

日本におけるマネー・サプライの重要性について

〔要 旨〕

日本では、マネー・サプライと経済活動との間に、統計上かなりの相関関係が認められ、とくに M_2 残高が変動すると、数四半期後の物価も同じ方向へ変動するという共变的な関係は、30年代～40年代を通じて観察される。このように両者の関係が密接なのは、 M_2 残高によって代表される民間部門(銀行を除く)の手元流動性の変化が、多様な経路を通じて物価に響いているためである。

すなわち M_2 残高の変化は、設備投資、在庫投資、住宅投資などに影響を与え、これを通じて国民総支出の変動を招く。この国民総支出の変化は、経済全体の需給バランスを変えて物価に影響を及ぼすばかりではなく、賃金や輸入原材料価格の動向にも多かれ少なかれ響き、コスト面からも物価を左右する。また M_2 残高の変化は、商品の投機的仲間取引、土地や株など既存資産の売買等国民総支出とは直接関係のない経路からも物価に響き、さらにインフレ心理への影響を通じて広範な商品の需要、供給の態度にも響く。

もっとも、このような多様な効果波及経路には、 M_2 残高の動向とは無関係の多くの要因も介在しているので、 M_2 残高の変動率と物価の変動率との間の量的関係や、効果波及までのタイム・ラグは、経済の局面によって変わることがある。

今後、物価の安定を確保しつつ、適切な経済の発展を図っていくためには、金融政策の運営上、マネー・サプライの動向に十分な注意を払い、その行き過ぎを防いでいくことが大切である。しかし、マネー・サプライと物価の量的な関係は、経済の局面によって変わりうるので、あらかじめ特定 M_2 残高の伸び率を目標にかかけ、これを機械的に実現しようという態度は適切ではない。実際の政策運営に際しては、その時の M_2 残高の伸び率と経済情勢との関係を常に注意深く分析しながら、望ましい経済の姿を目標に、 M_2 残高の伸び率を維持したり、修正したりすることが現実的な政策態度である。

マネー・サプライのコントロールにあたっては、供給要因の大宗を成す市中貸出の調整が中心となるが、市中貸出以外の供給要因の影響も少なくないので、これに対しては、可能な範囲で適切な調整を加えることが必要である。そのうえで、金利政策をはじめとする各種の政策手段を活用し、マネー・サプライ残高のすう勢を望ましい水準にコントロールすることが重要であるが、その際こ

こ当分は窓口指導を継続することもやむをえない。

〔目 次〕

はじめに

1. マネー・サプライ残高と政策目標の関係

(日本のマネー・サプライ統計)

(マネー・サプライ残高と所得・物価の統計的關係)

2. M_2 残高から所得・物価への政策効果波及経路(1) M_2 残高の重要性

(流動性の上昇と定期性預金の比重増大)

(M_2 残高変動の先行性とその意味)

(2) 名目国民総支出の変動要因

(名目国民総支出に対する M_2 残高の影響)

(名目国民総支出に対する自律的需要の影響)

(M_2 残高と自律的需要の相対的影響力)

(3) 物価の変動要因

(M_2 残高の物価に対する影響経路)(M_2 残高と物価の密接な関係)3. 所得・物価の M_2 残高への反映

(通貨の需要と供給)

(通貨需要の考え方)

むすび——金融政策の運営とマネー・サプライ

はじめに

この調査は、日本におけるマネー・サプライ残高と、金融政策の目標である物価などとの関係を分析し、今後の金融政策の運営に際し、マネー・サプライの動向をどのようにして重視していったらよいかを述べたものである。

なお、分析にあたって使用した計量結果は、すべて補論(「計測結果の解説」)の中で紹介することとし、本文中では、計量分析から得られた結論のみを述べるにとどめた。

1. マネー・サプライ残高と政策目標の関係

(日本のマネー・サプライ統計)

わが国では、現在マネー・サプライ統計として、 M_1 と M_2 という二通りの概念の統計が作成されている(注1)(いずれも日本銀行統計局作成)。まず「 M_1 」とは、銀行以外の民間部門(企業、家計、地方公共団体、民間非営利団体)が保有している「現金通貨」(銀行券発行高および補助貨流通高から銀行保有分を差し引いたもの)と「預金通貨」(要求払預金<当座・普通・通知・別段預金>

から小切手・手形を差し引いたもの)を合計したものであり、これがいわゆる狭義のマネー・サプライである。一方「 M_2 」とは、この M_1 に銀行以外の民間部門が保有している「準通貨」(いわゆる定期性預金<定期預金のほか、定期積金、相互銀行掛金、自由円・外貨預金を含む>の)を加えたものであり、これを広義マネー・サプライと呼んでいる。

