

英国の新しい金融政策指標について

—国内信用増加額 (DCE) の意味—

〔要 旨〕

1. 英国は、本年6月、対IMFスタンバイ取決め(10億ドル借入れ予約)に際して、1969年度(1969年4月～70年3月)間の国内信用増加額(Domestic Credit Expansion)を4億ポンド以内に抑制することを骨子とする政策運営方針を発表し、その後の金融政策の運営につきなみなみならぬ決意を表明した。
2. 一般に金融政策運営上のガイドとして、金利、銀行信用、通貨供給高などの指標があるが、英国でも昨秋以来、通貨の動きがかなり重視されるようになってきた。ところが、英国当局の説明によれば、英国経済のように対外取引依存度が高く、しかも国際収支が赤字になった場合には、最初に追加供給された通貨は、国際収支の赤字だけ流通界から吸収される関係にあるため、実際に計測される事後的な通貨供給を政策指標に用いることは、必ずしも適切とはいえない。「国内信用増加額」は、こうした英国の現実の問題に対処して新しく設けられた政策指標である。
3. 英国では国際収支が赤字になった場合、為替平衡勘定はポンド増・外貨減となる。この増高したポンド資金が国庫に融通されるため、政府部門全体のポンドの資金繰りは緩和するが、外貨繰りは窮屈になる。その結果、政府部門の銀行信用依存額は国際収支の動向に大きく影響されることになり、政府部門の全体としての資金繰りをみるにはその対外借入れをも考慮する必要がある。「国内信用増加額」は、銀行部門の調整項目を別とすれば、前述の通貨の供給増加に政府の対外借入れを加算したものに相当する。したがって、この「国内信用増加額」を政策運営上の指標に採った意義は、その過度な拡大の抑制を通じて、国際収支を改善しようとする点に求められる。
4. 国内信用増加額は、1965年以降昨年まで年間平均約14億ポンドとかなり大幅なテンポで推移してきたが、更年後、公共部門の資金余剰の発生を主因として、1～6月期中約7億ポンドの純減に逆転した。その結果、本年度の通貨供給もかなり抑制されたものになるとみられており、国際収支に改善のきざしがあるかがわれるものの、将来の対外競争力強化に必要な民間設備投資に悪影響が及ぶ懸念もあろう。

〔目 次〕

は し が き

1. 政策指標としての国内信用増加額

- (1) 政策指標の意味
- (2) 国内信用増加額の選択

2. 国内信用増加額の概念

- (1) 信用供与と通貨供給
- (2) 国際収支と財政金融のメカニズム
——為替平衡勘定のしくみ——

(3) 国内信用増加額の統計的概念

イ. 統計のしくみ

ロ. 国内信用増加額と通貨供給高との統計的関係

(4) 資金循環からみた国内信用増加額の性格

3. 国内信用増加額の政策的意義

- (1) 国際収支節度の強化
- (2) 戦略指標としての実用性

4. 最近における国内信用増加額の推移と今後の問題点

- (1) 1965年以降の国内信用増加額の動き
- (2) 残された問題点

は し が き

英国は、本年6月、IMFと10億ドルのスタンバイ取決めを締結するにあたって提出した借入れ趣意書(Letter of Intent)において、国際収支改善のための一方途として、1969年度の国内信用増加額(Domestic Credit Expansion)を4億ポンド以内に圧縮することを約した。借入れ趣意書に盛られた事項については、その実行状況が毎四半期ごとにIMF当局に監視されることになるので、このことは今後における英国の金融政策の運営を事実上さらに厳重な国際管理下に置くものとして、内外の注目を集めた。また、この国内信用増加額は、たとえば金利、通貨供給といった従来から用いられてきた金融政策運営上の指標とは一応別個の新しい概念である点でも、多大の反響を呼んだ。

そこで以下、英国の通貨当局の説明に基づいてこの国内信用増加額(以下DCEと呼ぶ)につき、その概念、意義、最近数年間の実績、今後の見通しと問題点などをみることにする。

1. 政策指標としての国内信用増加額

(1) 政策指標の意味

もともと、金融政策の指標には二つの意味合いが含まれている。その一つは、通貨当局が金融政策を実施するときの政策的な意図ないし目標(target)を計数的に示したものであり、いま一つ

は、そのときどきの金融政策が金融市場をどのような状態におくか、その繁閑の度合いを計数的に示す政策インディケーター(indicator)としての役割をもつものである。たとえば米国では、連邦準備制度加盟銀行の自由準備(free reserves)ないし「連銀借入れによらない準備」(non-borrowed reserves)は前者、TBレートは後者のそれぞれの例とみられている。

金融政策運営上の指標として実際にいかなる統計を選択するかは、政策指標の上述の二つの性格のうちどちらに重点をおくかということにも関連して、むずかしい問題である。しかし、いずれにしても、金融政策の指標は当然計測可能なものであり、しかも速報性をもたねばならないことはいうまでもない。

今回のDCEは、英国当局の説明によれば、昨年秋以来重視してきた「通貨供給高」の動きに、国際収支改善という政策的要請を強く考慮に入れて決められたものである。その意味では、DCEは上述の政策目標としての性格が強いようにみられるが、その点の是非は別として、まず一国の金融メカニズムにおける信用増加の理論的位置づけについてみてみよう。

(2) 国内信用増加額の選択

いま、開放体制下における銀行組織による国内信用の増加、通貨供給、経済活動水準、国際収支などの関係をみると(注1)、国内信用の拡大により

(注1) IMFボラック氏の経済金融モデル分析の一例

通貨・国民所得・国際収支の基本的関係は、IMF経済審議役兼調査局長ボラック氏(J.J. Polak)によって、次のように簡潔に整理されているので、その骨子を参考までに紹介しよう。

$$\begin{array}{llll} \left[\begin{array}{llll} Y = \text{国民所得} & MO = \text{通貨} & DA = \text{銀行信用の造出} & R = \text{外貨資産} \\ C = \text{資本流入} & X = \text{輸出} & M = \text{輸入} & \Delta = \text{増分} \end{array} \right] \\ \Delta Y = \Delta MO \cdots \cdots (1) & \Delta R = X - M + C \cdots \cdots (3) \\ \Delta MO = \Delta DA + \Delta R \cdots \cdots (2) & \Delta Y = \Delta DA + X - M + C \cdots \cdots (4) \end{array}$$

