

日本銀行の金融調節とハイパワード・マネー

メタデータ	言語: jpn 出版者: 明治大学政治経済研究所 公開日: 2009-02-14 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 黒田, 晁生 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/1761

日本銀行の金融調節とハイ パワード・マネー*

黒田 晁 生

目 次

はじめに

1. 学界対日本銀行の3つの論争
2. 日本銀行の金融調節の実際とハイパワード・マネーのコントロール
3. 日本銀行によるマネーサプライの位置付け
4. 結語—論争点の整理

はじめに

1992～1993年にかけて岩田規久男（上智大学経済学部教授）と翁邦雄（日本銀行調査統計局企画調査課長）間で、いわゆるマネーサプライ論争が行われたことは記憶に新しい。この論争においては、日本経済が1980年代後半において経験した激しい資産インフレーション（いわゆるバブル）と90年代に入ってから資産デフレーション（バブルの崩壊）に関連して、日本銀行によるハイパワード・マネーのコントロールの可能性や、金融政策運営上のマネーサプライの位置付けなどが中心的な論点となった。この

* 本稿は、1994年7月2日に一橋大学経済研究所で行ったセミナーの内容をもとに加筆修正したものである。同セミナーにおいては、一橋大学経済研究所の刈屋武昭教授、同経済学部の山本拓教授、同商学部の清水啓典教授、および日本銀行金融研究所の澤本一穂所長より、貴重なコメントをいただいた。

論争を振り返ってみると、上記のような中心的論点について学界と日本銀行の間で大きな意見の違いが存在することに改めて驚かざるを得ない。

学界と日本銀行との間では、既に1960年代の後半より長い論争の歴史があるが、本稿ではそうした論争の歴史を簡単に振り返るとともに、日本銀行が実際にどのような金融調節を行っているかを仔細に検討することを通じて、いわゆるマネーサプライ論争の論点整理を行うことを目的とするものである。

本稿の結論を予め要約すれば、日本銀行は現行の金融調節方式を変えることによって、ハイパワード・マネーをコントロールすることが可能であるが、しかし、現行の金融調節方式とそうしたハイパワード・マネーのコントロールに重点を置いた新しい金融調節のいずれが望ましいのかについての解答は、依然として得られていないと言うものである。

1. 学界対日本銀行の3つの論争

(1) 銀行券論争…昭和30～40年代

学界と日本銀行の間では、すでに昭和30～40年代を通じて、日本の金融政策や金融システムに関する論争が繰り広げられてきたが、そうした論争の過程で、日本銀行券の発行が、金融市場に対してどのような影響をもたらすかについても、大きな意見の食い違いが見られた。すなわち、館龍一郎（東京大学教授）をはじめとした学界サイドは、「日本銀行券が、日本銀行から発行されれば、それは金融緩和をもたらす」と考えたのに対して、吉野俊彦（日本銀行理事）をはじめとした日本銀行のエコノミストは、日本銀行券が、日本銀行から発行されるのは、金融が引き締まっていることを意味する」と反論したのである。

こうした銀行券論争は、後述するように、最近のいわゆるマネーサプラ

日本銀行の金融調節とハイパワード・マネー

イ論争におけるハイパワード・マネーに関する議論と本質的に同じものであり、それだけにマネーサプライ論争の根が非常に深いものであることに気が付くのである。

ところで、日本銀行券の発行は、金融の引き締めをもたらすという日本銀行エコノミストの説明は、一般の人々にとって、直観的にはなかなか理解しがたいところであろう。実際に、日本銀行エコノミストの一人である島謹三は、『短期金融市場の話』（東洋経済、1985年）の「はしがき」において、つぎのように述べている。

『銀行券が増発されるときは』と職場の先輩が言いました。『金融は引き締まるのです。』…入行当初は、この説明が何ともふに落ちないものであったが、昭和40年代後半に営業局に配属され、都市銀行の資金繰りを担当するようになって、実感をもって理解できるようになった。…日本銀行の金融調節、その背後にある資金需給のポイントに触れる問題である。』

また、日本銀行営業局のベテランである（したがって、日本銀行の金融調節の機微を最も良く理解していると考えられる）横山昭雄も、『現代の金融構造』（日本経済新聞社、1977年）の「はしがき」において、

『銀行券が多く発行されるということは、お金が世の中に十分にばらまかれることだから、金融が緩むことになると思うのだが、理論的にはどうも逆に金融市場が締まる要因になるらしい。そこがなんとも良くわからない』、『日銀は金融引締めとっておきながら、むしろそういう時にかぎって日銀信用を膨脹させているのはなぜか』、という一般的な疑問に答えることが狙い』

であると述べている。つまり、日本銀行券の発行が金融の引き締めを意味するという日本銀行エコノミスト（および実務家）の考え方は、一見パラ

ドクシカルなのであるが、日本銀行が実際に行っている金融調節に照らしてみると、事実はその通りなのだというのが、日本銀行サイドによる説明なのである。これに対して、学界サイドでは、日本銀行の実務がどうであれ、欧米流のスタンダードな金融理論にそくして考えると、日本銀行券の発行は、ハイワード・マネーの供給にはかならず、その増加は、当然ながら金融の緩和をもたらすはずだという考え方が繰り返される。かくして論争は、すれちがいのまま次の段階に進んでいくことになる。

(2) 小宮・外山論争…1973～74年の大インフレーションの原因を巡って

1973～74年にかけて、わが国では卸売り物価と消費者物価の急激な上昇（いわゆる大インフレーション）を経験したが、その原因がどこにあったのかを巡って、再び学界と日本銀行エコノミストの間で論争が行われた。

小宮隆太郎（東京大学教授）は、「昭和四十八，九年インフレーションの原因」（東京大学『経済学論集』42巻1号，1976年4月）において、次のような論旨で日本銀行の金融政策を鋭く批判した⁽¹⁾。

