

88-J-5

ハイパワード・マネーと金融政策

— 日銀流貨幣理論の批判 —

小宮 隆太郎

(東京大学)

1988年6月

このディスカッション・ペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿である。著者の承諾なしに引用・複写することは差控えられたい。

ハイパワード・マネーと金融政策
—日銀流貨幣理論の批判—

小宮 隆太郎

目 次

はじめに	1
I. ハイパワード・マネーの重要性	2
マネー・サプライ決定の経済学的理解 日銀派とハイパワード・マネー 「新」日銀派 とハイパワード・マネー ハイパワード・マネーにかんする外山氏の混乱 部分準備制 と日銀派	
II. 日銀流理論の特徴	7
「近代」経済学の「理論モデル」 「『モデル』とは、一体、何なのかね」 日銀派の 「理論」 資金需給の恒等式と金融の繁閑 経済学の考え方と対照的な日銀流理論	
III. 通貨部門の一般均衡モデル	12
一般均衡モデルの構成 ハイパワード・マネーの需給 オソドックスな金融政策： (1)基本的役割 動学的要素 ハイパワード・マネーの供給量と金利水準 オソド ックスな金融政策：(2)自動車の運転との比喩	
IV. 理論モデル vs. 日銀派	19
因果関係 政策変数か内生変数か 国債発行とマネー・サプライ 金融引締めについ てのブラック・アンド・ホワイト・アプローチ 変数の先行・遅行と因果関係 ハイパ ワード・マネーとマネー・サプライの先行・遅行 短期金利とマネー・サプライの双方を 自由に選ぶことはできない オソドックスな金融政策：(3)金融引締めとコール・レ ートの役割 貨幣乗数	
V. 民間銀行と中央銀行の関係	28
民間銀行の行動 「寛厳」・「恩恵」・「懲罰」 オソドックスな金融政策：(4) “Arm's Length”の取引 「資金ポジション」と銀行の貸出し行動 合理性を欠く「ポ ジション指導」 日銀派の貨幣乗数否定論	
VI. 1972～73年の金融政策	33
1971年～72年前半のマネー・サプライ 1972年前半までの金融政策 1972年後半以降の 金融政策 日銀の「貸し進み」 金利指標の軽視	
おわりに	39
注 記	40
参照統計図表	46

はじめに

私が1975年に書いた「昭和四十八、九年インフレーションの原因」という論文^{注1)}（以下では簡単のため「原因」論文と略称する）に対して、元日本銀行理事（および調査局長）の外山茂氏が非常に厳しい批判の論文を書いておられることをかねがねより承知していた。最近、私は「原因」論文と同じ性質のテーマを扱った「中国のマクロ経済管理」の論文^{注2)}の執筆にあたって自分の「原因」論文を精読する機会があり、また私の論文を集めた書物に「原因」論文を収録することを考えたので、外山氏の批判を読んでみた。外山茂『金融問題21の誤解』^{注3)}（以下では『誤解』と略称する）の第1章（とくに第2、3節および付論）がそれである。読んでみると、小宮の「誤解」なるものが手厳しく批判されているのだが、そのほとんどが私には的外れのように思われた。永年お付き合い頂き、同書も贈呈して下さった外山氏には申訳ないのだが、同氏の方が「誤解」しておられる点が少なからず、私が「原因」論文のなかで述べたことはほとんど改める必要がないと思った。

そもそも、私が最初に日本の金融政策に関心をもつようになったのは、1950年代に米国に留学して帰国した直後の1960年頃からだ^{注4)}。その頃から最近にいたるまで、日本銀行の吉野俊彦、外山茂、西川元彦、呉文二の諸氏ら錚々たるエコノミストをはじめ多くの「日銀派」の方々と金融政策や金融問題について論じたときに、重要な点で意見の対立することが少なくなかった。お互いに相手側に対してなんら悪意をもつわけではなく、また利害の対立もほとんど存在しないにもかかわらず、考え方の対立が長引いていたのは、個々の問題の論議の背後にある金融政策、金融問題、さらには経済学についての基本的な考え方が違っていたからに他ならない。

それで私は以前から、機会があれば日銀派のエコノミストたちの著作・発言等はずもとより、日本銀行の公式発表・調査月報等を精査・分析し、考証を十分に尽くし、日銀の多数派の人々が金融政策の基礎的な問題についてどのように考えているかを明らかにして、それをできるだけ正確に再構成し、「日銀流貨幣理論」（“The Bank of Japan's Monetary Economics”）という論文にまとめたかと思っていた。「原因」論文のなかで「日銀流貨幣理論」に言及しているのは、このような考えを私がかかっていたからである。

しかしそのような論文の執筆を私は今日まで果たせないのであり、また当分果たせそうにもない。それに日銀のエコノミストたちも次第にジェネレーションが替わり、米国等への留学経験者が増え、日本の大学で標準的な「近代」経済学、金融論を学んだ人々が増えてきた。また日銀の金融研究所では米国流の経済学に立脚した研究活動が活発に行なわれるようになった。その結果、金融政策理論にかんする日銀の多数派の考え方が次第に私のそれに近づいてきており、私が「日銀流貨幣理論」と呼んだものは、いまや次第に過去のものになりつつあり、「旧日銀流貨幣理論」と呼ばなければならないのではないかと思う（ただし、「貨幣理論」というよりは「貨幣経済学」と呼んだ方が適切かもしれない）。

「旧日銀派」がかなり退潮したことにより、上記の論文を書く意義もやや薄れたように思われ、私にとってそのインセンティブも弱くなってしまったと感じている。

しかし外山氏の『誤解』のなかの私に対する批判を読んでも、それは全面的に「日銀流貨幣理論」に依拠しており、『誤解』が書かれた当時は「旧日銀流理論」は健在であったように思われる。また今日でも、日本銀行の金融政策や関係者の発言には、旧理論の残滓や影響が時折散見される。書かれたものとしてよりもむしろ関係者にとって「周知」のオーラル・トラディションとして、私の目からみれば頑なに見えるほどに強固に存在していた旧日銀流理論が、一朝一夕に雲散霧消してゆくとは思われないのである。^{注5)}

そこで本稿では、一つには外山氏の私に対する批判に答えるために、「旧日銀派」の考え方と私のように主として米国流の金融政策理論およびマクロ経済学を学んできたものの考え方が、基本的な点でどのように異なっているかを、できるだけ要領よく述べておくこととしたい。

なお以下では「旧」は省略して「日銀派」あるいは「日銀流」と記すことにする。これは繁雑を避けるためであるが、同時に現在日本銀行に所属している人々は次第に標準的な経済学の考え方に融け込んできたので、旧日銀派と区別すべき新日銀派なるものは存在しないように思われるからでもある。

また、前述のようにいまの私にとっては日銀派の著作等を精査・考証するだけの余裕はもとよりないので、以下での叙述は外山氏の『誤解』をはじめ日銀派の方々の二、三の著作と、日銀流理論にかんする私の従来理解、経験を中心とするかなり主観的かつ印象主義的な走り書きという性格のものとならざるをえない。

さて以下では、まずハイパワード・マネーという概念をめぐって米国流の経済学の考え方と日銀流の考え方の中に存在する大きなギャップについて述べ（第I節）、ついで日銀流貨幣理論あるいは貨幣経済学の考え方の特徴がおおよそどのようなものであるかを、一つの事例に即して述べる（第II節）。つぎに経済学では金融政策について理論的にどのように考えられているかを説明するために、通貨部門の理論モデルの概略について説明し（第III節）、これに続く二つの節では、金融政策上の基本的な問題と（第IV節）、民間銀行と中央銀行の関係について（第V節）、経済学の考え方と日銀流の考え方がどのように異なっているかを論じる。最後に1972年（昭和47年）から73年にかけての金融政策について、外山氏と私の意見がどのように異なるかを述べ、外山氏の批判に答える（第VI節）。

I. ハイパワード・マネーの重要性

米国流の貨幣理論あるいは金融政策の理論では、ハイパワード・マネー（high-powered money）の残高の大きさ、その変化の速度、つまり中央銀行によるハイパワード・マネーの新規供給の速度が、マネー・サプライの決定としたがって金融政策（セントラル・バンキング）にとって決定的な重要性をもつものと考えられている。経済学の初歩的な教科書

の金融政策にかんする章は、必ずそのことを述べている。

マネー・サプライ決定の経済学的理解

たとえば日本でも良く知られているポール・サミュエルソンの『経済学』の金融政策にかんする章は、次のような説明から始められている。

「中央銀行の……主要な機能は、……ハイパワード・マネー（あるいはハイパワード・リザーヴ）の供給をコントロールし、それをつうじて一国の経済の貨幣と信用の供給をコントロールする [こと] ……である」。^{注6)}

あるいはサミュエルソンと同様、米国で広く使われているS. フィッシャーおよびR. ドーンブッシュの経済学の入門書は、金融政策にかんする章で、マネー・サプライがどのようにして決定されるかについて次のように述べている。

「貨幣残高 [マネー・サプライ] を決定する諸要因を示す式は

$$[\text{貨幣残高}] = [\text{貨幣乗数}] \times [\text{ハイパワード・マネー}]$$

と表わすことができる。この式は貨幣残高に影響を及ぼす二つの要因を示しているの
で有意義である。第一に、中央銀行 [連邦準備制度] はハイパワード・マネーに影響
を及ぼす公開市場操作をつうじて貨幣残高を直接、変化させることができる。このよ
うにして中央銀行は存在するハイパワード・マネーの数量をコントロールする。これ
が中央銀行による貨幣残高のコントロールの主要な方法である。金融政策の第二のル
ートは、貨幣乗数 (money multiplier) の大きさを変えることである。中央銀行は預
金準備率の変更によってこれを実行することができる」。^{注7)}

これら二つのステートメントは、金融論 (Money and Banking) やマクロ経済学の教科書
からの引用ではなく、米国あるいはその他の国の大学ではじめて経済学を学ぶためのもっ
とも初歩的な教科書からの引用である。このような理解が、金融政策についての経済学的
理解の第一歩と考えられているのである。^{注8)}

ハイパワード・マネーは、いまの説明からもわかるように、マネー・サプライのベース
(基礎) になっているので、「マネタリー・ベース」 (monetary base) とも呼ばれる。現
在の日本の場合、これが変化する主要な径路は、(1) 日本銀行の民間銀行に対する貸出し、
手形売買、(2) 一般財政資金の収支、(3) 日本銀行と金融機関との間の債券売買、(4) 外
国為替市場への介入 (外国為替の売買)、の四つであり、それらをつうじて日銀からハイ
パワード・マネーが出てゆけばマネー・サプライは増大して金融は緩和し、逆にそれらをつ
うじてハイパワード・マネーが日銀に還流すればマネー・サプライは収縮し、金融は引
締まる (ところが後述のように日銀派はこのようには考えないのである)。また準備預金
制度の準備率が引上げられれば、他の事情を一定とすると、貨幣乗数の値が小さくな
ってマネー・サプライは減少して、金融は引締まり、準備率が引下げられればマネー・サ
プライは増大して金融は緩和する。これがマネー・サプライがどのようにして決まるかにつ
いての初歩的な経済学的理解である。

以上はもちろんごく大ざっぱな考え方であって、「一次近似」と理解すべきものであり、マネー・サプライにかんするより詳細な理論はもう少し複雑に構成される。そのような理論の一例は第Ⅲ節で説明する。

日銀派とハイパワード・マネー

これに対して「日銀流貨幣理論」はどのように考えるかという点、日銀派にはマネー・サプライがどのようにして決定されるかについての基本的な理論というものほとんど存在しないようである。そもそも、「ハイパワード・マネー」とか「マネタリー・ベース」という観念が欠落しているのである。そしてマネー・サプライの総量がどのようにして決まるかを、大づかみに、単純・明快に把握するための上記のような枠組に代わるものが一切存在しないように思われる。

たとえば呉文二氏の『金融政策』^{注9)}という著書は、1950年代後半から「昭和四十八、九年のインフレーション」の直前までの日本の金融政策の制度的仕組みを明快に記述した古典ともいえる名著であるが、ハイパワード・マネーとか貨幣乗数とかという言葉は一切出て来ない。またマネー・サプライ（同書では通貨量と呼ばれている）がどのようなメカニズムによって決まるかについての、上記の単純・明快な説明に対応するような説明は一切示されておらず、ただ金融引締め過程についての説明が含まれているだけである。呉氏も私にとっては永年お付き合い頂いてきた敬愛する先輩であり、同書をはじめ多くの著書をお贈り頂き、しばしば参照させて頂いて来たのだが、同書は貨幣理論、あるいは貨幣経済学の面にかんするかぎり、基本的に — あるいは「徹底的に」 — 日銀流である。

米国流の経済学の金融政策にかんする説明ではまずハイパワード・マネーに依存してマネー・サプライが決まるということが説明されているのに対して、「日銀流貨幣理論」ではハイパワード・マネーという言葉は一切出てこないということからだけでも、両者の間に大きな隔たりがあることがわかるであろう。

呉氏の『金融政策』よりもかなり後の時期に書かれたと思われる同氏の『金融』〈経済ゼミナール〉という書物では、「ハイパワード・マネー」という言葉は一箇所だけにだけ出てくる。それは「ハイパワード・マネーの増加はその数倍のマネーサプライの増加」をもたらすという考え方に対して「日銀関係者は概して否定的である」ことを説明する箇所である。そこでは結論として「結局、ハイパワード・マネーとマネーサプライとの間の信用乗数関係については、まだ結論がでていないように思われる」と述べられている。^{注10)}そこで呉氏が「日銀関係者が概して否定的である」理由として挙げている点は私には納得できないが、それについては後に第Ⅴ節でふれる。

「新」日銀派とハイパワード・マネー

このように「旧」日銀派の貨幣経済学のヴォキャブラリーには、「ハイパワード・マネー」あるいは「貨幣乗数」という言葉は含まれていないのであるが、日本銀行に所属する

若いジェネレーションの人々の貨幣経済学は、先に紹介した米国流の標準的な考え方に次第に近付いているように思われる。その一つのあらわれとして、最近改訂された日本銀行金融研究所の『わが国の金融制度』は、

「『ベース・マネー』とは、『現金発行高』と『中央銀行預け金』の合計で、別名、『マネタリー・ベース』あるいは『ハイパワード・マネー』と呼ばれる。これは、銀行部門の信用創造活動を通じ『貨幣乗数』倍のマネー・サプライを生み出すので、これらの呼び名（ベースあるいはハイパワー）が付けられている」。^{注11)}

と明快に述べている。ただし、これだけのことが注の中で述べられているということが象徴的であり、このような考え方は日本銀行にまだ十分には定着していないという印象を受ける。^{注12)}

ハイパワード・マネーにかんする外山氏の混乱

外山氏の『誤解』の方は、ハイパワード・マネーにかんする小宮の考え方を批判しているのだから、「ハイパワード・マネー」という言葉はもちろん出て来るが、この言葉は外山氏にとって馴染みの薄い言葉であるらしく、「ここではハイ・パワード・マネーといわず、簡単に現金通貨ということにする」と述べ（『誤解』p.11）、ハイパワード・マネーと云うべきところもすべて現金通貨という言葉で置き替えている。外山氏が自分のステートメントの中でどのような言葉を使おうと外山氏の勝手だが、外山氏は小宮がハイパワード・パワーについて述べた文章でも、「ハイパワード・マネー」という言葉を「現金通貨」に置き替えて紹介しているので、私が意図したのとはまるで違うことを私が述べたことになってしまっているのだからかなわない。

たとえば、外山氏の『誤解』を読むと、私は「日本銀行の現金通貨供給がインフレーションの原因である」（『誤解』p.11. 第1章第2節のタイトル）と述べたことにされているが、私はそんなことはどこでも述べていないのである。

ハイパワード・マネーは現金通貨発行高に民間銀行の中央銀行に対する準備預金を加えたものであり、^{注13)} 両者は概念的に異なる。これを混同するようでは、今日の大学では金融論はおろか経済学の最初のコースの試験にもパスすることが覚束ない。

外山氏は「ハイパワード・マネー」を「現金通貨」と呼ぶことにすると述べているのであるが、現金通貨という言葉を本来の“cash currency”という意味に使っている箇所もあり、その点で『誤解』の第1章は甚だしく混乱している。外山氏は何よりもまずこの二つの概念を厳密に区別して使うべきであった。^{注14)}

しかも、便宜上言葉を取り替えて使うだけでなく、外山氏の頭の中では、ハイパワード・マネーと現金通貨（流通高）の二つの概念の差にあたる部分、すなわち民間銀行が日銀に預けている準備預金（および民間銀行の手許現金）がしばしば消え失せてしまっているようである。たとえば外山氏は『誤解』第1章の冒頭の部分で次のように述べている。

「いま企業Xが在庫積増しのため民間銀行から貸出を受けたとする。この貸出は企業

Xの預金となる。企業Xは企業Yから商品の新規買入れを行ない……企業Yでは出荷が増え製品在庫が減る。……金融面では企業Xの預金減、企業Yの預金増となるだけで民間銀行全体の預金量は変わらない。実体面の取引がこのように企業部門の中だけで行なわれている限り、現金通貨の必要はないのである。……企業Yは早晚減小した製品在庫の補充または積増しをしたいと思うに至るだろう。……ここで生産増加が起こる。……〔他の〕企業への支払いは預金通貨でよいが、貸金は現金通貨で支払わなければならない。ここで民間銀行には現金通貨の不足が生じ、日本銀行から貸出を受けねばならなくなる。」（『誤解』pp.4-5.）

読者はこの説明を読まれておかしいと思われるだろうか、思われまいだろうか。私の予想では日銀派の人はおそらくおかしいとは思わないであろう。これに対してオーソドックスな金融論、マクロ経済学を学んだ人はたちどころに上記の説明には誤りがあると思うのではなからうか。

なぜ誤りがあるかという、民間銀行が企業Xに貸出しを行なった時点で、民間銀行は預金の増加額（それは企業Xへの貸出の額に等しい）に準備率を乗じただけの準備預金を日本銀行に積み増さなければならない。したがって現金通貨の流出がまったくゼロでも、最初の時点ですでに民間銀行は日銀から準備預金相当額の貸出しを受けねばならないのである。^{注15)} 外山氏の思考には、この準備預金の存在が欠落しているようである。

