

【論 説】

トランスミッション・メカニズムの変質と 二つの貨幣供給ルート（Ⅱ・完）

——1970・80年代米国における信用創造メカニズム——

野 下 保 利

目 次

- 1 はじめに
- 2 理論的概観——マネーサプライと内生的貨幣供給
- 3 アコモデート仮説と構造的内生説（以上81号）
- 4 内生的信用拡張の限界と準備供給（以下本号）
 - 4.1 1980年代における銀行貸付と準備
 - 4.2 負債管理の限界
 - 4.3 80年代における準備供給の役割
- 5 むすび

4 内生的信用拡張の限界と準備供給

4.1 1980年代における銀行貸付と準備

1970・80年代において米国商業銀行の貸付能力を増強させた要因として注目を集めたのが、銀行勘定の負債面に生じた変化、いわゆる管理可能負債の出現であり、銀行経営上負債管理と呼ばれる手法の拡大であった。負債管理は、要求払預金に代えてより低い必要準備率、もしくはいかなる必要準備も要求されない大口のCD、ユーロ・달러などの準備節約型債務を発行し、現金準備を節減することによって所与の準備のもとでの貸付能力を増強するものであった。

トランスミッション・メカニズムの変質と二つの貨幣供給ルート（Ⅱ・完）（野下）

戦後以来相対的な地位低下を被ってきた商業銀行は、資産拡大のネックとなる資金調達源の伸び悩みを克服しようとして、1960年代にCDの導入を開始した。70年代以降、管理可能負債の調達は、金融制度改革も手伝って商業銀行、とりわけマネーセンター・バンクの資金調達手段として一般化してきた。このような準備節減による市中銀行組織の信用拡張ルートは、70・80年代にいっそう重要性を帯びることになった。ポスト・ケインズ派の内生的貨幣供給説が主張するように、70・80年代の資金供給、特に商業銀行の貸付拡大メカニズムにおいては、負債管理による準備節約に基づいた信用拡張ルートが主要な役割を果たしたのであった。⁽¹⁾

1970・80年代の商業銀行の貸付拡大において、準備節減による信用供給が主ルートをなしていたと主張するだけでは、この時期の貸付拡大のストーリーを語りつくしたことはない。事実、1980年代に入ると、それまで信用拡張を支えてきた管理可能負債の調達が一定の限界に達したのに対して、連銀による準備供給は増加傾向を呈し、70年代にはみられなかったいくつかの新たな特徴が現れてくる。⁽²⁾

1970・80年代における信用拡張過程、特に商業銀行の貸付拡張をもたらしたメカニズムの特徴を捉えるためには、市中銀行組織の内生的な信用供給過程と外生的貨幣供給、すなわち連銀による準備供給の役割との関連があらためて検討される必要がある。この点についての分析の欠如は、80年代に顕在化する管理可能負債の調達による貸付拡張ルートの限界と貸付拡張に果たした連銀による準備供給の役割を過少評価することになり、当該期の信用拡張過程の性格を把握することを妨げることになるからである。⁽³⁾

4.2 負債管理の限界

負債管理の導入による準備節減に基づいた銀行貸付の拡張は、銀行経営上からも金融システム全体にとっても重大な限界を内包していた。

(1)負債管理は現金準備を可能なかぎり節減させ貸付を拡大した。このことは、信用システム全体が過小な準備のうえに築かれることを意味している。その結

トランスマッション・メカニズムの変質と二つの貨幣供給ルート（Ⅱ・完）（野下）

果、ひとたび金融引締めがなされると、資金需給は過度に圧迫され、金利上昇が加速されることになる（深町 [1982] 38ページ）。

(2)取引残高や小口の貯蓄性資金に比べて、大口の短期資金はより浮動的でポートフォリオ・シフトが生じ易く、金融市場の不安定度を高めた（Moore [1988] p. 38）。

(3)銀行の負債勘定において市場性資金などの金利感応度の高い負債のウェイトが大きなものとなると、金利変動が資金調達コストの変化を通じて銀行の収益に影響する度合が著しく増大する。金利が急速かつ大幅に変動する状況が続くと、短期金利の上昇とともに金利連動性の高い管理可能負債の金利は率先して急上昇してくる。それは、たんに利鞘の縮小や逆鞘の発生をつうじて収益性を悪化させるばかりでなく、長期・固定的である資産をもつ銀行や相対的に収益性が劣り市場性資金の調達困難な銀行に流動性危機さえももたらすのである⁽⁴⁾。