- ① 昭和四十八，九（1973～74）年のインフレーションの主要な原因は、1970年末から73年にかけてほとんど3年に近い期間にわたって過大な貨幣の追加供給が継続的に行われ、年率25～30%というハイ・ペースで貨幣残高が増加し続けたことにある。
- ② このように長期にわたる過大な貨幣供給は、日本銀行が積極的に日銀信用の拡大を行ったために生じたものである。とくに1972年後半から73年にかけては、日銀信用の拡張が貨幣供給の増大に主導的な役割を果たした。マネーサプライ急増の「原因」は、民間金融機関の「貸進み」にあるのではなく、日本銀行自身の「貸進み」にある。したがって1973～74年のインフレーションをひき起こした責任の大部分は、金融政策当局（日本銀行）にある。

- ③ 金融政策の引締めへの転換が著しく遅れ、また引締めへ転じてからも石油危機にいたるまではその展開が著しくスロー・テンポで、依然としてハイ・ペースの貨幣供給が続けられたことは、「昭和四十八、九年のインフレーション」を激甚なものにした重要な原因の一つであった。

これに対して外山茂（元日本銀行理事）は、『金融問題21の誤解』（東洋経済新報社、1980年）において、小宮の日本銀行批判は、日本銀行によるハイパワード・マネーの過剰な供給が、過大なマネーサプライの原因であるとする「誤解」に基づいたものであるとして、反論を試みた。すなわち、同書における外山の論旨は、次のようなものである⁽²⁾。

- ① マネーサプライは、ハイパワード・マネーの乗数倍として決まるという小宮の考え方は、誤りである。貨幣乗数は、事後的に計算される値に過ぎない。
- ② 昭和四十八、九年のインフレーションは、日本銀行の「貸進み」によって生じたという小宮の考えは、誤りである。日銀貸出は、市中の現金通貨の需要増加に対して、受動的に供給されたのである。
- ③ ハイパワード・マネーの急増が、マネーサプライの急増とインフレーションをもたらしたのではない。インフレーションの原因は、既往のマネーサプライの増加にあり、ハイパワード・マネーの増加は、マネーサプライの増加の結果である。

その後、小宮は『現代日本経済』（東京大学出版会、1988年）の第3章「ハイパワード・マネーと金融政策」において、外山による上記の反論を取り上げ、金融政策の基本理論にさかのぼって、従来からの自らの立場を一段と明確にするとともに、外山の考え方を痛烈に批判している。同書に

おける小宮の主張は、次のように要約できよう⁽³⁾。

- ① マネーサプライ＝ハイパワード・マネー×貨幣乗数、として決定されるというのが、P. Samuelson や S. Fischer and R. Dornbusch などの基本的な経済学のテキストの述べるところの理解である。こうした理解によれば、中央銀行は、公開市場操作等を通じてハイパワード・マネーの数量をコントロールし、また、預金準備率の変更を通じて、貨幣乗数の大きさを変えることにより、マネーサプライをコントロールするのである。
- ② 一方、外山が用いているような日本銀行の伝統的な「資金需給式」による説明では、外生的な政策変数であるべきハイパワード・マネーが、内生変数であるがごとくに説明されている。しかし、日本銀行貸出や、その他の信用供与、ひいてはハイパワード・マネーの供給を内生変数であるかの如く説明することは、議論を曖昧・不透明にし、混乱を深めるものである。
- ③ 1972年から74年にかけての日本銀行の「貸進み」による歴大なハイパワード・マネーの供給が、民間銀行の貸出急増を支え、マネーサプライの急増と、その後のインフレーションの主因となったという従来からの自分の主張は「ほとんど改める必要がなく」、「誤解」しているのは、むしろ外山の方である。

日本銀行が伝統的に用いてきた「資金需給式」については、後述するが、小宮・外山論争の過程では、ハイパワード・マネーの供給について、日本銀行が政策手段としてコントロールすべきものなのか（小宮の主張）、それとも、日本銀行は、常に受動的にハイパワード・マネーを供給しているにすぎないのか（外山の主張）が、論争の中心的なポイントとなっていることは理解されよう。また、こうしたハイパワード・マネーの供給に関

する小宮と外山の見解の差は、既に昭和30～40年代に行われていた銀行券論争の内容が、そのまま持ち越されたものであることにも気付くであろう。

(3) 岩田・翁論争…1990年代におけるバブル崩壊後の金融緩和政策の評価を巡って

1980年代後半に、わが国は地価・株価の急騰（いわゆるバブル）を経験し、それが1990年代に入って崩壊することとなったが、そうした1991年以降の資産デフレーションが継続するもとの、金融政策の評価を巡って学界と日本銀行との間での論争が再燃した⁴⁴。すなわち、岩田規久男（上智大学教授）は、「『日銀理論』を放棄せよ」（『週刊東洋経済』1992年9月12日号）および『金融政策の理論』（日本経済新聞社、1993年）において、日本銀行は表面上金融緩和政策を採っているといいながら、実際にはハイパワード・マネー⁴⁵を減少させており、これは金融緩和政策と矛盾すると批判した。岩田の主張は、次のように要約できよう。

- ① 貨幣乗数が比較的安定しているので、日本銀行はハイパワード・マネー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できる。
- ② 1991年後半から1年近くの間ハイパワード・マネーが絶対額で減少しており、これがマネーサプライ増加率の著しい低下の原因である。
- ③ 日本銀行は「郵貯シフト」等の財政要因によるハイパワード・マネーの減少を日銀信用の増加によって相殺せず、バブル退治のために金融政策を利用している。
- ④ ハイパワード・マネーをコントロールできないという「日銀理論」は誤りである。
- ⑤ 日本銀行は、手形や国債の買いオペなどによりハイパワード・マネー

