

資 料

欧米主要国におけるマネーサプライ

——89年の動向と90年目標値——

1. 89年の動向

欧米主要国における89年中のマネーサプライ動向を振り返ると、米国ではM₂は目標レンジ内に収まったが、M₃は貯蓄金融機関の業界再編等の影響もあって、目標レンジ下限を幾分下回った。また欧州では、英国で実績値が目標レンジ上限を上回っているものの、西ドイツ、フランスでは目標レンジ内の実績となった。

国別の推移をやや詳しくみると、米国においては、景気が拡大を続けるなかでインフレ圧力が高まったため、連邦準備制度は、88年春から89年春にかけ市場金利の引上げを誘導し(88/8月および89/2月には公定歩合を引上げ $<6.0\% \rightarrow 6.5\% \rightarrow 7.0\% >$)、金融を徐々に引締めていった。これを受けて、M₂、M₃とも伸び率は鈍化、89年初から年央までは目標レンジの下限近辺で推移した。その後、米国景気が減速傾向を示すなか、連邦準備制度は「物価上昇のリスクは当面低下」と判断、89/6月より、慎重ながら金融緩和の方向に政策運営スタンスを転じた。この結果、M₂は、徐々に伸びを高め、結局89/第4四半期には、目標レンジのほぼ中間に収まった。この間、M₃は、89/8月に成立した「金融機関改革救済執行法」の施行に伴う貯蓄金融機関の業界再編の過程で、これら貯蓄金融機関の資産が減少し、この結果、大口定期預金や大口ターム RPs (いずれもM₃構成要素であるが、M₂には含まれない)等の資金調達手段への依存度が低下したことなどから、目標レンジの下限を下回る伸びとなった。

一方、欧州をみると、西ドイツでは、86～88年まで3年連続でマネーの伸びが目標レンジを上回った後、89年入り後も、景気の力強い拡大に伴い、M₃は引続き目標レンジを上回って推移していたが、88年央からの累次にわたる政策金利引上げが奏功して89/下期には伸び率が鈍化、第4四半期には4年ぶりに目標レンジ内に収まった。また、フランスでも、88年央以降89年を通じ金融引締めを継続、M₂はほぼ目標レンジ内で推移した。一方、英国では、88年初以降、景気の拡大テンポが加速、インフレ圧力の高まりに対応し、同年央以降政策金利の大幅

引上げを実施した。このため、89年入り後、景気拡大テンポは鈍化し、この結果、M₀の伸び率は低下したが、なおターゲットを上回っている。

2. 90年目標値

足元の物価動向をみると、英国では、景気拡大テンポは個人消費の後退により鈍化傾向にあるものの、賃金コストの上昇等から依然高めの物価上昇が続いているが、その他主要国では、これまでのところ大幅な物価上昇といった事態は回避し得ている。もっとも、西ドイツにおいては、設備投資、個人消費を中心とした景気の力強い拡大持続を背景に製品・労働需給がタイト化するなど、物価上昇圧力が一段と強まっているほか、米国についても、経済拡大テンポはモデレートなものとなっているものの、物価上昇率の顕著な低下はみられていない。

こうした状況下、90年のマネーサプライ目標レンジ設定に際しての金融政策運営方針をみると、以下のように、各国当局とも、引続き物価安定を優先的政策目標として位置付けており、これと整合的なマネーサプライ目標レンジを設定、その達成に努めていくことを基本スタンスとしている。

——米国では、「昨年の経済情勢の進展については満足のいくものではあったものの、物価安定に向けての進展がみられなかったという点で、なお大きな課題が残されている(there is still important work to be done)」(連邦準備制度)として、M₂については前年と同様、低めの目標レンジ(3～7%)を設定。この間、M₃については、前述の貯蓄金融機関業界再編の影響を勘案して、目標レンジを1%ポイント引下げ(89年3.5～7.5%→90年2.5～6.5%)。

