

# 「マネーサプライ論争」について

佐久間 敬

## I. はじめに

1980年代後半から90年代初めのマネーサプライの乱高下の原因について、上智大学教授の岩田規久男と日本銀行の翁邦雄との間に論争（いわゆる「マネーサプライ論争」）が行われた。この小論では次の3点を中心に争点を整理し、「マネーサプライ論争」の内容を明確にする。

- ①マネーサプライ・コントロールに関する貨幣乗数理論と日銀理論の相違
- ②1980年代後半から90年代初めにかけてのマネーサプライ動向の評価
- ③マネーサプライの位置づけ

## II. マネーサプライ・コントロール

マネーサプライ・コントロールについては、岩田は貨幣乗数理論に基づき、翁は日銀理論に基づいて議論を展開している<sup>1)</sup>。

まず、素朴な貨幣乗数理論の基本的枠組みを示すと次のとおりである<sup>2)</sup>。マネーサプライ  $M$  は、定義により現金  $CU$  と預金  $D$  の合計である。すなわち

$$M = CU + D \quad (1)$$

である。ベースマネー  $H$  は、定義により現金と準備預金  $R$  の合計である。すなわち

$$H = CU + R \quad (2)$$

である。(1)式と(2)式より

$$M = mH, \quad m = \frac{CU + D}{CU + R} \quad (3)$$

が成立する。 $m$ は貨幣乗数とよばれる。(3)式は $m$ が安定した値をとるならば、日本銀行がベースマネーの供給をコントロールすることにより、マネーサプライをコントロールすることが可能であることを示している<sup>3)</sup>。

次に、日銀理論であるが、次の二つの特徴を持つ<sup>4)</sup>。

①日本銀行はベースマネーをコントロールすることはできない。

②コールレートをコントロールすることにより、マネーサプライをコントロールする。

日本銀行がベースマネーをコントロールできない理由について説明しよう<sup>5)</sup>。ベースマネーは銀行券と準備預金から成っているが、両者の性格が異なるので別々に考えよう。

銀行は預金者の銀行券引出しに対し取付けを避けるために、受け身にならざるをえない。銀行券の発行残高は需要によって決まる。銀行券に対する需要は、月単位でみるかぎり、金利の影響は受けない。したがって、銀行券をコントロールできない。

わが国の準備預金制度は後積み方式であるので<sup>6)</sup>、準備需要は前月の預金量に規定される。もし日本銀行が準備需要に対し同調的に準備を供給しなければ、短期金利は乱高下することになる。日本銀行は金利の乱高下は適当でないと考えているので<sup>7)</sup>、準備預金もコントロールできない。

ベースマネーをコントロールできないとの主張に対して、堀内(1980)は次のように批判している。これはベースマネーの事後的な定義を、その需要・供給の関係と混同している。日本銀行はベースマネーに対する需要はコントロールできないが、ベースマネーの供給についてはコントロール可能である。

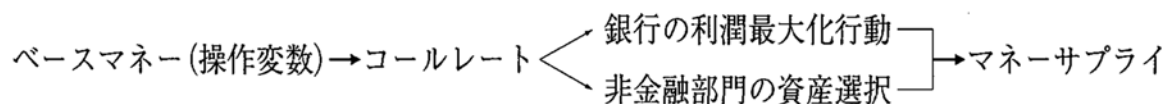
また、日本銀行が準備需要に対して同調的な供給を行わなければ、金利の乱高下をもたらすとの主張に対して、次のような批判がなされている<sup>8)</sup>。日本銀行が同調的供給を行わない場合には、銀行は多額の超過準備を保有するように

なる。この場合には、金利の乱高下は金利の調整と銀行制度全体で保有されている超過準備の調整によって避けられる。翁（1993b）は準備預金がベースマネーに占めるシェアはあまりにも小さく、後積み方式の預金制度の下では、厳格なベースマネー・コントロールを行いうるような超過準備を創り出すことは不可能と反論している。

