

フランスにおける最近の金融政策運営について

〔要 旨〕

フランス銀行は、1969年6月に公表された「金融市場の改革に関する報告」（いわゆるウォルムセル報告）に基づき、オペレーションの積極的活用や貸出準備率制度の導入等市場メカニズムを重視した金融政策手段の導入を図り、それまでの直接統制的な金融政策運営とは決別する方向を打ち出した。

1972年央に始まった今回の金融引締めは、こうした新しい政策手段が有効に機能するか否かを実際に試す最初の機会であったが、引締め過程において、それらが必ずしも所期の成果をあげないことが明らかとなった。これには種々理由があるが、基本的には引締め開始当時海外短資の流入圧力が根強く、また政府が成長優先の姿勢を崩さず金利をできるだけ低い水準に維持しようとする態度をとったため、金利政策、準備預金制度等の弾力的運用が妨げられたことによるものといえよう。

この結果、金利と銀行流動性の調節を通じてマネー・サプライを調整しようというフランス銀行の基本方針は、現実の要請に応じて後退を余儀なくされ、その政策手段は数次にわたる手直しを経て最後に統制色の濃いものになってきた。とくに市中貸出増加額規制に代わるものとして新たに登場した貸出準備率制度は、72年12月の高率適用制度の導入、さらに本年6月の高率適用制度の累進性強化が行われたことにより、実質的には直接規制に近い性格のものとなった。

このような経験を通じてフランスにおける貸出準備率制度運営上の問題点をみると、①まず同制度は、本来コスト効果と流動性効果を通じて、銀行貸出ひいてはマネー・サプライの調整を意図するものであるが、準備率をかなり大幅に操作しないと金融機関の貸出採算や企業の資金需要に対するコスト効果が十分に機能せず、また金融機関が自らの流動性水準に基づき貸出行動を決定するというビヘイビアが確立されていなければ、その流動性効果も有効ではないこと、②したがって、金利の弾力的変動に制約がある場合には同制度の実効は期待しがたく、この傾向はインフレーションが激化しているときには実質金利の低下によってさらに強まること、③また高率適用制度については準備預金を積みさえすれば基準増加率を超える貸出が認められるので、政策目標どおりに市中貸出量を調整しようという保証はなく、かつ収益力の優れた大銀行は容易に基準増加率を超えて貸出を増加させることができるのに対し、収益力の弱い中小金融機関は相対的に不利を免れず金融機関の間に不公平感が生じること、などを指摘できよう。

結局、今回の引締めでは、金融環境の整備なしには市場メカニズムに基づく政策運営がむずかしいことが明らかになったわけで、今後フランス銀行がウォルムセル報告の理念を生かした政策手段を確立するためには、政策が機能する場の整備改善を図ることが大きな課題となろう。

〔目 次〕

1. はしがき
2. 「ウォルムセル報告」に基づく金融政策手段の整備
3. 今回の金融引締め期における政策運営
 - (1) 貸出準備率高率適用制度の導入
 - イ. 制度の概要
 - ロ. 高率適用制度導入の評価
 - (2) オペレーション方式の修正
 - イ. 修正措置の概要
 - ロ. オペレーション方式修正の効果
 - (3) 最近における政策運営
 - イ. 73年後半以降の政策運営
 - ロ. 貸出準備率制度の再強化とその評価
4. おわりに

1. はしがき

フランス銀行は、1969年6月の「金融市場の改革に関する報告」(いわゆるウォルムセル報告^(注1))に基づき、それまでの直接統制的な金融政策手段への依存を改め、市場メカニズムを重視した政策運営を実施することをねらいとしてオペレーションの積極的活用、貸出準備率制度の導入等金融政策手段の整備を図った。その後、同行は物価の騰勢や銀行貸出、マネー・サプライの著伸等をながめて1972年6月の貸出準備率引上げを手始めとして徐々に引締め態度を強めた。今回の引締めは、フランス銀行の金融政策手段の整備が一段落してからはじめての引締めであり、そうした意味で市場メカニズムの活用による政策運営というフランス銀行の意図が十分に達成されるかどうかを試される最初の機会であった。しかしながら最近までの政策運営の推移をみると、こうしたフランス銀行の意図は海外短資の流入、金融機関の金融的節度の未成熟、政府の経済成長政策による制約など種々の要因が重なって必ずしも期待どおりの成果を発揮しえず、漸次後退を余儀なくされている。すなわち、引締め開始後現在までに、すでに数次にわたり金融政策手段の手直しが実施されており、そのなかには73年6月のオペレーション方式修正のように「ウォルムセル報告」の金融制度改革の

方向に一歩を進めたといえるものもないわけではない。しかし、もう一方の柱である貸出準備率制度については72年12月にはやくも手直しが加えられ、高率適用制度が導入された。また、73年7月の個人向け貸付等に対する個別規制の復活、さらには本年6月の貸出準備率制度の再強化等に見られるように、政策手段はむしろしだいに以前の直接統制的な色合いを濃くしてきている。

このように、せっかくフランス銀行が整備した金融政策手段も、今回の引締め期に際し十分な効果をあげたとはいえず、その有効性を高めるためにはさらにいっそう改善が必要なことが明らかになった。

本稿では、まず「ウォルムセル報告」以降におけるフランス銀行の政策手段整備について概括し、次に、今回引締め期にあたりこうした政策手段の修正を余儀なくされた背景、その意義、問題点等についてまとめることとした。

2. 「ウォルムセル報告」に基づく金融政策手段の整備

「ウォルムセル報告」は、フランスの金融制度が銀行流動性の過小や輸出金融等に対する各種優遇制度の累積などにより市場メカニズムが有効に機能しえず、英国や米国の金融制度に比べて著しく立ち遅れているとの認識から、これを是正し

(注1) 元駐ソ大使ウォルムセル(後のフランス銀行総裁)を中心とする3人委員会が1968年11月の総理大臣および大蔵大臣の諮問に基づき、フランスの金融市場改革に関しとりまとめた報告書。

て、市場メカニズムに基づく金融政策の運営が行えるよう、金融市場および金融政策全般にわたる広範な総合的改革案を提言した。

同報告によれば、金融政策の運営目標は諸経済政策目的間の調和を可能とする通貨総量の調整にあり、これを有効に達成するためには、金融政策が、①総合性(銀行組織が必要とする信用の全般にわたりその効果が及ぶこと)、②弾力性(銀行組織の流動性のすみやかな調整)、③単一性(市場メカニズムを生かすためフランス銀行の複数金利体系の整備)、の3条件を備えることが必要であると強調された。