一を増やすべきである。

岩田の主張が、上記の小宮による日本銀行の金融政策批判と軌を一にするものであることは、容易に理解されよう。一方、日本銀行エコノミストとして翁邦雄（日本銀行調査統計局企画調査課長）は、『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）および『金融政策』（東洋経済新報社、1993年）において、日本銀行が現在行っている金融調節方式の下では、ハイパワード・マネーの供給をコントロールすることができないことを詳細に論じている。翁の主張は、次のように要約できよう。

- ① 日本銀行の金融調節は、現行の「後積み方式」準備預金制度のもとで、積み期間中における所要準備額を金融機関が過不足なく積めるように行われており、また所要準備額は前月の預金量と準備率によって決まることから、ハイパワード・マネーはマネーサプライを決定する原因ではなく、むしろマネーサプライの結果である。
- ② 1991年秋以来のハイパワード・マネー減少の主因は同年10月中央に金融緩和政策の一環として実施された準備預金率の引き下げである。
- ③ 日本銀行は、日本銀行券や財政資金の変動に伴う金融市場全体の資金過不足を把握しつつ、金融機関が所要準備を過不足なく積めるように日銀信用の調節を行っている。
- ④ 日本銀行は、政策手段としてハイパワード・マネーを用いていないが、その代わりに政策手段としてのオーバーナイト物金利を目標レンジに誘導することができる。
- ⑤ 所要準備を超える準備供給によりハイパワード・マネーを増やすべきだという提言は、実際にはオーバーナイト物金利をゼロにまで低下させろというに等しい。

翁は、日本銀行がこれまで採用してきた金融調節方式の下では、ハイパワード・マネーの供給が受動的にならざるを得ないことを解説しているのであり、これは昭和30～40年代の銀行券論争を踏まえて、島や横山が、一見パラドクシカルな日本銀行券の供給メカニズムを解説しようとした試みの繰り返しとみることができよう。また、翁は、これまでの日本銀行の伝統的な金融調節方式とその下でのハイパワード・マネーの受動的供給が、小宮・岩田の主張するようなハイパワード・マネー供給を政策手段として活用する金融調節方式よりも、より望ましいと考えているように見受けられる。すなわち、翁は、金融政策の操作目標としては、ハイパワード・マネーよりもインターバンク市場の金利を用いる方が、より望ましいというポジションをとっていると理解されるのである。

2. 日本銀行の金融調節の実際とハイパワード・マネーのコントロール

(1) 「資金需給式」と積み最終日の金融調節

日本銀行は、民間金融機関に対する貸出や債券・手形のオペレーションなどの形態による日本銀行信用の供与・回収を通じて、民間金融機関が保有する準備預金（すなわち、日本銀行当座預金）の残高を調整する。これが、日本銀行による金融調節であるが、ここで民間金融機関が保有する準備預金の残高が、どのような要因によって変動するのかを示すのが、次のような「資金需給式」である⁽⁶⁾。

$$\begin{aligned} \text{準備預金増加（減少）} = & \text{①日本銀行券の還流超（発行超）} + \text{②財} \\ & \text{政資金の支払超（受取超）} + \text{③日本銀行信} \\ & \text{用の供与（回収）} \qquad \qquad \qquad \text{(A)} \end{aligned}$$

(A)式において日本銀行は、①と②の合計を「資金過不足」と呼んでお

り、「資金不足」(＝日本銀行券の発行＋財政資金の受取り)が大きい時には、短期金融市場の需給が引き締まり、逆に「資金余剰」(＝日本銀行券の還流＋財政資金の支払い)が大きい時には、短期金融市場の需給が緩和すると理解している。これは、日本銀行信用の供与・回収が不変とすれば、前者の場合には民間金融機関の保有する準備預金残高が減少して、短期金融市場における資金需要が増加し、逆に後者の場合には、準備預金残高が増加して、短期金融市場における資金供給が増加するためである。1.で解説したように、日本銀行のエコノミストが、「日本銀行券の発行は金融引き締めを意味する」と主張するのは、まさにこうした「資金需給式」の解釈に基づいているのである。

さて、日本銀行が用いている「資金需給式」に対して、学界は、これまで極めて懐疑的である。例えば、小宮は、これが単なる恒等式であると批判し、『『均衡式』であるならば、どのような変数の変化により不均衡が調整され均衡が成立すると考えられるのか、を明らかにすることが大切である』⁽⁷⁾と批判している。また、堀内昭義も、『日本の金融政策』(東洋経済新報社、1980年)において、「ハイパワード・マネーの用途と源泉に関する恒等式を、いささか複雑な形に配列し直したものに過ぎない」とし、「日本銀行関係者は、この統計を使用するに当たって、かなり独特の、非常にミスリーディングな解釈を加えているように思われる」と批判する⁽⁸⁾。堀内が、日本銀行関係者による「資金需給式」の解釈をミスリーディングであると批判する論拠は、次の通りである。

- ① 日本銀行の用いる「資金過不足」という概念は、民間部門による資産選択行動の影響を直接反映するものであり、日本銀行自身の金融政策運営のスタンスを客観的に評価するための指標としては不適切である。
- ② 短期金融市場における需給の逼迫状態は、「資金過不足」に対する

日本銀行の信用供与（回収）の額によって変わるはずである。

日本銀行による「資金需給式」の解釈とそれに対する学界の批判を対照させてみると、問題の焦点は、市場の「資金過不足」に対して日本銀行が、どのような形で日本銀行信用の供与・回収を行っているかにあることが分かる。そこで、現行の準備預金制度の下で、日本銀行が、実際にどのような金融調節を行っているのかを見ることにしよう。

まず、わが国における準備預金の積み立て方式には、次のような特徴のあることを指摘しておく⁽⁹⁾。

- ① 積み立て期間は、毎月の16日から翌月の15日までの1か月間であり、準備預金制度の対象となる金融機関は、必要準備額を同期間中の平均残高として積み立てる（1か月で必要準備額の積数を積み立てる）ように義務付けられている。一方、必要準備の計算期間はカレンダーの月ごとであるから、半月の「後積み方式」である。
- ② 積み余剰額の翌期へのキャリー・オーバーは認められていない。一方、積み不足額に対しては、公定歩合+3.75%のペナル・レートが課される。
- ③ 準備資産として認められるのは、日本銀行当座預金のみである（銀行の手持ち現金は準備預金制度上の準備資産としては計算されない）。