まず、通貨が一定の速度で流通する間に国民所得が形成されるので、所得増加は、通貨量増大を必要とする(1式)。この通貨量の増加は銀行信用の造出と外貨資産の増加によって生じ(2式)、このうち外貨資産の増加は貿易収支じりと外資の流入とによる(3式)。したがって、所得の増加は国内的には銀行信用の造出、対外的には外貨資産の増大によってもたらされる(4式)。

ボラック氏は、以上のようなモデルにより諸国について実証分析を試みた結果、次の結論を得ている。

- ① 輸出の増加はやがて輸入の増加となるが、両者の間にはタイム・ラグがあるので、この間一時外貨資産は増加する。
- ② 国内信用の拡大は国民所得の増加、輸入増加を通じて外貨資産の減少を招く。

通貨量が増加すると、経済活動水準は上昇し、その結果、輸入は増加し、やがて国際収支は赤字に転ずるであろう。ところが、国際収支は均衡するか、ないしは対外準備が世界の国際流動性の増加テンポと見合って増加する程度の黒字を記録することが望ましい。したがって、国際収支の均衡を持続的に保つためには、国内信用の過度の膨張を押えて通貨の供給を調節し、経済活動を適正水準に維持することが必要であろう。この関係を I F S「マネタリー・サーベイ」のしくみでいえば、通貨供給は銀行組織(monetary system)の対外純資産の増加と国内信用の増加とに依存する。かりに対外純資産に増減がないとすれば、一国における通貨の適正供給は国内信用の適正増加におおむね見合う関係にある。その限りでは、金融政策運営上の指標として、通貨供給を選ぶか、あるいは国内信用をとるかという選択の問題は、生じないはずである。

ただ、政策指標として計量化する(measure)という戦略的・技術的な面で、多少とも優劣の差が出てくることはいぬめない。つまり、政策指標である以上、速報性・計数確実性が要求されるほか、なんらかのかたちで、「過度」(excessive)の通貨供給ないしは信用増加と「適正」なそれとの間に、理論的に正当化しうる計数的な一線を画す必要があり、通貨と信用のいずれがこうした判定基準の測定にすぐれているかという問題がある。この判定基準測定については、各種の方法による試みがなされているが、一応次の3者に要約できる。

第1の方法は、通貨供給ないし信用増加につき、経済成長率、通貨に対する保有選好度(具体的にはマーシャルのK)などを予測して適正量を直接計測する方法である。第2は、とくに開放体制を考慮した方法で通貨ないし信用の国際比較(世界全体の平均的伸長率を算出)を通じて、国内

の政策指標変動の適否を判断するものである。第3に、上述の開放体制下の金融メカニズムにおいて、国内信用の膨張がやがて国内物価の上昇、国際収支の赤字を招くような場合、国内信用の増加をその限度において過度とみる見方がある。

これら三つの方法を検討してみると、まず第1および第2の方法は、指標作成上、速報性・確実性の面で問題があり、とくに第2の方法は一国の経済金融構造の特殊性、対外取引依存度の差異といった点を軽視しており、いずれも現実の政策運営上の指標作成には適当ではない。これに対し、第3の方法は、国内信用の拡大が具体的に物価上昇・国際収支の赤字をもたらしという事実をもって信用増加の適否を判断するのであるから、考え方としてはきわめて簡明であり、それだけに政策運営上の説得力をもっていること、また指標の計量化が比較的容易であることといった利点がある。

今回、英国当局がDCEをその政策運営上の指標として採用した背景には、むろん借款供与側のIMFがかねてから相手国に対して国内信用抑制を骨格とするいわゆる credit ceiling 方式を要請してきたという事情もあったであろう。と同時に、英国の当局自身も前記のような観点に立って、昨年秋以降重視してきた通貨供給から、今後は国内信用をコントロールすることに踏み切ったという政策技術論そのものの発展があったとみるべきであろう。

2. 国内信用増加額の概念

(1) 信用供与と通貨供給

さて金融政策運営上の指標としてDCEが採用される場合、このDCEはその金融メカニズムのなかで通貨供給といかなる関係にあるのか。

この場合、英国側の説明に従って、通貨供給について「事前的」と「事後的」という二つの概念

にふれておく必要があろう。たとえば、月末とか年末時点において実際に計測される通貨供給高(measured money supply)は、当該期間中の国内の経済活動ならびに対外取引の影響をすべて含んだという意味で「事後的」な計数である。前述の国内信用・通貨供給のプロセスにおいて、初めに銀行組織により一定量の国内信用が造出され通貨が供給されると——これがいわば「事前的」な通貨供給となる——、通貨は逐次その期間の支出に充てられるが、そのうちのある部分は輸入代金の支払および対外投資に充てられるであろう。そのため、期末時点で実際に計測される通貨の増加額は、リークした通貨の補てんが行なわれないかぎり、国際収支の赤字分だけ、最初の供給額よりも縮小していることになる。そこで、こうした事後的な通貨供給を政策指標に用いることは、次の時期の支出態度に影響を与える点で、意義があろう。しかしこの問題について英国当局は、一国の経済金融構造がどの程度対外取引に依存しているかという点に関連して、次のような解釈を下している。

たとえば米国のように、国内経済の規模が巨大で対外取引依存度が比較的小さい経済では、通貨供給量のうち対外取引によってリークするウェイトも小さいはずである。したがって、事後的な通貨供給高を政策指標として採り、それをめやすに金融政策を運営することも、必ずしも不合理ではないであろう。

ところが、英国のように対外取引依存度の大きい経済で、とくに国際収支が赤字になった場合には、当初追加的に供給された通貨量は、国際収支の赤字だけ、流通界から吸収されることになるので、事後的な通貨供給を政策指標に用いることは適切とはいえない。そこでは国際収支の改善を図ることが最も緊急な課題であるが、そのためには国内信用の過度の拡大を抑制し、最初に追加供給

される通貨量を調整することが必要である。もし、政策目標として通貨供給を採るならば、この場合の通貨供給とは、実際に計測される「事後的」な通貨供給でなくて、直接計測できないが、当初の通貨供給——いわば「事前的」な通貨供給——でなければならないということになる。問題は、DCEがこうした「事前的」な通貨供給とどのような関係にあるかという点である。この点については、英国において国際収支の赤字・黒字が、為替平衡勘定の動きを通じて国内の財政・金融面にいかなるインパクトを与えているかということを説明する必要がある。

(2) 国際収支と財政金融のメカニズム

——為替平衡勘定のしくみ——

英国の対外公的準備は政府の為替平衡勘定(Exchange Equalization Account)に集中保有されるたてまえになっている。為替平衡勘定の外貨見合いのポンド受払いは英蘭銀行にある政府勘定を通じて行なわれているが、運転資金の一定残高を除いて、ポンド資金の大部分はタップ大蔵省証券(tap bills)の引受けにより国庫に融資されている。

