

# マネー・サプライとマネー・フロー

——貨幣の需要と供給の分析——

小畑 二郎

## はじめに

本稿では貨幣をその数量的側面において取り扱う。ということは、貨幣とはそもそも何であるのかといったような問いによって導かれる、貨幣の質的側面にかんする、興味深いがややとりとめのない議論には、ここでは触れないことにする。貨幣の数量的側面へと分析を集中するにあたっては、前稿（拙稿 [1]）で概説した金融部門を含む経済連関表が大いに役に立つ。そこでは産業部門にかんする投入・産出の概念と金融部門を含むマネー・フローの概念とが総合されて示されていたからである。従来の金融論のテキストに対して筆者が不満に感じるのは、貨幣の供給要因と需要々因とが統一された論理によって説明されていないことである<sup>1)</sup>。このために、貨幣の需要々因とは独立に、貨幣が中央銀行の政策によって、任意に供給できたり、ヘリコプターから政府紙幣がばらまかれたり、という仮定に基づく議論が出てきてしまうことになったのではなかろうか。もちろん貨幣供給の決定を最終的に把握しているのは、通貨当局であることにはちがいはないが。

国民経済にとって貨幣の数量は、他の市場における財・サービスと同じように、需要側と供給側との相互作用によって決定されてくる。したがって、他の市場とまったく同じく、需要または供給の事情を共通の要因と仮定とによって説明できれば、物事は大変分かりやすくなる。ただし貨幣の場合には、困ったことに、その供給者が、現在の定義では、中央銀行（または政府）と市中銀行とに限られている。これに対して貨幣の需要については、需要者が不特定多数あり、他の財貨のような価格要因によっては必ずしも一元的に説明できない点で、貨幣市場は典型的な非対称的市場となっている。

本稿の特徴は貨幣の需要々因を分析するために、経済のマネー・フローに注目するという方法をとったことである。経済のどの部門とどの部門との間に、どの市場を媒介として、主要なマネー・フローが生じているのかを分析すること

は、少なくとも数量的側面において、どのような要因によって貨幣が必要されているのかを分析することの第1歩である、という理由からである。このような貨幣の需要々因を知ることなしに、適正なマネー・サプライをたとえコントロールできたとしても、そのような政策には何か目標が欠けていることになる。

本稿では、まず第1に「金融部門を含む経済連関表」にふたたび戻って、それによって表現される国民経済を1つの一般均衡体系としてとらえた場合に明らかとなる、さまざまな相互依存関係について説明する。これは主題にかかげた研究の出発点となる。つぎに第2に、その表の中で貨幣の供給要因について、貨幣の定義のちがいがごとくに、明らかにする。現在、一般的に経済学者が貨幣という用語によって想定している  $M_1$ 、および  $M_2$ 、さらにはベース・マネー（ハイパワード・マネー）とは何か、それらはどのような要因によって供給されるのか、ということを明らかとすることがここでの課題である。以上のことに関連させて、貨幣乗数または信用乗数の理論について概説する。さいごに資金循環（マネー・フロー）の考え方を説明し、そのようなマネー・フローの分析が同時に貨幣の需要々因を数量面から知る有力な手がかりとなることを主張する。従来から議論されてきたマネー・サプライの変動要因の分析とマネー・フローによって導かれる貨幣の需要々因の分析とが総合されるならば、金融政策をめぐるこれまでの論争に対して、新しい視座を提供できるものと考えている。

## 1. 国民経済の一般均衡体系

もう1度、前稿（拙稿 [1]）で概説した金融部門を含む経済連関表に戻って、議論を進めよう。第1表は前稿とまったく同じ表であるが、この表の11ヶのタテの列のうちで最初の2つの列をのぞいた9つの列は、各経済部門の予算制約を表わし、事後的にはすべての部門で収支が均衡する結果、その列和はすべてゼロで示された。なお最初の2つの列は、それぞれ消費財産と投資財産

第1表 金融部門を含む経済連関表

	(1) 消費財産業	(2) 投資財産業	(3) 労働者 <sup>w</sup> C	(4) 企業者 <sup>e</sup> C	(5) 企業投資 I	(6) 外国部門 X	(7) 政府 G	(8) 金融機関 r	(9) 市中銀行 b	(10) 中央銀行 c	(11) 為替基金 s
(1)消費財	$-P_1x_1$	$-P_1x_1$	$P_1C^w$	$P_1C^e$	$P_1E_1$	$P_1G_1$					
(2)投資財	$a_{21}P_2x_1$	$-(1-a_{22})P_2x_2$	$P_2C^w$	$P_2C^e$	$P_2E_2$	$P_2G_2$					
(3)資金 W	$w l_1x_1$	$w l_2x_2$	-W	$-\alpha II$	$(\alpha-1)II$	$w N^g$		$w N^r$	$w N^b$		
(4)利潤 II	$\pi C_1x_1$	$\pi C_2x_2$		-H							
(5)減価償却 H	$a_{51}P_5x_1$	$a_{52}P_5x_2$		$rP^*m^w$	$rP^*m^e$	$rP^*m^i$	$rP^*m^f$	$rP^*m^g$			
(6)輸入 M	$r a_{61}P^*x_1$	$r a_{62}P^*x_2$	$rP^*m^w$	$rP^*m^e$	$rP^*m^i$	$rP^*m^f$	$rP^*m^g$				
(7)税金 T	$t_0(1+\pi)C_1x_1$	$t_0(1+\pi)C_2x_2$	$t_w(W+A^w)$	$t_e(aII+A^e)$	$t_i(III+A^i)$	-T		$t_iA^r$	$t_iA^b$		
(8)利子・配当 i			$-A^w$	$-A^e$	$-A^i$	$-A^f$	$-A^g$	$-A^r$	$-A^b$	$-A^c$	
(9)株式 S			$\Delta S^e$	$\Delta S^i$	$\Delta S^f$	$\Delta S^g$		$\Delta S^r$	$\Delta S^b$		
(10)公社債 B			$\Delta B^w$	$\Delta B^e$	$\Delta B^f$	$\Delta B^g$		$\Delta B^r$	$\Delta B^b$	$\Delta B^c$	
(11)定期預金 D			$\Delta D^w$	$\Delta D^e$	$\Delta D^f$	$\Delta D^g$		$\Delta D^r$	$\Delta D^b$	$\Delta D^c$	
(12)その他金融資産			$\Delta F^w$	$\Delta F^e$	$\Delta F^f$	$\Delta F^g$		$\Delta F^r$	$\Delta F^b$		
(13)外国為替			$L^w-M^w$	$L^e-M^e$	$L^i-M^i$	$r(D_f-S_f)$		$r(\Delta R^r-A^r)$	$rD_f^b$	$rD_f^c$	$rD_f^s$
(14)貨幣								$L^r-M^r$	$L^b-M^b$	$-\Delta M^c$	$-\Delta M^s$

$x_1, x_2$ : 消費財, 投資財産出量  
 $P_1, P_2$ : 消費財, 投資財の価格  
 $a_{ij}$ : j 産業への i 財(用役)の投入係数  
 $l_1, l_2$ : 労働投入係数  
 $w$ : 賃金率  $\pi$ : 利潤率  
 $C_1, C_2$ : 単当たり総費用(税抜)  
 $r$ : 円(ドル)換算率  
 $t_j$ : j 部門の税率  
 $C_j$ : j 部門の消費財需要  
 $I, E_e, G_2$ : 投資財需要  
 $\alpha$ : 企業者への利潤分配率  
 $A^i$ : i 部分の利子収入  
 $\Delta F^i$ : その他金融資産保有額の増分  
 $\Delta B^i$ : 債券保有額の増分  
 $\Delta S^i$ : 株式保有額の増分  
 $P^*$ : 輸入財価格(ドル)  
 $m^i$ : 輸入財数量  
 $P_e$ : 資本用設備価格  
 $A_e$ : 外国証券よりの利子・配当収入  
 $D_f^s$ : 為替基金のドル需要  
 $\Delta D^r$ : 定期預金保有額の増分  
 $\Delta B^c$ : 外国証券保有額の増分(ドル)  
 $D_f^r, D_f^b$ : ドル需要, 供給

業の価格と総費用とのバランスを表わし、均衡生産価格が成立するならば、この2つの列和もまたゼロで示された。要するに、経済の各部門は、どのような活動をするにせよ、貨幣保有の増減を含めた収入と支出とを事後的にはつねにバランスさせざるをえず、そのことが形式的には、第1表のすべての列和がゼロであることによって表現されたのであった。

