

欧米主要国におけるマネー・サプライ 残高重視の傾向とその背景

〔要 旨〕

欧米諸国では、金融政策運営のめやすとして、従来はマネー・マーケット金利に代表される「短期金融市場情勢」に注目してきたが、最近数年間は、マネー・サプライに代表される「量的金融指標」をより重視し、金利はできるかぎり自由化して自然の変動にゆだねる傾向を強めている。とくに米国および西ドイツでは、金融政策の運営目標として今後達成しようとしている「量的金融指標」の具体的な増加率を定め、これを公表するようになった。

「運営目標」を金利水準からマネー・サプライ等の残高増加率へ移した最大の契機は、インフレーションの高進である。名目金利を金融政策の運営目標としてこれをある水準に保っていると、インフレ心理を背景に人びとの予想物価上昇率が高まった場合には、それを差し引いた実質金利は低下する。すると、支出拡大のための資金需要が高まるが、名目金利を運営目標としているかぎり、これをある水準に保つために資金需要に貸し応じることとなり、マネー・サプライの過大供給をもたらして、結果的にインフレーションの進行を追認することとなる。これに対してマネー・サプライ残高など量的金融指標を運営目標としてその増加率をある水準に保っている場合には、人びとの予想物価上昇率が高まり、資金需要が強まっても、マネー・サプライの過大供給を招くような信用膨張は避けられる。この結果、名目金利は大幅に上昇するが、それによって資金需要が抑えられ、経済の自律的な均衡回復が促進される。

このほか、長期国債の利回りを政策的に維持していたことや海外短資が大量に流入したことがマネー・サプライの過大供給につながったことへの反省も、「量的金融指標」重視の大きな背景として見のがせない。

実際にマネー・サプライ残高を target として金融政策を運営する場合、①「適正」マネー・サプライ残高の確定、②マネー・サプライ残高のコントロール、③マネー・サプライ統計の整備、といった問題に直面するが、各国は、①計量的手法による「適正」マネー・サプライ残高確定の努力、②手近な操作目標を採用しそれを手がかりとするマネー・サプライ残高のコントロール、③統計の改善と各種マネー・サプライ統計の併用、などでこれらに対処している。克服すべき問題がなおあるとはいえ、マネー・サプライ残高が重要であるという認識は確立しており、これを運営目標に取り入れる傾向は今後強まりこそすれ弱まることはあるまい。

〔目 次〕

はじめに

1. マネー・サプライ残高重視の実情

- (1) 米 国
- (2) 英 国
- (3) 西ドイツ
- (4) そ の 他

2. マネー・サプライ残高重視の背景

- (1) インフレーションの高進——名目金利と実質金利の乖離

- (2) 国債価格支持の悪影響

- (3) 海外短資流入の増大

- (4) マネタリズムの影響

3. マネー・サプライに関する問題点と各国による対処のしかた

- (1) 「適正」通貨残高の確定

- (2) マネー・サプライのコントロール

- (3) 統計上の問題点

む す び

はじめに

中央銀行は、金融政策の諸手段(公定歩合変更、中央銀行貸出の調節、公開市場操作、準備率変更など)によって金融変数(市中の諸金利、銀行準備、銀行貸出、マネー・サプライなど)に影響を与えており、金融政策の効果はアナウンスメント効果を別とすれば、一般にこれら金融変数の変動を媒介として実体経済面に及んでいく。金融政策の「運営目標(operating target, intermediate target)」とは、中央銀行が、物価の安定、国際収支の均衡、完全雇用などの最終的な「政策目標(policy objectives)」を達成するうえで、政策運営のめやすとして戦略的に重視し、そのコントロールを意図している金融変数のことである。

金融変数は大別すると「金利」と「量的金融指標(monetary aggregate)」に分かれるが、金融政策の「運営目標」として具体的にいかなる金融変数が適当であるかは必ずしも一概にはいえない。国により金融制度や金融市場の発達の違い、また時代とともに内外の経済環境にも著しい変化が生じているからである。しかし、そうしたなかであって最近数年間、欧米主要国では共通し

て「量的金融指標」の一つであるマネー・サプライ残高の動きを重視する傾向が強まっている。

そこで以下欧米主要国におけるマネー・サプライ残高重視の実情とその背景、問題点等について調べてみた。なお、運営目標には、政策当局が直接コントロールする金融変数と、これを通じて間接的にコントロールする金融変数とがあり、これら二つのグループの呼び方は必ずしも定まっていない(前者は operating variable, operating guide, 後者は intermediate objective, financial objective と区別されることもある)が、本稿では便宜上、前者だけを指すときは「操作目標」、後者を含む全体を指すときは「運営目標」という名称を用いることとする。

1. マネー・サプライ残高重視の実情

(1) 米 国

イ. 1960年代の運営目標

米国においては1960年代を通じて一貫して短期市場金利(とくにフェデラル・ファンド・レートと3か月ものTBレート)、連銀借入れ、自由準備(free reserves、総準備—所要準備—連銀借入れ)などのいわゆる「短期金融市場情勢^(注1)(money

(注1) 連銀借入れや自由準備が短期金融市場情勢の中にカウントされているのは、これらが市場金利と同様、市場の資金需給関係を端的に反映するからである。これに対し、後述の総準備やRPDなどはいわば一種のマネタリー・ベースとしての機能を持ち、これらの変動とマネー・サプライの変動とはほぼパラレルに動いているところから、「量的金融指標」に分類されている。

market conditions)」が金融政策の運営目標として注目されてきた。

しかし短期市場金利を中心とする短期金融市場情勢を運営目標とした結果、1960年代後半とくに1967～68年にはマネー・サプライ残高が急増し、1960年代後半におけるインフレーションの高進を金融面から加速することとなった。

1967～68年におけるマネー・サプライ残高の急増は連邦準備当局が、当時は国債発行の順便化に配慮せざるをえなかったということもあるが、それ以上に運営目標として市場金利を重視していたため、従来の尺度からいえばすでに高水準に達した表面金利の動向にまどわされて、マネー・サプライ残高の急増を抑制するに十分なほどの強い引締めを行わなかったことによるものである(注²)。当時すでに人びとの間にはインフレ心理が広範に定着しはじめており、人びとは高い予想物価上昇率を前提に金利負担を判断していたので、名目金利ほどには実質金利(名目金利-予想インフレ率)は上昇していなかった。このように名目金利と実質金利が大きく乖離した局面では、名目金利が高騰してもその割には人びとの支

出行動は抑制されない。しかし米国ではこの名目金利の高騰に目を奪われ、これを抑えるためマネー・サプライを増加させていった。その結果マネー・サプライ残高の過大供給と実質金利の低下が生じ、人びとの支出行動は著しく刺激されインフレーションがますます激化することとなったのである。