——西ドイツでは、「ドイツ・マルクの国内購買力を維持する」(ブンデスバンク)ことを基本的政策運営方針とし、90年のM₃目標レンジを「4～6%」に設定。なお、設定方式は89年の単一目標値方式からレンジ方式へ復帰(88年以前はレンジ方式を採用)したかたちであるが、これは、「諸般の不確実性に対応するため幅を持たせたものであり、実質的には89年度目標値(5%程度)と変わらない」(ブンデスバンク)旨、説明。

——英国では、引続き「インフレ抑制が政府の最重要課題」(大蔵省)。このため、90年のM₀目標レンジを前年と同様「1～5%」に設定し、引締め気味の政

策運営を継続する方針。

——フランスでは、「インフレ・リスクを防止し、国内貯蓄の増加により内需の過熱を予防するとともに、E M S内におけるフラン相場の安定維持を図る」(フランス銀行)ことを目標とし、90年のM₂目標レンジにつき89年の水準(4～6%)を0.5%ポイント下回る「3.5～5.5%」に設定。

[]内は 発表時	90年の目標値 [()内は89年の目標値、 (<)内は同実績値]	対 象 通 貨 の 定 義
米 国 [90年 2月20日]	M ₁ 設定せず(設定せず) 〈0.6%〉 M ₂ 3～7% (3～7%) 〈4.5%〉 M ₃ 2.5～6.5%(3.5～7.5%) 〈3.3%〉 国内非金融部門負債残高(注) (モニタリング・レンジ) 5～9%(6.5～10.5%) 〈8.0%〉 〔90年第4四半期〕 平残の前年比 (注) 個人、企業、政府の対金 融機関負債(Flow of Funds ベース)。	M ₁ =流通現金(注1)+トラベラーズ・チェック(非銀行発行分)+要求払 預金(注2)(商業銀行分)+要求払預金以外の決済性預金(注3) (注1) 財務省、連銀、預金金融機関保有分を除く。 (注2) 連邦政府、外銀、外国公的機関からの受入れ分およびインターバンク 預金、連銀フロートを除く。 (注3) NOW、スーパーNOW、ATS、信用組合シェア・ドラフトおよび 貯蓄金融機関の要求払預金。 M ₂ *=M ₁ +オーバーナイト RPs(商業銀行分)+オーバーナイト・ユー ロデラー(注1)+MMDA+小口ターム RPs(注2)+貯蓄性預金+小 口定期預金(注2)+個人向けMMF(注3) * ただし、①預金金融機関、MMFにおける個人退職年金勘定(IRA)および 自営業者年金勘定(KEOGH)保有分、②連邦政府、外銀、外国公的機関、非機関 投資家向けMMF保有分、インターバンク預金を除く。 (注1) 米銀海外支店における米国居住者(金融機関を除く)保有分。 (注2) 1口10万ドル未満。 (注3) 免税投資対象(地方債等)への運用分を含む。 M ₃ *=M ₂ +大口定期預金(注1)+大口ターム RPs(注1)+ターム・ユーロ デラー(注2)+機関投資家向けMMF(注3) * ただし、①連邦政府、外銀、外国公的機関、MMFからの受入れ分、インター バンク預金および②機関投資家向けMMFによって保有されるオーバーナイト RPs、オーバーナイト・ユーロデラーを除く。 (注1) 1口10万ドル以上。 (注2) 米銀海外支店および英国、カナダにおける米国居住者(金融機関を除く) 保有分。 (注3) 免税投資対象(地方債等)への運用分を含む。
西ドイツ [89年 12月14日]	M ₃ 4～6%程度(5%程度) 〈4.7%〉 〔90年第4四半期〕 の前年同期比	M ₃ =流通現金(注)+要求払預金+4年末満定期預金+法定解約告知期間 (3か月)付貯蓄預金 (注) 金融機関(含むブンデスバンク)保有分を除く。
英 国 [90年 3月20日]	M ₀ 1～5%(1～5%) 89年6月 9月 12月 90年2月 5.5% 4.5 5.6 6.4 〔90年4月～91年3月〕 の各月の前年比	M ₀ =流通現金(市中銀行保有分を含む)+市中銀行の英蘭銀行預け金(現 金準備率規制に基づく預け金を除く)
フランス [89年 12月19日]	M ₂ 3.5～5.5%(4～6%) 〈4.4%〉 M ₃ 設定せず(設定せず) 〈7.3%〉 〔90年第4四半期〕 の前年同期比	M ₂ (注1)=流通現金(注2)+フラン建要求払預金(以上M ₁)+すべての通 帳預金(注3) (注1) 証券投資信託(SICAV および FCP)の保有する要求払・定期預金、売買 条件付買入債券を含む。 (注2) 金融機関(含むフランス銀行)保有分を除く。 (注3) A、B、青色、通常、住宅、産業振興(CODEVI)、庶民貯蓄(LEP)の各 通帳預金。
スイス [89年 12月15日]	中央銀行通貨量2%(2%) 〈Δ1.9%〉 〔90年第4四半期〕 の前年同期比	中央銀行通貨量=流通銀行券+中央銀行預け金—スイス中央銀行の市中 銀行に対する月末限りの与信額