いま、たとえば国際収支の赤字の場合についてみると、為替平衡勘定は外貨の払超、ポンドの受超となるが、そのポンド資金は国庫に融資されるから、政府部門のポンド資金繰りはそれだけゆとりが生じ、大蔵省証券(tender bills)の発行の減額か、あるいは市中保有の大蔵省証券の償還が行なわれるであろう(大蔵省証券は大部分が市中銀行によって保有されているため、通常、大蔵省証券の償還も市中銀行の保有分を対象に行なわれる)。

このような国際収支の赤字に伴う一連の資金の流れを整理してみると、民間部門では、輸入代金の支払により通貨(銀行預金)は減少する。為替平衡勘定と国庫、つまり政府部門全体としては、外貨の減少に見合って政府債務(大蔵省証券)が減少

している。銀行部門では銀行預金(通貨)の減少に対してその現金準備も減少するが、手持ち大蔵省証券の償還を受けることによりいったん減少した現金準備は補てんされるので、前記銀行預金の減少に見合って証券保有高が減少するだけにとどまる。すなわち、国際収支の赤字に伴って、通貨供給が減少するとともに、銀行部門の広義の流動性が縮小することになる。このように為替平衡勘定の機能とそれに関連するオペレーションによって、国際収支の赤字は国内通貨量の縮小を招くことになる。

ここで注目を要することは、為替平衡勘定は政府部門の一部分であり、政府部門はこの為替平衡勘定のポンドの受払じりを含めて国庫全体としての資金繰りを行なっている点である。したがって、政府部門の資金調達、銀行部門の対政府信用だけでなく、為替平衡勘定の融資、すなわち国際収支の赤字も含めた額でみる必要がある。このことは、たとえば前述のように国際収支の赤字の場合、政府部門のポンドの資金繰りが楽になるから、それだけ銀行部門からの債務は減少する反面、政府部門の外貨繰りは苦しくなるから、公的外貨準備が減少するか、あるいは外国からの借入れが増加するので、政府部門の内外純債務の総計は変わらないことを意味している。すなわち、政府部門に対する信用供与の大きさをみる場合、国内市場での借入れのみでは国際収支の動向いかによっては大幅に変動するので、DCEの計算にはその対外借入れをも含められることになったのである。

(3) 国内信用増加額の統計的概念

イ. 統計のしくみ

DCEの統計的構成は、「銀行部門^(注2)と海外

部門とによる信用供与額」あるいは「民間および公共の両部門の銀行信用と海外信用の受入れ額」である。つまり、DCEは信用供与サイドと受信サイドの両面から測ることができる。

(信用供与サイド)

$$DCE = \left(\begin{array}{c} \text{銀行部門の} \\ \text{対公共・民} \\ \text{間信用供与} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} \text{流通} \\ \text{現金} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} \text{海外部門の対} \\ \text{公共信用供与} \end{array} \right)$$

(信用受信サイド)

$$DCE = \left(\begin{array}{c} \text{民間部門の} \\ \text{銀行借入れ} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} \text{公共部門の} \\ \text{借入れ需要} \end{array} \right) - \left(\begin{array}{c} \text{民間部門} \\ \text{の国債消} \\ \text{化等} \end{array} \right)$$

最近約4年間のDCEの計数をその与信・受信の両面から算出してみると、それぞれ第1表と第2表に示したとおりであるが、いまこの2表を比べると、「銀行の対民間信用供与」の額が両表の共通項目となっている反面、「銀行の公共部門への信用供与」については測定方法が異なっている。

第2表「公共部門の借入れ需要」(public sector borrowing requirement)は、中央政府(英蘭銀行発行部勘定を含む)、地方公共団体、公社を含む公共部門全体の非金融取引における収支不足を補てんするための資金需要である。公共部門の借入れ需要は、一般に、①銀行部門からの借入れ、②対外借入れ(英国中央政府の場合には、主として前述の為替平衡勘定保有の対外準備減とポンド債務残高の増加としてはあくされる)、③流通現金、および④民間部門(銀行を除く)からの借入れ、といった四つの資金調達ルートによりまかなわれているが、このうち、DCEに算入される項目は前者3者であって、後述のように民間部門からの資金調達は含まれていない。この民間部門からの資金調達は、民間による国債保有や郵便貯金の預け入れによるものであり、その分だけ公共部門の銀行、海外の両部門からの受信は少なくてすむこと

(注2) 英国の金融統計における「銀行部門」は、預金銀行(London clearing banks, Scottish banks, Northern Ireland banks)、英蘭銀行銀行部勘定、引受会社(accepting houses)、海外銀行(overseas banks)、割引会社(discount houses)からなっており、主要国の金融統計上の銀行組織よりは若干広義のものとなっている。

となる。第2表において、「公共部門の借入れ需要」から「民間部門の対公共部門信用供与」を控除しているのは、こうした見方に基づくものである。

(第1表)

国内信用増加(供与サイド)

(単位・百万ポンド)

	1965 年	1966 年	1967 年	1968 年	1969年	
					1~3 月	4~6 月
銀行の信用供与増減(一)	885	304	1,133	737	-477	-15
中央政府向け	308	121	231	-140	-995	-172
公共団体向け	121	99	340	196	207	71
民間部門向け*	456	84	562	681	311	86
流通現金増減(一)	195	66	125	52	56	-4
海外の信用供与増減(一)	99	416	500	1,099	-206	-58
中央政府向け	114	459	494	1,157	-218	-91
公共団体向け	-15	-43	6	-58	12	33
計(DCE)	1,179	786	1,758	1,888	-627	-77

(注) *印はポンド建海外部門向け信用を含み、海外投資のための外貨建民間部門向け信用を除く(第3表参照)。その他の銀行信用については、受信側が居住者であれば、表示通貨に関係なくすべて本項目に算入される。

資料：英蘭銀行「四半期報」1969年9月号。

(第2表)

国内信用増加(受信サイド)

(単位・百万ポンド)

	1965 年	1966 年	1967 年	1968 年	1969年	
					1~3 月	4~6 月
公共部門の借入れ需要増減(一)	1,190	940	1,807	1,292	-1,199	-80
民間の対公共部門信用供与(国債買入れ等)増(一)減	-467	-238	-611	-85	261	-83
銀行の民間に対する信用供与等増減(一)	456	84	562	681	311	86
計(DCE)	1,179	786	1,758	1,888	-627	-77