これに対して、第1表をヨコによんでいった14ケの行については、最初の2つの行が消費財と投資財の需給の均衡条件を示し、つぎの6つの行が収入とその源泉とを示し、さいごの6つの行が各金融資産市場の均衡条件を、それぞれ示していた。このうちで、収入とその源泉との恒等的な均衡を示す第3行から第8行までについては、その行和がつねにゼロであることは自明であるが、それ以外の合計8つの行和については、それぞれの市場における需要と供給とが均衡することを条件として、ゼロとなる。すべての市場のこのような一般的な均衡条件については、ワルラスを初めとして、多くの有力な一般均衡論者が明らかとしてきたところであるので、ここでは改めて問題としないこととしよう。

ここでは次のことだけを明らかとしておけば十分である。それは、たとえすべての市場の均衡条件が満たされていなかったとしても、第1表の記号で示されたすべての市場の需要額と供給額とをすべて足し合わせた結果はつねにゼロとなる、ということである。すなわち、つぎの(1)式のような関係が成り立つのである。

$$\begin{aligned}
 & P_1(C^w + C^e + E_1 + G_1 - X_1) \\
 & + P_2(a_{21}X_1 + a_{22}X_2 + I + E_2 + G_2 - X_2) \\
 & + (\Delta S^e + \Delta S^i + \Delta S^f + \Delta S^r + \Delta S^b) \\
 & + (\Delta B^w + \Delta B^e + \Delta B^i + \Delta B^f + \Delta B^g + \Delta B^r + \Delta B^s + \Delta B^c) \\
 & + (\Delta D^w + \Delta D^e + \Delta D^i + \Delta D^r + \Delta D^b + \Delta D^c) \\
 & + (\Delta F^w + \Delta F^e + \Delta F^i + \Delta F^f + \Delta F^r + \Delta F^b)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
& +r(D_s^f - S_s^f + \Delta B_*^r - A_*^r + D_s^b + D_s^s) \\
& + (L_1 - M_1 + L^b - M^b - \Delta M^c - \Delta M^s) \\
& = 0 \qquad (1)
\end{aligned}$$

ただし、ここで、 $L_1 = L^w + L^e + L^i + L^r$ 、 $M_1 = M^w + M^e + M^i + M^r$ とする。要するに、たとえ各々の市場がすべて不均衡な状態（上の8つ行和がすべてプラスまたはマイナスの値をとる状態）にあったとしても、消費財、投資財、株式、公社債、定期預金、その他金融資産、外国為替、貨幣のすべての需要総額と供給総額とは、つねに必ず均衡するのである。なぜならば、第1表の11ヶの列和の合計はつねにゼロであったから、その各項を、第3行目から第8行目までの各項をのぞいて、たんに足し合わせたにすぎない(1)式の左辺は、つねにゼロでしかありえないからである。これはワルラスの法則から導かれる関係であり、こんご我々がくり返し頼りにする関係である。

こんご国民経済の一般均衡を前提として議論する場合と、必ずしも一般均衡状態にないことを前提として議論する場合とがあるが、いずれの場合にも、ワルラスの法則から導き出されるいくつかの系論にもとづいて議論を進めるつもりである。そのうちのいくつかの系論とその応用例については、以下であらかじめ述べておきたい。

**財市場と金融市場との相互依存関係** ワルラスの法則から導き出される1つの重要な系論は、財市場（実物資産市場）と金融（資産）市場との相互依存関係にかんする情報である。もし消費財および投資財の市場が均衡状態にあるならば、株式市場から貨幣市場までを含めた広義の金融市場における需要総額と供給総額とは必ず一致しなければならない。このことは(1)式から一目瞭然のことである。

このような依存関係は不均衡状態についても敷衍することができる。いま消費財か投資財かのいずれかの市場、あるいはこれら2つの市場が同時に不均衡

にあったとしよう。そうすると、ちょうど同じ金額によって表示される反対の不均衡が広義の金融市場において発生していなければならない。なぜならば(1)式において財市場および金融市場の需要総額と供給総額とは、集計すれば、つねにひとしくならなければいけないからである。

より具体的な事例に即して述べれば、財市場において滞貨が発生し、供給額が需要額を超過した場合、ちょうど同じ金額の超過需要が金融市場で発生していることになる。つまり財市場で売れ行きが不振の時には、金融市場では、逼迫状態が現われているのである。このような不均衡は、もし金融市場で追加的供給があるならば（金融が緩和されるならば）、是正されるかもしれない。これとは反対に、財市場に潜在的な超過需要が存在する場合には、同時に、金融市場においては超過供給が発生していることになる。つまり財市場が活況を呈するときには、金融市場は緩漫に経過するのである。この場合には、先ほどとは反対に、金融を引き締めるならば、財市場の超過需要は緩和されるかもしれない。

ただし、ここで注意すべきことは、このような相互関係は、時系列的な因果関係を説明するものではなく、2つの現象の同時発生を示唆するにすぎないということである。しかしながら、金融市場と実物市場との相互関係を利用して、国民経済全体に影響を与えようとする金融政策を検討する場合には、このような2つの市場の相互関係にかんする知識は、大いに役に立つはずである。

**貨幣市場の自動的均衡：貨幣と実物との二分法の根拠** つぎに、ワルラスの法則は経済学においてもっと古くからある、1つの伝統的な考え方に対して、その理論的根拠を与えてくれる。それは貨幣的経済分析と実物的経済分析との二分法とよばれる古典的な考え方である。

いまさいごの14行目の貨幣市場をのぞく7つの市場がすべて均衡状態にあったとしよう。このような場合には、条件のいかんにかかわらず、貨幣市場もまた必ず均衡しているということがいえる。なぜならば、(1)式において、貨幣

市場をのぞく他の7つの行和がすべてゼロであり、(1)式の左辺全体がゼロであるから、第14行の和も必ずゼロであり、貨幣市場もまた均衡しているということがいえるからである。

さらに話をもっと簡単にするために、この国の経済は消費財および投資財という実物市場と、貨幣市場とだけから構成されるとしよう。もし消費財および投資財市場が均衡するならば、貨幣市場もまた自動的に均衡することは、先ほどと同じ理由から明らかであろう。したがって経済全体の均衡条件を明らかとするためには、貨幣市場について検討しなくとも、実物市場について検討するだけで十分であるということになる。経済現象を実物と貨幣との2つの領域に分けて、実物的現象だけをまず検討し、しかるのちに貨幣的現象について検討するという、伝統的な二分法の考え方は、ワルラス法則にその有力な根拠をもっていたのである。そして、このことから分かるもう1つのことは、貨幣と実物との二分法は、一般均衡のもとで初めて十全に妥当するということである。これに反して、経済が一般均衡のもとにないならば、貨幣市場の不均衡は必ず他の市場の不均衡へと影響を及ぼさせるをえず、貨幣の分析は実物的分析にとって不可欠のものとなり、二分法は妥当しなくなるからである。

**貨幣数量説の1つの解釈** ワルラスの法則を応用することによって分かってくることは、たんにそればかりではない。貨幣の中立性の主張と一体となって主張された古典的な貨幣数量説の命題は、以上と同様の文脈の中で、解釈されてくる。いま、前と同じく、消費財と投資財市場とが均衡し、したがって貨幣市場もまた自動的に均衡していたとしよう。このような中で貨幣の供給量が、中央銀行の裁量的な政策か、または、たとえば金生産高の突然の増加という古典的な事例かのいずれかによって、たまたま増大したとする。これによって当然、貨幣市場では貨幣の超過供給が発生する。この不均衡は、消費財・投資財市場の超過需要によって相殺されざるをえない。

だが、財の供給量はこれに対応して即座にふえないものとするならば、この



ような財に対する超過需要はすべて財の価格の値上りに反映されてしまうことになる。その結果、値上りした財をこれまでどおり購入するためにはより多くの貨幣が必要され、そのようにしてふえた貨幣需要額は最初に増大した供給額にちょうどひとしくなるのである。つまり、最初にふえた貨幣供給は、他の経済変数をまったく変えることなく、もっぱら財の価格（物価）のみを変えてしまうことになる。これが貨幣の中立性と一体となって主張される貨幣数量説の命題であるが、このような命題は、財市場と貨幣市場との均衡状態から出発して、いずれか一方の市場にもちこまれた不均衡が均衡化される1つの特殊な方式として、理解されてくるのである。

