

マネーサプライ論争について

吉 野 正 和

目 次

1. はじめに
2. 岩田・翁論争
3. 加藤・翁論争
4. 歴史は繰り返す
5. ケインジアン－マネタリスト論争
6. 貨幣と金利の関係
7. 望まれる貨幣量
8. マネーサプライのコントロール
9. 流動性のわな
10. 調整インフレ論
11. 政策提言
12. むすびにかえて

1. はじめに

1992年と1993年に、上智大学経済学部 of 岩田規久男教授と日本銀行の調査統計局企画調査課長の翁邦雄氏が大論争をした。これは、岩田・翁論争とか、マネーサプライ論争ともいわれている。筆者も、2年前（1996年）に、「貨幣面におけるバブルと不況」『徳山大学論叢』[21]において、このマネーサプライ論争を書いたが、1997年に、創価大学の加藤寛孝教授が日銀の翁氏と論争をした。岩田・翁論争から、加藤・翁論争に変わったようである。この論文では、岩田・翁論争と加藤・翁論争を研究する。また、最近では、調整インフレ論ということがいわれているが、この点についても考えてみる。

2. 岩田・翁論争

岩田・翁論争は、マネーサプライ論争とか、ハイパワード・マネー論争とか、現代の通貨論争ともいわれている。1980年代後半と1990年代の初めに、日本経済は、バブルになり、1991年4月、5月頃から、バブルが弾けて、平成不況に陥った。バブルは好景気の行き過ぎと考えられる。バブル期は好景気であるので、あまり、責任は追求されなかったが、平成不況に突入すると、平成不況の原因が追求されるようになった。そこに、1992年において、岩田・翁論争が生じたと考えられる。平成不況の原因は、日銀の金融政策にあり、買いオペによって、積極的に、ハイパワード・マネーを増やすべきである、と岩田教授は主張した。岩田教授はマネタリーベース・アプローチを考えている。一方、日銀の翁氏は岩田教授の考え方を否定した。要約すると、以下のようなになる。わが国の準備預金制度は「後積み方式」であるので、前月の預金量に応じて準備預金を積んでいる。日銀は準備預金を、能動的に、コントロールしていない。日銀が買いオペによって、準備を増やすと、金利がゼロ近くまで低下してしまう。金利を変動させることは好ましくない。したがって、日銀は、買いオペによって、能動的に、ハイパワード・マネーを増やすことはできない。日銀はハイパワード・マネーを、受動的に、供給している。したがって、日銀はマネーサプライをコントロールしていない、というのが「日銀理論」であり、翁氏の反論である。

3. 加藤・翁論争

1992年から、岩田・翁論争が始まったが、結論が出ないで、論争は平行線のままであった。1997年4月18日に、創価大学の加藤寛孝教授が、『日本経済新聞』において、岩田教授と、ほとんど、同じ内容の主張をした。日銀は国債などの買いオペによってマネーサプライを4%~8%の範囲内に供給す

べきである、と加藤教授は主張した。加藤教授の主張に対して、日銀の翁氏は、1997年6月19日の『日本経済新聞』において、要約すると、以下のような反論をした。量的緩和論について、日銀はその必要を認めていない。日本経済は「取りあえず成長軌道に乗りつつある」、と翁氏は考えている。また、国債などの買いオペは短期金利をゼロ近くまで低下させてしまうので、買いオペはできない。また、マネーは有力な情報のひとつに過ぎず、「金融政策の一元的座標軸ではない、というのが翁氏の反論の要約である。

1997年6月19日の『日本経済新聞』での翁氏の反論を受けて、加藤教授は、2カ月後の8月18日に、『日本経済新聞』において、翁氏に反論している。加藤教授の反論を要約すると、以下ようになる。マネーサプライと物価の関係が密接ではないので、マネーサプライの増加率の目標設定は困難である、と翁氏は主張しているが、究極的目標を「安定的な貨幣的枠組みの提供」とし、目標値にかなりの幅を持たせるならば、日銀は、マネーサプライの目標設定は可能である。また、日銀が、国債買い切りオペによって、ハイパワード・マネーをコントロールすることは、技術的には、可能であるが、短期金利がゼロ近くまで低下する副作用があるので、現実には、日銀はハイパワード・マネーをコントロールすることは不可能である、と翁氏が主張しているが、実際には、金利がどの程度低下し、また、その低下した金利がどのような弊害があるかは経験上の問題である、と加藤教授は主張している。以上が加藤教授の反論の要約である。

