

## 【研究ノート】

## 貨幣理論の基礎認識

渡 辺 健 一

「・・・従来の経済分析のなかで最も神話的状况にあるのが貨幣分析である・・・」並木がこのように記してからおよそ30年が経過しているが、状況はさして変わらないようである(並木(1988), 542ページ)。代表的には、通貨主義的見解が今も広く信じられているが、これは銀行主義と言われる理解と対立するものであった。この対立は19世紀の英国におけるピール条例に対する賛否を巡るのものであったが、18世紀の地金主義と反地金主義との論争に由来するものでもあった(峰本暁子(1978))。前者が貨幣数量説を中心とする貨幣や金融の理解であり、結論的には、それは貴金属貨幣や政府紙幣の認識しかなく、おそらくこのために、銀行券(今日の預金通貨に相当する)に注目する銀行主義学派が有していた、生成から流通、消滅に至る貨幣流通の全プロセスに対する認識を欠いているため、既に19世紀半ば頃からの預金通貨が中心となる制度における、貨幣論に有用な認識を与えることができないと言えよう。

このノートでは、所々このような先行する見解を援用、あるいはそれに依拠しながら、貨幣論における現在の教科書の一部であるはずの内容に対するメモと言うべきものを記すが、学説史の検討そのものではない。主要な論点は、貨幣供給の内生性の理解にあるが<sup>1</sup>、貨幣をその発生・流通・消滅のサイクルとして把握することが重要であり、これにより貨幣需要の主要動機が、「一般論」刊行後にケインズ自身が気付いた、ファイナンス動機にあること、およびそのため貨幣(金融)政策の操作目標が利子率の操作になるであろうことが論理的に理解されることである。

## 1. 貨幣の本質

東西の貨幣史の実証研究に基づき、黒田(1999)は次のように指摘する。貨幣が貨幣として受領される根拠は、「貨幣素材の実質価値」なり「国家保障」なりの貨幣自体に備わっている属性にあるのではなく、貨幣に媒介される財の側にある、つまりある地域の取引される

<sup>1</sup> 最近、この点はマネタリズムを源流とする新・古典派経済学におけるリアル・ビジネス・サイクル論でも既に主張されるに至っているという。しかしこの種の理論は経済が常に均衡状態にあるとして、完全に古典派理論・貨幣ペール観に後退しているため有用な知見を与えるものとは思われない。このためもあってやや歴史的側面の検討を重視する。平山(2015, 152ページ)参照。

べき財の集積にあり、これが歴史上様々な形をとってあらわれる貨幣現象の根底にあるとする(264-7頁)。この点は、黒田が示す次の一例により、理解が容易になろう(264頁)。

第二次大戦直後、連合国の占領下にあったドイツでは、1946年9月から48年にかけての18ヶ月間、紙巻きタバコを媒介として取引が行われていたという。当時のドイツ経済は占領軍の価格統制下にあったが、ドイツのライヒスマルクと、占領軍が保有するドルやポンドとの兌換が停止された結果、前者の使用が忌避され、ドイツ人同士の取引の三分の一とも三分の二と言われる部分が、バーター取引で行われるようになった。そうした中で、主として占領軍側とドイツ人側との間の取引において、比較的少額の決済のための手段として受け入れられたのが、紙巻きタバコの遣り取りなのであった。…制度的な支持など一切なく、誰が決めた訳でもなく、紙巻きタバコは通貨のごとく人々の手を転々としはじめ、やがて公式の通貨制度(ドイツマルク)が安定し始めると、タバコは自ずとただのタバコに戻ってしまう。

つまり貨幣も市場経済における交換の必要性から生まれ、それゆえ、貨幣の基本的属性は一般的交換手段、通常表現では、決済手段という点にあり、今日では、(現金)通貨と(要求払い)預金が貨幣を構成する主要部分といえよう。したがって交換の必要性を超える貴金属は貨幣として用いられず退蔵されこともあり、今日では中央銀行の金融緩和政策下でも、資金の借入需要が無いといった事態が生じることもある。

また、貨幣の今一つの属性とされる価値の保蔵手段という点での重要性は一段低下するのではないか。実際、常識的には、価値の保蔵目的ならば、株式や国債・社債等の有価証券や宝石・貴金属・書画骨董、あるいは不動産等が主たる手段であろう。言うまでもなくケインズは貨幣需要を論じるに当たって、債券との代替としての投機的需要を論じているが、これは主に利子率の、さらには金融市場の変動時において重要となる、したがって予備的需要とさして変わらぬものであり、定常的状态では重要な貨幣保有動機とは言えなからう<sup>2</sup>。

家計保有の主たる対象である定期預金等の貯蓄性預金はどの様に理解されるべきなのか。その保有動機が主に将来の結婚・教育・住宅・老後資金等のためである点を想起すれば、近将来の経常取引のための決済のための保有ではないだろうから、貨幣の定義から除外すべきなのか?この点はすぐ後に貨幣供給を論じるときに再論しよう。

---

<sup>2</sup> フリードマンの主張するニュー・マネタリズムの主たる特徴の一つは、「貨幣は一種の資産であり、富保有の一方法であるから、貨幣需要の理論は資本理論の特殊な問題に他ならない」とするものである(峰本(1978), 265ページ)。この場合、貨幣の本質が決済手段であることが完全に見失われており、ケインズの貨幣需要論の内の悪しき遺産を引き継ぐものといえよう。

## 2. 貨幣供給

前節の黒田の指摘から、貨幣供給は基本的にはその必要から、したがって貨幣需要により決定されるものと判断できる。これは伝統的・主流派の通貨主義学派に対立する銀行主義学派の主張でもあったが、今日でも依然として銀行主義の見解はほぼ無視されている、というよりもあまり知られていないのではないか。

例えば教科書ではしばしば貨幣数量説とケインズの流動性選好説が並行的に扱われている。単なる統計的相関関係を越えて因果関係の解釈が与えられるとき、前者は物価水準を決定するものとされるが、後者では名目利子率を決定するものとされる。これほどの違いがあるにもかかわらず、教科書の著者による比較検討があまりなされていない。ともあれ、いずれも通貨供給は外生変数としている<sup>3</sup>。しかしこれは、少なくとも現在の金融制度に対しては、誤りであろう。

### 2.1 貨幣数量説と外生変数としての貨幣供給

#### <「価格革命」と貨幣数量説>

むしろ貨幣供給が外生的に決定されるとする、貨幣数量説に何の正当性もないというものでもなかろう。貨幣数量説は16世紀の欧州における「価格革命」の頃から唱えられはじめたという。この点での研究が平山（2015）により紹介されているので、ここでの必要な、その要点を紹介しよう。「大航海時代」に中南米のスペイン植民地から大量の金銀が持ち込まれ、それがスペインの価格上昇の原因であると、1556年にスペイン・サラマンカ学派のアスピルクエタが記述しているという。新世界からの金銀の供給が価格上昇をもたらしたという「事実」は18世紀には定説として定着していたようである（37ページ）。

しかしその後の研究により、1950年以降、この「価格革命」はそれほど単純ではなかったことが明らかにされている。ハミルトンは価格指数と金・銀の輸入量（フロー）との相関が、特に16世紀に見られるため、貨幣数量説の成立根拠とした。しかし相関を見るべきものは金・銀のストックと価格指数であるため、平山はそのグラフを修正して、全体としては金・銀の流入が価格上昇の主要因であるにしても、それだけでは説明できない動きが残るとしている。特に17世紀前半に金・銀のストックは緩やかながら上昇しているが、価格指数は横ばい

<sup>3</sup> 経済学の学生は、需要・供給は価格の関数であり、市場の（均衡）価格・数量は、需給を均衡させるように決定されるとする、需給理論を当初に刷り込まれる（ケインズもまたこの一人であったと言えようか）。貨幣の場合価格に相当するものは利子率であり、供給は、（信用乗数論を援用して）究極的に中央銀行が行い、したがって、価格等にはよらない、外生変数とされる。なおケインズもフリードマンもこの点で共に誤りであるとする指摘はBindseil（2004）によりなされている（平山（2015）、153ページ）。また既に（1970年）、カルドアやクラムプにより貨幣供給の変化は経済活動または所得の変化の結果とみなされるべきであり、その原因とみなされるべきではないと指摘されていたという（峰本（1978）、271ページ）。