以上のような準備預金制度の下で、日本銀行は、「積み立て期間」を通じてみると、民間金融機関が必要準備額を（計算上の若干の誤差を除けば）ちょうど積み立てられるように日本銀行信用の供与・回収を行っている。これは、準備預金の「積み立て期間」の最終日（積み最終日）において、日本銀行が具体的にどのような金融調節を行っているのかをみれば明らかである。

すなわち、金融調節を担当する日本銀行営業局によれば、「積み最終日には、必ず所要準備を充足するようにしており、最終日の調整は日銀貸出の操作により行うことが多い」のであるが、その具体的な手法は、「着地」と呼ばれている。ここで、そうした「着地」手法のなかで、一般的に用いられている「穴あけ方式による着地」のやり方を紹介すれば、次の通りである⁽¹⁰⁾。

日本銀行は、積み最終日の最終調整に入る前に特定行（例としてA銀行）を内々に指定し、そこに資金不足を集中したうえ、貸出実行によって埋める。この場合、特定行は、最終的に日銀貸出を受けられる保証があるため、短資会社の要請に応じてコール・マネーを返済していくので、他の銀行は、コール・マネー取り入れにより「着地」することができる。従来⁽¹¹⁾の3時の最終決済時点における「着地」のやり方を時間の経過とともに見ていくと、日本銀行は、2時50分に当日の資金需給確定のあと、55分に各銀行に貸出を実行、不足分は市場取入、余剰分は市場放出させて、3時にA銀行以外の全行を「着地」させる。その後、A銀行は、市場余剰分があれば全額を取り入れたあと、日本銀行との間で不足額の借入、または余剰額の返済を行い、3時10分には「着地」を完了する。

以上のような「積み最終日」における日本銀行の金融調節方式から明らかかなことは、準備預金の積み立て期間を通じてみれば、上記の「資金需給式」において、日本銀行信用が、文字通り完全に「受動的」に調整され、その結果として、民間銀行の保有する超過準備は、計算上の誤差を除けば、ゼロになるということである。すなわち、ハイワード・マネーの需要に対して、日本銀行は、完全に「同調的」(accommodatingly)に日銀信用の調節を行っているのである。

ここで、「資金需給式」に対する学界からの批判について考えてみよう。

まず小宮の批判に対しては、「資金需給式」が単なる恒等式ではなく、それが資金（すなわち、ハイパワード・マネー）の需給均衡式であることを指摘できよう。そして、「資金需給式」においては、日本銀行信用が調節弁として用いられることによって、「需給の不均衡が調整され、均衡が成立する」と理解されるのである。次に、堀内の批判については、財政資金や日本銀行券の変動によって決まる「資金過不足」に対して、日本銀行信用の供与・回収は常に「完全に受動的」であることを指摘できよう。したがって、日本銀行の立場からみれば、「資金過不足」それ自体が、短期金融市場の需給状態を示すと受け止められる訳である。

さて、次に生じてくる疑問は、そうした「完全に受動的」な日本銀行の金融調節の下で短期金融市場の金利、とりわけその中心となるインターバンク市場のオーバーナイト物金利が、どのように決定されるのかということである。換言すれば、上記の説明では、(A)式を解いて得られるのは、日本銀行信用の供与・回収額ということになるが、ではその時、オーバーナイト物金利は、一体どのように決定されるのだろうかという疑問である。

(2) インターバンク市場金利の決定メカニズム

インターバンク市場におけるオーバーナイト物金利の決定メカニズムについては、学界のみならず、日本銀行のエコノミストの間でも、少なからず「誤解(?)」があったように見受けられる。例えば、鈴木淑夫は、『金融政策の効果』（東洋経済新報社、1966年）において、ハイパワード・マネーの需給均衡により、コール・レートが決定されるとした上で、コール・レートを、①企業収益率、②公定歩合、③日本銀行信用、によって説明する回帰方程式を計測している。また、次のような鈴木の見解は、コール・レートが、民間金融機関の保有する超過準備の調整を通じて決定され

るといふ欧米流の考え方をそのまま日本に適用したことを示唆しているといえよう。

「銀行保有現金の圧縮の余地は、すでに何度か強調したように、きわめて小さい。しかし、たとえわずかとはいえ、日銀預け金のうち所要準備額を上回る額は、日本銀行の“政策的”なコントロールによって変動し、大幅な金利変動を生み出すと考えられる」⁽¹¹⁾。

しかし、上記のような日本銀行の金融調節のやり方を前提とすれば、(計算上の若干の誤差を除いて)超過準備は必ずゼロとなるのであり、超過準備の変動によりコール・レートが決定されるようなメカニズムは、日本では実際上存在しなかったはずなのである。

次に、日本銀行営業局で金融調節に直接携わった横山昭雄も、『現代の金融構造』の中では、コール・レートが短期金融市場における「高権貨幣」(ハイパワード・マネー)の需給均衡価格として決まってくるとして、次のように解説している。

「(資金需給)式を一瞥すればすぐわかるように事前(ex ante)の段階における、その時々資金過不足状況(銀行券、財政の動き)、資金偏在の度合い(業態間ポジション格差によるコールの取入れ、放出動向)、さらに両辺の均衡化項目としての日銀信用の出し方、返させ方しだいで、需給の緊張関係はかなり違ってくる。」⁽¹²⁾

横山の解釈は、(A)式がコール・レートの変動によってクリアーされるとするものであり、その場合、日本銀行は事後的(ex post)には「完全に受動的」な金融調節を行っているにしても、事前的(ex ante)には、そうした日本銀行信用の調節が分かっていないはずだと理解されている。しかし、日本銀行が毎月の「積み最終日」において上記のような金融調節をす