一部の市場を消去した一般均衡分析　ワルラスの法則は、さらに以上にとどまらず、より実際的な国民経済の一般均衡分析に応用される。無数にある財・サービスの市場の一般均衡条件をたとえ研究することができたとしても、そこからは、すべての市場が他のすべての市場に依存するという一般的結論が出てくるだけで、経済の実際の分析にはほとんど役に立たない。そこで経済を少数の市場へと概念的に集約し、そのような少数の市場の均衡条件を研究することがもしできたとしたならば、その結果は、経済分析や経済政策の実施に対して、大いに参考になるはずである。しかも、このようにして集約された少数の市場のうち、1つの市場については、ワルラスの法則によれば、消去して研究してもその結果はかわらないのである。その結果、研究すべき市場の数はさらに限られてくる。新古典派経済学は伝統的には貨幣市場をまず消去して研究を進めてきたが、J. R. ヒックスは、ケインズ『一般理論』を解釈するにあたって、経済をまず財市場と公社債市場と貨幣市場とに集約し、その上で公社債市場を消去して、かの有名なIS—LM分析の基礎をつくった（Hicks〔4〕〔5〕）のである。

## 2. マネー・サプライ：貨幣の供給要因

さて以上のことを前提として、つぎに第1表の第14行の貨幣市場に注意を集中しよう。経済学は、伝統的には貨幣市場を消去して、その他の市場の均衡条件を検討してきた。だが一度は消去した貨幣の問題を改めて付け加えて考えてみる段となって、多くの経済学者は、この問題が意外と手ごわいことを知るのである。貨幣とは人間社会にとって一体何なのか？ 改めて貨幣を導入して考えると、国民経済はどのようにちがって見えてくるのか？ 本質的には何らのちがいもない、というのが伝統的な経済学の答えであったのだが、現在では、このように答える経済学者はほとんどいなくなっている。少くとも短期的には、貨幣は国民経済に重大な反作用を及ぼす、というのが現段階での大方の経済学者の共通見解である。

ところで、日頃我々が「貨幣」とか、「お金」とかと呼んでいるものの範囲を、よく調べてみると、必ずしも自明ではないことが分かってくる。貨幣を交換の手段と定義するにしても、また貯蓄の手段と定義するにしても、そのような手段は、我々が財布にしまっている「現金」だけではないことは、誰でも気をつくところであろう。我々が銀行に預けている預金にもそのような機能があるはずである。

そこで貨幣の範囲を確認することがまず必要となるが、じつはそのような範囲は同時代の人々の約束事として決まってくるのであって、何時いかなる時代にも共通する同一不変の基準は、残念ながらないのである。

歴史的に遡ってみれば、まず古典派経済学の時代には、貴金属貨幣（金貨、銀貨）が本来の貨幣であり、銀行券や国家紙幣、手形などの紙券は本来の貨幣の役割の一時的な代わりをする代理貨幣（準通貨）にすぎない、という共通認識が支配していた。この点ではスミス、リカード、J. S. ミル、マルクスでさえ、円じような感覚をもっており、銀行預金が貨幣の代わりをするというよう

なことは明確には意識されていなかったといつてよい。そして貨幣の機能のうちでもっとも重視されていたのは、交換の手段（流通手段）としての役割であり、その前提としての価値尺度機能であった。

経済学における限界革命を経て、新古典派経済学の時代になると、さすがに貴金属貨幣だけが本来の貨幣であるという考え方は後退し、銀行預金も貨幣の仲間入りを許されるようになる。しかし、J. R. ヒックス（Hicks [6]）にしたがえば、彼自身の若い頃も含めて、ケインズが本格的に古典派経済学を批判するまでは、利子を伴わない貨幣を、利子を生む資産から明確に区別するという伝統的な考え方から、多くの経済学者は自由ではなかった。貨幣の範囲はかなり柔軟に広げられてきたが、依然として、貨幣とそれ以外の資産との間には、容易に越えることのできない垣根が意識的に築かれていたのであった。

貨幣論におけるケインズ革命の核心は、J. R. ヒックスによれば、貨幣とそれ以外の資産との間にあった垣根を取りはらったことにあった。これによって、いかなる資産もその流動性のいかんによって多かれ少なかれ貨幣としての機能を果たせることになった。それまでの貨幣に与えられていた特権的機能は、すべて、程度の問題として、貨幣に特別のものではなくなった。他方で貨幣以外の金融資産は、たしかに利子を生み、収益資産としては優れているが、流動性という観点からはむしろ劣った資産となった。人々は流動性と収益性とのトレード・オフという観点からさまざまな資産を貨幣として、またはその他の金融資産として、同一のレベルで選択できるように理論的に想定されるに至ったのである。

このような歴史的な文脈に立つと、 $M_1$  から  $M_2$  へ、さらに  $M_2 + CD$  へという日本銀行の貨幣の定義の拡張は、新古典派的な貨幣概念から解放されて、日本銀行がようやくケインズ革命を追認した結果であると評価されなくはない。現金に加えて、もともとは無利子の要求払預金へと貨幣の定義を限定する  $M_1$  の概念は、利子生み資産と貨幣とを区別する古典的な考え方より近いからで

ある。

$M_1$ ：現金通貨＋要求払預金 まず交換手段としての貨幣の機能を重視すれば、もっとも基礎的な貨幣の定義は、現金通貨と要求払預金とからなる  $M_1$  となるであろう。現金通貨は、現在の日本では、非銀行部門の保有する日本銀行券と大蔵省の発行する補助通貨とから構成され、要求払預金は日銀統計では預金通貨という項目に分類されている。もともと要求払預金とは、文字どおり、預金保有者が支払・決済の便宜のために要求しだい引き出せるように工夫された無利子の（もしくは預金者が使用料を支払う）預金を意味し、当座預金のことを指していたが、現在では普通預金などへとその範囲が広がられている。日銀統計では、この中には、全国銀行銀行勘定、信用金庫、農林中金、商工中金等が債務として発行する当座・普通・別段・納税準備の各預金が含まれている。これらはすべて日常的な支払や決済のために即座に使用され、貯蓄手段としての要素には乏しいが、交換の便宜としてはもっとも利便性が高く、現金と同じく「貨幣」( $M_1$ ) という概念を構成するものとみなされている。

第1表の中では、この  $M_1$  はまさに「貨幣」という項目に当たり、今期に非銀行部門が増加させた  $M_1$  の保有額  $\Delta M_1$  は、これらの経済部門が期末に保有した貨幣  $L_1$  と、期初に保有した貨幣  $M_1$  との差額 ( $L_1 - M_1$ ) によって示されている。なおここで、 $L_1 = L^w + L^e + L^i + L^r$ 、 $M_1 = M^w + M^e + M^i + M^r$  である。

非銀行部門がこのような保有を増加させた貨幣  $\Delta M_1$  は、市中銀行と中央銀行とからなる銀行部門によって供給される。つまり第1表の第14行を単純に集計して整理したつぎの(2)式は、非銀行部門が今期にその保有を増加させた  $M_1$  の総額と、銀行部門が今期に供給した  $M_1$  の総額とがひとしいことを表わし、 $\Delta M_1$  によって定義された今期のマネー・サプライを表わしているのである。

$$\Delta M_1 = (L_1 - M_1) = (M^b - L^b) + \Delta M^c + \Delta M^s \quad (2)$$

ここで  $\Delta M^c$  と  $\Delta M^s$  とは、日本銀行がその営業局と外国為替局のオペレーションをつうじて発行した日銀券の金額を示し、日本銀行によるマネー・サプライを表わすが、市中銀行によるマネー・サプライを示す ( $M^b - L^b$ ) については、ここで、なお若干の説明を要する。市中銀行はその金庫にいくらかの現金を保有するだけでなく、中央銀行に預金（日銀預ケ金）をもつ。これらは市中銀行が預金者の突然の引き出しに備えて保有する準備金としての役割を果たす。銀行はこのほかに、いうまでもなく預金者から預かった預金を保有するが、この預金はあくまで預金者の貨幣であるために、銀行の保有する貨幣からは差し引かれなければならない。したがって、市中銀行が今期にその保有を増加させた貨幣  $M_1$  の総額はつぎのようになる。

