントロールできるようになると主張するのである。

第2は、日本銀行自身が準備預金制度の運用の仕方をあらためること。現行では日本銀行は

最終的には積み期間内に民間銀行が所要準備を積み上げることができるよう、必要な準備を供給している。これがいけない、というのである。というのは、日本銀行が結局は必要な準備を供給してくれるのだということになると、民間銀行は超過準備をほとんど保有しようとしないうために、たとえば日本銀行が準備供給を抑制してマネーサプライをコントロールしようとする、たちまち短期金利が高騰してしまうということが起きるからである。しかし、日本銀行のそうした保証がないとなれば、民間銀行は将来の不足に備えて超過準備を保有しておこうとするので、そうした事態が生じて、超過準備を融通しあうことで調整でき、極端な金利の高騰は避けられるというわけである。

ここでは堀内昭義・高橋俊治両氏の共同論文から、次の箇所を引用しておこう（岩田氏もこれを引用している）。

「もし中央銀行が結局のところハイ・パワード・マネーの同調的な供給を行うという原則に従っているならば、民間の銀行・金融機関にとって超過準備をあらかじめ保有することは決して合理的なことではない。準備の追加的保有が必要となれば、中央銀行にその供給を仰ぐことができるからである。……/民間の銀行・金融機関の行動の合理性を仮定すれば、中央銀行がハイ・パワード・マネーの厳格なコントロールという原則を採用した場合、銀行・金融機関はこの原則のもとでより多額の超過準備を保有することになるであろう。新しい原則の下では、将来準備不足におちいった場合に負担せざるを得ないペナルティーは、ハイ・パワード・マネーの同調的供給という原則がとられている場合よりもはるかに大きくなるからである。」「新しい原則の下で生じる多くの攪乱の影響は……部分的には新しい原則に対する合理的な反応の結果として銀行全体で保有されている超過準備保有額の調整によって吸収されるであろう」（堀内昭義・高橋俊治1981, p. 54-5. 傍点—堀内・高橋）。

以上のように、準備預金制度とその運営上の改革によって、翁氏のいわれる準備需要の金利非弾力が改まり、極端な金利の乱高下なしにハイパワードマネーによる金融調節が可能になるのだ、というのが乗数論者の主張である。こうして、問題は結局制度の問題、すなわち、どのような制度を選択するか、また制度をどう運営するかといった問題に集約されてしまうことになるわけだが、こうした傾向は、マネーサプライとハイパワードマネーとの間の因果関係という貨幣乗数論の根幹に係わる点においても同様である。

「中央銀行当局者の多くは、現実に存在している因果関係がハイ・パワード・マネーからマネー・サプライへという方向ではなく、むしろマネー・サプライからハイ・パワード・マネーへという方向のものであると強調する。とくにそこで重要視されているのは、ほとんどの国で採用されている準備預金制度が“lagged reserve accounting”（LRA）のシステム（後積み方式——引用者）に基づいている点である。/……中央銀行当局者の考え方を支配しているのは、このような LRA のシステムでは、銀行が各時点で保有する準備をベースとして預金創造を行うというよりは、預金創造が時間的に先行して、それに見合うように所要準備が保有されると

いうメカニズムが形成されるために、各時点の銀行の準備は、むしろ過去における預金創造プロセスの結果を強く反映する変数になるという見方である」（同上、p. 53）。

マネーサプライがハイパワードマネーを決定するという、貨幣乗数論のそれとは反対の因果関係が現実に成立しているのは、たんに「後積み方式」という現行の準備預金制度に起因するにすぎず、この理論の欠陥を示すものではないのだというわけである。

しかし、貨幣乗数論の現実的妥当性をめぐる問題はこのようにすべてを制度上の問題に解消してしまつてよいのだろうか。問われるべきは、何よりもまず、貨幣乗数論が現実の諸現象の解明や政策運営に適応しうような理論的整合性をもったものなのかどうか、という点である。制度改革等の問題はその上で検討されるべき課題である。以下では、前者の点を中心に検討してみることにしよう。

