

1980年代以降におけるマネーサプライ 管理政策の有効性について

河野 快晴

はじめに

本稿においてわれわれは、1980年代以降における日米金融政策の有効性について検討を行う。金融政策の有効性に関しては次のようなテーマが研究の対象となってきたが、これらのうち本稿では、(1)(2)を研究対象として設定する。(1)金融政策の中間目標としての「貨幣＝金融数量指標」、「利子率＝金融価格指標」の相対的優位性についての理論的、実証的検討、およびその内容（具体的には、いかなる貨幣、利子率を選択すべきか、また、設定した水準を達成するといった厳格なターゲット方式か、見通しを示すにすぎないものか、等）、(2)中間目標としての数量指標——貨幣量、信用量、広義流動性など——間の相対的優位性についての検討、(3)信用乗数アプローチの妥当性についての理論的、実証的検討、(4)裁量的政策、ルールに基づく政策の相対的優位性についての検討。

われわれは、最近における文献を中心としてアメリカ、日本における金融政策運営、および金融政策の有効性に関する理論モデルの枠組みについての整理を行い、われわれの結論を導く。

第1章 アメリカ合衆国におけるマネーサプライ管理政策

欧米諸国では1970年代後半に入り、いわゆる「二段階アプローチ」に基づく金融政策の「中間目標」としてマネーサプライ（数量指標）を重視した金融政策を実施してきた。しかし、1980年代以降になると例えば、アメリカが1979年に導入した M_1 重視の政策からより広義のマネーサプライ、実態経済、金利の総合判断に基づいた金融政策運営を行う「三面方式」に姿勢変更したように、各国でマネーサプライ重視政策の見直しが進められている。すなわちアメリカでは、マネーサプライの増加率について設定した目標値を達成するといったマネーサプライ・ターゲット方式から、マネーサプライ増加率についてのレンジ設定方式への移行を行っているのである。しかも、このレンジは経済動向・政策行動によってマネーサプライ動向がどうなるかという見通しを示すものにはすぎない、といったようにマネーサプライ管理のあり方について大きな変更が見られるのである。¹⁾

以上からわれわれは最近におけるアメリカの金融政策について次のようにい

表1 アメリカの金融政策

1979. 10. 6	<p>M_1 (量的金融指標) 重視政策 (←FF レート)</p> <p>即ち、 オペレーション等 → (非借入)準備 → M_1 → GNP, P</p> <p style="text-align: center;">(政策手段) (操作目標) (中間目標) (政策目標)</p> <p style="text-align: center;">(貨幣需要関数の利子弾力性小)</p>
(79~82)	<p>M_1 (FF レート) 大幅な変動 → Monetarist の政策失敗</p> <p>マーシャルの k の大幅上昇 [8] (80年代に入り、M_1 流通速度: 急速な低下)</p>
1980. 2	L 指標 (= M_3 + その他の流動資産) 導入
1982. 10	より広義のMサプライ、実態経済、金利: 総合判断に基づいた金融政策運営 (三面方式)
1986以降	<p>M_1 ターゲット政策廃止、M_2M_3: 一応のターゲット</p> <p>(1. 生産指数/物価・金利全般・為替レート: 金融要因考慮)</p> <p>(2. 目標値からの乖離を容認: レンジの設定)</p> <p>(3. FOMC 指令による重視指標の順位: 85.3~87.2 量的金融指標 1位, それ以降は、順位後退)</p>

うことができよう。すなわち、1980年代以降のアメリカの金融政策には、マネーサプライ定義の変更（修正）、L指標、広義のマネーサプライの導入、金利²⁾なども含む総合判断に基づいて金融政策を行うなどの変更が見られ、マネタリー・ターゲットの達成をめざすといった厳格なマネタリズムの考え方の後退が見られる、ということである。1981年1月発足したレーガン政権はマネタリズム、SEEを両輪とした経済政策を行ってきたといわれる。しかし、政権発足の前後から“Monetarism falls from grace”（P. T. Kilborn, New York Times, July 1986），“Has Monetarism Failed? — The Record Examined”（FRB of St. Louis, March 1972）などの論文が発表されるなどマネタリズムの地位の動揺は明らかだといえよう。

先進各国がマネタリズムの考え方を導入してマネーサプライという数量的金融指標を中間目標として重視する金融政策の実施に踏み切った1970年代後半、皮肉なことに各国の金融・資本市場においては既に「自由化」「グローバル化」が進行中であり、「ISショック」よりも「LMショック」を大きくする金融環境が作り出されつつあった、ということができよう。

第3章で考察する最近における金融政策に関する多くの論文やFRBの政策のあり方を考察することを通じていえることは、「マネーサプライの伸び率をターゲット」とする政策は、金融の自由化・グローバル化の進展、また60年代後半から70年代前半にかけて相当程度の数値を示していたインフレ率の低下とともにかつての勢いを失ってきている、ということである。

1) ここでは1989年のマネーサプライ目標値決定に関する資料を示しておく〔19〕。

欧米主要国における1988年中のマネーサプライ動向を振り返ると、米国では実績値が目標レンジ内に収まった一方、西ドイツ、英国ではこれを上回る伸びを示した。この間、各国とも物価面では、景気の力強い拡大を背景とした労働・製品需給の引締まりに加え、昨年末以降の原油価格の上昇もあって、総じてインフレ圧力が高まりつつある。こうした状況下、89年のマネーサプライ目標値設定に際しての各国当局の金融政策運営方針をみると、「本年におけるインフレ圧力の高まりを防ぎ、かつ長期的にも物価の安定を達成する」（米国連邦準備制度）ことを狙いとして、全般に低めの目標値を設定し、その達成に努めていくとの基本的スタンスで臨んでいる。

米国……経済は「なおその潜在成長力に近いスピードで成長を続けており、物価上昇圧力が高まるリスクは大きい」ため、89年に「インフレの芽がふくらむことを防止し、長期的に物価を安定させる」見地から、昨年央に暫定的に採用した目標レンジの引下げ（ M_2 : 1%ポイント、 M_3 : 0.5%ポイント）を改めて正式に決定。