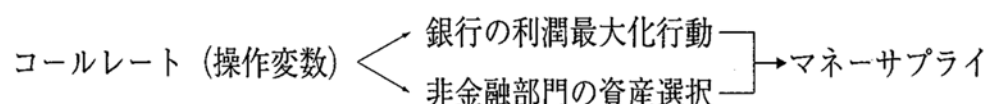
ベースマネーとマネーサプライの因果関係について、貨幣乗数理論ではベースマネー→マネーサプライであるが、日銀理論においてはマネーサプライ→ベースマネーとなる。日銀理論における因果関係は、後積み方式においては信用創造が時間的に先行して、それに見合うように所要準備が保有されるというメカニズムによるものである<sup>9)</sup>。鈴木・黒田・白川（1988）によるグレンジャーの因果性テストでは、日銀理論を支持する結果がえられている。

貨幣乗数理論と日銀理論のマネーサプライ・コントロールの相違を簡単に示すと次のようになる<sup>10)</sup>。

#### 貨幣乗数理論



#### 日銀理論



マネーサプライをコントロールする場合の両理論の基本的対立は、操作変数としてのベースマネーとコールレートのどちらが好ましいかという点にあると思われる。

操作変数としてベースマネーを採用すべきという理由として、次の点があげられる<sup>11)</sup>。

①ベースマネーは中央銀行のバランス・シートに表われる項目なので、きわめて正確にコントロールできる。

②金融緩和または引締め状況の指標として曖昧さが残る金利よりも、ベースマネーの方が政策手段として優れている。

これに対しコールレートを採用すべき理由としては、次の点が考えられる。

①日本銀行は金利の乱高下を適当でないと考えており、ベースマネーを一定にコントロールしようとする、短期的には大幅な金利の変動を起こす<sup>12)</sup>。

②ベースマネーをコントロールするのに適した調整のフレームワークを設計するのが実務的にはなかなか容易ではない<sup>13)</sup>。

### Ⅲ. マネーサプライ動向の評価

マネーサプライ ( $M_2 + CD$ ) が1980年代後半から90年代初めまで高い伸び率を示した後、急速な伸び率の低下をした。その原因について、日本銀行(1992)は次のように分析している。

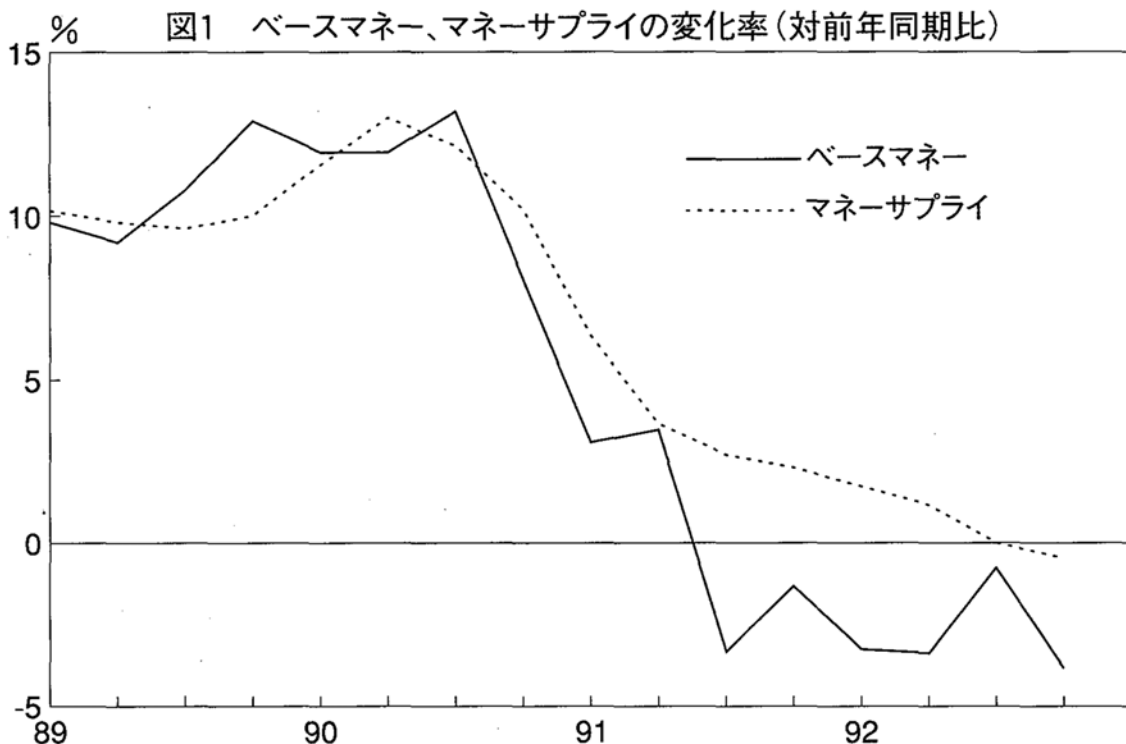
87年から90年初めまでの  $M_2 + CD$  の高い伸びの要因として、金融緩和の下での景気拡大過程において資産価格の大幅な上昇による富効果などにより通貨需要が増加したことと、金利自由化の下での業容拡大をめざす金融機関の積極的な貸出行動があげられる。