〔2〕 貨幣乗数論の「非現実性」について

（1）「信用仲介説」または「現金先行説」

貨幣乗数論の特徴はいうまでもなくハイパワードマネーとマネーサプライとの因果関係についての捉え方、つまり前者が後者を規定するのであってその逆ではないとする考え方にある。したがって、それが1つの理論として現実的妥当性を得るためには、何よりもまずそのように考える現実的な根拠が示されなければならないはずである。実は、この肝心の点について十分な理論的説明がないまま、それを前提にして政策論を展開するところに貨幣乗数論の特色がある。その意味では、貨幣乗数論は理論として根本的欠陥をもっているといわざるをえない。

もちろん、今日では、上記の因果関係を機械的に主張する論者は少なく、岩田氏においてもそうであったように、原因と結果の間にその媒介項として金利要因を入れて説明されることがほとんどである。しかし、それはハイパワードマネーの量的変化がマネーサプライの量的変化に結果するプロセスあるいはメカニズムをより詳細に説明したにすぎず、なぜハイパワードマネーの量的変化を起点に置いて説明するのか、なぜ逆であってはならないのかという肝心の点について、その論拠を示すものではない。

仮にその論拠を求めるとすれば、それは「信用創造論」、ただしいわゆる「現金的信用創造論」と呼ばれるものであろう。それは、周知のように一定額の「現金」が「本源的預金」として銀行に預金され、これが貸出——支払い準備として一定額を銀行の手元に残しながら——と預金とに繰り返し用いられることによって、結果的に数倍の「預金」をつくり出すというものである。ここでは、サムエルソンの以下の説明で確認しておこう。サムエルソンは、1,000ドルの現金（本源的預金）が、その5倍の5,000ドルの預金をつくり出す過程を次のように説明している。

「新しい1,000ドルの預金を受取る第一の個別銀行は、新しく取得した現金の5分の4を貸出および投資のために使う。そのため、第二段階の銀行は1,000ドルの5分の4を新しい預金

の形で受取る。彼らは彼らで5分の1を現金として保持し、残りの5分の4を新しい収益資産のために使う。その結果は、第三段階の銀行へいくらかの現金が移ることとなり、彼らの預金が1,000ドルの5分の4の5分の4だけふえる。つぎからつぎへと通減するが終わることのないこの段階的な銀行の連鎖を跡付けていくと、制度全体としての新預金の合計は

$$\begin{aligned} & \$1,000 + \$800 + \$640 + \$512 + \dots \\ & = \$1,000 \times [1 + 4/5 + (4/5)^2 + (4/5)^3 + \dots] \\ & = \$5,000 \end{aligned}$$

となることが明瞭であろう」(Samuelson, P. A., *ECONOMICS: An Introductory Analysis*, 6th ed., New York, McGraw-Hill, 1964, p. 307. 都留重人訳『経済学—入門的分析—上』岩波書店, 1966年5月刊, p. 423-4)。

こうした信用創造論を前提すれば、銀行預金の増加したがってまたマネー・サプライの増加は何よりもまず「現金」(ハイパワードマネー)の増加によってもたらされるのだということになる。貨幣乗数論の根幹をなす、ハイパワードマネー→マネーサプライという因果関係はここにその論拠を見出すことができる。

しかし、ここで注意が必要なのは、上記の信用創造論では次のことが前提されていることである。それは、経済取引に対する決済手段はあくまでも「現金」のみであって、預金の振替による支払い(預金通貨の存在)はありえないとする前提である。そして、その前提ゆえに、銀行あるいは銀行信用——銀行をとりまく債権債務関係——の社会的な機能をたんなる「信用仲介」として、すなわち一方から他方への「現金」の移動を仲介するものとして捉えることである。預金量の増大はこうした仲介機能の結果にすぎない。