銀行の金庫に保有する現金の増分 + 日銀預ケ金の増分 - 預金の増分

ここで前の2つの項は、銀行の準備金を構成する。ところで、日本銀行によって発行された日銀券は、非銀行部門の保有する現金となるか、市中銀行の保有する現金となるか、あるいは日銀預ケ金として日本銀行に還流するかのいずれかである。したがって、日銀券発行高を所与のものとすれば、市中銀行の保有する現金および日銀預ケ金が少なければ少ないほど、非銀行部門の保有する現金は多いことになる。他方で非銀行部門の保有する  $M_1$  の一部を構成する要求払預金は、市中銀行の貨幣保有高においてはマイナスの符号をつけて表示される。したがって、市中銀行による今期の貨幣保有の増加額にマイナスの符号をつけた ( $M^b - L^b$ ) が、市中銀行による非銀行部門に対する  $M_1$  の供給額、すなわちマネー・サプライとなるのである。要するに市中銀行は公衆からの預金を受け入れることによって預金通貨を発行し、その金額から準備金を差し引いた金額だけのマネー・サプライに寄与するということになる。

$M_2 + CD$ : 現金通貨 + 預金通貨 + 準通貨 + CD 通貨量  $M_1$  に準通貨と CD

を加えたものが、 $M_2+CD$ として、現在の日本の金融政策においてもっとも重視されるマネー・サプライの指標を構成する。準通貨とは、日銀統計においては、先に述べた金融機関の発行するすべての預金から要求払預金（預金通貨）を差引いたものであり、内容的には要求払預金以外のさまざまな種類の定期預金のことである。定期預金の満期は、3ヶ月、6ヶ月、1年、2年などさまざまであるが、満期前の解約に対しては、相応の利息を失うというペナルティーが科せられる。このため定期預金は、これまでは、支払または決済の手段としては、十全のものとはみなされてこなかった。しかし1980年代の金融の自由化もしくは金融革新に伴って、市場全利連動型預金（MMC）が導入されたり、総合預金口座が設けられたりして、支払・決済のための用途がいちぢるしく広がってきた。

また譲渡性定期預金（CD）は、満期前に第3者に譲渡・売却することによって現金に換えることができるので、流動性のいちぢるしく高い金融手段となった。このような結果、これらの定期預金およびCDは、貯蓄手段としての機能と支払・決済手段としての機能とを兼ねそなえたものとして、マネー・サプライの定義に含まれるようになったのである。

このように、いろいろな金融資産の流動性が高まり、それまでは貨幣とみなされなかったさまざまな資産が貨幣とみなされるようになってきたのが、近年、とりわけ1980年代以降の特徴であった。この傾向は現在もさらに続行し、郵便貯金や農業協同組合、信用組合、労働金庫などの預貯金、金銭信託・貸付信託の元本なども決済性をもち始めており、これらを含めて、 $M_3$ と称して、貨幣の定義に代えようとする動きもある。しかし、 $M_3$ は現在までのところ、貨幣の定義としてはまだあまり広く受け入れられてはいないようである。

さて  $M_2$  を第1表の中で表現しようとする、すこし無理が伴う。第1表の「貨幣」は  $M_1$  を表わし、 $M_2$  をこれによって表わそうとすると、定期預金  $D^r$  を含めなければならないのだが、これは同時に貸出金額をも表わしており、純

第2表 マナー・サプライとマナー・フロー

	(1) 家計	(2) 企業	(3) 外国	(4) 政府	(5) 銀行	(6) 日銀	
(1)財・サービス	$(I^h - S^h)$	$(I^i - S^i)$	$(X - M)$	$(G - T)$			0
(2)株式	$\Delta A^h$	$-\Delta A^i$	$-\Delta A^f$		$\Delta A^b$		0
(3)公社債	$\Delta B^h$	$-\Delta B^i$	$-\Delta B^f$	$-\Delta B^g$	$\Delta B^b$	$\Delta B^c$	0
(4)不動産	$\Delta E^h$	$-\Delta E^i$			$\Delta E^b$		0
(5)預金	$\Delta D^h$	$\Delta D^i$			$-\Delta D^b$		0
(6)銀行貸出	$-\Delta L^h$	$-\Delta L^i$	$-\Delta L^f$		$\Delta L^b$		0
(7)日銀信用					$-\Delta N^b$	$\Delta N^c$	0
(8)外貨			$-\Delta F^f$			$\Delta F^c$	0
(9)ベース・マナー	$\Delta C^h$	$\Delta C^i$			$\Delta R$	$-\Delta \bar{M}$	0
	0	0	0	0	0	0	

I：投資額（または支出額）

A：株式投資額

F：外貨購入額

S：貯蓄額（または収入額）

B：公社債投資額

C：現金保有額

X：輸出額

E：不動産投資額

R：日銀預け金

M：輸入額

D：預金額

 $\bar{M}$ ：日銀券発行額

G：政府支出額

L：銀行貸出額

T：税収額

N：日銀信用額

添字は各資産の保有部門を表わす。

 $h$ ：家計 $i$ ：企業 $f$ ：外国 $g$ ：政府 $b$ ：銀行 $c$ ：日銀

料に  $M_2$  だけをこれによって示すことができなくなってしまうからである。そこで、これとは別に第2表を用意し、以降の議論に役立てようと思う。この第2表は、第1表を簡略化するとともに、金融市場については、さらに詳しく細分化されている。

第2表の組み立ては、基本的には第1表と同じである。6つのタテの列は、それぞれの部門の予算と支出との事後的な均衡を表わす。また9つのヨコの行は、各市場の均衡を表わし、需給の均衡という条件つきで、それらの行和はすべてゼロとなる。ただし第1行目の財・サービスの各市場は、つねに均衡するとは限らないが、その他の資産市場の需要額と供給額とが全体として均衡するならば、それらの行和はゼロとなる。

さてこの表で第5行と第9行とを集計して、整理したつぎの(3)式は、 $M_2 + CD$  で表わされた貨幣の需要と供給の均衡式となる。

$$\Delta C^h + \Delta C^i + \Delta D^h + \Delta D^i = \Delta D^b - \Delta R + \Delta \bar{M} \quad (3)$$

ここでは左辺は、非銀行部門が今期に増加させようとする預金通貨と CD を含むすべての預金との合計、すなわち  $M_2 + CD$  の需要額を示し、右辺は、銀行部門による  $M_2 + CD$  の供給額を示している。さらに右辺のうち  $\Delta \bar{M}$  は日銀券発行額を示すことはいうまでもないが、 $\Delta D^b - \Delta R$  は、市中銀行によるマネー・サプライ、すなわち預金通貨の発行額から準備金を差引いた金額を示している。

ベース・マネー（ハイパワード・マネー） さてこの表で第9行目に「ベース・マネー」という項目が独立させられていることに注目していただきたい。これは、またの名を「ハイパワード・マネー」とよばれるもので、最近の金融論の教科書でとりわけ重視されている「貨幣」の定義である。ただし、このような「貨幣」の定義は、じつは歴史的にかなり古い考え方起源をもつものであることに注意しよう。ハイパワード・マネーとは、民間部門（市中銀行を含む）が保有する日銀券および補助貨幣と、市中銀行が保有する日銀預け金との合計のことであるが、第2表の第9行目を見ればすぐ分かるように、それらはちょうど日銀券発行高（および補助貨幣発行高）にひとしい。中央銀行および大蔵省の発行した法定貨幣は、民間部門が保有するか、または銀行がその金庫に保有するか、もしくは銀行が支払準備のために中央銀行に預金するかのいずれかである。すなわち中央銀行の発行した銀行券（または現金）は、経済の各部門をかけめぐって、民間のいずれかの部門によって保有されるか、さもなければ銀行へと還流し、さらに日銀預け金として中央銀行にふたたびもどることになる。ベース・マネーを独立させた第2表の第9行目は、たんにこのことを



示すにすぎない。

ベース・マネーを「貨幣」の中で特別扱いすることは、政府の発行する補助通貨と中央銀行の発行する銀行券だけが法律で定めた強制通用力をもつ法定貨幣 legal tender であって、それ以外の交換手段は代理貨幣であるとみなす、古典的な考え方にきわめて近い。ただし古典派経済学においては、貴金属貨幣（金・銀貨）が本来の貨幣であって、あとの紙券は、銀行券も含めて、代理貨幣とみなされていた。さきにも述べたように、すべての資産に貨幣となる資格を与えたのが、貨幣理論における近代の革命であった。このような革命を承認するかしないかはともかくとして、日銀の統計表では、ハイパワード・マネーを特別には扱ってはいない。それにもかかわらず、最近の金融論の教科書で、ベース・マネーが重視されるのは、信用乗数理論（または貨幣乗数理論）において、この概念がとりわけ特別の役割をもたされているからにほかならない。

