

最近のマネーサプライ動向について

〔 要 旨 〕

1. 最近のマネーサプライ動向をみると、中心指標である $M_2 + CD$ 平残は、金融緩和基調が維持され景気が回復から上昇に向かうなかで、比較的安定した伸び率を示している。マネーサプライの水準を評価するため、金融の繁閑度合をマクロ的に示す「マーシャルのK」($M_2 + CD$ 平残/名目取引高)のトレンドからの乖離率をみると、58年初にピークをつけたあと緩やかな低下傾向にあるがその水準は依然高く、景気上昇に伴う通貨需要の増大に対しては通貨流通速度の上昇で対応しうる余地をまだ十分残している状況にある。さらに企業金融の緩和度合や物価の落ち着き等をあわせて総合的に考えれば、現状のマネーサプライはおおむね妥当な水準を保っていると判断される。また、マネーサプライの伸びを安定的に維持することが経済の安定成長にとって重要な条件であることに鑑み、やや中期的な観点に立ってマネーサプライの評価を試みても、最近の伸び率はおおむね妥当な水準にあるとみられる。
2. 最近における金融諸取引の自由化・国際化の進展、自由金利資産の増大などを背景に、 $M_2 + CD$ のみならずより広義のマネーサプライ指標においても自由金利預金ないし高利回り資産(外貨預金、 CD 等)の構成ウエイトが上昇するといった傾向がみられる。こうした状況において各種マネーサプライ指標を改めて検討してみると、 $M_2 + CD$ は、実体経済との関連の緊密さ、日本銀行によるコントロールピリティーの高さ等の点で比較的優れており、当面は引続きこれを中心指標として注視していくことが適切と考えられる。ただ、今後とも、より幅広い観点に立って各種マネーサプライ指標を捉えていくことが必要である。
3. 自由市場が拡大し、自由金利金融資産が増大する状況にあってマネーサプライを引続き妥当な水準に維持していくためには、金利機能を通じて金融機関の与信活動や企業部門の投資活動に影響を与えていくことが一段と重要性を増している。このため、日本銀行による短期金融市場金利の政策誘導力の維持・強化が要請されているが、そのためには、これまでの政策手段を一層機動的、弾力的に活用するとともに、直接政策介入できるオープン市場(とくに政府短期証券の市場)を育成することが緊要な課題となっている。

〔目 次〕

はじめに	(金融資産の構成変化)
1. マネーサプライの推移とその背景 (最近における推移と特徴) (マネーサプライ着きの背景)	(ディビジア・マネーサプライ指標の試算) (各種マネーサプライ指標の比較)
2. マネーサプライ水準の評価 (マーシャルのKの動向) (やや中期的観点からみたマネーサプライ)	(2) 金融の自由化・国際化の下でのマネーサプライ管理 (マネーサプライ管理のメカニズム) (マネーサプライ管理の有効性確保についての課題)
3. 金融環境の変化とマネーサプライ管理の課題	
(1) 金融資産の構成変化とマネーサプライ指標	むすび

はじめに

最近のマネーサプライ動向をみると、金融緩和基調が続き、景気が上昇傾向を示すなかであってその伸び率は比較的安定した推移を示している。一方、こうしたなかで金融諸取引の自由化・国際化が進展をみており、これに伴い各種の自由金利金融資産の増加傾向が一段と明瞭になっている。金融資産の構成変化ないし多様化の動きは、今後も一層の進展が予想されるだけに、それがこれまでのマネーサプライ重視の金融政策運営にどのような影響を与えるかについても検討が必要な段階に差しかかっている。

本稿では、まず最近におけるマネーサプライの推移とその背景をみたあと、そのストック水準の評価を試みる。次いで、マネーサプライと実体経済面の関わりやマネーサプライのコントロールのあり方といったマネーサプライ重視政策にわたっての中心的な側面を、上記のような金融環境の変化との関連で改めて検討するとともに、今後の課題を考えてみたい。

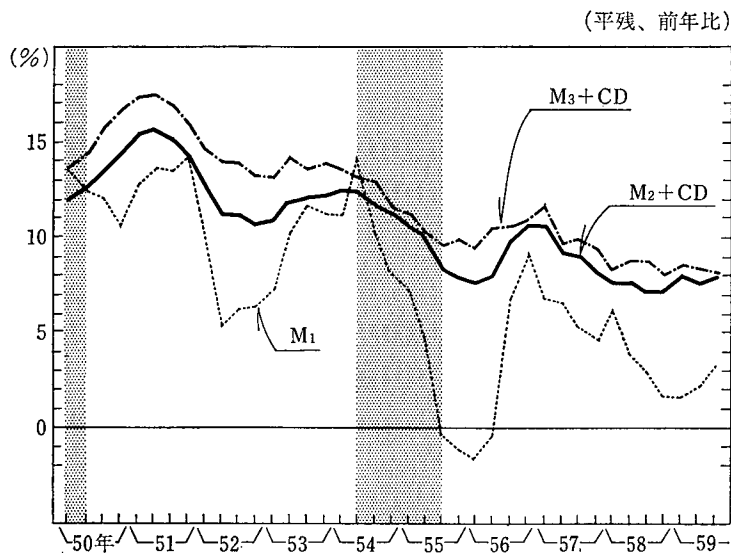
1. マネーサプライの推移とその背景

(最近における推移と特徴)

最近におけるマネーサプライ^(注1)の動向を、中心指標である $M_2 + CD$ (平残、

〔第1図〕

マネーサプライ指標の推移



- (注) 1. $M_3 + CD$ は月末残四半期平均の前年比。
2. シャド一部分は引締め期(以下同じ)。

前年比伸び率)で見ると(第1図)、景気が回復から上昇に向かうなかで比較的安定した伸び率を示していることがまず第1の特徴として指摘できる。すなわち、 $M_2 + CD$ の伸び率は57年以降鈍化傾向を続けたあと、58年後半には下げ止まり、59年に入ってから幾分伸び率を高めているが、58年以降をならしてみれば+8%弱の落ち着いた動きとなっている(59年10~12月も+8%前後の見通し)。

第2の特徴は、 $M_2 + CD$ のうち現金を除く通貨を保有者別にみた場合、最近1~2年は法人保有通貨に比べ個人保有通貨の伸び率鈍化が目立っていることである(第1表)。すなわち、56年から57年央にかけては個人通貨の伸びが法人通貨の伸びを上回っていたが、最近1~2年は、法人通貨が増加傾向にある一方、個人通貨の伸び率が明瞭な鈍化傾向を示している(59年7~9月の個人通貨残高は

(注1) 一国経済における通貨量の決定に際しては、通貨の供給(サプライ)側の諸要因のみならず、通貨需要面での事情も少なくとも短期的には大きな影響力を持っており、このため通貨残高を指す場合には「マネーサプライ」と称するよりも通貨残高(money stock)ないし通貨総量(monetary aggregates)といった呼び方がより正確ともいえる。しかし、長期的にみた場合には、通貨量は基本的には供給面における金融政策のスタンスを反映するものであり、また「マネーサプライ」(通貨供給量)という用語自体国際的にも多く用いられているので、本稿でも原則としてこの慣用語によることとする。

(第1表)

 $M_2 + CD$ の通貨種類別推移

(前年比、%)

	現金通貨	個人通貨	うち		一般法人 通貨	うち 準通貨+CD
			準通貨	準通貨		
年平均						
56	4.5	10.2	12.4	8.6	10.4	
57	7.2	9.9	10.4	10.0	12.0	
58	5.2	7.1	7.9	7.7	11.7	
月平均						
59/1~3	3.2	6.7	7.9	10.5	15.3	
4~6	6.0	6.7	7.6	9.0	13.9	
7~9	4.0	6.5	7.5	9.3	13.4	
最近時(59/9月) の残高(兆円)	18.5	142.5	119.1	108.9	70.8	

- (注) 1. 月末残高の年間(四半期)平均の前年比。
2. 一般法人通貨の四半期計数は月末休日要因調整済み。

前年比+6.5%、法人通貨同+9.3%)。こうした法人・個人間の伸び率の相違は、①従来と同様、景気動向や金融情勢に応じて流動性水準を弾力的に調節するという法人部門の行動を反映した面も大きい。これに加えて最近、②個人の金融資産のなかでは $M_2 + CD$ に含まれない高利回り新種金融商品(信託銀行の新型貸付信託「ビッグ」や長期信用銀行の新型金融債「ワイド」等)が比較的高い伸びを示しているのに対し、法人の場合には、伸び率の高い自由金利商品(CD、外貨預金等)が $M_2 + CD$ に含まれているといった事情も影響している。