このような前提に立てば、たしかに銀行の与信活動には常に「現金」の流入が先行しなければならないことになり、したがってまたそのかぎりにおいて「現金」(ハイパワードマネー)の増減→「預金」(マネーサプライ)の増減という因果関係を主張することも根拠を得る。しかしまた、貨幣乗数論の「非現実性」も何よりもまずこのことにある。

周知のように、現代の銀行システムにおいては、預金そのものが決済手段として機能しており、そのため銀行は貸出にあたって現金そのものを借り手に手渡す必要はない。銀行は自ら預金を創造して——無準備の債務を新たにつくり出して——貸出をおこない、また借り手はその預金そのものを決済手段として用いることができる。銀行は直接に「信用創造者」であって、たんなる仲介者ではない。

現実の金融的諸問題を論じる場合にはこのことを考慮に入れる必要があるが、問題はこれを考慮に入れることが論理的にどういう結論を導くかということである。それは、銀行はさしあたり「現金」なしにその与信活動を行えるということ、したがって預金の創造には「現金」の流入が先行しなければならない理由はもはやないということである。このことはまた、「現金」(ハイパワードマネー)の増減→「預金」(マネーサプライ)の増減という因果関係を主張する

ことの根拠もはや失われることを意味する。貨幣乗数論者の思考回路のなかから完全に欠落してしまっているのはこの点である²⁾。

さらに、この点を考慮に入れるならば、上で理論の出発点となっている「本源的預金」も、どこかの銀行が作りだした預金が「現金」で引き出されたものにすぎないということになる³⁾。「現金」の存在には常にそれに先行して預金の創造があるのだということである。とすれば、現代の金融システムを前提する限り、預金(マネーサプライ)の増加→「現金」(ハイパワードマネー)の増加という因果関係を主張することはできても、その逆を主張することはできないはずである。

ところで、「預金」の増加が「現金」(ハイパワードマネー)の増加に結びつくのは、銀行の債務である預金が決済手段として用いられる範囲には限度があるからである。経済取引のなかには依然として「現金」——中央銀行券等の文字どおりの現金通貨——だけしか通用しない世界が現実存在する。また銀行間の決済は銀行が自ら作り出した預金でこれを行うことはできず、その準備預金(日銀預け金)の振替で行うほかはない。したがって、「預金」の増加はそれだけですべてが済んでしまうというわけにはいかず、やがて「現金」(現金通貨+準備預金)の必要を生み出すことになる。しかし、両者の関連はけっして機械的な、単純なものではない。この点についての立ち入った分析は後に(おもに第Ⅲ節で)行うが、ここでは以下の2点を指摘しておくことにしたい。

第1には、銀行信用に対する需要と現金通貨(銀行券流通)に対する需要とは質的にも量的にもまったく異なるということである。貸出残高の増加、したがってまた預金量の増加は、社会的にみてより多くの銀行信用が必要になっていることを示すが、それは現金通貨(銀行券流通)の必要が増加したことを反映しているとはかぎらない。貸出が増え、預金の創造は活発に行われたが、現金通貨(銀行券)の流通はほとんど増えないということは十分にありうること

2) 銀行は自ら預金という決済手段をあらたに創造して貸出を行っているのであって、他から集めた「現金」を貸し出すという「媒介者」的機能をはたしているわけではない。マネーサプライ論争に加わって論を展開しようというのであれば、せめてこの点を考慮に入れて議論ないし説明をしてもらいたいものであるが、実際には、このきわめて当然の事実をまったく無視して論を進めている論者が少なくない。

「銀行は人々から集めたお金を他の人々に貸すことによって、銀行全体として信用創造をおこなっている」(成田淳司「供給量の低下は日銀の失敗」『エコノミスト』1992. 11. 24, p. 22)。

なお、これがマクロ経済学における「教科書」的な説明だからとして、無批判に援用することが許されるかのような風潮があるが、そもそも殊更「教科書的には……」といった形容句が付せられるのは、「現実とはちょっとちがうが……」といった意味が暗に含まれている場合が少なくないし、さらに言えば教科書だから間違っていないなどと考えること自体何の根拠もないことである。

