

【書 評】

藤 野 正 三 郎

『日本のマネーサプライ』

勁草書房 1994.1 xii+571 ページ

1

本書は、著者がほぼ40年の年月をかけて追及してきた(貨幣経済学)の総括とも言うべき大作である。ケインズの創始によるマクロエコノミクスが戦後定着してゆく過程に遭遇した著者は、早くからマクロ経済学における貨幣の役割に着目し、執拗に問い続けてきた。折々に発表された論文の多くは、他に先き駆け、学界への貢献は多大であった。こうした著者の40年に及ぶ研究の変遷は、本書第0章マネーサプライ研究序説に詳しい。流れの早い学説の浮沈にもまれながら、著者が如何に課題に迫り、自らの考えを発展させていったか、その軌跡は興味ぶかく、後学の徒に大きな示唆を与える。著者が自らに背負った課題は、ケインズとマネタリズムの二つの流れにあって、独自の境地を切り開くところにあった。貨幣数量説からケインズ流動性選好説、さらにケインズよりケインズ的へ、40年に及ぶ批判的検討のすえ、著者は近年、独自の理論的地平に到達したという。その総括が本書である。

第1に、マネーサプライ(MS)は通常考えられている貨幣の需給によっては決定されない。なぜなら、MSの大部分をなす銀行預金は銀行の貸出の反映にすぎず、銀行の預金供給関数は存在しない。この点でケインズの流動性選好説は問題がある。他方、貨幣需要関数については、MSが家計企業の最適化行動によっては十分に説明できないし、また貨幣需給と物価上昇率のあいだに貨幣数量説が想定するような関係はなりたない。

第2に、MSは、資金の需給によって決定される。銀行貸出市場における資金需給はインターバンク(IB)市場に反映し、他方中央銀行はベースマネー(BM)を供給することでIB市場の資金需給を調整し、それが貸出市場に反映する。MSならびに金利は、こうしたIB市場を介した、民間と貨幣当局の双方向からなる資金需給調整の結果として決定され

る。貨幣乗数について通常理解されがちなBMの乗数倍のマネーが供給されるといった一方向の理解を脱している。

第3に、貨幣経済のもとでは、すでに貨幣を手に行っているだけ、買い手のほうが売り手より有利な立場にある。供給(売り手)は、需要(買い手の流動性)によって制約されており、供給量は無限に弾力的とする新古典派の前提は非現実的である。資金需給論に非対称性を応用すると、その調整要因として金利のほかに量的な制約も考慮しなくてはならない。

以上、著者は、需要と供給の非対称性をキイとする(貨幣経済の論理構造)を礎にすえ、資金需給論の視角からするMS分析を展開する。著者はまず金利決定の一般均衡モデルを提示し、それを下敷きにして明治初期から現在にいたる時期を第2次大戦の前と後の2つに分け、それぞれのMSと金利の決定メカニズムを具体的に明らかにする(第3, 4章)。つづく第6, 7, 9の章で、制度などの前提条件が銀行行動に与える影響を考慮し、3つの銀行行動モデルを提示している。

2

本書のとくに際だった点は、理論的な課題を徹頭徹尾日本の現実、データに照らして考えるというアプローチにある。理論と現実、歴史との絶えざる往還にこそ、本書の真価がある。

その第1の価値は、貨幣と金利に関して理論的分析に耐えうる長期統計を整えた点にある。近代日本にはよく整備された大蔵省金融統計データがあるが、これまで包括的なMS研究は、朝倉孝吉・西山千明編『日本経済の貨幣分析：1868-1972』(1974年)にとどまる。著者は朝倉・西山編MSデータに対し、MSの対象から旧植民地分、あるいは公的預金・IB預金を除き、また銀行保有のベースマネーと銀行以外の民間保有のベースマネーを区別し、さらに明治初期の旧幕府通貨残流通量(山口和雄)を推定し直すなど、多くの点で的確な改善をはかった。ここに日本のMS研究は、はじめて理論研究に耐えるデータをもつに至ったといえよう。