し微減傾向である。ということは存在する貴金属全てが貨幣となるのではなく、取引に必要なだけの貨幣量を超える部分は装飾用等に使用され、あるいは単純に地金等の形で退蔵されていたであろうと推測される。

またスペインから欧州主要国に大量の金・銀が流入して、これらの国で1500年から1620年にかけて物価水準が300%から400%上昇したとされているが、これは120年間で5倍であり、年率にすると1.36%に過ぎず、革命と言うほどの明瞭な証拠とは言い難いようにも思われる。さらに、ほとんどの大都市で価格が上昇し始めるのは16世紀が始まってすぐであり、金・銀が大量に流入し始めた時期より相当早い(42-6ページ)。

加えて、16世紀の欧州各地での価格上昇は、貨幣数量説が意味する価格の様な上昇ではなく、農産物価格が相対的に高くなっていった。他方、当時は人口増加が見られたが、14世紀中葉に黒死病で人口の約3分の1が失われたために生じていた未利用農地の再利用で吸収できず、都市に流入していた。その都市人口増に農業生産性が追いつけず、農産物の価格上昇となったとする研究結果も示されている(50-1ページ)。

また16世紀初頭の価格上昇の開始は中欧における銀生産の飛躍の上昇によって説明できるとの見解も生まれている。15世紀の貨幣不足により技術革新が刺激され、精錬技術や採鉱技術に革新が起り、銀鉱の生産量が増大したためという(56ページ)。

以上より貨幣数量説の根拠とされることのある、大航海時代の中南米よりの貴金属の流入が価格革命をもたらしたという「事実」は、さして信頼のおけるものとはいえないと判断されよう。

### <政府紙幣と外生的貨幣供給>

外生的貨幣供給が妥当な場合も存在する。貨幣を貴金属貨幣、政府紙幣、銀行券に三分類すると前二者、特に政府紙幣については概ね妥当するだろう。

トゥック(1948)は次のように述べている。貨幣数量説、すなわち貨幣の総量が物価水準を決定するという主張は通貨学派の人のみならず公衆の大部分により信じられているが、この誤った印象は発行の方法及び目的の相違を考慮することを怠るために生じるとしている(124-5ページ)。つまりこの場合も、経済学でしばしばみられる実証的根拠の欠如ないし否定による学説の存在と言えようか<sup>4</sup>。

むろんこの様な理解は、トゥックが指摘するように、政府が兌換不能の、強制的に通用する紙幣を発行して、公共土木事業や文官・軍人の給与とする場合は正しい。このように支払われた紙幣は、銀行券の場合とは異なり、発行者に復帰し得ないから、需要の新たな源泉と

<sup>4</sup> この点についてはマドリック(2015)が参考になろう。多くの的確な指摘がなされている。

なり、過剰発行がなされれば物価と賃金の騰貴及び為替相場の下落となるだろう（126頁）<sup>5</sup>。

### <兌換制・自由鑄造下の貨幣と外生的貨幣供給>

トゥックによる政府紙幣のケースに加え、銀行主義学派のフラートン（1941）は、兌換制・自由鑄造貨幣制下での鉱山の生産性の上昇等による貴金属の増大に伴う物価上昇を、外生的貨幣供給の今一つの例として取り上げている。本位重量と純分をもつ完全な金属流通が維持されており、金属の取引に制限はなく、造幣局は提出されるあらゆる本位地金の鑄造を引き受ける。このような貨幣制度の下で海外の貴金属鉱山の年産出高が急に増加するとどうなるか？他の商品と比較すれば金価格は下落するが、同一金属で同一純分の鑄貨で測定された金の価格は変化する訳はない。したがって金の輸入が増大しても、もし鑄貨に比べ金地金が安価となるならば生じたであろう、鑄貨への交換を目的とする、地金市場への異常な金の供給増ということもない。装飾品需要等が直ちに急増する訳でもないので、輸入された地金のうちでこれまで消費目的に充当されていた部分は平価で市場に吸収され、その残金はすべて鑄造のために造幣局に送られ、輸入業者は過渡的に多額の資金を獲得する。この資金は市場のあらゆる消費財や投資財に対する需要となるであろうが、これらの対象物は通常その供給能力が限られているため、生産や支出が直ちに急激に増加する訳ではない。したがって不可避免的に、まず市場金利の低下であり、次いで地価やあらゆる利付け有価証券の騰貴であり、最後にあらゆる商品の漸進的な一般的価格騰貴となる。このような騰貴は、諸財の価格が鑄貨の生産費の低下に対応する水準に達するまで、継続する。鑄貨の新たなストックは旧ストックに吸収され、一時的致富の機会は消滅し、売買ごとに支払われるべきより大きな数量と重量の鑄貨以外の何の痕跡も残されない（85-8ページ）。相当の時間がかかるにせよ、均衡ないし静学的定常状態での古典的貨幣数量説が描く世界と言えよう。ここでの前提は、外生的な貴金属流入が資金となり消費財や投資財に向かうという潜在的需要が存在している、言い換えれば時折指摘されるような貨幣不足の状態があるということであり、それ故に流入貴金属が外生的貨幣供給となる。

## 2.2 内生変数としての貨幣供給

フラートン（1941）は貨幣供給の内生性について、以下のように解説する。上述のような政府紙幣やそれ自身に価値のある貴金属貨幣と銀行券<sup>6</sup>との違いは、前者の分量が社会的需要によっては少しも調整されないのに反し、後者のそれは社会的需要によってのみ調節される

<sup>5</sup> つまり「ヘリコプターによる貨幣散布」である。むろん今日、政府紙幣の発行はほぼ全ての経済でなされていないが、政府紙幣の存在が、おそらく、通貨学派が生まれる今一つの原因であったろう。

<sup>6</sup> 今日ではこの19世紀の銀行券に対応するものは一般に銀行預金であると解される。



点にある。金は一度鑄貨となると再度鉱山に復帰することはなく、したがって世界の貨幣ストックに永久的・確定的追加となる。輸入業者が安価に金を輸入しても、そのまま保有する限りでは利潤の獲得とはならず、退蔵部分を除けば、前節で記したような形で、いずれは有用な生産的物財を獲得するために市場でそれを用いることになる。

他方、銀行券は、受領者側の要求以外には決して発行されるものではなく、また利子支払いを必要とする貸出等以外には決して発行（貨幣の生成）されず、貸出等が満期となれば同額の銀行券は常に必ず銀行に還流（貨幣の消滅）する。銀行業者は、銀行券が十分な担保をもって貸し出されるかを留意すればよく、そうすればその還流と発行は結局相互に均衡するため、銀行券の過剰発行などということはありません（85-93ページ）<sup>7</sup>。

むしろ完全兌換が、健全かつ有効な通貨制度の根本条件であり、それは国内の不信を防ぐ唯一の有効な防衛であり、諸外国との為替上の激しい動揺を防ぐ最適の予防手段である。だが正常状態にあつて銀行券発行の過多を不可能とするのは金兌換よりは、むしろ還流の規則性による所が大である。イングランド銀行券が、個人の即座に必要とする額以上に多量に個人の手に入っても、海外に正貨を現送する必要が無ければ、金と兌換するためにそれをイングランド銀行に提出する者はない。人々はこれを取引銀行に預託し同行はおそらくそれを預金としてイングランド銀行に預けるか、それとも割引市場に投入し、イングランド銀行に不断に還流する銀行券によって生じた空隙を満たすことになる（93-4ページ）。

以上の銀行主義学派といわれるトゥックやフラートンの議論は19世紀半ばのものであるが、貴金属という商品貨幣のウェイトはかなり高かったものの、政府紙幣や銀行券は急速にその比重を高めていた時代であり、貨幣供給理論としては銀行券のそれが主となるはずであったろう。トリフィン（1968）によれば英・米・仏の貨幣量構成は、1815年では貴金属等の商品貨幣は67%、政府紙幣・預金等の信用貨幣33%であったが、1913年になると後者が87%（預金68%、政府紙幣19%）になる（36ページ）。

