

## 伸縮的な貨幣乗数と内生的貨幣供給

服 部 茂 幸

### 1. は じ め に

理論が正しいかどうかは実験をして見れば分かるというのは抽象的には正しいであろう。しかし、マクロ経済に関する事項は実際に実験を行うことは難しい。また実験の主体となるのは経済学者ではなく政策当局であるから、経済学者の問題意識に沿った実験が行われるとは限らない。

けれども、現在の日本においては量的緩和政策という貨幣に関する重要な実験が行われている。この量的緩和政策は貨幣量を増加させることを目的とした政策である。しかし、少なくとも貨幣量の増加に関しては現在のところうまくいっていない。確かに量的緩和政策によってマネタリーベースは急増した。しかし、このマネタリーベースの急増はM2+CDにはほとんど影響を与えていない。逆にその増加率は2002年末から低下し、1%台となった。このような結果は「バブル崩壊後の貨幣量増加率の低迷は日本銀行の政策の失敗であり、日銀が金融緩和に転ずれば貨幣量は増加する」という主張とは矛盾する。しかし、貨幣が内生的に供給されているとするならば、このような結果はむしろ当然である。

しかし、同じく「内生的貨幣供給」、あるいは「貨幣の内生性」と言っても、学派によって、あるいは経済学者によってその具体的な内容は様々なバリエーションがある。例えば、ポスト＝ケインズ派の中のアコモデート派は中央銀行は需要に応じて受動的に貨幣を供給していると主張する。けれども、量的緩和政策はマネタリーベースを急増させたから、このような主張は必ずしも正しくない。

しかし、マネタリーベースのコントロール可能性は直ちに貨幣の外生性と結びつかない。マクロ経済学のテキストブックに登場する貨幣乗数論はマネタリーベースの供給はその乗数倍の貨幣供給を作り出すと考えている。このような形で乗数が作用するならば、中央銀行はマネタリーベースを通じて貨幣量もコントロール可能となるであろう。けれども、マネタリーベースの急増がもたらしたのはM2+CDの増加ではなく、貨幣乗数の急低下である。マネタリーベースを急増させても、それが貨幣乗数の低下をもたらすだけならば、中央銀行は貨幣量をコントロールすることはできなくなるであろう。

そこで本稿は貨幣乗数の伸縮性が生じる理由を理論的に明らかにするとともに、それが内生的貨幣供給論にいかなる意味を持っているかを示す。

## 2. 銀行信用と貨幣の内生性

内生的貨幣供給，あるいは貨幣の内生性と言っても，その意味は経済学派，あるいは主張者によって多分に異なる。しかし，銀行貸出が貨幣量を決定するという点は共通しているように見える。

内生的貨幣供給論をより一般的に（あるいはより広く）説明するならば次のようになるであろう。マネタリーサーベイを概念として表示したのが表1である。通貨当局と通貨発行銀行を統合したのが（広義の）銀行部門である。この銀行部門のバランスシートにおいて資産側には

表1 マネタリーサーベイの概念図

通貨当局勘定

資 産	負 債
対外資産（純）	現 金
政 府 向 け 信 用	準 備 金
国 債	そ の 他
預金通貨銀行向け信用	

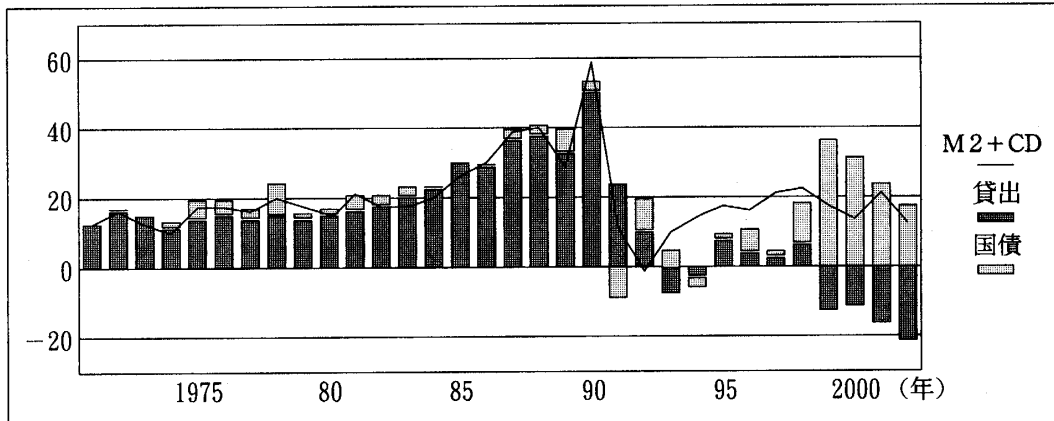
預金通貨銀行

資 産	負 債
対外資産（純）	預 金
政 府 向 け 信 用	
国 債	
地方公共団体向け信用	普通預金
民間向け信用	
貸 出	定期預金 + C D
準 備 金	
	そ の 他

統 合 表

資 産		負 債		
対外資産（純）		現 金		貨 幣 (M2 + C D)
政 府 向 け 信 用		預金	普通預金	
国 債			定期預金 + C D	
地方公共団体向け信用		そ の 他		非貨幣金融資産
民 間 向 け 信 用				
貸 出				
準 備 金		準 備 金		

図1 銀行貸出の増加とM2+CDの増加



単位：兆円。

注1：年末。

注2：貸出は民間向け貸出のみを指す。

資料：日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』、『主要経済・金融データCD-ROM』。

様々な種類の銀行信用がある。負債側には貨幣と非貨幣負債がある。バランスシートの資産と負債は等しいので、貨幣の増加は銀行部門のバランスシート上において(1)銀行信用の拡張、(2)非貨幣負債の減少に対応していなければならない。

銀行貸出が貨幣量を決定するという主張は銀行部門のバランスシートの中で資産の側からは貸出、負債の側からは貨幣だけに注目した単純化された見方である。銀行においても資金を集めるに際し、預金ではなく、金融債や株を発行することも可能である。資金の供給に際しても企業の社債や株を買うことも可能である。また企業ではなく、国債、地方債を購入して、政府、地方自治体に資金を供給することも可能である。

しかし、預金という形で集めた資金を企業に貸し出すのが銀行の基本的な姿であるとすれば、他の項目を無視することも単純モデルにおいては正当化できるであろう。実際、マクロ経済の理論モデルではこうした単純化はしばしば用いられている。例えば、国民所得決定の最単純モデルにおいては政府支出や輸出、輸入の存在は無視されている。しかも銀行貸出と貨幣量の間にはかなりの程度対応関係が存在する。図1を見れば、バブル崩壊までは銀行貸出の増加額とM2+CDの増加額がほとんど等しいことが分かる。

ただし、バブルが崩壊するとこのような安定的な関係も崩壊した。特に1997年の金融危機を受けて、翌98年以後貸出が減少しているが、M2+CDは減少していない。

(1) もっとも、貨幣指標にはM3+CD、広義流動性などもある。また、例えば、アメリカではM2、M3の中にMMFを含めている。これらの貨幣指標を考える場合には銀行部門だけのバランスシートを考えているだけでは不十分であることは言うまでもない。

