

## 研 究

# 信用集計量 (Credit Aggregates) について

## 〔目 次〕

- |                          |                      |
|--------------------------|----------------------|
| はじめに                     | (1) クレジット指標の試算値とその動向 |
| 1. 量的金融指標としてのマネーとクレジット   | (2) クレジット指標と実体経済との関連 |
| 2. わが国におけるクレジット指標の有用性の評価 | (3) 中間目標としての限界       |
|                          | 3. 暫定的結論             |

## はじめに

わが国を含め各国の中央銀行は、金融政策の中間目標、ないし政策運営に際し注視する金融の量的指標として、「マネー指標」(通貨集計量、Monetary Aggregates)を重視してきているが、最近欧米諸国の一部では、金融革新の進展などを背景に、マネーと実体経済の関係に不安定化の傾向がうかがわれることもあって、マネー指標の補完指標として「クレジット指標」(信用集計量、Credit Aggregates)の動向にも注目しようとの動きがみられている<sup>(注1)</sup>。

ここで、クレジット指標とは、国内非金融部門の負債(または、金融機関側からみれば貸出)を集計したものであり、マネー指標が金融資産(金融機関の負債)、なかでも支払手段である通貨の量に焦点を当てるのに対し、バランスシートの逆サイド、しかもマネー指標に比べ広義の指標に注目しようとするものである。

こうした折から、わが国においても、ここ2、3年 従来の通貨需要関数に幾分不安定化の兆しがうかがわれており(調査月報63年2月号掲載論文「最近のマネーサプライ動向について」参照)、改めて各種の量的金融指標について見直しを行うことが有用と考えられる。本稿では、その一環として、クレジット指標の試算を行い、そのパフォーマンス(実体経済との関係等)につき、マネー指標との比較、検討を試みることにした。

(注1) 米国では、1983年以降、連銀がマネーサプライの目標値設定と同時に、「国内非金融部門負債」についても、モニタリング・レンジを公表。

またフランスでも、本年のマネーサプライ見通しにあたり、M<sub>2</sub>のほかに「国内信用総量」という新指標を設定。

## 1. 量的金融指標としてのマネーとクレジット

1970年代以降、各国の中央銀行は、金融政策の運営に際して、市場金利など金融資産の価格指標だけではなく、マネーサプライ等金融の量的指標をも重視するようになった。これは、インフレ期待が高まって金利が上昇するようなケースでは、名目金利を安定させるように政策を運営すると、インフレを容認する結果に陥りがちであるとの認識に立って、こうした問題の少ない量的指標に注目しようとしたものである。

わが国でも、このような反省に加えて、1970年代後半以降、マネーフローが大幅に変化し(高度成長の終えんとともに、資金調達主体が民間法人部門による銀行借入から、公共部門による債券発行に入れかわり)、また金利機能の一層の活用が求められるなかで、マネーサプライを重視した金融政策運営が行われてきた。また1978年以降は、こうした趣旨に沿って、四半期ごとのマネーサプライ(1979年4～6月までM<sub>2</sub>、それ以降はM<sub>2</sub>+C D)見通しが公表されている。

ところで、金融の量的指標としては、各国で広く用いられているマネーサプライ等の「マネー指標」以外に、「クレジット指標」も考えることができる。マネー指標は、国内非金融部門の保有する金融資産(金融機関の負債)を集計したものであるが、クレジット指標は、同部門の負債(金融機関の資産)を集計したものである。

金融政策運営上、どのような量的変数に注目するか、とくに、マネーを重視するかクレジットを重視するかは、マクロ経済理論のなかでも、古くからの重要な論点であり、単純には概括し難いが、あえて二つの立場の特徴点を整理すれば、概ね以下のとおりである。

### ① 通貨とその他の金融資産の関係

マネーとくに狭義のマネーを重視する立場は、支払手段としての機能を有するか否かで、通貨とその他の金融資産を明確に区分し、前者の重要性を強調する。また、通貨とその他の金融資産の代替性は低いと考える。一方、クレジット重視の立場からは、通貨もそれ以外の金融資産も、なんらかの信用供与を背景にもつ点で同様にみなされる<sup>(注2)</sup>。