この間、通貨種類別の伸び率については、より広義に捉えた通貨ほど期ごとの変化幅が小さく、またその水準がほぼ恒常的に狭義のそれより高いという従来からの傾向が続いている(59年7~9月の前年比は M_1 平残 +3.3%、 $M_2 + CD$ 同+7.8%、 $M_3 + CD$ 月末残平均+8.1%)。伸び率の水準にこうした傾向的な格差が生じているのは、狭義の通貨である M_1 (現金通貨のほか金利が規制されている要求払預金で構成)は、保有に際しての機会費用が大きいことから節約傾向が続く一方、 $M_2 + CD$ やより広義のマネーサプライ指標である $M_3 + CD$ には、要求払預金より金利の高い定期・定積預貯金(規制金利)のほか自由金利預金(外貨預金やCDなど)や高利回り金融資産(新型貸付信託など)ただし $M_3 + CD$ の場合のみ)が含まれることによるものである(注2)。このため、中心指標である $M_2 + CD$ については、その残高に占める M_1 のウェイトが低下傾向を示すといった通貨構成の変化が進んでいるほか、金融資産全体の中でのその相対的規模も縮小傾向にある(これらに関する詳細は後述)。

(マネーサプライ着きの背景)

金融緩和基調が維持され、しかも景気が順調な上昇過程をたどるなかで $M_2 + CD$ の伸びが59年に入って幾分持直したあと比較的安定した推移を示しているのはなぜであろうか。

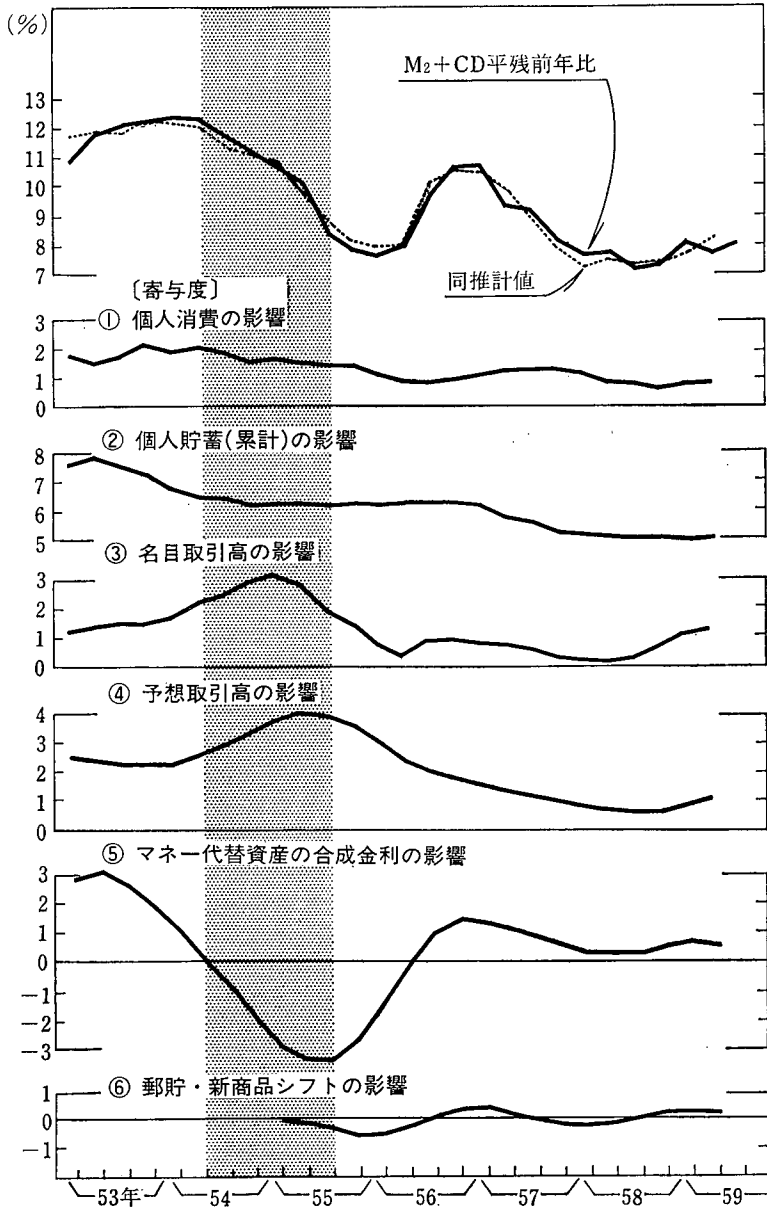
これは、基本的には通貨需要の伸びが緩やかであることを反映したものと考えられる。すなわち、通貨に対する需要に関連した指標をみると、①名目取引高(中間取引を含み金融取引は除く)は58年中物価の鎮静を主因に、総じて停滞傾向を示したあと59年前半にかけては景気回復の進展に伴って回復し、②またそうした傾向を背景に先行きの取引拡大を見越した流動性の積増し需要も台頭したとみられること、③58年央にかけてみられた預金から高利回り金融資産への資金シフトも、長期金利の低下に伴うこれら金融資産と預金との金利格差縮小等から落ち着きに転じたこと、などから通貨需要は持直し傾向を示したとみられる。しかし、その後最近にかけては、①景気の上昇傾向は定着しているものの、輸出の増勢鈍化を主因に名目取引高の増勢が一頃より落ち着いてきているため取引需要がさほど盛上らず、また②年央にかけては米国長期金利の高止まりや円相場の軟化等を映じた長期金利の一時的上昇も通貨需要の押下げに幾分寄与したとみられる。

ちなみに $M_2 + CD$ (平残、前年比) を実体経済要因(家計部門の消費および貯蓄、企業部門の取引高)と金利要因によって説明する通貨需要関数を計測し、これを用いて要因分解を行ってみると(第2図)、59年初にかけては①取引高の上昇に伴う実体経済面からの通貨需要の回復、②マネー代替資産(国債、金融債、現先)合成金利の低下および新種金融商品の預金に対する優位性低下といった金利面からの通貨需要回復、の2つの要因が相まってマネーサプライの伸び率回復要因と

(注2) 最近のCD(譲渡性預金)の増大にとっては、発行限度枠の拡大(57年中は広義自己資本の50%相当であったが、58年2月以降は漸次引上げられ、60年4月以降には同100%となる見込み)、発行最低単位の引下げ(59年1月、5億円→3億円)など発行規制の緩和も大きく影響している。 $M_2 + CD$ のうち、自由金利であるCD、外貨預金、非居住者円預金(自由金利は国際機関等公的機関分のみ。但し下表作成に際しては統計の制約上公的機関以外の非居住者円預金も含む)を除いた場合の伸び率は次のとおり相対的に低く、また $M_2 + CD$ の伸びとの乖離は最近拡大する傾向がみられる。

	——平残前年比、%			
	56/12月	57/12	58/12	59/8
$M_2 + CD <a>$	10.5	7.9	7.6	7.7
同 	10.0	7.2	6.6	6.3
(除くCDおよび外貨預金・非居住者円預金)				
<a> - 	0.5	0.7	1.0	1.4

〔第2図〕

通貨需要関数による $M_2 + CD$ 前年比の要因分解

(注) 通貨需要関数の計測式は付注1を参照。

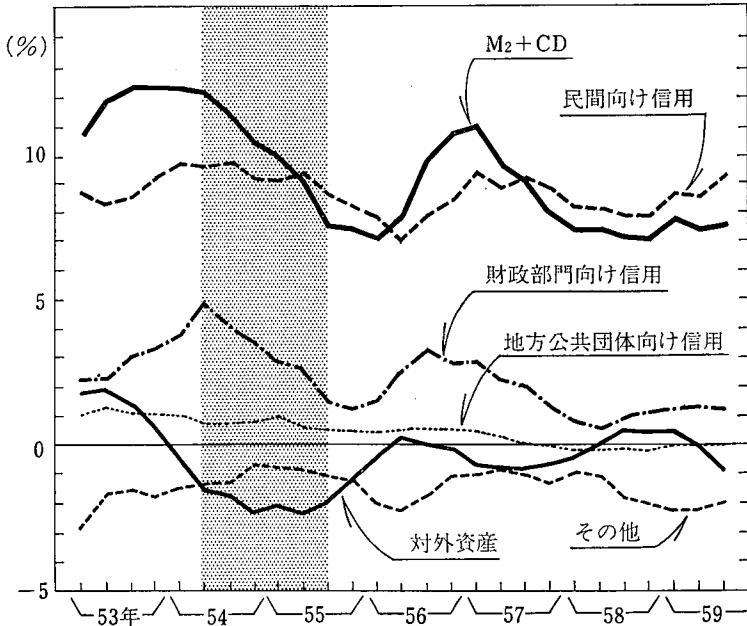
なった一方、その後は両要因ともマネーサプライ安定化の方向に作用しているとの結果が得られる。

以上のような $M_2 + CD$ (前年比)の動きを金融機関の信用面の対応関係からみると(第3図)、「民間向け信用」が59年入り以降金融機関の融資姿勢弾力化から増勢にあり、また「財政部門向け信用」も58年後半以降金融機関が国債ディーリ

〔第3図〕

M₂ + CD増減の信用面の対応

(末残前年比、寄与度)