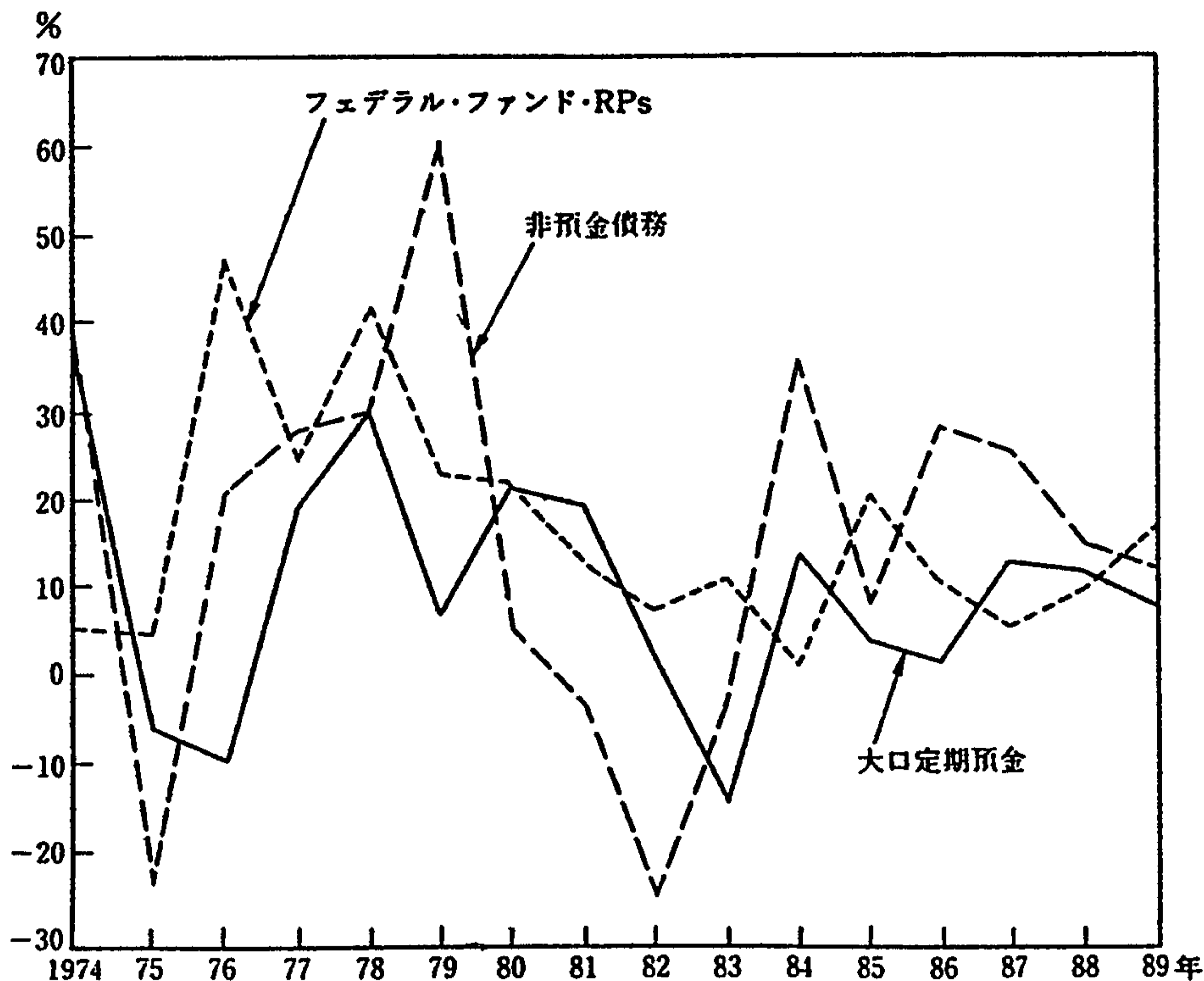
(4)負債管理は大量のインターバンクでの貸借をとまなうため、一銀行の破綻は直接に連続的な銀行破綻を生み出し金融システム全体を危機に巻き込む可能性が極めて強くなる（Harrington [1987] p. 132）。

1979年、ボルカーが準備供給の伸び率抑制を主要な政策目標とした新金融調節方式を採用し短期金利が急騰したとき、これらの負債管理による貸付拡張ルートが内包していた限界は顕在化し、金融システムの流動性危機が現実的なものとなったのである（Ballarin [1987] 147ページ⁽⁵⁾）。

金利の乱高下と流動性不安は、商業銀行にとって市場性資金の調達コストを高いものとした。とくにCDなどの相対的にコストが高いオープンマーケットの有期の管理可能負債の調達は、しだいにコスト面から優位さを失い困難となった。この結果、商業銀行はフェデラル・ファンドや証券レポなどインターバンクを通じるより短期性の市場性資金の調達への依存を強めるようになる。大口定期預金の伸び率が83年以降減退し、また資金調達源泉に占める割合も減少していくのに対して、フェデラル・ファンド・RPsといった短期インターバンク資金の資金調達に占める割合は増加していった（図4-1参照）。

短期の市場性資金の調達は資金の浮動的移動に対していっそう脆弱な構造に

図4-1 管理可能負債の推移（前年比伸び率，％）



注：各数値は、各年度平残の前年比伸び率である。

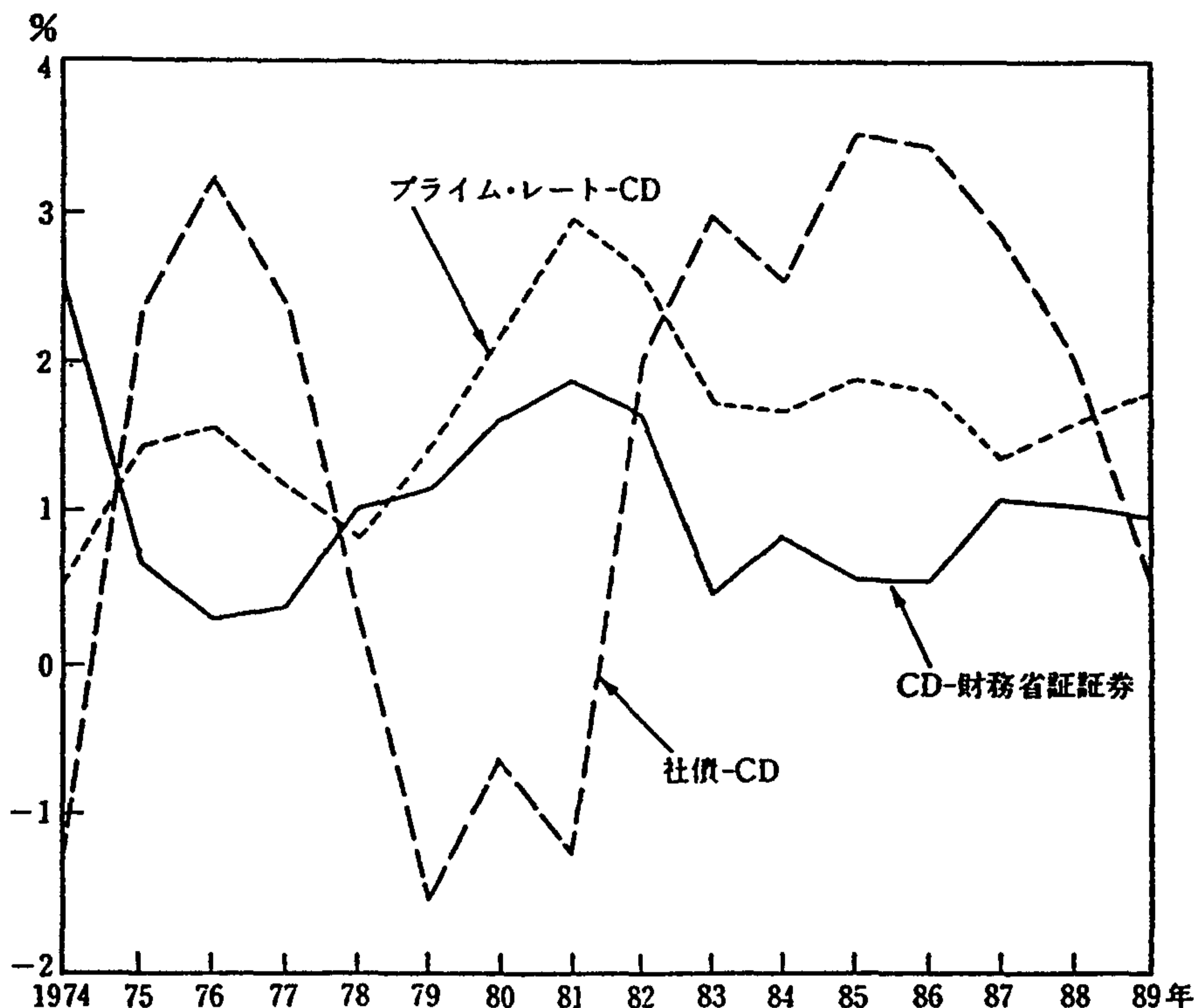
出所：Annual Statistical Digest 各巻，Federal Reserve Bulletin 各号および CITIBASE.