8月18日の加藤教授の反論を受けて、1997年10月8日の『日本経済新聞』において、翁氏は、要約すると、以下のような反論をしている。マネーサプライの目標設定が、可能か、不可能か、という議論は水掛け論になりやすい。金利低下の副作用が受容可能かどうかの評価の違いである。金利低下は預金離れとタンス預金を増やすであろう。また、ハイパワード・マネーとマネーサプライの関係が不安定のため、ハイパワード・マネーの増加の効果は不確実である。フリードマン以来のマネタリズムの考え方は貨幣のみに注目し、金利を無視している。金利の動向は無視できない。以上が翁氏の反論の要約

である。「加藤・翁論争」という言葉は、まだ、学会では、定着していないが、この「加藤・翁論争」は「岩田・翁論争」と、内容的には、ほとんど、同一であるといえよう。

4. 歴史は繰り返す

1992年に、岩田・翁論争が生じたのであるが、5年後の1997年に、加藤・翁論争が生じた。内容的にも、ほとんど、同一であり、まさに、「歴史は繰り返す」である。岩田・翁論争と加藤・翁論争は、もうひとつの共通点がある。それは、学者と中央銀行家の論争である。拙稿 [21] で、すでに述べたが、以前にも、学者と中央銀行家の間で、マネーサプライ論争があった。それは、1回目は、昭和30～40年代において、東京大学の館龍一郎教授と日本銀行の吉野俊彦理事をはじめとした日本銀行エコノミストとの間で、論争が行われた。2回目は、1973-1974年の大インフレーションの原因をめぐって、東京大学の小宮隆太郎教授と日本銀行の外山茂理事との間で、論争があった。ということは、今後も、学者と日銀エコノミストとの間で、マネーサプライ論争が生じて不思議ではない。また、わが国のマネーサプライ論争以前にも、英国で、同じようなマネーサプライ論争があった。これは、英国の19世紀前半の通貨主義と銀行主義の論争である。さらに、通貨主義と銀行主義の論争以前に、18世紀後半から19世紀前半において、貨幣とインフレーションについての地金論争が生じていた。歴史を振り返ってみると、地金論争→通貨主義と銀行主義の論争→ケインジアン・マネタリスト論争の順番になる。岩田・翁論争と加藤・翁論争はケインジアン・マネタリスト論争とも考えられる¹⁾。岩田教授と加藤教授は、日銀がマネーサプライをコントロール

注1) 中央大学の建部正義教授も以下のように述べている。

「ところで、部外者からみたこの論争の興味は、理論家と実務家という事情には解消することのできない、両者の水と油との関係ともいうべきこうした決定的な理論的亀裂は、いったいどのような理由から生まれてくるのかという問題に帰
(次頁脚注へ続く)

できると考えているのに対して、翁氏は、日銀がマネーサプライをコントロールできない、と考えている。これは、ケインジアン－マネタリスト論争における貨幣の内生性と外生性の問題と一致している。

5. ケインジアン－マネタリスト論争

前述したが、岩田・翁論争と加藤・翁論争はケインジアン－マネタリスト論争とも考えられる。貨幣の内生性・外生性について、マネタリストは外生性を主張し、ケインジアンは内生性を主張している。したがって、日銀の翁氏はケインジアンの考え方に近いといえよう。貨幣の内生性・外生性の問題以外でも、マネタリストとケインジアンは論争をしている。経済政策において、マネタリストは「ルール」を主張し、ケインジアンは「自由裁量」を主張している。加藤教授 [6] [7] は4%～8%のルールを主張している。翁氏は「自由裁量」を主張しているようである。翁氏は以下のように述べている。「結局、日銀は情勢の推移を総合的に判断して適時適切な金利政策を行っていくことが望ましいと筆者には思われる」（翁 [12] 111ページ）。また、ケインジアンとマネタリストは操作目標が違う。ケインジアンは短期金利であり、マネタリストはハイパワード・マネーである。加藤教授と翁氏の論争はケインジアン－マネタリスト論争であるといえよう。