- (注) 1. 月末残の四半期平均。
 2. 「その他」の寄与度が59年1～3月にかけてマイナス幅を拡大しているのは、期日指定定期預金の未払利息積上り、金融債の発行増(いずれも金融機関バランスシート上の負債項目の増加)が主因。

ング開始(59年6月)を控えて手持ち国債を積増す動きを示したことなどから寄与度を高めているが、他方、経常収支の黒字幅拡大から59年初にかけてプラスを示していた「対外資産」は年央以降の長期資本の流出幅拡大等から再びマイナスに転じており、前二者による増加を相殺するかたちとなっている。

2. マネーサプライ水準の評価

マネーサプライの動向は、金融政策のスタンスをはじめとする供給側の要因だけでなく、短期的には企業や家計の通貨需要の側面からも大きな影響を受けて変動している。そしてやや長い眼でみれば、マネーサプライの伸びを安定的に管理していくことが、インフレ期待の鎮静等を通じて経済の着実な成長を引出すひとつの重要な条件となっている(後記実証分析結果を参照のこと)。

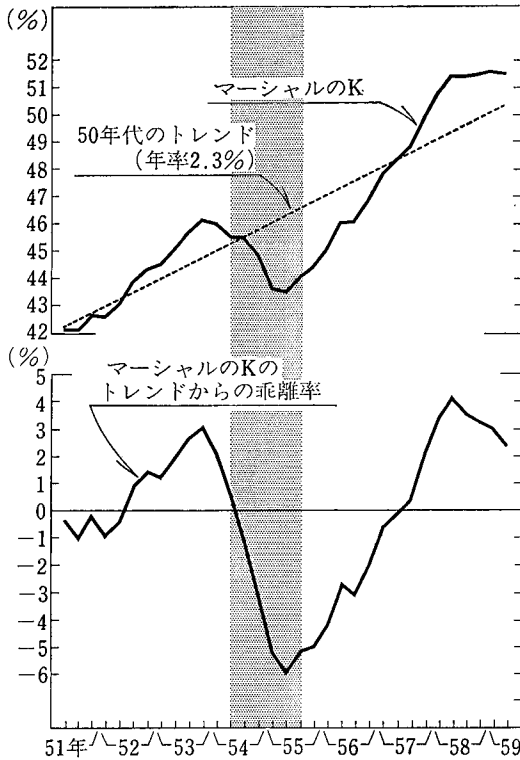
このようにマネーサプライと実体経済が密接な関係にある以上、その水準の評価に際しては、実体経済活動との相対的な関係においてやや長期的視点をも含めて適否を判断していくことが必要である。

(マーシャルのKの動向)

マネーサプライ水準を短期的な観点から評価しようとするときに、よりどころ

〔第4図〕

マーシャルのKの推移



(注) マーシャルのK =
$$\frac{M_2 + CD}{\text{名目取引高}}$$

$$= \frac{M_2 + CD}{\text{名目総需要} + \text{中間取引高}}$$

となるひとつの代表的な指標が「マーシャルのK」($M_2 + CD$ 平残/名目取引高)の動向であり、とくにその上昇トレンド線からの乖離率は金融の繁閑度合をマクロ的に示す有力な指標と考えることができる(注3)。いま、マーシャルのKの近年の動向につきそのトレンドからの乖離率をみると(第4図)、金融引締めが解除された55年央以降上昇を続けるなかで57年以降は上方乖離幅を急速に拡大し、58年前半には前回緩和期におけるピークを上回る乖離率となった。その後、最近にかけて乖離率は緩やかな低下傾向を示してきたが、なお比較的高い水準にある。このように、マーシャルのKのトレンドからの乖離率が金融緩和の進展とともに次第に上方乖離を拡大し、その後再び下降に転じると

(注3) 「マーシャルのK」は、経済全体の流動性水準を実体経済情勢との関連において判断するひとつの指標であり、その動きは現実のマネーサプライ全体の変動から名目取引高の変動に基づく部分を控除したものとみなしうる。ただ、そのレベルには上昇トレンドがある(個人の金融資産蓄積の大半が定期性預金の形態をとっていることが主因)ので、こうしたさう勢的要因をも控除した「マーシャルのKのトレンドからの乖離率」をみることによって、マネーサプライの変動のうち実体経済自体の動き(取引高および個人貯蓄のさう勢的な増加部分等)を捨象した動きが捉えられることになる。なお、上昇トレンドの算定は期間の採り方等の面で幾分恣意性が入らざるをえない点には留意しておく必要がある。また本稿では取引高の指標(分母)として名目総需要に中間取引高を加算したものを使用しているが、これは通貨に対する需要を形成するのは中間取引も含めた取引高全体と考えられるためである。マーシャルのKに関する以上のような点の詳細は、調査月報58年1月号「最近のマネーサプライ動向について」(とくに第3章)を参照。なお、流動性指標として $M_2 + CD$ を用いている点に関しては、後で詳しく検討する。

(第2表)

マネーサプライおよび名目取引高の推移

(前年比、%)

	M ₂ +CD 平 残	名 目 取 引 高	名 目 総 需 要	中 間 取 引 高
57/ 1～3	10.6	4.2	6.2	1.4
4～6	9.2	4.3	5.7	2.0
7～9	9.0	3.1	5.0	△0.2
10～12	8.1	1.6	3.8	△2.4
58/ 1～3	7.6	1.3	2.0	△0.1
4～6	7.6	1.0	1.1	0.9
7～9	7.1	1.6	1.2	2.0
10～12	7.2	3.7	2.9	4.9
59/ 1～3	7.9	6.2	5.5	7.6
4～6	7.6	7.3	6.8	8.3
7～9	7.8	n.a.	n.a.	n.a.

(注) 名目取引高=名目総需要+中間取引高

いう動きは前回緩和期にもみられた現象(52年後半から54年初にかけて)であるが、今回は低下傾向を示しつつも依然かなり上方に乖離した状態を続けているのが特徴である。

こうした動きは通貨需要面からみて次のように解釈できよう。すなわち、58年央にかけては、現実の名目取引高が景気停滞傾向のなかで原油値下りの直接的影響(物価押下げ効果)も加わって伸び率低下を続けたことから、現実の取引に見合う通貨需要は大きく低下した

(第2表)ものの、この間マネーサプライの伸びはそれに見合う程急速には低下せず、その結果マーシャルのKのトレンドからの乖離率は大幅に拡大した。これは、現実の名目取引高が急速に伸びを低めたとはいえ、58年初頃には米国景気の底入れが確認され、また原油値下りの好影響が期待されるなかで、企業の予想取引高は必ずしも鈍化せず、それに見合った通貨保有すなわち予備的動機に基づく通貨需要はさほど落込みをみることなく推移したことが主因と考えられる。こうした事情は、法人準通貨の伸び率がこの期間を通じて高水準で推移したこと(前掲第1表)からも裏付けられよう。すなわち57年から58年央にかけては、企業の予備的通貨需要の高まりによってマネーサプライ全体としてみた場合の遊休残高の増大ないし回転率の低下が生じたものと考えられることができる。その後58年後半以降の上記乖離率の低下は、上記のような予備的動機に基づいて保有されていた通貨が景気回復進展に伴う名目取引の伸び率上昇に伴って現実の取引活動活発化のために使用されるようになり(遊休残高の活動化)、このため、マネーサプライ全体としてみた場合の回転率が上昇(上記乖離率は低下)したことを示すものと考えられる(注4)。

このように最近におけるマーシャルのKは、低下しつつあるとはいえ、トレンドからはなおかなり上方乖離した状況にあり、こうした点からみて、当面の景気上昇に伴う取引需要の増大には通貨の流通速度上昇で対応しうる余地をまだ十分

残しているとみられ、また金融機関の弾力的な貸出態度の継続などからみても、現在のマネーサプライは景気上昇を十分に支えうる水準にあるといえよう。他方、適正な範囲に抑えるという観点からみても、最近の企業の資金繰り状況(「楽である」とする企業の方が多いが前回金融緩和期末に比すれば緩和感は幾分小さい)(注5)や物価動向の落ち着き等に照らし、最近のマネーサプライの伸びがとくに警戒すべき水準にあるとはみられず、その意味で現状程度の伸び率はおおむね妥当と判断できる。

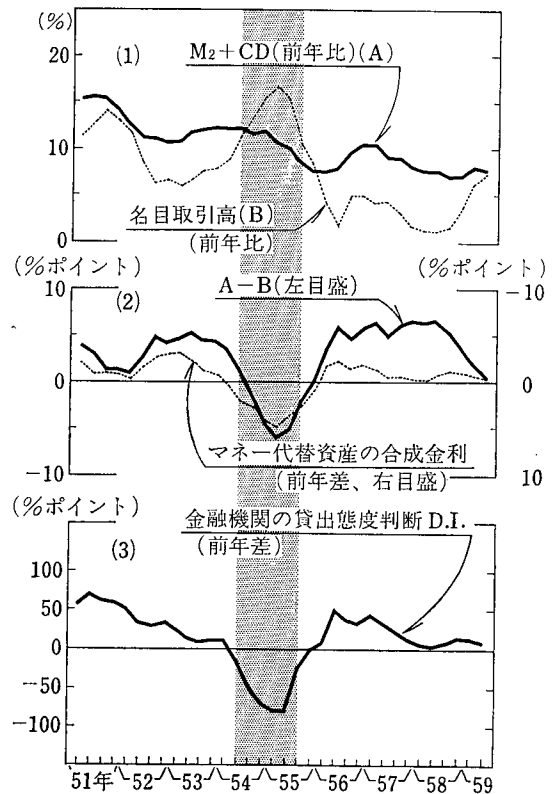
(やや中期的観点からみたマネーサプライ)