(第1表)

米国における運営目標の推移

.....	○伝統的に、短期金融市場情勢(加盟銀行の連銀借入れ、自由準備、フェデラル・ファンド・レート、3か月ものTBレート)を重視。
1964年6月	○FOMC内の小委員会、ニューヨーク連銀に与える指令の中に量的運営目標も明示すべきであるとの勧告を提示。
66年前半	○引締め強化の方法として金利重視と量的金融指標重視の意見がFOMC内部で対立(量的金融指標に対する関心が深まる)。
8月	○指令中のただし書きで銀行信用に言及。
69年春	○FOMCの指令の出し方を検討するため、FRB内部に委員会を設置。その後同委員会は、量的金融指標を主、短期金融市場情勢を従とする指令を出すべきであるとの勧告を提出したといわれる。
70年1月	○第2目標としてはじめてマネー・サプライを導入。
2月	○連邦準備制度理事会議長、マーチンからバーンズへ交代。
3月	○マネー・サプライおよび銀行信用が第1目標、短期金融市場情勢が第2目標になる。
12月	○一時短期金融市場情勢が第1目標、マネー・サプライおよび銀行信用が第2目標となる。
71年1月	○マネー・サプライの指標として従来のM ₁ のほかにM ₂ が加えられる。
5月	○再びマネー・サプライおよび銀行信用が第1目標、短期金融市場情勢が第2目標となる。
72年1月	○マネー・サプライおよび銀行信用を究極的な運営目標としながら、それらを達成するための手近な目標として総準備(total reserves)を導入し、目標値を公表。
2月	○直接的な操作目標を総準備から民間一般預金対象準備(RPD)に転換し、目標値を公表。
74年1月	○RPDのほかに、M ₁ 、M ₂ 、フェデラル・ファンド・レートの短期目標値を公表。

(注2) 公定歩合……50年代後半1.50～4%、60年代前半3～4%、68年3月～69年4月5～6%。

フェデラル・ファンド・レート……50年代後半1.57～3.30%、60年代前半1.96～3.50%、60年代後半4.07～8.22%。

マネー・サプライ(M₁)残高の前年比伸び率……50年代後半-0.73～3.76%、60年代前半0.56～4.51%、60年代後半2.38～7.55%。

こうしたマネー・サプライ残高の急増を民間のマネタリストの学者は激しく攻撃し、またマネタリスト派に属するセントルイス連銀のエコノミストもこれを強く批判した。こうしたこともあって、連邦準備制度内部でも金融市場情勢重視に対する反省の気運が生まれ、金利と量的金融指標のいずれをより重視すべきかについて内部的な論議が高まった(第1表参照)。

ロ. 量的金融指標の導入

マネー・サプライなどの「量的金融指標」がはっきり運営目標として登場してきたのは1970年1月の連邦公開市場委員会(Federal Open Market Committee、略称 FOMC)^(注3)の指令からである。すなわち同年1月のFOMCは、ニューヨーク連銀に対して次のような指令を発した。「本委員会の次の会合までの間、公開市場操作にあたっては短期金融市場が引き締まり状態を維持するよう運営するものとする。ただし、通貨および銀行信用の動きが現在の予想からかなり乖離する場合には操作のやり方を修正するものとする」。すなわち短期金融市場情勢を直接の目標とするものの、上記ただし書きにおいて、通貨および銀行信用といった量的金融指標が予想に反した動きをした場合はやり方を変えると述べることにより、マネー・サプライなどの量的金融指標の方を短期金融市場情勢よりも重視する考え方が明示的に現われたのである。

1970年2月、マーチンにかわって連邦準備制度理事会議長になったバーンズも同様の方針を踏襲し、同年3月のFOMCは「先行きマネー・サプ

ライおよび銀行信用の適度の増加を期待する。次回会合までの間、公開市場操作は、この目的に合致するように短期金融市場情勢を維持するよう運営すべきものとする」との指令を発した。これにより、公開市場操作運営上の第1目標が短期金融市場情勢からマネー・サプライおよび銀行信用などの量的金融指標にはっきりと転換^(注4)された。以後具体的には狭義のマネー・サプライ(M₁、付表参照)あるいは広義のマネー・サプライ(M₂、付表参照)が運営目標としてFOMCの政策決定事項の記録(Record of Policy Actions)のなかにしばしば登場するようになった。

ハ. 総準備およびRPDの導入

しかしその後、M₁やM₂を短期間に望ましい水準にコントロールすることは容易でないことがわかったため、マネー・サプライの基礎となる金融量で、連邦準備当局がよりコントロールしやすい指標が求められるようになり、1972年1月には総準備が、2月にはそれに代えて「RPD(reserves available to support private nonbank deposits、民間一般預金対象準備)」が、量的金融指標の目標を達成するための「操作目標」として導入された。具体的には、FOMCは開催月および翌月の2ヵ月間におけるRPD残高の年率増加率をおおむね3~4%ポイント程度の幅をもたせて指示する方法をとり、この目標計数がFOMCの政策決定事項の記録の中で公表されるようになった(第2表参照)。

RPDは具体的には総準備から連邦政府預金および金融機関預金に見合う所要準備額を差し引い

(注3) 米国の公開市場操作に関しては、連邦公開市場委員会(FOMC)がその基本方針を決定しており、実務面はニューヨーク連銀が担当している。

FOMCの開催は、通常毎月1回(中旬~下旬)であり、その政策決定事項の記録(Record of Policy Actions)とニューヨーク連銀に対する公開市場操作の政策指令(policy directive)は、90日後に公表(Federal Reserve Bulletin に掲載)される。

(注4) もっとも1970年12月から1971年5月にかけて、一時的ながら短期金融市場情勢が第1目標、量的金融指標が第2目標となったことはある。

(第2表)

米国のマネー・サプライ、RPD、フェデラル・ファンド・レートの目標値と実績

(単位:%)