着する。

筆者によれば、その淵源は、岩田氏がマネタリストの見地に立脚して論旨を展開しているのに対して、翁氏がケインジアン見地に立脚して論旨を展開している点に求めることができる」（建部 [19] 79ページ）。

「筆者のみるところ、こうした対立が生ずる淵源は、理論的には、岩田氏がマネタリスト見地（『貨幣乗数アプローチ』）に立脚して論旨を展開しているのに対して、翁氏がケインジアン見地に立脚して論旨を展開している点に求めることができる」（建部 [19] 148ページ）。

6. 貨幣と金利の関係

貨幣と金利の関係についても、マネタリストとケインジアンでは考え方が違っている。翁氏は以下のように述べている。

「また、こうしたオペにより超過準備が発生すると、現実には短期金利のゼロ近傍への低下が先行する。いずれにせよ短期金利の低下は不可避であり、金利に影響を与えずに銀行券やマネーサプライを増加させることはできない」翁 [14]。

「この考え方を突き詰めると、マネーが主な原因で名目GDPはその結果であるから、金利など其他要因を捨象して考えても経済の安定は保たれるはずである、ということになる」翁 [15]。

マネタリストは貨幣にのみ注目して金利を無視している、とケインジアンは主張している。一方、マネタリストは、金利は貨幣の影響を受ける、と考えている。金利は独立変数ではなくて、貨幣の従属変数なのである。貨幣が増加すると、金利は低下する。マネタリストも、ケインジアンも、ここまでは共通の考え方をしている。しかし、ケインジアンは、低下した金利が、その後、どうなるかということ、ほとんど、考えていないようである。マネタリストは、その後、低下した金利は上昇し、元の水準を越えて上昇すると考えている²⁾。つまり、貨幣量が、大きく、増加している時は、最終的には、

2) フリードマンは以下のように述べている。

「10. マネーサプライ残高伸び率の変更は、それが最初に金利に対して、上、下どちらかの方向へむけて影響を与えるとすると、あとになってからは、それとちょうど反対の方向へとむけて、影響を与える。通貨供給量増加率が大きければ大きいほど、最初は金利を下降させる傾向をもっている。ところが、時間が経過し、それが支出を増大させ物価の上昇を刺戟していくにつれて、資金に対する借
(次頁脚注へ続く)

高金利になる。逆に、貨幣量が、少ししか、増加していない時は、低金利となるのである。これは、日本経済についても、通用する。貨幣量の増加率の

り入れ需要も増大させることによって、金利も逆に押し上げていく傾向をもつ。その上、その際に発生する物価の上昇は、実質金利と名目金利とのくい違いを発生させる。これこそが、ブラジルとかチリとか韓国とかイスラエルのように、マネーサプライ残高増加率が最も高く、したがって物価上昇率も最も高い国において、金利も世界で最も高くなった理由である。

これとはちょうど反対に、マネーサプライ残高増加率が小さければ小さいほど、最初は金利を押し上げるが、それが消費を減少させ物価上昇率を引き下げていくにつれて、あとになるとそれは逆に金利を引き下げる傾向をもっている。これこそが、西独とかスイスのように、マネーサプライ残高伸び率が世界でも最も小さい国において、金利も最も低くなってきた理由である。

このようにマネーサプライ残高と金利との間には、初めとあととは正反対の方向に働く関係が存在しているので、金融政策を運営するためには、金利はわれわれを極めて誤らせがちな指標であると、われわれマネタリストは主張する」(フリードマン、西山 [11] に所収、236ページ以下)。