### 2.3 退蔵金の機能

貨幣が交換・取引における必要性から生まれるとする先述の黒田の説明は、貴金属貨幣時代の退蔵の現象を理解するのに有用であろう。貴金属貨幣制の下でも、退蔵がなされる場合には、貨幣供給は内生的になることについて、フラートン（1941）は次のように説明する。貴金属には特別な耐久性があり、古代からこのような金属のストックが形成されてきている

<sup>7</sup> 銀行券の過剰発行・インフレなどあり得ないとする銀行主義学派の主張は行き過ぎであることは今日よく指摘される。担保をとる貸付であっても、担保価値の評価が将来予想に基づき、多くの人の予想が足並みをそろえてその上昇を予想するようになる場合は、信用創造の過剰・バブルの形成やインフレに至ることは今日では常識であろう。これを防ぐものは利潤動機に拘束されない中央銀行しかないであろう。

ため、それぞれの時点での生産量増分の急変がストックに及ぼす影響は小さくなり、加えて一般に生産量の増減は退蔵金の変動により吸収されるため、貨幣量に、また物価に及ぼす影響は生産の増分の変化に比べれば、かなり小さい。極端なケースとして、貴金属の供給の増加があっても、それが全て私的に退蔵されるならば、貨幣や物価に影響し得ない。イングランド銀行がその貴金属を受け取る場合には対応する量の鑄貨か、それと等額の銀行券が常に発行される。しかし産業における新投資の需要等が無く、したがって流通手段に対する追加需要が無ければ、その銀行券等は市場で流通することはない。

この場合その資金の保有者は国庫証券やコンソル証券や割引手形等の生産的証券の入手に向かいイングランド銀行の直接の競争相手となり、より低利の貨幣が融通されることにより、イングランド銀行に割引に向かう手形の一部をいわば横取りすることになる。また生産的証券の売り主自身も多くの場合、代わりに入手した銀行券を携えてこうした競争の過程に入ってくることになる。他方、この間イングランド銀行は、これまで保有していた為替手形が次々に満期になるにつれ、その支払いにより流通中の銀行券が同行に還流するが、新規の融資先を見出し得ない。この結果おそらく一週間程度の後にはイングランド銀行の金庫には、当初の増加量の鑄貨が増加し、等額の証券が減少することになり、同行は一枚の銀行券でも余分に増加することはできない。当初の貴金属増加はイングランド銀行での退蔵となる。

むろん企業家による海外投資により、当初の貴金属の増加が海外に向けられる場合は退蔵とはならない、あるいは増加分が大きく永続的である場合、金利の低下が著しく、新投資等が誘発される、つまり経済が成長の過程に入る場合もあろう。しかしこのような形での解消は貨幣への需要が存在するからであること、したがって外生的に貨幣量が増加されて、物価の上昇がもたらされるというようなものではない事が注意されよう。(106-9ページ)。

### <マネタリズムによる外生的貨幣供給>

トゥックは、「経済学要綱」に示されるジェームス・ミルの貨幣数量説を正しいとする見解に対するシーニアの批判を紹介している(203-5ページ)。ミルによれば、「この国の一切の財貨が一方の側にあり、一切の貨幣が他の側にあり、かつそれらが相互に一時に交換されると仮定すれば、財貨の十分の一、百分の一または他の何分の一かが、貨幣総量の十分の一または他の何分の一かと交換され、またこの十分の一等々は一国の貨幣数量が大きいか小さいかに正比例して大きい分量または小さい分量となるであろうことは明らかである。したがってもしこれが事実とすれば、価値が貨幣の分量に全く依存するであろうことはあきらかである。かかる事情は現実の事態と全く同じことが明らかとなろう。」

この一見尤もらしい(論理的にのみ正しい)経済学の教科書の見解に対する、シーニアの論評は、貴金属の価値を定め、かつ金属の価値で測った商品の生産費と関連してその価格を

決定するのは貴金属の生産費であって、その分量ではない、というものである。後に触れるように、このようなミルの誤った見解が生じるのは貴金属の退蔵・実用的使用（非貨幣的使用）という今一つの用途が忘却されているためでもあろう。

現在のマネタリズムでは、貨幣は短期では国内総生産等にも影響するが長期的には物価上昇に帰結する等の、若干の修正ないし限定がなされているが、基本的には貨幣数量説に依拠している。特に貨幣供給の外生性に固執している。

例えば並木（1988）によれば、フリードマンはその著書『貨幣理論の理論的枠組み』（1971）の中で、新マネタリズムの基本モデルの説明に際して、いわゆる「ヘリコプター散布観」と言われる見解、「名目貨幣供給は、利子率の関数ではなく、完全な外生変数とみなすことができる」とするとしている（525ページ）。

一つの根拠は貨幣供給成長率の変化は名目所得成長率のそれに先行するという「実証的事実」にあるという。フリードマン＝シュウォーツは米国における1870-1970年間のそれぞれの3カ年移動平均値によるグラフをその論拠としているが、並木によれば問題となっている1930年代の大不況近傍で<sup>8</sup>名目所得成長率と貨幣のそれとを取り違えて作図されており、それを訂正すると通貨量成長率の先行性はなく、マネタリズムはむしろ誤りとなる、という（274-5ページ）<sup>9</sup>。確かに、訂正されたグラフでは変化は同時的ないし、むしろ名目所得の成長率の方が若干先行していることが視察される<sup>10</sup>。

他にも、「貨幣数量方程式の方がケインズの乗数関係よりも安定している」等の根拠が主張されるが、信頼性において疑問もあり<sup>11</sup>、また政策決定上問題となるのは当然ながら因果関係である。だが、政策が実施される過程では、通常、様々な攪乱要因が加わるため、予期通りとならないことはしばしば経験される。つまり定量的実現結果の不安定性は必ずしも、その理論の正しさを否定する根拠にはならないであろう。

<sup>8</sup> グラフの視察ではおよそ1923-32年間。

<sup>9</sup> Friedman, M. and A. Schwarz (1942), *Monetary Trends in the United States and in the United Kingdom*.

<sup>10</sup> 加えて、先行性は多くの場合1-2年の問題であるため、3カ年移動平均値による検証は妥当ではない。なおこのことに関連する批判は並木も記している（273ページ）。

<sup>11</sup> 1872-1913年間の英国における貨幣数量方程式  $MV=PY$  を検証するとつぎのようになる。両辺の成長率を採り、それらの変動係数（標準偏差／平均値）を計算すると、物価水準  $P$  と実質GDPである  $Y$  の変動係数はそれぞれ15.0、1.19となるが、流通速度のそれは11.04と大きく、流通速度は決して安定していない（渡辺（2007））。なお  $M=mG$ （ $m$  は貨幣用金の信用乗数、 $G$  は金ストック量）として推計すると  $m$  と  $G$  との変動係数は4.69、2.70となり、やはり貨幣流通速度のそれよりも小さい。



### 3. 貨幣需要

貨幣数量説やマネタリズムが想定する貨幣需要は取引需要のみと解せられるが、ケインズにより貨幣保有の動機として、取引・予備・投機的の三つが取り上げられ、債券との代替関係下にある投機的動機による貨幣需要が（名目）利子率の減少関数と措定されている。

しかしケインズは「一般理論」出版後すぐに、Ohlin (1937) との論争でファイナンス動機を忘れていたとして、それを強調することになる (Keynes (1937))。しかし残念なことには、何かと忙しいためか、ケインズ自身がそれを再論することなく、またその後の学界もそれをほぼ無視してきた。

むしろ、ファイナンス動機は第4のそれとして保有動機の数を増加させればいいというほど単純ではなく、ここには銀行（決済用の預金取扱機関）の資産側から見るか、それとも負債側から見るかという一種の二重構造が存在している。非銀行部門のファイナンス動機に応じて銀行が貸出等に応じると、銀行の資産が増加し、同時に預金という形で負債が、つまり預金通貨が増加する。

#### <ファイナンス動機による貨幣需要＝貨幣供給>

今日の金融制度では、むしろ金兌換制はなく、政府紙幣も発行されていない。また銀行券は中央銀行のみが発行を許されており、民間銀行のそれに相当するものは預金通貨と言われるものである。以下の議論ではこれらを前提とする。