また同報告は、以上の要件を満たす具体的な金融政策手段のあり方として、次のような改革案を提言した。すなわち、フランス銀行が市場メカニズムを生かした金融政策運営を行うためには、①金融機関に対するオペレーションを積極的に活用すること、②公定歩合はオペレーション・レートを上回る懲罰的レートとし、金利政策はオペレーション・レートの弾力的変更によること、③市中貸出の量的調整は準備預金制度を中心に行うこと、④市中貸出増加額規制のような直接信用割当では発動する場合でもごく短期間に限るべきであること、などが必要であるとしている。

こうした改革案の線に沿って、フランス銀行はその後積極的に金融政策手段の整備を図り、その結果、同行の政策手段は大きな変革を遂げるに至った。

(オペレーション中心の対市中信用供与)

まず金利政策面では、71年に入って海外金利とくにユーロ・ダラー金利が低下し、オペレーシ

ョン・レートを公定歩合の水準以下に引き下げることが可能となったため、フランス銀行はこの機会を捉えて対市中信用供与ルートを中心に手形の再割引からオペレーションに移行させ^(注2)、日常の金利調整をオペレーションにより行うことに改めた。この結果、公定歩合は緊急かつやむをえない借入れの場合に適用される懲罰的レートの性格を持つものとなり、「ウォルムセル報告」に示された公定歩合を頂点とする金利体系が成立した。

フランス銀行のこのような改革は、「ウォルムセル報告」からも明らかなように、①各種優遇金利の累積により公定歩合操作が有効に機能しがたい、②再割引の場合にはフランス銀行は市中金融機関に対し再割引枠限度の範囲においてほぼ自動的に信用を供与せざるをえないが、オペレーションの場合はフランス銀行の主体性がより確保できる、③国際的な資本移動が激しい状況下で内外金利の動向に弾力的に対処していくためには、アナウンスメント・エフェクトの強い公定歩合操作では限界がある、などの判断によるものといえよう。

この間、71年11月、公定歩合による再割引は緊急かつやむをえない場合の借入れにのみ適用される例外的な扱いとされ、さらに72年1月には再割引限度枠は再割引額のウエイトが急減してこれを設ける実質的な意義がなくなったため廃止された。

(貸出準備率制度の導入)

一方、フランス銀行は、1958年以降市中貸出の抑制手段として専ら市中貸出増加額規

(注2) 1. フランス銀行の対市中信用供与額全体に占めるオペレーションのウエイトは、70年末には3分の1弱であったのに対し、71年末には4分の3に達した。
2. オペレーション方式は、フランス銀行の指定レートによる民間手形、大蔵省証券の売戻し条件付きオペレーションであるが、フランス銀行は主として翌日・翌日の売戻し条件付き買入れを通じて資金を供給し、市場に資金余剰が生じた場合には、期日落ち分を下回る規模の買入れを行うことにより調整した。また、オペの期間は通常翌日ものが主体であったが、そのほか7日もの、(まれに)14日もの、1か月もの、3か月もの(以上大蔵省証券、民間手形とも)、6か月もの(大蔵省証券のみ)もあった。

制(注3)に依存していた。

同規制は、貸出の増加額を直接規制するためその効果は大きいですが、反面、①金融機関相互の自由な競争を阻害する、②一律に長期間実施すると含み貸出や中小企業ないし地方産業へのしわ寄せといったひずみが生ずる、などの弊害を伴った。しかも、こうした直接規制は、市場メカニズムを重視する「ウォルムセル報告」の精神ともあい入れないところから、70年10月に廃止された。

そして、これに代わるべき「平常時における中央銀行の信用総量調節機能を高める手段」(国家信用理事会)として、新たに準備預金制度のなかに貸出準備率制度が導入された(1971年2月「準備預金制度制定に関する政令」の一部を改正)。この貸出準備率制度は預金準備率制度と同様にコスト効果と流動性効果により市場メカニズムを通じ市中貸出の調整を図ろうとするものであり、フランス銀行は実際の運用に際しその限界的なコスト効果を重視して準備率適用の対象を貸出残高全体ではなく、貸出の増加額とした(たとえば発足当初は71年1月5日現在の貸出残高の80%を超過する部分)。

もちろん、準備預金制度による信用量調節という観点からは、新たに貸出準備率を設けなくとも、従来の預金準備率を強化手直しすることによって実質的にはほぼ同様の効果をあげたわけである。しかしフランス銀行があえて貸出準備率の導入に踏み切った背景としては、預金準備率に比較して貸出準備率の方が貸出抑制という政策目的に対してより直接的であると思われるほか、預金準備率のみでは資金調達面で預金のウエイトが高い預金銀行に対する影響が大きい反面、債券や借入れ(いずれも預金準備率を適用されない)への依存度が高い事業銀行や中・長期信用銀行には効果が小さく、さらに預金受入れのない割賦金融会社、不動産金融会社などの金融業者が対象外であるため、これらの金融機関のウエイトが比較的高いフランスでは、公平を欠くばかりでなく実効をあげないという考え方が強かったことも理由の一つとしてあげられよう。この貸出準備率は71年4月から貸出増加額に対して0.25%と名目的な率ではあったが適用されるようになり、それ以来、預金準備率、貸出準備率の両制度が市中貸出増加額規制に代わって信用の量的調整の中心的役割(注4)を

(注3) 市中貸出増加額規制は戦後における過去3回の引締め期(58年、63~65年、69~70年)を通じて毎回実施されている(58年2月~59年2月、63年5月~65年6月、68年11月~70年10月)。規制の方式は特定月の市中金融機関貸出を基準とし、月ベース、四半期ベース、あるいは年ベースの増加率を決定し、実際の市中金融機関貸出がその範囲におさまるよう規制するもので、たとえば70年1~6月の規制方法は次のとおり。

(1) 市中銀行(預金銀行、事業銀行、中・長期信用銀行)の貸出残高につき68年9月末を基準(100)として下記の範囲に収める。

1970年1月末	103.5
2 "	103.0
3 "	103.5
4 "	106.0
5 "	105.5
6 "	107.0

(2) ただし、設備、住宅関係の中期信用のうちフランス銀行の流動化適格手形については、(1)から除外して優遇する扱いとし、1~6月の残高増加率を前年比+6%とする。