(2) ダウ＝サヴィルはイギリスにおいても銀行貸出と貨幣量(ポンドM3)の間において同様の関係があることを指摘している(Dow and Saville, 1988, p. 4)。

バブル崩壊後、こうした安定的な関係が消滅した理由としては2つのものが考えられるであろう。その1つはバブル崩壊による一時的な現象ととらえるものである。デフレの中で民間企業の資金需要は低迷し、銀行もリスクの高い民間企業への貸出を嫌った。さらにBIS規制の影響もある。他方で、財政赤字に悩む政府は国債を大量発行せざるを得ない。国は潰れないので、国債は銀行にとって貴重な資産である。しかも国債はBIS規制の下でリスク・ウェイトがゼロである。その結果、貸出が減少しても、国債（部分的には地方債や地方自治体への貸出）を通じて銀行は資金を供給している。

しかし、金融の自由化という不可逆的な現象の結果であると考えられないわけではない。金融の自由化は銀行の資産運用の面でも、資金調達の面でも多様化をもたらした。この立場からすれば、貸出と貨幣量の安定的な関係の崩壊は金融システムの不可逆的な革新の結果である。

何れの見方が正しいかはこれからの状況が明らかにするであろう。本節で確認しておくことは、銀行貸出が貨幣を供給するという内生的貨幣供給論の視点は単純化されたものであると同時に日本において少なくともある時期まではかなりの現実妥当性を持っていたということである。

ところで、中央銀行のバランスシートに限って考えるならば、中央銀行が公開市場操作によって信用を拡張させれば、それに応じてマネタリーベースを拡張することが可能であろう。この点でマネタリーベースについては中央銀行はかなりの程度操作可能である。しかし、マネタリーベースのコントロールは必ずしも貨幣量のコントロールにつながらない。その意味で貨幣供給は内生的に決まると言える。<sup>(3)</sup>

### 3. 貨幣乗数の伸縮性と貨幣供給の内生的性

#### (3.1) 外生的なマネタリーベースと内生的な貨幣供給

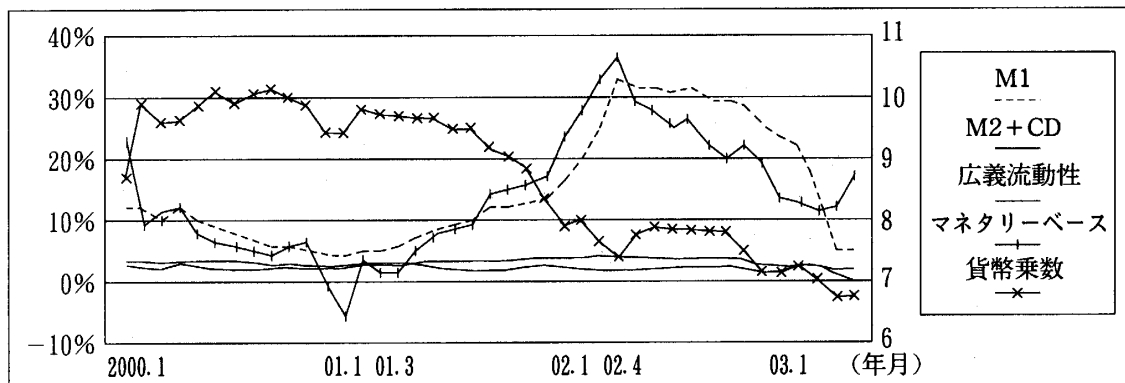
2001年3月、量的緩和政策の導入が決定された。その結果はマネタリーベースの著しい増加である。例えば、マネタリーベースは01年3月に65兆7000億円だったのが、わずか2年後の03年3月には96兆6000億円まで急増した（何れも平均残高）。しかし、こうしたマネタリーベース

---

(3) 「銀行信用が貨幣を供給する」主張は直ちに「中央銀行は貨幣供給をコントロールできない」という主張に直ちに結びつくわけではない。高度経済成長の日本でしばしば見られたように、中央銀行は窓口規制によって貸出のコントロールをする場合がある。もし中央銀行が貸出を完全にコントロールすることができれば、貨幣供給もコントロールできるであろう。ただし、抜け道によって規制はしばしば骨抜きにされる。金融の国際化、自由化が進んだ現在、こうした手法が威力を発揮できるかどうかは別問題である。

また極端な話、銀行部門の1つである中央銀行が企業に貸出をすれば、貨幣供給を増加させることができるであろう。しかし、中央銀行は銀行の銀行であり、企業への貸出は中央銀行の本来の仕事ではないので、実際にはこのような可能性は排除される。

図2 量的緩和政策導入前後の貨幣の増加率（前年同月比）



注1：平均残高。

注2：貨幣乗数は  $\frac{M2+CD}{\text{マネタリーベース}}$  である。

注3：貨幣乗数は右目盛り，他は左目盛り。

資料：図1と同じ。

の急増は M2+CD の増加には全く結びついていない。逆に2002年12月以降，その増加率は前年同月比で1%台と，導入前よりも低下している。

ところで，中央銀行は貨幣需要に応じて貨幣を供給すると主張する学派がある。ポスト＝ケインズ派内生的貨幣供給論の1派であるアコモデート派がそうである。アコモデート派は貨幣の内生性を中央銀行の特殊な行動様式に求めている。しかし，中央銀行の行動様式は政策的に変更可能である。実際にも量的緩和政策によって日本銀行はマネタリーベース，あるいは準備金<sup>(4)</sup>を急増させた。

それにもかかわらず，貨幣は内生的に供給されるという主張は誤りではない。マネタリーベースの増加は直ちに貨幣量の増加を意味するわけではないからである。マクロ経済学のテキストブックには貨幣乗数論が登場する。貨幣乗数論によれば中央銀行がマネタリーベースを供給するとその乗数倍の貨幣が供給される。したがって，貨幣乗数論にしたがえば，中央銀行はマネタリーベースのコントロールを通じて貨幣量も間接的にコントロール可能となる。

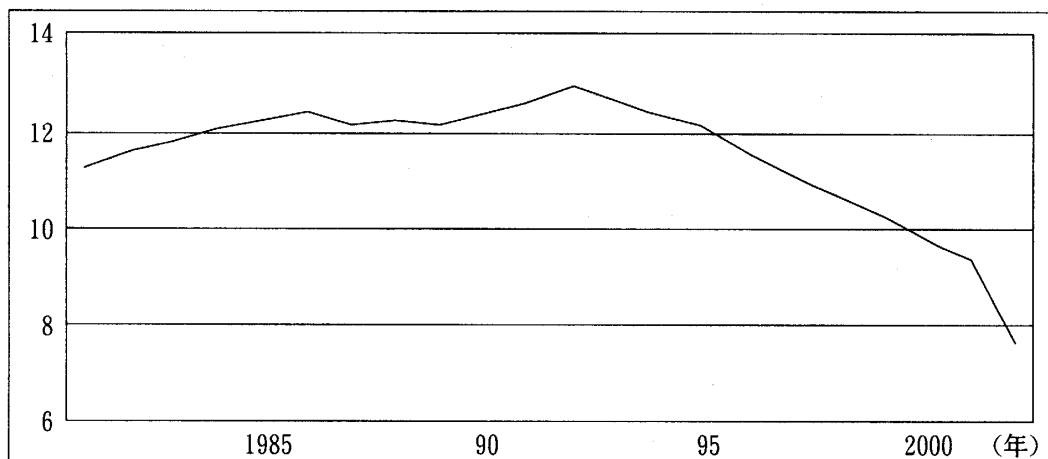
けれども，量的緩和政策が示したのは貨幣乗数がテキストブック通りに作用しないことである。量的緩和政策の帰結は貨幣量の増加ではなく，貨幣乗数の著しい低下である。内生的貨幣供給論にとって，はるかに重要なのは固定的な貨幣乗数に対する批判であろう。