ただ、通貨とクレジットの定義を広くとるにしたがって、両者の統計上の

---

(注2) クレジット重視の立場からみれば、マネーの変化もあくまで信用の変化の結果として解釈される。

差異は縮小する。これは、先にみたように、マネー重視が国内非金融部門の資産サイドに、クレジット重視が同負債サイドに焦点を当てているため、すべての資産、負債が合計されれば、バランス・シート上、両者の差は国内非金融部門の対外ネット資産残高のみとなるためである。こうした点からみると、二つの考え方の最も重要な相違点は、狭義の通貨に特殊な地位を認めるか否かであり、 $M_2 + CD$ 等の広義の通貨を重視し、その増減要因を分析するとの立場は、マネー重視とクレジット重視の中間にあるとみることも可能である。

## ② 実体経済との関係

マネーを重視する立場では、企業、家計の支出活動は、その保有する金融資産の量、なかでも支払手段である通貨の量に大きく影響され则认为る。典型的には、通貨量と名目GNPの間に安定的な関係を想定する通貨数量説がある。

これに対し、クレジットを重視する立場では、企業、家計の投資行動等が資金調達面でのアヴェイラビリティに大きく依存すると考え、経済全体のクレジット活動の規模に注目する(もとより、この場合に問題となるのは、事前的な信用のアヴェイラビリティであるが、それは統計量として正確に把握し難いため、実際には事後的なクレジットの量を用いる)。なお、クレジットを重視する立場には、銀行信用のみに注目する考え方と、社債や株式の発行等を含めた広義のクレジットに注目する考え方の双方がある。

## ③ 金融政策との関連

マネー重視、クレジット重視のいずれの立場においても、金融政策の運営は、量的指標を中間目標ないしその一部として位置付け、金利や支払準備等の操作を通じて、これらを間接的にコントロールすることによってなされる。

ただし、クレジットのなかでも銀行信用をとくに重視する立場からは、銀行信用の拡張を直接にコントロールすることも一つ的手段として考えられ、事実、過去において銀行貸出の量的コントロールを試みた例は少なくない。しかし、企業の資金調達ルート of 拡充に伴って、銀行貸出のみをコントロールすることの意味は薄れてきており、こうしたコントロールは廃止されたケースが多い(注3)。

ところで、近年における金融の自由化、国際化、金融革新の進展は上記で整理

したマネー、クレジット両指標の位置付けを大きく変化させている。まず、マネー指標に関しては、通貨とそれ以外の金融資産の境界が次第にあいまいとなってきたため、通貨だけをとくに区別することの意味が薄れ、マネー指標の外延が不明瞭化してきている。また、クレジット指標については、企業の資金調達が多様化、円滑化に伴い信用のアヴェイラビリティが格段に高まった結果、事後的な信用供与量であるクレジット指標と、それが本来意味すべき事前的な信用のアヴェイラビリティとの乖離が一層広がったと考えられる。

こうした点をも考えると、マネー、クレジットいずれの指標の有用性が高いかについては、理論的に正否を判断することは難しく、結局、実体経済との関係等についての実証的な分析を踏まえつつ検討していかなければならない。

## 2. わが国におけるクレジット指標の有用性の評価

### (1) クレジット指標の試算値とその動向

まず、わが国におけるクレジット指標をとりあえず以下のとおり試算したうえ、その動向につきマネー指標との対比を行ってみた。

#### イ. クレジット指標の試算

##### (イ) 狭義のクレジット指標……金融機関の貸出の集計

金融機関の貸出を狭義のクレジットとしてとらえ、金融機関のカバレッジの大小により、2種類のクレジット指標を試算した。すなわち、主要5業態（都銀、長信、信託、地銀、相銀）の国内店総貸出；いわば最狭義のクレジット指標をC<sub>0</sub>、統計が利用可能なほぼすべての金融機関の国内店貸出を集計したものをC<sub>1</sub>と定義した。

C<sub>0</sub> : 全国銀行貸出<sup>(a)</sup>(含む信託勘定貸出)+相互銀行融資量

C<sub>1</sub> : C<sub>0</sub>+信金貸出+農(商)中等貸出<sup>(b)</sup>+外銀貸出  
+政府系金融機関貸出<sup>(c)</sup>+その他貸出<sup>(d)</sup>

---

(注3) 英国では、1960年代に銀行信用のコントロールを実施していたが、1971年の金融改革(いわゆる“Competition and Credit Control”)の際に、これを廃止した。

また、フランスでは長期にわたって、銀行信用のコントロールを主要な政策手段とし、貸出に対する準備率制度も設けられていたが、これらも徐々に緩和され、貸出準備率も1986年12月には廃止された。

なお、日本銀行が金融引締め時等に採用する取引先金融機関の貸出増加額に関するいわゆる窓口指導についても、あくまでマネーサプライをコントロールする主たる手段ではなく、短期市場金利の調節を通ずる主な調節ルートを、信用面から補完するものである。