なお、本制度は法令に基づくもので規制枠を超えて貸出を実行した金融機関に対しては、70年3月まではフランス銀行の再割引枠削減、それ以降はフランス銀行の定めるところに従い同行に対する無利息の特別預金(期間1か月、預金額は貸出超過額を限度としてフランス銀行の裁量による)を積ませる扱いであった。

(注4) 準備預金制度のほかにも中期信用手形最低保有率制度が存続しているが、この制度は最近ではオペ玉不足を解消する目的で漸次保有率が引き下げられており(73年12月12.5%→10%、74年1月以降7%)、信用の量的調整手段としての重要性は低下している。

果たすこととなった。

このようにフランス銀行は、市場機能を生かした新しい金融政策手段の開発・整備を行い、72年初めごろまでには一応の体制作りを終えて、引締め期における実際の運用をまつことになった(この間の事情については、46年6月号「フランスにおける最近の金融改革の動き」参照)。

3. 今回の金融引締め期における政策運営

1972年6月に始まった今回の金融引締めは、市場メカニズムを尊重した新しい政策手段が、マネー・サプライの調整という運営目標を達成するうえでどの程度有効に機能しうるかを試す最初の機会であった。しかし、引締め開始当時には、ドルの信認低下に伴う海外短資の流入圧力が根強く底流し、さらに金融機関の融資行動における金融的節度の欠如や、政府の成長を優先した政策姿勢といったフランス固有の体質もあって、金融政策はその運営上大きな制約を受けることとなった。

すなわち、フランス銀行は、72年春ごろから銀行貸出、マネー・サプライの増大傾向や消費者物価の騰勢持続に対して警戒色を強め、6月には引締め政策に転換した。しかし、当時は海外短資の流入圧力がなお根強かったほか、政府の成長優先の姿勢に基本的な変化がなかったこともあって、フランス銀行はむしろ国内金利水準の低下を促進するような政策運営^(注5)を余儀なくされた(事実、12ページ第3表のように短期市場金利は8月ごろまで低下傾向を示した)。こうした事情からフランス銀行は、引締め開始時に貸出準備率を引き上げ、これを端緒として72年中に貸出準備率を3回、預金準備率を1回、それぞれ引き上げて準備預金制度の運用強化を図り、専らこれによって引

締め効果の顕現を期待した^(注6)。しかし、フランスではもともと銀行流動性が過小であることに加え金融機関が金融的節度に欠ける面もあって、大部分の金融機関は準備率引上げによって新たに生じる積増し所要資金をフランス銀行の追加的な信用供与により調達する結果となり、またフランス銀行も結果的にこれに応ぜざるをえなかった。したがって、金融機関が銀行流動性の低下に伴い融資行動を抑制するという流動性効果は、現実にはほとんど働かなかった。また準備率の引上げは、預金準備率と貸出準備率とを問わず、いずれも程度の差はあれ金融機関の貸出採算に影響を及ぼし、これを通じて貸出に対し抑制的に働くわけである(コスト効果)が、72年の後半はインフレーションの高進によって実質金利が低水準にとどまっていたため、金融機関が準備率引上げによるコスト上昇分を貸出金利に転嫁(第3表参照)しても、その程度では企業のおう盛な資金需要を抑えることは困難であった。このように準備率引上げによる流動性効果やコスト効果が顕現しがたい情勢にあったため、フランス銀行の数次にわたる政策措置にもかかわらず銀行貸出の増勢は容易に鎮静しなかった。

もとより、フランス銀行が準備率引上げをより大幅に行っていれば、コスト効果を通じて貸出金利が上昇し、市中貸出の抑制をある程度実現しえたであろうが、準備率引上げのコスト効果は本質的には金利機能を通じる効果であり、大幅な準備率引上げは国内金利水準の上昇を招くため、フランス銀行としても、低金利政策を余儀なくされている情勢下では容易に採用できなかったものとみられる。

以上のように、準備率引上げのみでは市中貸出

(注5) 72年6月の貸出準備率引上げに際しても、フランス銀行は「今回の措置は金利低下に大きなブレーキをかけることなく銀行貸出の過度の増加を抑制することを目的とするものである」と説明している。

(注6) もっとも、フランス銀行は秋口に短資流入圧力がやや緩和したのに伴い、その後は漸次金融調節をきつめに運営、市場金利の上昇を待って11月には公定歩合を2回にわたり通計1.75%引き上げた。

抑制効果が十分ではないことが明白となったため、フランス銀行は他の方法で政策手段の強化を図る趣旨から、72年12月には貸出準備率制度に高率適用制度を導入、また73年6月には金融機関向けオペレーションの方式修正を行った。次にこれらの新しい政策手段について、そのしくみと効果等について検討してみよう。

(1) 貸出準備率高率適用制度の導入

イ. 制度の概要

まず、高率適用制度の要領をみると、本制度は対象貸出残高^(注7)について前年同月比基準増加率を定め、これを超える貸出を行った金融機関に対しては、通常の貸出準備率に加え罰則的な追加準備率を対象貸出残高全体に対し賦課するものである。しかも追加準備率は、貸出超過の割合に応じて累進的に高くなるよう、下記①および②の合計に基準増加率を上回った対象貸出残高増加率のパーセント・ポイントを乗じて得られる率が適用されることとなった(その後の異動等については第1表参照)。

①固定部分…0.3%

②割増部分…対象貸出残高増加率が基準増加率を0.1%ポイント上回るごとに0.01%

また、基準増加率については、当初各期末ごとに定められた(73年第1四半期前年比+19%、第2四半期+17%)が、73年7月以降は一段ときめ細

かくなり、各月末ごとに設定されるようになっていく。また基準増加率の設定時期は、外貨、政府信用、その他のマネー・サプライ増減要因や一般経済情勢等をしんしゃくする必要があるためあまり長期にわたることは適当でないとの判断から、各四半期末月に翌期3か月の数字を発表することが通例とされている。

ロ. 高率適用制度導入の評価

本制度は、前述のように従来方式の貸出準備率操作では市中貸出に対する流動性効果はもとより、せつかくねらいとしていたコスト効果も十分でないとの認識から導入されたものであるが、その背景にはインフレ対策上政策運営目標としてマネー・サプライの調整をより厳格に行うべきであるとの認識が内外に強まっていたという事情があったことも見のがせない。すなわち、72年10月末のEC蔵相会議において決定されたEC共通インフレ対策には、「通貨総量の増加率を74年末までに実質国民総生産の伸び率に抑制目標とされる物価上昇率を加えた水準にまで引き下げる」という項目が盛り込まれており、フランス銀行が本制度に基準増加率という目標値を定めたのもこのようなECの決定に沿ったものとみることができよう。