2) 量的金融指標の諸概念（1989年10月末現在）

M_1 ……流通現金¹⁾+商業銀行の要求払預金²⁾+要求払預金以外の決済勘定³⁾+銀行以外の発行したトラベラーズチェック。

(注) 1) 財務省、連銀、商業銀行保有分除く。

2) 連邦政府、外国商業銀行および外国公的機関からの受入れ分、連銀フロートを除く。

3) NOW 勘定、ATS 勘定、信用組合のシェア・ドラフト勘定、相互貯蓄銀行の要求払預金。

M_2 …… M_1 +商業銀行のオーバーナイト RP+オーバーナイト・ユーロデラー+MMDA+個人向け MMMF+小口定期預金¹⁾。

(注) 1) 1口10万ドル未満のもので、小口 RP も含み、個人退職年金勘定（IRA）等を除く。

M_3 …… M_2 +大口定期預金¹⁾+大口 RP¹⁾+機関投資家向け MMMF+大口ユーロデラー²⁾。

(注) 1) 1口10万ドル以上のもの。

2) アメリカ合衆国の銀行の海外支店、イギリスおよびカナダの海外事務所におけるアメリカ合衆国居住者保有分。

L…… M_3 +その他の流動資産¹⁾。

(注) 1) 銀行以外の公衆の保有する合衆国貯蓄債券、短期財務省証券、CP および銀行引受け手形（BA）等。

(詳細は、Federal Reserve Bulletin, Jan., 1990. A3の注を参照のこと)

第2章 わが国における金融政策

マネーサプライ重視の金融政策が各国の中央銀行によって導入され始めたのは、昭和50年代に入る頃からであった。マネーサプライという量的金融指標が中間目標変数として選択された背景には、各国の経験をつうじて物価安定のた

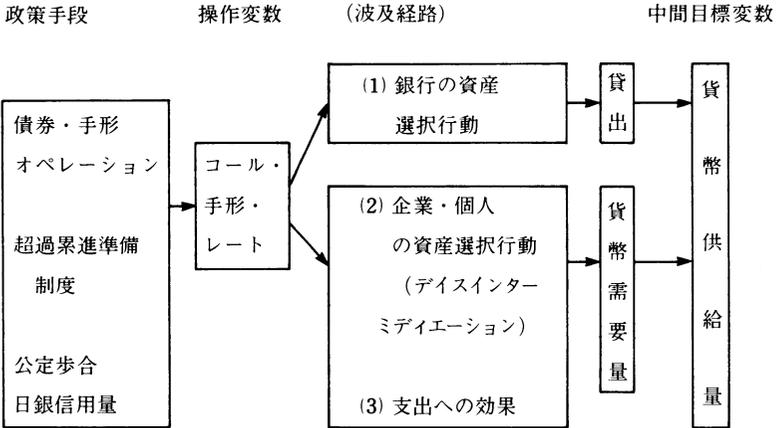
めにはマネーサプライの適切な管理が不可欠であるという認識が高まったことのほか、金利の中間目標変数としての適格さが、インフレーション経済のなかで疑問視されるに至ったからである。名目金利は需要要因（貨幣需要に関する所得効果）、供給要因（流動性効果）およびインフレ期待要因（フィッシャー効果）によって変化するが、これらの効果はその変動方向のみならず、効果発揮のタイム・ラグを異にするのである。したがって金融政策当局には実質金利の統御を行なうことはもとより、金利の変動要因を判別することは困難であり、政策効果の判断を誤る可能性が高いのである。

こうしたマネーサプライ管理の成果は次の基準によって判定することができよう。すなわち、①マネーサプライ増加率の長期的引下げに成功したか、②設定目標値と実現値との乖離の程度を小幅に留めることができたか、③インフレーションの抑制に成功したか、④マネーサプライの抑制が景気後退を導き、物価安定化目標を断念せざるをえなかったか（他の政策目標との競合）、⑤金利の著しい変動を伴ったか否か、また⑥財政政策等他の経済政策との間に矛盾は生じなかったか等である。

この問題に関する1975年から1980年に至る期間を対象とした堀内氏（『季刊現代経済、臨時増刊（1981年11月）』）および黒石氏（『金融研究資料、第5号（1980年5月）』）の研究によれば、①マネタリー・ターゲットの達成状況は、総じて公表初期（75～76年）が良く、77年央以降とくに78年の達成状況は不芳である、②日本および西ドイツはマネーサプライ増加率の長期引下げに関して良好な成果を挙げている反面、アメリカ、イギリスは対極的にこの目標の達成に失敗している、③マネーサプライ増加率は、実質的生産活動水準の変動に対して反循環的に調整されているという意味で、一般的にはマネタリスト的 *gradualism* よりもむしろケインジアン的 *fine tuning policy* にウェイトがおかれている等の結論が報告されている。

すなわち、マネタリズムの主張は中・長期的目標として設定される一方、短期的には裁量的な反循環的金融調節という伝統的な政策運営方式が採用されてきたのである。これはマネタリズム、ケインジアニズム両者の関係が政策にい

図1 日本の金融政策



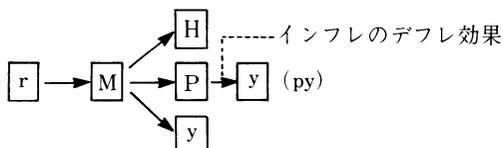
ーバンク金利コントロールを通じるものであると考えられている(表2)。

もちろん最近における急速な「金融の自由化・グローバル化の進展」のなかで若干の見直し(検討)は必要であるが、その物価、名目所得との相関関係の安定性、統計の正確性・迅速性などの観点から、これまでと同様に M_2+CD のコントロールが最大の(他のマネーサプライ概念との相対比較において)有効性を発揮するものと日銀では期待している。

1978年以降、日本銀行は図1で示したような貨幣量調整メカニズムをつうじてマネーサプライ管理、すなわち、物価の安定化、景気の調整など経済の安定化に成功してきた。アメリカ、イギリス、西ドイツ、およびわが国におけるマネー・サプライ管理を中心とした金融政策(1973年~1986年)についての評価を行った先述の S. Fischer のペーパー (Monetary Policy and Performance in the US, Japan Europe [6]) 等においても、わが国の金融政策の成果は高く評価されている。

たしかに、金利自由化が進展するなかで、マネーサプライのコントロールバリエーションはいささか低下してきたものの、コール・手形・レート(インターバンク市場金利)を通ずるマネーサプライ管理はなお大なる有効性をもっている。

今後(1)(2)を通ずる効果は低下するものと考えられるが、金融政策上、波及経路(3)を通ずる効果が特に重要性をもって来るであろう、と彼等（鈴木・黒田・白川）は結論している [13]。こうした結論は、実証研究に基づいて行われているものであるが、それによれば、マネーサプライと金利、物価、名目所得との因果関係は次に示された通りである。



（これは、Granger テスト：一方方向の因果関係のテスト結果を示したものである）

すなわち、金融の自由化、国際化（グローバル化）が進展するなかで、わが国の金融制度及びマネーサプライのコントロール技術の安定化のために日銀の役割はなおきわめて重要であるといえる——これが三者の見解である。