冒頭で記したように貨幣とは取引における決済手段であり、この決済は、直接的には、社債や株式等で実行することができない。だからこそ一般には銀行による貸出（手形割引や貸し付け）等の信用創造を通じて貨幣は入手されねばならない。これは明らかに、主として企業部門による、ファイナンス動機による貨幣需要に対する貨幣供給である。

またこのため、少なくとも現代の大部分の金融制度下では、貨幣は定義的に銀行部門（中央銀行を含む）から非銀行部門へ供給されるものである。したがって中央銀行による、民間銀行部門への貸出やその保有有価証券の買い入れによる、民間銀行の中央銀行預金口座における預金増などは、銀行部門内部での取引であり、民間の生産や投資、消費等の実体経済活動に使用される訳ではないので、定義により、貨幣供給には算入されない。また銀行部門が非銀行部門から受け入れた預金額の範囲内で融資する、つまり金融仲介（貨幣量は不変）のみでは貨幣の純増は不可能であり、貨幣供給増加のためにはマクロ的にみるならば必ず信用創造がなされねばならない。

当然ながらこのような貨幣需要は貸出等による利潤獲得の可能性があるからこそ存在するため、ファイナンス動機による貨幣需要は企業の事業部門での利潤率の増加関数、利子率の減少関数となる。また利潤率が著しく低い（場合によっては負の利潤率）、あるいは多少高く

とも安定しない場合は、貸出を申し込む企業は皆無となろう。いうまでもなくこの状態がケインズの指摘した「流動性トラップ」という経済状況である。しかし、ここでは(利子支払い・返済を必要とする)貨幣需要は無限になるのではなく、零になる。

むろん今日、銀行部門による信用創造は、住宅金融、消費者金融等もウェイトを増し、家計も対象となっている。この場合利子率の減少関数であることは企業部門の貨幣需要と共通であるが、利潤率に代わり返済可能性の尺度である所得の増加関数となろう。統計的推計に当たっては、当然ながら信用創造の規模を決めるものとしてGDP等が重要な説明変数となるだけでなく、これは、通常、景気動向と連動する利潤率(規模要因を含む)の代理変数ともなる<sup>12</sup>。

他方、銀行部門による非金融部門からの、社債、国債等、また株式等の有価証券の購入によっても、信用創造による貨幣(生成)供給がなされる。むろんこれらは銀行自身の需要によるものであるが、利益相反の可能性が大きい等、歴史的には法的な制約も大きく(時折破られてきているが)、貨幣供給の主たる手段ではない。前二者は満期となれば償還され(銀行部門の資産の消滅)、したがって貨幣は消滅する(銀行部門における等額の負債の消滅)、また後者は非金融部門へ売却された時点(非銀行部門への国債等の償還前売却についても同様)で同様に等額の貨幣の消滅となる。また国債発行による決済手段の入手についても、返済は将来の税収、したがって名目GDPと、利子率に依存するであろうから、その両者の関数として概ね定式できよう(むろん財務当局次第であるが)。

このように、企業、家計のいずれにせよ銀行部門で金利が設定されれば、それに応じてそれぞれのファイナンス動機に基づく貨幣需要が決定され、銀行部門はそれを受動的に受け入れねばならず<sup>13</sup>、したがって貨幣ストックは貨幣供給ではなく貨幣需要により決定されることになる<sup>14</sup>。

以上はいわば金融に対するいわば単純な観察事実であり、そのためおそらく多くの人に気

<sup>12</sup> 1967-2009年間の戦後日本について、マーシャルの $k$ を国内銀行貸出約定平均金利の関数としてグラフに描くと、概ね右下がりとなり、バブル期を含め、本文のような貨幣供給がある程度体系的に理解できる(渡辺(2011))。マーシャルの $k$ は、貨幣額/名目GDP、として定義され、貨幣はマネーサプライであるM2ないしM2+CDを用いている。(なお約定平均金利に代えて長期プライムレートを用い、1981-2004年間についてはほぼ同一の結論であることについては、渡辺(2007)を参照されたい。)

<sup>13</sup> 銀行側の提示する利子率等の条件で借入を申し込まれた場合、それを拒否することは取引のシステム・慣行を無視することになるため、顧客の多くを失うことになり、銀行業を継続することは困難となろう。むろんこの種の金融取引は、借り手の信用や担保等にも依存する相対取引であるから、それらによる差異が生じるのは当然であるが。

<sup>14</sup> 大不況に付いてのフリードマンやバーナンキの見解を批判するWigmore(1985)によれば、当時の企業は投資意欲が減退しており、銀行が貸出を行おうとしても企業側に資金需要が無かったために貸出が増えなかったとしている(平山(2015), 117, 122ページ)。

付かれていたことではないか。ちなみにリカードは通貨主義学派と言われているが<sup>15</sup>、次の文章は銀行主義学派の一人ではないかと思わせる<sup>16</sup>。

そこで銀行へ借金を申し込むかどうかは、その借りた金を使って得られる利潤の率と、銀行が快くそれを貸してくれる率〔利率〕との比較で決まるのである。もし銀行の取る利率が市場利率より低いならば、借り手はいくらでもある（373ページ）。

むろん今日の中央銀行制度下ではこの利率の平均値というべきものは中央銀行が決定するものであり、こうして決まる借金の額が、借り手の口座に振り込まれ、預金通貨となる、つまり通貨供給となる。多くの経済学者が無視している、貸出等における説明変数として利潤率が指摘されている点は興味深い。

ヴィクセルは古典派経済学で重要な位置を占めていた利潤率の概念に代えて自然利率という用語を用い、今日の主流派である新古典派経済学ではこれを投資の実物収益率曲線と消費の時間選好率の減少関数である貯蓄曲線との交点で決定される均衡実物利率とされている（したがって貨幣要因に左右されない）。しかしビジネスや生活ではこのような利率概念が実際に使用されてはいない。小麦経済といった単一財経済下の、しかも独立自営農民の行動と言うような仮的世界におけるならばともかく、現実の世界では実物収益率や時間選好率などの概念は使用不能であろう。複数の財（一部は将来登場するであろうそれ）が関わる投資や貯蓄の概念は、貨幣に基づく価値額計算により定義可能となり、したがって利潤率や利率は貨幣的概念であり、実際の経済でもそれらが中心的重要性を持つと言えよう。実証的にみても、ケインズが説いたように、貯蓄は所得により決まり、利率とはほぼ無関係であることも示されてきている。

今日この自然利率は、ややあいまいな、技術革新要因等を含む経済の潜在成長率概念と同様なものとして使用されてもいるようであるが、利潤率と利率と言う貨幣概念のままで使用の方が、現実のデータを利用し得、実態に基づく議論が可能となるのではないか。

実質利率や自然利率による議論では因果関係が論者により異なることもあり、理解が容易ではない。そこで簡単なコメントをしておきたい。実質資本ストックを $K$ 、実質利潤を $p_r$ 、物価水準を $P$ 、その一期間の変化分を $\Delta P$ 、利率を $i$ とすると、名目利潤率は、資本

<sup>15</sup> 例えば、リカード（1973）の302-3ページでは次のように記している。「利率は、永続的には結局利潤率によって支配されるけれども、その他の諸原因からくる一時的変動を免れない。貨幣の数量と価値が多少でも変動すれば、それと共に、財貨の価格は自然変わってくる。・・・もし、新鉱山の発見とか、銀行業者の無謀とか、何かその他の原因などから、貨幣の数量が激増すれば、その究極の結果は貨幣数量の増加に比例して財貨の価格を上げることである。しかしそれまでには多分常に中間期があって、その間は利率にいくらかの影響が表れるものである。」

<sup>16</sup> リカード（1973）の解題で竹内は、「彼の用いた方法は極めて抽象的であり、かつ彼はシステムのある著者とは思われない。」とするプライスのリカード評を紹介している。

ストックのインフレによる評価増分  $\Delta P \cdot K$  を考慮すると次のように定義されよう。

$$\begin{aligned} \{(P + \Delta P) p_r + \Delta P \cdot K\} / (P \cdot K) &= (1 + \pi) p_r / K + \pi \\ &\doteq p_r / K + \pi \end{aligned}$$