ることを民間金融機関は知っている訳であるから、(A)式をクリアーさせる均衡価格としてコール・レートが決定されると考えるのは、やはり無理なのである。

それでは、上記のような日本銀行の金融調節を前提とした時に、コール・レートは一体どのようなメカニズムで決定されるのだろうか。従来において日本銀行営業局の市場担当者が自負していた素朴な考え方は、「コール・レートは、自分の口先で決める」というものであり、これはかつての建値制度や気配制度の下では、わかりやすいイメージであった。すなわち、日本銀行は、(短資会社を通じて)直接的にレート・コントロールを行っていたというものである。

しかし、そうした日本銀行による直接的なレート・コントロールは、短期金融市場の自由化の下では変化せざるを得ないのではないかと、とりわけ、最近において導入されたオファー・ビッド制度の下では、ハイパワード・マネーの需給コントロールによるレート決定に移行せざるを得ないのではないかと、従来型の直接的なレート・コントロールに対しては、そうした疑問が繰り返し提起されてきたのである。

こうした疑問に対して、翁邦雄は、「日本銀行の金融調節」(『金融研究』第10巻第2号、1991年7月)において「シグナル効果」によるオーバーナイト物金利の決定という考え方を打ち出すことにより、上記のような「完全に受動的」な金融調節方式の理論化・正当化を試みた。翁の考え方は、次のように要約できよう⁽¹⁸⁾。

- ① 積み最終日の金利は、マクロ的にハイパワード・マネーを供給ないし吸収できる唯一の主体である中央銀行の調節金利水準との裁定により決まる。具体的には、指値による債券オペレーションや、日銀貸出の実効金利が調整金利の水準となる。

- ② 積み最終日の金利が中央銀行の強い影響力の下にあることを暗黙の前提として、他の営業日の金利水準は、裁定によりこの日の予想金利に翰寄せされる形で決まることにより、中央銀行の金利誘導力の影響をうけることになる。すなわち、積み最終日の金利がアンカーとなる。
- ③ 中央銀行の意図どおりに金利をコントロールできるかどうかは、中央銀行の誘導金利についてのシグナルとしての金融調節が市場に信認を得られているかどうかという問題に帰着する。すなわち、日本銀行によるレート・コントロールの力は、「シグナル効果」に依存しているのである。

翁のように考えれば、いかに金融自由化が進もうとも、日本銀行が「積み最終日」に市場の「資金過不足」を完全に受動的に埋めることが、逆に日本銀行のレート・コントロールの力を保証することになる。翁の上記論文が、日本銀行営業局の担当者の間では一種の「バイブル」になったのは、それが日本銀行による伝統的な金融調節方式を正当化するものであったためと考えられるのである。また、日本銀行が、現行の金融調節方式を変更することに強い抵抗感を持つのは、日本銀行によるレートの掌握力が、相対型での民間金融機関に対するグリップに依存しているためと考えれば、容易に納得されよう。

(3) ハイパワード・マネー供給のコントロール

学界と日本銀行の間で繰り返されてきた論争の中で、日本銀行がハイパワード・マネーの供給をコントロールできるのかどうか、大きな論点の一つであった。日本銀行のエコノミストは、ハイパワード・マネーの供給をコントロールすることはできないと主張してきたのであるが、それは上

記のような伝統的な金融調節方式を前提とした議論であったことは明らかであろう。

では、日本銀行がハイパワード・マネーの供給をコントロールするような新しい金融調節方式は可能なのであろうか？ 答えは、「然り」である。もし、積み最終日の「完全同調的」な日本銀行信用の調節を止めるならば、民間金融機関は超過準備を持つことが必要になる。それにより、日本銀行は、ハイパワード・マネーの供給量を操作する余地が生まれ、ハイパワード・マネーの需給コントロールによる市場型のレート決定方式に移行することになるのである。

もっとも、そうした新しい金融調節方式は、日本銀行にとっては未経験であり、それだけに抵抗感が強いのも事実であろう。ハイパワード・マネーの供給量をコントロールするような金融調節方式の下では、「市場が荒れる」(すなわち、コール・レートが乱高下する)、あるいは、民間金融機関の資金繰りの不確実性が高まり、民間金融機関にとって余分なコストがかかる、といった批判があることを、ここで注意しておきたい⁽⁴⁾。

3. 日本銀行によるマネーサプライの位置付け

(1) 民間銀行貸出のコントロールと窓口指導の役割

学界と日本銀行との論争の過程で、マネーサプライの位置付けがもう一つの大きな論点となった。すなわち、経済の安定化(とりわけ物価の安定化)のためにマネーサプライのコントロールがどれほど重要なのか、また、マネーサプライをコントロールするためには、どのような手段を用いればよいのか、といった問題を巡って論争が行われたのである。

ここでは、日本銀行によるマネーサプライ・コントロールの位置付けが、昭和40年代以降どのように変化してきているのかを簡単に振り返るこ

とによって、論争点についての考え方の整理を試みる。

1960年代までの日本銀行では、金融政策の運営において注意が払われてきたのは、マネーサプライではなく民間金融機関の貸出額であった。もっとも、後述するように同時期においては、マネーサプライと、民間金融機関の貸出額とは、ほぼ同じような変動を示していたことを指摘しておく必要がある。

日本の金融市場のワーキング・メカニズムを考えると、「まず銀行貸出ありき」というのが日本銀行の伝統的な見方であるといえよう。例えば、横山昭雄は、『現代の金融構造』において、「金融システム全体を考えると、まずなによりも市中銀行の対民間与信行動が、システム作動の出発点である、と考えたいと思う。」⁽¹⁶⁾と述べている。そして、銀行の貸出行動をコントロールするための正当的な手段として、①公定歩合操作、②準備率操作、などがあるが、そうした手段が期待するようなプライス・メカニズムが理論どおり働かないことも十分にありうるので、銀行の信用拡張に直接的制限を課す方法としてのいわゆる“窓口規制”もあわせて用いられるという横山の考え方は、まさにそのまま日本銀行の伝統的な理解でもあったということができよう。