高率適用制度による市中貸出抑制効果をみると、本制度は追加準備率が貸出超過の割合に

(注7) 貸出準備率制度の対象貸出項目は、1971年2月の国家信用理事会の決定により当初は、①企業または個人に対するすべての信用供与、②リース産業の顧客に対する取引額、とされた。しかし、その後は次のとおり適用除外項目が増加している。

(1) 72年11月

(i) 中・長期輸出信用供与額のうちフランス銀行の再割適格分相当額。

(ii) 債券(フラン建上場債に限る)による資金調達相当額。

(iii) 自己資本相当額(払込済み資本金、準備金、引当金、繰越利益)。ただし73年7月以降の自己資本増加分については、同期間における投資有価証券、資本参加を上回った分についてのみ控除対象とする。

(2) 74年3月 機械設備の輸出にかかる前貸金融。

(3) 74年4月 省エネルギー投資にかかる貸出。

(4) 74年8月

(i) 短期輸出信用(期限付輸出手形等)を高率適用制度の別枠扱いとする(8、9月の基準増加率が前年比+13%であるのに対し、短期輸出信用の前年比増加率は+19%)。

(ii) 中期の設備投資貸出(生産・輸出能力拡大、およびエネルギー消費節約に資するもの)。

(第1表)

フランスの預金準備率、貸出準備率の推移

(単位・%)

	預金準備率				貸出準備率	貸出準備率高率適用制度		対象貸出実績
	居住者		非居住者			基準増加率	前年同期(月)末比増加率	
	要求払	定期性	要求払	定期性				
1972. 3. 21	8	3	10	4	2 (注2)	73年 第1四半期末	+19	15.3
6. 10	↓	↓	↓	↓	4	第2四半期末	+17	13.5
7. 21	10	5	12	6	(注3) ↓ (注4) 4および15	73年7月末	+16.5	14.5
9. 5	↓	↓	↓	↓	33	8月々	+16	15.0
11. 21	↓	↓	↓ (注1)	↓ (注1)	33	9月々	+14	14.4
73. 3. 21	↓	↓	12-(100)	6-(100)	33	10月々	+14	14.7
7. 21	12	↓	14-(100)	↓	33 (注5)	11月々	+13.5	15.1
10. 21	14	↓	14	5	33 (注6)	12月々	+13	14.3
74. 1. 21	16	7	0	0	33 (注7)	74年1月末	+12	15.2
4. 21	↓	↓	↓	↓	33 (注8)	2月々	+11	—
6. 21	17	6	↓	↓	0	3月々	+11	—
						4月々	+12	—
						5月々	+13	—
						6月々	+13	—
						7月々	+13	—
						8月々	+13	—
(注1) 残高準備率のほか、非居住者預金に対しては1973.1.4の残高を超える部分につき100%の準備率を適用。 (注2) 71.3.31現在の貸出残高の90%を超過する部分につき。 (注3) 72.4.5現在の貸出残高から71.3.31現在の貸出残高の90%を控除する部分につき。 (注4) 72.4.5現在の貸出残高を超過する部分につき。 (注5) 72.6.30 " " (注6) 73.1.4 " " (注7) 73.10.2 " " (注8) 74.1.2 " "						追加準備率 γ_x は対象貸出実績が基準増加率を $x\%$ ポイント上回った場合 1974. 6.20まで $\gamma_x = \frac{1}{10}(x^2 + 3x)$ 74.6.21以降 $\gamma_x = \frac{1}{10}(1.5x^2 + 3x)$ として計算される。		

じて累進的に高まり、しかもこれが貸出超過分ばかりでなく貸出残高全体に対して賦課されるため、従来の貸出増加額に対して一定の準備率を賦課する場合に比べると金融機関の追加的貸出にかかってくる限界コストは急速に高まり(注8)、そのコスト効果は一段と強められることとなった。

しかし、フランス銀行が従来進めてきた金融制度改革の方向に照らしてみると、市中貸出に対し基準増加率を設定したことは、銀行流動性調整のステップを飛び越えて直接的な政策効果をねらうものであるため、市場メカニズム活用による金融政策運営という考え方から大幅に後退したことはいなめない。フランス銀行は、本制度を導入した

際に、「基準増加率の設定は、この率を上回る度合いに応じて累進的にコストが増大するように定めたものであり、それを上回る貸出の増加を禁止したものではないから、あくまでもコスト効果をねらった間接的な規制方法である」と対外説明を行ったが、本制度はフランス銀行が金融機関に対し望ましいと考える貸出の水準を明示的に示すという点においては、かつての市中貸出増加額規制と大きな違いはないといえよう。

高率適用制度導入後の市中貸出の推移をみると、基準増加率が当初はかなり甘めの水準にあったほか、企業の手元流動性も引締めに至るまでの高水準の借入れ増加を映じて比較的余裕があった

(注8) 高率適用制度によるコスト効果は次のとおりである。

1. 貸出によって生じる現金リーク分を市場資金の調達により賄う場合の限界資金コスト

MRC; 限界資金コスト α ; 預金準備率
 RDB; 預金金利 β ; 貸出増加額準備率
 RZB; 外部負債コスト γ_x ; 高率適用制度の基準増加率を $x\%$ ポイント上回る場合に適用される準備率

$$\left[\gamma_x = \frac{1}{10} (x^2 + 3x) \right]$$

δ ; 預金歩どまり率

イ. 預金準備率のみ適用される場合

$$MRC_1 = RZB(1 + \alpha\delta - \delta) + RDB \cdot \delta \dots\dots\dots ①$$

ロ. イに加えて貸出増加額準備率が適用される場合

$$MRC_2 = MRC_1 + RZB \cdot \beta \dots\dots\dots ②$$

ハ. ロに加えて高率適用制度による貸出準備率が適用される場合(基準増加率を10%とし、貸出がこの基準を $x\%$ ポイント上回るものとする)

$$MRC_3 = MRC_2 + \frac{RZB}{100} [\gamma_x(110+x) - \gamma_{x-0.1}\{110+(x-0.1)\}]$$

$$= MRC_2 + \frac{RZB(3x^2 + 226x + 319)}{1000} \dots\dots\dots ③$$

2. 貸出によって生じる現金リーク分を預金により賄う場合の限界資金コスト

イ. 預金準備率のみ適用される場合

$$MRC_4 = RDB \left(\frac{1 - \delta + \alpha\delta}{1 - \alpha} + \delta \right) \dots\dots\dots ④$$