振り返ってみると，貨幣乗数は1992年までトレンドとして上昇していた。貨幣乗数の理論的な安定性は統計的なトレンドとしての上昇とは矛盾しない。金融革新は現金を節約するからである<sup>(5)</sup>。しかし，92年には12.4だった貨幣乗数は2000年には9.8まで低下する。量的緩和はこうし

(4) ただし，アコモデート派の主張は金融政策の原理としては必ずしも間違っているわけではない。マネタリーベースをコントロールしても，貨幣量がコントロールできないならば，マネタリーベースのコントロールに政策的な意味はなくなるからである。

(5) 逆に貨幣乗数の統計的な安定性，もしくはトレンドとしての上昇も理論的な安定性を保証しな

図3 貨幣乗数の変化



注：平均残高。

資料：図1と同じ。

た貨幣乗数の低下傾向を一層強めた。量的緩和政策の導入が決められた01年3月の貨幣乗数は9.7であった。それが2年後の03年3月には7.0まで急低下した（以上は何れも平均残高）。

ところで、貨幣乗数を数学的な恒等式であり、行動式ではないと批判したのがグッドハートである。彼は貨幣乗数を「ジャガイモ乗数」などと比較している。ジャガイモへの支出は家計の総支出の一定割合である。したがって、乗数理論に従えば、ジャガイモの生産増加は家計の総支出を増加させることになる（Goodhart, 1989, pp. 133-4）。

このグッドハートの比喩は示唆に富む。今、「ジャガイモ公社」がジャガイモの生産量を増加させたとしよう。直ちに生じると予想されることはジャガイモ価格の低下である（価格低下に応じてジャガイモの消費も多少増加するであろう）。しかし、輸送費などの費用が賄えないために、価格が0に近づくとジャガイモの在庫が急増する。実際に1990年代からの金融緩和の中で生じたのはこのような現象である。ゼロ金利政策導入以前には、金融緩和に伴って貨幣の価格である利子率が低下した。ゼロ金利政策以後、特に量的緩和政策以後に貨幣が大量に供給されると、貨幣の在庫＝準備金が急増した。

### (3.2) 伸縮的な貨幣乗数

貨幣乗数論は銀行は受け取った貨幣を（準備に回す部分を別にして）全て貸出に回すと仮定している（理論的には証券保有などでもよい）。また家計も受け取った貨幣を一定の割合で銀行に預金すると仮定している。けれども、このような単純な想定は現実には成り立たないし、経済学の基本的な仮定も無視している。銀行が貸し出すのは利潤が目的であるから、銀行は儲からないと考える場合には資金があっても貸し出さない。家計の現金・預金比率も固定的なもの

い。日銀には日銀理論が存在する（した）。この理論は貨幣需要に応じて貨幣を供給するというものである。すなわち、貨幣乗数の統計的な安定性は日銀による政策の結果であるかもしれない。

ではなく、家計の流動性選好によって決まる。そのために、中央銀行の金融政策は家計と特に銀行のバランスシート調整によって歪められることになる。

貨幣乗数は現金・預金比率と銀行の準備率によって決まる。単純な貨幣乗数論はこの両者が固定的であると想定している。

けれども、現金・預金比率は利子率の減少関数である。これは家計の流動性選好に即して考えることができる。つまり、利子率が低下すると、預金の魅力が低下するので、預金から現金へのシフトが生じる。他方、通常の状態では準備率の変動はさほど重要ではない。中央銀行が最後の貸し手として機能し、預金保険機構によって預金が保証されている現在の先進国では、銀行が取り付け騒ぎが生じることはほとんど考えられない。通常は銀行は利益にならない準備金を過剰に積み立てる必要がない。したがって、通常の状態では準備率は法廷準備率を大きく上回らない。<sup>(6)</sup>

しかし、ゼロ金利政策以後、特に量的緩和政策以後は準備率は法廷準備率を大きく上回るようになった。ゼロ金利の下でも、公衆は一部の金融資産を銀行に預金しようとする。この時、銀行は公衆からの預金を拒否することはできない。こうして銀行に流入した過剰な預金は資金の運用先を見つけない<sup>(7)</sup>ことができるので、過剰な準備金として銀行内に滞留する。

利子率が低下すると現金・預金比率の上昇によって貨幣乗数が低下する。ゼロ金利以後はこれに加えて準備率の上昇のために貨幣乗数が低下する。より一般的な貨幣乗数論においては貨幣乗数は利子率の減少関数である。ゼロ金利の下では準備率も変動することによって貨幣乗数を変化させる。

こうした貨幣乗数の伸縮性は内生的貨幣供給論にとって重要な意味を持つであろう。固定的な貨幣乗数はマネタリーベースの供給に依拠して自動的に貸出が増加すると仮定している。けれども、銀行が貸し出す（あるいは証券を保有する）のは利潤を得るためである。資金需要があまりない時に、マネタリーベースが大量に供給されると、銀行の資金が過剰となるであろう。この時、銀行は損失を覚悟して無理に貸出を増加させるよりも、利子率を引き下げ、資金自体を減少させる方を選ぶ。逆に資金需要が膨大であるにもかかわらず、マネタリーベースの供給が小さい場合には銀行の資金は過小になるであろう。この時、銀行は有望な顧客に貸し渋るよりも、貸出に必要な資金を獲得するために利子率を引き上げる。このように銀行は利子率の操作により資金の需給バランスを回復させようとする。

利子率が低下すると、家計は預金から現金に資産をシフトさせる。この現金シフトによってよ

(6) これには例外もある。近年の例では1999年末がそれに当たる。この時、「2000年問題」によるコンピュータ麻痺の恐れのために、銀行の準備金は急増した。もちろん、「2000年問題」は世界的な問題であるから、準備金が急増したのは日本の銀行だけではない。

(7) 現にいくつかの銀行が行っているように、ゼロ金利の下でも預金口座管理料とる、あるいはATMの使用料をとるなどの手段によって、過剰な預金を減少させることができるかもしれない。しかし、こうした効果は限定的であろう。