- (a) 国内店ベース
- (b) 農(商)中+信農(漁)連+農(漁)協+共済連
- (c) 輸・開銀+住宅公庫+北東公庫+公営公庫+中小公庫+国民公庫+農林漁業公庫
- (d) 生保+損保+全信連+全信組連+信組+労金連+労金
- (ロ) 広義のクレジット指標………国内非金融部門の負債(金融機関借入+資本市場調達)の集計

次に、国内非金融部門の国内資金調達を広義のクレジットとしてとらえることとし、資金循環勘定残高表から民間非金融部門の国内調達残高(C<sub>2</sub>)と、これに公共部門の調達を加えたもの(C<sub>3</sub>)の二つを試算してみた。これらは、概ね上記C<sub>1</sub>に債券・株式発行を加算したものに相当する。

C<sub>2</sub> : 資金循環勘定残高表の法人企業部門と個人部門の国内資金調達残高<sup>(e)</sup>

(e) 民間金融機関借入金+公的金融機関借入金+有価証券発行(株式発行を含む)

C<sub>3</sub> : C<sub>2</sub>+公共部門の国内資金調達残高

なお、これに併せて、マネーのサイドにおいて概ねC<sub>3</sub>に相当する概念として「広義流動性」を以下のとおり定義した。

広義流動性：M<sub>2</sub>+C D+郵便貯金+農(漁)協・信組・労金の預貯金+信託元本+現先+金融債+国債+投資信託+外債。なお、一部推計を含む。

広義流動性は、支払手段としての通貨とその他金融資産を明確に区別するマネー重視の立場からは、やや概念のあいまいな指標であり、この意味からは、広義流動性もC<sub>3</sub>同様、広義のクレジット概念ともみなしうる。また、広義流動性が国内非金融部門の資産項目の集計であるため、対外資産を含む一方、C<sub>3</sub>は負債項目であるため、これを含まず、結局、両者の差異は、概念的には非金融部門の資産、負債のいずれに着目するか、実際上は累積経常収支を含めるか否か、に概ね帰着する。

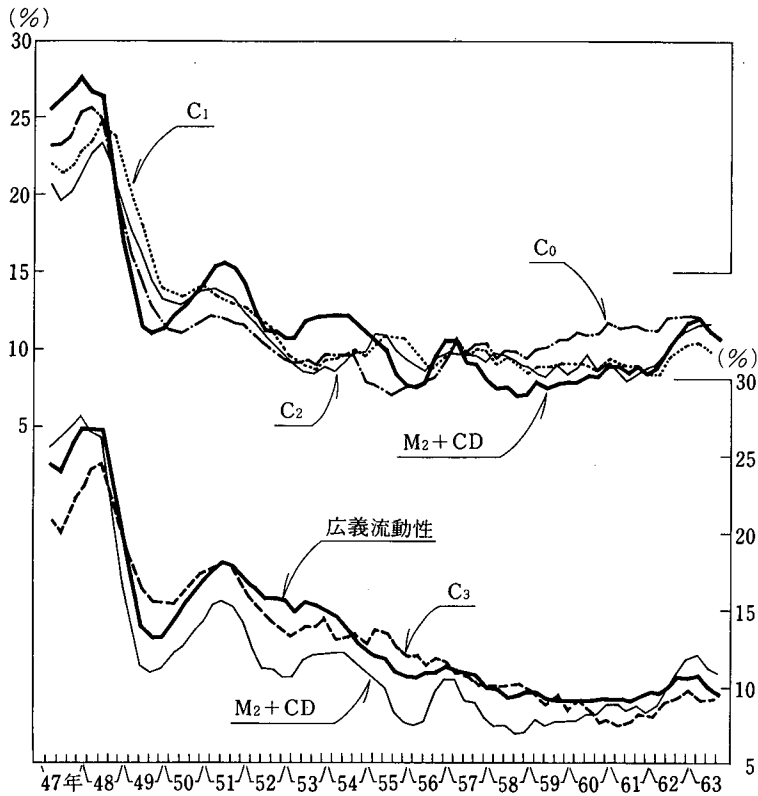
#### ロ. クレジット指標の動向

図表1は、以上のように定義した各指標の推移を、前年比伸び率で示したものであるが、ここから次のような点を読みとることができる。

- ① クレジット指標をマネー指標と比べると、それぞれが国内非金融部門の負債、資産の関係にあるため、当然のことながら、達観すれば同じような

(図表 1)