資料：英蘭銀行「四半期報」1969年9月号、12月号。

なお、銀行の民間部門向け信用には、ポンド建対外貸付けが含まれ、海外投資のための外貨建対民間貸付けは除外されている。これは、前者が国内の民間部門向け輸出信用と同じであること、後者は国内需要に影響を及ぼさないこと、また為替制限の対象になっており、DCEにあらためて算入する必要はないことといった理由によるものである。

ロ. 国内信用増加額と通貨供給高との統計的関係

前にふれたとおり、DCEは事後的な通貨供給統計に政府の対外借入れ項目の調整を施すことによって、事前的な通貨供給を計量しようとする一種の便法とも考えられるが、次にこのDCEと通貨供給統計との関連をみよう。

DCEと通貨供給の構成要因を簡単な式で示すと、次のような関係が成り立つ。

$$DCE = \left(\begin{array}{l} \text{銀行部門の} \\ \text{対公共・民} \\ \text{間信用供与} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{l} \text{流通} \\ \text{現金} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{l} \text{海外部門の対} \\ \text{公共信用供与} \end{array} \right)$$

$$\text{通貨供給} = (\text{流通現金}) + (\text{銀行預金})$$

$$= (\text{流通現金}) + \left(\begin{array}{l} \text{銀行部門の} \\ \text{対公共・民} \\ \text{間信用供与} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{l} \text{銀行部門のその} \\ \text{他資産・負債項} \\ \text{目} = \text{調整項目} \end{array} \right)$$

この二つの式から、DCEと通貨供給との関係につき、次の式が導き出される(注3)。

$$DCE = (\text{通貨供給}) + \left(\begin{array}{l} \text{海外部門の対} \\ \text{公共信用供与} \end{array} \right) + (\text{調整項目})$$

これにより、DCEと通貨供給の関係を示したのが第3表である。すなわち、DCEと通貨供給を比較した場合、調整項目(第4表参照)を別とすれば、両者の間では公共部門の海外部門からの受信額のみが食い違うことになる。

(注3) 流通現金がDCEと通貨供給の共通項目となっているのは、英国では金融統計上、英蘭銀行発行部勘定が中央政府部門に含まれているからである。つまり、英蘭銀行が国債の買入れを見返りに銀行券を供給する場合、同行発行部と政府の間の国債の発行・引受けは、公共部門内の取引として相殺され、結局、銀行券発行額だけ政府が民間から信用を受け入れたのと同じことになる。

なお、IFS「マネタリー・サーベイ」統計では、通貨(現金通貨+預金通貨)は、銀行組織(中央銀行・政府の外貨集中機関・商業銀行の統合勘定)の対外資産および国内信用の増加によって供給される関係が示されるので、DCEのようにとくに流通現金の項目を計上する必要はない。

(第3表)

DCE と 通 貨 供 給

(単位・百万ポンド)

	1965 年	1966 年	1967 年	1968 年	1969年	
					1~3 月	4~6 月
通貨供給増減 (一)	915	536	1,309	987	-382	4
海外部門の対公 共部門信用供与 増減(一)	99	416	500	1,099	-206	-58
調 整 項 目	165	-166	-51	-198	-39	-23
銀行の海外部 門向け外貨建 信用増(一)減	-358	-1,038	-767	-2,734	-1,086	-2,337
銀行の民間部 門向け海外投 資のための外 貨建信用増 (一)減	-45	-12	-50	-155	-35	-15
預 金(海外 部門)	412	759	732	2,626	1,056	2,304
そ の 他 負 債 (ネット)	156	125	34	65	26	25
計(DCE)	1,179	786	1,758	1,888	-627	-77

資料：英蘭銀行「四半期報」1969年9月号。

(第4表)

銀 行 部 門 の 資 産 ・ 負 債

(単位・百万ポンド)

	1965 年	1966 年	1967 年	1968 年	1969年	
					1~3 月	4~6 月
資産増減(一)	1,288	1,354	1,950	3,626	644	2,337
「DCE」算入 項目	885	304	1,133	737	-477	15
公共部門向け	429	220	571	56	-788	-101
民間部門向け	445	99	518	541	319	50
海外部門向け (ポンド建)	11	-15	44	140	-8	36
その他項目	403	1,050	817	2,889	1,121	2,352
海外部門向け (外貨建)	358	1,038	767	2,734	1,086	2,337
民間部門向け 海外投資のた めの外貨建信 用	45	12	50	155	35	15
負債増減(一)	1,288	1,354	1,950	3,626	644	2,337
「通貨供給」算 入項目	720	470	1,184	935	-438	8
預 金(国内)	720	470	1,184	935	-438	8
その他項目	568	884	766	2,691	1,082	2,329
預 金(海外)	412	759	732	2,626	1,056	2,304
その他負債*	156	125	34	65	26	25

(注) *印は資産側に計上していない資産項目をネットしたもの。

資料：英蘭銀行「四半期報」1969年9月号。

この公共部門の対外借入れには中央政府の借入れのほか地方政府や公共企業の分も含まれるが、大部分はなんといっても中央政府の対外借入れであり、具体的には前にも述べたとおり、為替平衡勘定保有の対外公的準備とポンド債務残高の変動と見合っている。したがって、それは英国国際収支統計上のいわゆる「金融勘定」(monetary movements)の主要構成要因であり、この点、国際収支が均衡している場合にはDCEと通貨供給とは原則として一致し、国際収支が赤字(黒字)の場合には、DCEは通貨供給を上回る(下回る)こととなろう。ただし、第6表に示されているとおり、中央政府の対外借入れは、国際収支(ここでは調整項目<balancing item>を含めた基礎的収支を考える)をファイナンスする金融勘定そのものではないため、上記の関係が厳密に統計上成立するわけではない。

(第5表)

英 国 の 国 際 収 支

(単位・百万ポンド)

	1965 年	1966 年	1967 年	1968 年	1969年	
					1~3 月	4~6 月
経 常 収 支 (一)	-91	64	-283	-265	26	65
輸 出 (FOB)	4,777	5,108	5,026	6,103	1,601	1,681
輸 入 (FOB)	5,037	5,211	5,574	6,801	1,738	1,780
貿易外収支(一)等	169	167	265	433	163	164
長期資本収支(一)	-203	-112	-134	-142	-87	7
公 的 資 本	-86	-80	-57	21	-44	-27
民 間 資 本	-117	-32	-77	-163	-43	34
基礎的収支(一)	-294	-48	-417	-407	-61	72
調 整 項 目	55	-80	176	-130	152	45
金 融 勘 定 (資産増負債減一)	239	128	241	537	-91	-117