以上が短期的な視点からみた最近のマネーサプライ水準の評価であるが、金融政策の運営に当たってはもちろんそればかりでなく、物価、国際収支、為替レート、経済成長のテンポ、金融機関の貸出態度など、さまざまな要因を肌理細かく観察

(注4) ちなみに、マネーサプライ($M_2 + CD$)と名目取引高の前年比伸び率をやや長い目でみても(第5図)、マネーの伸びが比較的安定的に保たれる一方、名目取引高の伸びは比較的大きな変動を示すという傾向がみてとれる(同図(1))。両者に差を生じさせる要因としてまず考えられるのは金利の動向である。そこでマネーサプライと名目取引高の前年比伸び率の差と金利動向(マネー代替資産の合成金利の前年差)とを対応させてみると、全体としてはかなり良好な相関がえられるが(同図(2))、金融緩和期に当る53年や57年から58年にかけての時期にはそれによっても説明できない部分(マネーサプライの伸びの相対的な高さ)があらわれる(同図(2))。こうした現象については、金融緩和の初期においては、金融機関の貸出態度弾力化(同図(3))を背景とした企業の手元流動性の復元といった性格が強い(51~52年、56~57年央)と考えられるが、その後は次第に上述したような予備的動機による通貨保有が増大することに見合うマネーサプライの伸びを示すものと一応考えることができる。

〔第5図〕

マネーサプライと名目取引高、金利等の関係



(注) 「金融機関の貸出態度判断 D. I.」は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(全産業)ベース。

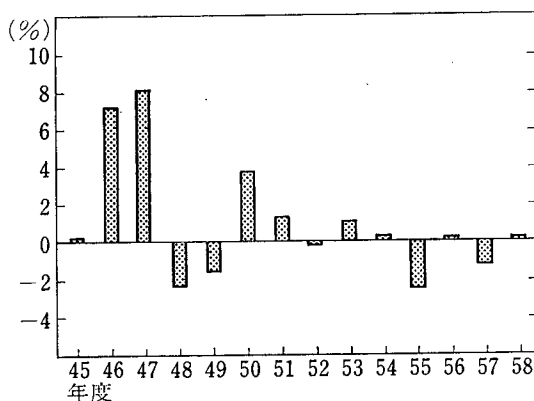
(注5) 最近時における企業金融の緩和状況については、調査月報59年7月号「今次金融緩和期における企業金融の特徴について」を参照。

したうえで「総合的な」判断が必要であることはいうまでもない。ただ主要国にはほぼ共通した経験として、マネーサプライの伸びを安定的に維持することが、経済の安定成長にとっての重要な必要条件になっていることは明らかであり、そうした意味でマネーサプライ水準についてある程度規範的かつ中期的な観点からの評価も試みられている。

そうした観点に立った場合のマネーサプライの伸び率として、例えば西ドイツなどでは「実現可能な実質経済成長率のすう勢値」、「経済の混乱を防ぐうえで

〔第6図〕

やや中期的な観点からみたマネーサプライの伸び率の目途と実績との乖離



- (注) 1. やや中期的な観点からみたマネーサプライの伸び率の目途については本文を参照。
 2.
$$\left(\begin{array}{l} \text{各年度最終四半期} \\ (1 \sim 3 \text{月}) \text{の } M_2 \\ + \text{CD平残} \end{array} \right) \div \left(\begin{array}{l} \text{各年度最終四半期}(1 \sim \\ 3 \text{月}) \text{の前年比が『目途』} \\ \text{と等しくなる } M_2 + C \\ \text{D平残} \end{array} \right)$$
をもって乖離率を表示。

る程度の期間避け難い物価上昇率」、および「通貨回転率の変化率」の合計値として捉えるという方法が採られている(この場合、各種の誤差に対してはそうした合計値の前後に幅をもたせるかたちで対応している)(注6)。試みに、こうした手法を援用し、極めて大胆な諸前提(注7)を置いて40年代後半以降の各年度についてこうした目途となるマネーサプライの伸び率を求め、それを現実の各年度の伸び率と比較して両者の伸び率の差を求めてみると(第6図)、現実の伸び率はこうした伸び率の目途に

(注6) 先行き1~2年のマネーサプライ目標値を公表している欧米主要国では、マネーサプライの目標値算定に際しては「実質経済成長率」と「避け難い物価上昇率」との合計(いわゆるEC方式)に「通貨回転率の変化」を織込み(西ドイツなど)、さらにこれに一定の幅を持たせるという方法を採用する国が多い。なお、欧米主要国におけるマネーサプライ目標値の算出手続や最近時の目標値等については調査月報59年2月号「欧米主要国における84年のマネーサプライ目標値について」を参照。

(注7) 「実現可能な実質経済成長率のすう勢値」としては、石油危機の発生等を目途として区切った4~5年を単位とする期間内での成長率(実績)の平均をもって代用。また、「物価上昇率」については、中長期的には当然ゼロを政策目標とすべきであるが、短期的にそれを強行すればかえって経済の不安定化を招く可能性(例えば労働分配率の急変に伴う景気の振れの拡大)があるので、ここでは現実の賃金上昇率から労働生産性上昇率を差引いた物価上昇圧力をもって代用した。ただ、40年代後半については、現実の物価上昇圧力が高く、これをそのまま容認することはできないため、50年代の平均値によった。

対し上振れた年もあれば下振れた年もあるが、平均してみれば、50年代に入ってからはその差異は比較的小さな幅に収まっていることが観察される。もとより、こうした「伸び率の目途」の算定の前提となる個々の項目について客観性のある妥当な数字を求めることは難しく、そうした事情もあって日本銀行はこの種の「目途」を設定して公表することを避け、また政策運営上の特定の基準ともしてはいない。ただ、近年のわが国の実際のマネーサプライの伸び率がこうした中期的な観点に立った一応の目途から比較的小幅の範囲内での推移を示していることは、日本銀行が最近10年近くマネーサプライの安定化を目指した政策運営スタンスを採ってきたことを反映したものである(53年7～9月以降はマネーサプライ見通しを公表)。とくに第2次石油危機に対応した諸政策(54年4月の予防的引締め始まり、55年2月、3月の機動的な大幅利上げに至る引締め措置)やその後の慎重な金融緩和政策は、そうした措置によって通貨需要の振れを小幅にとどめ、マネーサプライの安定的なパフォーマンスを保つことを目指したものであった。50年代は、国際素原材料品の値上りや第2次石油危機など、わが国にとって輸入面からのインフレ圧力が引続き強かった時期であるが、それがホームメイド・インフレ化するのを回避しえた背景に、こうしたマネーサプライのパフォーマンスがあったことは疑いをいれないところであろう(注8)。もちろん、このように50年代のわが国経済や物価が安定的な推移を示しえた背景には、石油危機のような外部からの衝撃を吸収しうる柔軟な市場構造が存在していたのであり、とくに弾力的な賃金決定のメカニズムが維持されていることの貢献が大きいことはいくらまでもない。そしてこのようにわが国経済に市場原理が働きやすい基盤のあったことが、マネーサプライ管理の有効性を支える重要な条件であった。

(注8) ちなみに、マネーサプライ、物価、実質GNPについて40年代後半と50年代以降を比較すれば次のとおり。

(前年比、%)

	マネーサプライ (M ₂ + CD)	物 価				実 質 GNP
		輸入物価	国内WPI	CPI	GNP デフレーター	
45～49年平均	18.8	17.6	9.5	10.9	10.0	6.2
50～54 "	12.6	3.8	3.2	7.3	5.4	4.7
55～59 "	8.5	9.2	3.3	3.9	1.7	4.2

(注) 59年は最近時点の前年同期(月)比(実績)による。

3. 金融環境の変化とマネーサプライ管理の課題

マネーサプライの中心指標である $M_2 + CD$ の構成内容やその金融資産全体の中に占めるウェイトに最近変化がみられることは前述したとおりであるが、これは、近年における金融環境の大きな変化を反映したものである。すなわち、ここ数年、金融取引に関しいわゆる自由化・国際化が急速な進展をみせているほか、エレクトロニクス技術の発達や企業・個人の金利選好の強まりなどを背景に高利回り新種金融商品が相次いで導入される一方、自由金利市場も着実に拡大している。こうした状況下、マネーサプライ管理に際し $M_2 + CD$ を中心的な指標に据える現在の方式は、実体経済との関係やコントローラビリティなどの面で引き続き適当といえるのかどうかについて改めて検討する必要が生じつつあるといえる。そこで以下では、まず、近年における金融資産構成の変化をやや長い目でみて整理したあと、これらの点について検討を加えることとしたい。