「こうした理由で、特に中央銀行関係者および広く金融界は、一般的に貨幣量の増加は利子率を下げる傾向をもっていると信じている。経済学者も異なった理由からであるが、同じ結果を受け入れている。経済学者は、自分の胸中に、負の勾配をもった流動性嗜好表を思い描いている。いかなる誘因があれば、人はより大きな貨幣量を保有しようとするであろうか。この答えは、利子率を下げる以外にない。

両者ともある点までは正しい。それまで増加し続けていたスピードよりも高い率で、貨幣の増加を早めると、最初のインパクトは、しばらくの間、それが無い場合よりも利子率を多少下げることができるであろう。しかし、これはプロセスの初めだけであって、いつまでも続くわけではない。一層急速な率で通貨を増加させると、支出を刺激する。それは一つは低利子率による投資への刺激を通してであり、もう一つは必要以上に高い現金残高が他の支出や相対価格に影響を与えるからである。しかしある人の支出は他人の所得である。所得の上昇は、流動性嗜好表と貸付けに対する需要を上昇させる。それは価格を上昇させ、それが貨幣の実質量を減少させるであろう。これらの三つの効果は、かなりすみやかに、1年そこそこで、利子率に対する下方への圧力を逆転させるであろう。その結果、1年とか2年とか多少長い期間をみれば、利子率はこうした手段をとらなかつた場合の水準にもどる傾向をもつであろう。事実、経済には行き過ぎる傾向があるので、循環的な調整過程が始まればこれらの効果は一時的に、その水準以上に利子率を高めるきらいが十分ある。

かりに四番目の効果が現われた場合、またはそうなればことはさらに前進し貨幣の拡大率を高めれば高めるほど、利子率は通貨量の拡大を前提としない水準を下回るどころか、ますます上回ることは明白である。……経験的に、低い利子率(次頁脚注へ続く)

高かったバブル期では高金利であり、貨幣量の増加率が低い平成不況期では低金利になっている。貨幣と金利の関係について、マネタリストとケインジアンは、大きく、違っているといえよう。

この貨幣と金利の関係について、マネタリストとケインジアンが、大きく、違っていることは「加藤・翁論争」にも反映されている。前述したが、翁氏は以下のように述べている。

「また、こうしたオペにより超過準備が発生すると、現実には短期金利のゼロ近傍への低下が先行する。いずれにせよ短期金利の低下は不可避であり、金利に影響を与えずに銀行券やマネーサプライを増加させることはできない」翁 [14]。

一方、加藤教授は以下のように述べている。

「翁氏も国債買い切りオペなどによって日銀がベースマネーを直接に操作することは技術的には可能だと認めている。ただ、超過準備を生み出した場合には短期金利が極端に低下するという副作用を重視している。しかし実際に金利がどの程度低下するか、またその低下がどのような弊害を生むかは経験的にのみ分かることである」加藤 [7]。

短期金利の低下が不可避であるので、日銀はマネーサプライを増加することができない、と翁氏は考えている。それに対して、金利がどの程度低下し、また、その低下した金利がどのような弊害があるかは、経験上の問題である、と加藤教授は考えている。翁氏の場合、低金利が、長い期間にわたっ

は——通貨量が緩慢に上昇したという意味で——金融政策が緊縮的であった証拠であり、高い利率は——通貨量が急激に増加したという意味で——金融政策が緩和的であった証しである。こうした経験的事実は、金融界ならびに経済学者が一般に認めてきた方向とは、全く逆の方向であった」（フリードマン [2] 訳書 10ページ以下）。

て続くと考えているのであろう。加藤教授の場合、この低金利は一時的であると考えているのであろう。「どのような弊害を生むか」と「金利がどの程度低下するか」は、たしかに、加藤教授が述べているように、経験上の問題である。大規模な国債買い切りオペを日銀がしなければ、実験ができないので、この問題は、いつまでも、水掛け論に終わるであろう。ただ、「ゼロ近くの金利の弊害」の文献は、ほとんどないが、評論家の田中直毅氏は弊害は起きそうにもない、と主張している³⁾。