って、銀行の資金過剰は解消するであろう。金融引き締め期には逆の過程が生じる。利子率を引き上げることにより、銀行は預金を集めようとする。けれども、利子率はマイナスにはならないので、こうした利子率による調整にはゼロ制約が存在する。もちろん、銀行が過剰な預金の受け入れを拒否すれば、数量調整によって資金の過剰をなくすことができる。けれども、銀行は公衆の預金を拒否することは一般的にはできない。そのためゼロ金利の下でマネタリーベースが増加すると、過剰資金が銀行に流入する。この過剰資金の運用先を銀行が見つけないために、過剰資金は貨幣の在庫＝準備金として銀行に滞留する。

中央銀行の金融政策はこのような形で公衆と特に銀行のバランスシート調整によって歪められる。その結果、単純な貨幣乗数論は成立しない。

### (3.3) 日本経済のデータに基づく実証分析

以上の理論を日本において実証分析したものが図4、図5である。図4は現金・預金比率の変化はコールレートの増加関数であることを示す。コールレートが上昇すれば、公衆の現金保有は増加するのである。図5は貨幣乗数の変化はコールレートの減少関数となることを示す。

内生的貨幣供給論と流動性選好理論との関係はしばしば問題になってきた。カルドアのように両者は相容れないと考える者もいる（例えば、(Kaldor, 1986, pp. 75-6/159-61 ページ)。けれども、本稿で展開された銀行および家計のバランスシート調整は流動性選好説に基づいている。すなわち、両者は相容れないどころか、内生的貨幣供給論の支柱となる理論が流動性選好理論<sup>(8)</sup>である。

そもそも銀行は営利企業の1つであり、貨幣乗数論が想定するように資金があれば自動的に貸出を増加させるという想定は非現実である。むしろ、(不確実性、リスクも考慮した) 自己の利潤を最大化すべく、資金需要に応じて、預金を利子率によって操作するという想定の方が現実的であり、しかも理論的である。このような銀行の主体的な行動が現金・預金比率、準備率を変動させ、貨幣乗数を伸縮的にするのである。銀行が自己の利益に従って主体的にバランスシートを調整する結果、中央銀行がマネタリーベースを変動させても、それが貨幣量に対する影響は歪められるであろう。

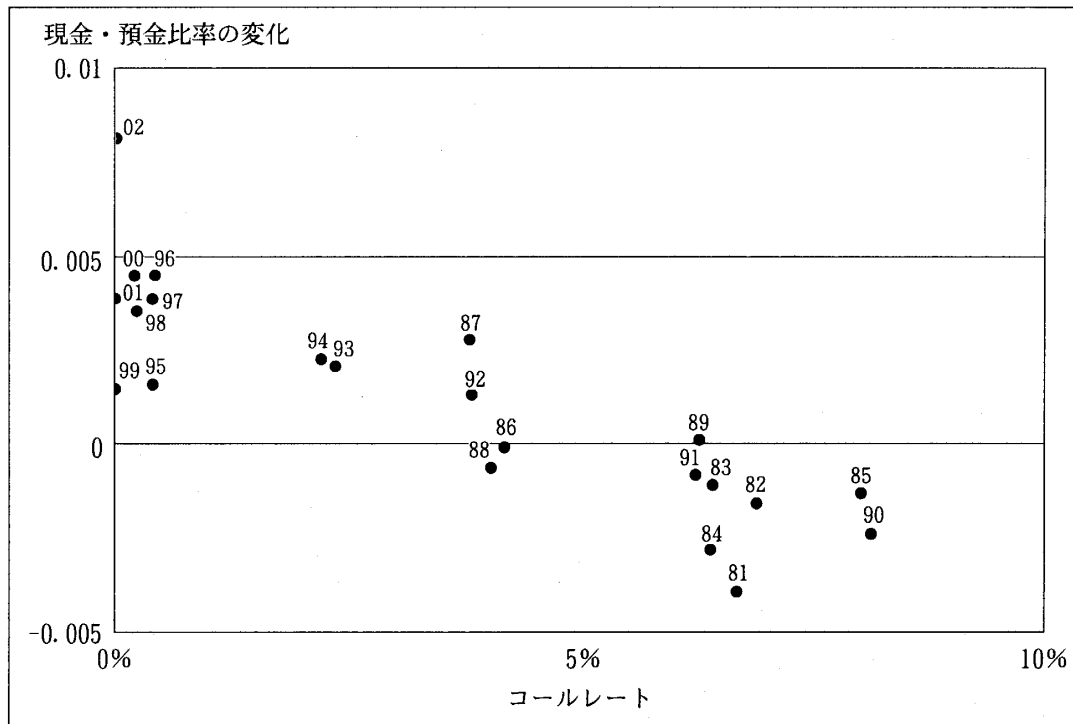
### (3.4) 金融政策の道具——量か利子率か

ところで、金融政策の道具として量か金利かがしばしば問題となる。けれども、量を金融政策の道具として使うべきだというのは理論の世界だけの話であって、実際の金融政策の現場では金利が道具である。日銀には日銀理論というのが存在する(した)。それは日銀は、目標とする短期利子率の下で資金需要に応じて資金供給を行うというものである。このような日銀の金

(8) カルドアは実際には流動性選好理論と内生的貨幣供給論を結びつける上で重要な貢献をしている。この点については注15を参照。



図4 コールレートと現金・預金比率の変化



(1981-2001年)

定数	コールレート	R <sup>2</sup>	$\bar{R}^2$	DW
0.0036*** (-8.4)	-0.076*** (-8.2)	0.780	0.768	2.59

(1981-2002年)

定数	コールレート	R <sup>2</sup>	$\bar{R}^2$	DW
0.0041*** (-8.1)	-0.085*** (-7.5)	0.740	0.727	2.03