部分準備制と日銀派

日本の通貨制度では、預金通貨に対して法律に基づく準備率が定められた「部分準備制」(fractional reserve system)がとられており、民間銀行は預金に対して一定比率の準備預金を日本銀行に預けなければならない。このような部分準備制のもとでは、先に紹介したサミュエルソンやフィッシャーおよびドーンブッシュの文章が説明しているような、ハイパワード・マネーとマネー・サプライとの間の基本的な関係が金融政策について考える際の出発点となる。ところが日銀派の人々には、日本の通貨制度が準備率の法定された部分準備制であるということが忘れられがちで、ハイパワード・マネーを基礎としてマネー・サプライが成立しているという観念が乏しいのである。

日銀派の人々の間に、いま述べた部分準備制についての基本的認識が乏しいのは、次のような事情によるものと思われる。日本で準備預金制度がはじめて実施されたのは1959年のことである。「旧」日銀派の人々の多くは、準備預金制度のなかった時代に日銀マンとしての基礎的訓練を受けて育った人であって、そのためそれらの人々の「貨幣理論」のなかに準備預金制度が定着していなかったのではないかと推測される。^{注16)} またこのような歴史的背景から、日本では預金準備率はごく低く定められ、準備預金制度が導入されてから長い間、準備預金はあるかなきかの僅かな額にすぎなかった。そうしてハイパワード・マネーの総額に占める準備預金額の比率も低く、ことに1972年まではそうであった。しかもこれまでほとんどの時期において準備預金の額よりもそれを日銀に預けている民間

銀行等への日銀の貸出し額の方がはるかに多く、日銀自身がいわゆる「歩積み両建て」を要求しているという奇妙な形になっている。いいかえれば、準備預金制度が有名無実に近いものに止まる形で金融政策が運営されてきたのである。

それでオーソドックスな金融政策理論の立場からすれば、日本のような部分準備制における通貨供給のプロセスで準備預金が果たしている重要な役割についての認識が日銀派には乏しいことに苦情を言うだけでなく、日本銀行が先進的な中央銀行制度に見倣って準備預金制度を導入しておきながら、この制度をその本来の形で活用せず、後述のように旧態依然たる金融政策を行なってきたことに対しても、苦情を言わなければならないのである。^{注17)}

II. 日銀流理論の特徴

日銀派に対して私が違和感を感じる人が多いことの理由の一つは、「理論」とは何かということについて、日銀派とわれわれの間に大きなギャップがあるからである。

「近代」経済学の「理論モデル」

経済学を学びはじめたときから、「近代」経済学の理論的な考え方によって訓練を受けてきたものにとっては、「理論」とは複雑な現実の経済システムを抽象化しきわめて単純化した「モデル」である。そのときどきの必要により「理論モデル」には精粗さまざまなものがあるが、理論モデルは、かなり精密なものであっても、対象となっている経済システムの骨組みを一筆書きの漫画のように大胆に描写したものである。理論モデルは経済システムそのものではないことはいうにおよばず、カラー写真や写実的な絵画のように、現実を彷彿とさせるような緻密な描写あるいは複製ではない。また近代経済学の「理論」は一定の特徴をもち、ある種の要件を満たしたものでなければならない。それについてここで詳しく述べる余裕は到底ないが、その要点だけをかいつまんで記しておくことにする。

(1) 仮説の体系 マクロ、ミクロの理論をはじめ応用経済学の実証的 (positive) な理論は、いくつかの「仮定」あるいは「仮説」から構成されており、「仮説の体系」が理論の骨組みを形作っている。

(2) 連立方程式 それらの仮定は対象となっている問題により、必要に応じて精粗さまざまに設定されるものであるが、通常、形式的には一連の方程式によって表わすことができる。したがって理論モデルとは、一般にそのスケルトンが連立方程式 (方程式体系) によって表わされるものである。

(3) 変数の数：内生変数と外生変数 理論モデルがいくつかの経済変数を含むか、そのうちのいくつかが外生変数 (独立変数) であり、いくつか内生変数 (従属変数) であるかということが非常に重要である。内生変数は連立方程式の未知数であり、論理的に “consistent” (整合的) な理論では、内生変数の数は方程式の数と一致すべきものである。

(4) 因果関係 経済学の理論においては、外生変数が原因であり、内生変数が結果である。理論とはそのような因果関係を明確に記述するものでなければならない。

(5) 静学と動学 理論モデルには変数の時間的な動きを描写する動学 (dynamics) と、明示的には時間の次元をもたない静学 (statics) とがある。動学の場合には、仮定そのものが時間的要素を含んで構成されていなければならない。一般に動学の方が静学よりも複雑であり、はるかに難しい。しかし必ずしも動学理論が静学理論より優れているというわけではなく、目的によっては静学で十分であることもあり、また静学で我慢しなければならないこともある。

各種のマクロ計量モデルは、いま述べたような理論モデルの特徴が最も明確な形で示される例である。しかし理論モデルがつねにマクロ計量モデルのように明示的に連立方程式の形で示されるとはかぎらない。そのような形で理論モデルを定式化することが難しい場合が少なくないのである。そのような場合には、おおよその理論モデルを前提として、文章的に議論が進められることが多いが、そういう場合でも、近代経済学の理論的訓練を受けた人であれば、経済理論にかかわる問題を議論するときには、当面の議論の対象となっている問題においてどのような仮定を前提するか、それらの仮定は扱っている問題にとって適切なものであるか、そしてどのような変数が内生変数であってどのような変数が外生変数であるか、等々を考えながら議論を進めるはずである。

「『モデル』とは、一体、何なのかね」

理論あるいは理論モデルについてのこのような考え方は、物理学をはじめ自然科学で使われてきた方法を経済学にとり入れたものであるが、「近代」経済学以前の経済学しか学ばなかった人にはなかなか理解し難いものであるらしい。マルクス経済学者のみならず、ドイツ歴史学派流の経済学を学んだ人々、経済史の学者等にとっては、近代経済学の理論モデルの考え方はなかなか理解し難く、また違和感の強いものらしい。私はこれまでに専門を異にする分野の先輩や同僚から何回となくそのことを思い知らされる機会があった。私の所属する東京大学の経済学部でも、近代経済学の理論的な考え方に基づいた講義がかなり行なわれるようになったのは、昭和40年代の後半に入ってからであり、それ以前は東大のみならず日本の多くの大学でマルクス経済学とドイツ歴史学派の影響が支配的であった。そのためその時期以前に経済学を学んだ人たちの多くにとっては、近代経済学流の理論モデルの考え方は馴染みにくいものであるらしい。日銀派の人々も大体において大学では近代経済学の理論を学ばなかった人々である。私はかつて日銀派のある人から、「君らのいう『モデル』とは、一体、何なのかね」と率直に聞かれたことがある。

今日では経済学部の出身者で、そのような質問をあからさまに口に出す人はまず居ないだろう。しかし金融政策をはじめ経済政策の衝に当たっている人の中でも、法学部の出身者の中には、「経済学者は『モデル』が好きらしいが、あれは一体、何なのかね」と聞いたげな人は案外少なくないようである。私の経験では、それほどに、「理論モデル」とい

う考え方はとっつきにくいものようである。

日銀派の「理論」

それでは日銀派の「理論」とはどういうものであろうか。あるいは彼等は理論というものは一切なしに金融政策やマクロ経済を論じているのだろうか。たとえば近代経済学では金融政策についてまず第一歩としてさきのサミュエルソンやフィッシャーおよびドーンブッシュからの引用が示すように、きわめて単純なモデルを考え、ハイパワード・マネーを（場合によっては貨幣乗数も）政策変数（政策変数は外生変数である）、マネー・サプライを内生変数と考えるのであるが、日銀派はマネー・サプライについて「理論」的に一体、どのように考えているのだろうか。これは日銀派に答えてもらいたいところである。

私の推測では、「日銀流貨幣経済学」には「理論」と言えるようなものはごく僅かしか存在しないように思われる。彼等は近代経済学の場合のような抽象的かつ極端に単純化された「理論」には重きを置いていない。私が見るところでは日銀派の「理論」というロジックは、次のような要素から構成されているように思われる。

- (i) 「旧」日銀派には現実を単純化して仮説を設定するというような考え方は乏しく、したがって「仮説の体系」という形での理論というようなものは日銀派には存在しない。彼らは大体において「単純化」あるいは「仮定」ということを受けつけないのである。そのかわりに、日銀派には、論議の対象となっている事柄について、局部的 (local) な制度上の仕組みや関係者 (民間銀行、日銀の営業担当者、民間の一般企業、家計等々) の行動様式についての事実にかんする膨大な知識の集積がある。日銀派の指導者たちと彼らの著作はそのような知識の宝庫である。それらが非常に有用なものであることはいうまでもない。そうしてそれらの事実についてのかかなり詳細な描写、あるいは記述が日銀派の議論の出発点となり、またロジックの構成要素になっている。細い点について、それはこのような仕組みになっているから、このように考えるべきだ、というようなロジックが日銀派の議論を構成している。したがって日銀派の「理論」はほとんどすべてごくローカル (局部的) な性格のものか、それとも金融政策の運営にかんする信念のようなものである。日銀派にはマクロ経済理論、すなわちマネー・サプライがどう決定されるか、金利水準、物価水準がどのようにして決定されるか、というようなマクロ経済の基本問題についての理論というものはほとんど存在しないように思われる。
 - (ii) 日銀流理論では、会計勘定から導き出される会計的恒等式 (accounting identity) が重要な役割を演じる。そうして恒等式の中に現われる諸項目についてそのときどきにある種の恣意的な「仮定」がいくつか設けられ、それらから結論が導かれる。
 - (iii) 「ある種の状況Aが出現したときには、その状況に引き続いてしばらく後に別のある種の状況Bが出現する蓋然性 (あるいは確率) が高い」という認識が、日銀派理論の重要な構成要素になっている。
- このように述べても私が何を言わんとしているのか、おそらく判らないであろうから、

つぎに具体的な例によって説明しよう。

資金需給の恒等式と金融の繁閑

ここで取上げる例は、呉文二氏の『金融政策』のなかの「資金需給表」にかんする説明である。私の理解ではここで説明されていることは呉氏だけの理解ではなく、日銀派のオーラル・トラディションのようなものであり、私は同じような説明を日銀派のエコノミストたちからしばしば聞かされてきた。もし私が呉氏をことさらに槍玉にあげているという印象を読者に与えるとしたら、それは誤解である。私の理解では、呉氏は日銀派のオーラル・トラディションをきわめて明快に要約して説明しているのである。

さて呉氏はまず日本銀行の主要勘定から、勘定項目の負債項目の合計と資産項目の合計が等しいことに基づき、一定期間の増減について次の会計的恒等式が成立つことを説明する（ただし、いくつかのあまり重要ではないと考えられている項目は省略されている）。これは上記(i)の一例である。

$$[\text{日本銀行券}] - [\text{財政資金}] (\text{債券および外貨}) = [\text{日本銀行信用}]$$

「日本銀行信用」とは「日銀貸出し」と日銀の「債券売買」の合計である。このような恒等式の説明のあとで、次のように説明されている。

「資金需給表では、『日本銀行券』から『財政資金』を控除したものが『日本銀行信用』になるわけである。……『日銀券』の数字より『財政資金』の数字が大きいときには『日本銀行信用』の数字に△をつける。この場合には(B) [日銀貸出しの増加] と(C) [金融機関からの債券買入れ] との合計がマイナスになり、日本銀行は金融機関から資金を回収することになる。……資金需給表によって金融市場の説明が行なわれることがよくある。たとえば、『銀行券』の発行が増加したので金融市場が逼迫したとか、『財政資金』の支出超過が多額に上ったので金融市場が緩慢になったとかいったぐあいである。ここでいう金融市場は日本銀行を中心とするきわめて狭い範囲の市場をさ[す] ……日本銀行を中心とする金融市場において資金が不足すれば日本銀行は金融機関に資金を供給しなければならず、逆に資金が余れば日本銀行は金融機関から資金を回収する。すなわち『日本銀行信用』のプラス・マイナスが、金融市場か逼迫しているか緩慢かを示すわけである」。^{注18)}

以上の説明について、ここで使われている「資金需給(表)」「財政資金」「日本銀行信用」といった用語がおそろしくわかり難いという苦情はここでは述べないことにするが、そのことは別にしても、経済学の理論的訓練を受けた者にとっては、いま引用した説明は納得し難いのではなからうか。いま引用した説明はさきの(ii)の好例であり、会計的恒等式からいくつかの結論が導かれている。しかし経済学の考え方からすれば、会計的恒等式だけから、どのような原因から、どのような結果が生じるという「因果関係」についての結論が導き出せるわけではない。ところが日銀派のロジックでは、会計的恒等式からいつの間にかそのような結論が導き出される。それで経済学の理論的訓練を受けたものにとって

は「手品」のような感じがするのである。

経済学の理論では、いま説明されたような等式を書いたときに、それが定義により事後的な記録としてつねに成立する会計的恒等式の関係を表わしているのか、それとも事前的には均衡においてのみ成立する均衡式（そのときにはどのような変数が均衡を成立させる機能を発揮するか問題になる）を表わしているのかを区別することが大切である。さきの式は両者のうちのいずれであると考えられているのだろうか。

たとえば毎日中央卸売市場でせりに出される野菜について、事後的には各産地から市場に持込まれた総供給量と、各需要者に引取られて市場外に運ばれていった総需要量は必ず等しい。しかし供給者の行動を表わす供給曲線と、需要者の行動を表わす需要曲線は同一ではない。事前的な供給量と需要量が等しくなるのは価格が均衡価格に一致したときだけである。野菜の総供給量・総需要量の内訳をいかに詳しく記録して恒等式の形で示しても、それらの数量の事後的な記録から野菜の需給が逼迫しているか緩和しているかが判るわけがない。毎日のせりの価格が記録され、それが最近の数日に比べて高いか低い、あるいは最近数日の価格が前年の同時期に比べて高いか低いかが明らかにされてはじめて需給の逼迫・緩和について云々することができる。また価格の高騰なり、低落なりの「原因」を分析するためには、需要・供給の両面の分析が必要であり、そこには「識別問題」(identification problem) という面倒な問題もある。ところが日銀派は価格（この場合は金利）についての情報なしに、事後的な会計的恒等式から金融の逼迫・緩和についての結論を導き出すのだから、われわれは恐れ入るのである。

経済学の考え方と対照的な日銀流理論

経済学の通常の見方では、他の事情を一定とするとき、日銀信用が増加すればハイパワード・マネーの供給が増加するから金融は緩和し、日銀信用が収縮すれば金融は逼迫すると考えられる。これはハイパワード・マネーと貨幣乗数の積がマネー・サプライに等しいという関係から直ちに導かれることである。これに対して日銀流理論の考え方は対照的であり、上記の引用の最後のところで述べられているように、日銀信用の増加は金融の逼迫状態を示し、減小は緩和を示すと考えられており、考え方がほぼ逆になっている。

これには一つには日銀派が他の事情を一定と考えず、上記の(iii)の発想によりある一連の事態の継起を想定しているからである。このようにある事態から他の事態への展開の過程についてその間の状況の十分な説明なしに、結論が導き出されるので、われわれは当惑するのである。

私の考えでは、さきの会計的恒等式のうちのどの項目のプラス・マイナスを見ても金融市場の繁閑がわかるはずはない。金融の繁閑は金利の動きを知ることによってはじめて知ることができる。また金融市場の余剰資金は日本銀行がつねに回収し、不足資金は日本銀行がつねに供給し、資金過不足はいつでも日本銀行が面倒をみてくれるというのであれば、金融市場はつねに平静であり、金融の逼迫・緩和ということはありません。そして金融を

引締めるとか緩めるといった金融政策も成立たない。

以上では、日銀流理論の一例を挙げて私の特徴と考えるところを説明したが、金融政策上の基本的ないくつかの問題について、経済学の理論に基づく考え方と日銀派の考え方の間に具体的にどのようなギャップがあるかについては、次の第Ⅲ節で金融政策の問題を分析するための経済学的な理論モデルの考え方を説明したのちに、第Ⅳ節および第Ⅴ節で論じることにした。

Ⅲ. 通貨部門の一般均衡モデル

私が「原因」論文のなかで金融政策の諸問題は「三階建てモデル」で考えるべきであるのに、日銀派は「二階建てモデル」で考えていると批判したのに対して、外山氏は『誤解』第1章「付論」の「金融の『二階建て』モデルと『三階建て』モデル」というところで反論し、外山氏の理解による「二階建てモデル」と「三階建てモデル」をそこで示している。

私はいまでは日銀派が「二階建てモデル」によって金融政策の問題を考えているということ**を強調しようとは思わない**。というのはいまや日銀派はおよそ理論モデルによる思考とは縁が遠いと考えようになったからである。外山氏が上記の「付論」の中で示している「モデル」なるものを見ても、ただ会計的恒等式がいくつか並べられているだけにすぎず、経済学でいう理論モデルとは程遠く、さきの(ii)で述べたことの好例になっている。外山氏が説明しているモデルが何本の式、何個の変数を含むのか、変数のうちのどれが内生変数でどれが外生変数なのか、内生変数がどのような原理で決まると考えられているのか、等々は一切説明されていない。そして外山氏が示している「三階建てモデル」なるものは、以下で述べる説明からわかるように、私が考えている「三階建てモデル」とは似ても似つかないものである。結局、上記の「付論」の中で外山氏は一体、どういうことを言いたかったのか、私にはまったく理解することができないのである。

ただ、私が「金融政策の諸問題は『三階建て』のモデルを基準にして考えるべきである」といいながら、「三階建てモデル」がおおよそどのようなものであるかをほとんど説明しなかったのは片手落ちだったように思う。外山氏の「誤解」の責任の一端は私にもあるように思われるので、ここでそのモデルがおおよそどのようなものであるかを説明しておこう。つまり一つの国民経済のうちの「通貨部門」に焦点を当てた理論モデルとは、おおよそどのようなものであるかを説明しておくことにしよう。

