

氏名	角南 英郎
授与した学位	博士
専攻分野の名称	経済学
学位授与番号	博甲第1879号
学位授与の日付	平成11年 3月25日
学位授与の要件	文化科学研究科産業社会文化学専攻 (学位規則第4条第1項該当)
学位論文題目	1975-85の日本銀行金融政策の実像 -いわゆる「マネーサプライ重視政策」の検証-
論文審査委員	教授 一ノ瀬 篤      教授 建部 和弘 教授 武村 昌介      教授 春名 章二 京都大学大学院経済学研究科教授 古川 顕

## 学位論文内容の要旨

この論文は1975年から85年に至る10年間の日本銀行（以下、日銀）金融政策を研究対象としている。以下で見る通説的理解を批判的に検討し、バブル膨張期に先立つディケードの金融政策について、妥当な認識を打ち立てようとしている。既発表論文3点および学会・研究会報告を基礎として、これに書き下ろし分を加え、統一的に全体を構成している。論文はA4版ワープロ打ち（1,036字）156頁（本文147頁、目次、文献一覧等9頁）から成っている。

### 序章 1975-85年の経済状況および問題の所在

当該期日本経済は低インフレの下で堅実な実質成長率を達成したという意味で、変動相場制移行後の四半世紀では良好な実績をあげたと言える。しかし、この時期の日銀金融政策の基本性格については、学界の意見は一致していない。包括的な研究が欠けているためである。本稿では理論と歴史の両面から、当該期日銀金融政策の実像を解明したい。重点は史的検討に置かれる。

### 第1章 これまでの諸研究と本稿の課題

当該期金融政策については、日銀がマネー・サプライ（以下、MS）の動向を中間目標として重視する政策運営を行ったので、低インフレ下の適度の成長という優れた実績を上げ得た、とする理解（以下、MS重視政策説）が通説をなしている。代表として鈴木淑夫、岩田規久男などの論者を挙げうる。中谷巖、日本経済新聞社編テキストもこの見解を踏襲し、海外でも M. Friedman, A. Meltzerなどが同意見である。しかし、これらの議論は、事後的に安定的なMSと良好な経済実績との共存を示しているにすぎない。日銀が事前的にMSを注視する意図をもって政策を運営していたか否かは別問題である。

他方、吉川洋、伊藤隆敏らによる批判見解もある。基本的には賛成だが、残念なことに、理論と現実との食い違いをうまく説明し得ていない、あるいは論理的に結局MS重視説に帰着してしまう、等の難点がある。何よりも史的な検討を行っていないので、十分の説得力に欠ける。

結局、この時期、日銀がMS重視政策を採っていたか否かを判断するには、日銀の事前的政策意図を史的な観点から確認することが必要である。この素朴な作業が欠けていた点に、従来の諸研究の大きな難点がある。主としては歴史的な実証という手法によってこの課題に応えたい。

### 第2章 日銀の金融調節

まず日銀は果たしてMSを統制しうるか否か、を検討しておく必要がある。これが不可能であれば、

そもそもMS重視政策説は成り立たないからである。本章と第3章では、この課題に取り組む。

さて日銀は、公定歩合（以下、BR）等の政策手段を用いて操作変数としてのコール・レート（以下、CR）を調節し、これを起点として銀行貸出等々を調節し、結果として生じるハイパワード・マネー（以下、HPM）の需要量に対しては受動的に日銀信用を供給している、と説明している。このメカニズムが成立しているのか否かを検討する。

銘記すべきは、当該期にはCR水準は、おおむねBRの変更によってほぼ一義的に規定されていたということである。いわゆる「積みの進捗率」によるCR調節は、BR変更のない期間内の微調整の役割を果たすにすぎない。翁邦雄モデルに依拠して積みの進捗率によるCR調節を吟味してみると、日銀は当該日準備供給量を操作することで金利を調節しうる。但し、1か月を通じての準備供給は所与であるから、HPMそれ自体を操作しうるわけではない。要するに、日銀は最終日もそれ以前の日々においても、CRをほぼ自由に操作しうるが、HPMは操作し得ない。日銀のHPM供給量は、銀行の預金量によって決定される所与の量であり、日銀はこれを与件としてCRの操作を行っているのである。日銀の説明するメカニズムは成立している。

### 第3章 マネーサプライの誘導について

第2章で、日銀は長期的にはBR、短期的には積みの進捗率によって、CRを調節していることがわかった。本章ではこうして与えられたCR水準とMSとの関連を考察する。

日本の金融政策の説明理論において大きな影響力をもつ鈴木淑夫は日銀のCR操作によって銀行の資産選択行動が影響を受け、これによって結局市中銀行貸出量が増減し、MSが調整されると言う。銀行は限界収入と限界費用が均衡するように諸資産の調整を行い、この結果CRの動きに応じて貸出量が規定され、MSが決まるとされる。しかし、現実には銀行の限界費用は預金獲得費の変動によって主として規定されている。その重要構成要素である預金金利は、ほぼBR変更によって規定されていた。要するに、銀行の貸出行動はCRによってよりは、BRに追随する預金金利や貸出金利によって規定されていた。CRによる貸出調整は補足的な微調整にすぎない。