	M ₁		M ₂		R P D		フェデラル・ファンド・レート	
	目標値	実績	目標値	実績	目標値	実績	目標値	実績
1974年 1～2月中	3～6	3.6	6～9	9.4	4.75～7.75	-1.3	8.75～10	9.65
2～3〃	6.5～9.5	9.9	9.5～12.5	10.9	3.5～6.5	5.8	8.25～9.5	8.97
3～4〃	5.5～8.5	7.9	6.75～9.75	9.2	4～7	14.7	9～10.5	9.35
4～5〃	3～7	5.3	5.5～8.5	6.3	6～11	22.3	9.75～10.75	10.51
5～6〃	3～7	6.9	4.5～7.5	7.7	13～20	20.2	11～11.5	11.31
6～7〃	3.5～7.5	5.8	5.5～8.5	8.3	10～13.5	12.9	11.25～12.25	11.93
7～8〃	2～6	1.7	4.5～7.5	5.4	8.75～11.75	10.1	11.5～13	12.92
8～9〃	4.75～6.75	1.3	5.5～7.5	4.3	7.75～9.75	6.0	11.5～12.5	12.01
9～10〃	3～6	2.6	5～7.5	5.9	6～8.5	-6.3	10.25～12	11.34
10～11〃	4.75～7.25	5.0	5.75～8.25	9.2	5.5～8	-5.5	9～10.5	10.06

(注) 1. M₁、M₂、RPDの伸び率は年率。

2. フェデラル・ファンド・レートの目標値は当月のFOMCから翌月のFOMCまでの間の各週の平均金利。実績は当月の月中平均金利。

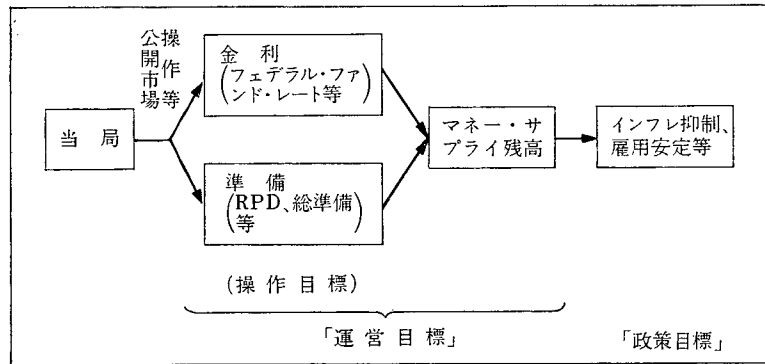
たものである。総準備に代えてRPDが用いられるようになったのはRPDが private non-bank sector(銀行を除く民間部門)の保有預金、すなわちマネー・サプライ統計の対象となる預金の reserve であるためである。

二. M₁、M₂等の目標値公表

このようにRPDの短期目標値は、1972年2月以来公表されてきたが、1974年1月以降はこれに加え、M₁、M₂、フェデラル・ファンド・レートにつ

〔第1図〕

フェデラル・ファンド・レート等の操作目標とマネー・サプライとの関係



いても短期的な目標値が公表されるようになり今日に至っている。このうちM₁、M₂については、RPDと同じく、FOMC開催月および翌月の2ヵ月間における増加率が一定の幅をもって示されており、フェデラル・ファンド・レートは翌月のFOMC会合までの間における金利水準(週平均)がやはり一定の幅をもって示されている(第2表)。結局連邦準備当局は、究極的な運営目標としてはM₁、M₂を重視しているが、日々の金融調

節においては、操作しやすい手近な操作目標としてRPDとフェデラル・ファンド・レートをコントロールし、これを通じてM₁とM₂の目標値を実現しようとしているのである。RPD、フェデラル・ファンド・レートなどの操作目標とマネー・サプライとの関係(注5)を図示すると第1図の

(注5) 金利を動かすことによりマネー・サプライ残高に影響を与えるやり方は名目所得と金利を説明変数とする通貨需要関数の安定を前提とし、短期的には名目所得を given とみなすと、金利の変動が通貨量をきめるとの見方に立ったものといえよう。一方支払準備を増減させることによりマネー・サプライ残高をコントロールしようとするやり方は、銀行の信用創造の基礎は支払準備にあり、reserve-deposit multiplier は短期的には安定しているとの前提に立ったものといえる。

ようになる。

ここで注意すべきことは、究極的な運営目標はあくまでマネー・サプライ残高であり、フェデラル・ファンド・レートはマネー・サプライに影響を与えるための手段にすぎないことである(60年代においては、究極的な運営目標も金利であり、この点が最近との大きな違いである)。

なおニューヨーク連銀のエコノミスト R. G. Davis の分析(注6)によれば、フェデラル・ファンド・レート(金利)と nonborrowed monetary base (民間流通現金+総準備-連銀借入れ)のマネー・サプライに対する影響力の統計的計測は同じように良好な結果を示している。

(2) 英 国

イ. 金利重視から量的金融指標重視へ

英蘭銀行の伝統的な金融調節方式は金利を運営目標とするものであったが、1967年11月のポンド切下げ後しだいに量的金融指標に対する関心が高まった。

すなわち、1968年の英国経済は前年秋のポンド切下げ後も物価の騰勢が改まらず、国際収支はいっこうに好転せず外貨準備は極度にひっ迫していた。そこで英国はIMFに対して新しいスタンバイ・クレジットの供与を要請したが、IMFはこの要請に応ずるに際して、金融引締め下にもかかわらずマネー・サプライが急増したことを問題とし、これが当時のインフレと国際収支赤字継続の一因ではないかとの疑問を提起した。さらに、こうしたマネー・サプライ急増の主因は、長期国債の利回りをある水準に維持するために、英蘭銀行が大量の国債を買い支えていることにあり、これを改めないかぎり金融引締めの効果を期待できないのではないかとの批判を行った。

また、英国においても、年々大幅な物価上昇が続きインフレ心理が定着した結果、名目金利の動きが必ずしも実質金利の動きを示さなくなり、金利の戦略的指標としての意味が薄らいってしまった。

こうした事情から英蘭銀行内部にもしだいに量的金融指標に対する関心が高まることとなり、1968年秋以降はマネー・サプライ等量的金融指標をよりよくコントロールするため受動的な国債買支えを中止するに至った。このため従来8%以上にはならないとされていたコンソリ国債の市場利回りが一挙に9%台に上がり、以後長期金利の水準は、もはや維持すべき目標ではなく、むしろ量的金融指標コントロールの結果という性格を帯びるようになった。

さらに1969年に入ると「国内信用増加額(Domestic Credit Expansion、略称 DCE)」という概念が導入され、英国政府は1969年6月、対IMFスタンバイ取決めに際して1969年度のDCE抑制目標額を発表した。DCEは近似的に「マネー・サプライ増加額+国際収支赤字」として示されるので、国際収支の赤字が増大すると、DCEを一定の目標内に収めるためにはマネー・サプライの増加を抑えることが必要となり、国際収支が悪化している場合にDCEはマネー・サプライに比べてより厳しい政策ガイドになる。もともと1970年度以降は、国際収支が大幅に改善し、DCEがかえってより緩やかな政策ガイドに変わってしまったため、英蘭銀行は金融政策運営のめやすとして、DCEではなくマネー・サプライを採用するようになった。