(注) 1. 四半期計数は、金融勘定を除き季節調整済み。

2. 「貿易外収支等」は米国からの軍用機購入等を含む。

3. 「調整項目」四半期計数は、経常・資本勘定の季節要因を含む。

資料：英蘭銀行「四半期報」1969年12月号等。

(第6表)

国際収支と中央政府の対外借入れ

(単位・百万ポンド)

	1965 年	1966 年	1967 年	1968 年	1969年	
					1~3 月	4~6 月
国際収支金融勘定(黒字一)	239	128	241	537	- 91	- 117
(控除) 国債以外の ポンド純債 務増(一)減	- 173	55	216	470	- 17	7
(ク) ポンド圏通 貨建純債務増 (一)減	- 7	45	- 24	46	- 6	11
(ク) 銀行部門の 外貨建純債務 増(一)減	30	160	- 26	- 14	14	36
(注1) (ク) 国債評価差 額	20	26	17	56	- 31	10
(注2) (ク) その他項目	5	45	70	62	- 87	- 38
合計=中央政府 の対外借入れ	114	459	494	1,157	- 218	- 91
(内訳) 為替平衡勘定 (対外準備増 (一)減)	- 246	282	188	114	- 20	11
海外部門長期 国債保有	- 2	- 8	10	- 16	2	55
海外部門短期 国債保有	- 87	221	519	706	- 32	- 371
その他債務 (主としてI MF借入れ)	449	- 37	- 223	352	- 168	214

(注1) 「金融勘定」では額面評価であり、「海外借入れ」では市場価格評価によっている。

(注2) 「金融勘定」における「その他資本」(miscellaneous capital)等。

資料：英蘭銀行「四半期報」等。

(4) 資金循環からみた国内信用増加額の性格

DCEは、以上のような概念構成をもつものであるが、いったいそれは金融取引の全領域のなかで、どのように位置づけられるのであろうか。この点について、DCEを資金循環勘定(flow-of-funds accounts)のフレーム・ワークのなかで検討し、その他類似の金融的諸指標との関連を説明してみよう。

第1図は、英国経済を企業、個人、公共、海外、銀行、銀行以外の金融機関(資本市場を含む)

の6部門に分け、部門相互間の主要な金融取引の項目を整理した資金循環の勘定体系図である。いま、同図において、①銀行の対民間貸出の増加、②通貨供給高の増加、③DCE、④金融機構を通ずる資金供給、⑤資金循環の合計額、といった諸指標を比較してみると、それぞれが対象とする取引の範囲は順次大きなものになっている。

すなわち、①「銀行の対民間貸出の増加」は②「通貨供給高の増加」要因の一部分でしかない。この点英蘭銀行は、従来、銀行貸出を規制することによって金融引締め効果をあげようとしてきたが、民間部門に対する貸出を抑制するだけでは引締め効果を十分に期待することはできなかった。総需要の動きに影響のある通貨供給をコントロールするには、銀行部門の対公共・民間信用全体の動きを規制する必要がある。

③「DCE」は、すでに再三述べたように政府の対外借入れ取引を含む点で、②「通貨供給」よりも包括的である。しかし、DCEは、たとえば民間部門の国債買入れ、企業の株式・社債の発行、個人の住宅金融や賦払信用の借入れなど、資本市場や銀行以外の金融機関の動きを含んでいない点では、通貨供給の概念と同じである。つまり、DCEはいわゆる貯蓄資金の信用媒介取引をカバーしていない。このことは、DCEが前述のように通貨供給の一種の修正指標であることから、むしろ当然のことであろう。

第1図において最も包括的な金融概念は、⑤「資金循環の合計」であり、これは資金の流れの全過程をカバーするものである。しかし、このなかには企業間信用などのようにいわゆる広義の金融機構を通じない資金の流れも含まれているので、これらを除いたもの、つまり④「金融機構を通ずる資金供給」が、いわゆる信用創造・信用媒介の流れをカバーしており、総需要の動きに影響を及ぼす信用供与の規模を示す指標としては一応最も包

括的なものということができます。

すでに述べたように、金融政策運営上の指標としては、それが戦略的に重要な指標というだけではなく、統計としてもなるべく簡単なもので、時期的にも早く利用できることが望ましい。この点、DCEは、統計データの利用という実観点から、通貨供給の修正指標として考案されたものであって、資金の流れの規模そのものを測定するものではない。したがって、このDCEは資金循環などの諸統計に完全にとって代わった指標でなく、これらの諸指標は相互に補完的に用いられるべきであり、この意味で、DCEは一つの補完的な指標というべきであろう。