信用（貨幣）乗数理論 まず貨幣乗数の理論の要点は、ベース・マネー（ハイパワード・マネー）の供給は、銀行制度をつうじて、その乗数倍の貨幣供給（マネー・サプライ）をもたらすということにある。そこで、これをもっとも単純な想定とやや複雑な想定とに分けて、第2表をつかって説明してみよう。

まず単純な想定から始めよう。この国では銀行制度が津々浦々にまで発達し、人々は手にした現金を即座に銀行に預金し、企業間の取引から消費者との日常的な売買に至るまでのすべての取引を銀行預金をつうじて決済するという習慣が身についているとしよう。そのような想定のもとで、いまもし中央銀行が何らかのオペレーションをつうじて  $\Delta \bar{M}$  だけの銀行券を市中に放出したとすると、貨幣市場ではつぎのような結果がえられる。

$$\Delta D = \Delta D^b - \Delta R + \Delta \bar{M} \quad (4)$$

なおここで、 $\Delta D$  は預金総額の増分 ( $\Delta D = \Delta D^h + \Delta D^i$ ) を示し、その金額は

いうまでもなく銀行預金の増分  $\Delta D^b$  とひとしい ( $\Delta D = \Delta D^b$ )。銀行は受け入れた預金に対して、一定比率（法定準備率）の準備金  $\Delta R$  を中央銀行に預け入れなければならない。いまその準備率を  $\beta$  とすると、 $\Delta R = \beta \Delta D$  となる。この関係を(4)式に代入して整理すると、つぎのような結果をえる。

$$\Delta D = \frac{1}{\beta} \Delta \bar{M} \quad (5)$$

これが貨幣乗数の理論の要点である。つまり中央銀行による  $\Delta \bar{M}$  だけの銀行券の発行，すなわちハイパワード・マネーの供給は、 $\frac{1}{\beta}$  倍だけの銀行預金の増大をもたらしたのである。この銀行預金は仮定により貨幣  $M_2$  の増大のすべてであり、また(4)式から  $\Delta \bar{M} = \Delta R$  であるから、中央銀行は何らかのオペレーションをつうじて銀行の準備金を  $\Delta R$  だけふやすならば、その  $\frac{1}{\beta}$  倍の  $M_2$ ，つまりマネー・サプライをふやすことができることになる。銀行の準備金の預金に対する比率（準備率）は、ゼロよりも大きく、1よりも小さい ( $0 < \beta < 1$ ) から、 $\frac{1}{\beta}$  は1よりも大きくなる。したがって、中央銀行によるハイパワード・マネーの供給は、その乗数倍のマネー・サプライの増加をもたらすのである。なおここで  $\frac{1}{\beta}$  は貨幣乗数とよばれる。あたかも中央銀行はオールマイティなマジシャンであるかのように見えるが、このマジックのたね明かしは、後ほどのおたのしみに、とっておこう。

つぎにこれよりはやや複雑な想定をしてみよう。この国の銀行制度と人々の慣習とは、前よりもいく分か遅れていて、人々は貨幣の一定比率を現金で、残りを預金で保有する慣習があるとしよう。貨幣のうち人々が預金として保有する比率は  $\varepsilon$  で、一定しているとして、中央銀行が前と同じように  $\Delta \bar{M}$  だけの

銀行券を発行したとすると、その結果はつぎのようになる。

$$\Delta M_2 = \frac{1}{(1 - \varepsilon + \varepsilon\beta)} \Delta \bar{M} \quad (6)$$

ここで、 $\Delta M_2$  は現金と預金との合計であり、準備率  $\beta$  は前と同じである。この式から、人々の預金選好  $\varepsilon$  が大きく、準備率  $\beta$  が小さいほど貨幣乗数は大きく、中央銀行によるハイパワード・マネーの供給がマネー・サプライをより大きく増加させることが分かるであろう。

さいごにある金融論のテキスト（岩田・堀内 [2]）で信用乗数理論を説明するときに使われたのと同じ想定を採用してみよう<sup>2)</sup>。非銀行部門は現金と預金とを  $\alpha$  という比率で保有し（ $\frac{\Delta C}{\Delta D} = \alpha$ ）、準備率はいままでどおり  $\beta$  とし、この下で中央銀行がベース・マネーを  $\Delta \bar{M}$  だけ増加させたとする。この場合にも、第2表の第5行と第9行とをたんに集計しただけの貨幣市場の均衡式に、 $\Delta C = \alpha \Delta D$  および  $\Delta D = \frac{1}{\alpha} \Delta C$  という関係を代入して、求めた結果を整理すれば、つぎのような関係がえられる。

$$\Delta M_2 = \Delta C + \Delta D = \left( \frac{\alpha + 1}{\alpha + \beta} \right) \Delta \bar{M} \quad (7)$$

なおここで、 $\Delta C = \Delta C^h + \Delta C^i$ 、 $\Delta D = \Delta D^h + \Delta D^i$  である。見られるとおり、貨幣乗数の形がやや複雑となっている点以外は、これまでと基本的に変わりはない。ここでも中央銀行によるベース・マネーの供給  $\Delta \bar{M}$  はその乗数倍の  $M_2$  の増大につながったのである。

だがこのようなことは、一体どのようにして可能となったのであろうか？ くだんの金融論の教科書は、その理由を中央銀行が銀行券の発行を対市中銀行

貸付をつうじて実現し、その貸付が信用創造をつうじて、乗数倍の銀行貸付の増加をもたらしたことに求めている。つまり上と同じ想定のもとで、日銀が  $\overline{\Delta M}$  だけの銀行券を  $\Delta N^c$  だけの日銀貸出をつうじて発行したとしよう。いま市中銀行が法定準備率どおりの預金準備金をみたしているとするならば、日銀借入によってえた資金をすべて  $\Delta L^b$  だけの民間貸出に利用することができるであろう。その結果、日銀券発行高は日銀信用額および銀行貸出額にひとしくなる、つまり  $\overline{\Delta M} = \Delta N^c = \Delta L^b$  となる。

銀行からの借入によってえた資金は、民間部門においてその一部が現金  $\Delta C$  で保有され、他の部分が預金  $\Delta D$  で保有される。現金/預金比率を前と同じく  $\alpha$  とすると、貸出金の  $\frac{1}{\alpha+1}$  倍だけの預金がふたたび銀行制度に還流してくる。銀行制度はこの預金に準備率  $\beta$  をかけた部分を準備金とするように義務づけられているが、残りの  $(1-\beta)$  をふたたび民間への貸出に運用することができる。このようなことを無限にくり返すことによって増大する銀行貸出  $\Delta L$  は、つぎのような無限等比級数の和によって求められる。

$$\begin{aligned} \Delta L &= \Delta L^b + \left(\frac{1-\beta}{\alpha+1}\right) \Delta L^b + \left(\frac{1-\beta}{\alpha+1}\right)^2 \Delta L^b + \dots + \left(\frac{1-\beta}{\alpha+1}\right)^n \Delta L^b \\ &= \left(\frac{\alpha+1}{\alpha+\beta}\right) \Delta L^b \end{aligned} \quad (8)$$

(ただし、 $0 < \alpha < 1$  かつ  $0 < \beta < 1$ ,  $n \rightarrow \infty$ )

ここで最初の銀行貸出  $\Delta L^b$  は、日銀券発行高  $\overline{\Delta M}$  とひとしく、また最終的な銀行貸出  $\Delta L$  は民間部門において現金  $\Delta C$  または預金  $\Delta D$  となって、 $M_2$  を構成するから、(8)式の結果は(7)式とまったく同じことになる。なお、 $\left(\frac{\alpha+1}{\alpha+\beta}\right)$  は、ここでは信用乗数とよばれ、貨幣乗数と一致するのである。

このように、中央銀行がハイパワード・マネーを供給することによって、その乗数倍のマネー・サプライを増加させることができたマジックのたねを明かせば、そのたねは銀行制度のもつ独自の信用創造機能にあった。くだんの金融論の筆者の1人は、このような信用乗数理論にもとづいて、日本銀行はベース・マネーの供給をつうじて民間へのマネー・サプライを積極的にコントロールすることを提唱したのであった（岩田 [7]）。