既述のとおり日本銀行の伝統的な金融調節方式において、日本銀行は銀行券やハイパワード・マネーの供給をコントロールできないのであるが、その場合に日本銀行は、まず何よりも民間金融機関の貸出行動（ひいてはマネーサプライ）に対して責任を負うということになるのである。次のような横山の解説は、伝統的な日本銀行の金融調節方式の下で、日本銀行の責任がどこにあるのかを極めて明確に示唆している。

「たしかに日銀はすでに創出された通貨量のうちどれだけが銀行券として需要されるかコントロールすることはできないだろうし、一旦銀行

券が需要される段階になってしまえば、それには素直に応需しなければならぬこともわかる。しかし、一般に銀行券が大量に需要され、発行されるのは、経済活動・消費活動が極めて活発なときであり、そうした現象は、えてしてそれに先行して市中銀行が企業向けを中心に預金通貨を、豊富にかつ企業採算に乗るレートで供給したというケースが多いはずである。日銀の経済界に対する責務は、まさにこのマネーサプライの量と質をコントロールすることにあるはずであり、それを怠った場合に経済活動は大いに活発化して消費水準もはねあがり、ときには過熱して物価も高騰、回り回って銀行券発行が大いに伸びることになる。従って銀行券の大量発行の根因をたずねていけば、やはり日銀の責任が問われるべき経緯につきあたることが多いのではないか。」⁽¹⁶⁾

次に、日本銀行が民間金融機関の貸出行動をどのようにしてコントロールするのかという問題については、鈴木淑夫が、『金融政策の効果』において、インターバンク金利の変動による銀行貸出行動のコントロール・メカニズムの存在を指摘しており、その後は、そうした金利機能によるコントロール・メカニズムを窓口指導によって補完するという形での図式化が定着してきたといえる。また、金利機能を通じるコントロール・メカニズムは、その後、①銀行の貸出採算変化を通じるルート、②ディスインターメディエーションを通じるルート、③企業や家計の投資行動等の変化を通じるルート、の3つとして整理されたのである。

さて、窓口指導は1991年7月に廃止されたが、その背景としては、カルテル的行動に伴う横並び意識やシェアの固定化といった窓口指導の問題点が指摘されるとともに、金融自由化の進展に伴い、金利機能を通ずる民間金融機関の貸出行動コントロール・メカニズムが従来よりも有効性を増し

たことが挙げられている。例えば、日本銀行金融研究所の『日本銀行の機能と業務』（1993年）においては、窓口指導が廃止された経緯が次のように解説されている。

「近年における金融自由化の進展等に伴い、各金融機関が貸出活動等の面でこれまでのような横並び意識や量的拡大姿勢を変化させ、自己資本充実と収益性改善の観点から、自らの業容・資産内容等に応じた貸出運営を図るようになってきた。また、短期金融市場の整備・拡充等により、金利機能を通じて金融機関の貸出等に影響を及ぼす金融政策の有効性も高まってきた。」⁽¹⁸⁾

しかし、現実には金融自由化の進展に伴い窓口指導という形でのカルテル規制が次第に困難化してきたことが、窓口指導廃止の基本的な理由とも考えられ、そうであるならば、金融自由化の下で、銀行貸出のコントロールは従来よりもむしろ困難化しているとみるべきであろう。言い換えれば、マネーサプライのコントローラビリティは、金融自由化の下でむしろ低下してきているのであり、したがって、もしマネーサプライが勝手に走り出した時、それをどうやって止めるのかという問題は、従来よりも一段と重要になってきている。繰り返しになるが、現行の金融調節方式の下では、一旦走り出したマネーサプライは、日本銀行の「完全に受動的」なハイパワード・マネー供給によりアコモデートされてしまうのである。

(2) 日本銀行によるマネーサプライ重視政策とその転換

a. マネーサプライ重視政策…1975～84年（森永総裁，前川総裁）

日本銀行が、金融政策の運営上、マネーサプライという概念を明示的に用いたしたのは1972～73年の大インフレーションという苦い経験に基づくものであり、具体的には、1975年における「日本におけるマネーサプライ

の重要性」(日本銀行『調査月報』1975年7月号)論文の公表、および1978年第3四半期からのマネーサプライ(M2)予測値の公表という形で、マネーサプライが金融政策の中間目標的なものとして位置づけられた。

日本銀行が、この時期においてマネーサプライ重視政策を打ち出した背景について、鈴木淑夫の『日本金融経済論』(東洋経済新報社、1983年)は、次のような解釈をおこなっている⁽¹⁹⁾。

- ① 金利の変動は、金融政策の効果についてどのような情報を伝えているのか識別できない。なぜならば、インフレーションが進行する下では、フィッシャー効果の存在により名目金利が上昇しても、実質金利は低下しているということがありうるからである。
- ② 日本銀行は、1972～73年にマネーサプライの過剰供給と大インフレーションを経験し、中間目標としてのマネーサプライの重要性を高い月謝を払って学んだ。
- ③ 従来は「貸出増加額」と「通貨増加額」が、ほぼ同じように動いていたが、マネーフローが企業部門の資金不足から、公共部門の資金不足へと変化したことにより、両者の動きが異なるようになった。

日本銀行が、この時期においてマネーサプライを金融政策運営上の「中間目標」として位置付けたのかどうかについては、今日において異論のあるところであるが、当時の前川総裁の一連の発言は、日本銀行がマネーサプライの重要性を非常に明確に意識していたことを示唆している。すなわち、前川春雄「中央銀行の使命」(日本銀行創立百周年記念式典における講演、1982年10月)においては、次のような発言がみられる。