3. 国内信用増加額の政策的意義

(I) 国際収支節度の強化

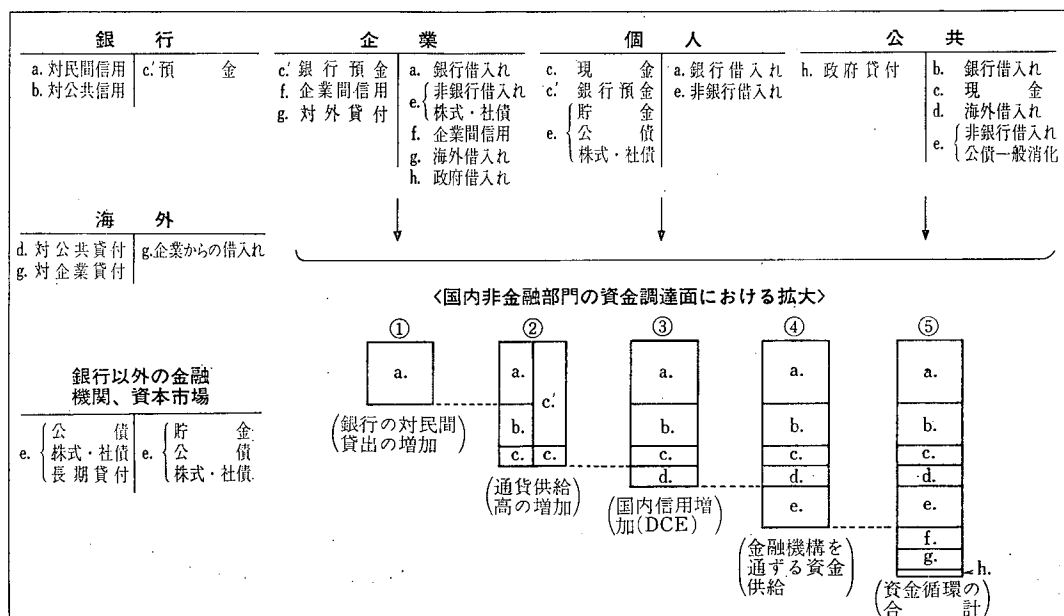
DCEという新たな金融指標が政策上もつ意義

は、まず第1に、既存の金融諸指標に比べてより厳格な国際収支節度を要請する指標であるという点にある。これは「DCE＝通貨供給＋国際収支赤字」というごく単純化された定義式から明らかであろう。すなわち、国際収支の赤字を埋めるための公共部門の対外純債務の増加が続く状態の下では、DCEを所定の限度枠内に押えるためには、通貨供給の増加額を圧縮する必要がある、金融の量的引締めを強化せざるをえなくなるからである。DCEはこうした点に配慮したもので、国際収支を改善するためのよりきびしい政策ガイドであるといえるのである(注4)。

したがって、英国当局がDCEの規制という形でIMFにコミットし、しかも1969年度の限度額をわずか4億ポンド(1963年度以降昨年度までの実績平均は13億ポンド)に押えたことは、同国の国際収支改善の決意のほどをうかがわせるものと

〔第1図〕

英国の資金循環図と金融諸指標の比較



（注4） 国際収支黒字国がDCEを政策指標として採用すれば、逆に通貨供給よりも甘い指標となり、各国間の国際収支調整過程の円滑化を促すこととなる。

いえよう。1969年度の国際収支黒字幅やDCEがIMFに対するコミットメントどおりとなった場合に予想されている通貨供給増加約4億ポンド、年率3%弱は予想名目GNP成長率(6%)の半分程度ときわめて低いものであること、1963年度以降通貨供給増加額が4億ポンド以下に収まったのは1966年度のみであることなども、DCEの政策的意義をみるうえで見のがせないところであろう。

(2) 戦略指標としての実用性

DCEの第2の意義は、通貨供給に比べて、より実用的な政策戦略指標であるということに求められるであろう。

既述のとおり、DCEは、①公共部門の借入れ需要、②民間部門の他部門との国債売買じり等および③銀行の対民間信用供与、の3要素の動向いかにによって変動する。したがって、DCEは主として金融政策の運営上の指標であるとはいえ、財政政策や国債管理政策の運営上の指針にもなりうる性格をもっているともいえよう。いうまでもなく、一国国際収支の改善には金融財政両面におけるいわゆるポリシー・ミックスの適切な運営を必要とする。この点、DCEは金融政策と財政政策のそれぞれの戦略目標を構成要因とし、当面の目標達成について、金融財政両当局の責任の所在を明らかにしているのである。現に、財政当局は昨年以降財政緊縮政策を実施する一方、金融当局も市中貸出規制措置を強化したほか、国債の買入れ操作を消極化していると伝えられる。この結果、本年上半期のDCEは、第3表にも明らかなおり大幅な純減を記録している(期中-704百万ポンド、前年同期+1,001百万ポンド)。

また、こうしたDCEの減少が金融財政ポリシー・ミックスの奏功を一般に印象づけ、その結果、ビジネス・マインドの変化を通じて将来の投資・消費支出決定に影響を及ぼす可能性もある。したがって、DCEには戦略的な「前向きの指標」(forward looking indicator)としての性格もあると評価することができよう。

4. 最近における国内信用増加額の推移と今後の問題点

(1) 1965年以降の国内信用増加額の動き

以上、DCEの概念、意義などについて解説してきたが、最後に最近におけるDCEの動きを回顧し、あわせて今後の問題を展望してみたい。

まず、第7表(26、27ページ)により1965年以降のDCEの動きをみると、昨年まで年間平均約14億ポンドとかなり大幅なテンポで推移してきた。しかし、本年上半期には逆に7億ポンド(季節調整前)の大幅純減を記録し、とりわけ季節的に需資期である第2四半期にもそれが減少(77百万ポンド、前年同期+915百万ポンド)したことが目だっている。

こうしたDCEの動きを、経済実体面における最終需要(final expenditure)の動きと比較してみると(第2図)、両者の間にかかなり密接な関係があることがわかるが、またDCEの先行指標的な性格もうかがわれる。ただ、1966年以前においては先行指標的色彩が薄いともみられるが、この間の事情については、英蘭銀行自身認めているとおり十分な説明材料を見いだすことは困難である(注5)。

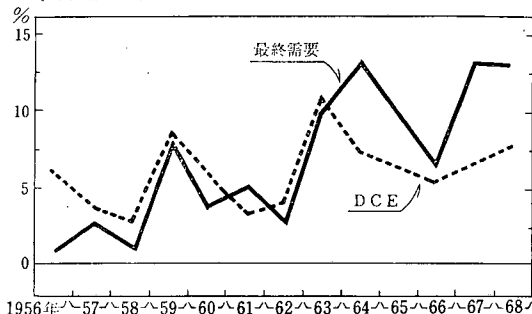
次に、DCE、通貨供給、国際収支(金融勘定)

(注5) 最近の英蘭銀行「四半期報」(1969年9月号369ページ)は、この点について、DCEと経済実体面の「因果的関連のメカニズムおよびそうした関連の中での国際収支の役割といったことについては、まだ確固たる分析ができていないというにはほど違い実情にある」としている。

〔第2図〕

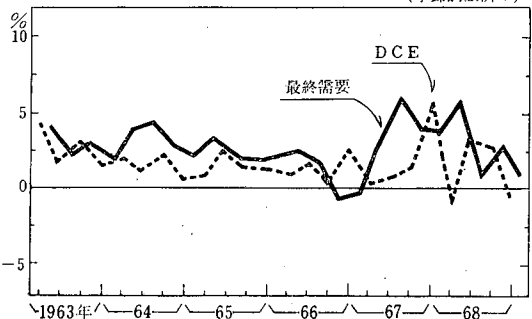
DCEと最終需要の増加率推移

1. 年間増加率



2. 四半期別増加率

(季節調整済み)