ロ. 量的金融指標と新金融調節方式

その後英蘭銀行は、1971年9月16日にいわゆる

(注6) “Implementing Open Market Policy with Monetary Aggregate Objectives”、ニューヨーク連銀月報(73年7月号)。

新金融調節方式^(注7)(Competition and Credit Control)を導入した。それに先だつ1971年5月、ミュンヘンで開催された国際銀行会議において、当時の英蘭銀行総裁であったオプライエンは運営目標として、マネー・サプライなど量的金融指標を重視する旨明らかにするとともに、新金融調節方式のメカニズムにつき要旨次のとおり述べている。

「新金融調節方式においては、量的金融指標のコントロールを有効に行うために、最低準備比率、特別預金制度、公開市場操作などを機動的に活用することにより、準備資産の供給量を変化させ、銀行の流動性と収益に限界的な影響を与える。そしてその結果もたらされる銀行の資産選択の変化を通じて市場金利構造を間接的にコントロールし、最終需要の調節を図る。」

つまり新金融調節方式のもとにおいては、英蘭銀行のコントロールの直接の対象は銀行部門の保有準備資産であり、コントロールの結果生ずる金利の変動は transmission mechanism の一環として引き続き重視されるもの、直接の運営目標とはされない。

こうした考え方は、1972年10月以降、従来の「公定歩合」(Bank Rate)の発表をとりやめ、TB入札レートの $\frac{1}{2}$ %高を英蘭銀行の「最低貸出歩合(minimum lending rate)^(注8)」とすることによりいっそう明白となった。すなわち伝統的な金融政策

運営においては、TB入札レートなど短期市場金利が運営目標であり、これをコントロールするために公開市場操作と公定歩合の変更を行ったが、新金融調節方式のもとにおいては、公開市場操作と特別預金預入率の変更による市中銀行保有準備のコントロールが直接的な操作目標(究極的な運営目標はマネー・サプライ残高)となり、英蘭銀行の貸出金利(minimum lending rate)はTB入札レートなど短期市場金利と並んで、市中銀行保有準備をコントロールした結果にすぎなくなったのである。換言すると、金融政策は短期金利と長期金利(前述のコンソリ国債利回り)を運営目標としてある水準に導くことを中止し、これらを完全に自由化して経済内部における内生的変動にゆだね、もっぱら支払準備やマネー・サプライ残高などの量的金融指標を政策的にコントロールすることとしたのである。

なお、1973年12月には増加率ベースによる特別預金制度^(注9)が実施されたが、この制度もマネー・サプライや銀行貸出に対する当局のコントロールを強めるためであり、量的金融指標重視の考え方は強まりこそすれ弱まっていない。

ハ. マネー・サプライの戦略的指標としての限界

ただ英国経済においては、マネー・サプライ残高の変化は、まず国際的な資金移動や為替レートに響く傾向が強く、このため国内経済活動や国内物価への影響を定量的に把握することが非常にむ

(注7) 新金融調節方式は、従来の硬直的・差別的な金融調節方式を弾力的・無差別的なものに改め、競争原理の強化を通じて金融機構・資金配分の効率化をはかるため導入されたものであり、その主な内容は、①市中貸出規制の撤廃、最低準備比率規制および特別預金制度の適用対象金融機関の範囲拡大、②大銀行間の預貸資金金利協定および主要割引商社間のTB共同入札協定の廃止、③長期国債価格支持操作を原則として中止、などである。

(注8) この最低貸出歩合方式導入にあたり、バーバー蔵相は、これは「金利弾力化」と「マネー・サプライ重視」という新金融調節方式の理念の帰結であるとし、「これにより当局の金融市場における操作がいっそう弾力的となり、調節方式の効率化が図られることとなろう」と述べている(1972年10月9日、公定歩合方式変更に関する大蔵大臣声明文)。

(注9) これは付利の必要な債務(interest-bearing liabilities)の増加率が一定限度を超えた場合に、累進的に高くなる率で無利息の預金を英蘭銀行に預入させるもので、これによって銀行の限界的な与信活動のコスト効果および流動性吸収効果を累進的に高め、それを通じてマネー・サプライのコントロールを強化するのがねらい。

ずかしいようである。こうしたこともあって、米国や次に述べる西ドイツのように、マネー・サプライ残高等の伸び率を具体的な目標値としては発表していない。マネー・サプライ残高に関する定量的な目標値の設定は今後の課題として残されており、当面は、銀行信用等他の量的金融指標などもマネー・サプライと並んで金融政策運営の重要なめやすとされており、総合的な判断が行われている。

(3) 西ドイツ

ブンデスバンクは60年代には、「銀行流動性^(注10) (Bankenliquidität, banks' free liquid reserves)」のコントロールを通じてマネー・サプライをコントロールするという考え方を持っていた。

しかし1970年春以降、国際、国内両金融市場の急速な拡大を背景に、とくに海外短資の取入れという形による準備の availability が高まり、銀行はもはやブンデスバンクに頼らなくても信用拡張が十分できるようになった。このためこれまでのように銀行流動性の調節を通じてマネー・サプライ残高を調節するという方式が作用しがたくなった。

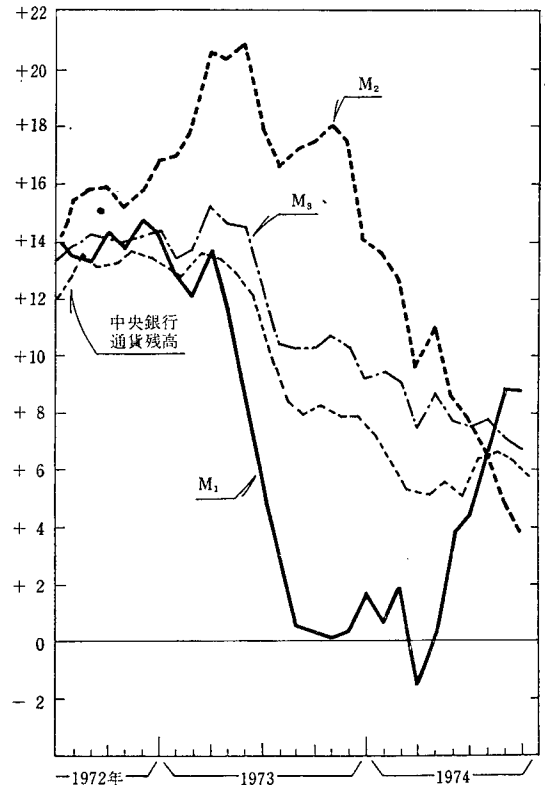
こうした情勢に対処して、ブンデスバンクは1973年初に準備率の引上げ(3月)と再割引枠の使用制限(2月)などにより、銀行流動性の水準をゼロの近くまで落とす一方、ブンデスバンク内部では銀行流動性に代わる手近な操作目標として「中央銀行通貨残高 (Zentralbankgeldmenge, central bank money stock)」を新たに採用した。