この M_1 と M_2 のどちらが非銀行民間部門全体の流動性をみる指標としてすぐれているかは、一概にいけない面もある。たとえば、 M_1 は100%の流動性を持つ通貨(現金通貨と預金通貨)のみから成っているという点では、等質的な流動性指標といえよう。その点 M_2 は、預金通貨よりもやや流動性の劣る定期性預金をも含んでいるので、等質的な指標とはいいがたい。しかし現実の動きをみると、この定期性預金と預金通貨との間には、預金金利が変わった場合などに、しばしば大幅な資金シフトが生じ、その限りでは両者の流動性の違いをあまり強調することは、意味がないともいえる。それよりも、こうした定期性預金を含まない M_1 の動きによって、非銀行民間部門の流動性全体を判定すると、定期性預金に流動性が温存され

(注1) 現在のマネー・サプライ統計においては、日本銀行、外国為替資金特別会計、全国銀行(信託勘定を除く)、相互銀行、信用金庫、農林中央金庫、商工組合中央金庫を、「通貨供給機関」としている。

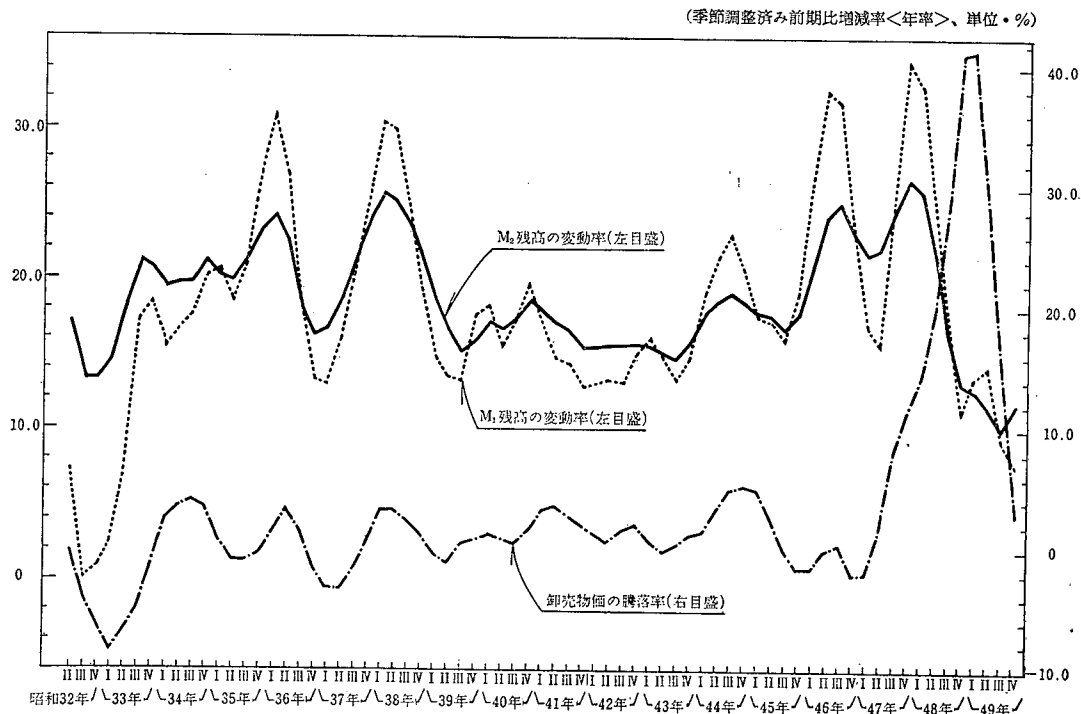
ているような局面では、判断を誤るおそれもある。さらに、マネー・サプライの供給側である銀行部門の民間向け信用、政府向け信用および対外資産増減から成る信用供与額の合計と見合っているのも、 M_2 であり、流動性供給源についての多角的分析との対応関係からいっても、 M_2 を流動性指標とみなす方が実際的である。

このような理由から、一般的に言えば、 M_1 よりも M_2 の方が、非銀行民間部門の流動性指標として適切であるといえる(注2)。ただしこのことは、 M_2 だけを見ていればよいという意味ではない。前述のように M_2 は等質的ではないという問題点があるし、そのほかにも、流動性の範囲をさらに広くとるならば、証券、信託、郵便貯金など流動性の程度は劣るものの非銀行民間部門の流動性構

成要素として無視しえない部分が、 M_2 には含まれていない。したがって、流動性の判断に際しては、 M_2 を中心的指標としつつも、 M_1 、あるいは企業の手元流動性指標など他の多くの指標をあわせて用いることが大切である。

さて、この M_1 、 M_2 の二つの統計は、それぞれ月末残高ベースと月中平残ベースの統計が作成されており、いずれも翌月末には数字が確定するので、速報性もまずまずといえる。また以前は、推計に頼る部分が少なくなかったが、現在では相当に精度が改善されてきている。時系列的にも、月末残高ベースについては M_1 、 M_2 とも昭和30年から、また月中平残ベースについては M_1 は38年、 M_2 は42年から、それぞれ計数が整備されており、経済分析を行うのにまず不自由はない(注3)。

〔第1図〕

マネー・サプライ (M_1 、 M_2) 残高および卸売物価の変動率の推移

(注2) 欧米主要国でも、最近では M_1 より M_2 ないしさらに広義の M_3 などを重視している国が多いようである。この点「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」(調査月報3月号)参照。