いま三者の主張のポイントを整理すると次の三点で示すことができよう。すなわち、

- (1) わが国のマネーサプライ・コントロール・メカニズムは、いわゆる信用乗数アプローチ ($M=mH$) とは異なっている。
- (2) 国内・国際金利の close relationship を考える時、金融の自由化・国際化進展下においてもなお、インターバンク・レートは重要である。
- (3) インターバンク・レートの支出への効果が重要性を増す（預金金利自由化、スプレッド・パンキングによって補強される）。

次にわが国における金融政策の推移の概要を示しておくことにする。

表3から明らかなように、わが国の金融政策は「貸出政策」中心の政策から「オペレーション」中心の政策運営へとその重点を移動してきている。これは規制金利・相対型市場をベースとした政策から自由金利・市場型中心の政策への移行を示すものだけということができる。

オペレーションの手段も次の如く多様化され、機動的オペレーションを可能

表3 わが国の金融政策

1962. 11	成長通貨の供給：債券（現先）オペ〔新金融調節方式〕
1971. 8	売出手形制度実施
1972. 6	手形（1カ月以上～3カ月以下）オペ実施
1978. 7～9	M ₂ の見通し（outlook）公表開始
1979. 5	M ₂ +CDの見通し公表
1981. 5&11	FB売却再開
1986. 3	CDオペ実施
1988. 11	手形（〔1カ月～6カ月〕 → 〔1週間～1カ月未満〕）オペ導入（短期の手形オペ） 無担保コール（3週間未満 → 6カ月まで延長）（ユーロから国内へ） 有担保コール（1週間未満のみ）〔新金融調節方式〕
1989. 5	CPオペ開始（1987. 11 CP導入）
1990. 1	TB（短期国債）オペ実施

にする条件が整備されてきているといえよう。すなわち、(1)対象の多様化（債券・手形・FB・TB・CD・CP）、(2)期間の多様化（10年もの国債から1週間未満のコールまで）、(3)方式の多様化（入札オペ、クイック・オペ、輪番オペ）、(4)時期の多様化（頻度多様化、特定の年・月に行う方式から必要に応じて毎日に至るまで）。

以上でわれわれは、マネーサプライ管理に関する日本銀行の姿勢とわが国において機動的オペレーションを可能にする条件が整備されてきていることを示した。

しかし、ここでわれわれは、マネーサプライ管理が1980年代に入り、そのコントロールabilityが少なくとも従来のメカニズムを通じる場合、弱くなってきているという認識にたつて政策運営の重点をより「金利＝金融価格」に移行させるべきであることを主張したいと思う。まず、『平成元年度 経済白書』は次のような指摘を行っている。すなわち、景気変動をならす修正を行った後においてもマネーサプライと実質GNPとの伸び率の差（ $\hat{M}-\hat{y}$ ）がGNPデフレーター（ \hat{p} ）の伸び率と大きく乖離し、かつその乖離率が大きく変動する場合、つまりマーシャルのkが不安定な場合には、貨幣供給量を厳格に管理する（ $\hat{M}=\hat{M}^*$ ）政策の有効性は疑問である。わが国の場合、1970年から1988年までの18年間平均でマネーサプライ（M）と名目GNP（y）の伸び率は約2.9%乖離し、1985～87年については、3.99%もの乖離を示している。中期的に観察されるこうした現象は通貨価値安定化のためにマネーサプライの伸び率を一定

表4 マネーサプライと名目GNPとの相関関係

期 間	マネーサプライ(M)と名目GNP(py)との相関関係・因果関係
1968年第1四半期 ～1973年第3四半期	相関関係存在。しかし、一方が受動的、他方が自主的であったとはいえない。 M, p 間には相関関係あり。y は自主的關係。
1973年第4四半期 ～1982年第4四半期	M (マネーサプライ)の自主性。名目GNP(py)の受動性。 名目GNP(py)がそれ自身に与える関係に高まり。y → M への関係、p → M, y への関係がみられる。 貨幣的ショック, リアル・ショックとが共存。
1983年第1四半期 ～1988年第4四半期	マネーサプライ(M)→名目GNP(py)への因果関係が認められなくなっている。 py → M への関係は弱い。 生産(y)→物価(p), また物価(p)→マネーサプライ(M)への関係がみられるが、全般的に影響度は低下している。

率に固定する($\hat{M}=\hat{M}^*$)という厳格なマネーサプライ管理は限界であることを示唆するものであるといえよう。

このように『平成元年度年次経済報告』は、1968～1988年の20年間全体としては、相互依存関係があることが示唆される、としているが、同時にそれらの関係が弱くなっていることを認めているのである。また、浅子、加納〔15〕、伊藤〔16〕も次のような見解を示している。

1980年代に入り、わが国における金融政策の最終目標は、基本的に物価の安定化に置かれながらも、為替レート安定化に対するウエイトが高まっている〔15〕。また、伊藤〔16〕の分析は、わが国において行われた金融政策は、ケース・バイ・ケースで行われている。すなわち、裁量性を発揮しており、必ずしも貨幣数量重視政策を行っているとはいえない、とされている。また、わが国の公定歩合は1989年5月以降、市場金利連動型に移行している。これらは、金融政策におけるウエイトとして貨幣など数量的金融指標の後退を示すものといえよう。

たしかにわが国における金融政策のあり方に「マネタリズム」が与えたインパクトには少なからぬものがあつた。1978年第3四半期以降、マネーサプライ(M_2+CD)の伸び率について日本銀行がその見通しを発表してきたことがその典型である。また、わが国のマネーサプライ管理が少なくとも他の先進資本主義国との比較において良好であったことは多くの文献が示すところである。

このようにわが国の場合、マネタリズムの影響皆無とはいえないが、実施されてきた金融政策の内容はM. フリードマンの意味するものとは相当程度内容を異にするものであったと考えられる。

1973年2月の「変動相場制」への移行、1980年12月の「外為法」の改正・実施、1984年5月の「日米円ドル委員会報告書」「金融の自由化および円の国際化についての現状と展望」の発表以降、わが国における金融の自由化・グローバル化の進展には極めて顕著なものがある。また、1989年第2四半期以降若干のインフレ傾向はみられるものの少なくとも他の先進国に比較すれば、その率は低い。図2に示した近年におけるわが国金融市場における動向、金融政策の有効性に関わる諸要因を考慮する時、「金利指標を重視した金融政策」のあり方をより追及することが適切であるとわれわれは考える。