3) 「個別銀行にとっての本源的預金と考えられるものも銀行システムが与信によって創出した預金の典型である。現金(銀行券)での預金もその源泉はどこかの銀行からの預金引き出しであることに留意すべきである」(吉田暁「ペイメントシステムから銀行システムを考える」『信用理論研究』第6号, 1989, p. 51)。

である⁴⁾(ただし、ハイパワードマネーのうち、「準備預金」の必要は「準備預金制度」がしかれている場合には預金量に機械的に連動して増減する)。

第2は、このように両者に対する需要はまったく異なるにもかかわらず、銀行信用はあくまでも中央銀行券に対する支払い約束であるために、前者は後者によって制約を受けるということである。したがって、仮にいま銀行券流通に対する必要が増加し、それにもかかわらず中央銀行がその需要を満たさなかった——これは中央銀行が中央銀行券に対する請求権である準備預金の不足を補填しなかったという形をとる——とすれば、民間銀行は預金の支払いに応じることができず、銀行信用は収縮をよぎなくされる(極端な場合には銀行倒産が起きる)。

往々にして生じやすい誤解は、第2として述べた事柄をもって、現金通貨の流通量(ならびに現金通貨に対する請求権である準備預金の量)が銀行信用の量(預金量)を規定するかのごとく考えてしまうことである。しかし、第2点の内容は、あくまでも銀行の信用(預金)創造は——その信用が「現金」に対する支払い約束である以上——「現金」(中央銀行「信用」)の存在からまったく離れてしまうことはできないということであり、けっして現金通貨の流通量と銀行信用の量(預金量)との量的な連動関係を意味するものではないし、ましてや前者を調節することによって後者を調節すべきだという貨幣乗数論者の主張を裏付けるものでもない。それは言うてみれば、「現金」の不足がすでに拡大した銀行信用をその基礎から揺るがして、事後的、強制的にその「修正」をせまるという事態である。

さて、以上のようにみてくれば、マネーサプライとハイパワードマネーとの間の因果関係の問題は、けっして「準備預金制度」が「後積み方式」かどうかといった制度上の問題でないことは明らかであろう。かりに「同時積み上げ方式」をとっていても、あるいは準備預金制度そのものが存在していないと仮定しても、預金の創造が先行し、「現金」の必要はその「結果」として生じる——ただし、上に述べたように両者の関係は単純ではない——ということに変わりはないからである。

(2) 「超過準備保有説」

では、岩田氏自身は、民間銀行の信用創造をどのように説明しているか。氏は、表1に示されたバランス・シートを使って、それを次のように説明する。

「ここで、日本銀行がこの銀行に対して追加的な貸し出し ΔB を与えたとしよう。このとき、この銀行のバランス・シートは(2)のように変化する。……そこで、銀行はこの超過準備 ΔB に等しいだけ貸し出しを増加させたとしよう。銀行は(3)のように、 ΔB の貸し出しと同時に借り

4) 銀行の与信活動と通貨との関係を論じる場合、いま1つ重要な問題は、銀行貸出そのものが实体经济に対し受動的な性格をもつ場合と、能動的な性格をもつ場合とがあることである。銀行貸出における「通貨の前貸」と「資本の前貸」との区別の問題だが、こうした点についても、考察は第Ⅲ節で行うことにする。

表 1 単一銀行の預金創造

(1)		(2)	
資 産	負 債	資 産	負 債
準備預金 $R = \beta D$	本源的預金 D	準備 $R + \Delta B$ $= \beta D + \Delta B$	本源的預金 D
貸し出し L	日銀借入 B	貸し出し L	日銀借入 $B + \Delta B$
(3)		(4)	
資 産	負 債	資 産	負 債
準備 $R + \Delta B$	本源的預金 D	準備 $R + \Delta B$	本源的預金 D
貸し出し $L + \Delta B$	派生預金 ΔB	貸し出し $L + \Delta B$ $+ (1 - \beta) \Delta B$	派生預金 $\Delta B + (1 - \beta) \Delta B$
	日銀借入 $B + \Delta B$		日銀借入 $B + \Delta B$