(注3) なお、本稿の分析は比較的長期の分析であるので、 M_1 、 M_2 ともすべて月末残高ベースの計数を用いた。もっとも、分析はすべて期中の各月末を平均した四半期計数ないし年度半年計数で行っているため、ある意味では平残化しているといえる。

このように、わが国のマネー・サプライ統計は十分実用的であり、総合的にみると、欧米主要国の水準をもむしろしのいでいるといっても過言ではない。

(マネー・サプライ残高と所得・物価の統計的關係)

それでは、昭和30年代以降における実際のマネー・サプライ統計の動き(四半期ベースの季節調

整済み(注4)残高の前期比変動率)をみてみよう(第1図)。まずM₁とM₂の動きを比べてみると、M₁の方が振幅が大きい。これは、預金通貨と定期性預金との間の資金シフトがM₁の変動にのみ反映されているという事情などによるものである。しかし変化方向を観察してみると、両者はきわめて似通った動きを示している。また同図には卸売物価の騰落率を併記しておいたが、M₂(M₁でもほぼ同じ)が方向転換をすると、平均して1～2四半期後(ただし最近はややラグが長くなっている)に卸売物価も同方向に転換しているという関係が読みとれる。

この関係をいまいし正確に確認するため、両者の時間的、量的な対応関係を示す「時差相関係数」を計測してみた。第1表は、昭和30年代以降を30年代、40年代前半、

40年代後半の三つの時期に分けて、①M₁およびM₂のそれぞれの変動率と、②卸売物価、GNPデフレーター(一種の総合物価指数)、名目GNE(名目国民総支出)および実質GNP(実質国民総生産)のそれぞれの変動率とを、順次一つずつ対応させ、その時差相関係数を計測した結果を一覧に示したものである。

この表をみると、次のような事実を読みとるこ

(第1表) 「マネー・サプライ残高」と「政策目標」の時差相関係数

政策目標	計測期間	マネー・ サプライ 残高	マネー・サプライ残高の 先行期(四半期)数				
			0	1	2	3	4
卸売物価	32/Ⅱ～39/Ⅳ	M ₂	0.591	<u>0.756</u>	0.707	0.441	0.061
		M ₁	<u>0.718</u>	<u>0.826</u>	0.702	0.399	0.031
	40/Ⅰ～45/Ⅳ	M ₂	0.540	<u>0.694</u>	0.498	0.149	-0.236
		M ₁	0.395	<u>0.633</u>	0.534	0.241	-0.126
	45/Ⅳ～49/Ⅱ	M ₂	-0.709	-0.459	-0.087	0.394	<u>0.752</u>
		M ₁	-0.517	-0.346	-0.075	0.274	0.475
GNP デフレーター	32/Ⅱ～39/Ⅳ	M ₂	0.409	<u>0.708</u>	<u>0.702</u>	0.522	0.288
		M ₁	0.580	<u>0.821</u>	<u>0.747</u>	0.546	0.303
	40/Ⅰ～45/Ⅳ	M ₂	0.566	<u>0.797</u>	<u>0.785</u>	0.477	0.090
		M ₁	0.460	<u>0.747</u>	<u>0.808</u>	0.553	0.214
	45/Ⅳ～49/Ⅱ	M ₂	-0.805	-0.556	-0.185	0.307	<u>0.689</u>
		M ₁	-0.605	-0.407	-0.106	0.252	0.447
名目GNE	32/Ⅱ～39/Ⅳ	M ₂	0.538	<u>0.784</u>	<u>0.775</u>	0.622	0.340
		M ₁	0.647	<u>0.824</u>	<u>0.770</u>	0.589	0.280
	40/Ⅰ～45/Ⅳ	M ₂	-0.261	0.040	0.204	0.111	-0.136
		M ₁	-0.320	0.007	0.235	0.092	-0.279
	45/Ⅳ～49/Ⅱ	M ₂	-0.113	0.101	0.184	0.336	<u>0.582</u>
		M ₁	0.010	0.064	-0.063	-0.084	0.103
実質GNP	32/Ⅱ～39/Ⅳ	M ₂	0.551	<u>0.721</u>	<u>0.712</u>	0.592	0.312
		M ₁	0.587	<u>0.692</u>	<u>0.665</u>	0.520	0.211
	40/Ⅰ～45/Ⅳ	M ₂	-0.509	-0.326	-0.165	-0.127	-0.204
		M ₁	-0.531	-0.342	-0.143	-0.188	-0.439
	45/Ⅳ～49/Ⅱ	M ₂	<u>0.930</u>	<u>0.791</u>	0.392	-0.106	-0.394
		M ₁	<u>0.775</u>	0.570	0.089	-0.381	-0.478

(注) 1. データは前期比増減率。

2. 各時差相関係数について相関係数の高いもの(二つまで)に下線。

(注4) 本稿において使用した四半期ベースの季節調整済み計数は、とくに断わりのないかぎり以下すべて、不規則変動を除去するため、前期0.25、当期0.5、翌期0.25のウェイトで加重平均した値を用いている。