「中央銀行通貨残高」とは、流通現金および銀行の手持ち現金に市中銀行の国内債務に対する所

〔第2図〕

西ドイツにおけるマネー・サプライ残高と中央銀行通貨残高の動き

(前年同月比増減率・%)



(注) $M_3 = M_2 + \text{短期貯蓄預金}$ 。

要準備^(注11)(ブンデスバンク預け金)を加えたものである。中央銀行通貨残高は M_3 (付表参照)と同じような動き^(注12)をしている(第2図参照)うえ、中央銀行のバランス・シートの上に乗るので正確かつ速報性が高いというメリットがある。ところで中央銀行通貨残高は、市中銀行の過剰準備(総準備-所要準備)を含まない点でいわゆるハイパワード・マネーとは異なる。つまり中央

(注10) 銀行流動性とは、銀行の自由準備および制度上高い流動性を付与されている銀行資産(請求に応じてただちに現金および中央銀行預け金に転換しうる流動資産)の合計であり、その具体的な内容は時代によりかなりの変遷がみられる。

(注11) ただし、この所要準備は bank liabilities の増加によるものだけに限られ、準備率の変更に基づく所要準備の変化は除去されることとなっている(現在の時系列は1974年1月の準備率でもって調整されている)。

(注12) central bank money stock を構成する要素のうち流通現金はマネー・サプライの一部であり、所要準備は預金に準備率(コンスタント)を乗じたものであるから、central bank money stock がマネー・サプライ残高とある程度パラレルに動くのは当然のことともいえる。

銀行通貨残高の変動は、信用拡張の結果であり、その逆ではないのである。現時点の中央銀行通貨残高が過去における信用拡張の結果であっても、中央銀行当局としてはその動きをながめつつ、今後の準備率操作や貸出政策によって市中銀行の信用供与をコントロールし、これを通じて今後達成すべき中央銀行通貨残高の目標値を実現することは十分可能であり、ブンデスバンクとしてはマネー・サプライより手近にある指標としてこれに注目することとしたのではないと思われる。

ブンデスバンクは、今次金融引締め過程での中央銀行通貨残高を操作目標として政策運営を行ってきたが、その成果に自信を深めたためか、1974年12月5日に至り、今後の中央銀行通貨残高の目標増加率をおおむね8%見当と考えている旨はじめて公表した。

(4) その他

イ. フランス

その他の西欧諸国では、米国、英国、西ドイツの3か国ほどははっきりしてはいないが、フランスでも1969年6月のいわゆるウォルムセル報告(正式には「金融市場の改革に関する報告」)^(注13)において、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るとし、同報告発表後マネー・サプライ残高のコントロールを重視した政策運営態度を強めつつある。

ロ. EC

ECは1972年10月末に共通インフレ対策を決定したが、その際金融政策面では、EC加盟各国が「広義のマネー・サプライ(M_2)残高」の増加率を、1974年末までの間に「実質国内生産増加率+抑制目標とされる物価上昇率」の水準にまで漸進的に引き下げることが提案した。

2. マネー・サプライ残高重視の背景

このように近年多くの国が、金融政策の運営目標としてマネー・サプライ残高など量的金融指標を重視するようになったが、その背景を整理すると次のとおりである。

(1) インフレーションの高進——名目金利と実質金利の乖離

まず基本的な理由として強調すべきことは、1960年代後半以降における世界的なインフレーションの高進である。すなわち名目金利を金融政策の運営目標としてある水準に保っていると、インフレ心理を背景に人びとの予想物価上昇率が高まった場合には、それを差し引いた実質金利は低下し、支出活動を刺激することとなる。こうして支出拡大のための資金需要が高まり、名目金利が上昇した場合、名目金利をある水準に保つことを運営目標としているかぎり、これをもとに戻そうとしてマネー・サプライの過大供給が行われることになり、インフレーションの進行を加速する結果となる。この場合、中央銀行は人びとの予想物価上昇率を事前に知ることはできないので、インフレが高進した時にはじめて事後的に実質金利の低下に気づくことになる。こうした事情からインフレーションのもとにおいて、人びとの予想物価上昇率が流動的に変化している場合には、名目金利水準は金融の実体面に対する影響を示す指標(indicator)としては不適切ということになり、したがって運営目標としても不適当なのである。

前述のとおり1960年代後半の米国(とくに1967~68年)および英国(1968年秋まで)では、当局が予想インフレ率の高まりによる実質金利の低下に気がつかず、名目金利の上昇を抑えるためマネ

(注13) 前フランス銀行総裁のウォルムセルを中心とする3人委員会は1969年6月、いわゆるウォルムセル報告(正式名称は「金融市場の改革に関する報告」)を提出し、従来の直接統制的な金融政策手段への依存を改めて市場メカニズムに基づく金融政策運営の実施を提唱した。

ー・サプライを膨張させ、インフレを高進させたが、こうした事態に対する反省が量的金融指標重視に向かわせる契機となった。

これに対してマネー・サプライ残高など量的金融指標を運営目標としてその増加率をある水準に保っている場合には、人びとの予想物価上昇率が高まり、資金需要が強まっても、マネー・サプライの過大供給を招くような信用膨張は避けられる。この結果、名目金利は大幅に上昇するが、それによって資金需要が抑えられ、経済の自律的な均衡回復が促進される。

(2) 国債価格支持の悪影響

前記のようにインフレーションの高進がマネー・サプライ残高重視の最大の要因であるが、このほか、国債価格支持による通貨の過大供給に対し反省が行われたこともマネー・サプライ重視の背景として見のがせない。

すなわち米国では、1951年のアコード成立以降、金利の低位くぎ付け政策が放棄され金利政策の復活が行われたが、実際にはいわゆるイーブン・キール操作が行われた。イーブン・キール操作とは、国債の引受け資金の払込み期間中は国債市場利回りをはじめとする市場金利を安定的に保ち、国債発行を容易にすることをねらいとするものである。60年代後半には米国の財政赤字は、ベトナム戦争のエスカレーション(1965~68年)を主因に巨額に達していたので、その赤字をファイナンスするために膨大な国債発行が必要であった。その際連邦準備当局は金利安定化の観点から買オペにより準備を供給せざるをえず、その結果マネー・サプライ残高の増加が加速されたといわれている。そうした反省から1973年以降は、中・長期国債の発行も、従来の引受け発行から、イーブン・キール操作のいらぬ入札発行へ全面的に切り替えられた。