ここで  $\pi (= \Delta P / P)$  はインフレーション率,  $p_r / K$  は実質利潤率である。(  $\pi$  や  $p_r / K$  は 0.1 のオーダーであるためその積は 0.01 のオーダーとなり省略し得るため上のような近似式が成立する)。この式と利率の差を, 生産や投資に影響する単一変数, 純収益率として定義し得よう。この差は一次近似では次のようになる

$$p_r / K + \pi - i = p_r / K - (i - \pi)$$

均衡状態では(リスク・プレミアム分を除けば)これはゼロになり, 実質利潤率 (= 自然利率)  $p_r / K$  と実質利率  $i - \pi$  は等しくなるとされる。しかし実際の変動過程にある経済ではこの両者が等しくなるようなことはあまりない。以上より金融政策の実施において名目収益率を基に名目利率を変化させることは, 実質収益率を基に実質利率を変化させるものと解することもできる。しかしいずれにしても金融政策で操作できるものは名目利率のみである。実質収益率はインベーションや景気動向等に依存するし, インフレーション率は金融政策のみで変化させえるものではない。したがって特に必要のない限り, 実質値ではなく実際に用いられている利潤率 - 利率という名目値での議論の方が分りやすいと思われる。

貨幣供給の内生性を指摘する今ひとつの例を挙げておこう。米国の経済評論家のマドリック (2015) は次のように言う (138-9 ページ)。

現代国家では, マネーサプライのかなりの部分を当座預金が占めており, 金融機関が融資する金は借り手の当座預金に入金される。したがって景気がよく, 企業の資金需要が旺盛で, しかも金融機関が融資する金を持っていれば, 当座預金が増えてマネーサプライが膨らむことになる。つまりマネーサプライの増加は, 好景気の原因であるだけでなく, 結果でもあるのだ (専門的には, このような関係を「内生性がある」と呼ぶ)。

### <予想形成の問題>

これまでの議論で用いられている利率を含め利潤率は, 論理的には, 本来はむろん予想

値である。予想は、現在の経済学で議論を呼ぶテーマであるが、一般にそれは実現値という経験により（それがフィード・バックされて）形成される、したがってしばしば実現値自体が予想値の代理変数ないしその近似値として用いられる。例えば以前から繰り返しよく指摘されるのは、「経済予測は実績に後れる傾向があり、成長率が高い年の次は強く、低い年の次には弱い予想が増える。つまり『経済予測』のはずだが、実際は現状の後追いになっていることが示唆される<sup>17)</sup>」。

このような予想形成方式のおそらく最も単純なものは、適応予想として定式化され、利用されてもいた。 $p$  を物価水準あるいはその上昇率とし、その予測値を  $e$  とすると、この方式は以下ようになる。

$$e_t = e_{t-1} + a(p_{t-1} - e_{t-1}), \quad (1 \geq a \geq 0)$$

言い換えれば実現値と予測値の差  $p_{t-1} - e_{t-1}$  が次の予想値にフィード・バックされ、その  $a$  倍だけ次期の予測値が修正される<sup>18)</sup>。周知のようにこの方程式の解は次のような級数となる<sup>19)</sup>。

$$e_t = a \sum_{i=0}^{\infty} (1-a)^i p_{t-(i+1)}$$

つまり予想値は過去の実現値により決定される。

合理的期待仮説が登場するに当たり、この適応予想は、例えば上昇傾向がある時は常に過小予測となる等の理由で、経済学では用いられなくなった。しかしこのような場合は、より大きな調整係数が用いられる、あるいは予測方式が一時的に変更されるというのが人間行動の一般的現実であろう、このような変更可能性に留意するとこの適応予想形成は完全予見とか合理的期待などに比べればはるかに現実的であると言えよう<sup>20)</sup>。

したがって例えば長期デフレ下の経済でも、インフレターゲットを設定しそれを忠実に守る貨幣政策の実施が約束されるならば、インフレ予想の形成によりデフレ脱却が可能になる

<sup>17)</sup> 最近の指摘として、第一生命研究所による、『経済予測の読み方⑧』、日本経済新聞、2015年12月17日の朝刊。

<sup>18)</sup>  $1=a$  ならば、 $e_t = p_{t-1}$ 、つまり予想値には直近の実現値が用いられる（多くの日常生活での予想に対する把握としてもそれほど誤ってはいないと思われるが）。 $a=0$  ならば  $e_t = e_{t-1}$ 、つまり経験は全くフィード・バックされない。

<sup>19)</sup> 過去の全期間で  $p_t$  が一定の  $p$  ならば  $e_t = p$ 。

<sup>20)</sup> 合理的期待説の理論的前提は、単に経済モデルを用いて予測するなどということではなく、個人は経済の真の体系的構造を知っており、それに基づいて予測するということである。



といった見解は誤りであろう。上述のように、現実インフレが始まってしばらくして初めてインフレ予想は形成されるからである。また、仮にこの事情を否定するにしても、この見解は誤りであろう。中央銀行がその意図だけでなく、インフレターゲットを実現する手段や能力を有すると人々が信じていない限り、インフレ予想は形成されないが、長期的ないし深刻な不況下ではある程度の収益の見込みが立たないため、資金需要が無い、つまり「紐で引っ張ることはできるが押し上げることはできない」とするのが多くの人の常識であろう。むしろ金融緩和が若干の価格上昇効果を持つこともよく知られている、それば一般に為替レートを減価させ輸入物品の価格上昇をもたらすルートがその一例であろう。しかしこれはよほど大きく、またある程度持続的なものでない限り、インフレ予想の形成には至らないであろう。加えて為替切り下げ競争は1930年代の経験を踏まえ、今日、国際的には許容され得ないものと考えられており、持続的切り下げは一般的には不可能といえよう。さらに、場合によっては株式投資等における当事者の短期的予想に影響することもある（直接的には株価ではなく、投資家・投機家の資金繰り状態の予想を通じてであろうが）<sup>21</sup>。

### <消費関数と適応予想形成>

予想形成問題に関連して消費関数の問題を簡単に振り返っておくのも参考となる。マネタリズムの勢力が増すにつれ、いくつか提起された消費関数の中で恒常所得仮説が標準となっているように思われる。人々は常に恒常所得を推測し、その  $k$  倍の消費をしているというのが、恒常所得はどの様に推測されるのか。マクロ消費関数の推定ではこれはしばしば過去の所得系列の加重平均とされるのが実情であろう。フリードマン自身も恒常所得の値は過去の実現所得のフィード・バックにより、修正・形成されとしている<sup>22</sup>。先の式で  $e_t$  を恒常所得  $Y_{pt}$  に、 $p_t$  を実現所得  $Y_t$  に置き換えれば、恒常所得は過去の実現所得  $Y_{t-(i+1)}$  の  $(1-a)^i$  による荷重平均値となり、実証可能な概念ともなり、実際にも統計的相関の高い推定結果が得られている。

しかし恒常所得概念そのものは将来の予測に依存し、本来はむしろ個人によるものである。個人ないし個別の家計が実際の消費行動においてそれに従うとすれば、その予測は相当に確信できるものでなければならぬだろう。個人の生涯は、残業や失業、昇進等いずれも予測困難な事件に遭遇する以上、その恒常所得の推定は著しく困難な課題であり、仮に推定値が得られるにしても、確信の持てるものではないはずである。個人の行動がそのようなものに完全に依存するとは、常識的にみて考えられない。つまり恒常所得仮説に基づく消費の決定

<sup>21</sup> インフレ・デフレ等はこれに比べれば長期的現象である。

<sup>22</sup> Gordon(1987)のpp.483-4参照。

という理論には「ミクロ経済学的基礎」が欠落している<sup>23</sup>。(言うまでもなくこの種の個人的特殊事情の多くはマクロでは相殺され、消滅するため、ある程度安定的なマクロ消費関数の推定結果が得られるのであるが)<sup>24</sup>。