90年後半以降の  $M_2 + CD$  の急激な減少は、景気減速に伴う資産価格の低下によるマイナスの富効果などにより通貨需要の押上げ効果が逆転するとともに、金融機関も業容拡大から信用リスクを重視する経営方針を採るようになったためである。

このような日本銀行の分析に対し岩田(1993)は次のように批判する。多くの金融機関が業容拡大を目指したことにより、 $M_2 + CD$  の伸び率を高めたという考え方は、日本銀行の「二階建てモデル<sup>14)</sup>」による分析に基づいている。すなわち、日本銀行と民間銀行部門を統合してマネタリー・セクターを一つにしてしまうと、民間銀行の貸出の増加が預金というマネーサプライを増加したことになる。しかし、金融機関が業容を拡大するには、日本銀行からベースマネーの同調的な供給を受けなければならないのである。

上記のような岩田の分析は、ベースマネーの増加がマネーサプライの増加を生ずるとの考えによっている。しかし、日本銀行は現行の準備預金制度のもとでは、ベースマネーはマネーサプライの動向によって決まるという考えに基づいて分析しており、ベースマネーとマネーサプライの因果関係が岩田の分析とは逆になっている<sup>15)</sup>。

岩田（1993）は90年第4四半期以降の実質マネーサプライの伸び率の急激な低下とその後の低迷についての要因分析においても、日本銀行の金融政策にはまったく触れられておらず、「二階建てモデル」によって分析していると指摘する。岩田は基本的要因は、日本銀行がベースマネーを十分に供給していない点にある（図1を参照）と述べている。この岩田の分析に対し、翁（1992）はベースマネーの減少の主因は、1991年10月16日の準備率引き下げであると反論する<sup>16)</sup>。



岩田と翁の分析の相違は、準備率操作の効果についての解釈の違いから生じている。岩田（1992）は準備率の引き下げがベースマネーの減少を招かないこ

とを次のような例で説明する。日本銀行がベースマネーの供給量を一定に維持すれば、準備率の引き下げは貨幣乗数を大きくするため、マネーサプライは増加する。その結果増加した預金総額に引き下げられた準備率を乗じた準備預金に変化は生じないのである。翁（1993 a）は準備率操作は預金が短期的には大きく変動しないので、信用乗数的なメカニズムでマネーサプライを増減させずに、預金に見合う所要準備の変動をもたらすだけであるとの解釈を示している。

#### IV. マネーサプライの位置づけ

1976年頃から85年秋まで、日本銀行はマネーサプライを重視してきた。しかし80年代後半から90年代初めにかけて、マネーサプライの位置づけを中間目標から総合判断の一材料へと変更した<sup>17)</sup>。その理由について日本銀行（1992）は、次のように説明している。

