

Discussion Paper Series

**RIEB**

Kobe University

DP2013-J01

「日銀理論」批判を考える (1)

高橋 亘

2013年3月15日 改訂



神戸大学 経済経営研究所

〒657-8501 神戸市灘区六甲台町 2-1

## 「日銀理論」批判を考える（1）

神戸大学経済経営研究所

高橋 亘

### 1. はじめに<sup>1</sup>

日本経済は、バブル崩壊以降、約 20 年に亘り経済不振に苦しんでいる。その主な背景を長期に亘る物価上昇の低迷または物価の下落とし、「インフレ同様デフレも貨幣的現象」との主張を論拠にして、金融政策の担い手である日本銀行の責任を問う指摘も強まっている。ごく最近でも、日本銀行は、総理大臣からの要請のもとで、前年比 2% の物価上昇率の目標（「物価安定の目標」）を導入したが、この過程でも、日本銀行がこれまでデフレ克服に対し消極的であるとして政界、学界等から批判がなされた。

過去においても日本銀行の政策への批判は何回かなされてきた。共通するのは貨幣供給への受動性（または消極性）である。最近では、日本銀行への批判に熱心な学者等は「リフレ派」と称されることが多いが、その主張のひとつが、現在のようなデフレ状況の下では、貨幣の「供給」を増やすべきとの提言である。一方、日銀側に立つ論者の反論のひとつが貨幣の「需要」が無ければ、貨幣量（マネースtock）の増加は実現しないという需要面の重視である。このような立場の相違はこれまでも学界と日銀側との論争でも繰り返されてきた。日銀に批判的な主張では、時に中央銀行は意のままに貨幣量を増やせるとの含意が出されるのに対し、日銀側の立場の論者からは、その実現性に疑問が提示されることになる<sup>2</sup>。

---

<sup>1</sup> 本稿は「独立行政法人 日本学術振興会 科学研究費補助金（基盤研究（A））（2009～2011年度）」の第3回バブル・金融危機ワークショップ（平成23年10月25日）における報告資料を書き改めたものである。報告の機会を与え、様々なコメントを寄せた研究プロジェクトの主査である上東貴志神戸大学教授をはじめプロジェクトの先生方、山上秀文、安孫子勇一両近畿大学教授、また当日ともに報告を行い活発な意見交換を行った浜田宏一 Yale 大学名誉教授に謝意を表したい。

<sup>2</sup> こうした論争の源流は、古く 19 世紀英国の「通貨主義・銀行主義」論争に系譜をさかのぼることができる（「通貨主義・銀行主義」論争については例えば館・浜田（1975）参照）。

例えば前回の量的緩和期（2001年3月～2006年3月）にはこの見解の相違が明白に出た。日本銀行は量的緩和期に、景気刺激策と同時に金融不安の解消も企図して緩和政策を行った。このため量的緩和の政策目標である日銀当座預金残高の達成は、この金融不安に備えた銀行の日銀当座預金に対する予備的需要が増加することによって実現した面がある。一方その後金融不安の解消による予備的需要の減少から、当座預金残高は低下した。この当座預金残高の減少について、日本銀行には緩和姿勢の後退との批判が寄せられた。これは、日銀による当座預金への貨幣「供給」に着目した批判である。一方日銀は当座預金の減少は、需要の低下を映じたものであって、これは金融不安の低下が背景であるから、そうした批判は当たらず、むしろ緩和の浸透による金融不安の解消の効果であるとの趣旨の説明を行った。これは「需要」に注目したものである。

経済学の標準的なテキストでは、中央銀行が中央銀行当座預金と銀行券からなるマネタリーベース（またはハイパワード・マネー）を供給して、信用創造によってその乗数倍のマネーサプライ（マネーストック）<sup>3</sup>が生まれるとの説明がなされる。その説明は、貨幣の需要面に配慮を置かず、または、供給を実現する十分な需要があることが前提としているようにみえる。一方、貨幣の供給サイドとともに需要サイドに注目する日銀の見解はしばしば「日銀理論」とされる。こうした「日銀理論」については、旧来から批判が寄せられており、日銀側に立つ論者が反論を寄せるとともに、日本銀行もそうした批判を受け入れるといったこともみられてきている。このように、「日銀理論」を巡る論争は建設的な結果も生み出している。