一般均衡モデルの構成

私が「三階建てモデル」と呼んだものは、金融政策にかんする諸問題を分析するために、国民経済の中の金融部門、あるいはその中の通貨部門に焦点をあてた「一般均衡モデル」である。それがおおよそどのようなものであるかを説明するには、まず日本銀行の『経済統計年報』にも掲載されている「資金循環勘定」の統計表を見て頂くのがよいように思

う。

「資金循環勘定」には一年間のフローを示す「金融取引表」と年度末のストックを示す「金融資産負債残高表」があるが、後者の方が「三階建てモデル」を説明するための出発点になる。

資金循環勘定の残高表では横の行 (rows) は各種の金融資産に対応し、縦の列 (columns) は国民経済を構成する主要な部門に対応している。理論モデルはいずれにしてもきわめて単純化したものでなければならない。同表では八つの部門が区別されているが、最も単純なモデルでは、(イ)「中央銀行」(日本銀行、三階)、(ロ)「民間銀行」(二階)、(ハ)「非銀行民間部門」(一階)の三つを区別すればよいであろう。それで「三階建て」と呼ぶのである。モデルをより複雑にするには、必要に応じて、(ニ)「政府」、および(ホ)「外国」を取入れることになる。また金融資産の種類については、同表では30種類近くの資産が区別されているが、金融政策について分析するための理論モデルでは、少なくとも(a)ハイパワード・マネー、(b)短期金融資産(コール・ローン、手形、短期国債)、(c)銀行預金、(d)中長期債券をはじめ(b)以外の金融資産、の四種類を区別する必要がある。より複雑なモデルでは、必要に応じて(d)を債券と(e)日銀貸出、(f)その他の金融資産、の二つに分け、また国際収支に関連する問題を分析するためには、上記の(ホ)とともに(g)外貨(および外貨建債券)を導入する必要がある。

結局、金融政策について分析するための最も単純な「三階建てモデル」とは、「三部門・四資産」からなる通貨部門の一般均衡モデルである、ということになる。

このような一般均衡モデルは次の三種類の式から構成される。まず第一に、このように統合された資金循環勘定の横の行に対応して、各種金融資産の需要供給の均衡式が示される。ただしいわゆる「ワルラスの法則」により、それらの式のうち一つだけは余分(redundant)である。第二に、縦の行に対応して各部門の予算制約式(budget constraint)が示される。第三に、各種の資産負債に対する各部門の需要・供給(あるいは超過需要)を説明する「仮定」が必要であり、それらの仮説はそれぞれ数式の形で表わされる。

ハイパワード・マネーの需給

これらの式についてここで詳しく説明するわけにはゆかないが、一例としていま説明した、ごく単純な「三部門・四資産」のモデルにおいて、(a)のハイパワード・マネーの需給について考えてみると、需要の側では、(3)の非銀行民間部門の現金通貨需要は、国民所得の水準、資産総額、預金金利等に依存すると仮定されるであろう。また(2)の民間銀行のハイパワード・マネーに対する需要は、準備預金の部分と手許現金に分けて、前者は(3)の部門が民間銀行に対してもつ預金総額(すなわち預金通貨の額)に準備率を乗じた値に等しく、また後者は預金総額、短期金利等の「価格」変数、その他の変数(たとえば民間部門が保有する現金通貨等)に依存すると考えられるであろう。これはそれ自体が

仮定であるというよりは、本来は民間銀行の利潤最大化行動にかんする諸仮定から導き出されるものである。これに対してハイパワード・マネーの供給量は、どのように考えるべきであろうか。それはさしあたり中央銀行が決定する政策変数と考えておけばよい。

他の資産についてもそれぞれ仮定を設けて需給関係を考えなければならないが、それはここでは省略する。

このモデルではさまざまな外生変数と、政策変数であるハイパワード・マネーの供給量および準備率が決まれば、モデルの中心的な内生変数である短期金利、預金金利、債券価格が決まり、それらが決まるとその他の変数つまり預金通貨の量、マネー・サプライ等々も決まる。

式の数と未知数（内生変数）の数が等しいようにモデルが構成されていれば、外生変数の値が与えられたときに各種の変数の値が確定する。このことを理論モデルが“determinate”である（確定している）、という。日銀派理論の大きな弱点の一つは、さまざまな変数のうちのそれぞれが内生変数・外生変数・政策変数のいずれであると考えられているのが曖昧で、ほとんどの場合モデルが“determinate”であるか否かがはっきりしていないことである。

なお、いまの説明では、預金金利、債券価格を需給関係に応じて変動する内生変数と考えたが、もしそれらが政策的に固定されているものと考えれば、それらは内生変数ではなくなり、金利に代わって預金や銀行貸出し（企業の銀行からの借入）に対する超過需要、企業等の新規債券発行希望と消化可能額のギャップ等が生じ、そのような超過需要の大きさが未知数となる。そのような状況では預金獲得競争や銀行貸出しにかんする信用割当、債券発行にかんする割当制が行われることになる。そのような場合には話が少し複雑になるので、ここでは立ち入らないことにするが、基本的な問題がそれほど大きく違ってくるわけではない。

オーソドックスな金融政策：(i) 基本的役割

以上で説明した通貨部門の一般的均衡モデルを基準として考えたときに、金融政策の役割あるいは目的はどのように解釈することができるであろうか。

外山氏は小宮の「原因」論文にたいする批判の中で、小宮が「ただ、漠然と『オーソドックスなセントラル・バンキングにより市場の諸力を通じて』というだけで」、オーソドックスなセントラル・バンキングとはどのようなものかについて説明していない、と苦情を述べている。私は日銀派は、当然、英米流の「オーソドックスなセントラルバンキング（金融政策）」について熟知していると考えていたのだが、どうもそうではなかったらしい。そこで本稿では、「オーソドックスなセントラル・バンキング」について私がどのように考えているかを、何段階かに分けて説明することにしよう。

まず、いま説明したような、かなり抽象度の高い、単純化した理論モデルに即して説明すると、オーソドックスな金融政策の基本的な目的は、ハイパワード・マネーの供給を調節し、また預金準備率、公定歩合等、金融政策の正統的な手段を使って、マネー・サブ

いと、さきの四種類の資産のうち(d)の中長期債券などの金融資産の価格をコントロールすることであると解釈することができる。(d)の金融資産の価格とは、貸出し金利、債券価格(これは債券利回りの逆数、あるいは逆数に近いものと考えればよい)、株式価格等を一括したものであり、簡単のため「トービン(James Tobin)の“q”」と呼び、既存の資本財の価格の代理変数であると考えことにしよう。

一般にマネー・サプライが増加し、“q”が上昇すれば、投資(設備投資・住宅投資等)が活発に行われ、逆にマネー・サプライが抑制され、“q”が低下すれば、投資は停滞すると考えられる。マネー・サプライと“q”は金融政策以外の外生変数の変化(ショック)から影響を受けて変動するが、金融政策の役割は、そのような外生的なショックの影響をできるだけ相殺してマネー・サプライと“q”をできるだけ安定させ、そのコントロールをつうじて非銀行民間部門の財貨サービスに対する支出をできるだけ安定した水準に保つことにある。ただし、金融政策当局の立場からみてマネー・サプライと“q”の間の自由度は基本的に1しかない。一方をある水準に決めれば、他方も確定し、両者をそれぞれ望む水準にコントロールすることはできないと考えられる。

以上で説明した理論モデルは短期における金融部門の状況を分析するためのモデルで、GNPや物価水準等のマクロ変数はさしあたり外生変数であると考えられている。もしそれらも内生変数としてモデルの中を含めるとすれば、モデルをはるかに大きなものにしなければならない。^{注19)}

動学的要素

以上で説明したモデルはさしあたり時間の次元を含まない静学的モデルである。時間の要素を導入してモデルを本格的に動学化するには、各種の需要関数等における変数相互の関係に時間的なラグ(遅れ)およびリード(先行)、つまりリーズ・アンド・ラグズ(leads and lags)を入れたり、金利等の内生変数が需給のギャップに応じて変動するという形で内生変数の調整を考慮したり、民間銀行等の経済主体の予想(expectations)形成について何らかの仮定を導入したりしなければならない。そこには理論的に簡単に解決できない多くの難問が待ちかまえている。

この点にかんする一つの基本的な困難は次のような事情に基づく。一般に企業の在庫投資や設備投資は、企業の製品に対する将来の需要や将来の原材料価格等にかんする企業の予想(expectations)あるいは見通しに依存するところが大きい。同じように金融の分野における民間銀行・非銀行企業の行動も、将来の金利や各種の金融資産の価格、将来中央銀行がどのように行動するかについての予想に依存するところが大きい。ところが民間の経済主体がそれらについての予想をどのように形成するかは、簡単な理論化が難しい。そして実際には民間企業の予想が正しい場合もあれば正しくない場合もある。その結果、実際に観察される各種の変数の間のリーズ・アンド・ラグズは安定しておらず、伸びたり縮んだり、時には逆転したりすることもあると考えられる。これが、計量モデルによる金融

部門の分析で成功した例が少ないことの主要な理由ではないかと思われる。

金融政策にかんする計量モデルを構成して推定する場合には、いま述べたような動学的諸要素にかんする仮定を無理にでも明示的 (explicit) に定式化しなければならないが、それ以外の場合には、いま述べた事情から、問題の所在を念頭に置きつつ、静学モデルを基準にして考え、時間的要素は必要に応じて (また可能なかぎりにおいて) 随時考慮に入れてゆく、という行き方が実際的であろう。

ハイパワード・マネーの供給量と金利水準

以上で説明した「三部門・四資産」モデルの中心部分は、三種類の資産の需給均衡式であり、その中心的な内生変数 (未知数) は、さきの (b), (c), (d) の三つの金融資産に対応する短期金利, 預金金利, 中長期の債券価格あるいは銀行貸出金利等である。この三つの式を三つの内生変数について解くと、三つの内生変数のそれぞれが各種の外生変数の関数として表わされる。これは連立方程式の「解」といわれるものであり、マクロ計量モデルの場合には「誘導形」 (reduced form) と呼ばれる。この形では各内生変数が政策変数やその他各種の外生変数のみの関数の形、つまり他の内生変数を含まない形で表わされる。上記の三つの中心的な内生変数以外の内生変数、つまり預金通貨量, マネー・サプライ, 銀行貸出等も、誘導形の三つの式を使って代入することにより、外生変数のみの関数として表わすことができる。

さて「通貨部門の一般均衡モデル」の三つの中心的な内生変数のうち、短期金利の解について考えてみよう。左辺はいうまでもなく短期金利であり、もしモデルが動学モデルであれば、「 t 時点における短期金利」である。右辺には各種の外生変数が含まれており、その中にはハイパワード・マネー (の供給量), 準備率等の政策変数が当然含まれる。モデルを動学モデルとして考えれば、右辺にはたんに今期のハイパワード・マネーや準備率のみならず、前期, 前々期, 等々のそれらの変数も当然含まれるはずであるし、さらに民間銀行や非銀行民間企業が中央銀行の行動を予想して行動するとすれば、将来のハイパワード・マネーや準備率についての彼らの予想も含まれるであろう。この関係において、他のすべての外生変数を一定としたときに、ハイパワード・マネーの供給量と短期金利の関係は、右下りの一つの曲線によって表わされるであろう。つまりハイパワード・マネーの供給量が多ければ短期金利は低くなり、供給量が少なければ短期金利は高くなる。この曲線はハイパワード・マネーに対する民間部門全体としての需要曲線と解釈することができる。すなわち、民間部門のハイパワード・マネーに対する需要量と、これに対応する短期金利との関係を表わしているのである。ただし、この曲線の位置・傾斜等は他の外生変数の値に依存し、それらが変われば曲線は当然シフトする。

動学的要素を考慮に入れると、いま説明した需要曲線の弾力性、つまりハイパワード・マネーに対する民間銀行および非銀行民間部門の需要の利子弾力性は、短期的にはごく小さいが、長期的には十分大きいと考えられる。

さて、これまではハイパワード・マネーの供給量（それは日本銀行の保有する短期金融資産・債券および日銀貸出し等の合計額に等しい）を中央銀行が操作する基本的な政策変数と考えてきたが（もう一つの政策変数は準備率である）、もう一つの考え方は短期金利を政策変数とみなすものである。いま述べたように、他の外生変数を一定とすると、民間部門のハイパワード・マネーに対する需要は一つの需要曲線の形に表わせるから、日本銀行はハイパワード・マネーの供給量と短期金利の二つの変数のうち、いずれか一方を自由に決めることができる。ここでは二通りの考え方がありうる。すなわち外的なショックが不断に発生するときに、できるだけ短期金利を一定に保つようにハイパワード・マネーの供給量を調節するという考え方と、マネー・サプライの総量がある範囲内に止まるようにハイパワード・マネーの供給量を調節するという考え方である。

しかし動学的調整の過程が進行している短期についても、それがすべて完了した定常状態についても、中央銀行は一方において短期金利と、他方においてハイパワード・マネーの供給量の二つの変数のうち、いずれか一方をある水準にコントロールすることは可能であるが、その双方を思い通りの水準に決めることはできない。日銀派にはこの点について、その双方を自由に決めることができるという錯覚があるようだが、それは誤りである。

オーソドックスな金融政策：(2) 自動車の運転との比喻

金融政策上ハイパワード・マネー、マネー・サプライといった量的指標と、価格指標である短期金利その他の金利のいずれを重視するかについて、経済学者の間では過去においてマネタリスト対ケインズ派といった対立があったが、そのようなやイデオロギー的な対立はしばらくおき、日本の金融政策の運営の経験を振り返ってみると、1975年以來のマネー・サプライ重視の政策がマクロ経済安定という点でかなり成功してきたように思われる。これは一つには、日本銀行のマネー・サプライ重視の政策が、民間部門の「予想」形成に対して重要な安定化的効果を及ぼしてきたからではないかと私は考えている。

ハイパワード・マネーとマネー・サプライの安定的な管理といっても、ごく短期について現実の世界では外的な各種のショック（外生変数の予想されなかった変化）が不断に生じ、金融システムに次々と影響を及ぼす。これに対して金融政策当局がハイパワード・マネーの供給量をあまりに厳格にコントロールすることはおそらく賢明ではないであろう。短期金利があまりに大きく変動することは避け、それが適度の安定性を保つように、ハイパワード・マネーの供給量を調節する必要がある。しかし、同時に外的なショックの影響もある程度は短期金利に反映させ、中央銀行が近い将来に短期金利とハイパワード・マネーの供給量をどのように変化させようとしているかが、民間銀行やさらには非銀行民間企業に理解され、彼等の予想形成に安定化的影響を及ぼすように、金融政策を行なうことが望ましいであろう。

ハイパワード・マネーおよび準備率とマネー・サプライの関係には、複雑なリーズ・アンド・ラグズが伴うが、その関係は自動車を運転するときのアクセルおよびブレーキと自

自動車の加速度の関係のようなものである。ハイパワード・マネーの供給と準備率の引下げがアクセルであり、ハイパワード・マネーの回収と準備率の引上げがブレーキである。アクセル、ブレーキと加速度の関係は、走行している所が平坦か上り坂か下り坂かにより、乗客の数と積荷の重さにより、またその時の速度により、決して一定ではない。金融政策当局にとっても、通貨部門の一般均衡モデルの正確な構造や各種の係数の値はわかっていないのである。しかし運転手にとって、その間の「係数」が安定しているか否かは問題でなく、その数値を知る必要もない。急にアクセルをふかせても、自動車の速度はすぐには上がらないし、また急ブレーキをかけたり、さらにはあまりに急にアクセルから足をはなすことさえ、危険なこともある。

それでもアクセルとブレーキ以外に自動車の速度をコントロールする手段はないのであり、この二つが「政策変数」なのである。運転手はよく先方を見通して、アクセルとブレーキを操作して、自動車をできるだけ安定した速度で危険なく走らせなければならないのであり、それがまともな運転手の運転方法である。

オーソドックスな金融政策の運営もこれに似ており、中央銀行は経済情勢をよく見通してハイパワード・マネーの供給量を調節し、また準備率・公定歩合を操作しなければならない。自動車のスピードを調節するのにアクセルとブレーキ以外の手段がないのと同じように、「オーソドックスなセントラル・バンキング」にとっては、それら以外にはマネー・サプライを調節しまた短期金利をはじめ金利に影響を与える手段はないのである。そしてときには、あまりに急に短期金利が変動するのを避けるために、急ブレーキを踏むのを（つまり、ハイパワード・マネーの供給を急激に抑制するのを）避けなければならないこともあろう。

それでも、外生的なショックが次々に起こる状況のもとで、複雑なリーズ・アンド・ラグズを考慮に入れながら、ハイパワード・マネーの供給量や短期金利水準（両者の間に自由度は1しかない）を調節し、マネー・サプライをコントロールしてゆくのが、オーソドックスな金融政策の課題である。

ハイパワード・マネーの供給を適切にコントロールすることが、金融政策の要であるという主張は、ハイパワード・マネーをつねに一定の率で供給していれば金融政策が万事うまくゆく、という主張を含むものではない。それはアクセルをずっと同じように踏み込んで、ガソリンを一定の率でエンジンに供給していれば、それで自動車の運転は万事うまくゆく、とは言えないのと同じである。

IV. 理論モデル vs. 日銀派

前節でかなりの紙数を割き、またそれでもかなり端折った説明で判りにくいと思われるのを承知のうえで、「通貨部門の一般均衡モデル」を説明したのは、日銀派の人々や読者の方々に、経済学で「理論」あるいは「理論モデル」というものがどのように考えられているかを幾分なりとも理解して貰いたいと思ったからである。以上で説明した理論モデルの考え方を前提として話を進めることによって、日銀流貨幣理論と私の考え方の差をはっきりさせることができると考えたのである。

以下では、前節で説明した一般均衡モデルを前提にして、それに基づく経済学的な考え方や日銀派の考え方の違いを、いくつかの点について説明しよう。

因果関係 理論モデルに基づく考え方によれば、経済現象の「原因」は外生（独立）変数（政策変数を含む）の変化として捉えられ、その「結果」は内生（従属）変数の変化となって現れる。これが「因果関係」についての理論的な考え方である。ただし、科学における理論は「仮説の体系」であって固定的なものではなく、自然科学でも、たとえば同じく力学的諸現象を対象としていてもニュートン力学・相対性理論・量子力学ではそれぞれ出発点となっている仮説の体系が異なっている。経済学でもどのような問題をどのような目的で分析の対象とするかによって、理論の構成が変わってくるから、因果関係は固定的なものではなく、設定されている「仮説の体系」すなわち理論モデルごとに異なっている。