同様の傾向は英国においても指摘される。すなわち英国においては、1950年代初のいわゆる「金

融政策の復活」以降、極端な低金利政策は廃止されたが、英蘭銀行はその後も1968年秋までほぼ一貫して長期金利(とくにコンソル国債の利回り)の安定化を図ってきた。

英国の場合、国債残高が著しく大きいうえ、1950年代の終わりごろからポンド不安が繰り返されたので、国債のいっせいで売りを未然に防いで信用秩序を維持することが要請されたからである。

しかし、このような国債買支えに伴って、英蘭銀行がマネー・サプライ残高をコントロールする力が弱められ、インフレと国際収支の赤字が続いたことについて、前述のようにIMFから批判された。この結果、金融政策の運営目標としては金利より量的金融指標の方が大切であることが一般に認識されるようになり、国債の市場利回りは完全に自由化され、市場の実勢にゆだねられることとなった(このため、コンソル国債の利回りは1968年末以降上昇を続け、1974年12月には17.05%の高水準となった)。

(3) 海外短資流入の増大

マネー・サプライ重視の傾向を生んだ第3の背景としては、海外短資流入の結果通貨の過大供給がもたらされたことへの反省が指摘される。1960年代後半以降、ユーロ・ダラーをはじめとする国際資本移動が活発化し各国では投機的性格の短資が大量に流入するようになった。これに対して各国当局は各種の措置を講じて国内金融面に大きな乱的影響が生じないように努めたが、その際運営目標としてのマネー・サプライ、あるいはより手近な「中央銀行通貨残高」(西ドイツ)などの実践的意味が強く意識された。そして、このような運営目標を明示的に持っていた西ドイツが、流入短資の不胎化とインフレ抑制において、最もすぐれた成果をあげることとなったのである。

(4) マネタリズムの影響

以上のほか、米国を中心に1960年代半以降した

いに注目されるようになってきたマネタリズムの主張が、通貨当局の中に量的金融指標重視の気運を高める役割を果たした点も否定できない。もっとも、マネタリズムの考え方については、各国の中央銀行はこれをそのままの形で受け入れているわけではない。金融調節の実情に通じ、実務経験に富んだ政策運営の当事者にとっては、マネタリズムの主張にはなおナイーブな面が少なくない。とくに「中央銀行は自由裁量的な政策運営を行わず、常時一定の増加率で通貨供給を行うべきである」という一部のラジカルなマネタリストの主張はあまりにも機械的であり、これには強い反発がある。さらに「政策効果波及経路」における金利の役割についても、マネタリストの主張する軽視論には同調が得られていない。しかし、これらの点に関して激しい論争が戦わされ、こうした論争を通じて、「指標」あるいは「運営目標」としては、ともかくマネー・サプライ残高をみるのが重要であるという認識が中央銀行のなかに強まった点は否めないところであろう。

3. マネー・サプライに関する問題点と各国による対処のしかた

以上のように、マネー・サプライ残高を重視する傾向はしだいに強まってきたが、この道は必ずしも平坦なものではなかった。実際の運営にあたっては検討すべき問題点が少なくないことが明らかとなった。そこで、次にこれらの問題点と、それに対して各国がどう対処しているかをみてみよう。

(1) 「適正」通貨残高の確定

適正な通貨残高を定量的に確定するためには、マネー・サプライと実体経済の間に安定的な関係があり、当局がこれを把握できることが必要であ

る。この場合マネー・サプライ残高の変動が経済活動水準(GNP)や物価に働きかけるという側面と、実体経済活動や物価変動がマネー・サプライ残高にフィード・バックするという二つの面を考えねばならない。前者は金融政策の効果波及のメカニズムにかかわる問題であり、後者は通貨需要関数計測の問題である。ただ現実には観察されるマネー・サプライ残高の計数は、実体経済との相互作用の結果事後的に得られたものであるだけに、そこからマネー・サプライ残高と実体経済の間の安定的な関係を探し求めて、適正なマネー・サプライ残高を確定することはなかなか容易なことではない。

さてこの問題に対しては、米、英両国とも次のとおり通貨需要関数や政策効果の波及経路について繰り返し計測を行いその改善に不断の努力を払っている。

イ. 米 国

米国では通常先行き6ヵ月程度の期間におけるマネー・サプライ残高の目標増加率(長期的目標、公表せず)を設定するという形で「適正」通貨残高を確定している。

長期目標設定の際には、マクロ経済モデル(通称FMPモデル、四半期ベース)による予測(先行き4~6四半期の経済予測、年に3~4回改訂)といわゆる段階的接近法(judgemental means)が併用されるが、政策決定の手順は次のとおりである。

まず連邦準備制度のスタッフはマネー・サプライが実体経済面の反映である(通貨需要関数の計測^(注14))と同時に、逆に実体経済面に働きかけている(トランスミッション・メカニズム)という相互作用を連立方程式体系で解き、judgemental means を併用したうえで適正な経済成長率や許容しうるインフレ率、失業率およびマネー・サブ

(注14) マクロ経済モデルにおける通貨需要関数はきわめて精緻なものであるが、基本的な考え方としては通貨需要は名目所得および金利に依存するとみるものである。

ライ残高増加率などの整合的な組合わせを数組作る。この staff projections が FOMC へ提出され、FOMC メンバーはこの組合わせのうち、どの組合わせを選ぶべきかを討議し、その一つを選ぶ。この選ばれた組合わせにおけるマネー・サプライ残高増加率が先行き 6 か月程度の期間にわたる政策目標値となる。なお FOMC は長期目標値を達成するため短期目標値を設定しているが、これについては(2)で後述する。

ロ. 英 国

英蘭銀行でも通貨需要関数の計測に注力しており、1972年3月と1974年9月の同行四季報にそれに関する論文(註15)が発表されている。同行でも、実質成長率、物価上昇率、金利という三つの変数をもった通貨需要関数を利用しており、これによって適正マネー・サプライ残高の伸びにめどをつけているが、前述のような事情もあって、これにより目標値を確定するということまでには至っていない。

ハ. 西 ド イ ツ

西ドイツではマネー・サプライ残高の適正増加率は基本的には、実質GNPの伸び率プラス避けがたいインフレ率で決まってくるとの考え方をとっているようである。前述のとおりブンデスバンクは1974年12月に、今後の中央銀行通貨残高の目標増加率を8%とすると発表した。中央銀行通貨残高とマネー・サプライ(とくに M_3)残高とは平行に動いているので、ブンデスバンクとしては適正マネー・サプライ残高の伸びを8%とおっていることになる。