(出所) 岩田規久男 (1993), p. 35。

表 2 民間銀行貸出による預金創造

$$\begin{aligned} \Delta D &= \Delta L = \Delta B + (1 - \beta) \Delta B + (1 - \beta)^2 \Delta B + \dots \\ &\quad + (1 - \beta)^n \Delta B + \dots \\ &= \frac{1}{\beta} \Delta B \quad (1) \end{aligned}$$

(出所) 岩田規久男 (1993), p. 37。

手との貸出契約を履行する。この預金は銀行の貸し出しに伴って派生した預金であるから派生預金と呼ばれ、貸し出しとは直接関係なく預けられた本源的預金と区別される。／借り手は他の経済主体への支払いをこの派生預金に宛てた小切手の発行によって済ませ……借り手から支払いを受けた主体もまた同じ銀行の預金者であるとしよう。この場合には、当該の銀行の借り手の預金が、借り手から支払いを受けた主体の預金に振り替わるだけであるから、銀行の預金も準備も変化しない。……／さて、銀行は ΔB の派生預金に対して、 $\beta \Delta B$ だけを準備として預ける必要がある (β は、法定準備率を指す——引用者)。しかし、(2)に示されているように、日銀借入によって、準備は ΔB だけ増えているから、 $(1 - \beta) \Delta B$ を貸し出しに向けて利益を得ようとする……」(岩田93, p. 35-6)。

岩田氏によれば、この過程が繰り返されることによって、日銀貸出によって初めに民間銀行に供給された超過準備 ΔB に法定準備率の逆数 ($1 / \beta$) ——これは、非銀行部門への現金流出を考慮しない場合の貨幣乗数である——を乗じた預金 ΔD がつくりだされる。そのことによって、当初の超過準備 ΔB は最終的には全額所要準備に転化するというわけである (表 2)。

こうした岩田氏の説明が、先にみた「現金的信用創造」のメカニズムを「振替的信用創造」——銀行が預金を設定して貸出を行い、その預金の振替で支払いが行われる——の形式のなかに、そのまま適用したものであることは明らかである。貨幣乗数論の立場に立って信用創造を論じようとする限り、いかに「現金的信用創造」の世界から離れられないかを端的に示すものだが、そのために銀行は以下の2点において、きわめて奇妙な行動をとるものと前提されることになる。

その1つは、銀行は自ら預金をあらたにつくり出して貸出を行うことができるにもかかわらず、貸出に先立って日本銀行から準備預金を取り入れていること、いま1つは、銀行はその超過準備の $1/\beta$ の貸出（預金創造）を一度に行ってこれを所要準備に転化させるというのではなく、何度も貸出をくりかえして徐々に超過準備を所要準備に転化させるという前提である。

これらは、「現金的信用創造」のアナロジーという点では理解できなくもないが、銀行行動の合理性という点からすればおよそ理解しがたいものである。先にみた貨幣乗数論の「現金先行」の前提がここでは「超過準備先行」となり、さらに「超過準備保有」の前提となって再現しているわけだが、その不合理性はここであらためて述べるまでもない。銀行はまず預金設定によって借り手の需要に応じ、そののちに必要な準備を、必要なだけ日本銀行から取り入れればよいはずである。前もって、当面必要のない準備をとりいれておくという設定は、日銀借入にともなうコストを考えてもまったく不合理である。しかも、上記の設定ではその超過準備が必要なものになるまでに何度も貸出をくりかえすというのであるからなおさらである。

念のために記しておくが、これは「準備預金制度」云々とはまったく関係ない。「後積み方式」の準備制度がとられている場合には言うまでもないが、かりに「同時積み上げ方式」であっても——両者の違いは貸出＝預金増から新たな準備の取り入れまでの時間的余裕の長短にすぎず——、銀行はまず貸出を行い、その結果必要となった準備を取り入れると考えるほうが合理的であり、現実的である。