注1：コールレートは年平均。預金は普通預金，定期預金，CD。現金・預金比率は平均残高。

注2：\*は10%有意，\*\*は5%有意，\*\*\*は1%有意。無印は10%非有意。

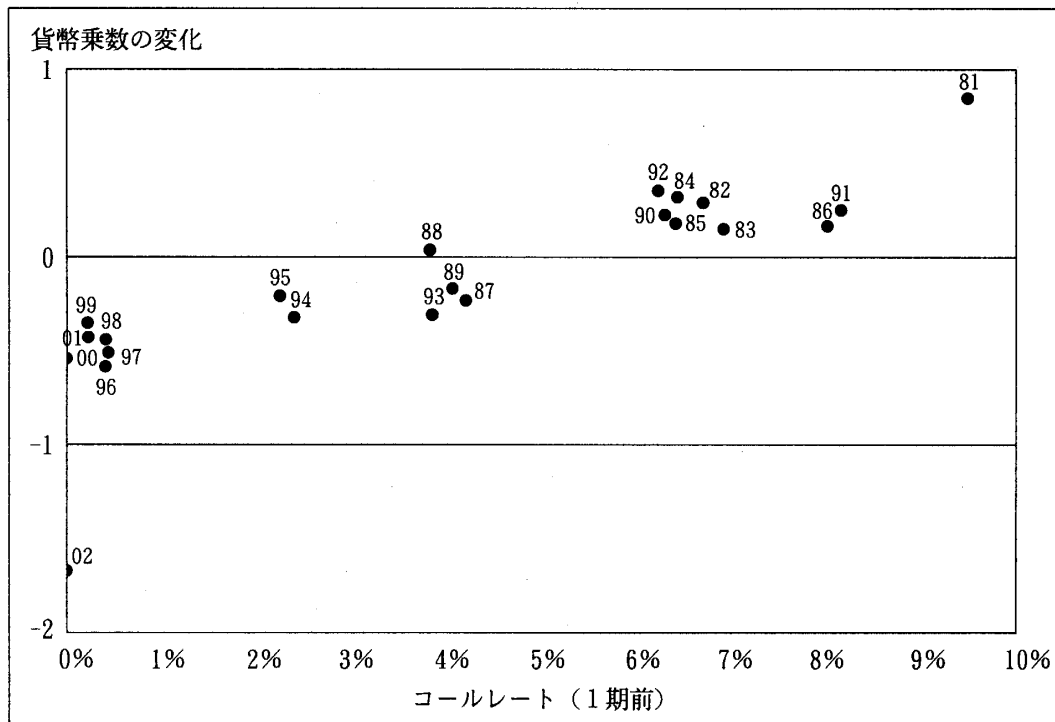
資料：図1と同じ。

融政策の手法は、今日、中央銀行の金融政策の手法として標準的なものである。例えば、アメリカ連邦準備制度議長グリーンズパンがコントロールしているのはフェデラル・ファンド・レートであり、マネー・サプライではない。

それでは中央銀行はなぜ利子率がコントロールできるのに、貨幣量はコントロールできないのであろうか。それに対して、前項で扱った銀行のバランスシート調整とそれにもなう伸縮的な貨幣乗数は1つの解答を与えるであろう。

中央銀行がマネタリーベースを増加させた場合を考えよう。銀行の手元の資金は過剰となる。銀行は過剰な資金を減少させるために、利子率を引き下げるであろう。逆に中央銀行が引き締

図5 コールレートと貨幣乗数の変化



(1981-2001年)

定数	コールレート(-1)	R <sup>2</sup>	$\bar{R}^2$	DW
-0.52*** (-10.4)	11.4*** (11.6)	0.876	0.869	2.07

(1981-2002年)

定数	コールレート(-1)	R <sup>2</sup>	$\bar{R}^2$	DW
-0.66*** (-7.0)	13.6*** (7.1)	0.718	0.704	1.48

(-1) は1 期前の数値を示す。

注1：コールレートは年平均。貨幣乗数の変化は平均残高。

注2：\* は10%有意, \*\* は5%有意, \*\*\* は1%有意。無印は10%非有意。

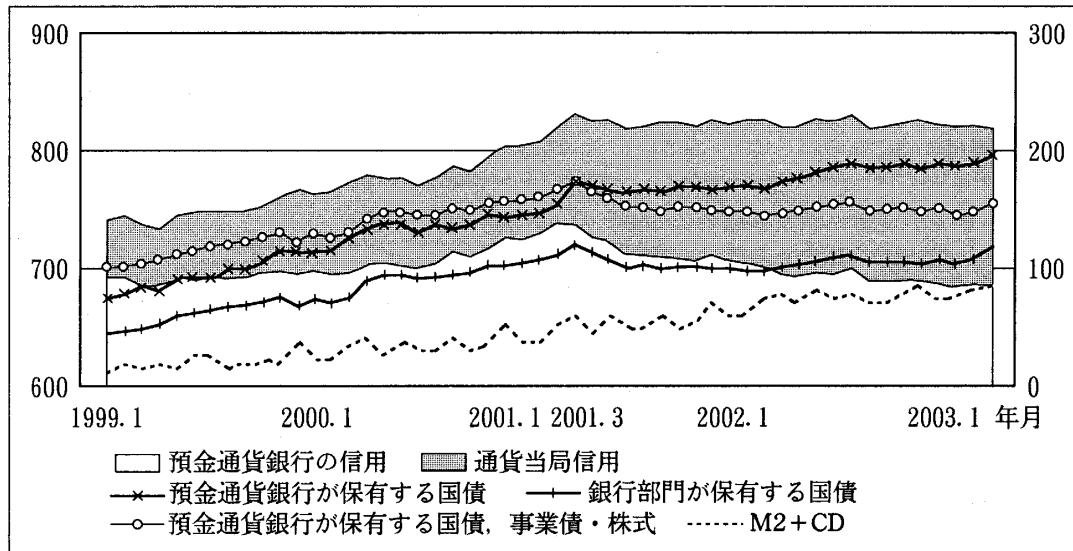
資料：図1と同じ。

め政策をとる場合には逆のプロセスが生じ、利子率を引き上げる。中央銀行によるマネタリーベースの操作は量の操作である。しかし、この量の操作は銀行のバランスシートを調整によって利子率へと転換される。そのために中央銀行は利子率の操作は容易になるが、貨幣量のコントロールは難しくなる。

### (3.5) M2+CD の増加の可能性

「銀行信用が貨幣供給を決定する」という主張は、直ちに「中央銀行は貨幣量をコントロールすることができない」ことを意味するわけではない。伸縮的な貨幣乗数は中央銀行の政策効

図6 量的緩和政策導入前後の銀行信用とM2+CD



単位 兆円。

注1：月末。

注2：預金通貨銀行の信用、通貨当局信用、M2+CDは左目盛り。預金通貨銀行が保有する国債、銀行部門が保有する国債、預金通貨銀行が保有する国債、事業債・株式は右目盛り。

注3：預金通貨銀行の信用は純対外資産、政府向け信用、地方公共団体向け信用、民間向け信用の和（現金・日銀預け金を除く）。通貨当局信用は純対外資産、政府向け信用の和（預金通貨銀行向け信用を除く）。

資料：図1と同じ。

果を減退させるが、必ずしもその効果をゼロにするというわけではない。逆に利子率の低下は信用の拡張につながる可能性がある<sup>(9)</sup>ので、信用拡張という経路を通じて中央銀行はマネタリーベースの供給は貨幣量を増加させる可能性がある。実際、服部（2002）ではマネタリーベース増加率とM2+CD増加率の間に正の関係があることを示している（服部，2002，91ページ）。

しかし、銀行信用の増加は貨幣乗数論が考えるほど自動的には生じない。そのため、このような政策には限界がある。それを示したのが量的緩和政策である。1997年の金融危機以後、デフレの中で銀行は企業への貸出を減少させる中で、国債保有を急増させてきた。先述したように、銀行からすれば、民間企業と違い、国はつぶれないので安全である。また国債はBISの自己資本比率規制の中でリスク・ウェイトがゼロだから、自己資本不足に悩む銀行にとって格好の投資物件である。資金の需要者サイドから見ても、デフレの中で民間企業は投資意欲が衰えているのに対して、<sup>(10)</sup> 税収不足に悩む国は国債発行を急増させる必要があった。その結果、97年の金融危機以後は銀行は貸出ではなく、国債（部分的には地方債も）保有によって貨幣供給を増加させた。