とができる。

① マネー・サプライ残高の変動率と物価、国民総支出など政策目標の変動率との間の時差相関係数の高さから判断すると、30年代には M_1 の方が M_2 よりも政策目標との間の相関が高く、40年代には逆に M_2 の方が M_1 よりも政策目標との間の相関が高い。しかし30～40年代を通じて概観すれば、一般に M_2 の方が政策目標との相関が高いといえる。

② マネー・サプライ、とくに M_2 残高の変動率と数四半期後の物価(卸売物価、GNPデフレーター)の変動率との間の時差相関係数は、30～40年代を通じて常に高く、 M_2 残高が変動すればやがて物価も変動するという共変関係が常に存在することを示している。しかし M_2 残高の変動が物価の変動に及ぶまでのタイム・ラグは、30年代と40年代前半には1～2四半期であったが、40年代後半に入ると3～4四半期と長期化した。

③ マネー・サプライ残高の変動率と数四半期後の名目国民総支出および実質国民総生産の変動率との間の時差相関係数は、30年代には高かったが、40年代前半にはきわめて低いかマイナスとなり、また40年代後半には一部にのみ高い係数が計測された。つまり、

マネー・サプライ残高が変動すれば、やがて名目国民総支出や実質国民総生産も変動するという共変関係は、表面的に観察するかぎり、時期によって存在したり、しなかったりする。

(第2表)

2. M_2 残高から所得・物価への政策効果波及経路

そこで、この①～③の統計的事実の原因を考えてみよう。

(1) M_2 残高の重要性

(流動性の上昇と定期性預金の比重増大)

まず、①については、民間部門(銀行を除く)の流動性が40年代にじだいに高まるにつれ、流動性の重要部分が定期性預金(M_1 には含まれず、 M_2 にのみ含まれる)に積まれるようになったことと関連している。ちなみに、企業の手元流動性比率は、30年代に比べ40年代には一段と上昇しており、しかもその過程で、預金に占める定期性預金のウェイトが高まっている(第2表)。30年代には民間部門(銀行を除く)、とくに企業の手元流動性が低く、定期性預金に流動性のクッションを温存しておく余裕はあまりなかったので、流動性の動向は、拘束性の強い定期性預金を含む M_2 よりも、資金繰りと直接結びつく現金と流動性預金のみから成る M_1 の動向に端的に反映されていた。その限りでは、 M_1 の方が政策目標との相関が高かったものと思われる。

しかし40年代に入ると、企業流動性が一段と上

企業の手元流動性の推移

		33/上～ 34/下 (平均)	35/上～ 39/下 (平均)	40/上～ 44/下 (平均)	45/上～ 49/上 (平均)
手元流動 性比率	現預金 月平均売上高	0.79	0.91	1.08	1.10
	現預金 金融機関借入金	0.17	0.20	0.23	0.24
預金総額に占める定期 性預金の比率		0.38	0.44	0.52	0.50

(注) 1. 日本銀行「主要企業経営分析」ベース(全産業)。

2. 現預金および金融機関借入金は年度半期末残高。

3. 金融機関借入金=短期借入金+長期借入金+受取手形割引残高(裏書譲渡分を除く)。38/上以前は、受取手形割引残高(裏書譲渡分を含む)に対する裏書譲渡分の比率が40/上～41/下の平均並みとして計算。

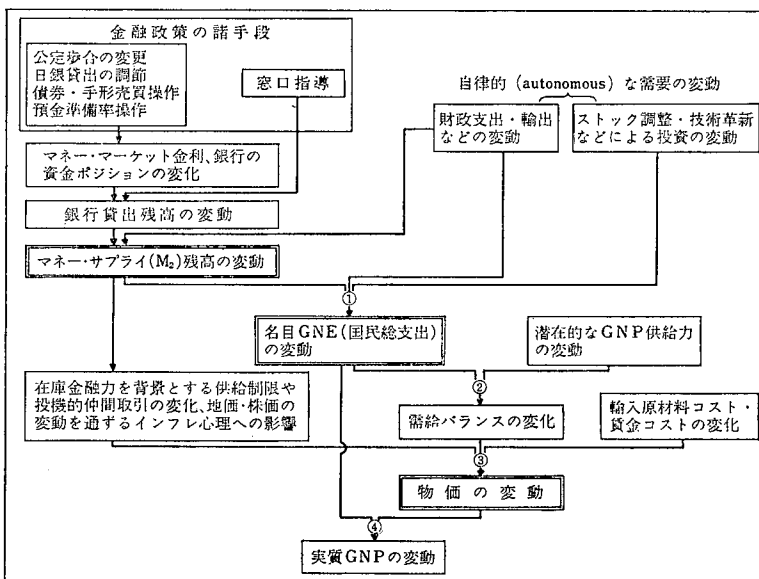
4. 定期性預金=定期預金+定期預金。37/下以前は暫定計数。

昇し、その重要部分が自由に取り崩せるかたちで定期性預金にかなり積まれるようになったため、それを含む M_2 残高の方が、それを含まない M_1 残高よりも流動性の動向を適確に反映し、したがって政策目標との相関関係も高まったものと考えられる。