①通貨需要関数の安定性を前提としたマネーサプライ重視の基礎を弱めた。

②これまで中心指標であった  $M_2 + CD$  については、意味ある先行性が失われた。

③マネーサプライに対するコントローラビリティの即効性が低下した。

岩田（1993）はマネーサプライを上は13%から下はマイナス0.6%というように乱高下させたことは、日本銀行がマネーサプライを重要な指標の一つと考えているというより、むしろ軽視していると指摘している。鈴木（1992）も許容限度を超えた変動であり、経済の不安定化の原因にならないはずはないと批判している。

マネーサプライの位置づけとの関連で、マネーサプライの安定化についての争点も整理しておこう。第1はマネーサプライの安定性と実体経済の安定性についてである。吉川（1989）や植田（1992 a）が80年代に実体経済が安定したが故にマネーサプライも安定していたとの分析に対し、岩田（1993）は結論を裏付ける実証的分析は十分とはいえないと批判している。この岩田の批判に対し、吉川（1996）は実体経済の安定化をもたらした主役は設備投資であると反

論する。さらに、マネーサプライを安定的にコントロールしさえすれば経済は安定するといった岩田をはじめとする考え方は、粗雑な論理と厳しく批判している。

第2はマネーサプライを安定化させるようにベースマネーの供給をコントロールする政策が資産価格の安定化をもたらすとの考え方についてである。

岩田(1993)はマネーサプライを安定化させるようにベースマネーの供給をコントロールすれば、金利の自動安定化装置が働いて資産価格の安定化が図られると主張する。吉川(1996)は金利の自動安定化装置が働くには、潜在成長率がスムーズ(たとえば一定の率で成長する経路)であることが前提であるが、現実の経済は決してスムーズなものではないと指摘する。

堀内(1993)は資産価格の安定のためには、ベースマネーのコントロールによらなくても、コールレート水準を高めマネーサプライ増加率を低める政策を採用すればよく<sup>18)</sup>、日本銀行がコールレート水準を高めなかったのは、政策目標として「資産価格の安定化」がほとんど認識されていなかったためであると指摘している<sup>19)</sup>。

## V. おわりに

1980年代後半から90年代初めのマネーサプライの乱高下は、日本銀行がマネーサプライを軽視し、ベースマネーを適切にコントロールしなかったためであり、日本銀行の金融政策に原因があるというのが岩田の主張である。これに対し、後積み方式の準備預金制度においては、ベースマネーは内生変数であり、日本銀行がコントロールできないため金利コントロールを採用しており、岩田の主張は誤りであるというのが翁の主張である<sup>20)</sup>。

残された課題として次の点があげられよう。

①日本銀行によってマネーサプライ( $M_2 + CD$ )は、現在は総合判断の材料として扱われている。日本銀行(1992)が指摘するように、 $M_2 + CD$ と実体経済の不安定化が一時的現象かどうか検討する必要がある<sup>21)</sup>。

②操作変数としてコールレートとベースマネーのどちらを用いるべきかという点である。現行の準備預金制度を変更してまで、ベースマネー・コントロールを採用することが望ましいかどうか慎重に検討する必要がある<sup>22)</sup>。