市中銀行組織を転換させることを意味し，資金需給のわずかな変化に対しても流動性リスクを顕在化することになる。80年代中葉以降，商業銀行の安定性に対する疑義がしだいに高まっていき，資金調達にともなうリスク・プレミアムを上昇させていった（Dankner/McLaughlin [1985] p. 837）。図4-2は，CDに対するプライム・レート，国債および事業会社社債との金利格差の推移をみたものである。80年代後半には，プライム・レートとCDの金利格差が一貫して縮小するなかで，CDと国債の金利格差は拡大し，さらには事業会社社債との金利差も急激に縮小している（図4-2参照）。この事実を，80年代中葉以降市中銀行組織の流動性リスクが極めて高くなったことを示している。

4.3 80年代における準備供給の役割

負債管理による資金調達が限界に達していたにもかかわらず，商業銀行の貸

図4-2 金利格差（％）



注：プライム・レート-CD および CD-財務省証券の金利格差は、3ヵ月物 CD 利回り、3ヵ月物財務省証券利回りを使用している。社債-CD の金利格差は、Moody Industrial の平均利回りおよび6ヵ月物 CD 利回りを使用している。

出所：CITIBASE.

付伸び率は、1980年代においても急減を示さないばかりか、中葉以降一定の回復さえ示している（表4-1，コラム(3)(15)参照）。準備節減的な信用拡張ルートの限界は何によって克服されたのだろうか。

貯蓄金融機関の危機の表面化と貯蓄性小口預金の金利低下によって、商業銀行は小口資金を集めることができた。それが管理可能負債への依存を低下させることを可能としたと指摘されている（Duca/McLaughlin [1990] p. 482）。

この点を確認するために、商業銀行貸付についての管理可能負債、小口貯蓄性預金、非預金債務、大口定期預金、現金準備の伸び率からなる回期分析をおこなったものが表4-2である。みられるように1970年代から80年代の全期間についてみた場合および80年代の場合において、小口貯蓄性預金は統計的に有意ではない。これに対して注目されるのは、準備供給が80年代に入って、統計

表 4-1 準備集計量の推移

循環（四半期）	総準備 (100万ドル) (1)	総準備 伸び率 (2)	貸付 伸び率 (3)	(3)-(2) (4)	非借入準備 (100万ドル) (5)	借入準備 (100万ドル) (6)	(6)/(1) (7)	(6)/(5) (8)	過剰準備 (100万ドル) (9)	自由準備 (100万ドル) (10)	過剰準備/ 総準備 (11)	過剰準備/ 必要準備 (12)
1948：Ⅳ-53：Ⅰ	18,656.80	3.80%	10.70%	6.90	18,292.06	364.74	0.020	0.020	762.83	398.09	0.041	0.043
1953：Ⅱ-57：Ⅱ	19,156.69	-1.67%	9.33%	11.00	18,584.67	572.02	0.030	0.031	632.59	60.57	0.033	0.034
1957：Ⅲ-60：Ⅰ	18,692.58	-0.85%	6.87%	7.72	18,065.18	627.39	0.034	0.035	514.48	-112.91	0.028	0.028
1960：Ⅱ-69：Ⅲ	21,965.79	4.12%	9.80%	5.68	21,586.17	379.62	0.017	0.0.8	424.55	44.93	0.019	0.020
1969：Ⅳ-73：Ⅲ	30,699.79	4.73%	12.38%	7.65	29,911.04	788.75	0.026	0.026	201.19	-587.56	0.007	0.007
1973：Ⅳ-79：Ⅳ	36,668.73	4.04%	11.61%	7.57	35,813.24	855.49	0.023	0.024	201.45	-654.04	0.005	0.006
1980：Ⅰ-81：Ⅱ	41,903.22	-0.64%	8.12%	8.76	40,442.67	1,460.56	0.035	0.036	280.78	-1,179.78	0.007	0.007
1981：Ⅲ-89：Ⅳ	48,694.14	5.14%	9.41%	4.28	47,188.54	1,505.60	0.031	0.032	757.59	-812.78	0.016	0.016
期間（年）	(13)	(14)	(15)	(15)-(14) (16)	(17)	(18)	(18)/(13) (19)	(18)/(17) (20)	(21)	(22)	(23)	(24)
1950-54	19,063.90	-2.15%	10.200%	8.05	18,654.97	417.93	0.022	0.022	740.42	322.48	0.039	0.040
1955-59	18,822.17	-0.65%	9.194%	9.84	18,148.52	637.65	0.036	0.037	539.48	-134.17	0.029	0.030
1960-64	19,644.90	2.11%	8.869%	6.76	19,415.05	229.85	0.012	0.012	502.47	272.62	0.026	0.026
1965-69	24,394.13	5.80%	10.900%	5.10	23,805.87	588.27	0.024	0.025	338.35	-249.92	0.014	0.014
1970-74	32,213.92	5.95%	13.550%	7.60	31,161.35	1,052.57	0.033	0.034	199.82	-852.75	0.006	0.006
1975-79	36,796.00	2.72%	10.330%	7.61	36,206.07	589.93	0.016	0.016	202.07	-387.87	0.005	0.006
1980-84	40,124.07	-1.65%	9.080%	10.73	38,404.57	1,719.50	0.043	0.045	423.98	-1,296.52	0.011	0.011
1985-89	55,226.93	10.19%	9.360%	-0.83	53,948.75	1,278.18	0.023	0.024	948.15	-330.03	0.017	0.017