高度経済成長期においてわが国の金融当局は、厳しい為替管理を通じて国際的影響を可能な限り遮断し、また国内では規制金利体系を維持するといった金融行政を行うことによって、もっぱら金融調整を「貸出政策」「窓口指導」といった金融数量を通じて行ない、相当に高いコントロール効果をあげてきたことが評価されている。

しかし、わが国の金融構造は、石油危機を契機とする減速成長期への移行に伴って大きく変化してきた。その特徴は、第2図で示したように「金融の自由化」「国際化、（あるいはそのより発展した形態としての）グローバル化」「証券化」といった形で表現されている。こうした金融構造の変化をもたらした制度的要因としてとくに重要なものは、先述のように1973年2月の変動相場制への移行、1975年度以降における国債の大量発行、1980年12月の「外為法」の改正・施行、1984年5月の「日米円ドル委員会報告書」、大蔵省の「金融の自由化および円の国際化についての現状と展望」の発表、およびそこに示されたプログラムの施行であろう。

本稿では、1980年代以降における金融政策の有効性について検討することをテーマとして設定しているため、これら今日的金融構造の特徴をもたらした背景、等について議論は行なわず、これらの特徴によって意味される金融環境が

金融政策の有効性との関係において、いかなる効果を発揮するかについて議論することにする（金融のグローバルの背景については第4章の図7を参照）。

第1に、預金・貸出市場における自由化の金融政策に与える効果についてみていくことにしよう。ここでは、図2に示されたように次の効果がとくに重要であると考えられる。すなわち、預金金利の自由化は、その多様化とともに、インターバンク金利がディスインターミディエーションを通じて銀行の貸出態度を変更させるといった政策ルートのウェイトを低下させていくであろう（ルート1）。しかし、預金金利の自由化は銀行の資金調達コストを高めるが、これがまた新プライム・レート制の導入とともに「コスト効果」を強化する要因として機能するであろう。すなわち、これらが銀行の貸出態度を変更させるという意味で有効な「コスト効果」を発揮するものと考えられる（ルート2）。預金・貸出金利の自由な変動は資金需要態度に対して大きな影響を与え、支出量の変更を通じる金融政策の有効性を高めるであろう（ルート3）。

第2に、従来わが国においては金融の短期的、かつ日常的な調整手段として「預金準備制度」を利用した、いわゆる「積みの調整」および、より直接的な「インターバンク市場金利」誘導策をもち、高いコントロール効果を発揮してきた。1988年11月の「新金融調節方式」の導入による金利裁定機能の強化によって短期金融市場においては「金利＝金融価格指標」を通じる効果が一層高まるものと考えられる（ルート4）。

第3に、証券形態による取引の高まりという意味での「証券化」は、株式・債券などの市場価格、したがってそれらの資産評価額により大きな影響を与え、資産保有者の支出態度に影響を与える「資産効果」を発揮し、金利自由化が一段と進展した今日の金融環境において「金利＝金融価格指標」を通じる金融政策の有効性をより高めるであろう（ルート5）。また、株・債券価格などの変化は企業の資金調達額にも大きな影響を及ぼすという意味の「アベイラビリティ効果」を発揮するであろう（ルート6）。

一方、ローン債権等の証券形態による流動化の拡大という意味での「証券化」の進展は銀行の貸出態度を変化させ、窓口指導など量的金融政策の有効性

を低下させることになろう（ルート7）。

第4に、金融のグローバル化に伴う効果について考えてみよう。

グローバル化に伴って為替レートはもちろん、金利変動も一段と高まるであろう。とくにそのボラタティリティに伴う諸リスクの高まりに対して、BISの自己資本比率規制や協調的な為替・金利調整といった「国際協調政策」がその効果を発揮し、為替・資本市場の安定化要因として働けば、政策当局は国内市場の調整・安定化により高いウエイトをかけることができよう。また、グローバル化に伴う国際金融・資本市場を視野に入れた企業・個人の資金調達・資金運用態度は、「金利機能」を通じる金融政策の有効性をより高める要因として働くであろう。同時にまたそれは、銀行など金融機関の貸出態度にも影響を与えるものであろう（ルート8）。

また、リスクの拡大に対処し、銀行など金融機関の健全性を高めるものとして考えられている「バランス・シート規制」は、銀行の貸出態度に影響を与える効果をもつであろう（ルート9）。

変動相場制度への以降に伴って、為替レートの国内価格に与える影響およびその迅速性は高まっているといえよう。また自由化に伴う国際取引の拡大は、例えば、金融引き締めに伴う内外金利差の変化は国際的資本移動を促進し、その為替レートへの影響は、輸入価格および輸出数量への効果を通じて国内物価に与える影響を強めるであろう。これらの効果が期待される形で発揮される限りにおいて、これらの効果は金融の国際化・グローバル化に伴う有利な効果であるとして評価できるであろう（ルート10）。

以上の分析を通じていえることは、1970年代後半、ことに1980年代以降における金融構造の変化に伴って従来の政策ルートのなかにはその有効性が低下し、政策上のウエイトの変更を迫られているものもある（ルート1，7）。しかし、一方、自由化、グローバル化、証券化に伴ってプラス、マイナス両面の効果をもつことも考えられるが、有利に働く要因もでてきている（ルート2—6，8—9）ということである。今後とも金融諸規制の緩和をつうじて金利＝金融価格指標を通じる効果が発揮される可能性は高まっていくものと考えられる。

第3章 金融政策の有効性に関する理論的・実証的分析

前章までで示した金融政策に関する動向と主張を踏まえ、本章では今日における金融政策のあり方について、理論的展開（モデル展開）を行った論文 B. S. Bernake, A. S. Blinder の“Credit, Money and Aggregate Demand” や一連の B. Friedman の論文に注目し、理論・実態両側面から1980年代における金融政策のあり方について検討することにする。

B. フリードマンは、W. プールのモデルの精緻化を試みている（〔7〕）。ここでは、その骨格のみを示すことにする。

y : GNP, r : 利子率, m : 貨幣量, u, v : 攪乱項, σ_u, σ_v : 攪乱項 u, v の分散値

$$[\text{LM 表}] \quad y = \alpha + \beta m + \gamma r + u$$

$$[\text{IS 表}] \quad y = \delta - \epsilon r + v$$

政府・国際部門を無視し、消費関数 (C) は限界消費性向を a として $C = (1 - a)y$, 投資関数 (I) は $I = I(r)$, また貨幣需要関数 (L) は $L = L(y, r)$ といった単純なマクロ・モデルを考えている。したがって、 $\beta = 1/L_y$, $\gamma = -L_r/L_y$, $\epsilon = -I_r/1 - a$ である。