(9) もっとも、これは貨幣需要を操作対象としているという点で貨幣乗数が想定する貨幣量コントロールの方法とは異なる。

(10) 「銀行は国債ばかりを買っている」ことがよく批判されている。しかし、こうした銀行資産の国債シフトは、1930年代の大恐慌時の日本、アメリカの銀行においても見られた。

けれども、量的緩和政策によってこうした状況は一変する。貨幣乗数論が部分的でも成立する時、マネタリーベースの増加に応じて預金通貨銀行の信用は増加するはずである。けれども、量的緩和政策導入後、全く反対のことが生じている。図6が示すように預金通貨銀行の信用（現金・日銀預け金は除く）は減少した。

それではその原因はどこにあるのだろうか。銀行の貸出は量的緩和政策導入後も減少傾向にあるが、そのペースは2001年中には大きな変化はない。以後、逆に減少のペースは加速した。しかし、貸出よりも重要な役割を果たしたのは証券保有、特に国債保有の変化である。量的緩和政策導入後は通貨預金銀行の国債保有は横ばい、むしろ減少気味である。国債ほどではないが、株式・事業債もその減少ペースを速めている。

それではなぜこのような現象が生じるのであろうか。量的緩和政策導入後、日銀は大量に銀行から証券、特に国債を購入した。すると銀行には貨幣が供給される。けれども、デフレの中で経営が危ない銀行はリスクをとることができない。また、自己資本不足によっても銀行は貸出を増加させることが難しい。株式保有にいたってはその保有制限のために大手銀行では逆に減少させる必要がある。

安全な国債なら銀行は購入しようとするかもしれないが、国債の残高は中央銀行ではなく、財政当局によって決定される。小泉政権成立後は財政再建のために国債発行をむしろ減少させよう<sup>(11)</sup>と努力している。銀行以外の金融機関も国債を保有しているから、銀行が購入することができる国債の上限は実際にはもっと低くなる。中央銀行の国債買いオペはこの上限をさらに低める。そのために中央銀行が国債の買いオペを大々的に行うとそれに圧迫されて、通貨発行銀行の国債保有が減少する<sup>(12)</sup>（以上の点については服部、2003も参照）。

金融緩和による利子率低下自体が信用拡張を作り出す可能性があるから、マネタリーベースの増加は貨幣量を増加させる可能性がある。しかし、これはあくまでも可能性である。単純な貨幣乗数論が想定するほど、信用の拡張は自動的に生じない。銀行の手元に資金がいくらあっても、有望な投資物件がない場合、銀行はその資金をむしろ遊休させることを望むであろう。逆に量的緩和政策は中央銀行が金融緩和を行っても、信用サイドの制約により貨幣の増加が生じない場合があることを示したのである。<sup>(13)</sup>

(11) 統計上は2002年度、03年度の内国債の発行残高の増加額は何れも60兆円を超え、以前よりも増加のペースが増加した。しかし、それは新たに財投債が国債に加わったためである。これを除くと、国債増加のペースは以前よりは低下している。

(12) エプシュタイン＝ファークソン (Epstein and Ferguson, 1984) はアメリカの1930年代の大恐慌期に同様の現象が生じていたことを主張する。1932年春、連邦準備制度は国債の買いオペを実施したが、銀行の圧力のために早くも夏には取りやめになった。銀行は資産を国債にシフトさせていた中で買いオペは、銀行にとって資産の有望な運用先を奪われることになるためである。

(13) もっとも、このような状況でも非貨幣金融負債が減少すれば、その分貨幣量は増加するであろう。

## 4. 様々な貨幣の変動

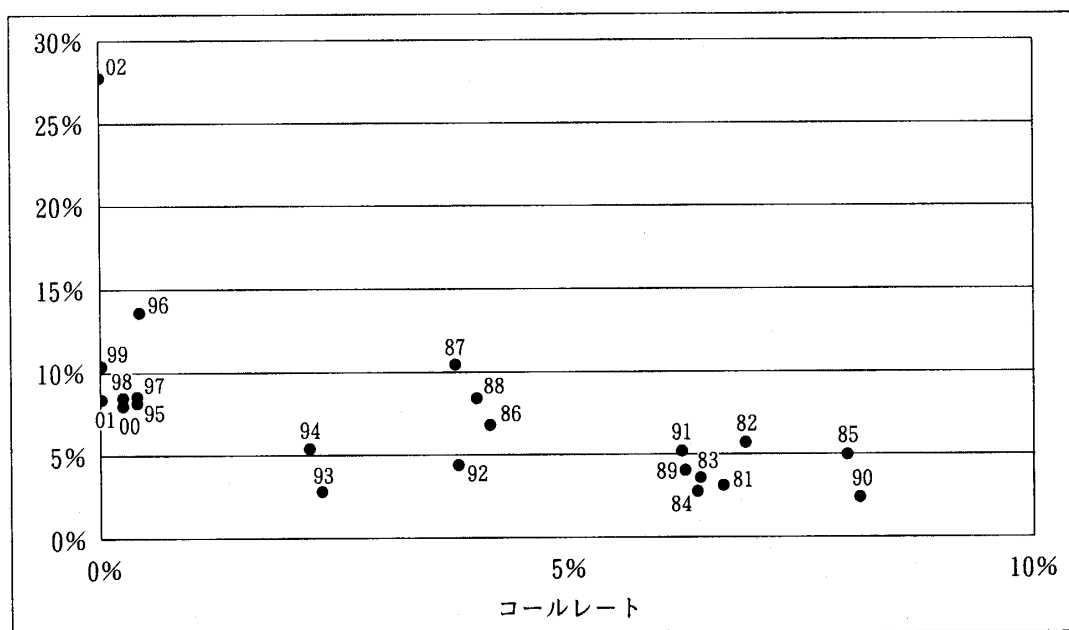
## (4.1) M1

今まで現在の日本の慣行に従って貨幣 =  $M2 + CD$  であると前提として議論してきた。しかし、これは単なる慣行であって、理論的な根拠があるわけではない。各国が用いる貨幣指標はバラバラであり、時代によっても変化している。また同じ貨幣指標であっても国ごとに、時代ごとに定義も異なる。「中央銀行は貨幣量をコントロールすることができるか」という問はそれ自体としては意味がない。どの貨幣のことを述べているかが明らかでないからである。

さらに貨幣指標は単に様々な種類があるだけでなく、その動きもばらばらである。けれども、内生的貨幣供給論と流動性選好の理論を用いれば、様々な貨幣のばらばらな動きを理論的に説明できる。M1 が利子率の減少関数であることはしばしば指摘される通りである (Kaldor, 1986, pp. 75/161 ページ, Lucas, 2001, 98-102)。日本においても90年代後半以後の低金利の時代、現金、特に M1 の増加率はむしろバブル期を上回っている。特に2002年4月の定期預金に対するペイ・オフ解禁の結果、この前後に M1 は急増した。