ところが日本銀行のエコノミストたちは、このような日銀によるマネー・サプライのコントロールを要求する意見を批判する（翁 [8]，外山 [9] などを見よ）。彼らによれば、日銀は民間の資金需要に対応するだけで、信用秩序を維持する責任を果たそうとするならば、民間の資金需要とは無関係にハイパワード・マネーを供給することなど、本来できないというのである。はたして、どちらが真実を述べているのであろうか？

私はどちらも極端な議論であると思う。2つの極端な主張がもっともよく妥当するのは、2つの極端な想定の下においてにすぎないことをつぎに示そう。単純化のために民間部門は借入れた資金をすべて預金するという最初の想定にもどろう。第1の主張がもっともよく妥当するのは、銀行が必要準備金を法定準備率にちょうどひとしく保有し、準備金の不足もないかわりに余分の準備金ももたないというローン・アップの状態から出発するときである。このときの銀行の予算式はつぎのような均衡状態にある。

$$A^b + B^b + E^b - D^b + L^b - N^b + R = 0$$

この状態から出発し、いま日銀が市中銀行に対して  $\Delta N^c$  だけの貸出をするものとする。この貸出によって  $\Delta \bar{M}$  だけの日銀券が発行される ( $\Delta \bar{M} = \Delta N^c$ )。そして市中銀行はその資金の金額を  $\Delta L^0$  として民間部門に貸出し、民間部門はそれをすべていずれかの銀行に預金し、銀行は準備金をのぞいた残りのすべ

てをふたたび貸出に投ずるとしよう。このようなことをくり返すとき、この国の銀行制度は全体として、つぎの  $\Delta L$  だけの貸出をふやすことができる。

$$\begin{aligned}\Delta L &= \Delta \bar{M} + (1-\beta)\Delta \bar{M} + (1-\beta)^2\Delta \bar{M} + \cdots + (1-\beta)^n\Delta \bar{M} \\ &= \frac{1}{\beta}\Delta \bar{M}\end{aligned}\quad (9)$$

そしてこの貸出金  $\Delta L$  は、仮定により、最終的にはすべて銀行の預金となるとするならば、日銀は最初の日銀券発行の乗数倍  $\left(\frac{1}{\beta}\right)$  の  $M_2$  をふやすことができたことになる。この結果は、最初のもっとも単純な想定による結果である(5)式と合致する。なお最終的には、準備金の増加額  $\Delta R$  は日銀券発行高  $\Delta \bar{M}$  と一致することはいうまでもない

以上が第1の議論がもっともよく妥当する想定である。なるほど日銀はオールマイティーな力を発揮したが、それは市中銀行がローン・アップの状態から出発するという極端な想定の下においてであった。だがそもそも市中銀行は、このような状態で、日銀借入をすることが何故必要だったのだろうか？ 民間の資金需要と無関係な日銀による通貨供給はインフレーションを招くだけではないのだろうか？ じつは第1の議論には、銀行の営利行動が考慮されていないという欠陥とともに、通貨の需要側の事情がほとんど考えに入れられていないという重要な欠陥があったのである。

それでは第2の日銀エコノミストの主張が正しいかという点、こちらの議論もかなり極端な想定の下においてはじめて十全に妥当するものといわざるをえない。日銀によるハイパワード・マネーの供給がマネー・サプライに影響を一切与えることがないのは、日銀貸出が市中銀行の準備金の不足をたんに補うにすぎないときにかぎられる。いま市中銀行が貸出超過（オーバ・ローン）のために準備金が  $\Delta R$  だけ不足していたとしよう。市中銀行はこの準備不足を、高度成長期と同じように、日銀からの借入によって補うものとしたならば、

$\Delta \bar{M} = \Delta N^c = \Delta N^b = \Delta R$  となり、たしかに日銀貸出は市中銀行の貸出をわずかもふやさないし、また  $M_2$  も少しもふえないだろう。だがこのような精確な日銀貸出は、はたして可能なのであろうか？

万一日銀の貸出がつねに精確に市中銀行の準備不足に合致していたとしよう。そうだとすると、日銀貸出は貨幣市場に対して中立的であるとはかぎらない。高度成長期の日本経済がかつて経験したように、市中銀行は企業に対して積極的な貸出を遂行し、つねに準備不足に陥ったが、日銀はこれを日銀信用によって補ってきた。市中銀行はそのような日銀信用を予想して、つねに貸出超過となるような銀行業務を遂行できたのである。したがって日銀貸出は、精確に準備不足を補うものにとどまったとしても、それが慣行化されるならば、市中銀行の貸出を増加させる重要な要因となることができるのである。したがって日銀は民間へのマネー・サプライに対して、たとえ銀行の不足準備だけを補充できたとしても、けっして中立ではなかったのである。

2つの議論はともに極端な想定をしていたのであり、この論争は水かけ論におわらざるをえなかった。そうなったというのも、両者がともに貨幣市場だけに分析を集中してきたためであった。

**マネー・サプライの変動要因** マネー・サプライの変動要因は、むしろ貨幣市場という限定された領域をこえたところに求められなければならない。銀行制度は、 $M_1$  や  $M_2$ 、さらにベースマネーでさえ、直接にその供給をコントロールすることはできない。むしろ銀行の活動全体をつうじて、結果的に、マネー・サプライは変えられていくのである。そのことについて、ふたたび第2表に戻って、検討してみよう。

以前に、私は銀行部門からの  $M_2$  の供給は、第2表の記号を使って、 $\Delta M_2 = \Delta D^b - \Delta R + \Delta \bar{M}$  で示されることを説明した。このことを考慮すると、第2表の第5列と第6列の銀行部門の項目を足して整理したつぎの(10)式は、 $M_2$  の供給要因をきわめて明確に示すことができる。

$$\begin{aligned} & [\Delta B^c + \Delta N^c + F^c] + [\Delta A^b + \Delta B^b + \Delta E^b + (\Delta L^b - \Delta N^b)] \\ & = \Delta D^b - \Delta R + \overline{\Delta M} = \Delta M_2 \end{aligned} \quad (10)$$

これによれば、 $M_2$ の供給をふやす要因は、大きく中央銀行によるものと、市中銀行によるものとに分けて考えることができる。

中央銀行は、公社債・手形オペレーションをつうじて保有する公社債・手形を $\Delta B^c$ だけふやすことについて $M_2$ の供給の増加に寄与する。また同様のことは、対市中銀行信用を $\Delta N^c$ だけふやすことによっても、また外国為替基金をつうじて、外貨を $\Delta F^c$ だけ購入することによっても、達成される。これはすべて中央銀行によるハイパワード・マネーの供給である。

つぎに市中銀行も、株式、公社債、不動産の購入をふやすことによって、また日銀借入を上回る貸出を民間に供与することによって、 $M_2$ の増加に寄与する。したがって中央銀行によるハイパワード・マネーの供給のみがマネー・サプライをふやすわけではなく、市中銀行のさまざまな活動もまた通貨の増大に重大なかかわりをもつことが分かる。

もちろん、このような通貨の供給要因の分析は、非銀行部門による通貨の需要要因をともに考えることなしには、けっして十分とはいえない。だが非銀行部門からの通貨需要がより具体的に明らかにされたとき、どのような手段によって、どの程度、中央銀行と市中銀行とが、そのような通貨の需要に対して通貨の供給をもって対応するのかについてよく検討すれば、国民経済全体の資金の流れを政策的に変えていくことは不可能ではない。マネー・サプライのコントロールを可能にする道はこれによるしかないのである。これに対して、場合によって効果の異なる信用乗数理論にのみ頼って、たんに総量としてのベース・マネーをコントロールすることを追求したとしたならば、そのことによって通貨のコントロールは不確かとなるばかりか、そのような通貨政策には何か目標が欠けていることになる。これよりも、以上で述べた通貨の供給要因を検