## マネー、クレジット指標の前年比の推移



動きを示している。

- ② とくに、 $C_3$ と広義流動性の関係は、前者が国内非金融部門の負債を、後者が資産をほとんど網羅しているため、両者はほぼ平行な動きを示す。
- ③ また、 $C_3$ 、広義流動性の動きを $M_2 + CD$ と比較すると、前2者では、最も広い範囲の資産、負債を含んでいるため、55～56年の郵貯シフトや60年以降の大口定期預金導入の影響などの金融資産間のシフトによる攪乱が観察されない。

#### ハ. 流通速度

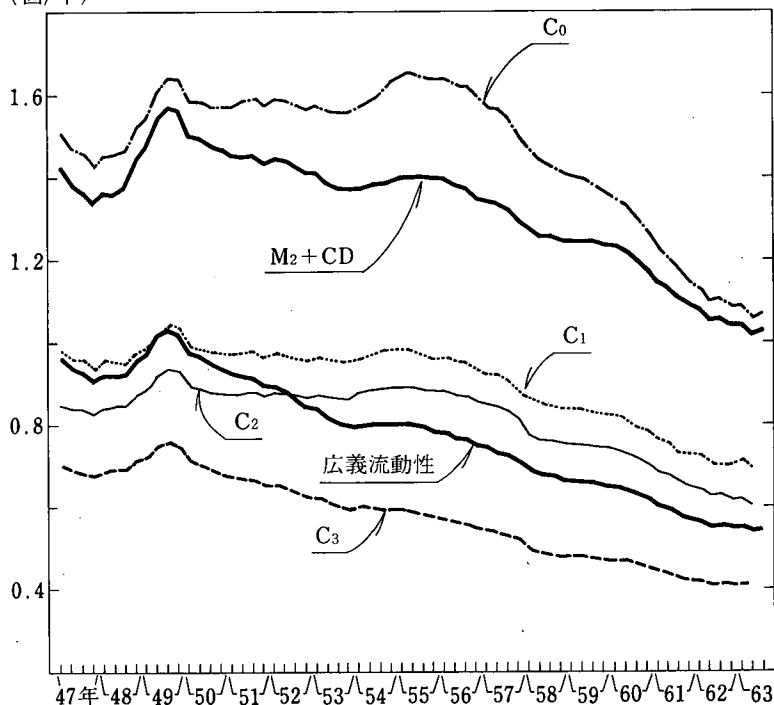
次に、名目総需要を $M_2 + CD$ 、広義流動性および $C_0 \sim C_3$ で除した、各指標のいわゆる流通速度をみると(図表2)、以下のような点を指摘することができる。

- ① すべての指標について、程度の差こそあれ下方トレンドが存在する(注4)。

(図表2)

マネー、クレジット指標の流通速度の推移

(回/年)



- ② とくに、C3、広義流動性については、他の指標と比べても、安定した下方トレンドがあり、振幅も少ない。

## (2) クレジット指標と実体経済との関連

以上みたように、試算した各種クレジット指標は、いずれも実体経済との間にある程度の関連性を有することがうかがわれるが、次に、これらの指標が実体経済の先行きを占ううえで有用か否かを検討してみよう(以下では広義流動性も広義のクレジット概念に含めて取扱う)。

### イ. 時差相関係数による分析

クレジット指標と実体経済諸指標(国内卸売物価、消費者物価<全国>、総需要デフレータ、名目総需要)との関係を、まず時差相関係数(前年比)によってみると(図表3)、通期(47/1Q~62/4Q)では47~49年の第一次石油ショック前後の大きな山谷を含めていることもあって、C0~C3、広義流動性の

(注4) わが国では、家計部門の資産蓄積テンポが所得の伸びを上回っていることを主因として、名目所得と金融資産ストックの比である流通速度には、下方トレンドが存在する。

(図表 3)

## マネー、クレジット指標と実体経済指標との時差相関係数

(1) 通期(計測期間: 47/1Q~62/4Q)

	M <sub>2</sub> + C D	広義流動性	C <sub>0</sub>	C <sub>1</sub>	C <sub>2</sub>	C <sub>3</sub>
国内卸売物価	0.85 (+ 5)	0.83 (+ 5)	0.74 (+ 5)	0.75 (+ 4)	0.74 (+ 4)	0.80 (+ 4)
消費者物価(全国)	0.92 (+ 6)	0.91 (+ 6)	0.86 (+ 6)	0.91 (+ 6)	0.90 (+ 5)	0.92 (+ 5)
総需要デフレーター	0.92 (+ 6)	0.91 (+ 6)	0.85 (+ 6)	0.87 (+ 5)	0.85 (+ 5)	0.89 (+ 5)
名目総需要	0.91 (+ 5)	0.93 (+ 4)	0.81 (+ 5)	0.89 (+ 3)	0.86 (+ 3)	0.90 (+ 3)