7. 望まれる貨幣量

1998年7月のわが国のM₂+CDの増加率は前年同月比で3.5%であった。日銀の翁氏は、わが国の貨幣ストック水準が過小ではない、と考えている。翁氏⁴⁾は以下のように述べている。

「最近のマネーサプライの伸び率の低下には、80年代後半の資産価格上昇等を受けたマネーサプライの高い伸びの反動といった要素も強く、前年対比での伸びが低いからといってストックでの水準自体が過小であるとは思えない

3) 田中直毅氏は以下のように述べている。

「12%という高い伸び率を維持すれば、インターバンクの金利である無担保コール翌日物は金利がゼロになるではないか、というコメントが寄せられるかもしれない。

しかし、インターバンクで日銀券があふれ、金利が限りなくゼロに近づいたとしても、そのことが大きな弊害をともしないかぎりかまわない、というのが本来であろう。これまで日銀は、このレートが公定歩合水準よりも少しだけ低いところに落ち着くように調整してきたようだが、結果として金融面から実態経済の振れを大きくしてしまった、というのが実情だ。今日のような経済活動の異常収縮が起きているところでは、インターバンクで資金を取り入れる銀行にとって、追加的費用がゼロに近づいたとしても弊害は起きそうにもない」田中 [20] 70ページ以下。

4) 翁氏は以下のようにも述べている。

「いろいろな問題を抱えつつも取りあえず成長軌道に乗りつつある現在の日本経済の状況は比べものにならない」翁 [14]。

い」(翁 [12] 110ページ)。

一方、マネタリスト的な考え方に立つと、わが国の貨幣ストック水準は過小である、ということになる。前述の1997年4月18日の『日本経済新聞』[6]において、4%~8%のルールを加藤教授は提案している⁵⁾。岩田教授は5%~6%を主張している⁶⁾。三和総合研究所の嶋中雄二氏と創価大学の小林孝次先生は7%~8%を主張している^{7) 8)}。カーネギー・メロン大学のアラン・メルツァー教授は6%~7%を主張している⁹⁾。日銀の翁氏とマネタ

5) 加藤教授は以下のように述べている。

「具体的に言えば、向こう10年間、日銀は年々のマネーサプライ ($M_2 + CD$) 増加率を4~8%の範囲内に収めるように金融政策を運営すべきである。この前提として、趨(すう)勢的な実質経済成長率を3.5%、『マーシャルのk』(名目GDPに対するマネーサプライの割合)の趨勢的増加率を1%、許容可能な趨勢的GDPデフレーター上昇率を1.5%とした。これらの合計である6%に、上下2%ずつの幅を持たせたものである」加藤 [6]。

6) 岩田教授は以下のように述べている。

「日本銀行は9月8日に、公定歩合を0.5%まで引き下げたが、今後は、マネーサプライの伸び率が、潜在成長率から判断して、5~6%と考えられる適正水準で安定するまで、金利の低め誘導を執拗に続けるべきである」岩田 [5] 11ページ。

7) 嶋中雄二氏は以下のように述べている。

「金融政策面で強調したいことは、マネーサプライは中期的に見て7~8%の伸びが必要だということです。従って、この水準にまで伸びを緩やかに加速していく政策努力を一層、日銀に望みたいと思います」嶋中 [16] 13ページ。

8) 小林先生は以下のように述べている。

「ところで、現在のマネーサプライの減少については、景気停滞と資産デフレによる貨幣需要の減少が原因であり、貨幣の供給は決して不足はしていないとの見解がしばしば示される。そしてその証拠として現在、金利は十分低くなっており、金融は十分緩和しているといわれている。しかし、貨幣供給量が不足しているかどうかは、ある基準となる貨幣需要量に対して議論されるべきものである。その基準となる貨幣需要量とは自然産出高・完全雇用国民所得に対する貨幣需要量であり、自然産出高・完全雇用国民所得が現在もなお4~5%で成長しているなら、やはり7~8%の増加率でもってマネーサプライを増加させるべきである。現在の不況下での縮小したGNPに対する貨幣需要量を基準にして、マネーサプライが不足していないとするのは誤りである」小林 [8] 106ページ以下。