ロ. イに加えて貸出増加額準備率が適用される場合

$$MRC_5 = MRC_4 + RDB \cdot \frac{\beta}{1 - \alpha} \dots\dots\dots ⑤$$

ハ. ロに加えて高率適用制度による貸出準備率が適用される場合(1.ハに同じ)

$$MRC_6 = MRC_5 + \frac{RZB}{1 - \alpha} \cdot \frac{3x^2 + 226x + 319}{1000} \dots\dots\dots ⑥$$

3. ちなみに限界資金コストの決定要因につき外部負債コスト10%、預金金利5%、預金歩どまり率10%、預金準備率5%、貸出増加額準備率33%と仮定した場合の限界資金コストを試算すると次のとおり(図参照)。

$$MRC_1 = 9.55\% \qquad MRC_4 = 5.26\%$$

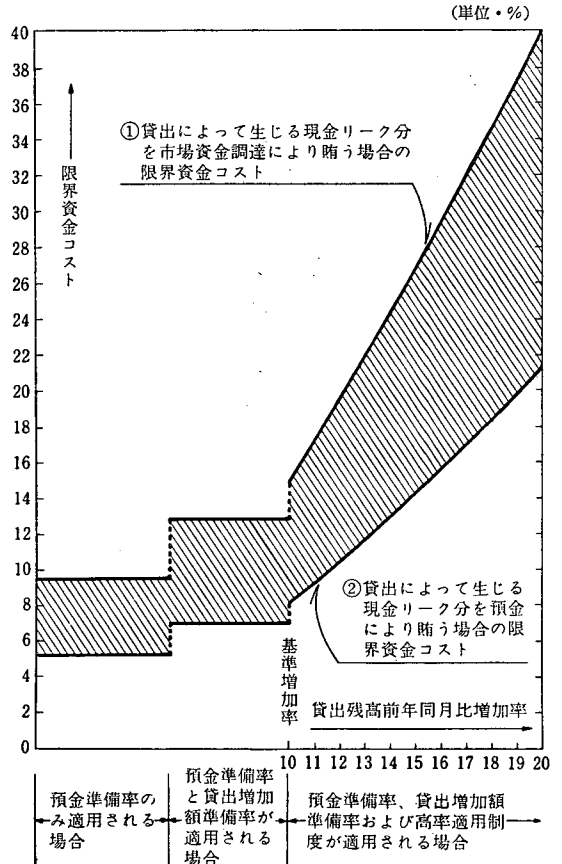
$$MRC_2 = 12.85\% \qquad MRC_5 = 7.00\%$$

$$MRC_3 = 12.85\% + \frac{3x^2 + 226x + 319}{100} \%$$

$$MRC_6 = 7.00\% + \frac{5(3x^2 + 226x + 319)}{0.95 \times 1000} \%$$

4. 図によれば金融機関は通常貸出実行に伴う現金リーク分(貸出資金の流出分+準備預金積上げ分)を預金と市場資金調達により賄っているため、貸出の限界コストは図の①を上限とし、②を下限とする斜線の範囲内にあるといえる。

いま、かりに限界的な貸出金利を14%とすると、現金リーク分を預金により自賄いしうる金融機関は基準増加率を上回る貸出を実行しても採算的にひきあうことになる(貸出残高の前年同月増加率が14.2%になるまでは逆ざやとならない)。また現金リーク分を市場資金調達によって賄う場合には相対的に低い貸出増加率で限界的採算はマイナスとなるが、金融機関と企業との取引関係を考慮すると、金融機関は当該企業に対する平均貸出採算がプラスであれば限界的採算がマイナスであっても追加的な貸出を実行する余地がある。昨秋以降基準増加率を上回る貸し進みがみられ、とくにこうした傾向が国有3大預金銀行に顕著であるのはこうした事情によるものとみられる。



などの事情から、73年8月までは金融機関全体としての対象貸出残高前年比伸び率は基準増加率を下回る水準で推移しており、高率適用制度によるコスト効果が働かず余地はほとんどなかったとみられる。したがって、実際に本制度の効果が試されたのは、フランス銀行が引締め政策を本格的に強化した73年秋以降のことであった(後述)。

(2) オペレーション方式の修正

イ. 修正措置の概要

フランス銀行は、前述のように金融機関の流動性が過小であるため、準備率引上げにより生じる資金不足に対してはほぼ受動的に信用供与せざるをえず、その流動性効果が著しく阻害されるという状況にかんがみ、かねて、市中金融機関に対するオペレーション方式を修正する機会をうかがっていた。73年6月フランス銀行は同年2、3月から続いていた短資流入の動きが弱まり、金融市場が落ち着きを取り戻してきた時期をとらえ、オペレーション方式の修正に踏み切り、従来のフランス銀行指定レートによる短期(翌日もの、7日もの)の売戻し条件付き民間手形買入れを極力実施しない方針を打ち出した。新しいオペレーション方式はその月の資金需給や政策運営方針に基づきフランス銀行が月中資金供給量を定め、これを主として月1回程度の入札(注9)による民間手形の無条件買入れを通じて市場に供給しようとするもので、その要領は次のとおりである。すなわち、

- ① フランス銀行による短期金融市場への資金供給は月1回程度、入札方式による短期民間手形の買オペレーションおよび中期信用手形の売戻し条件付きオペレーション(1か月、3か月)を中心にして行う。
- ② 資金需給の予想と実績との相違によって生じ

る金融市場の資金過不足調整は大蔵省証券、中期債の売戻し条件付きオペレーション(1か月、3か月、6か月、レートはフランス銀行指定)によることとする。

- ③ ただし、コール・レートがフランス銀行のオペレーション・レートと大幅に乖離する場合には、金融市場に対するフランス銀行の影響力を確保するためごく短期(翌日もの、7日もの)の売戻し条件付きオペレーション(レートはフランス銀行指定)を例外的に使用することとする。

