

---

古 川 顕

『現代日本の金融分析』

——金融政策の理論と実証——

東洋経済新報社 1985.10 viii+304 ページ

---

I 本書は著者がここ5年ほどの間に行ってきた研究をもとに書き下ろした労作である。複雑な金融現象に経済学の論理で立ち向かい、その理論的帰結の正否を現実

のデータで確認している点に本書の特徴がある。どの章を取っても、著者独自の深い考察がなされており、確かな理論と実証分析の見事な調和は、これまでの類書の最高水準を行くものと評価できよう。

本書は6つの章から構成される。第1章から第3章が金融部門の一般均衡モデルに関係しているのに対し、第4章から第6章は金融のマクロ的側面に関わっている。前半部分は、堀内(1980)の論点と密接な関係があるが、市中銀行の過剰準備ないしは自由準備をキーとして銀行行動と金融政策を理解しようとする点で極めて論争的である(第2・3章はその例示とみることができる)。アメリカでは自由準備概念の有用性は広く認められているが、わが国において、その有効性を明らかにした本書の重要性は強調されるべきである。欲をいえば、準備需要関数の推定に関する論争をより詳しく取り上げ、決着をつけて欲しかった。後半の各章は、前半に比べて独立した印象を与えるが、著者の問題意識が一貫して中間目標の選択にあることは明らかである。この問題に対する著者の態度は極めて堅実であり、早急に主観的な結論を下すのではなく、多角的な論点を実証的に検討する道を選んでいる。それでも、従来は貸出が金融政策を理解する鍵であったが、今後はオープンマーケットへと重要性が移っていくであろうという著者の主張は充分な説得力を持って展開されている。

II 次に、各章の内容をもう少し詳しく眺めてみよう。マネーサプライを考察した第1章では、信用創造理論と貨幣乗数理論の相似を明らかにし、ブルナー・メルツァーおよびタイゲンのモデルを批判的に検討した後、自らの分析に進む。両モデルに対する著者の批判は、簡単にいえば、これらのモデルが金融部門の一般均衡モデルであり、マネーサプライがその均衡解としてもとめられているので、厳密な意味での供給関数ではありえないという指摘である。この観点から、均衡貸出量に焦点を当てているブルナー・メルツァーは正当化されるが、タイゲンは均衡解を供給関数であると誤って解しているとして退けられる。標準的なマクロ経済学のテキストが貨幣乗数公式あるいはタイゲンタイプの貨幣供給関数を採用していることを思うと、この指摘は重要である。著者は貸出市場、オープン・マネーマーケット、およびハイパワード・マネーからなる一般均衡体系を構築し、均衡貸出量の決定を通じて預金量、ひいては均衡貨幣量が決定されるとするアプローチをとっている。

第2章では窓口指導が様々な側面から評価される。窓口指導の有効性については、1977年に堀内氏によって

疑問が提起されて以来、多数の理論的・実証的探索がおこなわれてきた。著者はこれらの論争を歴史的にたどるのではなく、第1章で提示した一般均衡モデルに基づいて議論を整理している。それによれば、窓口指導は、マネーマーケット金利に感応的な支払い準備、本源的預金の存在、あるいは日銀貸出の受動的供給、の何れかが満たされれば、有効である。著者は準備需要に関して実証研究をおこない、窓口指導が単独でも有効であったことを明らかにしている。