9) アラン・メルツァー教授は以下のように述べている。

「低すぎる。過去数年間にわたって低いと考えていたが、現在は今まで以上に
(次頁脚注へ続く)

リスト的な考え方の相違は貨幣数量説の考え方の相違である。貨幣とGDPの関係で、翁氏は双方向的な関係を考えているのに対して、マネタリストは貨幣からGDPへの因果関係を考えている。これは翁氏とマネタリストの経済観の相違であろう。ここから先は、理論の問題ではなくて、経験上の問題となるであろう。翁氏が「ストックが過小ではない」と主張したのは、1992年10月であるが、1998年9月になっても、平成不況から脱出できないのは、貨幣ストックが過小のためではないですか、という素朴な疑問が生じる。

8. マネーサプライのコントロール

かつて、翁氏は、買いオペによって、マネーサプライを増加させることは、不可能ではないが、無理である、というようなことを主張していた¹⁰⁾。その理由は、何となく、判っていたが、加藤・翁論争で、明白になった。ハイパワード・マネーを増加して、短期金利をゼロ近くまで下げることができないために、ハイパワード・マネーを増加させることが無理なのである。買いオペは短期金利がゼロ近くまで下がるという副作用があるのである。この短期金利がゼロ近くまで下がるという副作用が受容可能かどうかということで、翁氏は買いオペが無理なのである。しかし、このことは、日銀がハイパワード・マネーをコントロールする能力がない、ということではない。日銀が、技術的に、ハイパワード・マネーをコントロールすることができる、と翁氏は認

そう思います。資産価格の下落が続いているからです。都市部の住宅価格は83年の水準まで下がっています。これは金融政策が非常に引き締めすぎだということです。M₂+CDは前年比6-7%はなければならない」メルツァー [10]。

10) 翁氏は以下のように述べている。

「この場合、オペで無理に超過準備を作ろうとすることの帰結は、短期金利が単に大きく低下することにとどまらずゼロにまで落ちることであり、短期金利をゼロにしてしまえば貸し出しの採算性は高まるから、確かに『オペによって通貨を増やすことは無理であっても不可能ではない』。しかし、通常の金融市場では短期金利がゼロという状況は許容し難いから、オペによって量的ルートからマネーサプライを増加させることができる、という理解はわが国の金融システムに即した正しいものであるとは思われない、と言うことになる」翁 [13] 144ページ。

めているようである。前述したが、あとは、短期金利が、本当に、ゼロ近くまで下がった時に、どのような弊害が生じるのかという問題である。この点に関しては、前述しているので、ここでは省略する。

9. 流動性のわな

不況になると、「流動性のわな」に陥っている、とよくいわれる。「流動性のわな」もケインジアンとマネタリストの論争点のひとつである。貨幣を増加しても、金利が下がらないことを「流動性のわな」というのである。ケインズがこの「流動性のわな」を考え出したのである。したがって、ケインジアンは、この「流動性のわな」を、不況期において、よく使いたがるのである。一方、マネタリストは「流動性のわな」の存在を信じていないのである。マクロ経済学の理論において、「流動性のわな」に陥っている場合、金融政策は役に立たないで、財政政策のみが有効なのである。ところが、橋本首相の時代から、何回も、財政政策である新総合経済対策を行ってきたが、効果がなかったようで、現在（1998年9月）でも、不況のままである。「流動性のわな」ではなくて、おそらく、別の不況の原因があるのであろう。

三和総合研究所の嶋中雄二氏は「流動性のわな」に陥っていない、と主張している¹¹⁾。嶋中氏は以下のように述べている。

11) また、嶋中氏は、別のところで、以下のように述べている。

「今回の調整インフレ論の発端は、5月上旬に発表されたMITのP・クルーグマン教授の『日本のわな』と題する論文であったが、この中でクルーグマン教授は、日本経済は名目金利がこれ以上下がらないという『流動性のわな』に陥っている、と説いている。