ロ. オペレーション方式修正の効果

上記のようなオペレーション方式を導入するに際してフランス銀行が主たるねらいとしたのは、

- ① フランス銀行は市中金融機関に対する信用供与量を能動的に決定しうるため、短期金融市場のコントロールが容易になること、
 - ② 金融機関は個別の事情から資金繰りに不足が生じた場合、従来のようにフランス銀行から必要な資金を容易に調達することができなくなるため、事前に厳しい資金計画をたて、自行の流動性状況に応じて貸出行動を決定するという仕振りを強め、この結果、準備預金制度の流動性効果が漸次顕現すること、
 - ③ 民間手形のオペレーション金利を入札方式にすることにより、金利水準の決定が市場メカニズムにゆだねられることになり、これを通じる資金需給調整が可能となること、
- などの効果であった。

確かに新しいオペレーション方式は、フランス銀行の銀行流動性調整機能を強化し、金利機能の活用を図るという点では、従来の金融制度改革の路線を一步進めたものとして評価できる。しかし、実際にその後の状況を見ると、必ずしも所期

(注9) フランス銀行は内部的には買入れ予定額について一応のめどをたてているが、これを公表せず、市中金融機関の入札レートがフランス銀行の想定するレートと大きく乖離した場合には買入れ予定額を変更することにより調整することとしている。このように同行のオペレーションは入札方式とはいっても米国の財務省証券や英国の大蔵省証券のそれとは異なる。

の効果はあまり現れていないようにうかがわれる。すなわち、金融機関は73年10月の石油危機以降、企業のおう盛な資金需要に対し自己の資金ポジションを無視して貸し進んだとみられ、この結果、フランス銀行の対市中信用供与額はかなりの増大をみた。

もちろん、従来長きにわたりフランス銀行の信用供与に大きく依存してきた金融機関が、短期間のうちに自己の資金ポジション状況に応じて貸出行動を決定するというビヘイビアを確立することは困難であり、したがって、これをもって新しいオペレーション方式が長期的な視点からも金融機関の金融節度回復に対し無力であると即断することはできないが、少なくとも当面の問題についてはあまり効果がなかったということではできよう。

(3) 最近における政策運営

イ. 73年後半以降の政策運営

フランス銀行は、今回の引締め期において以上のように貸出準備率高率適用制度の導入や、オペレーション方式の修正といった大きな政策手段の変更のほか、73年7月には個人向け貸付、住宅貸付等に対する個別規制^(注10)を、また10月には準備預金積み不足に対する過怠金利率の引上げ^(注11)をそれぞれ実施して、引締め効果の浸透を期した。

また、海外金利の上昇傾向と国内物価の騰勢持続を背景に、フランス銀行は市場調節を通じて金利水準の引上げを図り、これに追従させるかたちで公定歩合を7月、8月にそれぞれ1%ずつ引き上げた(7月7.5→8.5%、8月9.5%)。さらに9月には、オランダ・ギルダーの切上げを契機として、相対的に国内インフレ率が高水準であるフランス・フランに対する売り投機が活発化したため、フランス銀行はこれに対処して、公定歩合を11%に引き上げた。

このころには、引締め開始以来政策当局を悩ませていたインフレ抑制と対外均衡との経済政策目標間のジレンマがほぼ解消し、ようやく金利政策が両目標の同時達成のために運用できる基盤が整いつつあった。しかし、その後の状況をみると、金融市場金利やオペレーション・レートの上昇にもかかわらず、フランス銀行は公定歩合の引上げを実施しなかった。その結果、73年12月以降は公定歩合がオペレーション・レートやコール・レートを上回る水準に位置するという金融制度改革当時考えられた金利体系は崩れたままとなった(第1図参照)。

このように、フランス銀行が従来^(注10)の建前を崩して公定歩合を据え置いた背景には、次のような事

(注10) フランス銀行は、72年11月に金融機関に対し、個人向け貸付、住宅貸付に対し自粛要請文書を出し、さらに73年7月には次のような個別規制を導入した。

(1) 保険会社の企業向け貸出を禁止。

(2) 従来抵当証券市場での流動化適格貸付とされていたセカンドハウス取得ないし建設のための貸付を流動化非適格とする。

(3) 銀行の個人向け貸付については、73年7月3日現在の貸付残高を超えることを認めない。

これらの措置は今次引締め期では最初の個別規制であるが、個別規制はできるだけ短期間に限るべきであるとの方針にもかかわらず、この規制はその後1年余を経た現在でも継続されている。

(注11) 73年10月、国家信用理事会は準備預金積み不足に対する過怠金利率の最高限度を、これまでの「公定歩合+年利3%」(1971年2月決定)から「日歩0.1%(年利36%)」に引き上げる旨決定した。

本措置を受けて、フランス銀行はこれまで適用していた過怠金利率(公定歩合+3%)を次のように2本建てとした。

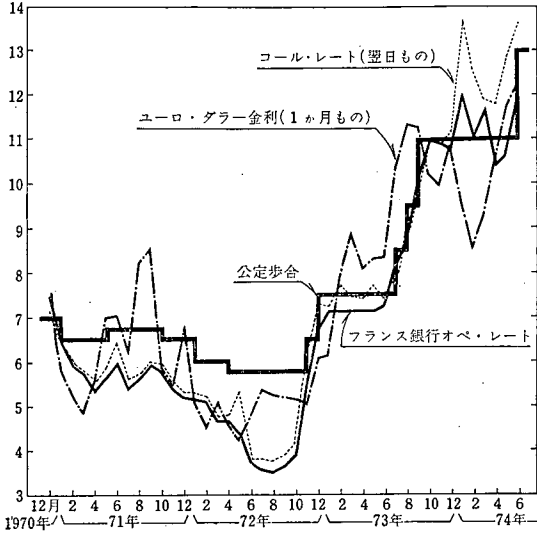
通常過怠金利率	公定歩合+3%
特別過怠金利率	日歩0.1%

これは、金融市場金利が公定歩合を上回る事態が生じた結果、一部の銀行に意図的ともみられる積み不足が生ずるなど、過怠金利率の罰則効果が低下していたことに対処して採られたものである。この決定により、積み不足が常態化している銀行あるいは故意に積み不足とした銀行に対し、特別過怠金利率を適用し、他方意図せざる要因から一時的に積み不足となった銀行には通常過怠金利率を適用することとした。

(第1図)

フランスの金利動向

(単位・%)



のもとでは、金利政策のみで需要調整を図るには相当の高金利を必要とするが、それはわれわれの望むところではない」(同年報)とコメントしたことにもうかがわれる。また同時に、当時フランス銀行が石油危機の経済に及ぼす影響について確たる見通しを持ちえなかったことも、フランス銀行をして公定歩合の引上げをちゅうちょさせた一因といえよう。