とはいえ、上記のような銀行行動が一定の合理性をもつ場合がないわけではない。それは、近い将来日本銀行が引き締め政策に転じることが予測され、準備預金の積み増しが困難化するか、またはそのためのコストが大きくなると予想される場合である。このような場合は、たしかに当面必要としない準備を、今後の貸出増加に備えて——その結果準備の積み増しが必要になることに備えて——前もって積み上げておくことは考えられる。しかし、これはあくまでも事後に生じる事態を予測し、予防的に採られた処置にすぎず、「超過準備先行」・「超過準備保有」を一般的に正当化するものではない。実際、そうした予測がなければ、あるいは反対に日本銀行の金融緩和政策が予測されるような場合には、銀行は前もって超過準備を積み増してから貸出を実施するなどという行動をとらないはずである。

ところが、マネーサプライ論争では、貨幣乗数論者はこの問題についても制度論の問題に解消してきた。すなわち、すでにみたように、銀行が常時超過準備を保有していることこそ一般

的であり、また合理的であって、現在日本の民間銀行がこれを持つとしないのは日本銀行による「準備預金制度」の特殊な運用の仕方によるものだとする主張がなされてきたのである。中央銀行が民間銀行の必要とする準備を最終的には供給するという現在の態度を改め、「ハイ・パワード・マネーの厳格なコントロールという原則を採用」すれば、「将来準備不足におちいった場合に負担せざるを得ないペナルティー」がはるかに大きくなるから、民間銀行は「より多額の超過準備を保有することになる」というものである。さらに、その場合には、日本銀行が準備供給を抑制することによって生じる攪乱が「銀行全体で保有されている超過準備保有額の調整によって吸収される」から、日本銀行は金利の極端な乱高下なしにハイパワードマネーの調節を、したがってまたマネーサプライをコントロールできるようになるというわけである。

こうした議論においては、次のことが認識されていない。すなわち、将来の「ペナルティー」を考慮して銀行が常にある程度の超過準備を保有していなければならないのだとすれば、その超過準備は法的には所要準備を超えた過剰なものだとしても、実際には安全に銀行経営を行うにあたって無くてはならない必要な準備なのだということである。

したがって、その準備——これをかりに α とすれば、その α ——を銀行全体で保持できないほどに、日本銀行が貸出の回収等によって準備預金を吸収したなら、たとえ所要準備は維持されていても、銀行はこれを補填すべく金融市場で準備預金をとりあさり、結局金利は高騰することになる。また反対に、日本銀行がその貸出によって、民間銀行に所要準備プラス α 以上に準備を保有させるなら、その余分な準備を銀行は短期金融市場で運用しようとして、短期金利は低落することになる。その際、短期金利が公定歩合以下に下がれば、銀行はその準備を短期金融市場で運用する意味はないから、これを日本銀行に返済しようとする。にもかかわらず、日本銀行が返済を拒否したなら、金利は翁氏のいわれるようにゼロに向かって低下していくことになる。いずれにしても、金利の乱高下は避けられない。ところが、貨幣乗数論者は日本銀行が「超過準備の持ち越し」を認め、その受動的な準備供給の態度を改めさえすれば、金利は安定的になると主張しているのである。

以上、ここで述べてきたことの結論は、きわめて単純なものである。要するに、銀行は余分な準備を持つとはしないということ、言い換えると、日本銀行といえども、民間銀行に対して、それが当面必要としない準備を長期にわたって保有させておくことなどできないのだということである。岩田氏のように、日本銀行が民間銀行に対してまず超過準備を供給し、銀行はこの超過準備が所要準備となるまで徐々に貸出を増やしていくといった設定で、銀行の与信活動を論じることは、それ自体きわめて不合理、非現実的なのだということである。

