

## 日本の貨幣乗数はなぜ低下し続けたのか

一橋大学大学院 長田 健

90年代から2000年代半ばにかけ日本の貨幣乗数（＝マネーサプライ（ $M2+CD$ ）／マネタリーベース）は大幅に低下した。この貨幣乗数の低下は何故生じたのだろうか。本稿では、80年代後半から現在に至るマクロ時系列データおよびミクロのプーリングデータ（銀行財務データ）を用い、その原因が「金利の低下」「デフレ期待の拡大」「（自己資本比率規制制約下での）不良債権処理額の増大」であったことを実証的に示す。

貨幣乗数低下のメカニズムは90年代と2000年代（低金利期）で異なる。貨幣乗数の変化は現金通貨保有比率（＝現金通貨／預金通貨）の変化と支払準備比率（＝準備預金／預金通貨）の変化で説明できるが、90年代の貨幣乗数の低下は、主に前者の上昇によるものである。90年代の断続的な「金利の低下」が現金保有の機会費用を低下させた結果、公衆の現金通貨保有比率を高め、貨幣乗数が低下したと考えられる。

一方、90年代末から2000年代にかけての貨幣乗数の低下は主に支払準備比率の上昇によってもたらされたものである。「デフレ期待の拡大」は邦銀による準備預金保有の機会費用を低下させ、支払準備比率の上昇をもたらしただけでなく、「（自己資本比率規制制約下での）不良債権処理額の増加」が貸出金の減少・準備預金の増加をもたらし、支払準備比率を高めたと考えられる。また、低金利下における「デフレ期待の拡大」は現金保有動機を高め、現金通貨保有比率を高めたと考えられる。「デフレ期待の拡大」と「不良債権処理額の増加」に起因する支払準備比率・現金通貨保有比率の上昇が、この期の貨幣乗数の低下をもたらしたと考えられる。