討することのほうが、はるかによりたしかな道であろう。

### 3. マネー・フロー：貨幣の需要々因

さて本稿のさいごに、資金循環（マネー・フロー）の概念を説明し、これが貨幣の需要側の事情を分析するために役立つことについて述べていこう。資金循環（マネー・フロー）論とは、文字どおり、資金がどの部門からどの部門へと、どのような径路をつうじて、移動または循環するのか、ということを探究する1つの理論枠のことである。その場合に、資金の移動もしくは循環について、直接に研究するのではなく、そのような移動・循環をひきおこす要因を各部門別に研究するという途をとる。つまり、資金の移動・循環が始まるのは、部門間に資金の過不足が生じ、そのような過不足が通貨の部門間の直接的な移動もしくは部門同士の債権・債務関係の設定によって修復される場合である。したがって資金の移動・循環の径路を知るためには、そのような部門間の資金の過不足を把握すればよいことになる。これはちょうど、風向きを予想するために各地の気圧配置を調べることに似ている。気圧の高い地方から低い地方へと風が流れるのと同じように、資金の余っている部門から資金の足りない部門へと資金は大きく移動もしくは循環するのである。

ところで第2表において、どのようにして部門間の資金の過不足を知ることができるのであろうか。そのためには、国民経済を実物部門と金融部門とに分けて考えることがまず必要である。第2表においては、前者は第1行の財・サービスの行によって示され、後者は第2行から第9行までの8つの行によって示される。

さて第1行の財・サービスの行において、プラスを計上した部門は資金不足部門、マイナスを計上した部門は資金余剰部門といわれる。まず家計部門の( $I^h - S^h$ )は、家計の経常支出が経常収入を上回るときプラスとなるが、そのよ

うなとき、家計はいずれかの金融資産の保有を減らして資金不足を補わなければならない。つぎに企業部門の( $I^e - S^e$ )は、企業が貯蓄(利益の内部留保+減価償却積立)を上回って投資をふやす場合にプラスとなるが、そのようなとき企業は外部の資金を調達するか、金融資産を減らすかして、資金不足を補わなければならない。また外国部門は貿易収支(または経常収支)の黒字のときに、( $X - M$ )をプラスとするが、その場合には、外国証券を発行するか、借入をふやすか、もしくは外貨を売って自国通貨を購入するかして、その資金不足を補う。さいごに政府は財政支出を財政収入よりもふやすときに、( $G - T$ )をプラスとするが、その場合には、国債発行をふやして資金不足を補わなければならない。いずれの場合にも、第1行をプラスとすることは、それぞれの部門の資金不足を表わし、予算の事後的均衡の原則からして、各部門はいずれかの金融資産を減らして資金調達をしなければならないのである。

逆また真であり、第1行がマイナスとなるときには、それぞれの部門で資金余剰が発生しており、各部門はいずれかの金融資産の保有をふやすことによって予算式を事後的に均衡させなければならない。

そして資産市場の全体的な均衡を前提とすれば、資金不足部門によるいずれかの金融資産の減少は、資金余剰部門による同額の金融資産の増加によって相殺されなければならない。これによってある部門から他の部門への金融資産の移転と、それに伴う資金の移動とがひきおこされる。したがって部門間の資金の過不足を調べることによって、ケインズのいわゆる「貨幣の金融的流通」について、その概要を知ることができるのである。これがマネー・フロー分析の基本である。

より具体的な概念をえるために、ここで戦後日本の各経済部門の資金の過不足の推移を図1によって概観してみよう。1973年までの高度成長期には企業部門が大きな資金不足部門であり続け、また政府部門と外国部門とはおおむね資金不足部門であったが、その程度は企業部門に比べては僅かであった。この時

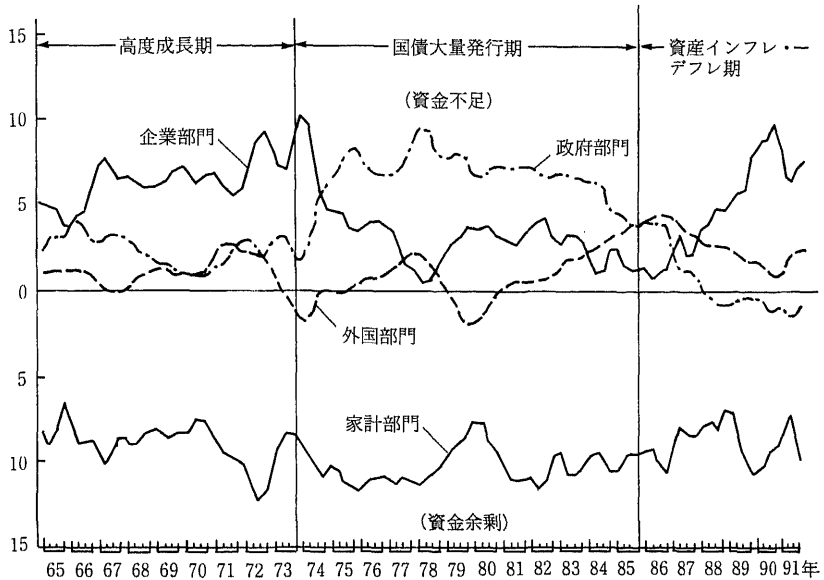


図1 部門別資金過不足の推移 (対名目GNP比率)

期にこれらの部門の資金不足をもっぱら補ったのは、家計部門の大きな資金余剰であった(図1参照)。

高度成長期には家計部門から企業部門へと向う資金の大きな流れ(マネー・フロー)がひきおこされていたのである。

高度成長が終焉した1973年の第1次オイル・ショック以降は、様相が一変した。企業部門の資金不足は大幅に軽減され、これに代わって政府部門が主要な資金不足部門へと転化した。他方で外国部門の資金不足は減少し、第1次と第2次のオイル・ショック期には、日本の経常収支の赤字を反映して、外国部門はむしろ資金余剰部門となったほどであった。したがってこの時期には、家計部門および一時的には外国部門から政府部門へと向う大きなマネー・フローがひきおこされていたことになる。これに対して企業部門は資金の主要な調達部

門ではなくなり、むしろ政府部門によって金融市場から締め出されていた（クラウド・アウトされていた）といってもよい。

1980年代に入ってしばらくすると、この様相はふたたび変化した。まず貿易収支および経常収支の大幅な黒字の継続によって、外国部門が大きな資金不足部門となり、他方で政府部門の資金不足は、公共事業の民営化や財政規模の削減の努力の効果もあって、大幅に縮小し、やがて資金の余剰部門に転化していった。つづいてそれまで資金不足を大幅に減らしていた企業部門がふたたび資金調達部門の主座を奪回するにいたったのである。このようなマネー・フローの大きな方向転換はやがて「バブル経済」とその崩壊とをひきおこしていくのであった。

このように戦後日本の部門間での資金過不足をより具体的につかむことができる。それは資金の金融的流通が具体的にどの部門からどの部門へと主要にはひきおこされていたのかについて、具体的な概念を与えてくれるのである。たんにそれだけでなく、各部門の金融資産保有高の増減を調べることによって、そのようなマネー・フローがどのような手段（金融資産の売買）によって媒介されているかについて、さらに具体的な概念をえることができる。さらに、より重要なことには、以下のような工夫をこらすことによって、本稿の主題である貨幣（ここでは  $M_2 + CD$ ）の需要々因についてより詳しく分析する枠組をえることができるのである。

いま第2表の第1行において、ある部門の投資超過（したがって資金不足）は、他の部門の貯蓄超過（資金余剰）によって補われ、第1行の和はゼロとされたとしよう。すると、非銀行部門の残りの各項目の総和もまたゼロとならなければならない。この関係を、先に定義された  $M_2$  の定義 ( $\Delta M_2 = \Delta C^h + \Delta C^i + \Delta D^h + \Delta D^i$ ) を考慮して、数式に書いてみれば、つぎの(11)式がえられる。

$$(\Delta A^i + \Delta A^f - \Delta A^h) + (\Delta B^i + \Delta B^f + \Delta B^g - \Delta B^h)$$

$$\begin{aligned}
 &+(\Delta E^i - \Delta E^h) + (\Delta L^h + \Delta L^i + \Delta L^f) + \Delta F^f \\
 &= \Delta C^h + \Delta C^i + \Delta D^h + \Delta D^i (= \Delta M_2)
 \end{aligned}
 \tag{11}$$

この式の左辺は、非銀行部門による  $M_2$  保有の増加要因を表わしている。一番左の ( ) 内は株式市場、つぎの ( ) 内は公社債市場、3 番目の ( ) 内は不動産市場、4 番目の ( ) 内は貸出市場、そしてさいごの項は外国為替市場に由来する貨幣 ( $M_2$ ) 需要の増加要因を、それぞれ示している。各資産市場に由来する貨幣需要が増減するとき、適切なマネー・サプライがないときには、さまざまな弊害が生じる。それぞれの市場について、以下に詳しく述べてみよう。