因果関係が理論モデルに依存するといっても、金融問題、ことに通貨供給や金融政策について考える場合には、どのような理論モデルを決定するにせよ、民間銀行の行動は他の諸要因によって説明されるべき内生変数として扱わなければならないことは明らかであろう。民間銀行の行動を説明できない、あるいは説明しようとしたくないような理論は、金融の分野の理論とはとうていいえない。

このことを理解すれば、私が「原因」論文の中で批判しているように、日銀派の次の文章が理論的にまったく許容できないものであることは明らかであろう。

「与信活動が [昭和] 46年 [1971] 7～9月期以降に著しく活発化したことが、最近の広義マネー・サプライ増加の基本的原因にはかならない。」^{注20)}

民間銀行の貸出（与信活動）とマネー・サプライは、いずれも内生変数であり、他の「原因」となるべき外生変数により同時に決定されるものである。その一方が他方の「原因」であるというような理解は、理論的に誤りなのである。

日銀派の著作の中にはこれに似たステートメントがしばしば見受けられる。たとえば外山氏は

「日本銀行信用は……現金通貨（日銀券発行高）が増発となるときに増加 [し] ……」

この現金通貨需要に応じて日本銀行が現金通貨の供給を行なうのは、……現存する預金の現金による引出しがある以上やむをえないものである。現金通貨増発の原因は、既往（〔昭和〕46, 47年）に市中銀行が信用創造により巨額の預金通貨を供給したことにある。」（『誤解』p.14.）

と述べている。このように日銀派は、しばしば、われわれから見れば当然内生変数と考えるべき変数の動きが「原因」であるとされているのである。

また日銀派のステートメントのなかには、「日銀券発行高が増加したので日銀信用が増加した」というような言葉がよく現れるが、経済学の常識的なモデルでは、日銀券発行高は内生変数として扱われるべきものである。他方、日銀信用の方はごく短期的にはともかく、本来、政策変数と考えるべき変数である。上のようなステートメントも経済学者の目からみれば、原因と結果の捉え方が本末転倒しているといわざるをえない。

政策変数か内生変数か

日銀派が金融政策をめぐる問題の因果関係について基本的な点で理論的に混乱しているもう一つの点は、金融政策を担当する当局である日本銀行が主体的に決定すべき政策変数について、しばしばそれが内生変数であるかのように説明されていることである。

先に第Ⅱ節で引用した呉氏の『金融政策』の文章の中でアンダーラインを付しておいた部分であるが、短期資金市場において資金の余剰が生じると「日本銀行は金融機関から資金を回収することとなり」、また「資金が不足すれば日本銀行は金融機関に資金を供給しなければならぬ」と述べられている。これは第Ⅱ節で日銀流貨幣理論の特徴の(iii)として挙げた点の好例であり、ある事態（資金市場での資金の過不足）が起こると、これに引き継いである別の事態（日銀の資金回収または供給）が起こる確率が高い、と考えられているのである。この考え方では、日銀の行動を表わす変数があたかも内生変数であるかのようであり、金融市場のある種の情勢の結果として、日銀は必ずある種の行動をとる、と理解されているかのようである。

このように日銀派の著作物の中には、「毎日の金融調節上は日本銀行は資金需給に応じて貸出しをしなければならぬ」（呉『金融政策』p.84, アンダーラインは引用者）、あるいは「日本銀行が現金通貨の供給を行なうのは、……現存する預金の現金による引出しがある以上やむをえない」（外山『誤解』p.14）、といった具合に、日本銀行は何々を「せざるをえない」、「……したのはやむをえなかった」、ある状況の下では日本銀行は何々を「することとなる」、「……のときには……のかたちとなる」といった表現が実に多い。それらの行動を表わしている変数が政策変数なのか内生変数なのかははっきりしないのである。また日銀貸出しにしても現金通貨の供給にしても、それを「せざるをえない」というときに、どのような金利でそれを行なうかという「価格の観念」が欠落している。これらのことが、日銀派理論の理論構成を曖昧・不透明にし、混迷を深める原因になっているのである。次にその一例を説明しよう。

国債発行とマネー・サプライ

政策変数と内生変数に関する日銀派の混乱の好例は、国債の大量発行とマネー・サプライの関係にかんする日銀派の議論にみられる。かつて日本銀行の調査局長であった伊藤豊輝氏は、国債が発行され、これを民間銀行が引き受けた場合にはマネー・サプライは増加すると論じた。そのロジックの要旨は次のとおりである。

「100 の国債の市中金融機関引き受けにより発行されたとき、金融機関の資産面では100 の国債が増加する一方、100 の現金（日銀預け金）減少が生ずることとなる。金融機関全体としては、日銀信用によってこの流動性低下を補てんするかたちとなり、ポジションが悪化する。……しかし国債発行代わり金が財政資金として撤布される点ではほぼ100に等しい預金流入を生じその分だけポジションは好転することになる。……したがって財政資金支出の段階まで含めてみれば、100の国債の増加と、ほぼ100に近い預金増加が見合う。〔結局、〕金融機関引き受けによって国債が発行された場合には、マネー・サプライには影響がない。……一方、国債発行代わり金が財政資金として支払われた時点では、マネー・サプライは増加する。」^{注21)}

米国流の金融政策理論の立場からみれば、このような説明はまったく理解し難い。どこが理解し難いかというと、国債発行に伴う当初のハイパワード・マネーの減少に対して、「日銀信用によってこの流動性低下を補填するかたちとなり」という点である。この「かたちとなり」とか「こととなる」という表現は実に「日銀派的」あるいは「日本的」であり、本米主体的な金融政策上のデシジョンとして行なわれるべきことが、いつのまにか進行しているかのように考えられ、叙述されているのである。いまの伊藤氏の説明では、国債発行前と、国債の発行代金を使って財政支出が行なわれた後の状態とを比較すると、後の方がハイパワード・マネーの供給量（ストック）が上記の日銀信用による民間銀行の流動性補填分だけ多くなっている。したがって遅かれ早かれこの分をベースとして、その貨幣乗数倍だけ、マネー・サプライが増える。しかしマネー・サプライが増えた原因は、国債発行にあるのではなく、日銀信用拡大によりハイパワード・マネーの追加的供給が行なわれたことに原因があるのである。

典型的な「旧」日銀派である伊藤氏のようなロジックでは、公開市場操作はマネー・サプライに何の影響も及ぼさない、ということになる。中央銀行が金融引締め時に公開市場売却操作によってマネー・サプライを収縮させようとして、中央銀行が公開市場で債券を売却し、その代金相当額だけハイパワード・マネーを市中から吸い上げたとしても、そのときもそれと同額の「中央銀行信用」が供与されて市中金融機関の「流動性低下を補填するかたちとな」れば、ハイパワード・マネーの量はかわらず、金融は少しも引締められない。このように「日銀派貨幣経済学」では米国の連銀が行なっているような公開市場操作は市中の金融の繁閑になんの影響も及ぼさない、ということになるのだが、そのような奇妙な貨幣理論は国際的にはもとより、日本でも日銀派の狭い部内以外にはまったく通用し

ないだろう。

国債発行とマネー・サプライの関係について、『わが国の金融制度』（新版、1986年）は伊藤豊輝氏の説明をほぼ踏襲し、民間銀行の引受けにより国債が発行されるときには、マネー・サプライは増加すると論じている。^{注22)} これは同書が「旧」日銀派の影響からかなり脱却したと考えていた私にとってはちょっとしたショックであった。同書ではさすがに国債発行に伴うハイパワード・マネーの変化について考慮が払われてはいるが、全体としての結論をまとめた表は、伊藤氏が掲げている表とまったく同じものであり、国債発行は最終的にはマネー・サプライを増やすという結論が導かれている。

この点にかんする正しい答えは次のとおりである。まず国債発行時に民間銀行その他の民間の主体が国債を購入し、その代金が日銀の政府預金に還流すれば、その額だけハイパワード・マネーの残高が減少し、民間銀行が過剰準備をもっていた場合を除き、マネー・サプライは国債発行額に貨幣乗数を乗じた額だけ減少する。あるいはそのような調整過程が始まり、進行してゆく。この段階での金融面の効果は公開市場売操作のそれとまったく同じであり、金融引締め効果を生じる。

次に、政府が政府預金を取崩して財政支出に当てると、支出が進むにつれてハイパワード・マネーが供給されて、マネー・サプライは次第に旧に復する。

なお、伊藤氏も『わが国の金融制度』も、最初の国債の購入者が民間銀行であるか非銀行部門の個人・企業であるかによって当初の影響に差異が生じるかのように説明しているが、それは誤りである。米国で連邦準備銀行が公開市場操作を行なうとき、連銀が購入する債券の持主がもと誰であったか、売却した債券の最終的な持ち主が誰になるかによって、公開市場操作の効果に差異が生じないのと同様に、日本で国債の買手が誰であっても、国債発行に伴う当初の金融引締め効果はまったく同じである。

この間、金融市場がまず最初に引締め、かなりの期間が経って徐々に元に戻るのを、日本銀行が望まず、その間もマネー・サプライを一定に保とうとすれば、日銀はその期間についてだけ期限を限って別の形（たとえば日銀貸出し）でハイパワード・マネーを供給すればよい。そうすれば国債発行がマネー・サプライに影響を及ぼすことはなくなる。

金融引締めについてのブラック・アンド・ホワイト・アプローチ

本書第Ⅱ節で引用した呉文二氏の『金融政策』からの一文によれば、「日本銀行を中心とする金融市場において資金が不足すれば日本銀行は資金を供給しなければならず、逆に資金が余れば日本銀行は資金を回収する」とされている。すでに指摘したように、金利水準を無視して余剰・不足ということ自体、理解しがたいことであるが、その点をしばらくおくとしても、もし、余剰資金が生じれば日銀がつねにそれを回収し、不足資金が出ればつねにそれを供給するというのでは、金融政策は成立たないはずである。したがって呉氏はじめ日銀派も、いま引用したステートメントがつねに成立つとは考えていないようである。

それではどういう場合に日銀は受け身で対応し、どういう場合には受け身ではなくなるのであろうか。この点について、日銀派はほとんど何事も説明していないのであるが、私の印象に基づいて推測してみると、日銀派は、「平時」には日銀の資金供給（または回収）は内生変数であり、ただ「非常的」（そういう言葉を日銀派が使ったわけではないが）にはいまままで内生変数だった日銀の資金供給が外生（政策）変数に「変身」する、と考えられているように思われる。「非常時」とは何かというと、金融引締め（金融を引締める）の時期であり、その場合には日銀の行動は外生変数となって金融システムに積極的に動きかける（金融を引締める）わけである。

この点について呉氏が引用している外山氏の言葉は、金融政策にかんする日銀派の“black-and-white approach”（「黒白的方法」）の特徴を端的に物語っている。すなわち「公定歩合の引上げは運動会開始のときのドーンという花火のようなもので、あれがないと金融引締めは始められないようだ」^{注23)} というのである。つまり日銀は「平時」には金融市場に積極的に働きかけずに受動的に対応し、「非常時」になれば「ドーンと花火を上げ」、あるいは「城門に旗を掲げ」（これも私が日銀派からしばしば聞かされた表現である）で、戦闘の開始を宣し、金融市場を締め付け、それを旗を下ろすまで続ける、という考え方なのである。

このように日銀派には常時少しずつ政策変数を操作して随時金融を調節してゆくという考え方が乏しく、ことに日本銀行がマネー・サプライを重視するようになった1975年以前には、^{注24)} いま述べた「黒白的方法」の傾向が強かったのである。

変数の先行・遅行と因果関係

外山氏は

「小宮教授は現金通貨を先行系列とみているように思われる。」（『誤解』p.14.）

「小宮教授は、民間銀行の貸出しによる預金通貨の供給が先行し、現金通貨の供給が遅行するという考え方は誤りである……という。」（同、p.36.）

と記しているが、私はそんなことはどこにも述べていない。外山氏は一体私がどこでそういう趣旨のことを述べたと理解しているのであろうか。

外山氏はどうやら変数の先行・遅行ということと因果関係を同一視しているように思われる。先行して変化する変数は原因であり、遅れて変化する変数は結果であると理解されているらしい。

私は「ハイパワード・マネー [現金通貨ではない] の変化はその何倍かの M_1 あるいは M_2 の変化を惹き起こす」（「原因」論文、p.19）と述べているが、これは先に説明した通貨部門の一般的均衡モデルにおいて、ハイパワード・マネーは外生（政策）変数であり、 M_1 、 M_2 等マネー・サプライは内生変数であるという理論に基づくのである。すなわち静学モデルにおいてハイパワード・マネーが増加すれば、マネー・サプライはその何倍か増加するし、動学モデルでも、二つの定常状態を比較すると、ハイパワード・マネー

ーの増加の結果としてマネー・サプライはその何倍か増加する。このことと、ハイパワード・マネーの変化が M_1 、 M_2 の変化に先行するか遅行するかということとは別問題である。注25)

変数の先行・遅行について理論的・実証的に分析するためには変数相互間の「リーズ・アンド・ラグズ」について動学的仮定を設定しなければならない。しかし先にも述べたように金融分野での民間銀行・企業の行動は、企業の在庫投資・設備投資についての行動と同様に、関係者の予想に基づくところが大きい。民間経済主体の予想形成はそのときどきにさまざまな要因からの影響を受けるので、金融関係の変数相互間のリーズ・アンド・ラグズの構造は概して不安定であり、したがってこれにかんして理論的な仮定なり、結論なりを導き出すことはほとんど不可能である。

たとえば、企業は近い将来にインフレが起こると予想すればできるだけ借入れを増やして在庫投資・設備投資・土地購入を行おうとする。また民間銀行は、後になって中央銀行が彼らの企業への貸出しとしたがってマネー・サプライの大幅な増加を追認するような、“accommodative”（容認的）な金融政策を行なうと予想すれば、競って貸出しを増やすであろう。他方、民間銀行が金融緩和はごく一時的なものであり、現在はハイパワード・マネーの需給に余裕があるとしても、中央銀行のインフレ抑制の姿勢が厳しく、ハイパワード・マネーは一定限度を超えては供給されず、まもなくその需給が逼迫して短期金利は高騰するであろうと予想すれば、彼らは資金を長期的に固定化することになる中長期の貸出しについて慎重な方針をとるであろう。

ハイパワード・マネーとマネー・サプライの先行・遅行

大久保氏は金融政策に関連する諸変数にかんするリーズ・アンド・ラグズの関係性を明らかにするために、それらの変数の時系列を統計的方法によって分析し、短期金利（コール・レート、手形レート）は概してマネー・サプライに先行するのに対して、ハイパワード・マネーとマネー・サプライの間関係では概して後の方が先行しているという結果を導き、このことから、「わが国のマネー・サプライのコントロールはハイパワード・マネーによるものではなく、通常【日銀派によって(?)】主張されるように短期金利の調整を通じて行なわれているということがデータ面から支持され」た、と結論している。注26) 大久保氏の分析結果には興味深い点も少なくないが、私の立場からみると同氏の研究とその結論には私にとって納得がゆかない点がいくつかある。

まず、大久保氏のような研究が日本銀行以外の人によって行なわれたのであれば注目に値するが、この研究が日本銀行の一部（金融研究所）で行なわれたということを私は奇異に感じる。つまり誰でも自分自身がどのように行動しているかは、胸に手を当てて深く内省してみればわかるはずではなからうか。日銀の金融政策がどのように行なわれているかは、日銀の当局者が明晰に説明すれば足りることである。自分自身の行動が、複雑な統計手法を使って分析してみればはじめてわかった、というのは奇妙なことである。日本銀行に

よる金融政策の実際の運営の仕方を記述した方が、メカニカルな統計テストによる方法よりもずっと有意義だったのではなからうか。この点で呉氏の『金融政策』は「古典」と呼ぶにふさわしい風格をそなえているが、大久保氏の研究の意義に対しては私は懐疑的ならざるをえない。

つぎに、日銀の金融政策は少なくとも過去には、先に述べたブラック・アンド・ホワイト・アプローチの傾向が強く、平常時には受動的で、いざという金融引締め開始のときと金融引締め解除のとき、とくに前者のときに積極的な金融政策の動きがみられた。また、民間側の予想形成も、金融政策の効果に複雑な役割を演じているように思われる。したがって時系列から単純に先行・遅行の関係を抽出するという手法によってどれだけのことが明らかにされうるか、私は疑問に思う。

さらに、大久保氏はマネー・サプライをコントロールするのに、ハイパワード・マネーをコントロールするよりもコール・レート、手形売買レートといった「インターバンク金利を柔軟に活用する方が政策的に優れている」ことを強調して、インターバンク金利の変化がマネー・サプライに及ぼす影響の波及径路を説明しているが、^{注27)} それでは日本銀行はインターバンク金利は一体どうやってコントロールすると考えられているのであろうか。日本銀行が今日のインターバンク金利はいくら、明日のインターバンク金利はいくらにすると、一方的に宣言すれば、それでインターバンク金利やその他の短期金利が決まる、と大久保氏は考えているのだろうか。私の考えではそんなことはありえない。すでに述べたように、日本銀行の立場からみたと、短期金利とハイパワード・マネーの供給量の間には、自由度は1しかない。

次項で述べるように、日本銀行はハイパワード・マネーの供給量の調節をつうじてのみ、短期金利に影響を及ぼしうると考えられるのである。

短期金利とマネー・サプライの双方を自由に選ぶことはできない

第Ⅲ節で述べたように、日本銀行は短期金利とハイパワード・マネーの供給量あるいはマネー・サプライの双方を思い通り選ぶことはできない。一方をある水準に決めれば、もう一方は第Ⅲ節で説明したハイパワード・マネーの需要曲線からある水準に決まってくる。