近年において日本銀行の説明に疑問を寄せられた嚆矢は、小宮隆太郎東大教授であろう（例えば小宮（1988））。小宮教授は昭和48、49年のインフレーションを巡って、日銀の政策と同時に、当時の日本銀行の金融政策運営についての説明および考え方について厳しい批判を寄せられた。こうした小宮教授の批判に対して日本銀行出身の外山茂氏が反論をし<sup>4</sup>、その後この反論に対して小

---

<sup>3</sup> マネーサプライは2008年にマネーストックと統計の定義の改訂と合わせ呼称が改められた。これは、経済全体に流通している通貨量は、金融機関の与信行動と企業や家計などの通貨需要の相互作用によって決まるとの認識による（日本銀行ホームページより）。

<sup>4</sup> 外山（1980）

宮教授自身が再反論を寄せた<sup>5</sup>。当時の論争からすでに30年が経過したが、この「論争」については、その後も学界と日本銀行との間で、「ハイパワード・マネーのコントローラビリティ」や「マネーストックとインフレ、デフレとの関係」などを巡って繰り返されてきている。一方その後、日本銀行自身も金融政策の運営方法を見直してきており、それに則して説明や考え方も変えてきた。そこで本稿では当時の小宮教授があげられた論点の一部について、現時点に立ってあらためて論評を試みたい。

## 2. 資金需給実績等の恒等式的な解釈を巡って

小宮教授は、当時の日銀が「マネーサプライの増減要因」「現金通貨の供給要因」といった関係式を用いて金融政策<sup>6</sup>を説明することについて、その説明内容、およびその考え方について厳しく批判した。この批判では、事前と事後、内生性と外生性の峻別など経済モデルの基礎的な理解にもかかわる大きな問題と指摘された。

たとえば(1)式は、小宮教授が批判にあげられ、当時の日銀が用いていた「現金通貨の供給要因」の「関係式」である。

$$\text{日本銀行券} - \text{財政資金} = \text{日本銀行信用} \cdots (1)$$

(1)式によって日銀は月等の期間単位の日銀信用の金額、増減等を説明していた。小宮教授の大きな批判は、本来は恒等式である(1)式を用いて、日銀が日銀信用の受動性を主張したことである。具体的には、その説明には、①外生変数(政策変数)と内生変数の峻別がついていないこと、②価格観念が欠如していることといったことを批判されている。

まずそもそも金融政策の説明に際して、(1)式に日銀当座預金(または準備預金)が登場しないことが批判される。後述のように金融政策は、当座預金の需

---

<sup>5</sup> 小宮(1988)特に第3章

<sup>6</sup> ここで主に問題としているのは、ハイパワード・マネーの供給など「金融調節」にかかわるものだが、金融調節が金融政策の出発点という視点に立ち、以下では特に「金融調節」に注目しない限り、「金融政策」「金融調節」を両用している。

給によって決定される短期金利のコントロールを出発点とする。このことを考えると、(1)式に、当座預金が登場しないことへの批判はきわめて的確な批判といえる。(1)式に当座預金が登場しなければ、当座預金への日銀信用の供与によって短期金利をコントロールするという説明が成り立たなくなる(②価格観念の欠如)。短期金利の変化は銀行行動(貸出)等を通じて、銀行預金や銀行券の増減などにより、準備資金需要を増減させる。当時日銀が(1)式においてあえて準備預金を無視したことには、準備預金の量(所要額)は預金量が先に決まり、事後的に決まる内生的なものと考えていたこともあろう。しかし、短期的な日々のベースでは準備預金への信用供与こそが短期金利を決定するのであり、また長い期間でも日銀信用の供与によって決まる短期金利によって、銀行・貸出預金などが変化し準備預金も決定されることを考えれば、(1)式を用いて金融政策を説明するのは問題がある。当時日銀が(1)式のように考えていたのには制度的な背景もあると思われるがその点については6.で若干の考察を試みたい。