M1 が利子率の減少関数となるのは流動性選好理論によって理解することができる。利子率

図7 コールレートとM1増加率



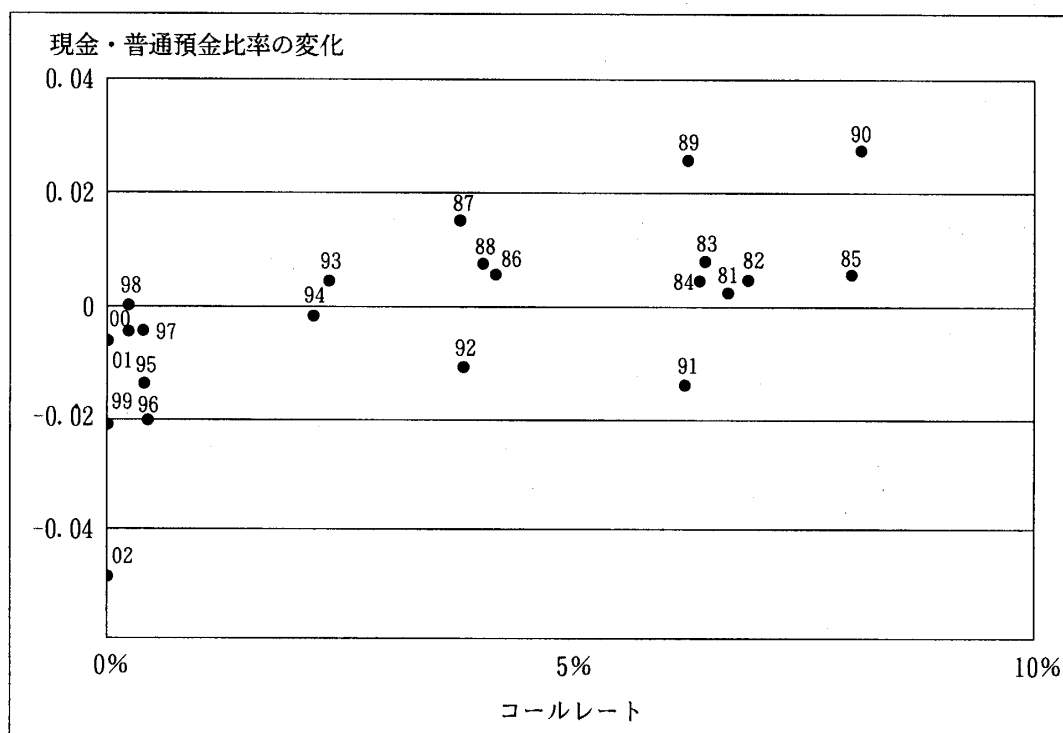
(1981-2001年)

定数	コールレート	R <sup>2</sup>	$\bar{R}^2$	DW
0.092*** (12.0)	-0.73*** (-4.5)	0.511	0.485	1.51

注：コールレートは年平均。M1は平均残高。

資料：図1と同じ。

図8 利子率と現金・普通預金比率の変化



(1981-2001年)

定数	コールレート	$R^2$	$\bar{R}^2$	DW
0.0094** (2.6)	-0.27*** (-3.5)	0.395	0.363	1.66

注：平均残高。

が低下すると定期預金などの利子を生む資産の需要が減少する。そのために現金の需要が増加する。しかし、貨幣の保管場所としては家庭よりも銀行の方が安全である。そのため、銀行預金<sup>(14)</sup>が保護されている現在、利子率がゼロに近づくと普通預金の需要は現金需要以上に増加する。

このように M1 に関しては資産需要が重要な意味を占めていることが分かる。ここにおいても貨幣需要が貨幣供給を決めるというメカニズムが成立している。ただし、ここでの貨幣需要は資産需要であって、銀行貸出に対する需要ではない。銀行部門のバランスシートで言うと、銀行貸出は資産側になるが、資産需要は負債側である。<sup>(15)</sup>

(14) もちろん、普通預金が安全なのは政府が普通預金を保護しているからである。例えば、預金保護がなされていないアメリカ1930年代の大恐慌時では、銀行危機の中で普通預金の危険度は高まった。このような状況では普通預金も激減する。

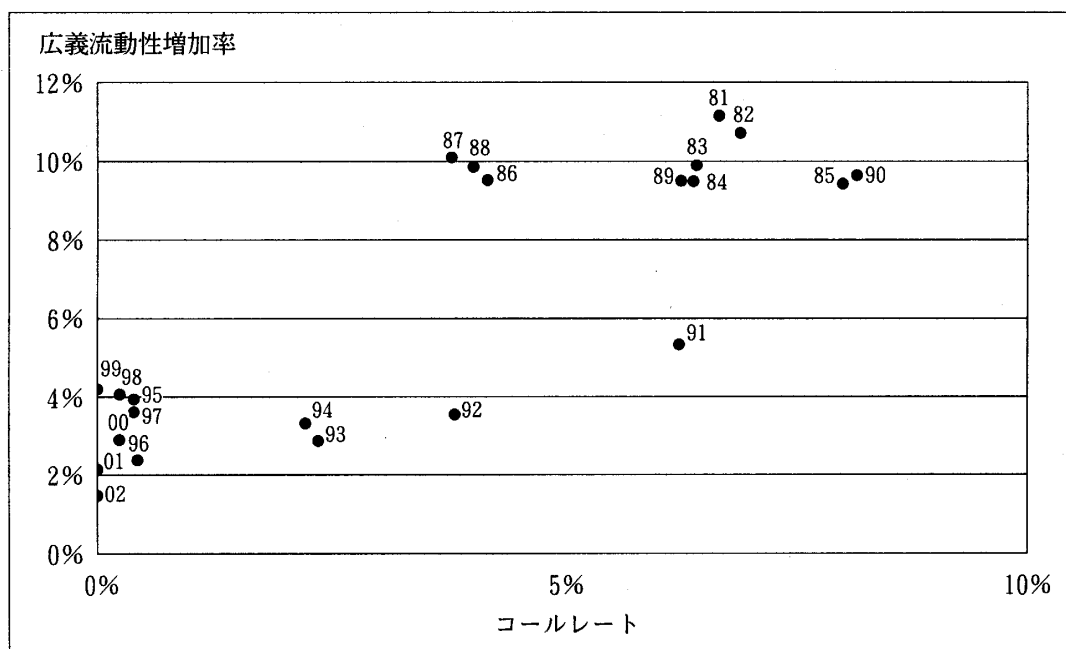
(15) カルドアは流動性選好利子論は内生的貨幣供給と相容れないとしてケインズを批判した(Kaldor, 1986, pp. 75-7/161-5 ページ)。しかし、カルドアは同時に M1 の利子弾力性がマイナスであるのに対して、M2, M3 といった広義貨幣の利子弾力性はプラスであることを示した(Kaldor, 1986, pp. 75-6/159-61 ページ)。これは利子率が低くなると普通預金に預金シフトが生

中央銀行が利子率をコントロールすることが可能であるならば、低金利政策によって M1 をコントロールすることが可能となるであろう。けれども、このようなコントロールの手法は貨幣乗数論の考える貨幣量のコントロールの方法とは異なり、資産需要という貨幣需要に働きかけるコントロール方法である。