ところが日銀流理論では短期金利が上昇しないようにして、金融を引締める、つまりマネー・サプライを抑制することが可能であると考えられていたように思われる。そのように私が考える根拠の一つは、1973年1月の預金準備率の引上げについて、私が「原因」論文で引用したように『日銀年報』が「金利引上げ措置によるよりも、……金融機関の……貸出態度の積極化を防ぐ準備率引上げの方が、……引締め開始の措置として適切とみられたためであった」^{注28)}と述べていることである。また、過去の金融引締めの時に、コール・レートの上昇を人為的に抑制しようとするさまざまな試みが行なわれたことも、私の推測の根拠になっている。

要するに「旧」日銀派には、民間銀行のハイパワード・マネーに対する需要関数および

非銀行部門の銀行貸付資金等に対する需要関数という観念が稀薄であるように思われる。そうして金融を引締めるにはまずハイパワード・マネーの供給量を量的に抑制しなければならず、そのとき、各種の金利ことに短期金利は必ず、かつ速やかに上昇する、ということが十分理解されていないかのように見える。

オーソドックスな金融政策：(3) 金融引締めとコール・レートの役割

日銀が金融を引締めるときには、まずハイパワード・マネーの供給を抑制し、民間銀行の準備預金の増加を抑制し、もしくは準備率を引上げ、市中においてハイパワード・マネーに対する超過需要を発生させる必要がある。その結果、短期金利なかんづくコール・レートが上昇し、都市銀行等の新規の貸出しの採算が悪化するであろう。また、非銀行民間部門の新規の借り手にとっては、歩積み両建て預金を考慮に入れた実効金利負担が上昇する。中小金融機関のなかには、状況により自らの貸出しを抑制して金利の高騰しているコール市場に資金を流すものもあろう。このようにして銀行貸出しとしたがってマネー・サブライが抑制されると考えられる。短期金利の上昇は、相互に関連している各種の金融市場をつうじて伝播し、人為的に規制されていないかぎり、各種の金利の水準が上昇する。これが金融引締め政策のオーソドックスなやり方である。

外山氏の『誤解』と呉氏の『金融政策』の金融引締め過程にかんする説明の部分を読むと、このメカニズムはかなり正確に理解されているように思われる。^{注29)} したがって日銀派も、日本銀行が資金の不足分をつねに供給せざるをえないとか、日本銀行が民間銀行の日銀貸出し要請に対していつでも応ぜざるをえない、と考えていたわけではないようである（そのように述べている箇所もあるが）。

しかし、コール・レートが金融調節上に果たすこのような重要な役割についての理解は、本来の「旧」日銀派には欠けていたのではないかと私は思う。この点の理解があれば、1973年1月の準備率引上げの措置について、先に引用した『日銀年報』のように、短期金利は低くしておいて、金融を引締めることが可能であるかのような叙述がなされることはなかったと思う。

呉氏は、コール・レートの上昇が銀行貸出しを抑制するように働くということを説明したところで「この意見を最も明瞭に述べているのは鈴木淑夫氏（『金融政策の効果』東洋経済新報社、1966年）である」とし、しかし「鈴木氏の分析を高く評価」としながらも、コール・レート上昇の貸出抑制効果に対して懐疑的な見解を述べている。外山氏もコール・レートその他の金利が「政府の人為的低金利政策」により十分には動かせなかったので、「窓口規制」を併用せざるを得なかった、と弁解しており、窓口規制を使えば、金利を低水準に抑えておいて金融を引締めることが可能であったと考えているようである。^{注30)}

外山氏は1972年の状況にかんして、「この時には正面から金融引締め政策をとりえなかったとしたら、当時の市中銀行の業容拡大競争的貸し進みからして、日本銀行は窓口指導

を早急に開始すべきだったろう」（『誤解』p.18）と述べている。しかし金融引締めということと、マネー・サプライの抑制ということはほとんど同義なのではないだろうか。金融を引締めないで（ということは、短期金利が低水準に止まるということなのだろうか）、マネー・サプライや銀行貸出しを抑制せよ、というところに、「旧」日銀派の面目躍如たるものがある。そのようなことが一体どのようにして可能なのだろうか。

貨幣乗数 外山氏は、小宮が「ハイパワード・マネーの残高と M_1 、 M_2 の残高の比率……の変動の幅はそれほど大きなものではない」（「原因」pp.19-20）と述べている点を厳しく批判して、この比率が一定ではないということを強調している。外山氏は上記の比率を「信用拡張係数」と呼んでいるが、このような名称は一体誰が名付けたものなのだろうか。経済学者の間では、本稿冒頭のフィッシャーおよびドーンブッシュからの引用にもある「貨幣乗数」の方が普通の名称ではないかと思う（ただし「原因」論文では私はいずれの名称も使っていない）。外山氏はマネー・サプライの増加率とハイパワード・マネーの増加率の時系列の図から、「信用拡張係数は時により大幅に変動するものである」と論じ、「信用拡張係数は時々のマネー・サプライを分子とし、ハイパワード・マネーを分母として得られる事後的な比率にすぎず、それに乗数的な役割を与えることは誤りである」と結論し、小宮の考え方は正しくない」と批判しているのである。^{注31)}

小宮が「変幅の幅はそれほど大きくはない」といったのは、「原因」論文の第10図に示されているハイパワード・マネーの残高とマネー・サプライの残高の比率である。その図に示されている1965年から74年までの期間には準備率の変更や多くの大きな経済変動があったが、上記の比率は M_1 については3.2～3.9、 M_2 については8.2～10の範囲内にある。この種の比率としては変動幅のそれほど大きくない方に属するといっていよう。

さて、私の考え方では、「貨幣乗数」という概念が中央銀行によるマネー・サプライのメカニズムを経済学的に理解するうえで大いに有用な概念であることは、J. M. ケインズの「投資乗数」とか、国際貿易理論における「外国貿易乗数」という概念がマクロ経済学においてきわめて重要であるのと同じである。投資乗数という概念の理論的意義は、統計的に投資の増加率とGNPの増加率の比率が一定していないことを示すことによってもささかも減じるものではない。

さきに説明したように「通貨部門の一般均衡モデル」を解けば、 M_1 にせよ M_2 にせよマネー・サプライをハイパワード・マネー、準備率はじめ各種の外生変数のみの関数として表わすことができる。静学モデルの場合、このような形に表わしたときにハイパワード・マネーの限界的増加に対するマネー・サプライの増加の比率が貨幣乗数である。静学モデルの場合でも、貨幣乗数は、準備率のみならず、各種の資産の需給に影響を与えるさまざまな外生変数に依存し、つねに一定であるというものではない。

動学モデルの場合には、今期のマネー・サプライは今期のハイパワード・マネーの供給量（残高）、準備率その他の外生変数のみならず、前期、前々期、等々のそれらの変数

(つまり「ラグ付き変数」, lagged variables)にも依存する。また民間銀行が中央銀行の金融政策変数を予想して行動する場合には、マネー・サプライはそれらの予想 (expectations)にも依存する。そのような場合に、ハイパワード・マネーの供給と、それについての民間銀行の予想が変化する際の動学的な調整過程では、たとえ他のすべての変数が一定であっても、每期毎期のハイパワード・マネーの増加率とマネー・サプライの増加率の比率はもとより、両者の残高の比率も決して一定ではないだろう。動学モデルの場合には、動学システムが安定的であることを前提し、一つの定常状態から出発してハイパワード・マネーの供給量(ストック)を限界的に増加させたときに、何期間かを経てシステムが収束した新しい定常状態で、マネー・サプライがどれだけ増加しているかを考え、両者の増加分の比率を貨幣乗数と呼ぶことになる。

動学的なマクロ経済モデルを考えたときに、動学的な変動の過程では投資の増分とGNPの増分の比率は一定ではないが、二つの定常状態を比較することによって投資乗数という概念を定義することができる。変動のプロセスで投資の増分とGNPの増分の比率が一定ではなくてもマクロ経済学における「投資乗数」という概念の意義が損なわれないのと同じように、金融政策の理論でも「貨幣乗数」は十分“robust”(頑健)な概念である。

V. 民間銀行と中央銀行の関係

さきに説明した通貨部門の一般均衡モデルでは、民間銀行の行動は、各種の金融資産に対する民間銀行全体の需要関数・供給関数の形で表わされているが、その基礎には個々の銀行がある種の与えられた制約条件のもとで利潤を最大化するように行動するというミクロの理論がある。したがって中央銀行が民間銀行の行動に影響を与えようとするときには、民間銀行の行動にとっての制約条件を変化させなければならない、というのが金融政策にかんする経済学の理論的な考え方である。

民間銀行の行動

個々の民間銀行(その負債のなかに預金通貨が含まれているような金融機関)がどのように行動するかを説明する理論について、私の考えをごく簡単に説明すると次のとおりである。

民間銀行は、資金調達面では、現在の時点で各種の資金がどれだけ、どのような金利で利用可能であるかを判断し、また将来の各時点における各種の資金の利用可能な量・金利・その確率について「予想」(expectations)をたてる、と考えられる。また資金運用(融資・証券投資等)面についても同様の判断を行ない、予想をたてる。そうして各銀行はそのような判断と予想に基づいて自らの利潤が最大になるように資金調達・運用計画をたて、今期の部分から実行し、それを每期每期改訂してゆく、と考えられる。

したがって中央銀行が金融政策上の目的のために民間銀行の全体としての行動を変化さ

せるためには、現在の時点で銀行部門が全体として利用可能な資金量・金利水準を変化させるか、将来のそれらについての民間銀行の「予想」を変化させるか、それともその両者を同時に変化させるか、のいずれかが有効な手段であると私は考える。

「寛厳」・「恩恵」・「懲罰」

ところが、日銀派は、いま説明したような資金量・金利水準といった市場メカニズムを通じる変化以外の要素を重視しているように見受けられる。たとえば外山氏は

「日々の金融調節において、市中銀行の準備預金補填のための現金通貨需要^{注32)}に対しては、量の面で寛大に応ずるか厳しくするか、時間的に早目に応ずるかギリギリまで延ばすかという点で裁量の余地を持って〔おり、この〕寛厳が短期金融市場の金利に影響を与え、それにより市中銀行の貸出態度を変えさせることができる。」^{注33)}

と述べている。また、呉氏は、日本銀行はコール・レートよりも低い公定歩合で日銀貸出しを行なうことにより

「都市銀行に恩恵を与えて〔おり〕……この恩恵を対価として都市銀行に日本銀行の政策への協力を要求している。」

あるいは

「『仕振りの悪い銀行をどうやって叩くか』というようなことは金融理論ではあまり問題とならないが、実際の金融政策においてはかなり重要なことである。すなわち、先に貸出しを積極化した都市銀行に懲罰を加えることによって、都市銀行全体の貸出態度に影響を与えるわけである。」^{注34)}

と述べている。

一体、読者の方々は、中央銀行の民間銀行に対する「寛厳」とか「恩恵」とか、「仕振りの悪い銀行を叩く」といったことによって、民間銀行の行動に影響を与えうると考えられるだろうか、与えることはできないと考えられるだろうか。

この問いに対する反応はおそらくさまざまであろう。私自身はこの問いに対しては三つのことを述べておきたい。第一に、「寛厳」「遅速」「恩恵」「懲罰」等々は、それらによって、もし民間銀行部門の全体として利用可能な資金量、市中の金利水準、およびそれらについての民間銀行の「予想」を変化させる場合には、そしてその限りにおいてのみ、民間銀行全体としての貸出しや投資に影響を与えうるのであろう。市中銀行の資金担当者が日本銀行の窓口に現われたとき、日銀側の態度が厳しく、信用供与がしばしばギリギリまで延ばされたとしても、また「仕振りの悪い」銀行が懲罰を蒙るとしても、結局のところ週から週へ、月から月へと日銀のハイパワード・マネーが高率で増加してゆくときには、民間銀行の貸出しもマネー・サプライも高い率で増加し続けるであろう。民間銀行はそれぞれ自らにとって最も有利になるように行動し、日本銀行に対してはいわば面従腹背で臨むものであり、この種の「恩恵」や「懲罰」が大いに実効を伴うものとするのは、大て

いの場合、権力者の錯覚にすぎないのではなからうか。

オーソドックスな金融政策：(4) “Arm's Length” の取引

第二に、私は、しかし外山氏や呉氏のステートメントは幾分かの真実を含んでおり、「寛厳」「恩恵」「懲罰」といた言葉によって表わされる家父長的権威主義がこれまでの日本銀行の金融政策の重要な軸になっていたように思う。^{注35)}

しかしこれは中央銀行としてのあるべき姿ではないと私は思う。中央銀行はその成立以来の歴史的経緯や法律上の規定がどのようなものであれ、現代の議会制民主主義の国家では中央銀行の主（あるじ）は国民であり、その職員は国民の「公僕」であるはずである。したがって中央銀行はできるだけ客観的、明示的な規準に基づいて、できるだけ広い範囲の同種の金融機関（当座預金業務を行なうもの）を、できるだけ平等に扱うべきであり、それが、金融の分野における効率と公正に適ったことであると思う。中央銀行がある種のグループに特別な「恩恵」を与えたり、合理的理由なしにある種のグループを差別的に扱ったり、明示的な成文の規定なしに恣意的な「懲罰」を加えたりすることがあってはならないと思う。

米国の連邦準備制度は 6,000 を越える加盟銀行を基本的に平等に処遇しており、家父長的、恩恵分配的傾向はまったく認められない。私は日本でもハイパワード・マネーの調節は、米国の連邦準備制度にみられるように、全面的に“arm's length”の取引による公開市場操作を中心とすべきであると思う。そうしてもし特定の銀行が予期できなかった資金繰りの困難に陥り緊急の融資を必要とするときには、日本銀行は、市中金利よりも十分高い金利で、“the lender of the last resort”として融資の要請に応じればよいと考える。これが「オーソドックスな金融政策」の方法であり、「寛厳」・「恩恵」・「懲罰」のような「飴と鞭」に頼るのは、セントラル・バンキングとして邪道である。

また「貸出限度額制度」「貸出増加額規制」といった恣意的な「枠」に基づく数量制限方式の「ワクノクラティック・アプローチ」も、現代の金融自由化、国際化の大きな流れとはまったく相容れない前近代的金融政策というべきである。

戦後初期はともかく、少なくとも大量に国債が発行されるようになり、日本銀行がそのかなりの部分を市中より購入して保有するようになってからは、“arm's length”の取引を中心とする金融調節方式は十分可能であったはずである。ことに国債の流通市場が次第に整備され、また満期期限の近い短中長期の国債が大量に市中に存在するようになってからは、いま述べたような“arm's length”の取引によるハイパワード・マネー調節の体制を作ることは容易であったと思う。

第三に、将来の資金のアヴェイラビリティや金利水準についての民間銀行の「予想」に対して日本銀行が影響を与えるためには、貸出政策における「寛厳」とか「懲罰」によらなくても、中央銀行として金融政策についての中長期的方針を明らかにし、実際にその方針に従ってハイパワード・マネーの供給量をコントロールすることで足りるであろう。事

実、1975年以降はほぼそのような形での金融政策が成果を挙げつつあるように思う。

個々の、「仕振りの悪い」銀行を呼び付けていくら厳しくガミガミ言っても、もし実績としては1972年から73年のように甚だしいインフレーションを起こすほどハイパワード・マネーが供給されてしまうようでは、民間銀行の「予想」を望ましい方向に誘導することは不可能である。

「資金ポジション」と銀行の貸出し行動

民間銀行の行動の理解についてもう一つ述べておきたいことがある。私は「原因」論文のなかで日銀派は民間銀行の資金ポジションと貸出し行動の関係について誤解していると次のように批判した。

「私が見るところでは、日銀流理論には実証的命題と規範的命題の混同がつきまわっている。すなわち、『市中銀行はその資金ポジションが好転すると積極的に貸出しを行い、逆に外部資金依存度が高まると貸出しを抑制する……傾向がある』という『事実判断』と、『およそ“行儀のよい”市中銀行はいま述べたように行動すべきである』という『当為の観念』とが、厳密に区別されずに混在している。」（「原因」論文、p.36）

少なくとも当時の「旧」日銀派にかんするかぎり、彼らが「事実判断」と「当為の観念」を混同していたという私の考えはいまでも変わっていない。

先に述べたように、民間銀行は每期每期自らが調達する各種の資金について将来の आवेक性（Availability）と金利について予想をたてて資金調達・運用の計画を作成し、それを逐次実行していると考えられる。たしかに「外部資金」と考えられているもののなかにはいつ引揚げられるかわからない性質のもの、あるいは期限が来たときに借換えが難しいかもしれないものもあるので、そのような資金への依存度が高い状態では、民間銀行はそうではない場合よりも幾分か慎重に資金計画をたてるであろう。しかし、銀行が調達する資金は、「内部資金」（？）の主要部分と考えられている預金にしても流動性はきわめて高いものもあるから、銀行が内部資金は安全、外部資金は危険、というように両者を峻別して考えているとは思われない。外部資金への依存度が高まっても、その状態を将来も持続してゆけると考えれば、外部資金依存度が高まったというだけの理由で貸出しを抑制することはないはずである。たとえば外部資金のうちの日銀貸出しについても、それが年を追って着実に増加してゆくのであれば、民間銀行はそれを安定的な資金源と考えるようになるであろう。それが民間企業である銀行の合理的な行動である。

合理性を欠く「ポジション指導」

資金をその源泉によって「外部資金」と「内部資金」に区別して、外部資金への依存は不健全、内部資金依存は健全と両者を峻別して考えることは合理的であるとは思われないが、ことに金利の要素を無視した日銀の「ポジション指導」の観念には合理性がないよう

に思われる。

米国の場合、大都市ことにニューヨークに本店が所在する銀行は、日本のコール市場に相当するフェデラル・ファンド・マーケットから常時巨額の資金を借入れ、それを融資に運用している。フェデラル・ファンド・マーケットは、地方銀行の集めた資金が大都市の銀行としたがって大都市に本社がある企業に流れてゆく重要なチャンネルになっているのである。

もし外部資金依存度が高いことが行儀が悪い、あるいは「仕振りが悪い」というのであれば、ニューヨークの著名な銀行はほとんどすべて、「仕振りの悪い」銀行だということになる。