「第一次石油危機の経験にかんがみ、日本銀行はその後金融政策の運営に当たり、従来にもまして通貨供給量を重視し、物価の安定を最優先とする決意を新たにしました。」

「通貨価値の安定を図るため、日本銀行は通貨供給量を重視するという考え方の下で金融政策を遂行しております。」

「日本銀行はいかなる場合でもインフレ的な通貨供給を許容することはできません。」

また、前川春雄「日本銀行の使命」（金融学会創立周年記念総会での講演、1983年5月）においても、まったく同様にマネーサプライ重視政策への決意が述べられている。

「日本銀行は第一次石油危機の経験に鑑み、従来にもまして通貨供給量を重視するようになり、また、第二次石油危機に際しては早めに引締め態勢に移行し、マネーサプライの適正な管理に努めました。」

「わが国が戦後様々な型のインフレーションを経験してきたことは、先程申し上げたとうりではありますが、インフレーションの背景には、常に通貨の過大な供給があったことが一つの教訓であります。言い換えれば、物価の安定に当たっては、通貨供給量の適切なコントロールが不可欠である、ということであります。」

b. マネーサプライ重視政策の転換…1985～94年（澄田総裁，三重野総裁）

日本銀行のマネーサプライ重視政策が変調をきたしたすのは、1980年代後半に入ってからであり、それはマネーサプライ予測値と実績値との乖離という形で端的に認識しうる。すなわち、1985年以降において、マネーサプライの実績値が予測値から上方に乖離した例を拾っていくと、85/4Q（第4四半期）の見通し8%台（実績9.0%）に始まり、以下同様に、87/1Q 8%前後（8.8%）、87/2Q 9%前後（10.0%）、89/4Q 9%台（10.0%）、90/1Q 9%台（11.7%）、90/2Q 11%台（13.0%）へと続くのである。

こうした事例は、日本銀行が公表しているマネーサプライの予測値が、日本銀行にとって目標値としての性格を全く持たないことを明らかにしたのであり、また、日本銀行にとってマネーサプライを予測すること自体が極めて難しくなってきたことを示唆しているといえよう。その結果、当然のことながら、日本銀行にとってマネーサプライをコントロールすることも、また難しくなったのである。

この間において、日本銀行によるマネーサプライの位置付けも次第に変化してきていることは、三重野総裁の国会答弁の内容からもはっきりと窺われる。例えば、三重野康「国会答弁」(1987.5)では、次のように「総合判断」の重要性が強調されている⁽²⁰⁾。

「(マネーサプライの伸び率が高まれば、やや長い目でみて物価上昇につながるケースが多いという) 関係は、ある一定のマネーサプライの伸びが必ず特定の物価上昇に結び付くといったものでもないため、マネーサプライの『適正水準』といったものを事前に定めることは、実際問題としてなかなか容易でなく、やはりその時々金融・経済情勢の中で総合的に判断していく必要があると考えている。」

また、日本銀行調査統計局「最近のマネーサプライの動向」(『日本銀行月報』1992年9月号)においても、同様な判断が述べられている。

「(M2+CD と実体経済指標との関係は少なくとも一時的には不安定化しており)、当面 M2+CD に加えて、広義流動性、最広義信用集計量などの各種通貨・信用集計量指標を補完的に用い、これらとその他諸指標を見合わせて総合的な判断を行っていく必要が一段と高まっていると考えられる。」⁽²¹⁾

4. 結語—論争点の整理

最後に、学界と日本銀行の間で繰り返されてきた論争について、若干の整理を試みることにより、本稿の結論としたい。

第1に、日本銀行によるハイパワード・マネーのコントローラビリティについては、次のような3つの問題を区別する必要がある。すなわち、

- ① 日本銀行が、実際にハイパワード・マネー供給をコントロールしているかどうか？
- ② 日本銀行は、やろうとすればハイパワード・マネー供給をコントロールできるかどうか？
- ③ 日本銀行が、ハイパワード・マネー供給コントロールに重点を置いた新しい金融調節方式を採用することが、望ましいかどうか？

が、3つの問題である。まず、①の答えは、明かに「否」である。次に、②の答えは、明かに「然り」である。ハイパワード・マネーのコントローラビリティを巡る学界と日本銀行の間での論争は、多分にこの①と②の問題を混同してきたところにあるというのが、筆者の意見である。すなわち、学界は、ハイパワード・マネーをコントロールするような金融調節方式が可能であると主張してきたのに対して、日本銀行のエコノミストは、従来の日本銀行の金融調節方式の下では、ハイパワード・マネーをコントロールしていないことを主張してきたに過ぎないのである。それでは、③の答えは、どうであろうか。筆者は、この問題が、依然として open question であると考え。日本銀行が、どのような金融調節方式をどれば、金融政策の最終目標である物価安定の達成にとって、より望ましいのかという問題こそが、今後真剣に追及される必要がある。ただし、この問題を検討するにあたっては、従来の金融調節方式の下で、日本銀行は、少な

くとも2回に亘ってマネーサプライの急増を日銀信用によりアコモデートしてしまっただという事実を常に念頭に置く必要がある。

第2に、インターバンク金利の決定メカニズムについては、日本銀行による現行の金融調節方式の下では、「積み最終日」における「完全に受動的」な日本銀行信用の調節を前提として、インターバンク金利が「シグナル効果」により決定されている。したがって、公定歩合、必要準備率、積み進捗率などは、すべて日本銀行が、金融市場関係者に示すシグナルであると理解される。

これに対して学界の議論が想定するように、インターバンク市場金利が、ハイパワード・マネーの需給均衡により決定されるようなメカニズムに移行することも、勿論可能であるが、「シグナル効果」による方式とハイパワード・マネーの需給均衡による方式とを比較して、いずれが望ましいのかは、第1の問題と同様に、やはり open question であるといえよう。ただし、従来のインターバンク金利決定メカニズムの下では、「市場の安定性」が最優先となり、結果的に金融引締めタイミング・幅を間違った (too late, too little) のではないかという問題点のあることを改めて注意しておきたい。