いま、政策目標を $y = y^*$ （ここで y は、攪乱項 $u, v = 0$ の場合に達成される GNP 水準を示し、以下同様とする）に設定する。そしてこの目標を達成するために利子率政策 ($r = r^*$) を採る場合の損失（攪乱要因の分散値で示す）と貨幣政策 ($m = m^*$) を採る場合の損失（攪乱項の分散値）とを比較する。

このモデルにおける結論は、次の通りである。すなわち、

$$\sigma_u < (1 + 2\gamma/\epsilon)\sigma_v$$

の場合には、貨幣重視政策が優れており、また不等号が逆の場合には金利重視政策の方が有利である。

このように B. Friedman は、W. Poole モデルの精緻化・拡張を行い、マネ

ーサプライ、金利のいずれを金融政策の中間目標として重視すべきかについての条件を明らかにした。また、金融政策の手段、目標、参考指標についての研究を進め、種々の期間、種々の貨幣量（マネタリー・ベース、マネー・サプライ、信用量など）、種々の金利を対象とした多数の実証研究を行っている。

そこでの結論は次の通りである。すなわち、1980年代のデータを含めると、貨幣量と所得（非金融的経済活動の指標）との間には、密接で信頼できるような相関関係は示されず、貨幣を中間目標として重視する金融政策を支持すべきだとする実証的根拠は存在しない。換言すれば、実証研究の結果は、貨幣量の変動に伴う所得や物価の変動について有用な情報を与える（contain）ものとして、貨幣に信頼を置くことができるという見解を支持しない、ということである。

また、ここで重要なことは、彼が次章で取り上げる **Barnake=Blinder** とは違って、信用量という金融数量指標をも含めて、数量指標よりも金融価格（金利）指標を重視すべきであること、また、金融価格指標という場合に、所得との相関関係において優れているのは **TB** レートではなく、**CP** レートであると主張していることである。

一方、ブラインダーは総供給関数を導入することによって、**W. Poole** モデルの拡張を図った。合理的期待形成を仮定し、次のような対数線型モデルを提示する。すなわち、

y: 実質 GNP（対数表示、以下同じ）、r: 利子率、m: 貨幣量、p: 物価

$$\text{[総供給関数]} \quad y_t = \alpha(p_t - p_{t-1}) + \varepsilon_t$$

$$\text{[LM 表]} \quad y_t = \beta(m_t - p_t) + \gamma(r_t + p_{t+1} - p_t) + u_t$$

$$\text{[IS 表]} \quad y_t = -\delta r_t + v_t$$

ブラインダーは、利子率をターゲットとする政策と貨幣をターゲットとする政策、各々について GNP や物価の分散を極小化する条件を求め、それらの値の比較を通じ、また実証研究の結果をふまえて、金融価格指標＝金利をターゲットとする政策をより重視すべきであることを主張している。すなわち、IS ショックと総供給ショックの分散よりも LM ショックの分散の方が大きい場合には、金利＝金融価格指標をターゲットとする政策の方が金融政策上の相対

表5 金融政策の中間目標についての考え方

B. フリードマン	量的金融指標 よりも (マネーサプライ, マネターベース, 信用総量) (CP レート) また, (CP レート-TB レート) 両金利差にも注目すべきである。の指標は 実質所得の将来の動向についての情報を与えるものである。	金利指標を重視すべきである。
A. ブラインダー	量的金融指標 よりも (マネーサプライ) また, 実質金利や「名目 GNP」をターゲットにすることを考えるべきである。	金利指標を重視すべきである。 (FF レート)
B. マッカラム	金利指標 よりも (短期金利) (マネタリー・ベースの操作によって, かなりの程度「名目 GNP」を操作 できる)	量的金融指標を重視すべきである。 (マネタリー・ベース)
筒井・Jai-Won Ryou	量的金融指標 よりも (G7 諸国のうち, 西ドイツ, イタリアを除いて, 利子率のコントロール の方が望ましい)	金利指標の方が望ましい。

表6 金融政策の有効性に関するモデル

モデル	基本モデル	モデルの特徴	追加方程式
ケインジアン・モデル	IS, LM	deterministic	
プール・モデル	IS, LM	stochastic	
ブラインダー・モデル	IS, LM	stochastic	総供給関数
B. フリードマン・モデル	IS, LM	stochastic	
バーナケ=ブラインダー・モデル	IS, LM	deterministic	貸出市場
筒井・Jay-Won Ryou・モデル	IS, LM	stochastic	価格方程式

的有効性が高いといえるが、これはアメリカをはじめ1980年代の世界経済が経験していることである。また、LM ショックと総供給ショックの方が IS ショックよりも重要な場合には、実質金利もしくは名目 GNP をターゲットとすべきである。いずれにせよ、マネーサプライを政策目標として重視するべきでないことはほぼ確かである——これがブラインダーの主張である。

伝統的なケインジアン of IS, LM 体系に不確実性（攪乱的要因）を導入した W. プールのモデルは、総供給関数、貸し出し関数の導入など拡張、精緻化されて金融政策目標の相対的優位性を検討するためのベースを提供してきた。

ここで、これらのモデルの特徴と結論を整理しておくこと次の通りである（表

5, 表6)。マッカラムや〔11〕を除き、ここで示した論者の見解〔3, 8, 9, 14〕の他、フェアー〔5〕を含め、「金利＝金融価格」重視派が今日では優勢を占めているといえよう。

以上から明らかになったことは、金融政策の中間目標として貨幣＝数量指標、金利＝価格指標のいずれを重視するかについての判断は、IS（リアル）ショック、LM（金融）ショック等の相対的大きさによって、したがってまた、その実証研究による裏づけ、さらにはそれらの変動性（ショック）の大きさを決定する経済の構造的要因の分析・判断によって行われる、ということである。

わが国の場合、1980年代に入っても（1980年第1四半期～1989年第3四半期）、マネーサプライ（ M_2+CD ）の伸び率の標準偏差（1.420）の方が、名目GNPの伸び率の標準偏差（0.875）よりも高く、Fukuda＝Hamadaモデル（〔10〕）やTsutsui＝Jai-Won Ryouの理論的・実証的研究（〔14〕）が示すようにマネーサプライ＝数量指標よりも金利＝価格指標をより重視した金融政策の方が、金融の自由化、国際化（グローバル化）証券化の進展した今日の金融環境のもとではベターであるといつてよいであろうことを示唆している。