（３）「金利媒介説」

さて、上記のようにして貨幣乗数論のもつ非現実性を指摘したばあい、予想される反論は次のようなものである。それは、こうした貨幣乗数論批判は金利変動の要因——超過準備供給の

もたらず短期金利の低下が準備需要を増加させるという、準備需要の金利弾力性の要因——を考慮に入れていないというものである。すなわち、日本銀行による超過準備の供給を民間銀行の信用創造の起点に据えるのは、それによって短期金融市場の金利低下が誘導され、このことが銀行貸出の増加をもたらすからであり、したがって、こうした金利要因を考慮に入れるならば、銀行がまず超過準備をもつというところから信用創造論をはじめるとは決して不合理なことではない、一見奇妙にみえるのはさしあたりこの金利要因を捨象して説明しているからにすぎないのだというものである。

ここで注意が必要なのは、こうした主張では短期金利の変動という事柄が、当初の超過準備が貸出増加をとおして所要準備に転化していくまでを媒介する、たんなる媒介者として位置づけられていることである。もちろん、非銀行部門の借入需要がどこまで金利弾力的か、いかえると金利変動によってどこまで貸出増加が誘導できるかということ自体も問題であるが、ここでは貨幣乗数論の特徴をなす、金利変動のこうした位置づけ方そのものの正否について検討することにしよう。

その際、まずもって指摘しておかなければならないのは、①中央銀行が短期金利の低下誘導のために準備預金の供給を増やして、短期金融市場の需給に影響を与えるということと、②その低下した短期金利のもとで生じる銀行貸出の増加にともなう準備預金の新たな必要に、中央銀行が貸し応じるといふこと、これら2つの事柄は決して同じではないということである。

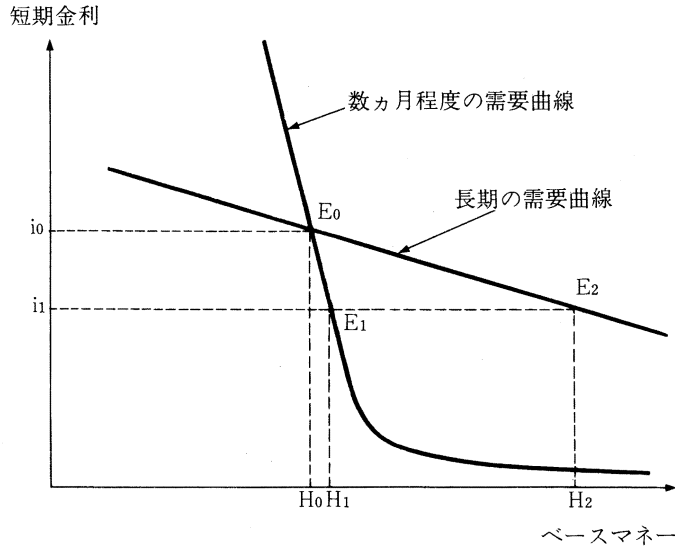
前者についていえば、中央銀行が対峙するのは、あくまでもその時の準備需要すなわち民間銀行の当面の支払準備の必要である。これを供給が上回れば金利は低下する。どの程度の金利低下を誘導するのにどの程度の供給増加が必要かは、あくまでもその時の短期金融市場での資金需給の状況による。場合によってはほんの少しの供給増で大幅な短期金利の低下が引き起こされるかもしれない。

これに対し、後者の場合には、中央銀行の準備預金の供給は、その新たな金利水準でどの程度の貸出増加が引き起こされるか、したがってまたどの程度の準備が新たに必要になるかということによって規定される。これは上に述べた短期金利の誘導のための準備預金の供給とは直接には無関係である。