注：準備の各項目は、1945-58年期は加盟銀行、59年以降は預金金融機関の数値（12月末残，季節調整済み）である。貸付総額の73年以降の数値は，貸付＋リース総額（12月末残，季節調整済み，必要準備について調整済み）を使用している。なお循環の時期区分は NBER のリファレンス・サイクルをつかっている（第8循環のみ89年度第4四半期までの数値を示している）。

出所：Banking and Monetary Statistics 1941-1970, Economic Report of the President 各年および CITIBASE

表 4-2 伝統的預金，管理可能負債，準備

従 属 変 数	商業銀行貸付前期比伸び率		
独立変数	期間（四半期）		
	1975：Ⅱ-90：Ⅱ	1975：Ⅱ-82：Ⅳ	1983：Ⅰ-90：Ⅱ
定 数	0.0182 (7.167)	0.0170 (3.681)	0.01553 (4.772)
要 求 払 い 預 金	-0.0298 (-0.584)	0.0351 (0.572)	-0.211 (-2.580)
小 口 預 蓄 性 預 金	-0.8238 (-0.591)	0.0544 (0.787)	-0.0726 (-1.318)
非 預 金 債 務	0.0553 (3.445)	0.0544 (2.751)	0.0301 (1.287)
大 口 定 期 預 金	0.083 (2.383)	0.1363 (2.492)	0.1565 (2.485)
準 備	0.0962 (1.221)	0.0006 (0.006)	0.3750 (2.941)
\bar{R}^2	0.600	0.762	0.565
D.W.	2.219	2.030	1.947

注：従属変数，独立変数はすべて，前期比伸び率（四半期ベース）について計測している。なお，各係数は自己回帰（AR(1)）を使って修正をほどこされたものである。

出所：Flow of Funds Accounts, *Annual Statistical Digest* 各巻, CITIBASE.

上高い有意性（95％以上の有意水準で）を示すようになっていることである（表 4-2 参照）。

準備供給の動向においても，1980年代中葉以降明らかな変化を確認できる。70年代から80年代初頭にかけて抑制的であった総準備の伸び率は，上昇に転じている（表 4-1，コラム(2)(14)参照）。市中銀行組織における準備節減の傾向を反映して戦後一貫して低下趨勢をたもってきた過剰準備や過剰準備の必要準備に対する比率も，70年代末までとは異なり80年代に入ると上昇傾向を示すようになった（表 4-1，コラム(9)(21)および(12)(24)参照）。これらの事実，準備節減的な貸付を主軸とした信用拡張ルートが一定の変質を被り，準備供給が銀行貸付の拡張に重大な影響を与えるようになったことを示している。

なぜ準備供給が増大基調を帯びるとともに，銀行貸付との関連が強まったの

トランスミッション・メカニズムの変質と二つの貨幣供給ルート（Ⅱ・完）（野下）
であろうか。

第一に、連銀による準備供給は、市中銀行組織の準備需要に対して順応的に供給される傾向が強く、抑制的な金融政策下においても準備供給は減少せず、むしろ銀行貸付の増大によって拡大する傾向さえもっていた（Wray [1989] p. 249）。とりわけ、1986年に必要準備率算定の事後的手法（lagged reserve accounting）が導入され、必要準備率の算定日と達成日とのタイム・ラグが二週間に延長されると、商業銀行がおこなった貸付・投資活動の結果に追隨して供給される準備が増大していく傾向が強まることになった（Moore [1984] p. 108⁽⁶⁾）。

第二に、81年のレーガン政権の登場によるサプライ・サイド・エコノミックスの実施は、大規模な減税と防衛予算の拡大をともない、1983年には巨額な連邦政府財政赤字をもたらすことになった。この財政赤字の拡大と急速な景気回復⁽⁷⁾が金融政策を緩和させ、準備供給を増大させた一つの原因をなしている。消費主導の拡張過程が、流通現金および取引残高の需要を増大させ、準備供給の拡大を必要としていた。また多大な国債発行は金融市場への圧迫を緩和するためにも金融が緩和されることを必要としたからである⁽⁸⁾。

しかし、以上指摘した諸要因だけをとって、準備供給を増大させ、銀行貸付との関連を強めた主要な原因とするのは問題を含んでいる。金融抑制下においても、連銀の準備供給が市中銀行組織からの準備需要から全く独立しておこなわれたわけではなく、準備需要に順応的な供給が一部なされたことは事実であるとしても、そのことだけによっては80年代における準備供給が増大したことを説明できない。また、80年代中葉に金融政策が一定緩和されたことも事実である。しかしまた、連銀はドルの急落とインフレを阻止をするために金融抑制的な政策スタンスを維持して⁽⁹⁾もいた。80年代における準備供給を増大させ、貸付拡大に有意な影響を与えるにいたったもっと本質的かつ決定的な原因が存在⁽¹⁰⁾していたと考えられる。

第三に、そしてもっとも大きな影響を準備供給の増大に与えたのは、80年代に入って金融危機が深刻さを増し連銀の最後の貸し手としての役割が拡大した

トランсмッション・メカニズムの変質と二つの貨幣供給ルート（Ⅱ・完）（野下）
ことであった。

1974年にユーロ・インターバンク市場から大量の借入をしていたフランクリン・ナショナル銀行の倒産時にCDやフェデラル・ファンドの巨額の流出を経験して以来、負債管理を採用している銀行の倒産の脅威はより現実的なものとして連銀など連邦監督当局を悩ませてきた。負債管理を採用する銀行は、流動性危機の可能性を高めるからである。このような事態の推移のなかで、市中金融組織の金融危機を深刻化する決定的契機となったのは、1979—82年における新金融調節政策の採用による準備供給の抑制であった（Fazzari/Minsky [1984] p. 100）。80年代には過去に比して金融危機が多発し、深刻化することになる。