第4章 バーナケ＝ブラインダー・モデルと数量指標

標準的な総需要モデルにおいては、貨幣と貸付・債券とは非対称的に取り扱われている。貨幣には特別な地位が与えられ、すべての負債は債券市場に一括され、その債券市場はワルラス法則によってはずされてしまうのが通例である。この方法は、トランスミッション・メカニズムの中心的役割を銀行の資産ではなく、銀行の負債（貨幣）におくことになる。しかし、トービンやメツラーの論文においても示されているように「貸付と債券とは不完全な代替財である」という仮定は極めて重要である。すなわち、標準的なマクロ・モデルが設定している次の仮定、(1)貸付、その他の消費者信用と債券とは完全代替財である、(2)金融市場は価格のみによって清算される、が放棄される場合、信用（クレデ

ィット)の役割が顕著に現れてくる。アメリカにおける実証研究も、信用ショックの方が貨幣ショックよりも重要性を増してきている。これらは、貨幣(マネー)のみに注目する伝統的な方法がミスリーディングであることを意味しているといえよう。

バーナケ=ブラインダーは以上のような認識にたち、「信用量」を「貨幣量」と並ぶ、あるいはそれ以上に重要な金融数量指標として重視すべきことを主張する。

B. S. Barnake, A. S. Blinder (以下、B=Bとする)は、次のようなモデルを展開している。まず、記号を定義しておく。

L: 貸出, D: 預金, m: 貨幣乗数, R: 銀行準備, ρ : 貸出利率, i: 債券利回り, y: GNP, τ : 法定準備率

また、以下三市場の均衡条件を示す方程式において左辺は需要関数、右辺は供給関数を示すものとする。

$$[\text{貸出市場の均衡条件}] \quad L(\rho, i, y) = \lambda(\rho, i)D(1 - \tau)$$

ここで、貸出需要関数は、取引需要、等の動機に基づき、また、供給関数は、銀行のバランス・シート制約、および銀行の資産選択行動から導かれたものである。

$$[\text{LM 表}] \quad D(i, y) = m(i)R$$

貨幣市場においては、現金が単純化のために無視され、預金に対する需給均衡条件が示されている。ここで、需要関数は、取引需要、等から、また、供給関数は貨幣乗数によって導かれたものである。

$$[\text{IS 表}] \quad y(i, \rho) = y$$

以上三本の方程式から、CC 曲線 (Curve for Commodities and Credits) が導かれる。この曲線とマクロ経済学における伝統的な分析道具である IS, LM 曲線を用いて、彼らは比較静学分析を行い、次の結論を導出する。すなわち、貨幣需要ショックが信用需要ショックよりも大である場合には、信用目標政策 (信用量=銀行資産をコントロールの目標として設定する政策)の方が貨幣目標政策 (貨幣量=銀行負債をコントロールの目標とする政策)よりもベターである。実証研

L指標	$M_2 + CD + (TB, \text{現先}, \text{中期国債ファンド})$
最広義流動性	$M_3 + CD + (\text{金融債}, \text{国債}, \text{投資信託}, \text{外債})$

図3 マネーサプライ指標の動き

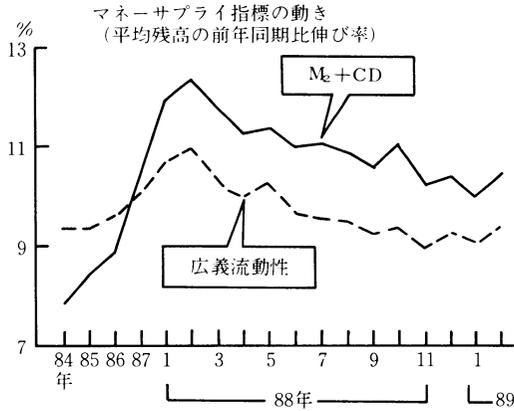
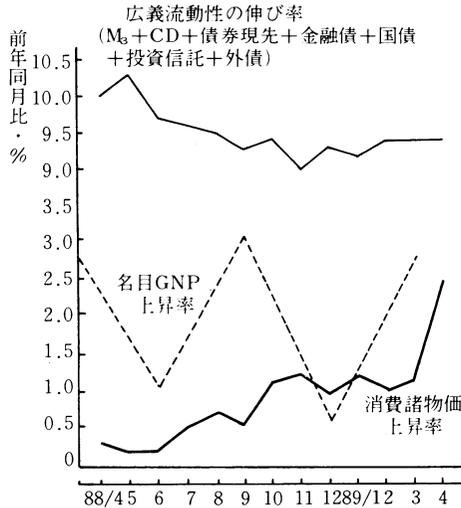


図4 広義流動性の伸び率



(名目GNPの伸び率の月毎のデータが入手できず、またここでは1年間のみを対象としたため、上記三変数間にスムーズな相関関係を見いだすことは困難であるが、中・長期的には広義流動性やL指標と名目GNPの間には $M_2 + CD$ よりも安定した相関関係を見いだすことができる(〔17〕を参照)。

究の結果は1980年代に入り、信用需要ショックの方が貨幣需要ショックよりもはるかに重要であることを示している。しかし、ここから直ちに金融政策過程におけるコントロールの対象として貨幣量を無視すべきであるとはいえないが、信用量を貨幣量と非対称的に（より軽視した形で）取り扱うべきではないことを主張したい、としている。

以上でわれわれは、バーナケ＝ブラインダー・モデルの骨子を紹介したが、わが国においても従来の貨幣指標（ M_2+CD ）に代わる、あるいはそれを補完する数量指標を求める動きが生じている。1989年度に至り日本銀行が、より広義の流動性指標にも注目するなど、より柔軟な姿勢が示されるようになってきたことがその典型である。

わが国の金融・資本市場において金融資産の多様化が進み、「市場化」が進むなかで、アメリカやフランスのケースのように、Domestic Non-financial Debt（国内非金融機関負債）を含むL指標や広義流動性にも注目が集まるようになってきた。確かに、黒田（〔17〕）が指摘するようにデータ取得上の困難や日本銀行によるコントロールビリティにも問題が残る。しかし、これらの点を除けば（将来、データ整備が進めば）比較的有効な指標であることが示唆されている。このように、最近におけるマネーサプライ指標見直しの特徴の一つは、金融機関の債務のみによって構成されてきたM指標を加えて、政府・企業などの債務を含めたL指標を作成し、それによって民間非銀行部門の保有する流動性をより広範な形で把握しようとしていることにあり、わが国においても更なる検討が必要であると考える。

一方、最近わが国において力点が置かれているのは、短期金融市場における機動的・弾力的な市場操作（1988年11月に行われた「新金融調節方式」など。表3参照）であり、もちろん、その意義・重要性に注目するとともに、小口化を含

図5 マーシャルの
kの推移(1)