現在の日本銀行は、1995年よりオーバーナイト金利をコントロールするという枠組みの中で、(2)式に則して金融調節を説明する。ここでは、日銀信用を供給する金融調節は①政策変数であり、②当座預金の価格(機会費用)が短期金利(オーバーナイト金利)となる。

$$\text{日銀当座預金増減} = \text{資金過不足(銀行券要因・財政等要因)} + \text{金融調節(資金供給・吸収)} \dots (2)$$

日本銀行は、日々の調節では、短期金利のコントロールと同時に、銀行券の還収・発行と財政の散超・揚超の合計である資金過不足(金融市場の流動性)を調整するため金融調節を行っている。これは「資金過不足をならす」という受動的な性格をもつが、所要準備を一か月間に積算で行う現行の準備預金制度では、日々の準備預金(当座預金)の残高は個別にマイナスにならない限り変動しうる。実際にも当座預金残高は変動しているが、日銀は個々の銀行の残高がマイナスにならないという制約の下で、日銀信用の供給を通じて短期金利をコントロールしている。この際、信用供与額は、受動的という性格をもつものの、一定の自由度のなかで日銀が決めるということでは、日銀にとっては能動

的であり「外生的」である<sup>7</sup>。日銀の信用供与が短期金利をコントロールするという意味で外生的なことは、現在は日本銀行でも十分意識されている。

ちなみに日本銀行の機能と業務を分かりやすく解説することを試みた「新しい日本銀行」<sup>8</sup>では、日本銀行の当座預金の増減と日本銀行の金融調節について次のように解説をしている。

日本銀行のオペレーションや貸出による金融調節以外の要因で、日銀当預の総量を増減させる要因としては、銀行券や国庫金の動きがあり、これらを日銀当預増減要因という。すなわち、日銀当預は個別の金融機関にとっては、①他の金融機関との間の資金の受払、②個人や企業に対する現金通貨の支払準備の増減、③国との資金の受払、によって増減するが、金融機関全体としてみると、①は相殺されるので、②と③によって、日本銀行の金融調節以外の要因による日銀当預の総量の変動額が決まることになるからである。日本銀行は、こうした日銀当預増減要因による日銀当預の総量の変動額や法定準備預金額などを勘案しながら、オペレーションや貸出による資金供給や資金吸収を実施し、日銀当預の総量を最終的に調節している。例えば、日銀当預増減要因による日銀当預の総量の変動額がゼロである場合に、日本銀行がオペレーションや貸出によって資金を供給すれば、日銀当預の総量が増加し、その結果、金融機関が日銀当預を保有するために短期金融市場で資金を調達するニーズが少なくなることから、短期金融市場の需給バランスが変化し、金利が低下することになる。（下線筆者、第6章「オペレーションと貸出」p129以下より）

ここでは、①オペや貸出が政策変数であること、②その結果短期金利が決定されることが明示されており、現在の日本銀行の説明は、小宮教授の当時示唆されたあるべき説明に近いものになっているのではないだろうか。

### 3. 信用乗数を巡って

---

<sup>7</sup> この点は拙稿（高橋（2002））でも強調したところである。

<sup>8</sup> 日本銀行金融研究所編（2004）

信用乗数については、経済学の教科書にみられる乗数を固定とした機械的信用乗数に対して学界と中央銀行関係者の評価は分かれている。外山氏もこれを批判する<sup>9</sup>。

小宮教授が信用乗数を取りあげた趣旨は、ひとつには「ハイパワード・マネーが外生変数（政策変数）でありマネーサプライは内生変数」という認識をあらためて示したことであり、これは1. で述べた外生性と内生性の問題ともいえる。信用乗数については、こうした外生性、内生性を意識し、「外生変数であるハイパワード・マネーの『何倍か』にマネーサプライは決定する」ということであれば、信用乗数の固定性にこだわらない限り今日これを否定することはできないように思える。

いま一つのポイントは「乗数の固定性・安定性」である。この点については、小宮教授も実際のデータにもとづき「安定的」と指摘されているが、同時に理論的にはハイパワード・マネーとマネーサプライの先行・遅行関係は人々の予想形成など動学的な仮定に基づく難しい問題とも指摘されており、乗数の動学的な安定性については留保されている。この点では観察された事実と理論とは峻別されて述べておられるようにも思える。このうち前者については、その後1990年代以降金融システムの不安定性や、量的緩和のもとで信用乗数は大きく不安定化した。