この間、マネー・サプライの動きをみると(第3表参照)、73年央から年末にかけてはM₁、M₂ともにフランス銀行の引締め政策強化による効果に加え、短資の海外流出による影響もあって増勢一服のかたちとなったが、その後は金融機関貸出が

(第2表)

フランスの主要経済指標

	消費者物価	工業製品	工業製品	賃金	貿易
		価格	生産*		収支
1970年 平均	5.7	7.4	5.3	10.2	57
71年 〃	5.5	2.2	4.0	10.8	374
72年 〃	6.2	4.6	7.7	11.2	544
73年 〃	7.3	14.7	7.1	13.5	582
72年第1四半期	5.7	3.5	6.5	10.7	104
第2 〃	5.5	3.4	7.5	10.6	652
第3 〃	6.1	4.2	7.9	11.2	533
第4 〃	6.9	7.2	7.4	11.4	605
73年第1四半期	6.4	10.4	8.0	12.2	610
第2 〃	7.1	12.4	8.8	12.8	730
第3 〃	7.6	15.7	8.0	13.8	529
第4 〃	8.3	19.5	4.3	15.1	294
74年第1四半期	11.3	29.7	5.9	15.9	△1,109
第2 〃	13.6	36.6 P	4.2	17.5	△1,806
74年 4月	13.2	37.8	6.0	17.5	△1,940
5 〃	13.5	37.9	2.4	—	△3,080
6 〃	13.9	34.3 P	5.0	—	△ 399

(注) 1. *印は季節調整済み。
 2. 貿易収支を除き、前年同期(月)比伸び率。
 3. 貿易収支は月平均。
 資料：INSEE統計月報。

情があったとみられる。まず、第1には、政府が引き続き経済成長を優先する姿勢を崩しておらず、したがって企業の設備投資意欲を阻害するような金利の引上げは実施しにくかったことである(注12)。この間、石油危機の発生等から経済の先行きに対する不安感が増大したことも、政府をして金利引上げに消極的ならしめた背景として指摘できよう。

第2には、フランス銀行自体が、73年9月ごろ以降金利政策によりマネー・サプライを抑制することに対して限界を意識しはじめたとみられることである。このことは、フランス銀行が73年9月の公定歩合引上げについて「7、8月の公定歩合引上げは国内要因に基づき実施されたものであるが、9月の引上げはオランダ・ギルダー切上げに端を発した短資の流出に対処するためのもので、前回のそれとは性格を異にするものである」(フランス銀行73年報)とし、また、「現在の物価水準

(注12) ちなみに、政府は72年12月以降今春までに73年7月、12月、74年3月と4回にわたり総合的なインフレーション対策を打ち出したが、いずれの場合も、①個人消費の抑制、②輸出の振興、③設備投資の推進、を目標の中心に据えていた。

(第3表)

フランスの主要金融指標

(単位・%)

	公定歩合	オペレート	コール・レート (年(月)平均)	短貸 期出 レート	マネー・ サプライ M ₁ (年(月)末)	マネー・ サプライ M ₂ (年(月)末)	銀行貸出 (年(月)末)
1970年	—	—	8.67	—	11.0	15.1	20.9
71	—	—	5.84	—	12.4	20.4	18.1
72	—	—	4.95	—	16.3	21.5	22.1
73	—	—	8.72	—	9.8	15.0	18.0
72年1月	6.00	5.17	5.31	6.60	11.7	19.4	19.2
2		5.10	5.20		10.5	19.3	19.7
3		4.66	4.76	6.10	12.8	20.4	19.9
4	5.75	4.67	4.81		12.7	20.4	20.1
5		4.37	5.32		12.0	20.3	18.8
6		3.70	3.81		13.9	21.7	20.4
7		3.54	3.78		14.4	21.9	22.1
8		3.52	3.76		13.5	21.9	23.0
9		3.65	3.89	6.30	16.0	22.8	23.8
10		4.91	5.16		14.4	21.5	23.7
11	6.50 7.50	5.57	6.33	7.10	16.8	22.6	23.5
12		6.73	7.32		16.3	21.5	22.1
73年1月		7.13~7.25	7.23		12.8	17.0	21.6
2		7.13	7.71		12.2	15.7	19.7
3		7.13	7.49		10.4	13.9	16.4
4		7.13~7.25	7.46	7.40	13.2	16.7	19.5
5		7.13	7.71		13.2	16.3	20.1
6		7.13~7.31	7.46	7.70	10.9	13.8	16.9
7	8.5	8.00~8.19	7.89	8.20	8.1	13.3	16.1
8	9.5	8.63~8.75	8.87	9.20	8.6	13.8	17.2
9	11.0	9.81~10.13	9.73	10.40	7.6	13.1	16.3
10		10.88~10.94	10.99		7.9	13.1	16.9
11		10.81~10.88	10.96		5.2	12.1	17.3
12		10.69~10.75	11.14		9.8	15.0	18.0
74年1月		11.75~12.00	13.63	11.40	9.2	15.9	18.2
2		11.00	12.48		9.2	16.2	18.8
3		10.50~11.63	11.88		—	—	—
4		10.38	11.81		—	—	—
5		10.63~12.00	12.87		—	—	—
6	13.0	11.88	13.61	12.40	—	—	—
7		11.88	13.88		—	—	—

(注) M₁、M₂、銀行貸出は、前年(同月)比伸び率。

資料: Banque de France 四半期報、INSEE 統計月報。

増加テンポを速めたことを主因に、その増加率は再び高まりつつあった。

このように、マネー・サプライはフランス銀行の意図とは逆に、昨年末来むしろ増勢を強める傾

向にあったが、前述のように金利水準の大幅引上げが種々の事情から困難な状況の下でマネー・サプライの抑制を図るとすれば、残された道は市中貸出に対する直接規制しかないということになる。

ロ. 貸出準備率制度の再強化とその評価

本年5月、ポンピドー大統領の死去に伴い総選挙が実施され、その結果、前蔵相のジスカルデスタン氏が大統領に就任、ついでジャック・シラク氏が首相に任命された。新政府はインフレの高進、国際収支の悪化という経済情勢にかんがみ、6月には所得税・法人税の増徴、歳出削減を含む一連の国際収支・インフレ対策を発表、政策姿勢を従来よりもインフレ抑制に重点を置く方向に改めた。

これを受けてフランス銀行は、6月14日、準備預金制度の手直しを発表、次いで6月20日、昨年9月以来市場金利を下回る水準に据え置かれていた公定歩合を2%引き上げ、13%とした。準備預金制度の手直しの内容は、①貸出増加額に対する準備率の実質