とすれば、当初同様に有力な仮説として提出されていたと記憶しているが、習慣形成仮説の方が現実的妥当性を有するのではないか。つまり消費  $C_t$  は実現所得  $Y_t$  に対して適応的に調整される。あらためて式で表現すると次のようになる。

$$C_t = C_{t-1} + a(kY_{t-1} - C_{t-1}), \quad (1 \geq a \geq 0)$$

式の形のみ見る限りは適応的な恒常所得形成と同一であるが、経済学的意味は大きく異なる。今期の消費は前期の実現値に対し、前期の所得の関数である計画的消費と実際の消費との差による若干のフィード・バック修正がなされるのみであり、困難な恒常所得の予想などは必要としない。消費生活パターンはいったん形成されると容易には変更し得ないというよく知られた事情が表現されている。解は先の式と同様であり、次のようになる。

$$C_t = k \cdot a \sum_{i=0}^{\infty} (1-a)^i Y_{t-(i+1)}$$

統計的実証では恒常所得仮説と変わらないものとなるが、経済学的意味が異なることに留意する必要がある。

#### <取引動機等による貨幣需要等の形態での貨幣流通>

利子率を与件とするファイナンス動機による貨幣需要が受け入れられると、これは銀行部

<sup>23</sup> 神話的状况は、経済学の中の中心的地位を占めるはずの経済主体の行動様式を理解そのものにも存在する。周知ではあろうが、代表的には、サイモン (1987)、例えばその「付：企業組織における合理的意思決定」を参照されたい。

<sup>24</sup> フリードマン自身は、ミクロの仮説の真偽は問題でなく、マクロでの、その演繹結果、推定結果が満足のいくものであればよいとしている。日常的経験と矛盾する仮定の設定に対する批判はサイモン (1987, 322-3 ページ) を参照されたい。このフリードマンの見解は物理学の方法論の誤解によるものと思われる。例えば古典力学におけるニュートンの運動方程式自体の真偽の検討は不可能であるが、その演繹結果は日常的にも十分に観察し得る物体の運動の軌跡によりその成否が決定できるという理論構成になっている。もしその運動方程式自体が直接に観察され得てその成否が判明されるものであるならばわざわざ演繹結果の成否を検討するというような迂遠な方法はとられない。例えばガリレオ段階での「物体の落下速度はその重量によらない」という力学法則は周知のようにガリレオ自身による実験・直接観察によって検証された。

門（預金取扱機関）の資産として計上されるが、同時にこれが借り手の預金口座に振り込まれ、銀行部門の負債となる。むろんこの預金はそのままに留まるものではなく、借り手が原材料購入や賃金支払い、あるいは設備投資を実施するにつれそれらの決済に使用されるが、手形や小切手を手段として、この決済は預金口座間の振替として実行され、この限りでは銀行部門全体でのこの預金通貨金額は不変である。しかし、従業員の賃金・給与等に充てられる場合、その多くは労働者の（小切手支払いの普及していない経済社会では通常、現金通貨で決済される）消費支出に使われるため<sup>25</sup>、その分だけ預金通貨は減少し、等額の現金通貨（中央銀行の負債）に変換されることになる<sup>26</sup>。むろん一旦現金通貨となったものは労働者の貯蓄として、要求払預金（普通預金等）や貯蓄性預金（定期預金等）の形で銀行部門に還流することになる。これらは現金通貨を含め非銀行部門に対する銀行部門の負債であり、その総額は当初の貨幣供給額と等しい。つまり、

$$\text{ファイナンス動機による貨幣需要額} = \text{現金通貨} + \text{要求払預金} + \text{定期性預金等}$$

この右辺が従来の教科書で取り上げられる通貨需要であるが、第1、2項が取引動機による貨幣需要であり、この一部と第3項の一部が予備的動機による貨幣需要であり、第3項の残部があえていえば投機的動機に基づく貨幣需要となろう。

しかしこの投機的需要に基づく貨幣保有は、普通の意味での資産保有の一形態、それ故利子率に依存するとするのは問題あろう。先に指摘したように少なくとも家計部門によるものは、教育や結婚、老後資金、さらには病気に備えて等の動機による貯蓄性預金は、むろん近将来の取引に必要な決済用ではなく、その保有動機からして一種の予備的動機に基づくものと考えられる。その多くは将来時点での使用が予定されているため、固定的であり、元本保証があればこそ利用されるので、一部を除けば、利子率・収益率に依存して資産間におけるその構成を変動させるようなものではない<sup>27</sup>。

<sup>25</sup> 今日クレジット・カードやデビットカード、ATMでの支払いが進展しているが、これらは、企業の決済と同様に、消費者の預金口座による振替決済であるため、手形や小切手等に相当するものと言えよう。これに対しプリペイド・カードはいわば財布であり、現金通貨の一形態に過ぎない。

<sup>26</sup> したがっていわゆる信用乗数式の因果関係は逆であり、預金通貨が経済社会的慣習を反映する比率の現金通貨供給を決定するものと解釈される。この事情は日本ではいわゆる日銀エコノミストによりかなり古くから主張されていたのだが。例えば鈴木淑夫（1966）参照。

<sup>27</sup> 現在の日本銀行が計測する貨幣の定義の代表的なものは、M1 = 現金通貨 + 預金通貨、M2 = M1 + 準通貨（定期性預金） + 譲渡性預金（ゆうちょ銀行や農協等におけるものを含む広義の譲渡性預金を用いる場合はM3と定義される）であろう。貨幣の定義は決済手段という点にあり、預金通貨が主たるものである。したがって貨幣は銀行（預金取扱機関）部門から非銀行部門へ供給されることになる。このため、さらに非銀行部門の貯蓄機関等への預金を加えて、貨幣の範囲を拡大するのは、貨幣概念をあいまいにするだけのように思われる。

したがって発生後の流通において、貨幣は上式右辺の第1, 2項のように、いわば現金通貨と要求払預金へと変換されるが、やがてそれらの一部は定期性預金等の形で銀行部門に還流する。貨幣の生涯は発生時の預金通貨形態から、このような流通形態を経て、通常、再度預金形態で返済される<sup>28</sup>。したがって貨幣の統計的定義において銀行部門の負債側から貨幣を定義するときは、その量的大きさを把握するには、上式右辺が示すように銀行部門に対する定期性預金も、貨幣として取り扱われるべきといえよう。貨幣供給額そのものは左辺のファイナンス動機により決定されるので、投機的需要の利子率依存性等はさして問題にはならないと考えられる。

生成された貨幣はこのように流通するが、最終的には当初の信用創造における貸出等が返済される時点で、銀行部門の負債である現金通貨や預金通貨が消滅し、同時に銀行部門の資産も消滅する（むしろ他方では、成長する経済では、より多くの信用創造がなされているため、通常、貨幣ストックは増加するが）。

#### 4. 金融政策の操作目標は利子率

貨幣供給がファイナンス動機による貨幣需要により決定され、その決定要因が利潤率と利子率とすれば、中央銀行の操作目標は利子率ということになろう<sup>29</sup>。かくて19世紀には、中央銀行の常設の窓口における貸付や手形割引等に適用される公定歩合政策が主たる貨幣（金融）政策であり、今日では、大部分の中央銀行はオペレーションによる政策金利の決定を操作目標としている<sup>30</sup>。公定歩合や政策金利が決定されれば、いわゆる利子率の期間構造を通じて、長期利子率も一般には変化することになる。しかし近年、大不況時でさえなかった短期金利がゼロ金利状態となり、「量的緩和政策」と言われる政策手段がとられるようになってい

<sup>28</sup> 例えばファイナンスを受けた企業がその生産活動で製品を販売する場合、顧客の一部は所有する貯蓄性預金を取崩し要求払預金口座に振り替えて、この企業に対し預金通貨で決済する。この企業はそれを銀行への返済に充当する。

<sup>29</sup> 金属兌換制下にあった19世紀の終わり頃までには、中央銀行政策とは実際のところ中央銀行利子率政策（‘Bank rate’ policy）を意味するようになっていた。つまり短期利子率が貨幣（金融）政策（monetary policy）の操作目標（operational target）であった。ここで中央銀行利子率とは、要求あり次第イングランド銀行が割引いた、優良為替手形に対する割引率を意味する（Bindseil (2004), p.10）。