(2) マネー・サプライのコントロール

適正なマネー・サプライ残高が確定したとして

次に問題となるのは、いかにしてそれをコントロールするかということである。

米国の連邦準備制度においても、マネー・サプライ残高の伸びが短期的にはきわめて大きく、かつ不規則に変動するものであり、これを的確にコントロールすることはなかなか容易ではないという認識をもっている。また連邦準備制度がマネー・サプライ残高の増加率を短期的にも一定に保とうと努めると、民間の通貨需要の短期的な変動が金利の大きなふれをもたらし、金融市場や实体经济に悪影響を及ぼすおそれがある(この点はバーンズ議長が、1973年11月、プロクシマイヤー上院議員あて書簡の形で発表した見解の中で述べられている)。

このため、米国および西ドイツでは前述のとおり M_1 や M_2 よりも直接的に操作可能な「RPDやフェデラル・ファンド・レート」(米国)、あるいは手近な指標である「中央銀行通貨残高」(西ドイツ)を操作目標として採用した。これによって公開市場操作や準備率操作によるマネー・サプライのコントロールも従来より容易になったといわれる。

たとえば米国では、RPDやフェデラル・ファンド・レートについてFOMCが短期的な運営目標(公表)を設定し、ニューヨーク連銀にあるtrading deskに指示しているが、いま目標設定の手順をみると次のとおりである。

まず連邦準備制度のスタッフは、マネー・マーケット・モデル(註16)(月次、毎月改訂)とjudgmental meansの併用により、前記の長期目標値を実現するためには、今後2か月の M_1 、 M_2 およびRPDの各残高増加率および今後1か月のフェデラル・ファンド・レートの水準をどうすればよ

(註15) 1972年3月号、The demand for money in the United Kingdom: a further investigation.

1974年9月号、The demand for money in the United Kingdom: experience since 1971.

(註16) マネー・マーケット・モデル(月次)は多数の方程式からなる精緻なものであるが、基本的には、通貨供給が準備と金利によってきまる一方、通貨需要は名目所得と金利に依存し、マネーの需給が等しくなったところで均衡が成立するとの考え方に立っている。

いかを予測し、4者の整合的な組合わせを数組作る。FOMCは提示された組合わせのほか、必要な場合には金融市場に関するFOMCメンバーの評価も加味して短期的な運営目標を決定し、これをニューヨーク連銀に指示する。なおニューヨーク連銀は上記 judgemental means の重要な情報として金融市場の感触を常時FOMCのスタッフにフィード・バックしている。

なお連邦準備制度は「通貨量のごく短期間の変動を正確にコントロールすることはそれほど重要なことではない」(バーンズ議長が1973年6月両院合同経済委員会の公聴会に提出した覚書)との立場をとっている。ちなみに、バーンズ議長はプロクシマイヤー上院議員あて書簡(1973年11月)の中で「 M_1 残高増加率の大きなふれも6ヵ月程度までの期間内なら、その後の調整しだいで経済動向には無視しうる程度の影響しか及ぼさない」(注17)としている。結局、ある程度の期間(6ヵ月程度)をならしてみればマネー・サプライ残高増加率のコントロールは可能であり、しかもそれで十分だと考えているようである。このように、6ヵ月程度の期間でコントロールできればよいという点に

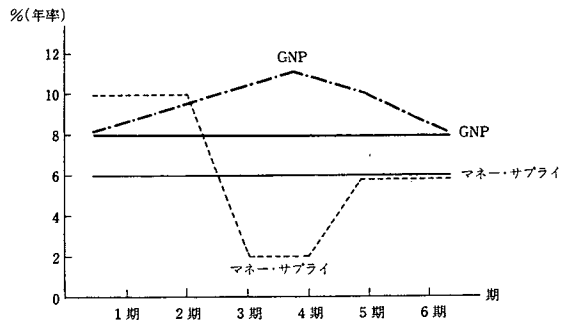
ついては、欧州主要国中央銀行もだいたい同じような考え方をしている。

(3) 統計上の問題点

マネー・サプライに注目するうえでの第3の問題点は、統計上の困難である。すなわち、マネー・サプライは、企業と家計を一体とした非銀行民間部門(non-bank private sector)全体の流動性をみるための指標であるが、それにどの範囲までの流動性資産を含めるかという問題が常につきまとう。現金通貨は通貨そのものであり、また要求払預金の流動性(通貨に変える難易度)も100%に近いので、これらをマネー・サプライに含めることにはまったく問題がない。次に定期性預金は、解約するか通常満期まで待たなければ通貨に変わらないが、潜在的にはいつでも通貨に変えうるということで流動性は相当高い。したがって、これをマネー・サプライに入れるか入れないか両論ありうるわけで、そこから定期性預金を入れない M_1 という概念と、定期性預金を入れた M_2 (注18)という概念が出てくる。さらに、貯蓄性預金もかなりの程度流動性があるので、これを含めた M_3 という概念も成立する。

(注17) これはマネー・サプライ残高の変化が実体経済に及ぶには長いラグがあるからである。この点につきニューヨーク連銀のエコノミストである R. G. Davis は次のように説明している(前出ニューヨーク連銀月報73年7月号所載の論文)。

たとえば名目GNPの目標増加率を8%とし、それを達成するに際しての適正なマネー・サプライ残高の増加率を6%とする。図のようにもしマネー・サプライ残高が最初の2期間、適正率を上回って10%というような高い伸びを続けた場合、マネー・サプライ残高の変化がただちに実体面に及ぶならば、GNPに大きな変化が生ずるのであろう。しかし実際には長いタイム・ラグがあるため、その効果は徐々にGNPに及ぶ。したがって次の2期間に、過大になったマネー・サプライの増加率をたとえば2%に落とせば、GNPに生じた変化は、かなりならされることになり、結局4期間を通じてみたGNPへの影響はマネー・サプライ残高の増加率を每期6%に維持した場合とあまり変わらないことになる。



(注18) しかし同じ定期性預金でも個人の保有分は本来貯蓄の運用形態という性格があるほか、企業保有分のうち借入れとの見合いになっていて自由に引き出せないものもあるので、これらについては流動性はやや低く評価されるべきであろう。しかしその部分を M_2 から抜き出すことは統計上ほとんど不可能である。