それでは当時のような状況で、信用乗数の安定性を想定することの妥当性はあったらうか。この点については教授自身、当時の状況を「日本では民間銀行が過剰準備をもたない、いわゆる『ローンアップ』の状態が常態である」<sup>10</sup>と指摘している。当時は準備預金に対する需要にも、銀行貸出に対する需要にも超過需要があるような状態であり、こうした状況では、信用乗数は、準備率等の制約によって決定され安定的であった。

このような「ローンアップ」の状態はその後大きく変化した。現在における信用乗数に対する標準的な解釈を単純化していえば、日銀当座預金の額もその需要供給で決まるし、銀行の預金量もその需要供給で決まる。もちろん銀行・企業・家計の行動を考えれば両者は個別でなく一般均衡的な相互に依存する関

---

<sup>9</sup> 外山（1980）第2章

<sup>10</sup> 小宮（1988）p114

係にあるといえるが、「準備」と「預金」がある程度それぞれの需給で決まるような状態では、両者の比率である乗数は固定しない。

機械的な信用乗数について、たとえば白川<sup>11</sup>は以下のように述べている。

機械的な信用乗数論が妥当する世界は、以下の2つの条件が満たされている経済である。第1に、銀行は豊富な借り入れ需要に直面しており、常に積極的に与信を増やしたいという意欲を有している。第2に、(それにもかかわらず)銀行は流動性の不足に直面している。そのような経済、すなわち、銀行の積極的な与信行動を制約する唯一の要因が銀行の流動性の不足であるというケースでは、銀行に供給される流動性の量が与信の量(従って預金の量)を決定することになる。このようなケースでは、銀行行動を描写する理論として信用乗数論を使うことはできるであろう。しかし、現実の経済ではそのような条件は一般的には満たされていない。マネーサプライの大部分は企業や家計の保有する銀行預金であるので、マネーサプライの量に関する分析は預金に対する需要と供給という枠組みでも可能であるし、銀行の与信(貸出、有価証券投資)に対する需要と供給という枠組みでも可能である。預金に焦点を当てて説明すると、企業は自らの資金繰りや収益の状況、預金以外の金融資産の収益率等をみながら、自らにとって最適な預金保有金額を決めようとしている。一方、銀行は企業に対する貸出や有価証券投資を行うが、この場合も、貸出や有価証券投資について収益やリスクと自らの自己資本を照らしながら、最適な量を決定しようとしている。貸出や有価証券投資を行うと、相手方(借入企業、有価証券を売却する証券会社等)の銀行口座に預金を入金する。銀行預金が増加した相手方は、保有預金金額の水準が最適であるかどうかを判断する。このようにして決まる需要量と供給量は事前的には一致しないが、長期的には需要と供給がバランスするように、金利(預金金利、貸出金利、社債金利等)や量(貸出、有価証券投資、預金)が調整されていく。

---

<sup>11</sup> 白川(2008) p263



これは現在の中央銀行の標準的な解釈であるように思われる<sup>12</sup>。中央銀行は短期金利を出発点として、マーケットの期待形成等も通じて様々な金融変数（金利、アベラビリティ）により銀行行動に影響を与える。この点、中央銀行がハイパワード・マネーやマネーサプライに影響をもつことは明らかではあるが、そうした量の決定は上記のような需給体系で決定される。

なお学界等の一部では、いまだにハイパワード・マネーの量だけを機械的にみて金融政策のスタンスを判断する指摘があるが、これは前述（p 2）のようにややミスリーディングである。世界の中央銀行は、いわゆる「非伝統的な金融政策」を終了すれば、中央銀行のバランスシートを縮小させることを試みることになるが、その過程では中央銀行の当座預金も減少することになる。これは金融市場の機能の回復を映じたものであり、金利水準（正確には実質金利であるが）が低い限り（また各種金利のリスクプレミアムが低い限り）中央銀行は金融緩和を継続していると考えられる。

#### 4. マネタリーベースを巡って

1. で示したように、中央銀行関係者も現在では小宮教授が示された「三階建て」モデルを中心に考えているが、その最上階（「中央銀行階」）については、学界はハイパワード・マネーないしマネタリーベースで考え、中央銀行関係者は準備預金ないし当座預金で考えているようである。