#### (4.2) 広義流動性

しかし、貨幣量増加率は常に利子率の減少関数とは限らない。広義流動性が利子率の関数で

図9 利子率と広義流動性増加率



(1981-2001年)

定数	コールレート	D	広義流動性(-1)	R <sup>2</sup>	$\bar{R}^2$	DW
0.090*** (14.6)	0.15 (1.6)	0.057*** (-10.7)		0.957	0.952	1.55

(1982-2002年)

0.066*** (7.0)	-0.05 (-0.5)	0.045*** (-7.7)	0.35** (2.9)	0.973	0.968	1.83
-------------------	-----------------	--------------------	-----------------	-------	-------	------

D : ダミー変数 (1982-90年は0, 91-2001年は1)。

(-1) は1期前の数値を示す

注1 : コールレートは年平均。M1は平均残高。

資料 : 図1と同じ。

じるためである。ここで用いられている理論はまさしく流動性選好説である。流動性選好理論に対する批判にもかかわらず、実際にはカルドアは流動性選好理論を内生的貨幣供給論に結びつけたのである。

あるかどうかは、計量的には不明確である。変数に利子率だけをとれば、広義流動性は利子率の増加関数である。けれども、1期前の広義流動性を合わせると、利子率の符号はマイナスに変化する。いずれにせよ統計的には有意ではない。

服部(2002)は広義流動性増加率とマネタリーベース増加率の間には関係がないことを示した。これは一見すると奇異な現象のように見えるが、次のように考えれば、これは公開市場操作の原則にむしろ従っている。公開市場操作はそもそも証券を貨幣化するものである。しかし、広義流動性の中には国債、金融債といった証券が含まれている。したがって、これらの証券を貨幣化しても証券が現金(もしくは預金)に置き換わるだけであり、全体としての広義流動性の数量には影響がない(辻村他, 2002, 28-9 ページも参照)。前節では銀行信用の経路を通じて M2+CD をコントロールできる可能性があることを指摘した。しかし、M2+CD のコントロールに成功したとしても、それは単に広義流動性の中の非 M2+CD を M2+CD が代替するにすぎない。<sup>(16)</sup>

以上のように貨幣のコントロール可能性の問題はどの貨幣を考えるかによってその答えは異なる。M1 ならば、利子率操作を通じてコントロール可能である。M2+CD も金融緩和は信用の増加を通じて、その数量を増加させることが部分的には可能である。しかし、広義流動性は別である。逆により狭義の貨幣のコントロールに成功しても、それはより狭義の非貨幣を代替するだけであり、より広義の貨幣のコントロールには必ずしも結びつかない。

## 5. 結 論

現在行われている量的緩和政策の結果は内生的貨幣供給論にとっても重要な意味を持つ。中央銀行はその気になればマネタリーベースを操作することが可能である。しかし、マネタリーベースの供給は必ずしも貨幣量の供給につながらない。その意味で貨幣は内生的に供給されるのであり、同時にマクロ経済学のテキストブックに登場する貨幣乗数論は成立していない。

本稿は貨幣乗数がなぜテキストブック通りに成立しないかを明らかにした。貨幣乗数論は銀行は受け取った貨幣を貸出に回すと想定している。しかし、利潤を目当てに活動している銀行は儲からないところに貸し出すようなことはしない。逆に利子率を引き下げ、資金が集まらないようにするであろう。金融引き締め期には逆に利子率を引き上げ、貸出に応じた資金を集めようとする。もっとも、利子率はマイナスにならないので、ゼロ金利の下では銀行に余剰資金が滞留し、準備金が増加する。このような銀行の主体的なバランスシート調整は貨幣乗数を伸

(16) 貨幣と非貨幣の代替関係の指摘は様々な論者によって、マネタリズム批判として指摘されてきた。例えば、キンドルバーガーは貨幣当局がある種の貨幣の数量をコントロールできたとしても、金融革新は広義の貨幣を作りだし、結局、その効果は無効になると論じている (Kindleberger, 2000, p. 53)。ミンスキーは実際に1970年代のアメリカにおいて銀行規制を回避する手段として M M F が開発され、特に金融引き締め期に急成長したことを明らかにした (Minsky, 1982, 75-7/120-1 ページ)。



縮的にするとともに、内生的貨幣供給論の基礎となるであろう。またバランスシート調整の問題は流動性選好の問題そのものであるから、内生的貨幣供給は流動性選好と必然的に結びつかなければならないことが分かる。

もちろん、中央銀行は銀行信用の操作を通じて  $M2+CD$  をコントロールできるかもしれない。けれども、こうした操作は貨幣乗数論が想定するようなマネタリーベースを増加させれば、自動的に貨幣量も増加するというものとは異なる。逆に銀行信用の制約によって、金融緩和がその効果を発揮できないでいるのが、量的緩和政策である。

最後に抽象的な「中央銀行は貨幣量をコントロールできるか」という問いには意味がない。中央銀行のコントロール可能性は貨幣の種類によって大きく異なるのからである。例えば、 $M1$  は低金利政策により増加させることができるが、広義流動性をコントロールすることは不可能となる。このように種々の貨幣がばらばらに変動する理由を明らかにできる点が、逆に内生的貨幣供給論と流動性選好説が貨幣理論として優れている点の1つである。

## 文 献

- Dow, J. C. R. and Saville, I. D. (2001) *A Critique of Monetary Policy: Theory and British Experience*, Oxford, Oxford University Press.
- Epstein, G. and Ferguson, T. (1984) "Monetary Policy, Loan Liquidation, and Industrial Conflict: The Federal Reserve and the Open Market Operations of 1932," *Journal of Economic History*, Vol. 44, No.4, Dec.
- Goodhart, C. A. E. (2001) "The Endogeneity of Money", in Arestis, P., Desai, M, and Dow, S. (eds.), *Money, Macroeconomics, and Keynes: Essays in Honour of Victoria Chick*, Vol. I, London, Mamillan.
- Kaldor, N. (1986) *The Scourge of Monetarism*, 2nd. ed, Oxford, Oxford University Press. 『マネタリズム—その罪過』(原雅彦・高川清明訳) 日本経済評論社, 1984年(初版の訳)。
- Kindleberger, C. P. (2000) *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, 4th ed., New York, John Wiley and Sons.
- Lucas, R. E. Jr. (2001) "Inflation and Welfare," in Leijonhufvud, A. (ed.), *Monetary Theory as a Basis for Monetary Policy*, London, Palgrave.
- Minsky, H. P. (1982) *Can 'it' Happens again?: Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York, M. E. Sharpe. 『投資と金融』(岩佐代市訳) 日本経済評論社, 1988年
- 辻村和佑他 (2002) 『バランスシートで読みとく日本経済』 東洋経済新報社.
- 服部茂幸 (2002) 「日本銀行は貨幣量を増加させることができるか——貨幣供給重視派の誤謬」『福井県立大学 経済経営研究』第11号, 3月.
- 服部茂幸 (2003) 「量的緩和政策は貨幣ストックを増加させなかった」『経済セミナー』第576号, 1月.