冒頭の問題設定に戻ると、日銀は主としてCR調節によって貸出量を動かしていた（鈴木説）のではなく、BR変更に伴う預金金利・貸出金利そのものの変更によって、貸出量ひいてはMSを統制しえたのである。

### 第4章 1975-78年の金融緩和政策

以上のように、当該期、MSの最大規定要因はBRであった。そこで、本章以下の三つの章では当該期におけるBR変更の際の当局者言明を追跡することによって、事前的な政策がMS重視であったのか否かを考察する。

通説はこの緩和期全般について、緩和期ではあったものの、日銀にはMSを抑制する姿勢が強かった、とする。しかし当時の政策委員会議長談や、日銀・大蔵省幹部の発言を丹念に収集・吟味してみると、実像はこれと異なる。日銀の政策姿勢から見て、当該期は4期にわけて考察せねばならない。このうち時間的に大半を占め、かつ合計8回のBR引下げのうち6回を占める第2期（論文ではB期）と第4期（D期）については、日銀は通常の緩和姿勢を維持している。即ち当局者はMS増加抑制の意図を全く表明していない。当時の経済実態を統計数値によって観察してみても、この言明との整合性は明らかである。さらに、平行して実施された窓口規制にかんする日銀のスタンスを吟味してみると、日銀がMS増加抑制どころか、景気促進のために市中銀行の資金需要には全面的に応じる姿勢であったことは明瞭である。通説はこの緩和期についても「MS重視の政策が採られた」と言うが、現実とは逆であって、实体经济が安定成長であったからこそ、MS増加が抑制されたにすぎない。

## 第5章 1979-80年の金融引締め政策

通説は、第二次石油危機後の金融政策も、MS重視で行われていたと言う。しかし、当時の資料を点検すれば、79年4月から80年3月までの5次にわたるBR引下げにおいて、総裁以下日銀幹部の説明はすべて物価抑制を第一目標としている。第3次引上げ以降は、円安化抑制意図が加わっている。MSへの言及は時々あるが、軽い参考指標として扱われているに過ぎない。

通説への反証を、さらに二つ挙げよう。第一に、たとえば第一次引上(79年4月)時のMSの対前年同期上昇率は12%であった。この12%水準は前年6月から続いている。MS重視の政策であったのなら、BR引上げは、はるか以前に行われていたはずである。第二に、MSを抑制する場合の方式が不変である。即ち、75年以前にも長く行われていた、窓口規制による急激なMS抑制というスタイルが健在である。MSの漸次的引下げといった新しい政策は少しも採られていない。

## 第6章 1980-85年の金融緩和政策

通説は、80年前半の金融政策を、85年以降の為替重視による金利誘導と対称的に、MS重視であった(為替の影響は小)と言う。しかし当時の資料や経済指標を検討すると、政策は物価安定という条件の下で、為替相場を睨み(円安化を警戒し)ながら運営されていることが明白である。5次にわたるBR引下げの目的は景気回復だったが、うかつに引き下げると円安を促進するので、為替を見ながら引下げの時機や程度が決定されていることが分かる。第4次引下げではMSへの言及があるが、他の引下げでは特に触れられていない。しかるに、この第4次引下げでは、MSが著しく増加しているときに引下げが行われている。この矛盾は為替を考慮すると簡単に説明できる。他の引下げの場合も同様である。

要するにこの5年間の金融政策を規定していたのは物価、景気、為替といった最終目標そのものであり、MSが中間目標として重視されていたのではないことは明白である。

### 終章 「マネー・サプライ重視政策」の実像と金融政策のフレームワーク

このディケードのCRの規定要因を、簡単な政策反応関数を用いて推定してみても、以上で述べてきたことと十分に合致する。「このディケードにはMS重視で政策が行われた」という説は広く流布しているが、当該期日銀金融政策の実像と大きく乖離している。このディケードはMS重視政策が行われたから経済実績が良かったわけでもなければ、それが放棄されたがためにバブルを招いたわけでもない。

当該期の政策運営は、MSのような中間目標を設定する「2段階アプローチ」に基づくものではなく、最終目標を直接コントロールしようとする「誘導型アプローチ」に依拠していた。

## 論文審査結果の要旨

本論文は、バブル膨張期に先立つディケードにおける日本銀行(以下、日銀)金融政策が、果たして通説の言うようにマネー・サプライ(以下、MS)を中間目標として重視する姿勢に立脚して行われたのか否かを、主として歴史的な接近方法によって検証しようとしている。

序章と第1章は問題の意義の吟味と先行諸研究のサーヴェイにあてられ、第2章、第3章は史的検証の意義を明確にするための理論的検討にあてられている。根幹となるのは第4章から第6章までの史的検討の部分であり、終章では結論を要約するとともに、簡単な統計的計測によって、史的検討を裏付けている。