米国において、もし資金ポジションの悪い銀行にその是正を求めれば、ニューヨーク等大都市の銀行は資金不足に陥り、地方の銀行には資金がダブつき、地域ごとに金利水準にかなりの差が生じるであろう。このように考えれば、米国のフェデラル・ファンド・マーケットや日本のコール・手形市場は、それぞれの国内の短期資金コスト（機会費用を含む）を均等化し、ハイパワード・マネーをすべての銀行に効率的に配分するという重要な役割を演じていることが理解されるはずである。

以上のことを理解すれば、個々の銀行の資金ポジションを重視し、外部資金依存度の高い銀行にその是正を求める日銀の「窓口指導（規制）」あるいは「ポジション指導」は、効率的な資金配分を阻害し、金融の効率性を低下させるものであることが理解されるはずである。^{注36)}

日銀派の貨幣乗数否定論

第I節で触れたように、呉文二氏は『金融』＜経済ゼミナール＞という書物のなかで、「ハイパワード・マネーの増加はその数倍のマネー・サプライの増加を招来する」という考え方に対して「日銀関係者^{注37)}は概して否定的である」と説明している（同書、pp.11-12）。ところが呉氏がその理由として挙げている点が、私にとってあまり納得のゆくものではない。

呉氏が挙げている主な論拠は、

「信用創造に使われうるハイパワード・マネーはあくまでも、銀行の保有している準備のうちから法定所要準備および中央銀行からの借入金を控除した『自由準備』であり、わが国の銀行は日本銀行からの借入金が多いので自由準備は常にマイナスである。したがって、自由準備を本源的預金として信用創造を行うことはできない。」

ということのようである。

米国の場合、民間銀行の保有する「総準備」から「連銀からの借入れ」を除いた「非借入準備」（nonborrowed reserves）が重視されているのは、連邦準備制度が公開市場操作を中心としてハイパワード・マネーの供給量を調節しており、連銀からの借入れは、当局の方針として、加盟銀行が予想しなかった事態の発生に基づく資金不足や、ごく一時的あ

るいは季節的な資金不足を緊急に補填するための過渡的 (transient) な借入れとしてのみ認めていることに対応している。すなわち連銀からの借入れは基本的に一時的過渡的な性格のものであり、加盟銀行は資金不足が長引き、引続き資金の借入れを必要とする場合には、連銀からの借入れをフェデラル・ファンド・マーケットからの借入れ (その金利は連銀借入れとほぼ同水準であり、連銀からの借入れに日本の場合のような「恩恵」的要素は稀薄である) に借り替えてしまい、連銀からの借入れを返済するのが通例である。したがって米国の連邦準備制度の場合には「借入準備」 (borrowed reserves) は間もなく消えてなくなる一時的な泡のような存在にすぎない。

これに対して日本では、日銀貸出しは通常コール・レートよりも低い金利で行なわれており、都市銀行にとっては重要かつ恒常的な資金源となってきた。従来、都市銀行はそれを全額完全に返済してしまおうなどとは考えておらず、借り手も、貸し手の日本銀行も、その額が趨勢的に増加することを当然と考えてきた。したがって日本ではマネー・サプライのメカニズムを理解するうえで「非借入準備」と「借入準備」を区別する理由は乏しい。^{注38)} 民間銀行が、日銀借入れの存続、さらにはその趨勢的増加を「予想」して行動しているのであるから、「借入準備」は遠からず返済されるという前提に立った議論は見当違いである。かくして日本では日銀貸出しを含むハイパワード・マネーの供給全体が、米国での「非借入準備」に相当し、それを貨幣乗数の「被乗数」 (multiplicand) とみなすべきである。

呉氏が挙げているもう一つの論拠は、「ハイパワード・マネーに含まれる銀行券は信用創造には関係しない」という点である。この点も、日米間に制度上少しばかり差があり、米国では銀行が保有する手許現金 (vault cash) つまり連邦準備銀行券を所要準備額の中に入れて計算してよいことになっているが、日本では銀行の手許現金は準備預金の中に含まれない。しかし、銀行が保有する現金にせよ、非銀行民間部門が保有する現金にせよ、それぞれなんらかの比較的安定的な需要関数によって表わすことができるというのが貨幣乗数の考え方である。もしその種の安定的な需要関数は存在しないと主張するのであれば、金融理論というようなものは一切成立しないという不可知論を主張することになってしまうのではなかろうか。^{注39)}

VI. 1972～73年の金融政策

さてこれまで金融政策の理論にかんする問題について「旧」日銀派の考え方と私の……そしておそらくは多くの経済学者の……考え方の相違について長々と論じてきたが、それによって、私の金融政策について理論的な考え方が、かなり理解して頂けたのではないかと思う。この節では、本稿のしめくくりとして、これまでの各節で述べたことを前提として、1972年から73年にかけての日本の金融政策の展開を追って、外山氏と私の見解の相違、および外山氏の見解に対する私の批判を述べておきたい。

1971年～72年前半のマネー・サプライ

外山氏の著書は『金融問題21の誤解』と題され、私を含めて多くの人々が金融問題および金融政策について「誤解」しているということを縷々と述べられているのであるが、少なくとも同書の私にかんする箇所では、外山氏の方が「誤解」している点が多いように思われる。実は、私は一読して、呆れてものもいえないくらい驚かされた。なぜかという、外山氏は私が全然述べていないことを、私が述べたと記して私を批判しているからである。

まず、1971年から72年前半にかけての金融情勢について、外山氏は

「小宮教授はこ時期 [1971年央から72年央の間] に日本銀行信用が減少し、ハイパワード・マネーの増加率が落ちついており、物価も安定していたことを評価するあまり、マネー・サプライの異常な増加を看過した。」（『誤解』p.24. アンダーラインは引用者、以下同様。）

あるいは

「小宮教授が」 「46年 [1971] 夏から47 [72] 年夏にかけての日銀信用の収縮を『不胎化』として高く評価し、そのため当時はインフレにならなかったというのも誤りである。小宮教授の誤りの第一は、日銀信用が収縮したのだから、引締めの政策であったと見る点である。当時引締め政策はとられていない。……誤りの第二は、当時の市中金融機関の貸し進みに困って生じつつあったマネー・サプライの急増を軽視する点である。日銀信用と現金通貨の動きを重視するあまり、マネー・サプライの動きを看過したのである。」（同、p.17.）

と述べている。

私は、当時の金融状勢を分析した「原因」論文第Ⅲ節の冒頭で

「昭和48～9年のインフレーションの最も重要な……原因は、46～8年 [1971～73年] の3年間にわたって過大な貨幣供給 [マネー・サプライ] がなされたことにある。」

（「原因」論文、p.16.）

あるいはマネー・サプライの変化率、およびマーシャルのkの値のタイム・シリーズを示す図を掲げたのちに

「46年 [1971年] の後半以降、後になって物価の急騰を支えた過大な貨幣量が民間部門に累積し、保有されていたことは、これらの図から明白であろう。」（同、p.17.）

と述べ、そうして

「47年に入るとまず株価が、……47年秋以降になると地価が、いずれも急激な値上がりを示 [した] 」

ことを図によって説明している。論文の末尾の結論のところでも、主要な八つの結論のナンバー・ワンに

「昭和48～9年の急激なインフレーションの主要な原因は、45年末から48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。」(同, p.39.)
と述べているのである。

要するに私の論文は46年後半(あるいは45年末)以来のマネー・サプライの急増を「看過」したり、「軽視」したりしているところか、昭和48, 9年のインフレーションの原因として非常に重視し、繰返しそのことを強調して書かれている。それを私が「看過」した、あるいは「軽視」したという外山氏は、一体、私の論文をどこを読んだのか、理解に苦しみ、唾然たらざるをえないである。

なお、外山氏が、当時の状況について、「金融緩和政策が続けられていたが、現金通貨需要がなく、……」(『誤解』p.18)と言っているのも誤りである。ハイパワード・マネーの前年同期比増加率は1972年6月末にはすでに17.2%に達していた(「原因」p.21, 第6表参照)。

1972年前半までの金融政策

1972年前半までの日本銀行の金融政策は、「金融超緩和」の政策であった。日本銀行によるハイパワード・マネーの追加供給は、日本銀行信用というチャンネルだけから行なわれるのではなく、「(i) 国際収支[黒字]による外国為替資金の撤超, (ii) 外為以外の財政資金の撤超」(「原因」p.22)によっても行なわれ、国際収支黒字のみからでもインフレは起こりうる(いわゆる「輸入インフレ」)。日銀派は日銀信用がプラスになれば金融は逼迫、マイナスならば緩和とみるらしいが(第Ⅱ節参照)、われわれは、上記(i), (ii)に、(iii) 日銀信用(日銀貸出しおよび債券売買)を加えたハイパワード・マネーの全体としての変化を重視するのであって、日銀信用の変化だけをみて金融が緩和しているとか、引締められているとかというような短絡的発想はしない。私は

「日本銀行が46年以降、ハイ・ペースで貨幣供給を拡大する政策を続けた……[の]は、深刻な『円切上げ不況』が到来することを政策担当者が予想し、これを金融緩和政策によって回避……しようとしたからであった……。このような金融超緩和政策が始められた昭和46年当時、景気は下降に向かっており、設備投資は極度に停滞していた(第3図および第12図参照)。」(「原因」p.23.)

と述べており、1972年前半は「金融超緩和」の状態が続いていたと考えている。こういう時期にはハイパワード・マネーに対するマネー・サプライの比率が上昇することも私は指摘している(「原因」p.19)。

したがって外山氏が、当時の状況を小宮が「日銀信用が収縮したのだから、引締めであったと見」ている、と述べているのにも、私は「あいた口が塞がらない」のである。私は当時、金融超緩和政策がとられていたと書いているのであるから、外山氏が「当時引締め政策はとられていない」などと厳かに宣(のたま)う必要など毫もないのである。

外山氏はマネー・サプライがハイパワード・マネーよりも「先行」するということを強調しているが、私も当時のような金融超緩和の時期にはそういう傾向が強いということに

同意してもよい。当時は企業の手許流動性が潤沢であったが、民間部門全体として現金通貨はそれほど必要としていなかった。しかしマネー・サプライがつねにハイパワード・マネーに先行するという考え方には同意できない。

当時の金融政策の運営について、外山氏と私の見解は異なる。外山氏は1972年前半のマネー・サプライの急増に対して、日本銀行は金融引締め政策をとるべきであったとし、先にも引用したように、もし「正面から金融引締め政策をとりえなかったとしたら、……日本銀行は窓口指導を早急に開始すべきだった」（『誤解』p.18）と述べている。私は金融引締め政策をとらずにマネー・サプライの増加を抑制することはほとんど不可能だと思うが、そのことはさておくとしても、1972年前半は金融を引締めマネー・サプライを抑制することが必要な経済情勢ではなかった、というのが私の意見である。私はその時期の金融政策を外山氏が言うように「高く評価し」たことは一切ないが、外山氏のように批判的でもない。まずは許容範囲内であろう。^{注40)}

1972年前半までの金融緩和政策により、民間部門ことに企業部門にはかなりの過剰なマネー・サプライが保有され、そのため1972年初から株式価格がハイ・ペースで上昇したが、地価は9月まではほとんど上昇せず、経済全体としての不況感はまだ解消していなかった。1972年央から金融政策が速やかに引締めへ転じていたら、1972年前半まで程度のマネー・サプライでは、大したインフレは起こらなかったであろう。

1972年後半以降の金融政策

当時の日本銀行の金融政策の失敗の第一歩は、1972年6月末の公定歩合引下げにあり、そして失敗の本格化は同年第3四半期以降の日銀信用の急拡大、すなわち日銀の「貸し進み」である、というのが、「原因」論文以来の私の意見である。1972年秋以降の日本銀行の金融政策が適切でなく、1973～74年の大インフレーションを惹き起こしたということは、いまやおそらく金融専門家の間では多数説であると思われる。^{注41)} 外山氏もこの時期の日本銀行の金融政策全般については、この多数説とおおよそ同意見であるように思われる。

しかし、1972年後半以降の金融政策の展開にかんして、外山氏をはじめ旧日銀派の一部の人々と私の間には、重要な見解の相違点があり、また外山氏が私の見解について誤解しているのではないと思われる点がいくつかある。それらについて以下に述べておきたい。

日銀の「貸し進み」

私は「原因」論文で、1972年前半までは巨額の国際収支黒字をつうじてハイパワード・マネーが供給されていたのに対して日銀信用は回収されており、「不胎化」(sterilization)政策が行なわれた形となっていたが、「47 [1972] 年央以降日銀信用は急速な拡大に転じ……た。47年後半には、国際収支の黒字は急増していたが、貨幣供給の主導力は国際収支の黒字ではなくなり、日本銀行の信用拡張がこれにとって代った」（「原因」論

文, p.22) と述べた。そうして1972年第3四半期以降74年初までの日銀信用の急増を「日本銀行の『貸し進み』」と呼び、この「貸し進み」による膨大なハイパワード・マネーの過剰供給が昭和四十八、九年インフレーションの主たる原因であると論じた。

これに対して外山氏は、私の見解を批判して、市中銀行が現金通貨による預金引出しにより、準備預金の不足をきたしたときに、

「この現金通貨の需要に応じて日本銀行が現金通貨の供給を行なうのは、払底した市中銀行の手持現金通貨を補填してやる【!】ことであり、『貸し進む』ことでもなければ、金融引締め政策と矛盾することでもない。現存する預金の現金による引出しがある以上やむをえないものである。現金通貨増発の原因は既往(46, 47年)に市中銀行が信用創造により巨額の預金通貨を供給したことにある。本当の原因は、市中銀行の既往の『貸し進み』を防止しなかった日本銀行の金融政策にある。」(『誤解』p.14.)

と述べている。この引用文中の「現金通貨」が本来の現金通貨を指すのか、ハイパワード・マネーを指すのか定かではないが、いずれにしても私は、外山氏のような認識は基本的に誤っていると思う。

それはなぜかといえば、二つの理由をあげることができる。もし1972年秋以降の日銀貸出しの増加が、もっぱら市中銀行が既往に創造した預金を非銀行民間部門が引出し、それにより準備預金が不足し、その補填のために日銀貸出しが増えた、というのであれば、外山氏の主張は正しかったかもしれないが、そうではなかった。その時期に全国銀行貸出しが急増していたのである。すなわち全国銀行貸出残高が1971年央から1973年央まで前年同期比22~26%という高い増加率を示し、1973年末でもその増加率はほとんど20%に達していたのである。1972年後半以降になって日銀貸出しが急増しはじめ、これに支えられてハイパワード・マネーの残高は前年同期比30~40%増というハイ・ペースで増加したが、^{注42)} まさにこの「日銀の『貸し進み』」が全国銀行貸出しの急増を支えたのである。もし日銀が1972年後半以降日銀貸出しによるハイパワード・マネーの供給を、民間銀行による過去の「貸し進み」を追認する範囲内、すなわち民間銀行からの現金通貨の流出を補填する範囲内に止めておいたのであれば、日銀貸出しとハイパワード・マネーの供給は増加しても、全国銀行貸出しは増加しなかったはずである。外山氏は別の箇所で、

「既往のマネー・サプライの急増がインフレーションを加速化する。そのとき起こるハイパワード・マネーの増加はインフレーションの結果である」(『誤解』p.27) と述べている。しかし1973年中のハイパワード・マネーの潤沢な供給は、既往のマネー・サプライの急増の結果として生じたという範囲内のものに止まらなかった。1972年第4四半期から73年第3四半期までのマネー・サプライ(M_2)と全国銀行貸出残高の前年同期比増加率は、いずれも、ほぼ24%から26%に達し、それ以前のいずれの四半期の増加率をも超えている。このような民間銀行の「貸し進み」を可能にしたのは、まさにこのときに行なわれた「日本銀行の『貸し進み』」以外の何ものでもなかった。

金利指標の軽視

日銀派は、どのような資金についてにせよ、資金量の直接的量的規制の思想が根強く、金利の調整機能を軽視しがちであるが、1972年後半以降の金融政策の評価についても外山氏はほとんど金利の動きを正しく把握していない。外山氏は、

「〔昭和46, 47年の〕……マネー・サプライはそれに続く金融引締め政策下で、二つの相反する現象を引き起こした。第一に市中銀行は現金通貨による預金引出しにより、準備預金の不足をきたし、短期金融市場は逼迫し、コール・レートは上昇した。第二に、企業は巨額の預金を保有していたので、……資金繰りは当分の間緩やかに推移した。これが金融政策の効果の実体経済への浸透を遅らせた。」（『誤解』p.14.）

と述べている。しかし、私が「原因」論文で論じたように、1973年の10月に第一次石油危機が始まるまでは、短期金利はあまり上昇していなかった。すなわち

「コール・レートや利付電々債利回りは、石油危機直前の時期でも7～9%程度であり、さして高い水準に達していなかった（第15図参照）。卸売物価が〔1973年9月には〕前年同期比で20%近くも上昇し、強い騰勢を示しているときに、市中銀行の貸出しに対する需要はいくらでもあった。……しかも市中銀行がそのような需要を満たすために必要な資金〔ハイパワード・マネー〕は、日銀信用の拡大により、潤沢に供給されたのである。」（「原因」p.37.）

当時の7～9%という市中金利は、1969年後半から1970年にかけての比較的緩い「予防的金融引締め」政策の時期よりも低目の水準である。卸売物価の上昇率は1973年3月にはすでに二桁台になり、月を追ってさらに上昇していたので、この程度の短期金利の水準は、実質金利でみればマイナスであり、画期的な超低金利時代が続いていたといっても過言ではないのである。

この点に関連して、一つには、日銀派が金利の動きにあまり注意を払わず、第Ⅱ節で紹介したように、「『日本銀行信用』のプラス・マイナスが、金融市場が逼迫しているか緩慢かを示す」と考えてきたことが、事態の的確な把握に対して大きな障害になっていたのではないかと私は思う。つまり1973年当時は日銀信用が急増しており、そのためコール・レート等市中金利は低水準にあったが、日銀派の一部は、日銀貸出しが大いにプラスとなっているから、市中銀行の「資金ポジション」は「悪化」しており、日銀派は金融は十分逼迫していると判断していたのではないと思われるのである。