マ ネ ー サ プ ラ イ 目 標 値

当 局 の コ メ ン ト

連邦準備制度「89年中の経済情勢の進展については満足のいくものであったものの、物価安定に向けての進展がみられなかったという点で、なお大きな課題が残されている。

連邦準備制度は、リセッションを回避しつつインフレおよびインフレ期待を低下させるため、引続きマネーおよび総需要の伸びを抑制していく。

90年の物価情勢をみると、経済の拡大テンポが引続きモデレートなものとなり、物価安定に向けての進展が期待できる見通しにある。連邦準備制度はかかる見通しと整合的なM₂、M₃の目標レンジを左記の通り設定した。M₂については、90年中名目G N P伸び率が鈍化する見込みである一方、89年央から末にかけての金利低下の影響が、90年中も当分の間は引続き通貨需要を押し上げると考えられる。このため、90年を通してみると、M₂の伸びは近年を若干上回る水準となる公算が高い。この点を勘案すると、M₂の目標値は前年と同水準であるが、インフレ圧力が高まったと判断される際には、これを抑制するための政策対応を行う余地を十分残す(still left considerable leeway)レンジとなっている。一方、M₃については、貯蓄金融機関の業界再編の影響を勘案して、目標レンジを1%ポイント引下げた。これは、自己資本比率達成のため、貯蓄金融機関が資産圧縮を図っていることなどから、同機関の資産が減少し、M₃の構成要素のうちM₂には含まれない大口定期預金や大口ターム RPs といった資金調達手段への依存度が低下していることによるものである。

過去10年間に於いて、各種規制緩和によって、マネーの金利に対する感応度が高まり、マネーサプライの指標性が低下したことは否めない。また、とくに90年においては、貯蓄金融機関の動向がM₃あるいはM₂に及ぼす影響等、予測が困難な面もある。したがって、長期的には依然マネーサプライの伸び率がインフレ傾向を示す重要な指標であることは認識しつつも、連邦準備制度は今後とも政策運営にあたっては、マネーの動きに加え、各種経済指標や金融・為替市場の動向等を総合的に考慮していくこととする。」

ブンデスバンク「ブンデスバンクは、90年中もドイツ・マルクの国内購買力を維持すべく金融政策を運営していくとともに、今後とも経済の安定成長の実現に努力していく方針である。かかる政策目標を達成していく上で、ブンデスバンクとしては従来同様マネーサプライ目標値を公表することが適当と考える。約2.5%の潜在成長率、最高2%の物価上昇率、および通貨流通速度の低下傾向を勘案すれば、これと整合的な90年のマネーサプライ(M₃)増加率は5%である。中央銀行理事会としては、現下の諸情勢の不確実性に照らし、90年第4四半期の前年同期比マネーサプライ増加目標値を4～6%に設定した。」

英政府「90年の狭義マネーサプライ(M₀)増加率は、目標レンジを1～5%に設定する。広義マネーサプライ(M₄)については、過去3年間と同様具体的な目標値は設定しないが、引続きその動向を重視していく。」