1980年のハント兄弟の銀投機失敗による金融界の動揺からはじまり、82年5月のドリスデール証券とペン・スクエア銀行の倒産、同年9月にはメキシコ政府の債務不履行を懸念して途上国の累積債務危機が勃発する。1984年にはコンチネンタル・イリノイ銀行が大口預金者の取り付けにあい、事実上倒産する。同年夏には、米国最大の貯蓄金融機関であるアメリカ貯蓄貸付組合への取り付けが発生し、85年に入るとオハイオおよびメリーランド州の州保険下の貯蓄貸付組合への取り付けが生じる（Wolfson [1986] p. 4）。87年にはついに株式市場が暴落し、87年から89年にかけて「米国において最も経営基盤が強固で積極的な銀行と目されていたテキサスの主要5行」が経営危機に陥ることになった（Jones [1991] 89—92ページ⁽¹¹⁾）。

このように多発し深刻度を増してくる金融危機は、80年代における連銀政策の課題を変化させざるをえなくした。⁽¹²⁾抑制的な金融政策は必ずしも全面的に放棄されなかったにもかかわらず、連銀は金融危機を回避するため、82年以降借入準備の伸び率を規制する政策へと転換し、市中からの資金需要に順応的に準備供給をおこなうようになった（Baghestani/Mott [1988] p. 485）。さらに金融危機の深まりとともに、しだいに最後の貸し手機能の側面が全面に出てき、それが準備供給の拡大をもたらすことになった。

金融危機に対しての最後の貸し手としての連銀の役割については、いくつか

トランスマッション・メカニズムの変質と二つの貨幣供給ルート（Ⅱ・完）（野下）
の事例を挙げることができる。例えば、コンチネンタル・イリノイの場合、「つぶすには大きすぎる（too big to fail）」政策によって救済のための借入特別枠が発動された。連銀は、救済資金を相殺するため金融市場から準備を引き上げる行動にでたが、コンチネンタル銀行の最終的な救済のために投入された資金は貸付枠も含めて90億ドル近くにも達する史上例をみない巨額なものであった（Harrison/Bluestone [1990] p. 58）。その後同様な事例が立て続けに生じることになる。1987年10月の株式暴落時には、銀行取り付けと制度の崩壊を回避⁽¹³⁾するため、連銀はいかなる行動もとるとの声明を発表する。1989年10月の株式暴落時には、連銀理事会内部の意見対立にもかかわらず金融緩和がおこなわれてた。このように金融危機に際して、連銀が必ずしも割引窓口を通じてではないが、流動性供給をおこなう事例が多発してくる。

Giordano は、1970・80年代の金融危機における連銀の反応を分析し、連銀の介入が、取り付けを防止するための緊急融資などの一時的な流動性供給からはじまって、最終的に公開市場操作をつうじた非借入準備の供給による流動性の恒常的投入がおこなわれたことを確認している（Giordano [1987] pp. 1-3）。中央銀行の最後の貸し手機能は、発動回数が増加しただけでなく、金融危機回避の目的のために公開市場操作を介して半ば恒常的に使用されるようになってきた。管理通貨制度における中央銀行による最後の貸し手機能という一時的・限定的役割が、半ば恒常的に組み込まれてきた点に過去との重大な相違点がある（Wojnilower [1985] pp. 355-6）。

金融当局は財政赤字から生じるかもしれないインフレ抑制とドル急落を阻止するために慎重姿勢を維持しようとしていたにもかかわらず、金融引締めが過度の信用収縮をもたらすため、連銀は金融引締めをすぐさまとりやめただけでなく、金融システムの安定性を維持するために半ば恒常的に流動性を供給せざるをえなくなったのである。⁽¹⁴⁾膨大な金融資産が堆積するとともに、負債管理による資金調達が限界に達しているなかでは、貨幣供給を管理するための抑制的金融政策と金融システムの安定性維持は鋭く対立したからである⁽¹⁵⁾（Fazzari/Minsky [1984] p. 102）。ここで強調されるべき点は、市中銀行組

織からの準備需要に対して連銀が順応的に準備を供給したのは、金融危機が深刻化したからである。アコモデート仮説が主張するように、連銀がつねに順応的な準備供給をおこなうとアプリアリに想定することはできない⁽¹⁶⁾。

一方における管理可能負債の伸び率の停滞、他方における準備供給の回復は、80年中葉以降、負債管理に基づく信用拡張が限界に達し、それに代わって準備供給に支持された信用拡張ルートが一定の回復を余儀なくされたことを示している。70年代から80年代初頭にかけての信用拡大が負債管理による準備節減的信用拡張として特徴づけられるとすれば、83年以降の商業銀行による信用拡張は外生的貨幣供給が貸付拡大を支える信用供給レジームが生まれたのである。注目すべき点は、83年以降準備供給の増大がなされなかったならば、貸付拡張は減退に向かったであろうということである。外生的な準備供給が負債管理による信用拡張ルートの限界を下支えし、貸付拡張を持続させることになったのである。すなわち、準備供給の拡大が負債管理によって支えられた貸付拡大の限界を先延べし、信用拡張を押し進めたのである⁽¹⁷⁾。他方、このことは、米国金融システムを一層脆弱な構造としたのである⁽¹⁸⁾。1970・80年代の資金供給過程を分析するに際して、このような外生的な準備供給の役割を看過するわけにはいかない。

5 むすび

市中銀行組織の信用供給態度の積極化によって主導された1970・80年代の商業銀行の貸付拡大は、準備供給から著しく乖離して信用供給がおこなわれた点に特徴があった。負債管理を導入することによって準備節減をおこない、貸付を拡大するという信用拡張ルートが決定的な役割を果たしたのであった。この意味において、管理通貨制度のもとにおける市中銀行組織の信用供給ルートの決定的意義を強調したポスト・ケインズ派の内生的貨幣供給説は重要な理論的意義をもっていると評価できる。