だが、98年度版『経済白書』が指摘しているように、昨年末から3月末にかけて日銀が大量の資金供給を行った際にコールレートが低下した事実がある。また、貨幣需要変化の長期金利変動に対する弾性値として、最長期国債利回りの前年差に対するM₂+CDの前年比の比率を見ると、足元まで低水準で推移しており、貨幣需要の金利弾力性が無限大となる流動性のわなの発生を示す事実は見いだせない」嶋中 [18]。

「金融政策がもう効かないという議論のなかに、いま流動性のわなにはまわっているという見方がある。流動性のわなは債券と貨幣需要との関係を想定して、ケインズが『一般理論』で示した概念だが、もし、そのわなに入っているとすれば、貨幣需要は金利に対して無限に弾力的でなければならない。つまり、ある水準まで長期金利が下がっていくと、それ以上は絶対下がらない。あとは貨幣ばかりが保有される。現実にもそういう世界になっているなら、金融政策が効かないという想定は可能だ。

ところが、そうはなっていない。長期金利はどんどん下がっている。貨幣需要は無限に弾力的でもない。金融政策はいまも依然として有効なのだ」(嶋中 [17] 51ページ)。

マネタリストは、貨幣数量説で、不況を説明する。不況期では、一般に、マネーサプライの増加率が低下していて、デフレ状態になっている。流通速度である V が下落し、同じことだが、貨幣需要である k が増加している。したがって、タンス預金の増加、預金量の減少、貸し渋り、借り渋りが生じている。わが国の平成不況は、まさに、この状況であるといえよう。このような不況期において、「流動性のわな」に陥っていないので、買いオペが有効であるとマネタリストは考えている¹²⁾。

12) マネタリストの総帥であるフリードマンも以下のように述べている。

「ただ、どうもよく理解できないのは、日銀のこれまでの対応だ。例えば彼らは、マネーサプライを拡大すべきときに、これをやらなかった。

中央銀行というのは、どの国でも公定歩合に気をとられがちだ。日銀の担当者は『やるべきことはすべてやった。その結果、金利がこんなに鎮静しているじゃないか』と胸を張る。だが、たとえ金利がゼロになったとしても、それが経済成長にどんな効果を与えるというのか。

日銀はほかにやるべきことがあった。市場で国債を買い上げてしまえばよかったのだ。その結果、通貨の流通量が増えて、バブル崩壊後の異常事態を是正できたはずだ。ところが日銀は、マネーサプライを削減してこれに対処しようとした。その結果、日本経済は上昇活力を失ってしまった」(フリードマン [3] 46ページ以下)。

10. 調整インフレ論

マサチューセッツ工科大学のポール・クルーグマン教授〔9〕は「調整インフレ論」を主張している。マネーサプライを、長期的に、増加させて、インフレ期待を作り出し、本当に、インフレを発生させて、デフレ・スパイラルを防ぐ、というのが「調整インフレ論」である。東京大学の伊藤元重教授〔4〕も同様な「調整インフレ論」を主張している。日銀が国債を購入するか、法定預金準備率を下げることによって、インフレを引き起こし、デフレ・スパイラルを防ごうとしている。インフレとデフレで、どちらが怖いかという点で、デフレの方が怖い、と伊藤教授は考えている。この「調整インフレ論」は、マネタリストの買いオペの主張と、ほとんど、同じである。しかし、マネタリストは、積極的に、インフレを引き起こそうとは考えていない。

11. 政策提言

前述したが、加藤寛孝教授はマネーサプライの増加率を4%~8%のルールを提案している。岩田規久男教授は5%~6%のルールを提案している。嶋中雄二氏と小林孝次先生は7%~8%のルールを主張している。アラン・メルツァー教授は6%~7%のルールを主張している。筆者は、マネーサプライの増加率のルールは7%~8%でよいと考えている。現在のわが国の経済はデフレの入口に立っている。貨幣は、人間でいうと、血液である。その血液の廻りが悪くなってしまっている。こういう経済状況から抜け出すためには、7%~8%のマネーサプライの増加率が必要であると考えている。バブル期において、マネーサプライの増加率は12%~13%であった。10%まで行かない、7%~8%のマネーサプライの増加率が適当である、と筆者は考えている。