第2の価値は、100年に及ぶ日本におけるMSと金利の決定を、BM, IB市場それに銀行資金市場の相互の関係から明らかにした点にある。BMと金利の関係は、ほぼ4つのケースに整理される。ベース

マネー  $\bar{C}$ 、公定歩合  $i_j$ 、インターバンク金利  $i_i$  とすると (1)  $\bar{C}$  外生,  $i_j (= i_i)$  内生 (2)  $i_j (= i_i)$  外生,  $\bar{C}$  内生という教科書的なケース, さらに  $i_j$  が政策的に固定され  $\bar{C}$  が半分内生的に半分政策的に決定されるケースとして (3)  $i_j > i_i$ , (4)  $i_j < i_i$  の二つがありうる。著者は、MS、信用乗数、日銀一般貸出/一般預金比率などの基本的な指標から、100年に及ぶ日本のMSと金利決定のメカニズムを浮き彫りにする。(a)第2次大戦によって分けられる2つのプロセスにおいて、これらの諸指標は類似の軌跡を描く。(b)2つのプロセスの初期段階(産業革新期)においてはいずれもIB市場が存在せず、日銀がその機能を代行した。明治中期は  $\bar{C}$  外生,  $i_j (= i_i)$  内生のケースである。(c)しばらくしてコール市場が形成されるが、戦前の金利体系は  $i_j > i_i$  であったが戦後  $i_j < i_i$  の体系へ転換した。ここで著者は周到な分析をもとに、日本における金融政策を考えるうえでの貴重なファクトファインディングと刺激的な論点を提起している。

第3の価値は、日本金融政策史に本格的なモデル分析を導入した点にある。著者は、金融市場の転換点である1961年と81年にあわせて3つの利潤極大化にもとづく銀行行動モデルを提起している。戦後の金融市場の展開は、コール市場を含まない第1のモデルからコール市場を導入した第2のモデルへの転換と位置づけられる。こうしたモデル分析はこれまで戦後高度成長期分析に集中し、金融史研究まで広がることは稀であった。

## 3

評者に求められているのは金融史研究からの応答であろう。ここでは、モデル分析において往々にして看過されがちな具体的な市場の行動、構造の実態という点から幾つかの疑問を投げかけるにとどまる。

第1は、IB市場における公と民の分離の問題である。

本書のすぐれた点は、MSと金利決定分析の焦点にIB市場をおき、その構造的変化を組み込んだ点にある。IB市場はコール、手形などフォーマルな取引以外に預け金、借入金、他店貸(内国為替)など多様な取引からなり、コール市場はその氷山の一角をなすにすぎない。本書では1900年を境に、コール市場が形成される以前については多様なIB取引の存在が強調されているにもかかわらず、それ以降については70年代に至るまでIB市場はコール市

場に解消されてしまっている。コール市場以外の多様なIB市場が見失われると、日銀とIB市場の関係を見誤る恐れがある。統計のうえではIB市場において対民間取引と対日銀取引は区別が出来ない。通説は「民間金融市場は未発展」という固定観念から、コール以外のIB取引を全て対日銀取引と理解してきた。しかしその実証的根拠は薄弱である。評者の明治期における手形取引所の発見もそこに焦点がある。IB市場における対日銀取引と対民間取引を統計的に分離することが、日本金融政策史研究にとって重要な課題である。この課題に対し本書はあまり意識していないように思われる。明治中期民間の手形再割引取引がIB取引の一部しか占めないという、本書の評者に対する批判はこの点で不十分ではないか。