しかし、内生的貨幣供給説はいくつかの問題点をもっていた。第一に、通説

的立場であるアコモデート仮説は、内生性の根拠を中央銀行の準備需要に対する順応的な準備供給に求めており、それでは市中銀行組織の信用拡張メカニズムの分析を弱めることになった。第二に、アコモデート仮説に対して、貸付拡大の主な根拠として負債管理による準備節減を強調した構造的内生説においては、逆に貸付拡大過程における中央銀行による準備供給の意義について必ずしも十分な規定がなされていない。すなわち、管理通貨制度下における二つの通貨供給ルート相互の関連を把握する分析枠組みを未だ提示するに至っていない⁽¹⁹⁾かった。

負債管理によって支持された銀行貸付の拡大は、1980年代中葉に限界に達することになる。この限界を糊塗し、80年代後半の貸付拡張を支えたのが連銀による準備供給にはかならなかった。金融危機が深まりを示すとともに連銀政策の課題は変化し、最後の貸し手機能の発動が多発する。それは、半ば恒常的に金融政策のなかに組み込まれるようになってきた。最後の貸し手機能の半ば恒常化と連銀行動の市中金融組織への組み込みによって、準備は市中銀行組織からの準備需要に対して順応的に供給されるようになった。このようにして供給された準備が、準備節減による貸付拡大ルートがもつ限界を補完し、貸付拡大を長期にわたって持続的なものとしたのである。管理通貨制度下の二つの貨幣供給のルートは、代替的もしくは対立的な関係にあるのではない。信用拡張過程における内生的貨幣供給と外生的貨幣供給の構造的な相互補完関係にこそ注目する必要がある⁽²⁰⁾。

注

- (1) 以上の点についての詳細は、野下 [1992b] を参照。
- (2) “missing money episode” が議論された1970年代と相違して、80年代においては実質産出高に比べて貨幣供給の過剰が生じていた。すなわち、貨幣の流通速度の異常な低下（Stone/Thornton [1987]）が生じたのである。また過剰準備も増大傾向を示すことになった（Baghetani/Motto [1988]）。この点について Friedman [1988] は、80年代に資金の需給構造に根本的変化が生じており、たんに貨幣の定義変更や流通速度の低下として議論する立場を批判している。なお、

Brockway [1988] によれば、株式価格残高を考慮に入れば貨幣残高 (M_2) の過剰，したがって貨幣の流通速度の異常な低下はほぼ解消する。貨幣需要の変質，すなわち実物資産への取引需要から金融資産取引需要への貨幣需要のシフトは，当該期の資金供給構造の分析においても看過できない論点をなしている。しかし，本稿は，市中銀行組織の内生的信用供給と準備供給との関連の分析を課題としており，80年代における貨幣需要については取り扱っていない。この点については，Dow/Savil [1985] を参照。

- (3) Kaldor [1982] や Moore [1988] らのアコモデート仮説における中央銀行の位置づけについては，次の批判が提起されている。中央銀行がつねに準備需要に順応的に準備供給をおこなうわけではなく，むしろ貨幣供給の内生性は中央銀行の順応的な準備供給行動に依拠していない (Wray [1990] p. 134)。

このようなアコモデート仮説への批判は，一方では市中金融組織の信用創造過程についての理論的・制度的検討の必要性を提起するとともに，内生的貨幣供給の立場から中央銀行の役割，特に中央銀行による準備供給の位置づけをおこなうことを新たな課題として提起させることになる。Wray, *ibid.* および Pollin [1987] において，内生的貨幣供給の立場から中央銀行の準備供給の役割を位置づける試みが一部なされている。しかし，管理通貨制度の歴史的位相が十分に認識されていないため，当該課題について必ずしも意識的な取扱いがなされているわけではない。

- (4) 負債管理の銀行経営上の問題点については，佐久間/打越 [1982] 29－30ページおよび Baker [1984] 59ページ参照。
- (5) ボルカーの新金融調節方式の採用によるインフレ率の変動，金利の高位上昇，利回り曲線のシフトといった急激な金融環境の変化が，金融機関に流動性不足問題を惹起した (Cargil/Garcia [1983] 100ページ)。
- (6) Moore は，連銀のマネーサプライ伸び率の目標設定が曖昧であるばかりでなく，伸び率の上限を規定しているだけであることから，連銀による貨幣供給量の抑制が外見ほど強力に押し進められておらず，連銀の準備供給は総じて順応的であった点を強調している (Moore [1988] p. 81)。なお，1984年に必要準備の算定方法が再度変更され，必要準備率の算定と達成のタイム・ラグは二日間に短縮された。この変更の結果，商業銀行は必要準備を満たすため過剰準備を積み増す必要に迫られた。
- (7) Baghetani/Motto [1988] は，1980年代中葉の銀行の過剰準備の増大が金融緩和政策に基づくことを示している。
- (8) 80年代中葉以降の要求払い預金の伸び率は，一定の回復を示した。この回復には，レーガン政権下の景気回復ばかりでなく，1986年の税制改革にともなう優遇税制を享受することを目的とした資金取引をおこなうため要求払い預金の需要が増大

トランсмッション・メカニズムの変質と二つの貨幣供給ルート（Ⅱ・完）（野下）

したことや (Mahoney *et al.* [1987] p. 197), 1987年10月の株式暴落時に資金決済のための取引残高の需要が増大したことも (Board of Governor of the Federal Reserve System [1988] p. 161), 一部影響している。