フランス銀行「90年のマネーサプライ目標値(M₂)については、インフレ抑制とE C内における金融政策の収斂を目標とした協調行動に資する観点から、レンジを引下げる(89年:4.0～6.0%→90年:3.5～5.5%)べきであると判断した。その根拠としては、M₂の流通速度が比較的安定している中において、90年の経済成長率見通し(名目: +5.5%、実質: +3.0%)が89年同見込み(同: +6.5%、+3.5%)に比して鈍化すると予想される点が挙げられる。さらに、E C統合を展望した貯蓄税制の改革や為替管理の自由化措置により、各金融資産間の資金の移動が不規則となることが予想されるため、90年は広義のマネーサプライ指標^(注)(M₃等)および国内総信用(非金融部門居住者の総借入<債券を含む>)の動きにこれまで以上の注意を払う必要がある。」

(注) M₃ = M₂ + 外貨建預金(要求払、定期、通帳) + 定期預金 + 非譲渡性債券 + 金融機関発行の譲渡可能な短期債券(C D)

スイス中央銀行「本行理事会は、連邦政府の同意を得て、90年の第4四半期の中央銀行通貨量目標増加率を昨年に引続き前年同期比+2%に設定することを決定した。本行としては、同目標値設定により、引続き引締めの金融政策を行っていく方針である。」

欧米主要国における金融政策運営目標の変遷

	90年の目標値	80年以降のマネーサプライ 政策運営方法の変遷	備考（変更・導入の経緯等）
米 国	M ₂ ……3～7% M ₃ ……2.5～6.5% 国内非金融部門負債残高 (モニタリング・レンジ) ……5～9% 〔90年第4四半期〕 の前年同期比〕	・79/10 新金融調節方式導入 ①中間目標としてM ₁ を重視 ②操作目標をFFレートから非借入準備に変更 ③FFレートについては大幅な変動を容認 ・82/秋 三面アプローチ導入 ①中間目標として(a)～(c)を総合的に勘案 (a)マネーサプライ目標のうちM ₁ に加えM ₂ 、M ₃ も重視 (b)金利水準 (c)実体経済の動向 ②操作目標を非借入準備から借入準備に変更 ・83 国内非金融部門の負債残高についてモニタリング・レンジの設定を開始 ・87 M ₁ についての目標値設定を取り止め	○従来はFFレートを操作目標に採用。70年代後半のインフレ率が急速に上昇する状況下において、適切なFFレートの水準設定が困難化。またFFレートの頻繁かつ大幅な変更は金融政策の基調的変更と受取られ、政治的にも困難。 ○82年以降インフレが徐々に鎮静化に向かったことを映じて、金融政策もインフレ抑制一辺倒から景気に対する配慮をより重視する方向に変化。同時に、金融革新の影響でM ₁ が増勢を強め、マネーサプライ目標としての指標性が低下。
西ドイツ	M ₃ ……4～6% 〔90年第4四半期〕 の前年同期比〕	・88 目標値設定ベースを中央銀行通貨 量（＝流通現金＋所要準備額）からM ₃ に変更 ——M ₃ の対象債務自体は中央銀行通貨量とはほぼ同様ながら、所要準備の掛目が掛からない分、M ₃ では流通現金のウエイトが低下（約50%→約10%）。	○中央銀行通貨量が86～87年にオーバーシュート。これは ①金利低下による現金保有の機会費用低下、 ②マルク高に伴う非居住者の現金保有増大、等の理由によるもの。
英 国	M ₀ ……1～5% (広義マネーサプライについても重視) 〔各月の前年比〕	・81/5 新金融調節方式導入 ——準備資産比率規制を基礎としたものから、金利機能の活用を重視した公開市場操作中心の政策運営に移行。 ・82 マネーサプライ目標として、ポンド建M ₃ に加えてM ₁ 、P S L ₂ (83年まで) についても目標値を設定 ・83/10 M ₀ をマネーサプライ指標として重視する旨表明 ・84/3 マネーサプライ目標として、M ₁ に代えてM ₀ を採用 ・87 ポンド建M ₃ の目標値設定を中止 ・89/7 M ₃ の公表停止 ——Abbey National住宅金融組合の銀行転換に伴うもの。	○新金融調節方式導入により、マネーサプライを中間目標として明確化。 ○コルセット（増加率ベース特別準備預金制度）廃止（80年）に伴う銀行預金のシェア上昇といった構造的要因等を背景にポンド建M ₃ がオーバーシュートしたため、他のマネーサプライ指標についても目標を設定。 ○利付要求払預金の増加に伴い、M ₁ やポンド建M ₃ がオーバーシュートする傾向が強くなったため、84年に目標をより狭義のM ₀ （＝ハイパワード・マネー）に変更し、87年にはポンド建M ₃ の目標設定を取り止め。