資料：英蘭銀行「四半期報」。

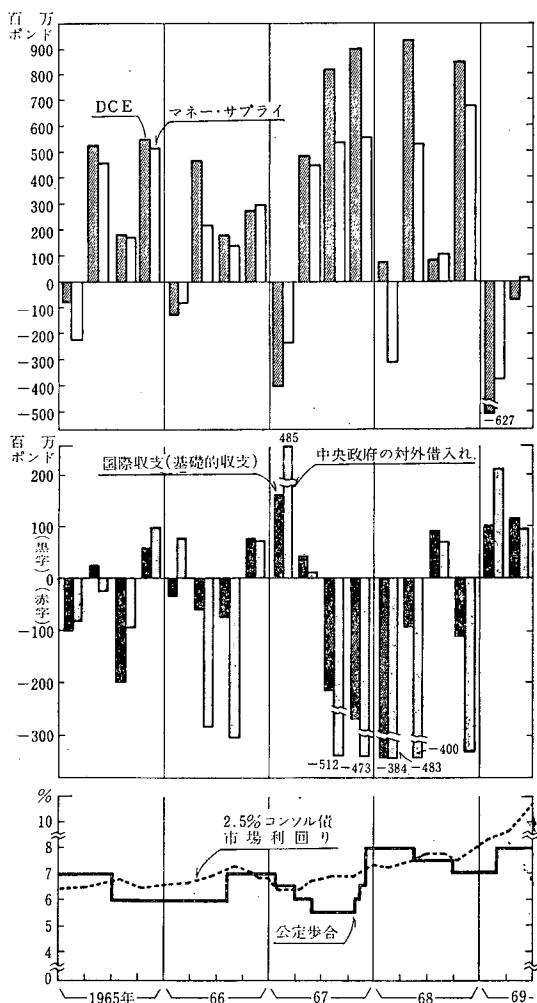
の3者の相互関連についてみると、第3図のとおり、国際収支の黒字・赤字と、「DCE・通貨供給の差額」との間に当然のことながら強い関連が認められる。

この間、とくに注目されるのは、英蘭銀行の国債売買操作の指標ともみられるコンソル公債の市場利回りが、昨秋以降今夏にかけて上昇してきていることである。すなわち、これは同行の長期国債買入れ操作がとみに消極化していることおよび高利回りの新規発行国債による売オペレーションが推進されていることの現われとみられ、公共部門とくに中央政府の資金借入れ需要(資金不足)の縮小とあいまって、同行が当面DCEの抑制にかなりの実をあげていることを示すものであろう。公共部門の借入れ需要の動きをみると(第7表参照)、昨年までかなり一本調子で増高したが、と

くに本年第1四半期には季節性をはるかにこえる大幅な減少を示しているほか、第2四半期にも少なくとも中央政府の借入れ需要は引き続き低下している。こうした動きは、もちろん主として昨年11月以降の財政緊縮措置の効果とみるべきであろうが、他方、郵便料金の引上げなどによる公共企業体の経常収支好転といった事情もものがある。

〔第3図〕

DCE 関連指標



(注)「国際収支(基礎的収支)」は調整項目を含む。また、「中央政府の対外借入れ」の+は減少、-は増加を示す。

資料：英蘭銀行「四半期報」等。

(第8表)

中央 政 府 の 借 入 れ
需 要 と 資 金 調 達

(単位・百万ポンド)

	1965 年	1966 年	1967 年	1968 年	1969年	
					1~3 月	4~6 月
資 金 過 不 足 (→)	597	521	1,134	751	1,454	236
対 外 借 入 れ 増 減 (→)	114	459	494	1,157	218	91
国 内 借 入 れ 増 減 (→)	483	62	640	406	1,236	145
う ち 銀 行 部 門 か ら の 借 入 れ	308	121	231	140	995	172
民 間 部 門 か ら の 借 入 れ	175	59	409	266	241	27
資 金 調 達 増 減 (→) 合 計	597	521	1,134	751	1,454	236

(注) 「民間部門からの借入れ」は現金保有を含む。

資料：英蘭銀行「四半期報」。

以上のように、英国当局はとくにここ数ヵ月DCEの抑制にかなりの実績をあげており、また国際収支経常勘定もようやく改善のきざしをみせはじめている点、総じて最近の英国経済は一応明るさを取りもどしているともみられる。しかし、その反面、DCEというきびしい政策指標を採用した結果、IMFにコミットした国際収支黒字を実現した場合でも前述のとおり本年度の通貨供給はかなり抑制されたものとなるとみられており、将来の対外競争力強化に必要な民間設備投資に悪影響が及ぶ懸念もあろう。

(2) 残された問題点

以上にみてきたように、DCEという指標の採用はそれ自体英国当局の国際収支改善にかける決意を示すものであり、また現に当局は着々DCE抑制に奏功しているようにうかがわれるが、最後にDCEになお残されている問題点を若干述べて、本稿の締めくくりとしたい。

まず第1に、DCEを戦略指標として具体的計数をもって設定する場合の理論的困難である。

もとより、DCEの過去の動きを統計的にはあくすることは可能であるが、既述のとおり、そのようにして計数化されたDCEが、現実の経済動向との関係で、いかなる理論的意味をもっているかは必ずしも明確ではない。この点、英蘭銀行は本年9月の四半期報において、「DCEの増加率と最終需要の増加率との間には統計的に有意な関係がみられる」との暫定的結論のみ明らかにしているが(第2図参照)、このこととDCEが景気先行指標として有効であることは、一応別個の問題であろう。現に、英国内でも、経済主体が将来いかなる行動を起こすかは、現在の借入れ残高(DCE的概念)よりも、現在の通貨残高により大きく左右されるとみる見方がある。

DCEのもう一つの理論的問題点は、公共部門の対外借入れ需要に、国際収支ファイナンス項目とは関係のない地方政府、公共企業の対外長期借入れを算入していることにある。すなわち、地方政府および公共企業の対外借入れは国際収支のうえでは資本の流入要因であり、その意味で対外収支黒字要因である。もともと、DCEが国際収支改善を目的とするものである以上、これらの対外借入れを、民間部門のそれと同様にDCEから除外しなければ、理論的整合性を期しがたいであろう。ただ、英国当局は中央政府を除く公共部門の対外借入れについてかなり堅い予測計数をもっているので、これら項目を算入しても實際上とくにさしつかえが生じないとしている。

第2の問題点は、DCE抑制政策の運営技術面にある。いま、かりにDCEにつき適正額を理論的に設定しえたとしても、現実のDCEは不規則的要因等によって大きくフレることはむしろ当然であって、これを当初設定の枠内に押えることは技術的にはかなり困難であろう。

英国では従来、主要金融統計は平残ベースで作成されず、月末日などの特定日の計数に基づい

て作成されるので、特殊事情(曜日、財政収支動向、既発債の満期構成、事業会社や金融機関による期末ウィンドウ・ドレッシング等)により、DCEも多分に影響を受けることも少なくないであろう。もっとも、この点については、逆に特定日等になんらかの人為的操作(たとえば、国債の買