(2) 前期(計測期間: 47/1Q~54/2Q)

	M <sub>2</sub> + C D	広義流動性	C <sub>0</sub>	C <sub>1</sub>	C <sub>2</sub>	C <sub>3</sub>
国内卸売物価	0.91 (+ 5)	0.91 (+ 5)	0.90 (+ 5)	0.85 (+ 4)	0.88 (+ 4)	0.93 (+ 4)
消費者物価(全国)	0.88 (+ 6)	0.84 (+ 6)	0.92 (+ 6)	0.91 (+ 6)	0.92 (+ 5)	0.91 (+ 5)
総需要デフレーター	0.91 (+ 6)	0.89 (+ 6)	0.93 (+ 6)	0.88 (+ 5)	0.90 (+ 5)	0.92 (+ 5)
名目総需要	0.94 (+ 5)	0.93 (+ 4)	0.92 (+ 5)	0.91 (+ 3)	0.89 (+ 3)	0.91 (+ 4)

(3) 後期(計測期間: 54/3Q~62/4Q)

	M <sub>2</sub> + C D	広義流動性	C <sub>0</sub>	C <sub>1</sub>	C <sub>2</sub>	C <sub>3</sub>
国内卸売物価	0.65 (+ 3)	0.84 (+ 3)	-0.41 (- 8)	0.64 (- 8)	0.43 (+ 8)	0.84 (+ 1)
消費者物価(全国)	0.56 (+ 3)	0.86 (+ 6)	-0.45 (- 7)	0.66 (- 7)	0.37 (+ 8)	0.90 (+ 2)
総需要デフレーター	0.61 (+ 2)	0.89 (+ 2)	-0.54 (- 8)	0.71 (- 8)	0.54 (+ 7)	0.89 (+ 1)
名目総需要	0.49 (+ 1)	0.77 (+ 0)	-0.15 (+ 8)	0.53 (- 8)	0.58 (+ 7)	0.78 (+ 0)

(注) 1. いずれも前年比データを用いて計測。

2. ( )内は、時差相関係数が最大となるラグ期間の長さを示す(+はマネーないしクレジット指標が先行、-は遅行、0は同時)。

いずれも、M<sub>2</sub> + C Dと同様に、物価、名目総需要に先行し、時差相関係数も高いという関係が見出される。

もっとも、期間を2期に区切って後期(54/3Q~62/4Q)における関係をみると、C<sub>0</sub>~C<sub>2</sub>と実体経済諸指標との関係は、M<sub>2</sub> + C D(前出調査月報63年2月号掲載論文「最近のマネーサプライ動向について」参照)以上に、著しく希薄化している。一方、C<sub>3</sub>と広義流動性については、前期(47/1Q~54/2



Q)と同様に実体経済指標に先行し、相関係数も高いという安定的な関係を保っているようにうかがわれる。

#### ロ. VARモデルによる分析

しかしながら、時差相関係数は、2変数間の単純な相関関係のみに着目した分析であるため、実体経済(成長率、インフレ率等)の様々な動きの結果、 $C_3$ 、広義流動性と物価、名目総需要との間に、見かけ上の先行・遅行関係が発生した可能性を排除できない。そこで次に、マネー、クレジット指標、実体経済諸指標の間の関係をより総合的にとらえる手法として、VARモデル( $M_2 + CD$ 、 $C_3$ もしくは広義流動性、実質総需要、総需要デフレータの4変数)<sup>(注5)</sup>を用いて、マネーとクレジットの優劣を比較してみると、概ね次のような結果が得られた。

(イ)  $M_2 + CD$ 、 $C_3$ 、実質総需要、総需要デフレータの4変数VARのケース(図表4(1))

- ① 総需要デフレータには $M_2 + CD$ 、 $C_3$ が先行し、 $C_3$ には $M_2 + CD$ が先行している(F検定の結果)<sup>(注6)</sup>。
- ② 総需要デフレータに対する説明力は、 $C_3$ に比べ $M_2 + CD$ の方が大きい(分散分解の結果)<sup>(注7)</sup>。

(ロ) 上記4変数VARで、 $C_3$ を広義流動性で置き換えたケース(図表4(2))