第3章では日銀貸出の決定メカニズムが実証的に検討される。ほぼ通説の感のあった、日銀貸出の信用割当仮説にたいし、古川氏はいわゆる日銀の資金繰り指導を市中銀行の感じるインプリシットな費用として定式化し、そのどちらが妥当するかを、日銀貸出の需要関数を推定することによって、明らかにするのである。これは両仮説の厳密なテストではないが、需要関数の推定結果は細部にいたるまでインプリシット仮説と整合的であるので、日銀貸出は市中銀行の合理的な需要に応じてなされると結論される。この実証事実は3つのインプリケーションを持っていると著者は主張する。第1は、公定歩合政策の有効性である。信用割当仮説によれば、公定歩合の変更は銀行の貸出額の決定に影響を持たない(堀内昭義(1980:p.38)), インプリシット費用仮説によれば、公定歩合の上昇は日銀貸出の減少を通じて貸出額の減少をもたらす。第2に、ハイパワード・マネーのコントローラビリティの低下が主張される。最後に、借入れ準備(BR)がコール・レートの関数になることから、たとえば、過剰準備(ER)がマネーマーケット金利に感応的でなくとも、自由準備( $FR=ER-BR$ )の利子感応性は保持される。すなわち、自由準備仮説が支持されるわけである。

第4章ではインフレ期待のどれだけの部分が名目金利に織り込まれるかという、いわゆる Fisher 効果が計測されている。実質金利一定という仮定に基づいた推定にくわえて、著者は IS-LM 体系に依拠して実質金利を実質貨幣量および実質所得で表した推定も行っている。この種の定式化は、日本については、釜(1981; 経済研究)によってすでに試みられている。釜との違いはこれらの変量の変化の分布ラグがとられている点であり、その結果、1) 実質貨幣量の影響は負であり、実質所得の影響は正である。2) 貨幣量の影響は所得の影響に比べて短期であるという、理論と整合的な結果を得ることに成功している。

第5章では貨幣と実体経済との因果関係が実証的に検

討される。シムズテストを用いていろいろな貨幣量および信用集計量(credit aggregates)の所得との外生性を調べ、M2+CD および貸出量が所得に対して外生的であり、中間目標として優れているという常識を裏付ける結果を得ている。

第6章では金融イノベーションが金融政策に与える効果が考察される。著者は、金融政策の波及経路として3つをあげ、そのうち従来もっとも重要であった貸出量の変化を通じる経路は金融革新の進行によってすでにその重要性を減じつつあり、ディスインターミディエーションを通じる第2の経路は金融革新の初期にはその重要性を増すものの、その成熟によって再びその力を失い、金融革新が十分に達成された段階では、オープン・マーケット金利が企業の投資決定に直接影響を与えるという経路が重要になるであろうと論じる。さらに、著者は、Goldfeldの「標準型」貨幣需要関数——それは第1章の分析をふまえて均衡貨幣量を表していると解釈される——を昭和40年代と50年代に分けて推定し、明確な構造変化を見いだしている。とりわけ興味深いのは、貨幣需要の利子弾力性の低下と昭和53年からのM1のoverpredictionの発生が認められることである。前者は金融革新の進展に対応していることが指摘され、第1章で展開した一般均衡モデルに基づいてこの変化が金融政策の効果にどのような影響を与えるかが評価される。かくして、本書は見事なまとまりをみせて大団円を迎えるのである。

Ⅲ 最後に、評者の責を果たすため、若干の疑問を呈することにしたい。著者は第1章で、貨幣乗数公式およびその一般化であるタイゲンモデルは均衡貨幣量を表す式であり、これらを貨幣供給関数と見なすことの誤りを正しく指摘している。しかし、著者の貨幣供給関数に対する見解には、若干の曖昧さがあるように見受けられる。著者は、自らのアプローチが、堀内(1980)と違って、銀行の預金供給行動を直接考慮している、いいかえれば、預金供給関数、したがって、貨幣供給関数が存在する、と強調しているが、これは正しくない(pp. 17-8)。本書が、銀行は預金需要をそのまま受け入れると想定しており、預金の需給が預金金利もしくはインプリシット金利で調整されると考えていない点は、堀内(1980)と同じである。両氏の相違は、堀内氏が、非銀行部門の預金需要を一般的に扱っているのに対し、本書では、本源的預金だけが一般的な資産選択の結果として表され、派生預金は常に均衡貸出量の一定倍と仮定されていることである。後者は前者の特殊ケースに相当し、均衡モデルの簡単化の便法としては意味があるかもしれないが、その基本的