両者の違いは現金通貨を含むか否かであり、現金通貨を短期的には外生とすれば両者の差はコンスタントであり、大きな差はない。

ただしここで現金通貨を巡っては、日本銀行側が「現金通貨の発行が増えれば金融市場が引き締まる」という表現を使うことが批判される。実際この説明によれば、「現金の増加でハイパワード・マネーが増えれば金融が引き締まる」との解釈が生まれかねない。

この場合従来の日銀が想定していたのは、民間銀行が日銀当座預金を通じて現金を引き出せば、銀行が保有する日銀当座預金が減少し、銀行に当座預金需要が生まれ短期金利が上昇するという状態を想定したものである。

---

<sup>12</sup> 信用乗数（貨幣乗数）については黒田（2011）も、実際との違いや、銀行預金が通貨の中心となっている現実を念頭に示唆に富む指摘を行っている（P16）。

しかし現在のようなオーバーナイト金利をコントロールする状況（これは量的緩和時のような当座預金残高をコントロールする状態でも同様）では、この説明は、初動部分しか説明しておらず、銀行券が増発されたときの金融調節の通常行われるその後の措置を含めた全体像を説明していない<sup>13</sup>。

すなわち上記のような短期金利の上昇圧力が生まれれば、短期金利をコントロールする中央銀行は通常は貸出または買いオペといった手段で中央銀行信用を供給する。単純に言えば、現金引き出し分だけ減少した当座預金は元のレベルまで復元し、現金通貨の増発分だけマネタリーベースは増加することになる。金利水準が維持されていることを考えれば、現金通貨の発行で（日銀当座預金の減少で）短期金融市場は「引き締まる」が、最終的に金融市場を引き締めるか否か（短期金利が上昇するか否か）は中央銀行の政策の問題であり、「銀行券が増発すれば金融市場は引き締まる」という叙述は間違いではないが、不十分といわざるを得ない。

## 5. 準備率操作について

小宮教授の論稿の中では、マネタリーベースの関連で準備率操作が度々指摘されている。しかし現在のように短期金利をターゲットにするような状況では、それを補完的に補うかたちでの準備率操作はあっても、主要先進国では金融政策の主要手段ではない。

中国では現在でも金融引き締めのために度々準備率操作（引き上げ）が用いられているが、これは、金利上昇が短期資金の流入により為替の上昇圧力を強めることを嫌ったものである。また中国では規制金利下で、貸出金利の引き上げ、窓口指導の強化がなされており、こうした量的規制と金利規制の枠組みの中では準備率操作は重要な政策手段となっている。ちなみに現在の中国において中央銀行の当座預金への信用供与を通じて短期金利をコントロールし、金利

---

<sup>13</sup> また 30 年前の当時のような状況でも、コールレートを平準化することが目的とされていれば、同じような批判が当てはまる。

メカニズムを通じて銀行行動へ影響を与えることをどの程度意識しているかは興味深い課題であるが、筆者の観察ではあまり意識されていないように見える<sup>14</sup>。

## 6. 何故当時日本銀行では外山氏のような考えが強かったか

これまで、外山氏と小宮教授の相互の批判にそっていくつかの論点について現時点での論評を試みた。概して小宮教授の指摘に沿う形で日銀の考え方・説明も変わってきたということができるよう思うが、一方で当時の制度的な状況では日銀が外山氏に代表されるような説明を行っていたのもある程度やむを得なかったようにも思われる。そこで最後にこの点について述べてみたい。

1950年代に米国で出版された金融論のテキスト(たとえば”Money, Debt, and Economic Activity” 2<sup>nd</sup> Alebert G. Hart, Prentice Hall 1953)をみると、”VI. Control of Bank Reserves: Central Banking”という章では当座預金のコントロールこそが中央銀行の活動の主眼であることが述べられている<sup>15</sup>。当時の日本で Reserve についての意識がなかったわけではないだろうが、日本銀行の資金需給の説明(p 3の「現金通貨の供給要因」の「関係式」)にみられるように、日銀信用の供給は受動的との観念が強く、Reserve をコントロールするとの意識も薄かったように思える。すなわち「三階」にある Reserve の存在は気がついてはいたが重視されていなかった<sup>16</sup>。