論文の主題は、1975年以降のわが国金融政策の実像を明らかにする上で重要であり、かつ古くからの経済学上の論争に対して一つの判断材料を提供しようという意味でも、重要である。

### (1) 本論文の長所

1975年以降のディケードにおいて、果たして日銀は通説の言うようにMS重視政策を採っていたのかという問題意識を、ほぼ全編にわたって明確に保持し、史的資料につぶさに当たることによって、通説の根拠が薄弱であること、実際には日銀はMSの動向ではなく、直接に物価・景気・為替といったよう

な、いわゆる「最終目標」を念頭に置いて政策運営していたにすぎないことを、かなり説得的に検証し得ており、学界に対して一定の貢献をなし得ている。

たとえば、論文第4章（別紙「内容の要旨」参照）では、当時の日銀・大蔵省幹部の発言の丹念な吟味、言明の背後にある経済実態との整合性の統計数値による観察、とりわけ平行して実施された窓口規制にかんする日銀スタンスの吟味などによって、日銀がMS増加抑制どころか、景気促進のために市中銀行の資金需要には全面的に応じる姿勢であったことを、ほぼ反論の余地がないまでに明らかにしている点は、評価できる。氏は当該期全体にわたって、同様の手法で丹念に、日銀が事前的にMSを中間目標としてMSを統制する意図を有していたのではないことを明確にしている。

注目すべきは、明示はしていないものの、氏がこのような作業によって、「事前的には角南説のようにMS重視ではなかったかもしれないが、時間の経過等々の事情で事後的にはMS重視になっていたのではないか」という再反論をあらかじめ封じている点である。

同様の試みは、これまでにはない。同じ問題に対して理論的な角度から通説を批判してきた吉川洋、伊藤隆敏氏らの議論とは別の存在意義を有する。また翁邦雄氏などが結論的に、簡単にのみ語っていることを、史的資料のかなり綿密な探査によって、裏付けることに成功している。とくに、当局者の言明とその背後にある経済状況を吟味するにとどまらず、対応期の窓口規制のあり方と合わせ見ることによって、政策意図を明確にしようとしている点は、すぐれている。以上の意味で、独創性を認めうる。

膨大な時間と労力を傾注して、50を越す統計表やグラフをていねいに作成し、議論の裏付けとしている点もよい。

## （2）改善すべき点

角南氏が若年であることも関係しているのか、改善すべき点は少なくない。とくに理論を扱う第2章、第3章については、審査委員からいくつかの改善提案がなされている。第一に、両章とも説明が簡に過ぎて分かりにくい箇所がいくつかある。また鈴木説にとらわれすぎて、銀行の短期的利潤極大化行動のみしか視野に入れていない。

第二に、第2章、第3章の記述と第4章以下の論述との整合性に問題がある。即ち、連結の緊密性を欠く。具体的に言えば、第2章では日銀が積みの進捗率を調節することによってコール・レート进行操作し、これによって金利水準をコントロールし得ること（実際にもしていること）、が指摘される。それはよい。しかし第3章以下とのつながりが弱い。第3章では鈴木淑夫氏らの主張するように「銀行の利潤極大化行動がコール・レートの水準を決定し、これによってMSが決定される」のではなく、少なくともこの時期には、公定歩合の変更こそがコール・レートを規定する最大の要因だったのであり、積み進捗率の調整によるコール・レート操作の金融市場への効果は、短期的副次的なものにすぎないことが指摘される。これも妥当であろう。しかし、第2章とのつながりは弱いと言うほかない。第3章と第4章以下との連結について言えば、たしかに一筋の道は通ってはいるものの、堅固ではない。すなわち、上記の内容の第3章を承けて、第4章では「MS重視政策が採られていたのであれば、公定歩合の変更はまずもってMSの動きを参照してなされるはずである」という観察視点を導き出してはいる。その意味で上に一言した「一筋の道」とはなっているが、第3章と第4章以下とを円滑に結合しているとは言えない。第2章、第3章は、角南氏の金融理論に関する素養を示すものではあるが、論文全体の整合性からは、改善の余地が大である。

その他、モデル作成と計量分析に手慣れない点が見られること、計量データに豊富さが欠ける点などの指摘も、審査委員にほぼ共通している。

### (3) 結び

上に見たような不備点はあるが、先述のように、本論文の主要部分である第4章以降の分析については、審査委員全員、積極的に評価している。論文の理論的分野についての叙述も、それ自体取り出して内容的に見れば、二、三、すぐれた着想も見られる。全般的に見て、氏は非常に精力的に研究しており、先に見たような明確な問題設定に立って、各章の整合性に問題を残しながらも、一貫して提起した問題意識を保持し、史実を丹念に収集・吟味することによって、重要な問題について、説得的な結論を導いている。

岡山大学文化科学研究科の博士論文として、十分に要件を満たしていると判断するものである。