第2は、「日銀のIB市場化」についてである。著者は、戦前については1900年以前、戦後については1960年以前、IB市場が未発達であり、日銀自体がIB市場の機能を果たすと主張する。その根拠として、戦前については公定歩合それ自体が、戦後については(高率適用制による)「実効公定歩合」が弾力的に運用されていた点をあげる。この主張に対しては幾つかの疑問を禁じえない。(a)日銀創設から1900年に至る時期の公定歩合の運用が一貫して弾力的であったとは言い難い。吉原、岩崎総裁時代は比較的弾力的であったとしても、もっとも長い川田総裁時代を同列に論じることは難しい。(b)戦後の高率適用制を「実効公定歩合」として弾力的運用と評価するならば、なぜ戦前の高率適用制も同等に評価しないのであろうか。(c)日銀がIB市場の機能を果たしたならば、日銀は何を基準に公定歩合を決定したのであろうか。市中再割引金利か日銀貸出/預金比率が考えられるが、公定歩合との相関関係において後者は前者ほど明瞭ではない。この点から評者は1900年以前日銀は民間手形再割引市場に追随せざるをえなかったと主張したが、そのなかで日銀から長い間独立した活動を続けた大阪と対比して東京の再割引市場が早くから日銀に併呑された事情を明らかにした。本書の「日銀のIB市場化」の主張は、この点を一歩進めるものであるが、その僅かな一歩が公定歩合の決定メカニズムの理解に大きな差を生む。

第3は、コール金利の決定を巡ってである。一般にコール金利は戦前戦後をとおして自由金利と考えられ勝ちである。著者は、第1次大戦期以降預金金

利協定の一環としてコール金利が決められるようになった点について言及しているが、戦後については臨時金利規制法の適用外とされた1955年以降は通説にならって自由金利説を踏襲している。しかし1979年までコール金利の建値制は存続し、1981年の著者による大銀行に対するヒアリング(第8章)ならびに1987年の評者自身による短資会社に対する私的なヒアリングによれば、1988年末の短期金融市場の完全自由化措置まで気配値制のもとで、コール金利は事実上日銀によって決められていた。著者は、銀行行動に関する第2モデルにおいてコール市場を導入する際に、コール資金供給が無限なケースと有限なケースを検討している。後者のケースでは、コール市場金利がある限度以上になると需給の均衡値は存在しない。それ自体興味深い分析であるが、「コール資金供給が有限」という特殊なケースに先だって、鈴木淑夫『金融政策の効果』以来のコールを完全競争市場とみる前提自体をもう一度吟味する必要があるように思われる(この点については堀内昭義、加藤正昭「短期金融市場と金融政策」が興味深い)。

第4は、貸出金利を巡ってである。貸出金利決定システムとしては、完全自由、紳士協定、公的なバックをもった金利協定、公定歩合に連動するケースなど様々な方式がありうる。戦前と戦後の2つの産業革新期には、貸出金利は公定歩合に対する連動性が強く、第1次大戦期以降になると貸出金利にも預金、コールより漸進的ではあるが金利協定が見られるようになる。この点に関連して、第7、8表に掲げられた戦前期の貸出金利表に相当する戦後貸出金利表を見つけることが出来なかった。本書では、貸出金利に関し規制か否かの二分法にとらわれたためか、こうした具体的な決定メカニズムに対する関心がやや希薄であり、そのことが公定歩合、IB市場金利、貸出金利の決定メカニズム分析に幾つか曖昧さを残したように思われる。

## 4

マネーに関する長年にわたる真摯な探求のすえ、著者は「ケインズよりケインズ的」な理論的地平を見だし、他方100年に及ぶ日本金融史の錯綜とした史的世界に赴くことになった。その交差線上に我々は、理論研究と歴史研究が見事に融合された素晴らしい一書を見いだすに至った。近年のアンチケインズの風潮のなかでは「ケインズよりケインズ

的」な立場は非主流に属するであろうが、その現実にはねぎす理論展開は含蓄が深い。また資料重視の伝統的な金融史の世界のなかでは、モデル分析を備えた本格的な数量金融史分析は皆無に等しく、その示唆するところは多大である。非力な後学の徒として、残念ながらそれに充分応えるコメントを提起できなかったが、理論と現実と歴史をブリッジする、著者の果敢な長年に渉る試みに強く敬意を表する。

[霧見誠良]