

貨幣需要と貨幣供給 モデル分析の変遷

徳山大学 古谷 京一

1980年代のバブルの発生と90年代初頭のバブル崩壊以降現在に至る過程で、日本経済は今まで世界の他の国々が、経験したことが無いような経済状況(デフレ・スパイラルと流動性の罠)に陥っているとされている。このような「新しい現象」に対応して様々な議論(インフレーション・ターゲット論など)が巻き起こっている。しかしながら、そのような議論はうっすらと古い理論を雛型にしているようでありながら、その分析のフレームワークが、鮮明に理解された上で議論が成立しているとは思えない。

本稿の目的は、古谷[2003]においてなされた貨幣理論を中心とした歴史的検証と学説史検証をもとに、もう一度金融理論を振り返り、現在の状況と比較することである。とりわけ、この「新しい現象」が金融政策に起因するのであれば、金融政策の核である貨幣需要と貨幣供給の理論モデル分析の変遷をおっていくことに焦点を当てることにする。

第1に、貨幣需要の理論にける代表的な理論モデル(貨幣数量説、ケンブリッジ数量方程式、新しい貨幣数量説、流動性選好理論、clowerの制約)をとりあげ、簡単にモデル分析の変遷を追っていくこととする。

第2に、マネタリー・ターゲット方式(Monetary Targeting Policy)に関する議論が盛んであった1970年代後半から1980年代前半の期間における日本とアメリカの貨幣の流通速度を例としてとりあげ、貨幣需要の安定性に関する議論を見ていくことにする。

第3に、日本とアメリカの貨幣乗数の推移を参考としながら貨幣供給の理論(フリードマンの誘導型定式化、銀行準備の需給均衡モデル、銀行の預金供給モデル)のフレームワークをとりあげる。

第4に、4つの経済変数(名目利子率、名目為替レート、実質GNP、ベース・マネー)をターゲットとした簡単なIS-LMモデルを用いた金融政策のモデル分析を行い、それぞれの政策効果を考察する。

最後に、それぞれの分析をもとにして現在の金融政策をめぐる議論との比較を行い、今後の政策運営に関する考察を行なうこととする。

参考文献

古谷京一 [2003] 「内生的貨幣供給と経済理論 - 歴史的検証と学説史的検証 - 」 『徳山大学総合経済研究所紀要』 第25号 p.1 - 25

コメント：古谷京一氏「貨幣需要と貨幣供給 - モデル分析の変遷 - 」

信州大学 青木達彦

長期不況下にゼロ金利の下での政策困難、それをめぐる論争に対し、議論の構築素材である貨幣の需給理論に立ち返り、その歴史的検証を参照しつつ、現代の論争に対して問題の所在を提示し、さらには適切な政策を確固とした理論的枠組みから導出してくること、これが古谷論文の意図したところであると思われる。

金融政策の困難をめぐる近年の論争は銀行行動に焦点を当て、低金利政策が銀行貸出を通じて実体経済に波及しないという伝達経路を論じてきた。それは情報の非対称性下に、貸付債権の不良化、担保価値の下落により銀行の純資産が縮小し、リスクテキングが低下したクレジット・チャンネルを問題にするものである。こうした理解の下に、いわば政策課題として提示されてきたとも言うべきインフレーション・ターゲティング論は、しかしながら、必ずしも堅固な理論的枠組みをもって提示されてきたとは言えないということは

以下に言及するクルーグマンの議論はさておき、例えば小宮隆太郎氏が資金市場の一般均衡を枠組みとして政策効果を判断しようとして、インフレ・ターゲティング論者が、操作目標としてのマネーサプライあるいは日銀預け金の増加を達成すべく非伝統的金融政策を主張したのに対して以下のように論じたことから窺うことができる。

日銀が「長期債を買い切り」することの効果について、短期債の(現先)買いでなく長期債を購入することによって、短期債購入によるのとは違った効果が「金利体系」に生じるのでなければあえてそうする意味はない。しかるに、日銀オペの対象となる各種の信用手段には「密接な代替物」があり、それらの残高は日銀当座預金の残高よりもはるかに大きく、それら代替物相互間の代替の弾力性が大きい。ここから小宮氏は、長期債購入の効果は「実際にはネグリジブルであろう」と論じたのである(小宮氏他編著『金融政策の論議』)。古谷氏が、日銀貸出の増加といった政策が預金量、従ってマネーサプライに影響するかどうかを論じる際に依拠したのは、まさに預金や銀行準備といった市場における需給均衡が成立したもとの債券利子率。古谷氏では短期債しか考慮されていないが、その変化の有無を通じてのみいえるということであり(レジュメ 11 頁)、まさに小宮氏が資金市場の均衡を通して政策効果を論じたの軌を一にしたものといえるのであり、古谷氏の現代の論争への問題指摘と、政策を理論的枠組みの元に導出せんとする試みはこのようなものとして意義あることと評価できる。

古谷氏は、P.クルーグマンがインフレ・ターゲティング論を提示する際、家計の消費最適化の際流動性制約が働くのを、cash-in-advance model によって貨幣と実物を連関付け、IS-LM モデルに帰着させて論じたことに倣い、その上でインフレ・ターゲティング論を「マネタリー・ターゲット方式」として捉えて金融政策のモデル分析を行っている。以下ではそうした理論的枠組みについて、およびそれを用いての議論の意義についてコメントを行う。

1. 貨幣・実物均衡を構成する貨幣の需給を描く際に想定された民間銀行および中央銀行の行動は、日本経済、特に90年代以降の記述に当たって適切とは言えないのではないか。