<sup>30</sup> これまでの本文での議論から明らかなように、貨幣量ではなく利子率が貨幣政策の操作目標（operational target）になることは自明のように思われるが、中央銀行を運営する当事者間ですら見解は長く一致していなかったようである。例えばイングランド銀行、連邦準備制度、ブンデスバンクの歴史的検討に際しBindseilは次のように指摘する。代表的には、米国の連邦準備制度では、ケインズやフリードマンのような人気のあるエコノミストが支持する準備預金教義（reserve position doctrine、公開市場操作は貨幣乗数を通じ直接に貨幣量に影響するとする見解）の採用に見られるように、学界の見解に弱かった（特に1920 - 1年間および1979-82年間のような金融引き締め期に典型的に見られたように）。しかし今日では、量的概念が貨幣政策の操作目標にされるようなことはなくなっているという（Bindseil (2004), p.233）。もっともこの点はリーマン・ショック以後の世界金融危機で再度変化したと思われるが。

る。量的緩和政策あるいは非伝統的金融政策については後に簡単に触れるが、ここではさしあたり Bindseil (2014) のいう、短期金利が貨幣（金融）政策の操作目標となる正常期（normal times）を対象とする<sup>31</sup>。

銀行は例えば貸出という信用創造を行う場合、単にそれに適用される利子率のみならず、その返済の確実性も考慮する。同時にこのような多くの信用創造による預金通貨の増加に伴うその現金化に対し、必要な現金準備（中央銀行当座預金と手元現金通貨）を保有しなければならない。中央銀行の貨幣政策は、直接的にはこの現金準備に対して行われるが、公定歩合政策、公開市場操作、現金準備率操作の三つがよく知られている。これらはしばしば単純に並列される形で記されるが、樋口（1963）によればそれは次のような歴史的背景を有している。

現金準備が中央銀行の信用創造に依存している場合には、過剰準備の存在を前提する公開市場操作や現金準備率操作を実施しう余地はなく、公定歩合の変化が政策手段となる。この場合、準備が過剰となれば、金利負担を避けるためにそれは直ちに中央銀行へ返済されるからである。中央銀行の政府への信用創造により現金が供給されている場合には、公開市場操作と現金準備率操作が手段となる。この場合、通常は銀行部門の保有する公債を中央銀行が購入して現金準備が供給される。逆に政府支出がなされるにつれその支払いによる市中の現金増加の多くは銀行に預金され、その現金準備に寄与するが、それが過剰となる場合は、中央銀行が銀行部門へ公債を販売することにより、それを減少させる、あるいは法定現金準備比率を上昇させる。事実、英・米における公開市場操作の発展は1914-18年間の第1次世界戦争の過程で、大量に発行された公債の中央銀行引き受けを端緒とするものであったという。中央銀行による金・外貨の購入により、現金が供給されている場合には、公定歩合操作や公開市場操作の効力はないため、法定現金準備率の操作が政策手段となる。事実、現金準備率操作は、米国において1936年初めて貨幣政策として登場するが、これは多量の金流入による加盟銀行の過剰準備の激増に対処するためのものであったという（160-1ページ）。

むろん公定歩合操作では公定歩合そのものが、また他の2者の場合にも、金・外貨購入による直接的な貨幣供給政策の目標は、政策変化に伴う（政策）金利変化であることは当然であろう。これまで述べてきたように、市中での（ファイナンス）貨幣需要はこのような（銀行部門の資金コスト）金利を基礎に決定されるからである。では金利政策を通じて貨幣需要を変化させる貨幣（金融）政策の最終的目標は何か。周知のように、一般的には、景気変動の緩和及び、とりわけ通貨価値の安定である。

言うまでもなく貨幣政策の目標は歴史的には若干異なることがある。たとえば19世紀の

<sup>31</sup> Bindseil (2014) は3章で2007年以前の主たる中央銀行のいくつかの操作目標を分類して提示している。



イングランド銀行の政策は金保有量の維持のために公定歩合操作がなされていたと言われていた。兌換制下にあったのでこれは間接的に通貨価値（あるいは銀行機構）の安定に関わっていたであろうが、景気対策実施の意図はなかったようである。むろん景気過熱は、一般に輸入増を通じる自国為替レートの下落に起因する、金の海外流出や、国内銀行部門への金流出などをもたらすため、金保有量の維持は同時に景気過熱抑制や物価の上昇抑制の機能をも果たす場合も多かったと考えられるが。

今ひとつの例を挙げれば、第2次世界大戦後の日本の1960年代末頃までの金融政策は、外貨準備の維持のための公定歩合操作であったことはよく知られている（上記の英国の場合と類似）。最近の米国ではテイラー・ルールに示される政策金利操作は、物価（ないしその上昇率）安定と雇用の維持を最終目標とするものであることも周知と言えよう。

利潤率が高く、利子率をかなり上回る状態では、利潤獲得目的の投資が増加し、そのためのファイナンス動機による貨幣需要は大きい。放置すれば景気の過熱やそれに伴う物価の許容される水準を超える上昇となるので<sup>32</sup>、投資の減少（ファイナンス動機の貨幣需要の減少）が目標とされ、利子率の上昇が操作目標となる。逆の場合は利子率の低下となる。こうして長期的には物価（ないしその上昇率）安定を通じ、利子率は利潤率により決定される（むろんリスク・プレミアムだけの乖離はあるが）。

## 5. 非伝統的金融政策

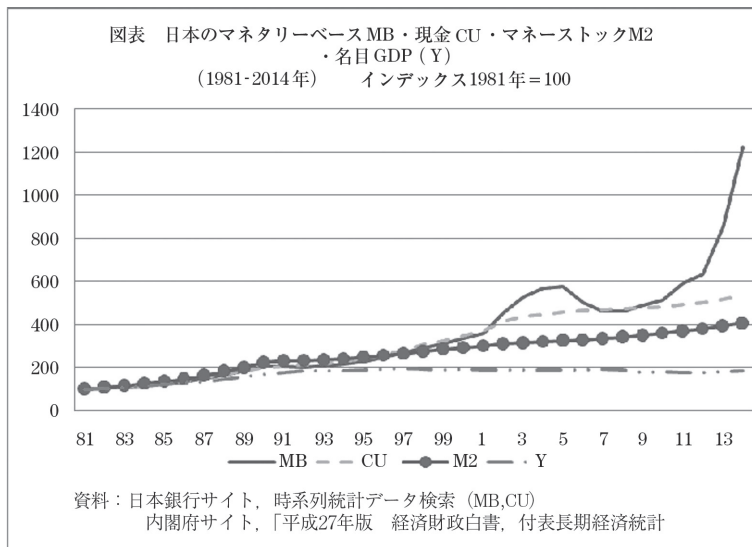
Bindseil (2014) は、今日（2007年以前）、短期の銀行間利子率が正常期における貨幣（金融）政策の妥当な操作目標であるというコンセンサスが中央銀行間にあるように思われると結論している（p.36）。むろんリーマン・ショックとそれに続く欧州金融危機以来の世界金融危機により、いくつかの諸国で中央銀行によるゼロ金利状態が出現するに及び、このコンセンサスは崩れたといえるかもしれない。しかし日本では既に2001-2006年に、余剰準備額（銀行の日銀への当座預金残高）の積み上げが政策目標となる。Bindseil (2014) は、大部分の他の中央銀行が廃止してから数年たつのに、日本銀行はなぜ量的操作目標を採用するに至ったのかと問い、次のようにその理由を記している。量的操作目標は、第1に、短期利子率に対するコントロールを失い、実際の所その大きな変動を引き起こすとする反論は、市場が既に過剰な準備を抱えそれが強制的に市場利子率を零にする状況下ではもはや妥当ではないこと、第2に、余剰準備がどのようにしてデフレ・トラップから抜け出す手立てとなるかは正確には分らないにしても、少なくとも余剰準備政策が有害となる可能性はないように思われ

<sup>32</sup> 第2次世界大戦後は物価水準と言うよりはその上昇率が目標となっていたと解される。

た<sup>33</sup> (p.223)。

2006年のゼロ金利政策の解除等若干の曲折を経て、2013年4月にはマネタリーベースを操作目標とすることがあらためて強調されることになる。しかし量的緩和、あるいは量的・質的緩和の主要側面は、それが民間発行の証券の購入を別にすれば、満期の長い国債の買いオペレーションによっている以上、やはり利子率・長期利子率の低下にあると考えられる。むしろ利潤率が安定的にある程度高くなければ投資がなされない事を想起すれば、多少の利子率の低下などでは効果はないはずである。