(M_2 残高変動の先行性とその意味)

次に前述の②および③の統計的事実の原因を考えてみよう。一般にマネー・サプライと経済諸量の間には、マネー・サプライが変動すると、それが原因となって支出活動、生産活動、物価などが変動するという因果関係と、逆に支出活動、生産活動、物価などが変動すると、それを反映してマネー・サプライ残高が変動するという因果関係と、二つの因果関係が存在する。しかし、すでに第1図および第1表で確認したように、平均的にみれば、マネー・サプライ残高は、物価などに先行して変動しており、したがってマネー・サプライが原因となって支出、生産、物価などが変動するという因果関係の方が、逆方向の因果関係よりも強いと考えられる。②および③の統計的事実〔第2図〕

政策効果波及経路のフロー・チャート



も、結局、マネー・サプライ残高の変動を原因とする前者の因果関係を解明することによって、その原因をつきとめることができるといえよう。

第2図は、このような方向の因果関係を図示したものである。 M_2 残高の変動は、金融政策の諸手段から影響を受ける銀行貸出(正確に言えば対民間与信)残高の変動と、財政支出、輸出など(財政部門および海外部門の対民間<銀行を除く>収支じり)の影響をうける。このようにして生ずる M_2 残高の変動から、さらに支出活動、生産活動、物価などに至る効果波及経路は、およそ次のように述べることができるだろう。

(2) 名目国民総支出の変動要因

(名目国民総支出に対する M_2 残高の影響)

まず M_2 残高の変動は、企業、家計など民間部門(銀行を除く)の手元流動性の変化にほかならないから、これらの経済主体の支出活動、とくに在庫投資、設備投資、住宅投資などを変動させる。

第2に、このようにして M_2 残高の変動に誘発された支出活動は、これに対応する生産・販売活動を変化させ、そこに従事する経済主体の所得を

変動させる。そして、この所得変動からも、消費や住宅投資などの新しい支出活動の変化が生まれてくる。さらにこの派生的な支出も、同じ理屈で繰り返し繰り返し、所得と支出の変化を生み、それが収れんするまで続く(いわゆる乗数効果)。

第3に、こうして直接、間接、 M_2 残高の変動に誘発された支出の変動は、企業の需要見通しを変化させ、設備投資と在庫投資の変動を招く(いわゆる加速度原理)。

第4に、このように需要によって誘発される企業投資の変動も、それに対応する生産・販売活動に影響し、そこに従事する経済主体の所得を変化させ、そこからまた消費や住宅投資の変化が起こる。この支出変動もまた上記の第2、第3の変動をひき起こす。

M₂残高の変動が生み出す国民総支出の変動は、こうした第1～第4の変動の全過程を包含し、第2～第4の変動が何回も繰り返され、収れんするまで続く。補論においては、昭和40年第3四半期から49年第2四半期までのデータを用いて、この波及過程を計量分析してみた。その結果によると、M₂残高変動の国民総支出に対する影響は、変動が生じた当該四半期から始まって7四半期後にまで及び(2年間)、その間総支出に対する影響がピークに達するのは、3～4四半期後であるという形で最も良好な結果が得られた(補論第I表の①式および付図参照)。もっとも、これはあくまでも計測期間中の平均的な姿であり、詳しくみれば、40年代後半のようにM₂残高の増加率が著しく高まると、その影響が出つくすまでに長いタイム・ラグが認められる(前述した統計的事実③の後段の理由)。

(名目国民総支出に対する自律的需要の影響)

以上がM₂残高の国民総支出に対する影響であるが、現実の国民総支出はこのようなM₂残高の影響によって変動するだけでなく、M₂残高の変動とは関係のない自律的(autonomous)な要因によっても影響されている。

国民総支出に影響を与える自律的要因の典型的な例は、財政支出および輸出であろう。これらは

M₂残高に影響を与えることはあっても、逆にM₂残高に影響されて変動することはあまりなく、一応M₂残高の影響からは独立した自律的需要と考えてよさそう。

このほか、設備投資と在庫投資の中にも、M₂残高の影響からは独立した部分がある。前述のように企業投資は、M₂残高の変動によって、直接(手元流動性の影響)、間接(需要見通しの影響=加速度原理)に影響を受けるが、かりに手元流動性の水準(直接要因)と需要の見通し(間接要因)が同じであっても、その時点における設備ストックや在庫ストックの水準が高ければ、あまり大きな投資は起こらないし、低ければ大きな投資が起こる。その限りでは設備や在庫ストックの水準は、M₂残高の直接、間接の影響からは独立した自律的な投資変動要因とみなすことができる(注5)。

このような自律的な投資変動には、このほか技術革新に伴う投資、省力・省エネルギー投資、公害防止投資などもある。これらはいずれも、手元流動性やそれに誘発される需要の見通しとは一応独立の投資変動要因である。