もどし条件付き売却、金融機関による既往貸出の一時的な返済の強制など)を施せば、当局が当初設定した限度額内にDCEを押えることもけっして不可能ではないことを示唆しているともいえよう。

(第7表)

国内信用増加額

	1965 年				1966 年			
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
(供給サイド)								
1. 銀行の公共部門向け信用供与増減(一)	-568	255	215	527	-419	56	151	432
A 中央政府向け	-666	357	177	440	-441	30	140	392
B 北アイルランド政府向け	-8	—	6	—	-6	6	3	—
C 地方政府向け	120	-126	31	91	32	43	-19	25
D 公共企業向け	-14	24	1	-4	-4	-23	27	15
2. 銀行の民間部門向け信用供与等増減(一)	437	193	-183	9	358	57	-278	-53
A 民間部門向け総計	441	213	-163	-1	373	50	-235	-77
B 海外部門向けポンド建信用	-37	-3	-3	-2	-2	-3	-3	-4
C (控除)海外投資のための民間部門向け外貨建信用増(一)減	33	-17	-17	12	-13	10	-40	28
3. 流通現金増減(一)	-47	77	59	106	-1	68	16	-17
4. 海外の公共部門向け信用増減(一)	100	—	94	-95	-73	284	290	-85
A 中央政府向け	87	26	97	-96	-74	290	311	-68
B 地方政府等向け	13	-26	-3	1	1	-6	-21	-17
合計=DCE (1.+2.+3.+4.=5.+6.+7.=8.+9.+10.)	-78	525	185	547	-135	465	179	277
(需要サイド)								
5. 公共部門の借入れ需要増減(一)	-506	531	520	645	-738	530	501	647
A 中央政府	-735	476	328	528	-833	438	424	492
B 北アイルランド政府	-8	9	8	6	-8	9	8	5
C 地方政府	247	27	185	102	104	102	69	124
D 公共企業	-10	19	-1	9	-1	-19	—	26
6. (控除)民間の対公共部門信用供与増(一)減	-9	-199	-152	-107	245	-122	-44	-317
A 中央政府向け	110	-15	4	-78	316	-50	43	-185
i) 長期国債	-26	10	-28	-106	155	-36	-2	-223
ii) 短期証券	23	12	-24	26	5	-2	7	12
iii) 郵便貯金等の「国民貯蓄」	113	-37	56	2	156	-12	38	26
B 北アイルランド政府向け	—	-9	-2	-6	2	-3	-5	-5
C 地方政府向け	-114	-179	-156	-10	-70	-65	-109	-116
D 公共企業向け	-5	4	2	-13	-3	-4	27	-11
7. 銀行の民間部門向け信用供与等増減(一)	437	193	-183	9	358	57	-278	-53
(通貨供給)								
8. 通貨増減(一)	-232	464	181	502	-98	208	137	289
9. 海外の公共部門向け信用増減(一)	100	—	94	-95	-73	284	290	-85
10. 調整	54	61	-90	140	36	-27	-248	73

資料：英蘭銀行「四半期報」1969年9月号等。

の 四 半 期 別 推 移

(単位・百万ポンド)

1967 年				1968 年				1969年		1965	1966	1967	1968	
1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	年度	年度	年度	年度	
-228	356	215	228	-825	90	596	195	-788	-101	578	411	- 26	93	1.
-360	394	34	163	-862	72	441	209	-995	-172	533	202	- 271	- 273	A
- 9	2	6	2	- 10	5	- 1	6	- 10	2	—	—	—	—	B
167	- 39	169	49	143	28	130	- 40	226	75	28	216	322	344	C
- 26	- 1	6	14	- 96	- 15	26	20	- 9	- 6	17	- 7	- 77	22	D
212	75	130	145	391	419	-352	223	311	86	377	- 62	741	601	2.
179	68	182	139	361	364	-304	275	354	65	422	- 83	750	689	A
- 5	- 17	- 17	- 11	- 30	- 22	- 35	- 68	- 35	- 15	- 10	- 15	- 75	-160	B
38	24	- 35	17	60	77	- 13	16	- 8	36	- 35	36	66	72	C
58	43	- 32	56	39	61	-104	56	56	- 4	241	125	106	69	3.
-460	12	491	457	481	345	- 69	342	-206	- 58	- 74	29	1,441	412	4.
-485	- 6	512	473	483	400	- 65	339	-218	- 91	- 47	48	1,462	456	A
25	18	- 21	- 16	- 2	- 55	- 4	3	12	33	- 27	- 19	- 21	- 44	B
-418	486	804	886	86	915	71	816	-627	- 77	1,122	503	2,262	1,175	合計
-490	621	750	926	-344	547	568	521	-1,199	- 80	958	1,188	1,953	437	5.
-627	423	542	796	-430	394	360	427	-1,454	-236	499	727	1,331	-273	A
1	—	17	3	- 13	9	- 1	9	- 18	—	15	23	7	- 1	B
173	205	185	120	190	156	182	55	282	—	418	468	700	675	C
- 37	- 7	6	7	- 91	- 12	27	30	- 9	—	26	- 30	- 85	36	D
-140	-210	- 76	-185	39	- 51	-145	72	261	- 83	- 213	- 623	- 432	137	6.
-157	10	- 26	-102	89	139	- 87	177	297	- 31	227	- 349	- 29	526	A
-293	126	11	-121	- 25	110	- 71	193	193	-108	31	- 554	- 9	425	i)
21	- 29	- 7	20	17	28	- 12	14	12	14	19	38	1	42	ii)
115	- 87	- 30	- 1	97	1	- 4	- 30	92	63	177	167	- 21	59	iii)
- 10	2	- 11	- 1	3	- 4	—	- 3	8	—	- 15	- 23	- 7	1	B
19	-226	- 36	- 86	- 48	-183	- 56	- 92	- 51	—	- 415	- 271	- 396	-382	C
8	4	- 3	4	- 5	- 3	- 2	- 10	7	—	- 10	20	—	- 8	D
212	75	130	145	391	419	-352	223	311	86	377	- 62	741	601	7.
-244	465	532	556	-314	519	100	682	- 382	4	1,049	390	1,239	919	8.
-460	12	491	457	481	345	- 69	342	- 206	- 58	- 74	29	1,441	412	9.
286	9	-219	-127	- 81	51	40	-208	- 39	- 23	147	84	- 418	- 156	10.