- ① 総需要デフレータと広義流動性は、双方向に影響を及ぼしており、広義流動性が総需要デフレータに与える影響は $C_3$ に比べやや弱い。この間、 $M_2 + CD$ は広義流動性にも先行している(F検定の結果)。
- ② 総需要デフレータに対する説明力は、広義流動性に比べ $M_2 + CD$ の方が格段に高い(分散分解の結果)。

したがって、VARモデルによれば、先の時差相関分析の結果とは異なり、インフレ率の変動を説明し、その先行きを予測するうえで、 $C_3$ や広義流動性よりも $M_2 + CD$ の方が有用であるという結果が得られる。

(注5) VAR (Vector Auto-Regression)モデルとは、モデル内の変数の過去の動きから、それらの現在および将来の変動を予測する手法であり、モデルに含まれるすべての変数の情報を利用する点で、時差相関分析より総合的な分析手法と考えられている。

(注6) VARモデルで、変数Xの説明に変数Yが有意(F検定)であるということは、モデル内の変数間の関係を総合的にとらえた場合に、Yの現在ないし過去の動きがXの将来の予測に有用である(先行する)ことを意味する。

(注7) 分散分解とは、変数Xの変動要因を、変数X、Y、……の変動に帰結させ、パーセント表示で示したものである。

(図表 4)

V A R モデルによる計測結果(日本)

(1)  $M_2 + CD$ 、 $C_3$ 、実質総需要、総需要デフレタの4変数の前年比データによる計測

F 検定の結果

被説明変数 \ 説明変数	$M_2 + CD$	$C_3$	実質総需要	総需要デフレタ
$M_2 + CD$	210.2**	0.5	5.6**	0.0
$C_3$	5.9**	85.2**	1.4	0.3
実質総需要	2.5*	0.7	18.5**	4.7**
総需要デフレタ	2.3*	3.0*	0.5	340.6**

\*印は10%水準、\*\*印は5%水準で有意であることを示す。

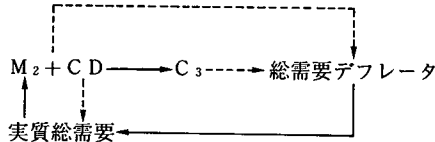
分散分解の結果

(%)

被説明変数 \ 説明変数	$M_2 + CD$	$C_3$	実質総需要	総需要デフレタ
$M_2 + CD$	56.3	12.7	24.3	6.7
$C_3$	49.0	14.9	27.8	8.3
実質総需要	39.3	11.8	37.6	11.2
総需要デフレタ	35.6	15.4	17.9	31.2

(注) 計測期間は、47年第1四半期から62年第4四半期。

(上記検定結果から導かれる先行運行関係)



—— : 5%水準で有意な関係  
 ---- : 10%水準で有意な関係

(2)  $M_2 + CD$ 、広義流動性、実質総需要、総需要デフレタの4変数の前年比データによる計測

F 検定の結果

被説明変数 \ 説明変数	$M_2 + CD$	広義流動性	実質総需要	総需要デフレタ
$M_2 + CD$	91.0**	0.0	5.3**	0.4
広義流動性	7.3**	94.6**	6.5**	2.2*
実質総需要	0.8	0.5	19.4**	4.1**
総需要デフレタ	0.1	2.2*	0.6	377.6**

\*印は10%水準、\*\*印は5%水準で有意であることを示す。

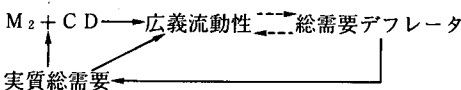
分散分解の結果

(%)

被説明変数 \ 説明変数	$M_2 + CD$	広義流動性	実質総需要	総需要デフレタ
$M_2 + CD$	60.6	6.0	28.7	4.7
広義流動性	48.4	6.8	38.0	6.9
実質総需要	40.4	7.5	41.0	11.1
総需要デフレタ	36.3	9.2	23.4	31.1

(注) 計測期間は、47年第1四半期から63年第1四半期。

(上記検定結果から導かれる先行運行関係)



—— : 5%水準で有意な関係  
 ---- : 10%水準で有意な関係

このように、マネー指標、クレジット指標を実体経済諸指標との関連で見ると、流通速度の安定性や時差相関係数の高さからみれば $C_3$ 、広義流動性が指標として優れている一方で、VAR分析によって先行性や影響力をみると、 $M_2 + CD$ が優れているとの結果が得られる。これは、 $M_2 + CD$ が重要な指標であることを裏付ける一方で、実体経済との関係で金融量を評価するにあたっては、 $C_3$ 、広義流動性もかなりの有用性を有することを示唆するものと解し