さて、これらの自律的需要の変動も、M₂残高に誘発された需要の変動と同様に、前述の第2(乗数効果)、第3(加速度原理)、第4(加速度原理に基づく投資から生まれる乗数効果)のような形で、繰り返し繰り返し総支出の変化をもたらし、第2～第4の過程が収れんするまで総支出を変動させる。補論において、このような影響を実際に計測してみたところ、自律的需要の国民総支出に対する影響は、当該四半期から3四半期後まで、1年間にわたって減衰しながら続くという形

(注5) 厳密にいうと、設備や在庫のストックは、過去の投資の結果であり、過去の投資にM₂残高が影響しているかぎりでは過去のM₂残高の影響から独立ではない。しかしきわめて長期間にわたる過去の現在に対する影響を、現在に対する一つの与件と考えるならば、現在の資本ストックの現在の投資活動に対する影響は、M₂残高からは一応独立の自律的要因と考えることが許されよう。同じことは、技術革新、省力・省エネルギー、公害防止などに伴う投資を自律的投資として扱うことについてもあてはまる。技術進歩、賃金・エネルギー価格の上昇、公害激化などは、厳密に言えば過去の投資活動、ひいてはそれに影響を与えたM₂残高と無関係ではないが、現在の投資活動の分析に際してはそれらをM₂残高から一応独立の要因として扱うことが許されよう。

で良好な計測結果が得られた(補論第I表の①式および付図)。

(M₂残高と自律的需要の相対的影響力)

以上のように、国民総支出は、M₂残高と自律的需要の二つの要因によって影響されていると考えられるが、この二つの要因のうち、いずれが強く響いているかは、経済の局面によって区々である。補論においては、名目国民総支出の変動率をM₂残高の変動率と自律的需要(財政支出、輸出、自律的設備投資、自律的在庫投資)の変動率によって説明する回帰方程式を計測し、昭和40年代における景気の上昇局面と下降局面において、二つの要因がそれぞれどの程度国民総支出の変動に寄与していたかを試算してみた(補論第II表)。その結果、前述した統計的事実の③、すなわちM₂残高の変動率と数四半期後の国民総支出の変動率との間の相関関係が、表面的にみれば昭和40年代の前半に一時消えてしまったのは、自律的需要の影響が、M₂残高の影響をたまたま相殺したためであることがわかった。すなわち、昭和40年代の前半には、2度にわたって引締め政策が行われたほか、引締め期と引締め期の間にはポジション指導によって引締めぎみの政策運営が図られたので、M₂残高の増加率は年率16.5%(41/I～45/IV平均)と、前後の期間(40/I～IV 17.8%、46/I～47/IV 23.9%)に比べれば低く、そのかぎりでは国民総支出に対する拡張的効果は格別大きくはなかった。しかしこの時期には、自律的需要のうち輸出が大きく伸びたほか、自律的設備投資も、設備ストックが昭和37年以來の投資停滞を映じて低水準にあったため、飛躍的な伸びを示した。そのため、この二つの自律的需要が国民総支出を大きく拡大させることとなり、表面的に観察するかぎ

り、M₂残高の伸びが比較的低いにもかかわらず、名目国民総支出の伸びが高まるという形で、両者の相関関係が崩れたのである。

(3) 物価の変動要因

(M₂残高の物価に対する影響経路)

次に、物価に対するM₂残高の影響を考えてみよう。まず上述のような形でM₂残高の影響を受ける国民総支出は、その時点における供給能力との関係でGNPベースの需給バランスを変化させ、それを通じて物価に影響を及ぼす。これがM₂残高から物価に至る第1の効果波及経路である。

第2の物価変動要因としては、賃金コストと輸入原材料コストの影響を挙げることができる。このうち賃金は、労働力の需給、企業の支払能力、時間外労働時間など国民総支出の動向と無関係ではない諸要因によっても左右される。また輸入原材料価格も、輸入需要の背後にある国民総支出の動向と無関係ではない。そのかぎりでは、二つのコストは国民総支出を左右するM₂残高の影響をある程度うけているといつてよい。しかし、賃金や輸入原材料価格は、国民総支出とは関係のない諸要因(春闘における賃金交渉の展開、海外事情など)によっても大きく変動するし、さらにコストは、労働生産性や原単位の動向にも左右される。このような場合には、二つのコストはM₂残高とは関係のない独立の物価変動要因といえよう。したがって、一般的に言えば、M₂残高の賃金コストや輸入原材料コストに対する影響は、GNPベースの需給バランスに対する影響ほどには大きくないといえよう。

M₂残高から物価に至る第3のルートは、M₂残高の投機、ないしインフレ心理への影響である(註6)。

(注6) R. A. Mundell も1971年に発表した“The Dollar and the Policy Mix”という論文の中で、「通貨拡張はインフレ期待を通じて物価上昇をもたらす」と強調し、金融政策を物価安定という政策目標に割り当てることを主張している。