このようにみえてくると、マネー・サプライ統計のとり方はいろいろあり、それぞれに長短がある。しかも金融資産相互の転換は容易に起こりうる。したがって一つだけの指標を不用意に使用すると、流動性の判断をミスリードするおそれがある。このため、各国とも実際の利用にあたっては各種のマネー・サプライ統計を合わせてみるという方法をとっており、たとえば米国とフランスでは M_1 と M_2 、英国では M_1 と M_3 、西ドイツでは M_1 と M_2 のほか M_3 (外部には未公表)のそれぞれに注目している。もっとも、最近では要求払預金と定期性預金との間にしばしば大きなシフトが起こるなどの事情から、いずれかといえば M_1 よりも M_2 ないし M_3 を重視する国が多いようである。

このほかマネー・サプライ統計上の問題点としては、金利(日々の計数が正確、迅速に判明する)に比べてマネー・サプライ計数は速報性の点でやや難があるほか、若干の推計誤差を免れないといった問題があるが、これについても常時改善の努力が重ねられている。

たとえば、米国では従来から、連邦準備制度非加盟銀行からの統計報告回数が少ないことのほか、加盟銀行と非加盟銀行の間で異なる支払準備制度(注19)が適用されていることから、支払準備をもとに推計したマネー・サプライ速報値の誤差が大きく、事後に相当の修正を余儀なくされていた。連邦準備制度理事会ではこのような問題点を解決する意味もあって、1974年1月加盟・非加盟を問わず全金融機関に対し同一支払準備制度を適用することを主眼とする「1974年支払準備法案」を議会に提出している。

(第3表)

「 M_2 残高変動」と「物価変動」との時差相関係数

	計測期間	M_2 残高変動の先行期(四半期)数				
		0	1	2	3	4
卸売物価	32/II~39/IV	0.591	<u>0.756</u>	<u>0.707</u>	0.441	0.061
	40/I~48/IV	-0.039	0.272	0.536	<u>0.655</u>	<u>0.682</u>
GNPデフレーター	32/II~39/IV	0.375	<u>0.663</u>	<u>0.666</u>	0.509	0.320
	40/I~48/IV	0.046	0.429	0.688	<u>0.734</u>	<u>0.666</u>

- (注) 1. データはいずれも季節調整済み四半期データ(1:2:1の加重移動平均値)の前期比増減率。
2. 各時差相関について相関係数の高いものに下線。ただし最も高い係数でもその値が小さい場合には印を付けていない。

むすび

以上みてきたとおり、マネー・サプライ残高を運営目標とすることに伴う問題点も少なくない。しかしマネー・サプライなど「量的金融指標」の目標値を公表していない英蘭銀行の場合でも、ホルム副総裁が、「マネー・サプライは本当に重要か(Does money supply really matter?)」という問題に対する基本的な答は「イエス」であると述べた(1973年4月、ロンバード協会における講演)ように、マネー・サプライ残高が重要であるという認識は確立しており、なお克服すべき問題はあるものの、運営目標に取り入れようとする傾向は一段と強まりこそすれ弱まることはあるまい。

欧米諸国においてマネー・サプライ残高重視の傾向が強まった最大の動機はインフレ高進の下で、金利水準を運営目標としていると、インフレを一段と促進するおそれがあるという点にあった。同じくインフレーションに悩むわが国にとって欧米諸国の政策運営にみられるこうした傾向は参考になる点がきわめて多い(ちなみに、 M_2 と卸売物価ないしはGNPデフレーターとの相関関係を計測してみると第3表のとおりきわめて高いことが明らかになっている)。

(付表)

欧米主要国におけるマネー・サプライの定義一覧

米 国	M ₁	M ₁ = 民間流通現金+外国通貨当局の連銀預け金(要求払)+商業銀行要求払預金 (注) 1. 民間流通現金は、財務省、連銀および商業銀行保有分を除く。 2. 商業銀行要求払預金は、連邦政府預金、国内金融機関預金、取立未済切手形、連銀フロートを除く。
	M ₂	M ₂ = M ₁ +定期性預金 (注) 定期性預金は商業銀行保有分のみで、1口10万ドル以上の大口CDを除く。
	M ₃	M ₃ = M ₂ +相互貯蓄銀行預金+貯蓄貸付組合出資金
英 国	M ₁	M ₁ = 現金通貨+民間居住者ポンド建の要求払銀行預金(注)-未達勘定の60% (注) 「銀行」とは、預金銀行、郵便振替機関、その他銀行(引受業者、海外銀行、外国銀行等)。
	M ₂	な し
	M ₃	M ₃ = M ₁ +民間居住者ポンド建貯蓄性銀行預金+同外貨建銀行預金(当座、貯蓄性)+同ポンド建割引商社預金+公共部門銀行預金(当座、貯蓄性) (注) 「銀行」の範囲はM ₁ の(注)と同じ。
西ドイツ	M ₁	M ₁ = 流通現金+当座預金+1か月未満の定期預金 (注) 対象金融機関は商業銀行、貯蓄銀行、中央振替機関等。
	M ₂	M ₂ = M ₁ +1か月以上4年未満定期預金
	M ₃	M ₃ = M ₂ +短期貯蓄預金 (注) M ₃ の概念はオーソライズされておらず計数も未公表であるが、ブンデスバンク月報(74年9月号)に前年同月比増加率の推移をはじめて図示。
フランス	M ₁	M ₁ = 流通現金+当座性預金 (注) 対象金融機関は、登録銀行、庶民銀行、フランス貿易銀行、農業信用中央金庫、郵便振替機関等。
	M ₂	M ₂ = M ₁ +普通預金(注1)+住宅貯蓄積立預金(注1)+定期預金(注2)+預金証書(注3)+債券(注4) (注1) 銀行受入れ分 (注2) 銀行および政府勘定受入れ分 (注3) 銀行発行分 (注4) 農業信用中央金庫発行分
	M ₃	な し
(参 考)	M ₁	M ₁ = 現金通貨+預金通貨 (注) 1. 現金通貨は、銀行券発行高および補助貨流通高から全国銀行(信託勘定を除く)、相互銀行、信用金庫、農林中金、商工中金(以下「全国銀行等」という)保有分を差し引いたもの。 2. 預金通貨は、「全国銀行等」の一般預金+公金預金中の要求払預金(すなわち当座預金、普通預金、通知預金、別段預金の合計)から、「全国銀行等」の保有小切手・手形を差し引いたもの。
日 本	M ₂	M ₂ = M ₁ +定期性預金(準通貨) (注) 定期性預金は、「全国銀行等」の一般預金、公金預金から上記要求払預金を除いたものおよび相互銀行掛金。
	M ₃	な し

(注19) 連邦準備制度加盟銀行は、同理事会の定める支払準備の適用を受ける一方、非加盟銀行はそれぞれの州法の規定によってまちまちの支払準備の適用を受けている。