えよう。

なお、米国に関しVARモデル( $M_1$ もしくは $M_2$ 、国内非金融部門負債<Debt>、実質総需要、総需要デフレータの4変数)を適用してみると(図表5)、日本の場合とは異なり、F検定の結果からは、国内非金融部門負債が $M_1$ (もしくは $M_2$ )に先行している。また、分散分解の結果からは、総需要デフレータへの説明力は、 $M_1$ (もしくは $M_2$ )よりも国内非金融部門負債の方が高いとの結論が得

(図表5)

### VARモデルによる計測結果(米国)

#### (1) $M_1$ 、Debt、実質総需要、総需要デフレータの4変数の前年比データによる計測

##### F検定の結果

説明変数 被説明変数	$M_1$	Debt	実質 総需要	総需要デ フレータ
$M_1$	20.2**	3.1*	0.1	0.8
Debt	0.8	173.6**	0.8	1.0
実質総需要	2.4*	0.4	128.7**	0.4
総需要デフレータ	1.1	4.3**	7.3**	364.7**

\*印は10%水準、\*\*印は5%水準で有意であることを示す。

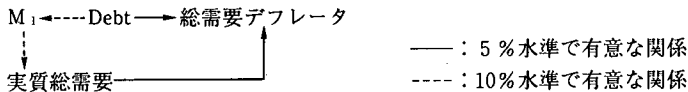
##### 分散分解の結果

(%)

説明変数 被説明変数	$M_1$	Debt	実質 総需要	総需要デ フレータ
$M_1$	77.9	10.4	6.1	5.6
Debt	5.2	72.1	15.5	7.2
実質総需要	10.8	11.1	74.2	3.9
総需要デフレータ	3.9	26.8	31.1	38.2

(注) 計測期間は、1972年第1四半期から1988年第1四半期。

(上記検定結果から導かれる先行遅延関係)



#### (2) $M_2$ 、Debt、実質総需要、総需要デフレータの4変数の前年比データによる計測

##### F検定の結果

説明変数 被説明変数	$M_2$	Debt	実質 総需要	総需要デ フレータ
$M_2$	44.0**	3.1*	1.2	3.3**
Debt	1.4	184.4**	1.5	1.4
実質総需要	1.5	0.9	77.2**	1.3
総需要デフレータ	0.6	2.9*	5.7**	356.1**

\*印は10%水準、\*\*印は5%水準で有意であることを示す。

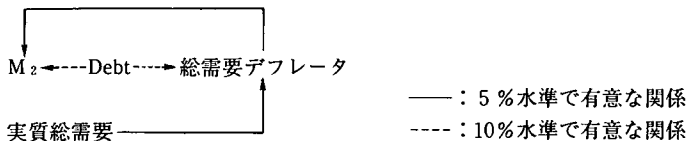
##### 分散分解の結果

(%)

説明変数 被説明変数	$M_2$	Debt	実質 総需要	総需要デ フレータ
$M_2$	62.4	11.7	17.7	8.1
Debt	1.2	66.8	15.6	16.4
実質総需要	8.1	17.7	66.4	7.9
総需要デフレータ	2.7	27.4	23.5	46.4

(注) 計測期間は、1972年第1四半期から1988年第1四半期。

(上記検定結果から導かれる先行遅延関係)



られ、米国が国内非金融部門負債にモニタリング・レンジを設定している点には、十分な根拠が認められる。

### (3) 中間目標としての限界

ところで、マネーは各国において、単なる量的指標としてだけでなく、金融政策運営の中間目標として位置付けられている場合が多く、わが国でも、あくまで総合判断の一環であるとはいえ、 $M_2 + CD$ についてその見通しを対外公表している。このような観点からクレジット指標を考える場合、指標性、先行性のみならず、①速報性、②政策的なコントローラビリティ(操作性)、についての検討も必要となる。

そこで、まず速報性についてみると、 $M_2 + CD$ は翌月公表されるため、速報性に極めて優れている反面、 $C_3$ は9か月程度遅れることから、速報性において著しく劣っている。この間、 $C_3$ と比較的類似した指標である広義流動性については、 $M_2 + CD$ と比べると推計部分が大きいとはいえ、翌々月には利用可能となる予定であり(注8)、一応速報性を備えたものとみることができる。