M_2 残高の変動は、既述のように投資活動に響いて国民総支出を変動させるが、同時に、土地、株など既存資産の売買や、商品の投機的仲間取引など国民総支出とは関係のない取引にも響く。その結果、地価、株価、商品価格などが変動すると、それが物価の先行き観に響き、投機的な売惜しみや買急ぎを助長したり、解消したりすることになる。このような一連の過程で生ずる物価の変動は、 M_2 残高が、国民総支出を経由せずに物価に響くルートである。

(M_2 残高と物価の密接な関係)

補論においては、実際のGNPデフレーター変動率を、GNPベースの需給バランスの変化、賃金コストの変動率、輸入原材料コストの変動率、および上記第3のルートを示す M_2 残高の変動率、の四つの変数で説明する回帰方程式を計測し、良好な結果が得られた(補論第I表の③式)。この計測結果を使って調べてみると、初めに示した統計的事実の②、すなわち M_2 残高と物価の共変関係が、 M_2 残高と国民総支出の共変関係が消えた40年代前半においても依然として存在するという事実は、上記の第3のルートによる効果波及経路に負うところが大きいことがわかった(補論第III表)。つまり40年代前半においては、国民総支出が著しく伸びを高め、GNPベースの需給バランスもひっ迫してきたにもかかわらず、物価が比較的落ち着いた推移を示したのは、 M_2 残高の供給が比較的抑制され、投機的な動きが抑えられたことによる面が少なくない。なお、このような M_2 残高の物価に対する影響も、平均的な姿としては、1～2四半期後をピークに、3四半期後まで1年間にわたって認められるが(補論、付図)、40年代後半のように M_2 残高の伸びが著しく高い場合は、タイム・ラグがやや長くなる傾向がある(統計的事実②の後段の理由)。

このように、 M_2 残高の物価に対する影響は多

様なので、景気回復を焦るあまり M_2 残高の過度の供給を行うと、誘発された名目国民総支出のかかなりの部分が物価上昇に向かい、そのわりには実質国民総生産の回復が進まないという形になりかねないことを、この分析結果は示唆している(補論(注2)付表参照)。

3. 所得・物価の M_2 残高への反映

(通貨の需要と供給)

これまで、 M_2 残高から所得、物価に至る効果波及経路をみてきたが、初めに述べたように、現実の経済では、経済動向を反映して M_2 残高が動くという面もある。これは、所得、物価、金利などの動向を反映して M_2 残高に対する需要が決まり、この需要に合わせて M_2 残高の供給が調整される場合である。

しかしすでに述べたように、わが国では平均的にみると M_2 残高が所得、物価などに先行して変動しているので、 M_2 残高の供給と需要にアンバランスが生じた時には、供給の側が調整されるよりも、上述の効果波及経路における国民総支出や物価の変動を通じて需要の側が調整される傾向が強いと考えられる。したがって、統計的に観察される実際の M_2 残高は、どちらかといえば M_2 残高の供給量を示すのであり、需要側は供給の変化に対して適応する過程にあるといえよう。

金融政策の立場からいえば、 M_2 残高の供給に際し、需要側がその供給量に調整し終わった時にどのような物価や所得の姿になるか、という点に関心がある。そのような量的な関係を調べる一つの方法は、すでに検討したように、 M_2 残高から物価、所得に至る効果波及経路を計量的に分析することである。しかしいま一つのより簡単な方法としては、通貨の需給が調整し終わった時の物価や所得などと M_2 残高との量的な関係、つまり物価や所得などの通貨に対する影響＝通貨需要関数

を計測し、需要量が供給量に一致した時の物価や所得などの姿をあらかじめ計算してみることである。

(通貨需要の考え方)

このような試みのうち最も単純な考え方は、需要される M_2 残高の増加率は、名目国民総支出の増加率に等しいと考えることである。したがって M_2 残高の供給をある伸び率にすると、実質成長率と物価上昇率が変化し、その合計つまり名目国民総支出の伸びが M_2 残高の伸びに等しくなるように実体経済の側が調整されるという考え方である。「適正なマネー・サプライ残高の伸び率は、あるべき実質成長率プラス容認しうる物価上昇率」といういわゆる EC 方式はその一例である。しかし、マネー・サプライ残高と名目国民総支出の伸びが等しくなるということは、前者を後者で除きたいわゆる「マーシャルの k 」が本来横ばいに推移するという考え方になるが、これは実際的にも理論的にも正しくない。日本の場合、現実の「マーシャルの k 」は、30~40年代を通じて、循環変動を示しつつ、すう勢的には上昇傾向をたどっている。これは、通貨の需要は、名目国民総支出のような取引の規模に依存するばかりではなく、金利の騰落などにも依存して循環変動を示し、さらには制度、慣行などにも依存してすう勢的な変化をたどるからである。