(1) 金融資産の構成変化とマネーサプライ指標

(金融資産の構成変化)

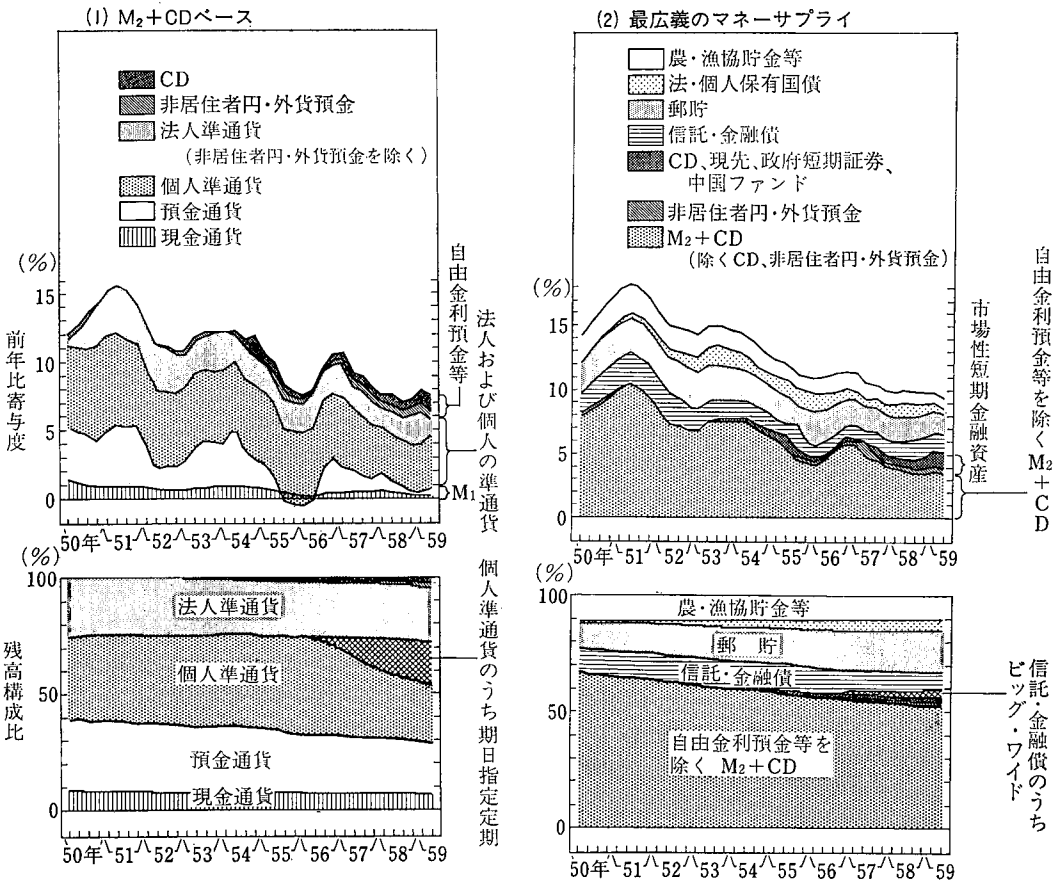
まずマネーサプライの中心指標である $M_2 + CD$ についてその構成内容の変化をみると(前年比伸び率に対する各資産の寄与度および残高構成比、第7図(1))、①現金、預金通貨(要求払預金)といった流動性の高い通貨のウェイトが傾向的に低下する一方、比較的流動性の低い準通貨のウェイトが上昇傾向にあること($M_2 + CD$ 残高に占める現金および預金通貨の構成比は50年末38%→59年6月末29%)、②CD、外貨預金といった自由金利通貨はウェイト自体今のところまだかなり小さい($M_2 + CD$ 残高に占めるウェイトは59年6月末4%)が、最近とりわけ目立った増加傾向を示していること、がわかる(なお、個人準通貨については、従来の定期預金よりも金利が相対的に高い期日指定定期預金への振替わりが顕著)。次に、 $M_2 + CD$ を含めた各種金融資産全体をもっていま「最広義のマネーサプライ指標」($M_3 + CD$ に金融債、国債〈いずれも民間非金融機関保有分〉、CD以外の市場性短期金融資産を加えたもの)と考え、その動きと構成変化をみると(第7図(2))、①その増加率は $M_2 + CD$ よりも総じて高くまた変動幅も小さいこと、② $M_2 + CD$ の大半を構成する規制金利商品($M_2 + CD$ からCDおよび外貨預金・非居住者円預金を除いたもの)のウェイトは低下傾向にあること、③新種商品を中心とした長期高利回り資産(信託元本、金融債)や市場性短期金融資産($M_2 + CD$ に含まれるCD、外貨預金のほか、中期国債ファンド、現先〈金融機関ネット

売現先)、政府短期証券など)は現在のところウェイトはまだ小さいが着実なウェイト上昇を示していることの諸点が指摘できる。

このように、マネーサプライの中心指標である $M_2 + CD$ を長い目でみると、金融資産全体に占めるそのウェイトが低下しつつあるほか、その流動性の構成にも変化がみられ、また既往の定義では $M_2 + CD$ には含まれない類似の金融資産(ニア・マネー)も増加傾向にあることがわかる。また、本年5月の「日米円ドル委員会作業部会報告書」やこれと同時に発表された「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」においてユーロ円を含めた内外金融取引に関し諸規制の緩和がうたわれ、これが推進されつつあるなどの状況下、こうした傾向は今後とも続くとみられる(注9)。

〔第7図〕

金融資産の構成変化



(注) 「最広義のマネーサプライ」= $M_3 + CD$ に金融債、国債(いずれも民間非金融機関保有分)、CD以外の市場性短期金融資産を加えたもの。

(ディビジア・マネーサプライ指標の試算)

以上のように、企業や家計等の保有する金融資産の構成が変化するなかで、経済全体の通貨量を捉えようとする場合、従来の $M_2 + CD$ を中心に据えた把握で良いのかどうかの検討が必要になる。ここでは、試みにマネーとしての機能度に着目して金融資産を合成した新たなマネーサプライ指標を作成し、それと従来の指標とを対比するかたちで検討を進めることにしよう。

従来のマネーサプライ指標が、マネーサプライの各構成要素の単純合計であるのに対し、「新たな指標」は各種金融資産ごとにそのマネーとしての機能度合を勘案し、それらを加重合計して作成することにする。その場合、各金融資産のウェイト、すなわちマネーとしての機能度としては、当該金融資産を保有するための機会費用(具体的には市場で取引される金融資産の最高金利と当該金融資産の金利との差)によることとし、こうしたウェイトによる各種金融資産の加重合計としてのマネーサプライ指標をその作成方法からディビジア・マネーサプライ指標と呼ぶことにする(注10)。

このようにして「 $M_2 + CD$ についてのディビジア指標」(以下、ディビジア $M_2 + CD$ と呼ぶ)のほか、経済にとっての流動性を全体として考えるため「最広義

(注9) 最近自由化された措置のうち、例えば居住者による短期ユーロ円借入れ(59年6月解禁)はマネーサプライ統計の上では、次のように企業預金の増加をもたらすことからマネーサプライ増加の要因となるが、現時点では $M_2 + CD$ に対する影響は無視しうる程度にとどまっている。またマネーサプライに関しとくに大きな影響を持つとみられる居住者によるユーロ円預金は大口預金を中心に制限的な扱いが続けられているので、今回のユーロ円関係の自由化は、現時点ではマネーサプライ指標に関する限りかく乱的な影響はみられていない。