---

<sup>14</sup> Goodfriend and Prasad (2006) は、中国の金融政策運営について、現在の金融構造からみてインフレーション・ターゲティングではなくマネーサプライ・コントロールを行うことを提案している。これは、現在の中国の金融市場のように規制金利体系と窓口指導等が重要な政策手段であることを踏まえた妥当な提案と思える。ただし、こうした量的規制では、金融市場や資源配分の効率性は阻害される。中国経済の問題が「経済の効率性の改善」であることを考えると、金融市場での価格メカニズムの活用は重要な課題であり、短期金融市場の制度改善を踏まえて「三階建て」構造に移行した日本の体験は参考になると思える。

<sup>15</sup> Reserve のコントロールという行為に Central Banking との表現が用いられている。

<sup>16</sup> 植田教授(1993)は、当時の学界と日銀関係者の認識の差を短期と長期の解釈の差として仮説を提示した。日銀関係者寄りの解釈をすれば、短期的には銀行券も財政も日銀のコントロールが難しい変数であり、しかもコールレートを平準化するという政策下では、金融調節は accommodate (受動的)なことが望ましいことになる。しかし、accommodate にするのも日銀の選択であり、受動的であったからといって、内生変数とは言えず、外生変数としてとらえるべきであるというのが本小論の主張である。

これは窓口指導等で、マネーサプライが外生的に決められる状況では自然な認識ではないだろうか。また当時鈴木淑夫氏のモデルにあるように金利メカニズムは意識されていても、マネーサプライが量的に決められていた状況では、金利の働きは二次的でもあったともいえよう<sup>17</sup>。言い換えれば、日銀信用の供給の外生性が薄く、規制金利が残存し短期金利を出発点とした金利メカニズムを通した政策経路が十分でない場合、モデルは「二階建て」になるし、関心は、規制金利の動向、窓口指導でコントロールされた銀行貸出の量ということになる。

金融市場の発展という視点で見れば、二階建てのモデルから三階建てのモデルへの発展には三階にある短期金融市場の整備が必要であった。当時のように短期金利の建値制の採用など短期金融市場の規制色が強い中では、当座預金の需給による短期金利コントロールの意義は薄い。また当座預金のコントロールのための日銀信用の供給についてもオペのオフターと決済期間の短縮化などの市場インフラの整備なしでは効率的な供給は出来なかった。三階建てのベスト・プラクティスに近づくためには、自由な金利形成も含めた市場整備なしには成し遂げられなかった。こうした制度的な変化も経て、日銀は従来の外山氏に代表された通念を脱してきたとはいえないだろうか。

## 7. むすびに代えて

本稿では、最近の日本銀行の政策批判が、学界と日銀側のこれまでの論争に通じることに着目して、その一つである小宮教授の日銀批判をとりあげて論評を行った。日銀側の説明をなす「日銀理論」についてはこのほかにもいくつかの論争が行われてきた。それらについての検討はまた別途の機会で行いたい。

### 【参考文献】

---

<sup>17</sup> 当時の日本銀行の説明は金利政策が主であり、窓口指導は補完的ということである。このためここで金利政策を補完的とするのは適当ではないかもしれないが、いずれにしても両者がなければ政策運営は成り立たなかったことになり、この点短期金利コントロールのための Reserve への注目は薄くなる。

植田和男、「マネーサプライ・コントロールを巡って」、『金融研究』第12巻  
1号、日本銀行金融研究所、1993年3月

翁邦雄、「金融政策」、東洋経済新報社、1993年

黒田巖、「通貨・決済システムと金融危機」、中央大学出版部、2011年

小宮隆太郎、『現代日本経済』、東京大学出版会、1988年

白川方明、『現代の金融政策』、日本経済新聞社、2008年

館龍一郎、浜田宏一、『金融』、岩波書店、1975年

高橋亘、「金融調節と金融政策」、『三田学会雑誌』95巻1号、慶応義塾大学  
経済学会、2002年

外山茂、『金融問題21の誤解』、東洋経済新報社、1980年

日本銀行金融研究所編、『新しい日本銀行（増補版）』、有斐閣、2004年

Goodfriend, Marvin and Eswar Prasad, “A Framework for Independent  
Monetary Policy in China,” IMF Working Paper WP/06/111, International  
Monetary Fund, 2006.

Hart, Alebert G., “Money, Debt, and Economic Activity” 2<sup>nd</sup> Prentice Hall  
1953