おわりに

本稿はもともと、私の「昭和四十八、九年インフレーションの原因」という論文に対する外山茂氏の厳しい批判に答えるために着手されたものであるが、同氏の批判に対して、同氏および一般の読者の方々に理解しやすいように見解の相違点とその背景、および私の考え方を説明しようと思うと、金融政策、金融問題についての基本的な事柄にまで遡って私の考え方を説明しなければならず、さらには経済学における理論、理論モデル、静学と動学の意義、等々の論議にまで及ばざるをえなかった。この過程で、結局、外山氏をはじめ「日銀派」あるいは「旧日銀派」と私が呼んだ人々の貨幣理論つまり「日銀流貨幣理論」（あるいは貨幣経済学）を紹介し、批判するとともに、私自身の金融政策理論についての理解をかなり詳しく説明することになってしまった。

そのため本稿では、金融政策の問題を考える際に私の思考の基礎となっている「通貨部門の一般均衡モデル」の概略を説明し、それに基づいて、金融政策に関連する因果関係、ハイパワード・マネーの役割、オーソドックスな金融政策、貨幣乗数、民間銀行と中央銀行との関係等について、日銀派と私との考え方の相違を説明し、日銀派の考え方を批判した。

また本稿の最後の部分では、外山氏の私に対する批判の焦点となっていた1971年～73年の日本の金融情勢の展開と日本銀行の金融政策をめぐって、外山氏の見解と私の見解の異同を明らかにした。結局、本稿では非常に多くのことを論じることになってしまったので、それらをここで要約することは到底できない。

「日銀派」の先輩諸氏を批判することは私にとってはなほだ気の進まないことであったが、ここで論議の対象となっている問題は日本の金融政策の根幹にかかわる重要問題である。本稿で述べた私の見解に対して、「日銀派」の諸氏をはじめ、日本の金融政策に関心を寄せられる読者の方々から忌憚のないご批判、ご叱正を頂きたい。そして相互批判をつうじて金融政策とその理論についてのわれわれの共通理解が進歩することを期待したい。

注 記

- 注1) 『経済学論集』(東京大学)42巻1号(1976年4月), 所載.
- 注2) 小宮隆太郎「中国のマクロ経済管理: 1984-86年の『経済過熱』と改善の課題」東京大学経済学部(産経研)ディスカッション・ペーパー, No.88-J-1, 1988年1月.
- 注3) 東洋経済新報社, 昭和55年, 同書第1章はじめ, 『金融と銀行』(週刊東洋経済臨時増刊), 昭和52年第3集, 第4集, に発表された.
- 注4) 館龍一郎・小宮隆太郎「日本の金融政策はいかにあるべきか」『経済評論』1960年4月号付録, 参照.
- 注5) 一例をあげると, しばらく前の新聞報道によれば, 日本銀行は, 今後金融引締めが必要が生じたときには, 再び「窓口指導」を実施する方針であるとのことである. 数年前と比べれば日本の金融の国際化・自由化が格段に進み, 日本銀行自身も日本の金融の国際化・自由化を一そう促進することの必要性を説きながら, 私からみれば必要でもなく有効でもないと思われる「窓口指導」を断念していないのは, 旧態依然の感があり, 旧日銀派あるいは日銀派未だ健在なりとの印象を受ける.
- 注6) ポール・サムエルソン(都留重人訳), 『経済学』(原書第10版), 岩波書店, 1977年, p.513. ただし訳文は一部改めた.
- 注7) Stanley Fischer and Rudiger Dornbusch, Economics, New York: McGraw-Hill, 1983, p.653.
- 注8) 日本の教科書で, ここで述べたことと同じ趣旨のことをきわめて明快に説明しているものの一例としては, 小泉進『マクロ経済学』有斐閣, 1982年, pp. 29-31, を参照せよ.
- 注9) 呉文二『金融政策』東洋経済新報社, 1973年.
- 注10) 呉文二『金融』<経済ゼミナール>東洋経済新報社, 1982年, pp.11-13.
- 注11) 日本銀行金融研究所『わが国の金融制度』1986年7月, p.464, 注1.
- 注12) もっとも, 同書は国債発行とマネー・サプライの関係を論じた箇所では, 「マネーサプライの管理は最終的には日本銀行のベース・マネーの供給態度[というよりも「供給量」というべきだが]によって決まる」と, 私からみれば当然のこと, そして「旧」日銀派がおそらく否定するであろうことを明確に述べている(p.475). しかしどういふわけか, この箇所は索引の「ベース・マネー」の項には見当たらない.
- 注13) 「現金通貨」は日本の場合, 日本銀行券および補助貨幣を指すが, 「現金通貨発行高」(cash currency issued)と「同流通高」(cash currency in circulation)を区別する必要がある. 民間銀行の手許にある現金(vault cash)が, 前者およびハイパワード・マネーには含まれるが, 後者および M_1 , M_2 等のマネー・サプライには含まれない.

- 注14) 外山氏はハイパワード・マネーという言葉と現金通貨という言葉を随時“inter-changeable”に混同して使っているの、その真意は必ずしもはっきりしないが、同氏はどうも、小宮はじめ何人かの経済学者がインフレの要因として現金通貨なかんづ、 “cash currency in circulation” を重視していると誤解しているふしがある。経済学者がインフレ要因として重視しているのは“cash currency in circulation”よりも、預金通貨・準通貨であり、それを支えているものとして準備預金と民間銀行保有の手許現金 (vault cash) を重視しているのである。国民経済全体としての総支出に与える影響という点で、預金通貨および準通貨の方が現金通貨よりもはるかに重要性が高い。
- 注15) 同じく日本銀行に所属している人でも、横山昭雄氏の『現代の金融構造』(日本経済新聞社、1977年)は、この点にかんして「この準備預金積立てのための所要資金は、金融機構全体としてみれば、中央銀行からの信用を受ける以外にはない」(同書、p.36)、と明確に指摘している。いま引用した認識から出発して、同書は金融政策がハイパワード・マネー(同書では「高権貨幣」と呼ばれている)の需給の調整を中心に展開されることを説明している。また「金融政策の効果波及のメカニズム」において「コールレート(短期金融市場レート一般を、便宜上、コールレートと呼ぶ)がきわめて重要な役割を果たしている」こと、さらに「コールレートは短期金融市場における高権貨幣の需給均衡価格として決まってくる」ことが説明されている(同書、p.137)。以上二つの点で同書の貨幣経済学はわれわれ経済学者の考え方に近く、「旧日銀派」とは対蹠的である。聞くところによると同氏は日本銀行内で調査系統に勤務したことがなく、長年主として営業系統の仕事に従事してきたとのことであるが、実務の経験をつうじて金融政策の基本的な事柄について優れた洞察と深い理解に到達されたことに驚きを禁じえない。
- 注16) 1957年に「準備預金制度にかんする法律」が制定される際、準備率の決定に大蔵大臣の認可を要するか否かで大蔵省と日本銀行の間で対立があり、日本銀行は大蔵省が認可権をもつことに反対した。日銀側の事務方としてこの件に関係した呉氏は、日銀側が「敗れ」たことを回顧して感慨を記されているが(『金融政策』pp.154-55)、旧日銀派にとっては準備預金制度が導入された際の法律制定をめぐる大蔵省・日銀・都市銀行の間の“闘争”の方が生々しい印象として残っており、この制度の導入によってマネー・サプライ決定のメカニズムが従来の形から米国型に大きく変わったという認識はなかったのであろう。
- 注17) この点、われわれ経済学者の側にも、幾分かは「思い入れ」が先行した嫌いがあったことを反省する必要があるかもしれない。すなわち金融政策は、できるだけプライス・メカニズムを活用する形で運営されるべきであると考えてきたために、少なくとも過去においては現実の日本の金融政策の実態はそのような形とはかなりかけ離れていたにもかかわらず、実態よりも先走った状況を頭の中で想定しがちであったのかも

しれない。

注18) 呉『金融政策』前掲, pp.69-70. ただし, アンダーラインは引用者が付した.

注19) 以上の説明はあまりにも簡単であって, 金融政策の理論(「近代」経済学の理論)にあまり接したことの少ない読者にとってはおそらく理解し難いものであろう. そのような読者は, 堀内昭義『日本の金融政策:金融メカニズムの実証分析』東洋経済新報社, 1980年, あるいは岩田一政・浜田宏一『金融政策と銀行行動』東洋経済新報社, 1980年, を一読してほしい. なお, これらの著作では, 預金金利が政策的に決められる場合, あるいは銀行貸出について信用割当が行われる場合も扱われている.

注20) 日本銀行調査局「マネー・サプライの増加について」『調査月報』1973年2月号, p.13. ただしアンダーラインは引用者による. なお, 小宮の「原因」論文, pp.17-19, も参照せよ.

注21) 伊藤豊輝「民間資金を圧迫しない:国債増発を考える(上)」『日本経済新聞』1975年10月13日付(経済教室).

注22) 『わが国の金融制度』前掲, pp.472-76.

注23) 呉『金融政策』前掲, pp.100, 注3.

注24) 日本銀行調査局「日本におけるマネー・サプライの重要性」『調査月報』1975年7月号, 参照.

注25) 外山氏は, 変数の先行・遅行の論議に関連して「預金通貨はどちらかといえば先行系列の指標で『通貨主義』的であり……これに対して預金通貨のなかの企業・家計保有分には『銀行主義』が当てはまるだろう」(『誤解』p.16)と述べているが, 私は今日の日本の金融問題を論じるときに, 「通貨主義」「銀行主義」という言葉を持出す人は大体において, 「旧」派だと思う. なぜかという, そのような言葉が現代の経済学のロジックで表わしたときに, 理論的にどういうことを意味しているのかが, ほとんどの場合明瞭ではないのである. 私はそのような言葉を使ってはいけないといっているわけでは決してないが, 使うとすれば理論的な内容をはっきりさせたうえで使ってもらいたいのである.

注26) 大久保隆『マネーサプライと金融政策』東洋経済新報社, 1983年, ことにpp.89-90, 参照. 同書は私の「原因」論文にまったく言及していないが, 少なくともいま引用した部分は「原因」論文にたいする批判として書かれたものと思われる.

注27) 大久保隆『マネーサプライと金融政策』前掲, p.117, 参照.

注28) 日本銀行調査局「昭和48年の金融経済の動向」『調査月報増刊』1973年, p.8. なお, 「原因」論文, pp.35-36, をも参照せよ.

注29) 『誤解』pp.35-38, および『金融政策』pp.87-89, および p.54.

注30) 『金融政策』p.54, および同頁の注, 『誤解』, pp.37-38, 参照.

注31) 『誤解』pp.20-21. なお, 外山氏の小宮に対する批判のうち, この批判にあてられた『誤解』第1章第3節のタイトルは「マネー・サプライは現金通貨の乗数倍である」

となっており、さらにタイトルの副題の形で「マネー・サプライは、日本銀行の供給する現金通貨の乗数倍となる」と記されており、あたかも私がそのように述べているかの如き印象を読者に与える。しかし私はそのような荒唐無稽なことはまったく述べていない。まことに迷惑な話である。

注32) ここにも外山氏の「現金通貨」と「ハイ・パワード・マネー」の用語の混乱が端的に現われている。民間銀行は準備預金補填のためには日銀から貸出しを受ければ足り、現金通貨を受取る必要はない。

注33) 『誤解』 pp.15-16. ただしアンダーラインは引用者。以下も同様。なおほぼ同じような説明は呉『金融政策』 pp.76-78, 『わが国の金融制度』 pp.467-68, にもあるが、それらでは主として時間の遅速について説明しており、「寛厳」という概念は使っていない。

注34) 『金融政策』 pp.83-84, および p.89.

注35) 呉氏は旧日銀派のなかでは最も権威主義的ではないタイプの一人であり、リベラル、闊達な方だが、同氏の『金融政策』のなかには、日本銀行は「通常の時には銀行の借入申込みがあったからといって、簡単に貸してやるわけではない」(p.86), 「地方銀行にもある程度貸してやらなければならない……」(p.94), 「日本銀行は短資会社から政府短期証券や売出手形を買戻してやらなければならない」(p.153, アンダーラインは引用者), といったステートメントがある。また、外山氏の『誤解』の中にも「……日本銀行が現金通貨の供給を行うのは、払底した市中銀行の手持現金通貨を補填してやることであり……」(p.14) といった表現がある。このような表現は、これを読む者に、日銀派には権威主義的、恩恵分配的思想が根強くあり、公僕的感覚が稀薄であるとの印象を与える。

注36) 外山氏は、日銀派に「事実判断」と「当為の観念」の混乱があるという私の批判にはまったく触れていない。ただ私が、「窓口指導と市場ルールをつうじる金融引締め効果のうち、一方が有効であるのに応じて、他方は効果を発揮していない」(「原因」論文, p.37) と述べた点を完全に誤解している。すなわち外山氏は、

「小宮教授は……次のように云う。(1) 窓口指導の貸出増加限度と、(2) 窓口指導がない時の市場ルールを通ずる金融引締め政策による貸出増加額とを対比し、(1) が(2) より多いときは窓口指導は不要であり、(1) が(2) より少ないときは窓口指導は含み貸出や規制外金融機関の貸出増加等で効果がなくなる。したがって窓口指導は必要でないとする。これは論理的には正しいかもしれない」(『誤解』 pp.64-65)。

と述べている。日銀が窓口指導(主として都市銀行を対象としてきた)を厳しくしたときには、資金が中小金融機関や外銀等、規制外の金融機関に流れ、それらからの貸出しが増加するため、窓口指導はあまり有効ではない、というのは堀内昭義氏が明らかにした重要な論点であるが(「『窓口指導』の有効性」『経済研究』28巻3号[19

77年 7月] 参照), 私は「原因」論文を執筆した当時にはそのことにまだ気付いておらず、「原因」論文のいま引用した箇所では、日銀派のステートメントが「条件つき最大値問題」の解の性質から考えて論理的妥当性を欠いている、と述べたにすぎない。

注37) 第I節で述べたように、日本銀行金融研究所『わが国の金融制度』(1986年)では「貨幣乗数」という考え方をとり入れているので、ここでの「日銀関係者は「旧日銀派」と解すべきであろう。

注38) 1960年代の初期に、日銀派の巨頭の吉野俊彦氏と私が日本の金融政策について論争した際にも、吉野氏がこの論点をもち出されたが、私には納得できなかったことを思い出す。吉野氏は中央銀行からの貸出しは遠からず返済しなければならないものであるから、中央銀行によるハイパワード・マネーの供給が主として中央銀行からの貸出しにより行われる場合には、公開市場操作(国債の買入れ)により行われる場合よりも市中金利が高くなると主張し、私はそのような意見に反対した。小宮隆太郎「日本における金融政策の有効性」『経済学論集』(東京大学)30巻2号(1964年7月)

[小宮『現代日本経済研究』東京大学出版会、1975年に再録]、および吉野俊彦氏の同じタイトルの論文、同誌、30巻3号(1964年10月)、参照。このときの論争でも、私が理論モデルに基づく議論を展開したのに対して、吉野氏は理論モデルという考え方をまるで解されなかったので、議論はまったくすれ違いで、私は「禅問答」を聞いているような感じがした。

米国の連銀の貸出し政策と、日銀の貸出し政策は著しく異なるので、そのことを無視して日本の現状に「非借入準備」とか「自由準備」とかといった概念をもちこんでも有意義ではない。民間銀行は中央銀行の将来の貸出し政策が、どのようになるかを「予想」して自らの貸出し行動を決めるものである。日本の民間銀行は、通常の時期には、日銀からの借入れを速やかに返済しようとは考えておらず、この点で米国の銀行の連銀からの借入れについての考え方と大きく異なっている。このことを無視した議論は説得力がない。

注39) 日銀派の主張はこのような不可知論に近いものなのかもしれない。

注40) 1971年から73年にかけての金融政策、為替政策について、吉富勝氏(『現代日本経済論』東洋経済新報社、1977年、pp.301-308)は、私が「原因」論文で述べたことを批判し、「昭和46~48年におけるマネー・サプライの急増は、この時期の前半では、非現実的な為替レート[による]国際収支黒字の急増にその原因があ[る]から、これは主に固定レートに固執した大蔵省の問題であり……」と述べている。しかし吉富氏の意見には同意できない。私も、たしかに当時の為替政策もはなはだ不適切なものだったと考えており、「原因」論文でも「インフレを惹き起こした責任の何割かは為替当局にある」と述べているが(同論文、p.39参照。なお小宮隆太郎・須田美矢子『現代国際金融論』[歴史・政策論]、日本経済新聞社、1983年、第1章、および同

補論も参照せよ), 為替政策が不適切で国際収支の黒字が大きかったにせよ, 1971~1972年前半に, もし金融引締めが必要とあれば日本銀行が国際収支の黒字にもとづくマネー・サプライの増加を抑制することは可能であった(たとえば準備率の引上げ)。

しかし1972年前半までの日本経済は不況色が濃く, 民間企業の「予想」が弱気になっており, 金融引締めを必要とする状況ではなかった。たしかにマネー・サプライはだぶつき気味だったが, 本文でも述べたように, 1972年後半から景気が上昇しはじめたときに, 日銀が速やかに金融引締め政策に転じ, 過剰流動性を強力に吸収してしまえば, 多少の物価上昇はみられたとしても, 卸売物価指数の上昇率が二桁になるほどのことはなかったであろう。

注41) たとえば, 『日本銀行百年史』のうち, 1971年から第一次石油危機までの時期を扱った第6巻(日本銀行, 1986年), 第6章, (4), (5), (6)の各節は, いくぶんか日本銀行のとった政策を正当化しようとする姿勢に傾きがちであるが, それでも私が「原因」論文で述べた見解と基本的には一致しているように思われる。

注42) ただし, ハイパワード・マネーに対する需要の増加の一部は, 準備率の引上げによって生じたものである。「原因」p.36, および同頁注44に引用の文献を参照せよ。