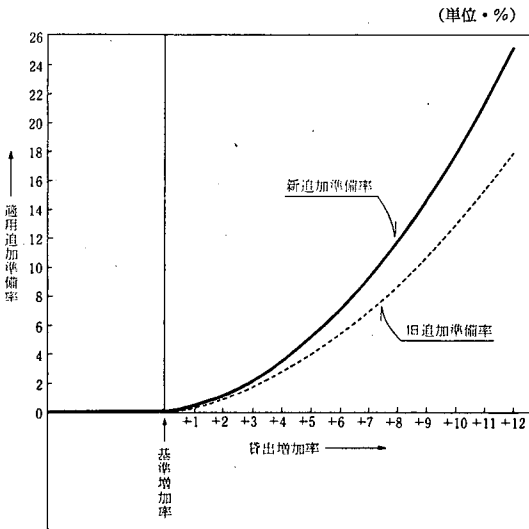
的廃止(33%から0%へ引下げ)、②預金残高準備率のうち要求払預金に対する準備率の引上げ(16→17%)、定期性預金に対する準備率の引下げ(7→6%)、③貸出準備率高率適用制度の累進性

強化、の三つであり、このうちとくに注目されるのは③である。

すなわち、高率適用制度にかかる追加準備率は前述のように固定部分と割増し部分に分けられるが、本措置により割増し部分が7月31日以降5割方引き上げられて(基準増加率を0.1%ポイント上回るごとに0.01%であったが、0.015%に引上げ)、累進性が高まった(第2図参照)ため、貸出が基準増加率を超えて増加する場合のコスト効果はかなり強化されることとなった。また最近の政府首脳の発言から判断して、高率適用制度はかつての市中貸出増加額規制に近いかたちで運用されつつあり、この点も同制度の運用強化の一側面として注目される。すなわちシラク首相は7月中旬の記者会見において貸出準備率制度の運用に関し発言、「銀行貸出を基準増加率の枠内におさめることがインフレ抑制の第一歩と信じており、今後はフランス銀行による検査の強化等によって現行の高率適用制度が所期の効果をあげることを期待しているが、場合によっては銀行経営者の責任追及といった問題が生ずることもありえよう」とし

(第2図)

高率適用制度運用強化に伴う
追加準備率の累進性



て金融機関の基準増加率を上回る貸出増加に対し強い警告を発した。

このように高率適用制度の運用が量質両面において強化されたのは、昨年10月ごろ以降、市中貸出が基準増加率を大幅に上回る増加を示していること(第1表参照)によるものであるが、この結果同制度が一段と直接的統制の色合いを濃くしたことは否めない。

フランス銀行は、かつて高率適用制度を導入した際、「本制度は基準増加率を超える貸出を禁止するものではなく、銀行は準備預金さえ積みば貸出の増加が認められる」と述べ市場メカニズムを通じる政策手段を引き続き重視する姿勢を示したが、これまでの運営を通じて基準増加率を超える貸出を認める場合には政策目標の達成が容易ではないことが明らかとなり、かといって市中貸出増加額規制の復活も金融制度改革の経緯に照らして困難であるため、結局高率適用制度の強化という方法を打ち出したといえよう。

さて、これまでの経験を通じて、フランスの貸出準備率制度については次のような問題点があることが明らかとなった。

- ① 同制度は、結局コスト効果と流動性効果を通じ金融機関貸出ひいては、マネー・サプライを抑制しようとするものであるが、企業の資金需要がおう盛で銀行の貸出コスト上昇が容易に金利に転嫁できるときには、コスト効果は大いに減殺される。また、その流動性効果についても対象金融機関が外部資金に頼らず、みずからの流動性水準に応じて貸出を調整するという金融節度を確立していなければ実効を期待しがたい。
- ② さらにインフレーションが激しく、実質金利が低下しているときには、貸出準備率のコスト効果はいっそう減殺される。
- ③ ①、②の問題をカバーして所期の政策効果を

あげるためにはより大幅な準備率変更が必要となるが、その場合には結果的に大幅な金利変動をもたらすことになるので、対外均衡や景気政策上の理由で金利政策の弾力的な運営に限界があるときは、準備率操作そのものが制約を受けることになる。また、準備率が引き上げられても、同様の理由で特定の産業ないし融資目的については適用対象から除外されるものが多くなり(前記(注7)参照)、結局準備預金制度の特性である一般性、一律性が失われるという問題もある。

- ④ また、高率適用制度については準備預金を積みさえすれば基準増加率を超える貸出が認められるというのが本来の建前であるが、その場合には政策目標どおりに市中貸出量を調整しうる保証はなく、かつ収益力の差によってたとえば大銀行が基準増加率を上回る貸出が可能となるのに対し中小金融機関は相対的に不利を免れず金融機関の間に不公平感が生ずるといった難点もある。
- ⑤ このような難点は、基準増加率を業態別や個別金融機関別に定めたり、その運用上基準増加率を超える貸出を行わないよう金融機関を指導することによってある程度解決できるとみられるが、こうした方式は直接的な貸出規制と異ならないことになる。

4. おわりに

以上述べてきたように、フランス銀行の今回引

締め期の金融政策運営は、金利水準と銀行流動性の調節を通じて間接的に銀行信用およびマネー・サプライを抑制するという当初の方針から、最近では再び直接規制的な方向に後退することとなった。フランス銀行が市場メカニズムを有効に機能させることにより、間接的に銀行信用およびマネー・サプライの調整を図ろうとして政策手段の整備を行ったものの、これらが十分に成果をあげなかったのは、成長指向の低金利政策や為替政策等の制約から金利政策を十分弾力的に行いえなかったうえに、金利機能がインフレの高進によってさらに減殺されたことと、金融機関の金融的節度の未成熟によって流動性効果が十分に機能しなかったことなどによるものといえよう。

こうした事情から、フランス銀行としても市場メカニズムを重視した政策運営という理念をいだきながらも、実際の運営にあたっては即効的な政策効果を期待できる直接的な統制手段に再び依存せざるをえなくなったとみられる。また、市場メカニズムを重視した運営を可能にするためには、それにふさわしい条件が必要であることも明白であり、今後フランス銀行が「ウォルムセル報告」の理念に沿った政策手段を確立する過程では、なによりもまず金融市場や銀行経営面など政策が有効に機能する場を整備することが大きな課題になるといえよう。