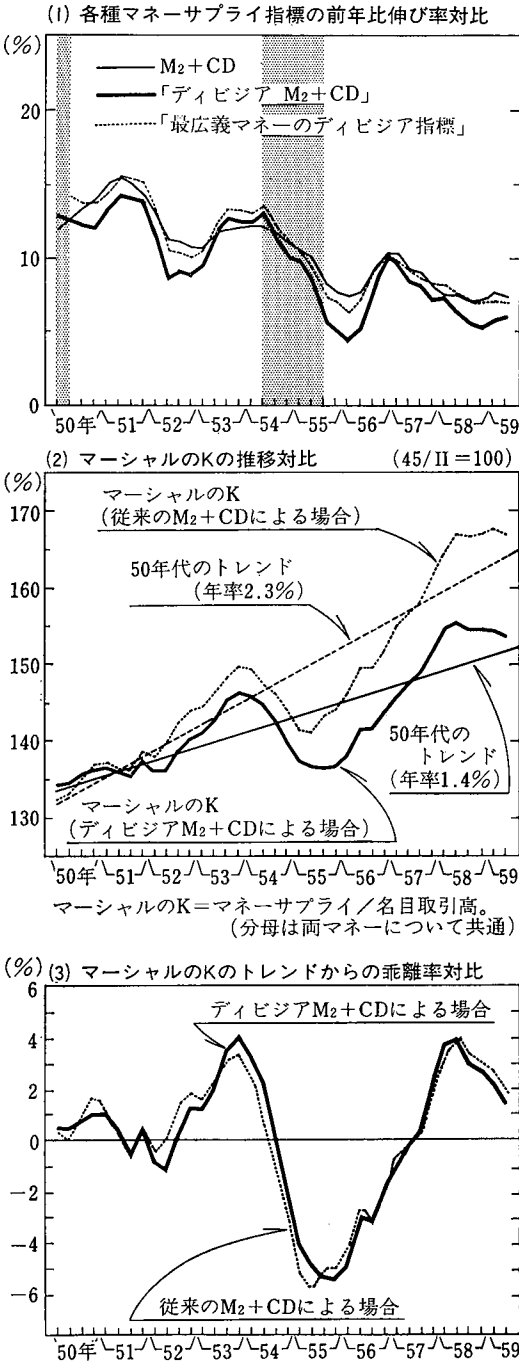
—本邦企業Aが本邦銀行Bの海外店からユーロ円短期借入れ +100 を実行した場合のバランスシートの動き(企業Aの預金口座は本邦銀行Bの国内店にあると仮定)：

企業 A		本邦銀行Bの海外店(非居住者)		本邦銀行Bの国内店(居住者)	
B行への+100 預金	ユーロ円+100 借入れ	企業Aへの+100 ユーロ円貸付			本支店勘定-100 企業Aの 預金 +100
		本支店勘定-100			

(注10) ウェイトとしてこうした機会費用を用いることとしたのは、例えば金利の低い資産が保有されるのは、その保有によってえられる取引決済の利便性が高いからであり、最高金利との差(機会費用)はこうした利便性をうるために支払われた価格であると同時に、その資産の通貨としての機能度合(moneyness)を示すと考えられるためである。なお指標の具体的作成方法については付注2を参照。

〔第8図〕

ディビジア・マネーサプライ指標と従来の $M_2 + CD$ の対比



のマネーサプライについてのディビジア指標」を作成し、その推移を従来の中心指標である $M_2 + CD$ と対比してみると(前年比伸び率、第8図(1))、①ディビジア $M_2 + CD$ の伸びは従来の $M_2 + CD$ の伸びをほぼ恒常的に下回るものとなること(これは前述したように従来の $M_2 + CD$ の流動性が傾向的に低下していることに対応)、②ディビジア $M_2 + CD$ の変動幅は従来の $M_2 + CD$ に比べて大幅であること(これは取引需要や金利動向を反映して大きく変動する M_1 がディビジア指標では高いウエイトで加重合計されているため)、などの差異が指摘できる。一方、③伸び率のピーク、ボトムはこれら3指標ともおおむね一致しており(すなわちこれまでのところ金融資産の構成要素間のシフトが比較的モデレートに進行しているため、いずれの指標でも流動性の変化方向に関する限り大きな差異は生じていない)、また④最広義マネーサプライのディビジア指標の伸びは従来の $M_2 + CD$ の伸びとおおむね一致している。

次にマネーサプライの水準評価に関連して、まずディビジア $M_2 + CD$ と現行 $M_2 + CD$ のそれぞ

れを用いて計算した「マーシャルのK」を比較すると(第8図(2))、ディビジア指標による場合のマーシャルのKは、従来の指標でのマーシャルのKよりも上昇トレンドは緩やかなものとなる(現行 $M_2 + CD$ の流動性低下傾向の反映)。しかし、マクロ的な金融の繁閑を示す「マーシャルのKのトレンドからの乖離率」をみると(同図(3))、両者のピーク、ボトムの時期やそれらの水準はおおむね一致している。

以上のような観察を総合してみると、少なくともこれまでに限る限り、従来の中心指標である $M_2 + CD$ は経済全体の流動性を表わす指標として引続き妥当との判断が可能である。

(各種マネーサプライ指標の比較)

ところで、日本銀行が金融政策運営上重視していくうえで望ましいマネーサプライ指標としては、①物価、GNPなどの実体経済諸変数との関係が密接かつ安定していること、②日本銀行によるコントロールが可能なこと、が基本的に重要な要件であり、その他に③迅速かつ正確なデータ入手が可能なこと、などの条件も必要である。すなわち、各種金融資産を出来るだけ幅広くカバーした指標がそれ自体として必要というよりも、こうした条件を満たすことが先ず不可欠であり、従ってあくまで経験的に判断せざるをえないものである。そこで、ここではこのうち①、②の基準について、従来の中心指標 $M_2 + CD$ を M_1 、「最広義マネーサプライ指標」および「ディビジア・マネーサプライ指標」(ディビジア $M_2 + CD$ 、最広義マネーサプライのディビジア指標)と対比するため、パワー寄与率の手法によって因果関係の分析を行ってみよう(注11)。

まず、マネーサプライと実体経済との関係をみるため、いま名目GNPをとり、これと各種マネーサプライ指標との関係をみると(計測期間は昭和50年代、第9図(1))、①従来の $M_2 + CD$ と M_1 との間では、 M_1 よりも $M_2 + CD$ の方が名目GNPに対して強い因果関係を持っている、②従来の $M_2 + CD$ とディビジア $M_2 + CD$ との比較では、周期の短い領域では両者の間にほとんど差がないが、周期の長い領域では従来の $M_2 + CD$ がディビジア $M_2 + CD$ よりも名目GNPに対して強い因果関係を持っている、③従来指標と同様の考え方による最広義のマネーサプライは従来の $M_2 + CD$ よりも名目GNPへの影響力のうえで幾分優位性がみられるが、従来の $M_2 + CD$ と最広義マネーサプライのディビジア指標との比較では、両者の優劣関係は一概には決定できない(周期の長い領域では従来の $M_2 + CD$ が名目GNPに対してより強い影響力を持っているが、周期の短

い領域では逆に最広義のディビジア指標の影響力が大)、などの試算結果がえられる。

次に、金融政策の目標として極めて重要な物価(この分析ではGNPデフレーター)との関係については(同図(2))、①従来の $M_2 + CD$ は M_1 よりも強い影響力を持っており、また最広義マネーサプライの影響力と比べても遜色ないこと、②従来の $M_2 + CD$ は、いずれのディビジア指標と比較しても、周期の比較的長い領域を中心に高いパワー寄与率を持っていること、がわかる。

一方、各マネーサプライ指標のコントローラビリティーの強さをみるために、

(注11) 各種マネーサプライ指標と物価、GNPなど実体経済諸変数との関係やマネーサプライ指標のコントローラビリティーについて実証的な分析を行おうとする場合、例えば時差相関係数による分析が簡便なひとつの手法である(マネーサプライとこれら諸変数との間には下記のようにかなりのタイムラグを置いた時点で両者の高い相関関係が計測できる)。しかし、これは2変数の時間を隔てた相関関係を示すものではあっても、本来因果関係を示すものではないという問題を持っている。これに対し、以下で用いるパワー寄与率による分析は、対象となる2変数をフィードバックシステム(因果関係)の中で捉えるとともに、各変数の変動を様々な周期を持つ循環的変動が合成されたものとして扱う手法であり、これによれば、変数相互間の影響の方向や影響の表われる仕組み(変数相互間において各周期の循環的変動がどのような影響を及ぼし合っているか)が明らかになる。第9図では、横軸には変動全体を構成する様々な循環変動の周期を示し、縦軸には、そうした周期における図中の表示方向(例えば $M_2 + CD$ から名目GNP)への影響度合(0~1.0の比率で表わされるパワー寄与率)が示されている(縦座標の高さが高いほど、その周期においてより強い影響がみられることを表わす)。なお、同図では一方向の影響についてだけ表示してあり、表示方向と逆方向についての影響(例えば名目GNP→ $M_2 + CD$)については、いずれの場合も比較的小さいので表示は省略してある。

パワー寄与率の手法は、あくまで変動を構成する要素を周期ごとにみた場合の影響力の強さを明らかにするものであり、2変数間における全体としてのタイムラグ関係については判断ができない点に留意する必要がある。また、本稿での分析は2変数の相対的關係に限定したものであること(例えば名目GNPはその他変数からも当然影響をうけるがその点は捨象)も留意しなければならない。なお、パワー寄与率の考え方の詳細とこれを用いた分析例としては、日本銀行金融研究所「金融研究」57年10月号所載「マネーサプライと経済諸変数間の因果関係：パワー寄与率からみたマネー、所得、物価および金利の相互関係について」を参照。

	対 応 変 数	時 差 相 関 係 数
実体経済との 関係	$M_2 + CD$ と名目GNP	0.94(5 四半期ラグ)
	$M_2 + CD$ とGNPデフレーター	0.93(7 ")
コントローラ ビリティー	短期金融市場金利と $M_2 + CD$	-0.57(3 ")