古谷氏は、日本では公定歩合が常にコールレートを下回っているとして、実際は96年以降この関係は成立しない、日銀は民間銀行への貸出を「裁量的にコントロール」しようとして、借入準備あるいはマネタリー・ターゲットによって中央銀行の行動を描く。しかし準備についての需給を描く際、日銀は金融調節に当たって長くコールレートを操作目標とし、それをコントロールし設定されたレートに持っていくものとされてきた。換言すれば、日銀は金融機関が需要する準備金を「受動的に」供給してきたのであり、HPMはコールレートの目標値にあわせて「内生的供給」されると理解されるものである。マネーサプライのこうした内生性は、2000年3月に量的緩和政策が採用され、日銀預け金がターゲットにされて以降も成立しており、むしろ金融システムの安定化、信用秩序の維持をも政策目標とするところから内生的・受動的供給を旨として日銀行動は描かれてしかるべきと考えられる。古谷氏のマネタリー・ターゲット論における日銀行動は、以上の意味において適切とはいえない。加えて民間銀行の利潤極大行動の記述においても、貸出限度額規制等の規制が考慮されているが、自己資本比率規制といったより現状に適切な記述が視野の外に置かれている。

2. 古谷氏の描く、IS-LMモデルに特定の政策目標を導入し、政策インプリケーションを導出しようとする試みは単なる「演習」に過ぎず、政策上の意義も日本経済の問題指摘としても意義を認められない。

古谷氏は、上掲クルーグマンに立脚する、貨幣・実物均衡をIS-LMモデルによって描く理論的枠組みに金融政策の運営ルールとして種々の中間目標、名目利子率、名目為替、実質GNP、銀行準備あるいは非借入準備のようなマネタリー・ターゲットを設定し、モデル分析を行い、LM曲線の形状の相違を導いて経済安定化の効果を論じるが、それはクルーグマンが、IS-LMの枠組みを用いて日本経済の問題の本質を指摘しようとしたこと、すなわちゼロ金利下の需要不足という経済実体面の問題指摘に比すれば、単なる経済学「演習」を行っているに過ぎないといえる。

3. 古谷氏の論稿の理論的課題が、インフレ・ターゲティング論の理論的根拠を問うことに向けられていたとするなら、例えばクルーグマンのようなIS-LMの枠組みを用いて日本経済の実物面の問題視を受け入れつつ、その理論的根拠を問うという形での議論の展開が可能であつたらう。この点で例えば吉川洋氏の議論(「1990年代の日本経済と金融政策」深尾・吉川編著『ゼロ金利と日本経済』所収)は参考になるものである。すなわち氏は、クルーグマン・モデルが(将来のマネーサプライ増大のシンボルとしての)「量的緩和」が期待インフレを生み出し、実質金利を低下させると論じるもので、「将来」の名目物価は貨幣数量方程式に従い比例的に上昇する、「将来」は貨幣数量説が成立する(利子率が正になればその成立が復活する)と論じるものと捉えて論駁しようとした。この点での古谷氏の理論的検討が期待される。

報告者リプライ

1. に関して、

ここで1970年代から80年代にかけての「マネタリー・ターゲット論」に対する議論の展開と実際の結果とをなぜ取り上げたのかという点、この当時の理論的背景に基づき中央銀行が「マネタリー・ターゲット」という明確な政策目標を掲げ、政策運営を行った実例として取り上げました。ここ数年来の「インフレ・ターゲット論」の議論と金融政策への適用に対する1つの歴史的な比較対照として考察しています。

このコールレートを操作目標とする伝統的な金融政策と異なる政策運営は、結果としてその後大きなリセッションを引き起こし、マネタリー・ターゲットも放棄することになります。それゆえ、日銀が準備を受動的に供給し、ハイ・パワードマネーを内生的に供給するという通常の行動は、マネタリー・ターゲットを前提とした政策運営においては適合しません。ここでは、その点に関して当時の状況（公定歩合がコールレートを下回っている）を踏まえた理論的に分析がなされています。

したがって、ここでとりあげた民間銀行および中央銀行の行動は、この当時の状況に基づく理論モデルを用いて説明されています。そのため、この議論を90年代以降の日本経済の記述として直接的に適用することは元来適切ではありません。90年代以降の日本経済を記述する場合には、指摘されたような中央銀行と民間銀行の行動に基づいた分析へと修正・変更することで、対処したいと考えます。

2. に関して、

「金融政策における“ターゲット”という言葉はどう捉えるべきか」という点と、金融政策は1つの起因とはなっていると思いますが、「デフレや流動性のわなは金融的現象であるから金融政策に問題がある」というような考え方ではなく、このような経済状況を生み出したのは、実物サイドの十分要因があるはずで、より一般均衡的な枠組みで議論を進めるという視点も必要ではないかという点が、今回の主要な論点です。

そこで、様々な経済変数をターゲットとして金融政策を運営するという点に関して $IS-LM$ モデルの枠組みを用いて検討すると、それぞれのターゲットにより LM 曲線の形状が異なり、それゆえ政策効果も違ってきます。つまり、金融政策に明確なターゲットを持たせるということには一長一短があり、その中の1つのターゲットに注目して政策運営を行うことが、必ずしも正しいことではないと考えられます。そのための理論的な考察の例としてこのような分析を行いました。

上記のような問題設定に基づいた分析であるので、「現状の日本経済に対する問題指摘にならない」という点に関しては、そのような指摘に答えうる分析へと修正したいと思います。

3. に関して、

インフレ・ターゲットの理論的根拠とその政策的実効性に関する議論については、検討が不十分であったと思います。この点に関しては、ご指摘の通りにより深い議論の展開と理論的な再検討を行いたいと思います。