な性格を何ら変更するものではない。本書の「預金の定義式」((57)式;p. 30)を預金の需要・供給を明示して表すと、

$$D^D(r_L, r_C, r_D, y) = L^D(r_L, r_C, y) - CUR^D(y) + D^D(r_C, r_D, y) \quad \text{預金需要関数 (A)}$$

$$D = D^D(r_L, r_C, r_D, y) \quad \text{預金の受動的供給 (B)}$$

$$CUR = CUR^D(y) \quad \text{現金の受動的供給 (C)}.$$

(B)に示されているように、ここでは、堀内氏のモデルと同様、預金供給関数は存在しない。勿論、この事実が著者等の均衡貨幣量の分析に障害をもたらすわけではない。

もう1つ注意すべきは、均衡貨幣量には、内生変数をいくつ消去するかによって、何通りもの記述法があることである。(B)式から、貸出市場の均衡条件をつかって、 $r_L$ を消去したのが、古川氏の(62)式(p. 33)に他ならない。それゆえ、(62)式には、貸出の決定に関係する外生変数が含まれていることに注意すべきである。マネー・ストック(貨幣均衡量)決定関数の推定に当たって、金利変数と外生変数を適切に加えることが、貨幣決定の供給側の考慮を意味するであろう。

古川氏は「インプリシット費用仮説は日銀貸出額が市中銀行の自由な意思によって決定されており、日本銀行がハイパワード・マネーを裁量的にコントロールするのが困難であることを意味する」と解釈している(p. 105)。しかしながら、インプリシット費用なるものが日銀の貸出抑制態度の別称に過ぎないのならば、ハイパワード・マネーのコントローラビリティは、日銀が貸出抑制態度を充分速く変更できるかどうか依存するのであって、信用割当仮説か、インプリット費用仮説かという問題設定は必ずしも適切ではないように思われる(井澤・筒井(1983)参照)。

第4章のFisherの中立性命題に関する検定には問題がある。これは、期待インフレ率のどれだけの割合が名目利子率に織り込まれるか、すなわち、名目利子率を $i_t$ 、実質利子率を $r_t$ 、期待インフレ率を $\hat{p}_t^e$ で表すと、 $i_t = r_t + \theta \hat{p}_t^e$ の $\theta$ の測定を目的としている。本書は回帰的期待形成、 $\hat{p}_t^e = \sum_i w_i \hat{p}_{t-i}$ を仮定しているので、回帰式は、 $i_t = r_t + \theta \sum_i w_i \hat{p}_{t-i}$ となる。明らかに、本書が推定しているインフレ率の分布ラグの係数の和、すなわち、 $\theta \sum_i w_i$ はインフレ期待が名目利子率に織り込まれる割合 $\theta$ とは別物である。黒田(1982)によれば、この誤りは日米の文献に共通してみられるそうである。

第5章については、貨幣あるいは信用量と所得との間の外生性のテストだけでなく、これらとハイパワード・

マネーとの外生性のチェックも重要であることを指摘したい。なぜならば、中間目標は最終目標に対して外生的であるだけではなく、政策手段あるいは操作目標によってコントロール可能であることが必要であるからである。著者が適切に述べているように(pp.169-170)、ハイパワード・マネーのコントローラビリティは1つの論争点であったし、中央銀行の反応関数が明らかになれば、それを本書第1章の一般均衡モデルに組み込むことが出来たと思われるのである。

以上、思いつくままを書き並べたが、浅学の評者が読み誤っている点が多いかもしれない。寛恕を乞う次第である。  
〔筒井義郎〕

#### 参 照 文 献

井澤裕司・筒井義郎(1983)「日銀貸出の決定メカニズム」『経済研究』第34巻。

黒田晃生(1982)『日本の金利構造』東洋経済新報社。

堀内昭義(1980)『日本の金融政策』東洋経済新報社。