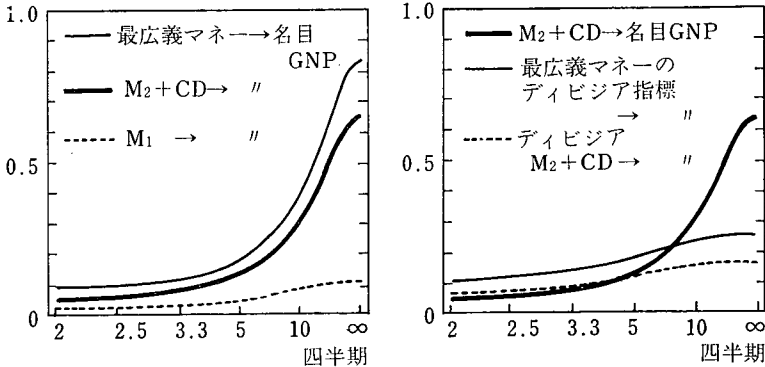
- (注) 1. いずれも前年比増減率ベース(ただし、短期金融市場金利との関係についてはマネーサプライ指標、短期金融市場金利〈コール・手形レート加重平均〉とも前年差ベース)。
2. 計測期間は46/I.~59/II。
3. 時差相関係数が最大値となる場合(かっこ内はそれに対応するタイムラグ)を表示(実体経済との関係についてはマネーの先行期数、コントローラビリティーについてはマネーの運行期数)。

日本銀行の操作対象である短期金融市場の金利(ここではコール・手形レートの加重平均レートを採用)から各種マネーサプライ指標に対するパワー寄与率を比較してみると(同図(3))、①従来の $M_2 + CD$ と M_1 を比較した場合、 $M_2 + CD$

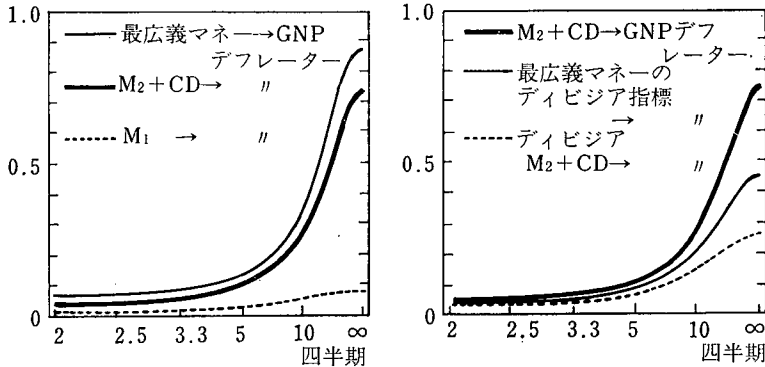
〔第9図〕

各種マネーサプライ指標と経済諸変数についてのパワー寄与率分析

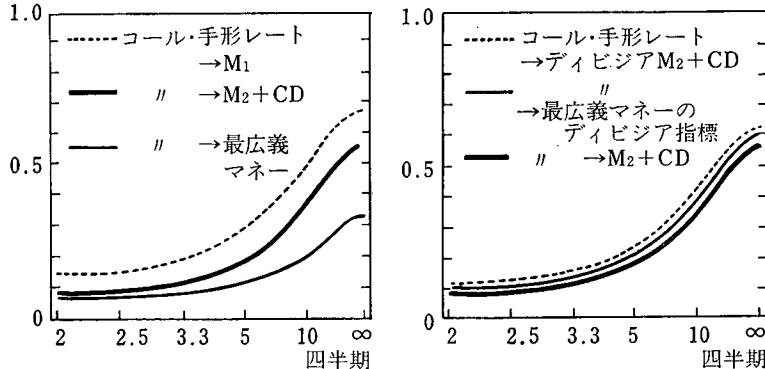
(1) 各種マネーサプライ指標の名目GNPに対するパワー寄与率



(2) 各種マネーサプライ指標のGNPデフレーターに対するパワー寄与率



(3) 各種マネーサプライ指標のコントローラビリティ



- (注) 1. 横軸は周期、縦軸はパワー寄与率を表わす。
2. 計測期間はいずれも昭和50年代(四半期ベース)。

はすべての周期において M_1 よりも劣る(注12)が最広義のマネーサプライに比べればすべての周期においてはるかに高いパワー寄与率を示しており、また、②従来の $M_2 + CD$ のコントローラビリティは、ディビジア指標(ディビジア $M_2 + CD$ 、最広義マネーサプライのディビジア指標)に比べわずかながら劣るが、その差は比較的小さいこと、などが明らかとなる。

以上の検討結果を総合的にみると、従来の中心指標 $M_2 + CD$ は実体経済(とくに物価)との関係の緊密さにおいて依然優れた指標であると同時に、コントローラビリティの面でも比較的良好な関係にあるとあってよい。また各種ディビジア・マネーサプライ指標には、指標作成上の技術的な問題を別にしても、現行 $M_2 + CD$ を代替させなければならないほどの利点は見出されず、したがって当面は $M_2 + CD$ を引続き中心指標としてマネーサプライを把握するのが適当かつ現実的と考えられる。もっとも、各種流動性レベルでのマネーサプライ指標やディビジア指標はマネーサプライ全体の動きをみるうえでのいわば補完的な指標として重要であり、とくに前者については、今後の自由化・国際化のなかでこれまで以上に重視する必要が生じる可能性もあるので、今後ともこれらを含めて幅広い観点からマネーサプライを捉えていくことが肝要であろう。

(2) 金融の自由化・国際化の下でのマネーサプライ管理

(マネーサプライ管理のメカニズム)

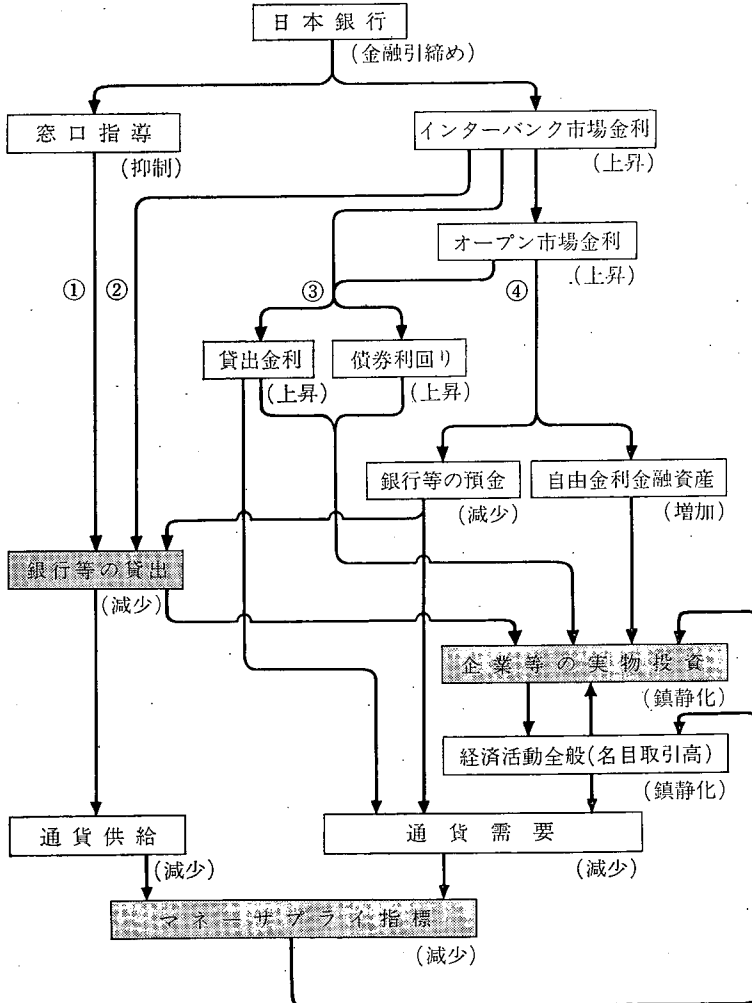
マネーないしマネー代替金融資産の構成が変化していくのに伴い、マネーサプライ管理のあり方も当然影響を受けることになる。そこで、まずわが国におけるこれまでのマネーサプライのコントロールがどのような経路によるものであったかを整理したうえでこの問題を考えてみよう。第10図は自由金利の公開市場(国債流通市場、現先・CD市場等)が本格的な拡大過程に入った昭和50年代についてそのメカニズムの大筋を図式的に整理したものである。すなわち、日本銀行によるマネーサプライのコントロールにおいては、インターバンク市場金利の操作が基本的役割を演じており、これを補完するため窓口指導(貸出増加額規制)というかたちでの金融機関与信行動の直接的なコントロールが併用されてきた。このうち、政策効果の波及が多様な形態をとって進展するインターバンク市場金利操作