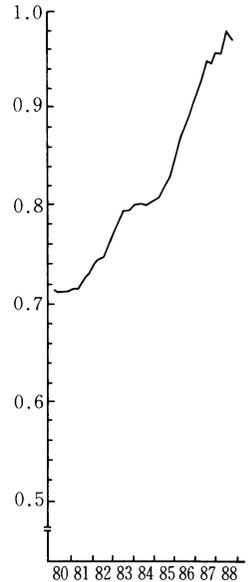
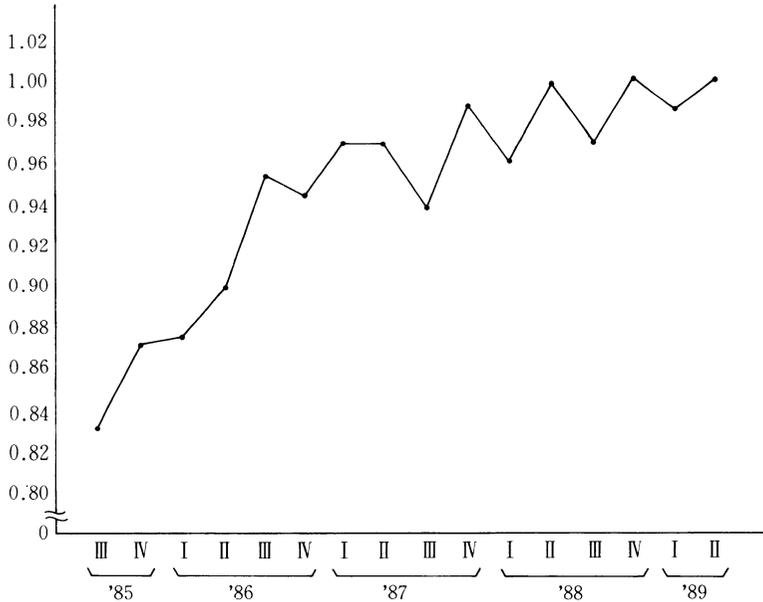


図6 マーシャルのkの推移(2)



（日本銀行『経済統計月報』より作成，アメリカのケースについては〔8〕）

め、資産の多様化、金利の自由化が進展するなかで、L指標や広義流動性により大きな注目がなされることが期待される。

ここでL指標、広義流動性とは先述の如くであり、図3および図4は、最近における後者の動向を示したものである。

$M_2 + CD$ から、L指標や広義流動性に注目するというマネーサプライ管理に対する金融政策当局の姿勢の変化は、基本的に金融・資本市場において急速に展開されてきた「金融の自由化・グローバル化」進展のなかで貨幣需要関数、ないしマネーの流通速度（マーシャルのk）が不安定化し、政策当局によるマネーサプライ・コントロールが困難になってきているという事実に基づいているといえよう（わが国におけるマーシャルのkの推移については、図5、図6に示した如くである）。

ここで金融の自由化の進展度を測る一つの指標として、自由預金残高の推移

(表7), およびその比率を示しておくことにする。

表7

主な自由金利商品	昭50年末	55	60	61	62	63
大口定期預金	—	—	5.7	16.3	49.8	73.6
市場金利連動型預金	—	—	5.8	8.0	18.5	22.8
外貨預金	2.6	6.6	18.0	18.7	26.9	20.2
非居住者円預金	—	1.1	2.4	1.8	2.0	2.1

(単位:兆円, 日本銀行【経済統計月報】)

全国銀行の自由預金比率は、1989年1月末の39.1%から10月末の51.7%へと上昇している。ここで、自由金利預金とは、大口定期預金、MMC、小口MMC、非居住者円預金、外貨預金および譲渡性預金(CD)を含んでおり、1989年10月末における残高は、205兆1,456億円に達している。

また、金融のグローバル化が進展した背景は図7の如く整理することができる。アメリカにおける「金融の自由化、グローバル化」を推進した制度・法的背景については表8に示した通りである。第1段階(1971年以降)で採られた種々の規制緩和措置は、アメリカの金融革新を推進し、金融市場の効率化と金融機関間の競争上の不均衡を是正するなど公正を高めるうえで貢献した。しかし、1987年後半に入ると、自由化、グローバル化に伴うリスクの拡大に対する措置として金融機関を規制する動き(BIS規制など)も出てきている(第2段階)。

図7 金融のグローバル化の背景

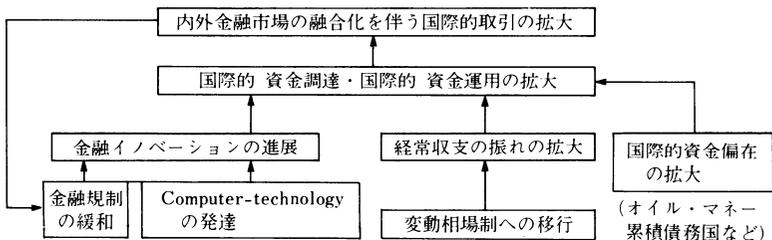


表 8 アメリカ金融史主要な金融機関・金融制度関連法の変遷
(financial history of the United States of America)

I. 規制の時代 (Periods of regulation) price, product, geographic regulation	
1927	アクファーデン法 (McFadden Act of 1927, 支店設置制限法)
1929. 10	暗黒の木曜日 (Black Thursday, N. Y. 市場における株価の大暴落)
1933	グラス=スティーガル法 (Banking Act of 1933, Glass-Steagal Act, 銀行・証券分離などを規定)
1934	アメリカ証券取引法 (Securities Exchange Act of 1934)
1935. 8	1935年銀行法 (Banking Act of 1935)
1956	銀行持株会社法 (Bank Holding Company Act of 1956)
1967	貯蓄貸付持株会社法 (Savings and Loan Holding Company Act of 1967)
1970. 12	銀行持株会社法 (改正) (Revision of Bank Holding Company Act of 1956)
II. 規制緩和の時代 (Periods of deregulation) ディレギュレーションの第一段階 (The First Stage of Deregulation)	
1971. 12	ハント報告 (Hunt's Reports ; reprinted by the President R. Nixon's Committee on Financial Structure and Regulation)
1975. 5	メーデー (N. Y. 証券取引所会員資格の開放, 手数料率の自由化を含む) May Day
1975. 12	クック委員会: パーゼル・コンコルダット (The Committee on Banking Regulation and Supervisory of Practice /The Concordat on International Supervisory of Practice) (The Concordat on International Supervisory Cooperation)
1978	国際銀行業法 (International Banking Act of 1978)
1980	金融制度改革法 (Financial Reform Act of 1980) 預金金融機関規制解消・通貨管理法 (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980, DIDMCA)
1981. 12	IBF (International Banking Facilities)
1982	ガン=セントジャメイン法 (Gan St. Germain Act=Depository Institutions Deregulation Act of 1982) 銀行持株会社の保険業務参入禁止, 等を規定
1983. 6	クック委員会: パーゼル・コンコルダット (改訂)
1983	国際融資監督法 (International Lending Supervision Act of 1983) (銀行海外拠点監督原則などを規定)
1986. 3	クック委員会報告 (簿外債務リスク), 金融新商品分析報告書 (グリーンブック)
1986. 3	金利上限規制撤廃 (定期・貯蓄預金)
1986. 10	ロンドン証券取引所の大改革 (Big Bang : in England) 売買手数料の自由化, ブローカーとジョバーの資格分離の廃止など
1987. 1	米・英銀行監督局: R. A. レンソオ方式をベースとする自己資本比率規制についての合意提案を発表
1987. 1	コリガン・レポート (Corrigan's Reports) システム・リスクへの対応を内容とする。 Financial Market Structure: A Longer View ; Annual Report, FRB of N. Y.