実際にはどの程度の効果があったのか。マネタリーベースについてのデータによる若干のコメントをしておきたい。まず、マネーストックM2 (旧マネーサプライ表のM2に相当)は、決済の必要を反映して、当然ながら名目GDPと並行的に変化している。むしろ1980年代後半からのバブル経済の影響をうけてM2には、GDPには算入されない不動産や証券の価格上昇に伴う資金決済額の増加を反映した、小さな山が見られること、および趨勢的な金利低下に伴うマーシャルの $k (= M2/Y)$ の増加のためにM2の増加率はGDPのそれより若干大きいことがしめされている<sup>34</sup>。このため90年代前半のバブルの崩壊に伴いこの小さな山は消え、元の



<sup>33</sup> 有害か否かは主に出口政策の際に問題となろう。オペレーション操作により高価格で購入した証券はインフレ防止のための売りオペレーションの際、おそらく低価格でしか販売できない、したがって最終的には日銀への国庫補填の必要も生じえよう。ともあれ国債が市中の銀行等ではなく日銀の保有であれば財務省の安心度は増すだろう (おそらく国民のそれも)。今ひとつの問題は、しばしば指摘されることではあるが、特定の民間部門発行の証券を対象とするオペレーションは、国会での審議・決定を必要とする、財政政策に関わるはずのものである点であろう。

<sup>34</sup> 渡辺 (2011) 参照。

ように両者は連動するようになる。

現金通貨CUは、当初の預金が、消費財購入等の必要に応じて、現金化されていくために発生するので、マネーストックM2と連動する（先に指摘したように現金通貨は預金通貨の引き下ろしにより発生する以上これは当然であり、したがってマネタリーベースではなく現金通貨CUとマネーストックM2間の関係と定式し直された「信用乗数」という相関関係は成立するが、因果関係は逆である）。しかし図表で明らかのように、1990年代後半ごろから現金通貨CUの増加率は上昇し、その後この上昇は止まるが、以前に比べ以後M2における構成比が上昇している。これはおそらくバブルの崩壊やその後のアジア通貨危機等による、信組や信金、地銀を初めとして大手銀行にまで及ぶ破綻により生じた、金融システムへの不安、また定期預金等のペイオフの解禁に基づくものと考えられる<sup>35</sup>。

この図表でとりわけ目立つのはマネタリーベースMBの大きな変動である。現金通貨CUの変動はこれほど大きくはないので、その定義により、この変動の原因はもっぱら銀行の日銀当座預金（=MB-CU）のそれによるものである。つまり通貨当局はこの当座預金を増加させるようなオペレーションによりマネタリーベースを増加させることはできるが、実体経済で使用されるマネーストックや現金通貨を増加させることはできない。通貨当局が銀行の持つ証券の買い上げはその価格さえ引き上げればいくらかでも可能であるが、実体経済に投資機会等が無く、したがって貨幣需要が無いならば、銀行が入手する貨幣はいたずらに通貨当局への当座預金として積み上げられることになる。先に記した2001-06年の非伝統的貨幣政策・量的緩和策、あるいは2013年以降のそれにより、日銀当座預金残高の急増によるマネタリーベースの著増はあったが、マネーストックや市中流通現金通貨CUという実体経済に関わる貨幣の増加は伴わず、したがって当然ながらGDP成長率や物価上昇率にさしたる上昇は見られなかった。つまりこの図表には教科書でいう信用乗数（=M2/MB）の、因果関係はむしろのこと統計的相関もないことが示されている。

（成蹊大学名誉教授）

<sup>35</sup> 信組や地銀等の破綻増加の渦中、1995年に公定歩合は（当時の）史上最低の0.5%になる。1996年には日本版金融ビッグバンが発表され、97年には拓銀、徳陽シティ銀行、また三洋証券、山一証券が破綻する。98年にはデフレが始まり、破綻した長銀、日債銀の一時国有化がなされる。他方、1995年6月から政府による預金の全額払い戻し保証がなされていたが、2002年4月から定期預金などについては元本1000万円とその利息までの保証となる。このペイオフ解禁政策は2005年3月からは、当座預金、利息なしの決済用の普通預金を除く、普通預金まで拡大される。当時、預金を引き下ろし、それを銀行の貸金庫へ預けるといった行動も見られたという。2016年に日銀もマイナス金利政策を採用するに及び、一部では金庫を購入し、それに銀行から下ろした預金を保管する人たちも出現したという。あるエコノミストは「あなたもそうするのか？」と聞かれ、「とんでもない。そんなことをすれば超マイナス金利になってしまう」と答えていた（もっともあるエコノミストによれば、金庫の購入増加はマイナス金利の導入アナウンスに先行しているため、より基本的背景はマイナンバー制導入に伴う政府による資産把握を回避したいからであろうという）。

## 参照文献

- 黒田明伸 (1999) 「貨幣が語る諸システムの興亡」, 樺山他編『岩波講座 世界歴史 第15巻 商人と市場』岩波書店, 所収。
- サイモン, A. ハーバート著, 稲葉元吉 吉原英樹訳 (1987) 『新版 システムの科学』パーソナルメディア, Simon A. Herbert (1981), *The Science of the Artificial second edition*, Cambridge, Massachusetts: The Massachusetts of Institute of Technology.
- 鈴木淑夫 (1966) 『金融政策の効果 —銀行行動の理論と計測—』東洋経済新報社。
- マドリック, ジェフ著, 池村千秋訳, 松原隆一郎解説 (2015) 『世界を破綻させた経済学者達 —許されざる七つの大罪—』早川書房, Madrick, Jeff (2014), *Seven Bad Ideas How Mainstream Economists Have Damaged America and the World*, Hayakawa Publishing, Inc.
- トゥック, T. 著, 玉野井芳郎訳 (1948) 『通貨原理の研究』世界古典文庫, 日本評論社, Tooke, Thomas (1844), *An Inquiry into the Currency Principle*.
- トリフィン, R. 著, 柴田裕, 松永義夫訳 (1968) 『国際通貨制度入門 —歴史・現状・展望—』ダイヤモンド社; Triffin, Robert (1968), *Our international monetary system: yesterday, today, tomorrow*, Random House.
- 並木信義 (1988) 『転換期の経済学 コロンブスの卵の経済変動論』ダイヤモンド社。
- 樋口午郎 (1963) 『銀行理論 —銀行信用の理論と再生産—』東洋経済新報社。
- 平山健二郎 (2015) 『貨幣と金融政策 貨幣数量説の歴史的検証』東洋経済新報社。
- フラートン, J. 著, 福田長三訳 (1941) 『通貨論』岩波文庫, 岩波書店, Fullarton, John (1845), *On the regulation of the currencies, Second edition*.
- 峰本暎子 (1978) 『イギリス金融史論 —通貨論争の潮流—』世界書院。
- リカード, D. 著, 竹内謙二訳 (1973) 『経済学及び課税の原理』東京大学出版会, Ricardo, David (1817), *On The Principles of Political Economy and Taxation*, London: John Murray, Albemarle-Street.
- 渡辺健一 (2003) 「19世紀の物価動向 —コンドラチェフによる物価長波の検討を通じて—」『成蹊大学経済学部論集』第34巻 第1号, 10月。
- (2007) 「流動性選好説再訪」『成蹊大学経済学部論集』第38巻 第1号, 10月。
- (2011) 「バブル期における金融政策」『成蹊大学経済学部論集』第42巻 第1号, 7月。
- Bindseil, Ulrich (2004), *Monetary Policy Implementation: Theory, Past, and Present*, Oxford: Oxford University.
- (2014), *Monetary Policy Operations and the Financial System*, Oxford: Oxford University.
- Gordon, j. Robert (1987), *Macroeconomics Fourth Edition*, Boston and Tronto: Little, Brown and

Company. (International Student Edition).

Keynes, J. M. (1937), "Alternative Theories of the Rate of Interest," *The Economic Journal*, June.

Ohlin, B. (1937), "Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment I.," *The Economic Journal*, March.

——— (1937), "Some Notes on the Stockholm Theory of Savings and Investment II.," *The Economic Journal*, June.

Wigmore, Barrie A.(1985), *The Crash and Its Aftermath: A History of Securities Markets in the United States, 1929-1933*, Westport, Conn.: Greenwood Press.