- (9) 1980年代前半まで、金融政策は相対的に抑制的に推移していた (Epstein/Schor [1990] p. 148)。レーガン政権の拡張的財政政策に直面して連銀が抑制的政策スタンスをとることを余儀なくされた点については、宮崎 [1988] 172ページおよび Ballarin [1987] 65ページを参照。
- (10) Thornton [1988] は、1982年における借入準備の伸び率をターゲットにした金融政策の導入が、準備供給に拡張基調をもたらすことになったと主張している (*ibid.*, p.34)。連銀は、割引窓口をつうじる借入準備の供給を抑制することによって生じたフェデラル・ファンド・レートの急騰に際して、公開市場操作をつうじて非借入準備を供給したからである。しかし、市中銀行組織からの準備需要に対して連銀が準備を順応的に供給することが、制度的にアプリアリに前提されているわけではない (野下 [1992a] 15ページ)。金利の急騰が金融システムの安定を揺るがしたがゆえに、準備は順応的に供給されたのである。80年代の連銀の行動を分析するに際して、金融危機の深化との関連を看過することは重大な問題を含んでいる。
- (11) 1980年代における金融危機の深化が実体経済の悪化を基礎にもっていたことは言うまでもない。1980年代後半に一定の回復を示した米企業業績も、80年代中葉以降低迷し、しだいにハイリスク企業向け融資や不動産向け融資の焦げ付きが増大していった。89年第3四半期からはほぼ一貫して企業業績は減益へと転じる (Crabbe *et al.* [1990] p. 598)。また、家計も過大な金利負担にあえいでおり、消費者信用や住宅抵当金融の延滞率も上昇していた (Canner/Luckett [1991] p. 223)。こうして80年代中葉以降、不良債権が増加し、貸付資産の質の問題が顕在化してきた。損失準備の積増しが必要とされ、86年以降、銀行の収益は損失準備の積増しの増大によって大きく圧迫されることになる (Duca/McLaughlin [1990] p. 483; 数阪 [1991] 3-5ページ)。
- (12) 1980年代に入って金融市場の安定性の維持をはかるために流動性を順応的に供給するようになったことが、連銀の政策課題を60年代や70年代おけるものから大きく変質させた点については、Epstein [1990] p.632を参照。
- (13) Board of Governor of the Federal Reserve System [1988] pp. 162-3; Wolfson [1989]。
- (14) 1983年以降、連銀政策がインフレーション抑制およびドル急落阻止のための金融引締めをはじめると金融市場は強い流動性の圧迫に見舞われることになった。その結果連銀の政策は、金融引締めと金融緩和との狭間で絶えず動揺することになる。連銀は、マネーサプライに換え「数多くの中間目標」を採用せざるをえなく

トランсмッション・メカニズムの変質と二つの貨幣供給ルート（Ⅱ・完）（野下）

なった。これらの経過については、Jones [1991] が詳しい。興味深いことには、Joens は Greenspan のリーダーシップが最も成功した例として1987年10月19日の株価暴落のとき流動性を供給し金利を押し下げた点を指摘している（*ibid.*, 89—90ページ）。

- (15) セキュイタイゼーションなどによる株式・証券市場の拡大の下では、中央銀行の順応的な準備供給が市場の安定性維持のためには不可欠となる。この点については、Wojnilower [1987] を参照。
- (16) Wray は、中央銀行の順応的な準備供給をアプリアリに前提するのではなく、金融危機における最後の貸し手機能との関連を強調している（Wray [1989]）。しかし、Wray における中央銀行の行動分析は、次のような問題点をもっている。
(1)中央銀行による準備供給が準備需要に対してつねに順応的ではなく、ある範囲において自由度をもつと主張しているにもかかわらず、その自由度がなにによって規定されているのかが明確にされていない（*ibid.*, p. 265）。(2)また、中央銀行が最後の貸し手として準備を供給する根拠としては、金融システムの安定性をはかることが中央銀行の目標であり義務であるとする以上の規定を与えていない（*ibid.*, p. 264）。

中央銀行の準備供給がもつ自由度や現代における中央銀行の最後の貸し手機能がもつ社会的意義を検討するためには、中央銀行の行動を規定する諸要因の分析が試みられなければならない。このような試みとしては、Greider [1987] を参照。また中央銀行の行動分析において、政治・制度的分析を視野に入れる必要がある点については、Epstein [1987] ; Epstein/Schor [1986] および野下 [1992a] を参照。

- (17) 従来、中央銀行の政策行動において、抑制政策は作用するが貨幣供給の拡大には効果をもたないことが指摘されてきた。いわゆる金融政策のアシンメトリー問題である。しかし、中央銀行の行動によって、脆弱性を増した金融システムが下支えされ、信用拡張過程を長期化させる作用をもつ点が看過されるべきではない。
- (18) Wray [1989] は、このような連銀の行動が金融市場の安定性を強めると主張している（*ibid.*, p. 92）。しかし、連銀による最後の貸し手機能の発動が同時に金融システムの脆弱性を強める側面があることを看過している。この点については、Minsky [1986] および Pollin [1987] を参照。
- (19) この点について詳しくは、野下 [1992a] を参照。
- (20) 戦後経済における公的信用の介入による私的信用支持システムは、より広範な制度的背景をもっている。中央銀行の金融市場への介入行動が管理通貨制度の中核に位置づけられるとしても、そのみに焦点を絞って管理通貨制度の変質を論じることは問題を含んでいる。金融恐慌の急激性を回避するための諸制度における預金保険制度等の意義を強調する見解としては、柴田 [1990] 23ページを参照。

また、公的輸出信用制度などの国際金融における公的信用による私的信用支持システムについては、神沢 [1990] を参照。本稿では、証券市場や国際金融から生じる側面の分析はおこなっていない。そのため、内生的貨幣供給と外生的貨幣供給の構造的関係や連銀政策の変質といて論点についての本稿の結論も一定の限界をもつことになる。別稿での課題としたい。