12. むすびにかえて

かつて、フィリップ・ケイガンは以下のように述べていた。

「地金主義者対反地金主義者，通貨学派对銀行学派，そしていまや，マネタリスト対ケインジアン。有名な論争に参加することはなんとすばらしいスポーツではないか」(筆者訳，Cagan [1] p. 85)。

たしかに，地金論争，通貨主義と銀行主義の論争，ケインジアン－マネタリスト論争に参加するのは楽しいことかもしれない。しかし，わが国の経済が，デフレ状態で，調子が悪く，国民が経済の見通しに自信を失っている状態では，ケインジアン－マネタリスト論争に参加しても，とても，楽しいとはいえないであろう。「岩田・翁論争」と「加藤・翁論争」はケインジアン－マネタリスト論争と考えられる。バブル期というのは好景気であり，国民全員が浮かれていたであろう。すべてがうまく行っていたのであった。バブル期には，「岩田・翁論争」は生まれなかったであろう。バブルが弾けて，不況になり，すべてがうまく行かなくなって，因果関係や責任論である「岩田・翁論争」が登場したのでであろう。景気が良い時には，楽しいケインジアン－マネタリスト論争は，おそらく，活発にはならないのであろう。

参考文献

- [1] Cagan Ph., *Monetarism in Historical Perspective*, In : Thomas Mayer, et al., *The Structure of Monetarism*, 1978.
- [2] Friedman, M., "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, March 1968. 新飯田宏訳『インフレーションと金融政策』（日本経済新聞社, 1972年）。
- [3] ミルトン・フリードマン「ミルトン・フリードマンが占う世紀末の世界経済」『フォーブス』1998年4月号。
- [4] 伊藤元重「インフレ性悪説から脱しよう」『This is 読売』1998年9月号。
- [5] 岩田規久男「デフレはなぜ起きるのか」『エコノミスト』第73巻第44号, 臨時増刊, 1995年10月16日号。
- [6] 加藤寛孝「金融政策の核に『通貨供給』」『日本経済新聞』1997年4月18日。
- [7] 加藤寛孝「『通貨供給』, 目標設定は可能」『日本経済新聞』1997年8月18日。
- [8] 小林孝次「最近のマネーサプライの異常な変動について——ハイパワードマネー——とマネーサプライの因果関係テスト——」『創価経済論集』第23巻第3号, 1993年12月。
- [9] ポール・クルーグマン「畏に落ちた日本経済」『This is 読売』1998年9月号。
- [10] アラン・メルツァー「日銀, 地価上がるまで緩和を」『日本経済新聞』1998年8月2日。
- [11] 西山千明編『フリードマンの思想』（東京新聞出版局, 1979年6月）。
- [12] 翁邦雄「『日銀理論』は間違っていない」『週刊 東洋経済』第5101号, 1992年10月10日号。
- [13] 翁邦雄「政策論議を混乱させる実務への誤解」『週刊 東洋経済』第5116号, 1992年12月26日号。
- [14] 翁邦雄「『通貨供給』, 目標設定は困難」『日本経済新聞』1997年6月19日。
- [15] 翁邦雄「『通貨供給』操作, 金利に影響」『日本経済新聞』1997年10月8日。
- [16] 嶋中雄二・鈴木淑夫・田原昭四・宮本邦男「『バブル崩壊不況』が始まった!!」『週刊 東洋経済』第5049号, 臨時増刊 1992年2月7日号。
- [17] 嶋中雄二「戦後最大のデフレは不可避」『論争 東洋経済』1998年7月号。
- [18] 嶋中雄二「追加緩和で“リフレ”推進」『日本経済新聞』1998年7月28日。
- [19] 建部正義『貨幣・金融論の現代的課題』大月書店, 1997年。
- [20] 田中直毅「マネタリーベースを持続拡大させよ」『論争 東洋経済』1998年9月号。
- [21] 吉野正和「貨幣面におけるバブルと不況」『徳山大学論叢』第46号, 1996年12月。