	90年の目標値	80年以降のマネーサプライ 政策運営方法の変遷		備考（変更・導入の経緯等）
フランス	<p>M₂……3.5～5.5% （広義マネーサプライ、 国内信用総量についても 重視）</p> <p>〔90年第4四半期〕 の 前 年 同 期 比</p>	<p>・ 80年代 初</p> <p>・ 85/1</p> <p>・ 85/11</p> <p>・ 86</p> <p>・ 86/12</p> <p>・ 87</p> <p>・ 87/1</p> <p>・ 88</p>	<p>操作目標を市中貸出量に置き、貸 出準備率高率適用制度による貸出 枠規制により目標（M₂）達成を企 図</p> <p>貸出枠規制を廃止、新貸出準備率 制度導入（①対象金融機関の拡大、 ②累進準備率の導入）</p> <p>新たなマネーサプライ指標を作成 ——従来の金融機関による分類か ら金融商品の性質に応じた分 類に移行、増加の著しい投信 （SICAV、FCP等）の保有する 預金もマネーサプライに取込 み。</p> <p>マネーサプライ目標をM₂からM₃ に変更（M₂、Lも監視）</p> <p>新金融調節方式導入 ——金融調節方式を量的規制中心 から金利重視型に移行。</p> <p>マネーサプライ目標にM₂を追加</p> <p>新貸出準備率制度を廃止</p> <p>マネーサプライ目標をM₂に変更、 新たに国内信用総量の監視を開始</p>	<p>○投信やC D（85年創設）の ウエイト上昇に伴って、そ れらを含むM₃が、実体経済 の動向をより良く反映する 指標と考えられたため、マ ネーサプライ目標として採 用。</p> <p>○投信やC Dへの資金シフト からM₃がオーバーシュート を続けたため、目標を再び M₂に変更。</p>

(参考2)

各 国 の マ ネ ー サ プ ラ イ

		1980年	81 年	82 年	83 年
米 国 ^{a)}	M ₁	(A 3.5 ~ 6) B 4~6.5) A 4.9 B 7.2	(A 4.5~Δ 2) B 6~8.5) A Δ7.0 B 5.0	(2.5 ~ 5.5) 8.7	(^{*3} 5 ~ 9) 7.2
	M ₂	(6 ~ 9) 9.0	(6 ~ 9) 9.3	(6 ~ 9) 9.1	(7 ~ 10) 8.3
	M ₃	(6.5 ~ 9.5) 9.6	(6.5 ~ 9.5) 12.3	(6.5 ~ 9.5) 9.9	(6.5 ~ 9.5) 9.8
	Debt (モニタリン グ・レンジ)	(—) 9.4	(—) 10.1	(—) 9.1	(8.5 ~ 11.5) 11.4
西 独 ^{a)}		(ZBM ^{*1} 5 ~ 8) 4.8	(ZBM 4 ~ 7) 3.5	(ZBM 4 ~ 7) 6.1	(ZBM 4 ~ 7) 7.0
英 国 ^{b)}		(ボンド建M ₃ 7 ~ 11) 19.7	(ボンド建M ₃ 6 ~ 10) 13.0	(ボンド建M ₃ 8 ~ 12) M ₁ 〃 P S L ₂ 〃 ボンド建M ₃ 11.4 M ₁ 11.9 P S L ₂ 11.1	(ボンド建M ₃ 7 ~ 11) M ₁ 〃 P S L ₂ 〃 ^{*4} ボンド建M ₃ 10.9 M ₁ 10.8 P S L ₂ 12.2
フ ラ ン ス ^{c)}		(M ₂ 11) 9.7	(M ₂ 10) 11.4	(M ₂ 12.5 ~ 13.5) 11.5	(M ₂ 9) 12.4
ス イ ス ^{d)}		(MB ^{*2} 4) 3.5	(MB 4) 0.2	(ZBM ^{*1} 3) 2.6	(ZBM 3) 3.6