**株式市場とマネー・サプライ** 株式の供給者はいうまでもなく外国企業および国内企業である。企業による資金需要が強くと、株式発行の希望は大きいと、家計または企業による株式投資意欲はそれほど強くないような時期に、マネー・サプライを適切にふやさなかったならば、株式の過剰供給は免れない。このことは、(11) 式の株式以外の要因を中立化させてえられるつぎの式から明らかであろう。

$$\Delta M_2 = \Delta A^i + \Delta A^f - \Delta A^h$$

高度成長期の日本でこのような方面からのマネー・サプライに対する影響がさほど問題とならなかったのは、1 つには企業同士による株式の持合によって株式発行の実質的な効果が軽減されていたこと、2 つには外国企業の日本国内での株式発行が制限されていたことによるのかもしれない。これとは反対に家計による株式購入意欲が強かった「バブル経済」のような時期にマネー・サプライが急速にふえると、上の式からも分かるように、それは通貨の過剰供給となって、他の市場に対しても影響を与えざるをえない。実際にもこのようなこ

とは「バブル経済期」に起こり、不動産の異常な値上りをひきおこしたのである。

公社債市場とマネー・サプライ 両者の関係についてはクラウディング・アウト論争において十分に議論されたところである。他の市場要因を中立化させて、公社債市場とマネー・サプライとの関係を示したつぎの式は、マネタリストの主張を正当化している。

$$\Delta M_2 = \Delta B^i + \Delta B^f + \Delta B^g - \Delta B^h$$

簡単化のために、政府も民間も公社債の発行によってのみ資金を調達するものとしよう。いま政府が財政支出をふやして内需を拡大するような政策をとったとする。だが、そのための国債発行を非銀行部門への消化に依存して実現させたとするならば、民間の支出はこれと同額だけ減少することになり、内需はわずかも拡大しない。またこの国債発行は、マネー・サプライの増加  $\Delta M_2$  を伴わずに行われたならば、上の式からも分かるように、企業や外国による公社債発行を同額だけ締め出し（クラウド・アウト）、民間支出を削減することになる。

結局、国債発行による財政支出の増大がその効果を十分に発揮するのは、それと同額のマネー・サプライがふえたときにかぎられることになる。ただし、上の式からも分かるように、外国からの資金需要が大きいときには、政府借入が民間借入を締め出したとしても、その一部は外国での支出削減につながり、国内支出をそれほど減らさないで、政府支出の効果は部分的には実現されることになる。しかし財政支出の効果は、マネー・サプライが同時にふえるときに初めて十分に現われることはたしかであり、マネタリストが財政政策の無効性を主張した根拠はここにある。このような関連からすると、第1次オイル・ショックから第2次オイル・ショックまでの日本では、国債発行が急増する一

方でマネー・サプライは安定していたので、クラウドイング・アウト現象がひきおこされていたことになる。いずれにしても国債発行によるスペンディング・ポリシーは、期待されるほど、その効果を発揮しないばかりか、政府部門の無原則な拡大をもたらしてしまうのである。

**貸出市場とマネー・サプライ** 銀行からの借入は、どの部門によるものであっても、貨幣(M<sub>2</sub>)の需要を増大させる。高度成長期の日本では、企業による銀行借入がマネー・サプライを増加させる最大の要因であり、これが企業の投資超過を賄ってきた。これに対して、「バブル経済」下の日本では、銀行借入によるマネー・サプライの増加のかなりの部分が不動産の異常な値上りを呼びおこしたものである。財・サービスの供給やふつうの金融資産の供給は、それらの価格の上昇に弾力的に対応できるようになっている。だが不動産の供給は、土地という自然的条件に制約され、しかも日本においては利用可能な土地面積は人口に比して限られているから、マネー・サプライの増加がひとたび不動産投機を呼びおこせば、不動産価格の値上りはとどまるところを知らなくなる。「バブル経済期」の経験は、マネー・サプライのコントロールについて、このような教訓を残したのであった。

**外国部門とマネー・サプライ** 外国部門の予算制約式を前提とすれば、貿易収支もしくは経常収支の黒字は、外国証券投資または対外貸付、外貨の売却＝自国通貨の購入（ドル売り・円買い）によってファイナンスされなければならない。そしてドル売り・円買いによる円高のいきすぎを防ごうとするならば、外国証券投資や対外貸付を促進させなければならない。だが外国為替市場の動きは、短期的かつ投機的な活動によって左右されるため必ずしも政策的な誘導が効果を発揮できるとは限らない。いずれにしても、(II)式より分かるように、貿易収支または経常収支の黒字は貨幣需要をふやし、マネー・サプライの増加要因をつくり出す。

以上のように、マネー・フローを分析することは、貨幣の需要々因を知り、

かつマネー・サプライの変動要因を知ることの有力な手がかりとなるのである。これを、マネー・サプライの要因分析と結合するならば、金融政策の基本的な方向を検討する場合のたしかな視座をえることができる。すなわち、どの部門からどの部門へと、どのような市場または資産の売買をつうじてマネー・フローが生じ、通貨の需要が発生しているのかを分析し、その上で適切なマネー・サプライを適切な手段を通じて調整することができるならば、このことは、ベース・マネーやその他の貨幣量を直接にコントロールしようとするよりも、はるかに確実な金融政策の指針を提供することができるのである。

## ま と め

本稿では金融部門を含む経済連関表（第1表）およびその縮小表（第2表）に基いて、貨幣の供給と需要にかんするさまざまな問題を検討してきた。貨幣を量的側面において把握するためには、とりあえず、この方法がもっとも分かりやすいのではないかと私は思っている。もちろんこの方法には欠陥もある。それは金融市場における利子率や証券価格などの様々な資産価格については立ち入って分析されていないという欠陥である。しかし数量的規制が現代の金融政策の中心課題である以上、本稿で検討したマネー・フローの分析はその政策の基礎を与えるものとする。とくにマネー・フローを貨幣の需要々因の分析に活用することは、有望な研究課題ではなからうか。

## 注

- 1) 金融論の現在の代表的教科書（たとえば、岩田・堀内（1983年）[2]、堀内（1990）[3]など）では、貨幣供給については中央銀行もしくは政府によって外生的にきめられ、貨幣需要については所得と利子率によって内生的に変化するものとされている。それぞれ別々の要因によって説明されている。中央銀行



は貨幣供給を外生的にコントロールすることはできないという批判に容易にさらされる根拠となっているように思われる。

- 2) 岩田規久男, 堀内昭義両氏の金融論のテキスト(文献[2][3])は, 信用乗数理論を理解する上で, 最適なものであろう。本稿は, この理論をさらに単純化して説明した。その基本的構造が同一のものであることに, 同意してもらえるものと考えている。

## 参考文献

- [1] 拙稿, 「金融構造分析の基礎——マナー・フロー分析と投入・産出分析の統合——」筑波大学『経済学論集』33号(1995年3月)
- [2] 岩田規久男・堀内昭義(1983年)『スタンダード経済学シリーズ 金融』東洋経済新報社
- [3] 堀内昭義(1990年)『金融論』東京大学出版会
- [4] Hicks, J. R. (1937) "Mr. Keynes and the Classics, A Suggested Interpretation", *Econometrica*, April 1937, 文献[6]『貨幣理論』第7章ケインズと「古典派」として邦訳され再録。
- [5] ——— (1980) *Money, Interest and Wages, Collected Essays on Economic Theory Vol. II*, Basil Blackwell, Oxford. chap. 23, "IS-LM——an Explanation", pp. 318-31,
- [6] ——— (1969) *Critical Essays in Monetary Theory*, J. ヒックス著, 江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』オックスフォード大学出版局, 第2章「貨幣の本質と機能: 講義II」
- [7] 岩田規久男(1993年8月)『金融政策の経済学』日本経済新聞社
- [8] 翁邦雄(1993年)『金融政策, 中央銀行の視点と選択』東洋経済新報社。
- [9] 外山茂(1980年)『金融問題21の誤解』東洋経済新報社。

- [10] 今井讓 (1984年) 『マネタリズムの政策と理論』 東洋経済新報社