そこで補論においては、観測される「マーシャルの k 」は、 M_2 残高の供給量に対して需要量が調整される過程における「マーシャルの k 」であるという考え方をとったうえで、「マーシャルの k 」を金利と制度的要因で説明する回帰式を計測したところ、一応まずまずの結果を得た(補論第 V 表)。ただ、これはあくまで上記のような考え方をとったうえでのことであり、また通貨需要には、将来の金融動向の予想など計測には取り入れにくい心理的要因も響いているので、適正通貨量

の試算に用いるような通貨需要関数を計測するまでにはなお多くの作業が必要と思われる。またさらにそのような関数が計測できたとしても、それにより将来の通貨需要を推計する際は、その関数に導入すべき「変数」をどう選ぶかという問題もあろう。したがって、実際に活用していきけるような通貨需要関数を設定できるものかどうかは、なお将来の検討にまたねばならない。補論に示した計測結果は、その意味で試作の域を出るものではない。

むすび——金融政策の運営と

マネー・サプライ

以上の分析によって明らかとなったように、日本におけるマネー・サプライ、とくに M_2 残高の動向は、物価の動向とかなり密接な関係をもっている。したがって、今後物価の安定を確保しつつ、適切な経済の発展を図っていくためには、金融政策の運営上、 M_2 残高の動向に十分な注意を払っていくことが大切である。

しかし、 M_2 残高から物価、国民総支出などに至る政策効果波及経路には、金融政策とは直接関係のない多くの要因が介在しており、その中には心理的な要因など、あらかじめ予測したり、計量的分析に取り入れたりすることのむずかしい要素もある。このため M_2 残高と政策目標との量的関係も、経済の局面によってかなり変化することもありうるので、政策運営に際し、あらかじめ特定の M_2 残高の伸び率を目標にかかげ、これを機械的に実現しようという態度は適切ではない。

実際の政策運営にあたっては、その時のマネー・サプライ残高の伸びの下で、いかなる経済の状態が実現しているかを常に分析しながら、目先格別の問題がないと判断される場合には、そのマネー・サプライの伸び率をできるだけ維持していく方向で政策運営を行い、また問題があると思わ

れる場合はその原因を分析し、先行きマネー・サプライの伸び率を修正する方向で政策運営を再検討するというやり方の繰返しによって臨んでいくことが、現実的な政策態度であると考え（最近のマネー・サプライの推移については第3表参照）。

マネー・サプライ、とくに M_2 残高の伸び率をコントロールする際には、供給要因の大宗を成す市中貸出をコントロールすることが中心となるが、四半期といった比較的短い期間については、市中貸出以外の供給要因の不規則変動もかなり響くため、いかに市中貸出を厳格にコントロールしていくとしても、マネー・サプライ自体の不規則なフレは避けられない。しかし、こうした短期のフレはマネー・サプライの動きが経済に与える影響という点からいえば、それほど気にする必要はなく、政策運営にあたって注目すべきは、ある程度の期間にわたるマネー・サプライ残高のすう勢である。

財政資金、外為収支等市中貸出以外の供給要因でマネー・サプライが持続的に増える時には、当

(第3表) マネー・サプライの最近の推移

(年率・%)

	昭和49年			昭和50年	
	4～6 月平均	7～9 月平均	10～12 月平均	1～3 月平均	4～5 月平均
M_2 平残 季節調整後前期比 (原計数前年同期 比)	10.7 (11.4)	11.3 (11.0)	11.4 (11.2)	14.7 (12.0)	13.2 (12.7)
M_1 平残 季節調整後前期比 (原計数前年同期 比)	14.9 (12.5)	16.3 (12.1)	7.5 (12.5)	15.4 (13.5)	12.0 (13.6)

(注) 昭和50年4～5月平均の季節調整後前期比は2～3月比。

然市中貸出のコントロールを抑制ぎみにしていくことを考えねばならないが、このような局面では、市中金融機関全体の資金ポジションは好転し、市中金利も低下してこようから、市中貸出の増加傾向が高まってくる。したがって、市中貸出以外のルートによりマネー・サプライがかく乱的に増加する場合には、個々のルートにつき、それぞれ適切な調整が加えられていくことがどうしても必要である。

現状においてマネー・サプライをコントロールしていくためには、各種政策手段に加え、ここ当分窓口指導を継続することも必要である。しかし窓口指導に際しては、四半期ごとの特殊事情もあるので、各四半期の窓口指導枠の決定と、マネー・サプライとを厳密に結びつけていくことはむずかしい。

ただ窓口指導枠の決定にあたっては、これまでも財政資金等マネー・サプライ残高に影響する要因の動きにも注目を払いつつ、その時々マネー・サプライ残高がすう勢的にどう動いているかを常に念頭において考えてきており、今後とも、こうした方向で考えていくこととなる。

最後に強調したいことは、マネー・サプライを重視していくことは、決して金利政策の重要性低下を意味するものではなく、むしろ量的調整の実効を挙げるためには、金利政策が量的調整策の基調と平仄を合わせた形で運営されていくことがぜひとも必要だということである。したがって当面物価の安定を確保するため、マネー・サプライを適正にコントロールしていくには、金利もそれに即応した水準になければならない。