#### 注

- 1) 詳しい説明については佐久間 (1995) を参照。
- 2) 古川 (1985) を参照。
- 3) このような解釈についての批判は翁 (1993 a) を参照。
- 4) 岩田 (1993) を参照。
- 5) 翁 (1993 a), 岩田 (1993) を参照。
- 6) わが国の準備預金制度では、積み期間がその月の16日から翌月の15日までとなっているので、厳密に言えば、後積みと同時積みの混合形態である。この点については翁 (1993 b) を参照。
- 7) 翁 (1992) を参照。植田 (1993) は金利の大幅な変動が望ましくないという理論的根拠がはっきりしていないと指摘している。
- 8) 翁 (1993 a), 岩田 (1993) を参照。
- 9) 堀内・高橋 (1981), 岩村 (1991) を参照。
- 10) 岩田 (1993) を参照。
- 11) T. マッカラム (1993) を参照。
- 12) 翁 (1993 b), 植田 (1993) を参照。
- 13) 翁 (1992) を参照。
- 14) 「二階建てモデル」とは、日銀と民間銀行を統合したマネタリー・セクターとノン・マネタリー・セクターとの間の取引を分析するモデルをいう。詳しくは岩田 (1993) を参照。
- 15) 1973—74年のインフレーションの原因についての小宮・外山論争における争点と同一である。黒田 (1996) を参照。
- 16) 植田 (1992 b) もベースマネーの減少の主因が準備率の引き下げにあったとの翁の主張を支持している。
- 17) 日本銀行はマネーサプライの重要性を指摘したが、中間目標として位置づけたことはない。翁 (1993 a), 植田 (1992 a) を参照。
- 18) したがって、堀内は日本銀行がどのような金融調節方式を採用すべきかという問題は些末な問題であると述べている。
- 19) 資産価格の安定化が中央銀行の政策目標になり得るかとの問題がある。翁 (1993



- a) を参照。
- 20) 植田 (1996) を参照。
- 21) 日銀関係者である石田・白川 (1996) による最近の実証分析では、 $M_2 + CD$  と実体経済との間に長期的にみて安定性が確認されとしている。しかし、 $M_2 + CD$  を中間目標として位置づけるには、困難があると結論づけている。
- 22) 比較検討の実証分析を行うにしても、現行制度のもとでのデータしか利用できない。黒田 (1996) を参照。

#### 参考文献

- 石田和彦・白川浩道編著『マネーサプライと経済活動』東洋経済新報社, 1996年。
- 岩田規久男「『日銀理論』を放棄せよ」『週刊東洋経済』1992年9月12日号。
- 岩田規久男「ベースマネー供給増は可能」『日本経済新聞』1992年12月24日。
- 岩田規久男『金融政策の経済学』日本経済新聞社, 1993年。
- 岩村 充「短期金融市場の金利決定モデル」『金融研究』第10巻第4号, 1991年12月。
- 植田和男『国際収支不均衡下の金融政策』東洋経済新報社, 1992年 (1992 a)。
- 植田和男「マネーサプライ動向の『正しい』見方——岩田・翁論争を裁定する」『週刊東洋経済』1992年12月12日号 (1992 b)。
- 植田和男「マネーサプライ・コントロールを巡って」『金融研究』第12巻第1号, 1993年3月。
- 植田和男「日本の金融政策：ルールか裁量か? (要旨)」『金融研究』第15巻第1号, 1996年3月。
- 翁 邦雄「日銀理論は間違っていない」『週刊東洋経済』1992年10月10日号。
- 翁 邦雄『金融政策』東洋経済新報社, 1993年 (1993 a)。
- 翁 邦雄「マッカラム論文のコメント」『金融研究』第12巻第4号, 1993年12月 (1993 b)。
- 黒田晃生「日本銀行の金融調節とハイパワード・マネー」『金融経済研究』第10号, 1996年1月。
- 佐久間敬「マネーサプライ・コントロールのあり方を巡って」『創価女子短期大学紀要』第17号, 1995年6月。
- 鈴木淑夫『日本経済の再生』東洋経済新報社, 1992年。
- 鈴木淑夫・黒田晃生・白川浩道「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, 1988年12月。
- 古川 顕『現代日本の金融分析』東洋経済新報社, 1985年。
- 堀内昭義『日本の金融政策』東洋経済新報社, 1980年。

堀内昭義「金融理論の展開と金融政策の課題：報告論文に対するコメント」『金融研究』第12巻第1号，1993年3月。

堀内昭義・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6月。

T.マッカラム「翁氏のコメントに対する返答」『金融研究』第12巻第4号，1993年12月。

吉川 洋「マネーサプライと実体経済」『経済学論集』第55巻第3号，1989年10月。

吉川 洋編著『金融政策と日本経済』日本経済新聞社，1996年。