参考文献

- Baghestani, Hamid/Mott Tracy [1988]: “The Money Supply Process Under Alternative Federal Reserve Operating Procedures: An Empirical Examination”, *Southern Economic Journal*, 55 (2), pp. 485–93.
- Baker, J.B. Jr. [1981]: *Asset/Liability Management*, American Bankers Association (楠本博訳『変貌する銀行経営』東洋経済新報社, 1984年).
- Ballarin, E. [1986]: *Commercial Banks amid the Financial Revolution*, Ballinger (三和総合研究所訳『米国・商業銀行の新経営戦略』東洋経済新報社, 1987年).
- Brockway, George P. [1988]: “What Cost Us Was the Bull Market Not the Crash”, *Challenge*, 31 (5) pp. 55–8.
- Cargil, T.F./Garcia, G.G. [1982]: *Financial Deregulation and Monetary Control*, the Leland Stanford Junior University. (立協和夫/蠟山昌一訳『アメリカの金融自由化』東洋経済新報社, 1983年).
- Canner, G.B./Lockett, C.A. [1991]: “Payment of Household”, *Federal Reserve Bulletin*, April, pp. 218–29.
- Crabbe, L.E./Pickering, M.P./Prowse, S.D. [1990]: “Recent Developments in Corporate Finance”, *Federal Reserve Bulletin*, August, pp. 593–603.
- Danker J./McLaughlin, Marry M. [1989]: “The Profitability of U.S. —Chartered Insured Commercial Banks in 1986”, *Federal Reserve Bulletin*, July, pp. 537–51.
- Dow, Alexander C./Dow, Sheila C. [1989]: “Endogenous Money Creation and Idle Balances”, in Pheby, John ed., *New Directions in Post-Keynesian Economics*, Edward Elgar, pp. 147–63.
- Duca, J.V./McLaughlin, M.M. [1990]: “Developments affecting the Profitability of Commercial Banks”, *Federal Reserve Bulletin*, July, pp. 477–99.
- Epstein, Gerald [1987]: “Federal Reserve Behavior and the Limits of Monetary Policy in the Current Economic Crisis”, in Cherry R./D’Onofrio, C./Kurdas, C./Michl, T./Moseley, F./Naples, M., eds., *The Imperiled Economy*, Book I, The Union for Radical Political Economics, pp. 247–56.
- Epstein, G. [1990]: “Prime rates, Federal Reserve signaling, and financial instability”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 12 (4), pp. 618–35.

トランスミッション・メカニズムの変質と二つの貨幣供給ルート（Ⅱ・完）（野下）

- Epstein, G./Schor, J.B. [1986]: *The Political Economy of Central Banking*, Harvard University.
- Epstein, G./Schor, J.B.[1990]: “Macropolicy in the Rise and Fall of the Golden Age”, in Marglin, S.A./Schor, J.B., eds., *The Golden Age of Capitalism*, Clarendon Press, pp. 126–52.
- Fazzari, Steve/Minsky, Hyman P. [1984]: “Domestic Monetary Policy: If Not Monetarism, What ?”, *Journal of Economic Issues*, 18 (1), pp. 101–16.
- Board of Governors of the Federal Reserve System [1988]: “Monetary Policy Report”, *Federal Reserve Bulletin*, March, pp. 151–64.
- Friedman, B.M. [1988]: “Lessons on Monetary Policy from the 1980’s”, *Journal of Economic Perspective*, 2 (3), pp. 51–72.
- Greider, William [1987]: *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country*, Simon and Schuster.
- Giordano, Robert M. [1987]: “The Federal Reserve’s Response to the Stock Market Crash”, *Economic Research*, Goldman Sachs Economic Research Group.
- Harrington, R. [1987]: *Asset and Liability Management by Banks*, OECD.
- Harrison, Bennett/Bluestone, Barry [1990]: *The Great U-Turn; Corporate Restructuring and the Polarizing of America*, Paperback Edition, Basic Book.
- Jones, David M. [1991]: *Politics of Money*, New York Institute of Finance（橋本孝久監訳『FRBの政治学——通貨番人の素顔』日本経済新聞社，1991年）.
- Kaldor, N. [1982]: *The Scourge of Monetarism*, Oxford University Press.
- Mahoney, P.I./ Hoffman, M.T./ Rosenberg, L.C. [1988]: “The Recent Behavior of Demand Deposits”, *Federal Reserve Bulletin*, April, pp. 195–204.
- Minsky, H. [1986]: *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press（吉野紀/浅田統一郎/内田和男訳『金融不安定性の経済学』多賀出版，1989年）.
- Moore, Basil J. [1984]: “Contemporaneous Reserve Accounting: Can Reserves be Quantity-Constrained ?”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 7(1) pp. 103–13.
- Moore, Basil J. [1988]: *Horizontalists and Verticalists. The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press.
- Pollin, R. [1987]: “Structural Change and Increasing Fragility in the U.S. Financial System”, in R. Cherry *et al.* [1987], pp. 145–58.
- Pollin, R. [1991]: “Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 13 (3), pp. 366–96.
- Stone, G.C./ Thornton, D.L. [1987]: “Solving the 1980’s Velocity Puzzle: A Progress Report”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 69 (7), pp. 5–23.
- Wolfson, M. [1986]: *Financial Crises*, M.E. Sharp.

トランスミッション・メカニズムの変質と二つの貨幣供給ルート（Ⅱ・完）（野下）

Wolfson, M [1989]: “The Stock Market and Recession”, *Review of Radical Political Economics*, 21 (3), pp. 40–4.

Wojnilower, A.M. [1985]: “Private Credit Demand, Supply, and Crunches—How Different are the 1980’s?”, *AEA Papers and Proceedings*, 75 (2), pp. 351–56.

Wojnilower, A.M. [1987]: “Financial Change in the United States”, in De Cecco, M., ed., *Changing Money*, Basil Blackwell, pp. 10–27.

Wray, Randall L. [1990]: *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Edward Elgar.

数阪孝志 [1991]: 「アメリカ商業銀行の経営危機と業務展開」『季刊経済研究』第13巻第4号.

神沢正典 [1990]: 「債務累積と銀行行動——支払保証を中心に——」谷田庄三編『現代資本主義と金融経済』大月書店.

佐久間潮/打越茂子 [1982]: 『アメリカの金融市場』東洋経済新報社.

柴田徳太郎 [1990]: 「金融恐慌論の検討」『金融学会報告』69号.

野下保利 [1992a]: 「現代金融危機へのラディカル派アプローチ」『政経論叢』79号.

野下保利 [1992b]: 「トランスミッション・メカニズムの変質と二つの貨幣供給ルート——1970・80年代米国における信用創造メカニズム——(Ⅰ)」『政経論叢』通号81号.

深町郁彌 [1982]: 「管理通貨制度と貨幣資本蓄積の現段階」『金融経済』197号.

宮崎義一 [1988]: 『ドルと円——世界経済の新しい構造——』岩波書店.