(注12) 短期金融市場金利の $M_2 + CD$ に対するパワー寄与率が M_1 に対する場合よりも小さいのは、 M_1 が規制金利商品のみで構成されているのに対し、 $M_2 + CD$ は規制金利商品のみならず各種自由金利商品をも含んでいることから、短期金融市場金利の変動の影響が一方のみではなく(例えば市場金利が上昇するような場合には CD が増加する一方、規制金利の預金は減少する方向)、このため短期金融市場金利に対する $M_2 + CD$ の反応が M_1 と比べやや曖昧になっていることによる面が大きいと考えられる。

の影響につき、金融引締めの場合を例にとってやや詳しくみると、まず金融機関の貸出行動を通じてのマネーサプライへの影響が指摘できる(同図②)。すなわち、金融引締め政策の発動によって金利水準全体の引上げが図られる場合、金融機関の貸出金利(顧客関係への配慮や預金金利等規制金利との密接な関係などから比較的粘着的)の上昇は、金融機関にとっての限界的な資金コスト(ないし資金運用の機会費用)である短期金融市場金利の上昇よりも通常小幅にとどまることから、貸出の限界的な採算が悪化する。このため、貸出抑制の圧力が働き、マネーサプライが供給面から直接抑制されることになる。また、こうした金融機関貸出面(信用のアベイラビリティ)を通じる影響に加え、金利水準が全般的に上

〔第10図〕

昭和50年代におけるマネーサプライ・コントロールのメカニズム



昇する場合には、企業にとっては金融機関借入れ金利や債券発行コストの上昇を意味するので、借入れ需要の抑制効果や採算面の考慮に基づく実物投資の慎重化といった金利面を通じての影響も現われ、これが通貨需要の減退に作用する(同図③)。さらに、金融資産の蓄積に伴い企業の金利感応度が高まる一方、金利形成が自由な各種オープン市場(現先、CD等の市場)が拡大するにつれて、いまひとつの影響ルートも重要性を高めている(同図④)。すなわち、金融引締め政策がとられる場合には、自由金利商品と規制金利である預金との金利格差は通常拡大するが、オープン市場が拡大傾向を続けるなかでそうした状況になると、金融機関は、自由金利商品に対する預金の流出が強まりそれを反映して貸出姿勢を抑制せざるをえなくなる。一方、企業は、こうした自由金利商品への資金運用を増加させる一方で実物投資を抑制するといった行動を示すこと(金利上昇による流動性凍結効果)から、金利の上昇が支出行動に直接影響することになる。

以上のようなマネーサプライ・コントロールの様々な経路は、金融諸取引についての規制のあり方や金利自由化の度合等によって当然変化する。昭和50年代においては、金融取引や金利決定に関する規制の弾力化・自由化が次第に進展してきたことに伴い、それまで中心的な役割を果たしていた金融機関を中心とする主として通貨供給面からの経路(①および②)に加え、企業部門の投資活動等が金利動向の影響をより直接的にうけることによる通貨需要面からの経路(③および④)が一段と重要性を増してきているのが大きな特徴である。当面、金利自由化の過渡期的な局面にあっては、以上のような各経路がそれぞれの影響力の程度を変えながらも、全体としては金利機能による政策効果を次第に高める方向に進むことが予想される。

今後、さらに預金金利を含めて全般的な自由化が進み、また居住者(一般企業等)によるユーロ円預金の設定なども自由化されるといった状況を想定してみると、規制の存在ゆえに作動する影響経路(預金流出に伴う貸出抑制効果、④の一部)の有効性が減退するほか、信用供与についての直接的な規制(①)によるマネーサプライへの影響力も低下せざるをえないが、一方で企業投資等民間支出活動に直接働きかけることによる通貨需要面を中心とするマネーサプライへの影響経路(③のほか、④のうち企業投資に直接関係する経路)は一段と強く作動することが考えられる。このように金融政策の効果波及経路が大きく変化するにつれ、マネーサプライの動きは実体経済の動きをより直接的に反映するようになる可能性が大きく、その場合には、マネーサプライ指標の持つ意味合いは従来に比べ当然

変化すると考えておくべきであろう(マネーサプライ指標の実体経済に対する先行ラグの短縮化ないし同時指標化)。そうした場合には、金融政策の効果は、主として金利機能による実体経済活動のコントロールが中心となるが、そのときにもマネーサプライ(いかなる指標によるべきかの問題は改めて検討を要する)は、政策効果の浸透度合を含めた経済のいわば総合的なパフォーマンスを示す一つの重要な指標であり、金融政策の運営上これを重視してゆく必要性は依然変わらないことになる。

(マネーサプライ管理の有効性確保についての課題)

以上はいわば理念的に整理したもので、現実にはさまざまな移行プロセスが考えられる。しかしいずれにせよ、オープン市場が拡大し、自由金利資産が増大傾向を続けるなかで、より有効にマネーサプライの適正水準を維持していくためには、金利機能の活用が一層重要な課題になってくることは疑いをいれない。

従来、日本銀行はインターバンク市場金利(コール・手形レート)を中心に短期金利水準全般の誘導を行ってきたが、直接的な市場介入手段を持たないオープン市場がこのところ国内で急拡大を続けているだけでなく、円転規制の撤廃もあってユーロ円市場との運動関係も強まるなど、こうした市場はさらに規模を拡大しつつある。このような状況で、金利の政策的誘導を確実に行うためには、これまでの政策手段を一層機動的、弾力的に利用するとともに、拡大するオープン市場に対しても直接介入しうる手段を整備していく必要がある。日本銀行としては金融調整の中核になるにふさわしいオープン市場(取引される金融資産の性格等からみてとくに政府短期証券の市場)の育成が緊要な課題と考えており、その実現に向けて努力を重ねていく考えである。

むすび

以上検討したように、最近におけるマネーサプライは景気上昇が続くなかで安定した推移を示しており、当面引続きおおむね適正圏内の落ち着いた動きを示すものと期待される。

これまでの $M_2 + CD$ を中心指標とするマネーサプライのコントロールは金融の自由化・国際化が進展するなかにあっても金融政策運営のあり方として引続き有用性を失っておらず、日本銀行としては、各種の通貨指標を幅広く捉えながら、今後ともマネーサプライ重視の政策運営を継続していく考えである。そうした政策運営の有効性が確保されるためには、短期金融市場の金利操作を起点とす

る金利機能の活用が一段と重要な課題になっているので、日本銀行は、その場合に不可欠な短期金融市場(とくに政府短期証券の市場)の育成に努力していく考えである。

(付注1) 通貨需要関数の計測式

$$M_2 + CD \text{ 平残} = 1.1779 \times \{0.2086 \times (\text{個人消費}) + 0.2972 \times (\text{個人貯蓄累計})\} \\ (65.4)$$

$$+ 0.0675 \times (\text{名目取引高}) + 0.1092 \times \sum_0^7 w_1 (\text{名目取引高})$$

$$- 1466.3 \times \sum_0^3 w_2 (\text{マネー代替資産の合成金利}) \\ (5.8)$$

$$- 1887.4 \times \sum_0^3 w_3 (\text{郵貯・新商品シフトの影響}) - 13591 \\ (1.5)$$

	当期	1期前	2期前	3期前	4期前	5期前	6期前	7期前
w_1	0.222	0.194	0.167	0.139	0.111	0.083	0.056	0.028
w_2	0.167	0.288	0.327	0.218				
w_3	0.125	0.250	0.375	0.250				

$$\left\{ \begin{array}{l} R^2 = 0.999 \\ D.W. = 1.75 \\ \text{計測期間 } 52/I \sim 59/II \\ \text{コ克蘭・オーカット法を使用} (\rho = 0.775) \end{array} \right.$$

(付注2) デイビジア・マネーサプライ指標の試算方法

デイビジア・マネーサプライ指標の試算方法は以下のとおり(指標のレベル自体を算出するのではなく、その伸び率を直接計算)。

1. 各種金融資産の伸び率を金利ウエイトで加重合計。

$$D(t) = \sum_i S_{it}^* \cdot A(q_{it})$$

$$\left\{ \begin{array}{l} D(t) : \text{デイビジア・マネーサプライ指標の } t \text{ 期における増加率} \\ S_{it}^* : (S_{i,t-1} + S_{i,t})/2 \\ S_{it} : \text{金融資産 } i \text{ の } t \text{ 期における金利ウエイト} \\ A(q_{it}) : \text{金融資産 } i \text{ の } t \text{ 期における増加率} \end{array} \right.$$

2. 金利ウエイトは、利回りの低い金融資産ほどウエイトが高くなるかたちで次のように付与。

$$S_{it} = p_{it} \cdot q_{it} / \sum_j p_{jt} \cdot q_{jt}$$

$$\left\{ \begin{array}{l} p_{it} : t \text{ 期における金融資産 } i \text{ を保有する機会費用} \\ \quad (= t \text{ 期における最高金利} - \text{金融資産 } i \text{ の金利}) \\ q_{it} : t \text{ 期における金融資産 } i \text{ の保有量} \end{array} \right.$$

(参考) 日本銀行金融研究所「金融研究」59年7月号所載「Divisia Monetary Aggregates について」。