これら2つの事柄を混同して、前者の準備供給を、後者の、貸出増にともなう準備供給の先取りと見なしてしまうところに、貨幣乗数論の混乱がある。

しかし、さしあたり量的にみても、両者が一致しないことは明らかである。それは、これまでも準備需要の金利弾力性の期間別相違の問題として議論されてきた。すなわち、たとえば、短期金利の低下は短期的にみれば準備需要をそれほど増加させない——したがって、少量の準備供給で金利は大きく低下する——が、その低い金利が長期的に維持されれば、やがて貸出増が生じてかなりの準備需要の増加をもたらす。準備需要の金利弾力性は短期でみた場合には小さいが、長期でみた場合には大きいというわけである。植田和男氏は図2を用いて——そこで

図2 ベースマネー需要と短期金利



(出所) 植田和男 (1992), p.115。

は、短期の需要曲線は垂直に近く描かれ、長期のそれはより水平に近く描かれている——これを次のように説明している。

短期の準備需要は金利に対して非弾力的だから、中央銀行が準備を「 H_0 から H_1 へ微量増やせば、金利は i_0 から i_1 へと低下する」。これに対して、長期的には「コールレートを i_1 の水準に保っておけば徐々に貸出金利等の他の金利も低下し、貸し出し従って預金が増えるから……需要に合わせてベースマネーを H_2 まで供給する」ことが必要になる (植田和男1992, p.115)。

つまり、コール・レートを i_0 から i_1 へ下げるには当面準備を H_0 から H_1 へ微量増やせばよいが、その金利水準で誘発される準備需要額 (民間銀行の貸出増) に応えるためには準備を H_2 まで増やさなければならないということである。両者の量的な相違は明らかである。岩田氏のモデルのように、民間銀行の貸出増加にともなう準備の供給がその貸出に先行して行われ、その超過準備が金利変動をとおして徐々に所要準備に転化していくのだとすれば、中央銀行はまず準備を H_2 まで先行して増加させることになるが、その場合には、コール・レートは i_1 にはとどまらず、それをこえて大幅に低落することになるであろう。

さらに、両者は時期的にも異なる。なぜなら、後者の場合、すでに繰り返して述べてきたように、銀行は貸出増が実現し、その結果新たに準備の積み増しが必要になった時点でこれを調達しようとするはずだからである。植田氏のモデルでいえば、 H_1 から H_2 への準備供給の増加は民間銀行の貸出増にともなう準備需要増に受動的に対応する形で行われるのである。超過準備の供給が先行するわけではない。「短期から長期にかけての移行過程に目を転じれば、金利の動きが貸し出しに、さらには実体経済に影響を与えて初めて大幅なマネーサプライの変動、ま

たその結果としてのベースマネーの変動を引き起こすという因果関係が出現する」(植田1992, p. 115)という植田氏の指摘は正しい。

また、中央銀行の低金利誘導の際生じた超過準備も、貸出増加が実際に生じるまでにかかなりの程度時間がかかるとすれば——むしろこの場合の方が一般的だと思われるが——、銀行はひとまずその超過準備を中央銀行に返済してしまうと考えられる。

こうしたことを看過して、上記2つの事柄を混同すると、短期金利の変動は、中央銀行によって当初供給された超過準備がそれを乗数倍したマネーサプライ増をもたらして所要準備に転化する過程の、たんなる媒介者であるかのように認識されることになる。こうして、貨幣乗数論があたかも現実にも妥当するかのように見えてしまうのだが、それが理論的混乱の所産であることは以上の考察から明らかである。

なお、この問題については、次節で、現在日本銀行がどのようにして短期金利の調節を行っているのか、という問題の検討に関連してあらためて取り上げることにしたい。

〔基本引用文献〕

岩田規久男 (1992) 「日銀理論を放棄せよ」『週間東洋経済』 9月12日。

岩田規久男 (1993) 『金融政策の経済学』 日本経済新聞社。

翁邦男 (1992) 「『日銀理論』は間違っていない」『週間東洋経済』 10月10日。

翁邦男 (1993) 「準備需要が金融政策の出発点」『週間東洋経済』 3月31日。

堀内昭義・高橋俊治 (1981) 「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, 6月。

植田和男 (1992) 「マネーサプライ動向の『正しい』見方」『週間東洋経済』 12月12日。