*1 ZBMは中央銀行通貨量

*2 MBはマネタリーベース

*3 83/7月設定の「モニタリング・レンジ」、83/2月設定の目標値は4~8%(83/4Qの前年同期比伸び率)

*4 83年の英国実績値は83/2月央~84/1月央までの増加率(年率)、同85~87年は各年12月央の前年同期比

*5 85年のフランス実績値はM₂a) 各年第4四半期前年同期比伸び率(ただし、米国83年M₂は83/4Qの83/2・3月平残対比伸び率〈年率〉、M₁は83/4Qの83/2Q対比伸び率〈年率〉)

目 標 値 お よ び 実 績 値 の 推 移

(上段かっこ内は目標値、下段は実績値、%)

84 年	85 年	86 年	87 年	88 年	89 年
(4 ~ 8) 5.3	(4 ~ 7) 12.0	(3 ~ 8) 15.5	(—) 6.3	(—) 4.3	(—) 0.6
(6 ~ 9) 7.9	(6 ~ 9) 8.9	(6 ~ 9) 9.3	(5.5 ~ 8.5) 4.3	(4 ~ 8) 5.2	(3 ~ 7) 4.5
(6 ~ 9) 10.6	(6 ~ 9.5) 7.8	(6 ~ 9) 9.1	(5.5 ~ 8.5) 5.8	(4 ~ 8) 6.3	(3.5 ~ 7.5) 3.3
(8 ~ 11) 13.9	(9 ~ 12) 13.0	(8 ~ 11) 13.1	(8 ~ 11) 10.0	(7 ~ 11) 9.2	(6.5 ~ 10.5) 8.0
(Z B M 4~6) 4.6	(Z B M 3~5) 4.5	(Z B M 3.5~5.5) 7.7	(Z B M 3~6) 8.0	(M ₃ 3~6) 6.8	(M ₃ 5 程度) 4.7
(M ₀ 4~8) ポンド建 M ₃ 6~10) M ₀ 5.7 ポンド建 M ₃ 11.9	(M ₀ 3~7) ポンド建 M ₃ 5~9) * ⁴ M ₀ 2.1 ポンド建 M ₃ 14.5	(M ₀ 2~6) ポンド建 M ₃ 11~15) * ⁴ M ₀ 5.2 ポンド建 M ₃ 18.0	(M ₀ 2~6) 4.2* ⁴	(M ₀ 1~5) <89/2> 6.6	(M ₀ 1~5) <90/2> 6.4
(M ₂ 5.5~6.5) 9.4	(M ₂ R 4~6) 6.0* ⁵	(M ₃ 3~5) 4.6	(M ₂ 4~6) M ₃ 3~5) M ₂ 4.2 M ₃ 9.2	(M ₂ 4~6) 3.9	(M ₂ 4~6) 4.4
(Z B M 3) 2.6	(Z B M 3) 2.2	(Z B M 2) 2.0	(Z B M 2) 2.9	(Z B M 3) Δ 3.9	(Z B M 2) Δ 1.9

b) 80~85年央まで各年2月央~翌年4月央までの増加率(年率)、85年央以降は各月の前年比

c) 80~82年まで各年末前年比、83~85年は各年11月~翌年1月の各月末残高平均の前年同期比、86年以降は第4四半期前年同期比伸び率

d) 80年は11月央の前年同月比、81~88年は年平均伸び率、89年は第4四半期前年同期比伸び率

(注) 本表で示した各マネー指標の伸び率実績値は、現時点で入手可能な統計に基づき算出したものであるが、指標によっては遡及改訂されていること等があるため、発表当時の伸び率とは異なる場合もある。