ディレギュレーションの第2段階（The Second Stage of Deregulation=Reregulation）	
1987. 6	競争均等銀行法（競争条件平等化銀行法）（Competitive Equality Banking Act of 1987）
1987. 10	暗黒の月曜日（Black Monday）（株価史上最大の暴落）
1987. 11	FMA（Financial Modernization Act of 1987）「1987年金融近代化法」 （商業銀行業務と投資銀行業務の間の障壁を実質的に取り除く）（預金金融機関と非預金金融機関との区分を解消）
1987. 12	BIS クック委員会「自己資本の測定と基準に関する国際的統一化への提言」
1988. 10	金利規制撤廃（レギュレーションQの事実上の撤廃）

いずれにせよ、金融規制の緩和に伴う金融資産の多様化とともに M_2+CD の動きが資金シフトで大きく変動する傾向を示す時、この動きを吸収し、 M_2+CD よりもより安定的な動きを示す「広義流動性」（図3参照）や「L指標」を日銀が従来のマネーサプライ概念の補完的指標として用いるようになったことは注目に値するものである。

おわりに

本稿においてわれわれは、W. プール、B. フリードマンの分析をベースとして、1980年代以降における金融政策のあり方についての展望・検討を行ってきた。インフレ率の低下、金融の自由化、国際化（グローバル化）、証券化の一層の進展が見られる今日において、金融政策についてわれわれは、結論的に次のように言うことができよう。すなわち、わが国においてもアメリカ合衆国と同様、(1)以前にも増して金利＝金融価格指標を重視した金融政策運営を行うことが望ましい。(2)不確実性の高まり、国際的・国内的、多数の経済変数を同時に考慮することへの要請が一層高まっている今日の状況において政策はより慎重、より控え目に行われることが望ましい、ということである。もちろん、種々の政策目標が達成されるためには政策として金融政策のみで十分であるとはいえず、また既存の制度の見直しが求められる部分もあろう。しかし、いずれにせ

よ、マネーサプライの目標値を達成すべきだとする厳格な意味での金融政策は適切さを欠くということができよう。

また、われわれが「L指標」や「広義流動性」をわが国の代表的マネーサプライ指標である $M_2 + CD$ を補完する指標として考える時、いくつもの金融資産から構成されているこれらの変数各々の需給関数について詳細に分析していく（例えば、中期国債ファンドについての需給要因分析など）ことが不可欠であるが、これは今後の課題として考えたい。

参 考 文 献

1. R. J. Barro, "Interest-rate Targeting", JME 23, January 1989.
2. B. S. Bernake, A. S. Blinder, "Credit, Money and Aggregate Demand", AER 78, May 1988.
3. A. S. Blinder, "The Monetary-Fiscal Transition in the United States" 「アメリカの財政金融政策の推移」(財政金融研究所研究部訳), 『フィナンシャル・レビュー』(大蔵省財政金融研究所, May 1989).
4. G. P. Dwyer, JR. and R. W. Hafer, "Is Money Irrelevant?", Review, FRB of St. Louis, May/June 1988.
5. R. C. Fair, "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Macroeconomic Model", JME, Vol. 22, No. 2, September 1988.
6. S. Fisher, "Monetary Policy and Performance in the U. S., Japan and Europe, 1973-86", NBER Working Paper No. 2475, December 1987.
7. B. M. Friedman, "Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy", JME, October 1975.
8. B. M. Friedman, "Monetary Policy Without Quantity Variables", AER Papers and Proceedings 78, May 1988.
9. B. M. Friedman, "Money, Income and Prices after the 1980's", NBER Working Papers, No. 2852, February 1989.
10. S. Fukuda, K. Hamada, "Towards the Implementation of Desirable Rules of Monetary Cordination and Interventions", Towards a World of Economic Stability : Optimal Monetary Framework and Policy, ed. by Y. Suzuki and M. Okabe, Tokyo University Press, 1988.
11. B. T. McCallum, "Monetary Policy in an Era of Change", AEI, 1989 「金融政策の中間目標, 参考指標および政策手段」(財政金融研究所研究部訳), 『フィナンシャル・レビュー』(大蔵省財政金融研究所, May 1989).

12. W. Poole, "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", QJE, 1970.
13. Y. Suzuki, A. Kuroda and H. Shirakawa, "Monetary Control Mechanism in Japan", BOJ Monetary and Economic Studies, Vol. 6, No. 2, November 1988.
14. Y. Tsutsui, Jai-Won Ryou, "Real and Monetary Shocks in the G-7 Countries", 1988年10月, 理論計量経済学会報告。
15. 浅子和美・加納 悟「日本の財政金融政策の政策目標と制御可能性」, 大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』(May 1989)。
16. 伊藤隆敏「日本におけるマネーサプライ・ターゲット」(Monetary Targeting in Japan: 1975-1988), 大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』(May 1989)。
17. 黒田晃生『日本の金融政策』(東洋経済新報社, 1988年7月)。
18. 佐久間 潮・打込茂子『アメリカの金融市場』(東洋経済新報社, 1982年11月)。
19. 日本銀行調査統計局「欧米主要国における1989年のマネーサプライ目標値について」『調査月報』(1989年4月)。
20. 宮川重義「アメリカの金融システムと政策」, 岡本・島田編『現代アメリカ経済論』(日本評論社, 1989年3月)。
21. 村田安雄『現代マクロ経済学』(第3章, 有斐閣, 1984年1月)。
22. 藪下史朗『アメリカの金融市場と構造』(東洋経済新報社, 1987年11月)。
その他『平成元年度 年次経済報告』など。

(本稿は、立命館大学人文科学研究所「個別研究助成」による研究成果の一部である。)