次に、政策的なコントローラビリティについては、中央銀行が短期市場金利の操作を通じて、これらの指標にどの程度の影響を及ぼしうるかを検討する必要がある。これについて定量的に把握することは極めて難しいが、あえて一つの手がかりをうるために、マネー、クレジット指標それぞれについて、代表的な短期市場金利である手形レート(2か月物)と名目総需要を変数とする関数推計を行い、手形レートの説明力の有意性によってマネー、クレジットに対する政策的な影響力を比較してみた(図表6)。これによると、 $M_2 + CD$ のパフォーマンスが最も良く、広義流動性は若干操作性が劣り、 $C_3$ はほとんど金利に影響されないとの試算結果が得られる。ここで用いた推計方法には改善すべき点も多いため、その結果についてはあくまで暫定的なものと考えが必要があるが、一応、 $M_2 + CD$ とクレジット指標の間には、操作性の点で隔たりがあることを裏付けるものと、解釈することが可能であろう。

(注8) 本稿では暫定的な「広義流動性」のデータを用いたが、1989年春からは、これに統計作成上の改善を加えた指標を、新たに「広義流動性」として公表する予定である(調査対象月の翌々月の「経済統計月報」に掲載)。

(図表 6)

## マネー、クレジット指標と政策変数との関係

説明変数 被説明変数	名目総需要 前年比 ( $\alpha$ )	手形レート 2 か月物 ( $\beta$ )	定数項 ( $\gamma$ )	$\bar{R}^2$ (S. E.)
M <sub>2</sub> + C D 前年比	0.46 ( 5.7 )	- 0.34 ( - 2.5 )	9.2 ( 11.4 )	0.41 ( 1.8 )
広義流動性前年比	0.60 ( 6.4 )	- 0.28 ( - 1.8 )	9.7 ( 10.5 )	0.49 ( 2.1 )
C <sub>3</sub> 前年比	0.57 ( 6.6 )	- 0.03 ( - 0.2 )	7.5 ( 8.4 )	0.60 ( 2.0 )

( )内は t 値

(計測に用いた式)

$$\begin{aligned} \text{マネー、クレジット前年比} = & \alpha \times \sum_0^3 w_1 \times (\text{名目総需要前年比})_{-1} \\ & + \beta \times \sum_0^3 w_2 \times (\text{手形レート 2 か月物})_{-1} + \gamma \end{aligned}$$

$$\left[ \begin{array}{l} w_1, w_2 \text{ はアーモン・ラグを使用} \\ \text{計測期間: } 50/1\text{Q} \sim 63/1\text{Q} \\ \text{(ただし, } C_3 \text{ のみ } 50/1\text{Q} \sim 62/4\text{Q)} \end{array} \right]$$

## 3. 暫定的結論

以上、わが国におけるクレジット指標とマネー指標について、幾つかの分析、検討を行ったが、その結果から暫定的な結論を取りまとめれば、以下のとおりとなる。

まず、狭義のクレジット指標(金融機関貸出のみを集計)と実体経済指標(物価、名目総需要)との関係は、M<sub>2</sub> + C D と実体指標との関係と比較しても、著しく希薄化したと考えられる。

一方、広義のクレジット概念(国内非金融部門の国内調達残高 C<sub>3</sub>、および広義流動性)は、M<sub>2</sub> + C D に比べ金融資産間の資金シフトの影響を受けにくい、最近時においても流通速度の振れが小幅にとどまっており、また物価や名目総需要との関係においても、単純な時差相関係数からみる限り、比較的高い相関関係が維持されている。

もっとも、実体経済指標に対する先行性、説明力を V A R モデルを用いて分析すると、M<sub>2</sub> + C D の方が C<sub>3</sub> や広義流動性に先行する関係にあり、実体指標に対する説明力も両指標に比べ格段に高い。また、政策によるコントローラビリティの観点からも、M<sub>2</sub> + C D が優れている。

データの速報性においては、M<sub>2</sub> + C D がもっとも速い(翌月利用可能)。広義流動性は推計部分が多いものの M<sub>2</sub> + C D に準ずる速報性を有している一方、C<sub>3</sub>

は極めて遅い(約9か月のラグ)。

以上の点からみて、一般的にみる限り、 $M_2 + CD$ が金融の量的指標として最も重要な指標であることに変わりはない。ただ、金融制度の変更や、金融革新の進展の影響により、大きな資金シフトが生じているような局面においては、広義のクレジット指標(とくに、ある程度速報性のある広義流動性)を補完的指標としてモニターしていくことが望ましいと考えられる。