参照統計図表

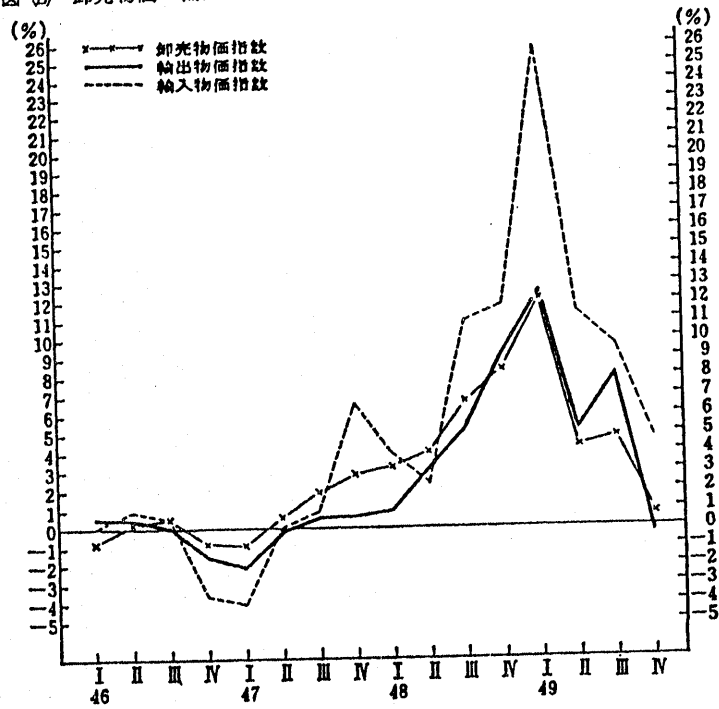
小宮隆太郎「昭和四十八、九年のインフレーション」
 『経済学論集』42巻 1号 (1976年 4月) より転載。

第6表 ハイ・パワード・マネーの供給とその構成比 (単位: 億円, %)

暦年末 (四半期末)	ハイ・パワード・マネー残高増加額 (前年同期末比)	ハイ・パワード・マネー残高の年間増加率 (前年同期末比)	増加要因の構成比					
			外国為替資金		財政資金 (外為資金を除く) 及び「その他」		日本銀行信用	
			億円	%	億円	%	億円	%
昭和43年	7,049	18.9	3,008 (46)		△1,586 (△24)		5,127 (78)	
昭和44年	8,725	19.6	3,494 (42)		△4,068 (△49)		8,854 (107)	
昭和45年	8,806	16.6	4,466 (54)		△9,559 (△116)		13,352 (162)	
46 (I)	7,687	15.3	6,755 (61)		△7,026 (△63)		11,444 (102)	
(II)	8,033	15.9	16,797 (481)		△15,715 (△450)		2,413 (69)	
(III)	9,700	19.5	39,166 (428)		△23,459 (△257)		△14,793 (△162)	
昭和46年	9,012	14.5	43,998 (518)		△16,320 (△192)		△19,196 (△226)	
47 (I)	7,845	13.5	43,558 (593)		△14,468 (△197)		△21,749 (△296)	
(II)	10,073	17.2	31,742 (337)		△15,536 (△165)		△6,787 (△72)	
(III)	11,199	18.9	16,058 (155)		△15,235 (△147)		9,558 (92)	
昭和47年	20,584	29.0	17,397 (88)		△19,808 (△100)		22,223 (112)	
48 (I)	22,214	33.7	17,870 (82)		△16,481 (△76)		20,373 (94)	
(II)	25,560	37.2	12,289 (49)		△15,552 (△62)		28,120 (113)	
(III)	26,560	37.6	2,295 (9)		△19,310 (△75)		42,918 (166)	
昭和48年	31,390	34.3	△18,840 (△62)		△7,808 (△25)		57,204 (187)	
49 (I)	24,114	27.4	△24,681 (△107)		△16,758 (△73)		64,510 (280)	
(II)	26,096	27.7	△15,209 (△60)		△13,228 (△52)		53,863 (212)	
(III)	21,367	22.0	△13,475 (△65)		△9,835 (△48)		44,025 (213)	
昭和49年	19,850	16.1	△3,784 (△20)		6,564 (34)		16,440 (86)	

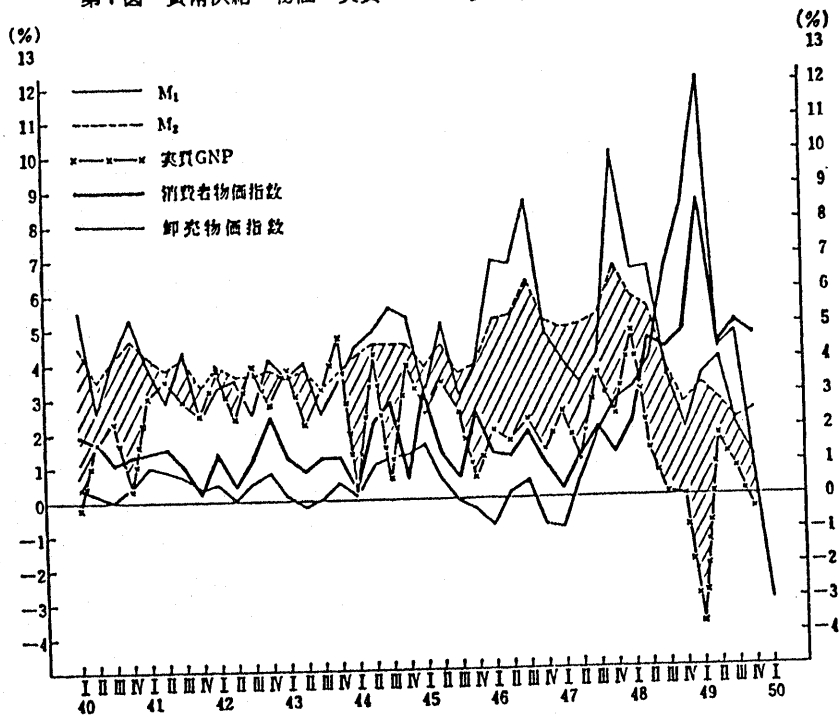
資料出所: 日銀「経済統計年報」。ハイ・パワード・マネー残高は「マネタリー・サーベイ」。増加要因の構成比は「資金需給実績」による。各年末あるいは各四半期末を一年前と比較し、その間の増加額の要因別構成比を求めたもの。構成比のパーセンテージは三項目の合計に対する比率。

第6図 (B) 卸売物価・輸出入物価の変化率 (昭和46年(I)~50年(I): 四半期, 季節調整済)



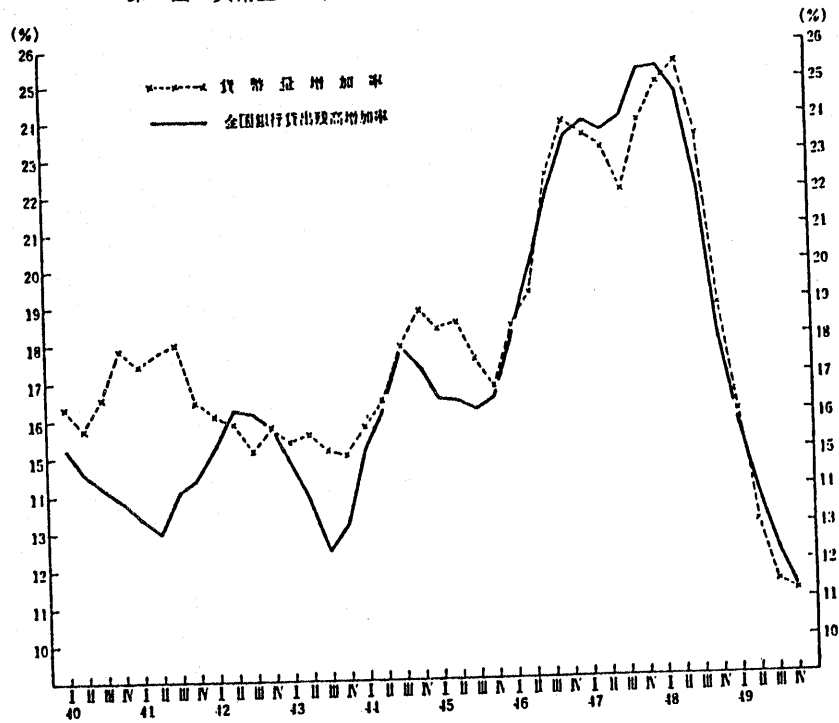
資料出所: 日銀『季節調整済主要経済指標』。

第7図 貨幣供給・物価・実質GNPの変化率 (四半期, 季節調整済)



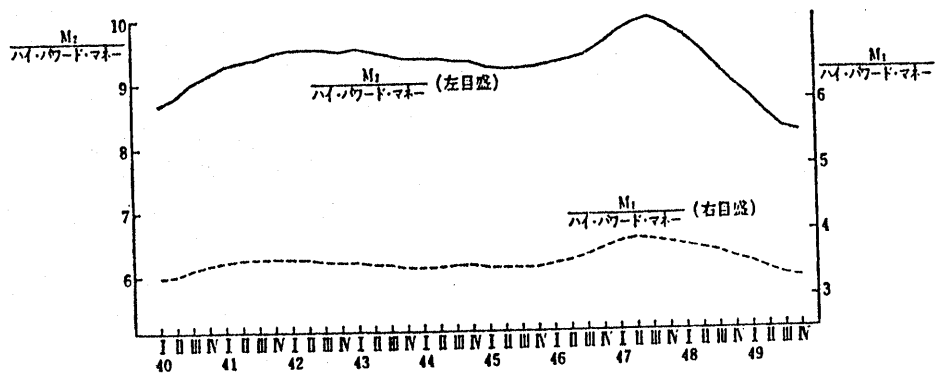
資料出所: 日銀『季節調整済主要経済指標』, 経済企画庁『国民所得統計年報』。

第9図 貨幣量 (M₂) と全国銀行貸出残高の増加率 (前年同期比)



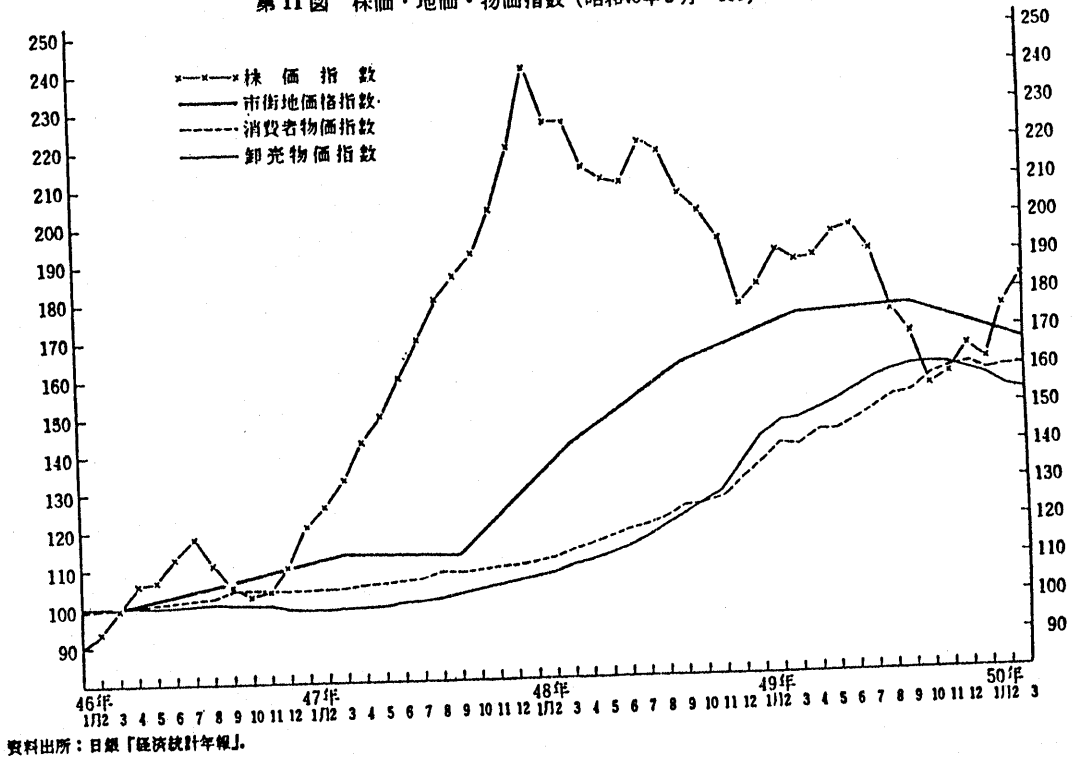
資料出所：日銀「季節調整済主要経済指標」。

第10図 M₁, M₂ とハイ・パワード・マネーの比率 (移動平均値)(注)

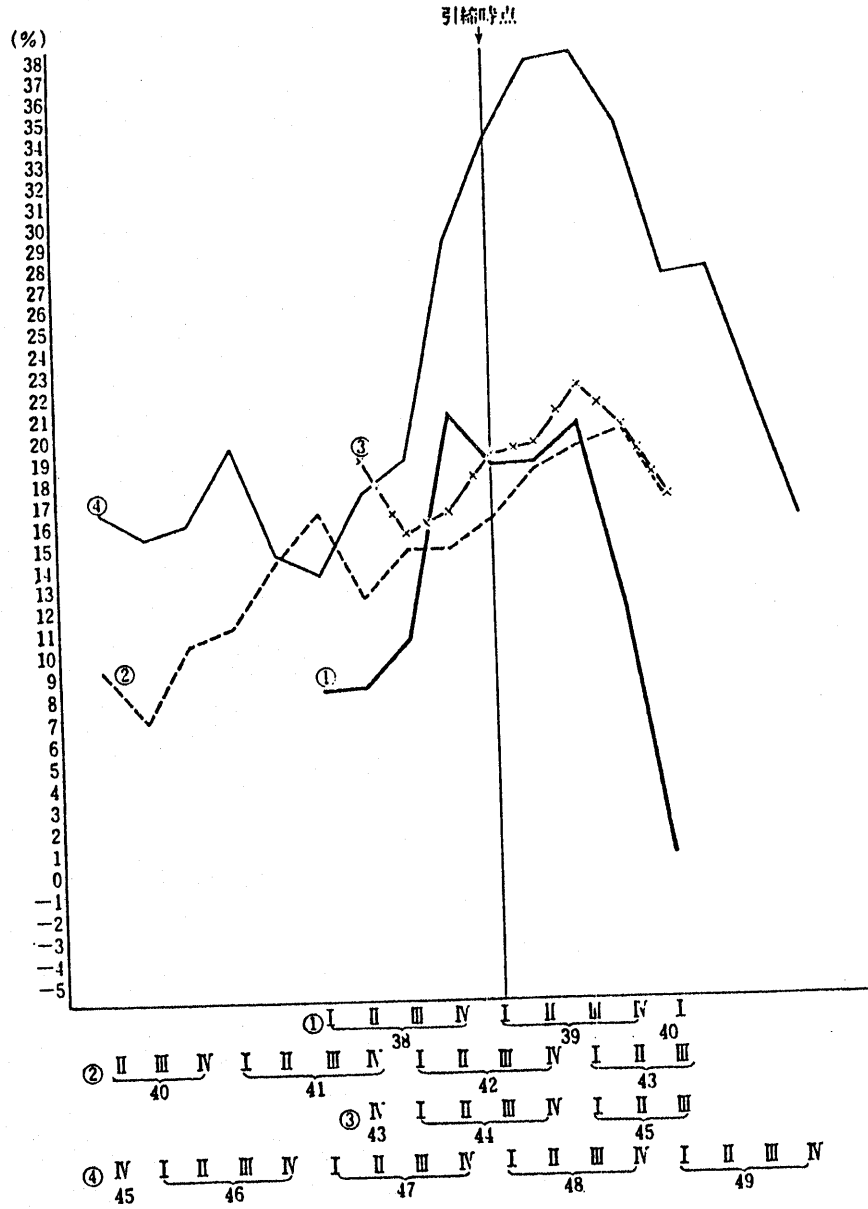


資料出所：日銀「経済統計年報」, 「マネタリー・サーベイ」による。
 (注) 各四半期に終る四つの四半期の平均値。

第11圖 株価・地価・物価指数 (昭和46年3月=100)

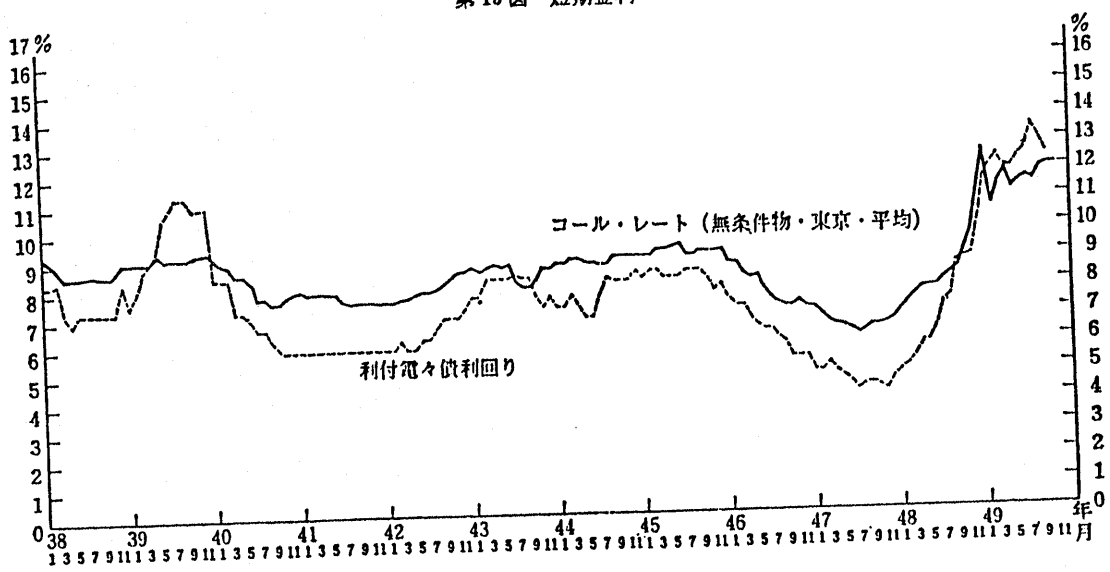


第14図 金融引締め期のマネー・サプライ諸指標
 (A) ハイ・パワード・マネー前年同期比増加率



資料出所：第14回はすべて日銀『経済統計月報』。

第15図 短期金利



資料出所：経済企画庁『経済変動観測資料年報』、『日本経済指標』。