第3に、マネーサプライのコントローラビリティについては、ハイパワード・マネーの供給をコントロールすることにより、マネーサプライを安定的にコントロールできるのかどうか、やはり open question である。学界の主張するように、これまでに観察されたハイパワード・マネーとマネーサプライのデータの間には安定的な関係が見出されたとしても、そうしたデータを用いて、乗数アプローチの可能性を論ずるのは疑問である。それらのデータは、従来型の金融調節レジームの下で観察されたものであ

り、もし新しい金融調節方式へとレジームが変更されるならば、銀行行動も当然変化するはずだからである。

一方、日本銀行が従来において想定してきたような金利機能を通ずるマネーサプライのコントロール・メカニズムも、決して確固としたものではない。むしろ、従来型のコントロール・メカニズムの有効性も次第に低下してきていると認識する必要があるだろう。

第4に、金融政策運営上のマネーサプライの位置付けについては、最近における日本銀行は、マネーサプライを「総合判断」の一つの材料とすることにより、實際上、マネーサプライを棚上げしている。しかし、マネーサプライの大幅な変動が、実体経済活動に対して必ず悪影響を及ぼすというのが、1972～73年の大インフレーションや1980年代後半以降の資産インフレーションなどが教える経験的事実である。すなわち、中間目標としてのマネーサプライに様々な問題のあるのは事実であるが、「されどマネーは重要」であり、金融政策の運営上、マネーサプライを決して軽視してはならないのである。

《注》

- (1) 小宮隆太郎 9) 第1章, pp. 58～60を参照。
- (2) 外山 茂 13) 第1章の2および3 (pp. 11～24) を参照。
- (3) 小宮隆太郎 9) 第3章, pp. 102～152を参照。なお小宮が、経済学の基本的な教科書として掲げているのは、Samuelson, Paul A., *Economics*, McGraw-Hill, 1976およびFischer, Stanley, and Rudigar Dornbusch, *Economics*, McGraw-Hill, 1983である。
- (4) 岩田・翁論争についての紹介としては、拙稿「マネーサプライを巡り激しい論争」(『週刊金融財政事情』1992年12月21日号) 6), pp. 34～37を参照。
- (5) 岩田・翁論争では、「ハイパワード・マネー」の同義語としての「ベース・マネー」が、しばしば用いられているが、本稿では、「ハイパワード・マネー」で統一する。

日本銀行の金融調節とハイパワード・マネー

- (6) 「資金需給式」の解説としては、拙著『入門 金融』（東洋経済新報社、1994年）7) の第5章を参照。
- (7) 小宮隆太郎 9), p. 129。
- (8) 堀内昭義 17), p. 73。
- (9) わが国における準備預金制度の解説としては、上掲書 7) の第5章を参照。
- (10) 著者は、1979～80年に日本銀行営業局の資金係に在籍したことがあり、ここで解説するような毎月の「積み最終日」の金融調節のやり方を実際に経験したことがある。なお、1993年3月からは、内国為替決済制度の同日決済化に伴い、営業の最終決済時点は、午後5時に延長されている。
- (11) 鈴木淑夫 11), p. 94。
- (12) 横山昭雄 20), p. 138。
- (13) 翁 邦雄 3), pp. 17～18。
- (14) 例えば、翁邦雄の上掲論文 [3] を参照。
- (15) 横山昭雄 20), p. 27。
- (16) 横山昭雄 20), p. 66。
- (17) 金利機能を通ずる銀行貸出行動のコントロール・メカニズムについては、日本銀行金融研究所『わが国の金融制度』（日本信用調査、1986年）14) の第6章 (pp. 468～470) を参照。
- (18) 日本銀行金融研究所 15), p. 31。
- (19) 鈴木淑夫 12) の第6章 (pp. 159～161) を参照。
- (20) 翁邦雄 5) の巻末資料として、マネーサプライ・ターゲティングに関する日本銀行総裁（森永、前川、澄田、三重野）の国会答弁が収録されているので、参照されたい。
- (21) 日本銀行調査統計局 16), p. 3。

参 考 文 献

- 1) 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
- 2) 岩田規久男『金融政策の理論』、日本経済新聞社、1993年
- 3) 翁邦雄「日本銀行の金融調節」、日本銀行『金融研究』第10巻第2号、1991年7月
- 4) 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
- 5) 翁邦雄『金融政策』、東洋経済新報社、1993年
- 6) 黒田晃生「マネーサプライを巡り激しい論争」、『週刊金融財政事情』1992

年12月21日号

- 7) 黒田昶生『入門 金融』, 東洋経済新報社, 1994年
- 8) 小宮隆太郎「昭和四十八, 九年インフレーションの原因」, 東京大学『経済学論集』42巻1号, 1976年4月
- 9) 小宮隆太郎『現代日本経済』, 東京大学出版会, 1988年
- 10) 島 謹三『短期金融市場の話』, 東洋経済新報社, 1985年
- 11) 鈴木淑夫『金融政策の効果』, 東洋経済新報社, 1966年
- 12) 鈴木淑夫『日本金融経済論』, 東洋経済新報社, 1983年
- 13) 外山 茂『金融問題の誤解』, 東洋経済新報社, 1980年
- 14) 日本銀行金融研究所『わが国の金融制度』, 日本信用調査, 1986年
- 15) 日本銀行金融研究所『日本銀行の機能と業務』, 1993年
- 16) 日本銀行調査統計局「最近のマネーサプライの動向」, 『日本銀行月報』1992年9月号
- 17) 堀内昭義『日本の金融政策』, 東洋経済新報社, 1980年
- 18) 前川春雄「中央銀行の使命」, 日本銀行創立百周年記念式典における講演, 1982年10月
- 19) 前川春雄「日本銀行の使命」, 金融学会創立40周年記念総会における講演, 1983年5月
- 20) 横山昭雄『現代の金融構造』, 日本経済新聞社, 1977年