

# 欧米主要国におけるマネーサプライ政策 について

黒石明邦

(現在神戸支店)

## 1. 要 旨

2. M重視の金融政策の理論的位置づけ
3. 欧米主要国におけるM政策運営の実情
4. むすびにかえて — M重視・M target 公表政策の評価 —

[付] M政策運営に関する若干の論争点等

[付-1] 2段階接近法に対するB.Friedmanの批判

[付-2] Mの短期間における厳格なコントロールの是非を巡る議論

[付-3] 米国における長期目標値と短期目標値との関係

[付表]

## 1. 要 旨

本稿は欧米主要国で採られているマネーサプライ（以下Mと称）政策について、理論・歴史の両観点からサーベイしたものである。

一般に最近の金融政策の特徴はMを重視する点にあるといわれるが、一口にM重視といってもその内容は多岐にわたっている。今日の金融政策の枠組みは、中央銀行が直接コントロールできる政策操作変数(operating variables、すなわち銀行準備、コール・レートなど)と最終目標変数(物価、生産、雇用等の実体経済変数)との間にMまたは金利といった中間目標変数(ないしは indicator)を介在させるという意味で、通常「2段階接近法」(two-stage approach)と呼ばれているが、こうした枠組みの下で最近のM政策の内容を整理すると次の3つの側面があると考えられる。

① Mを中間目標変数(ないし indicator)に採用する(本稿では「M重視政策」と呼ぶ)。

② fine tuning policy を排し、M増加率の変化をなだらかにする(いわゆる gradualism)。

③ M増加率の目標値を設定・公表する(本稿では「M target 公表政策」と呼ぶ)。  
M政策のこの3側面は、インフレの経験、これまでの政策姿勢に対する反省および最近の経済理論の発展と密接な関係を持っている。すなわち、①のM重視は主として、1960年代後半以降インフレの進行に伴い名目金利と実質金利が大きく乖離し、金利の中間目標変数、indicatorとしての適格性に疑問が生じた結果である。また、②の gradualism の考え方は、60年代の fine tuning policy がかえって景気の波を拡大させてしまったのではないかとの反省や、裁量的政策は民間経済主体が事前にこれを

織込んで行動する場合には効果を発揮しえないとする理論の台頭など（たとえば合理的期待形成仮説）を背景として生まれてきたものである。最後の③のM target 公表政策については、理論的には民間経済主体のインフレ心理の払拭、市場の資源配分機能の効率化等の観点から有用であると考えられ、またより現実的な観点からは、こうした形での通貨当局の決意の表明が、財政赤字に対する歯止めや所得政策に対する支援等の効果をもつと考えられたので採用されたものである。

M政策の3側面に関する欧米主要国の経験を振り返っていえることは、M重視政策および gradualism はいずれの国においてもほぼ定着してきたが、M target 公表政策は未だに実験的（experimental）な性格が強いということである。本稿でM重視政策とM target 公表政策とを敢えて分けたのもこうした評価の相違によるものであり、各国がM target 公表政策をどう考えているかが本稿の主要テーマでもある。M target 公表政策は実施後最初の1～2年間（主に75～76年）についてはインフレ心理鎮静にかなり有効であったと評価されたが、その後景気後退の深刻化や為替レートの急激な変動をみるに及んで同政策の問題点も意識されるようになり、スイスのようにtarget 公表を一時中止した例もみられた。しかし、79年秋以降、OPECの石油価格引上げによって先行きインフレ懸念が強まると再びM target 公表政策を強化する動きも目立ってきている。このようにM target 公表政策を巡る当局の態度には大きな振幅がみられる訳であるが、そうした事実こそが、同政策はいわば緒に就いたばかりの新しい試みであり、改善工夫の余地も多く、

最終的な評価を下すのは時期尚早であることを示しているように思われる。

以下、第1章では、M政策の理論的側面を分析し、第2章では、欧米主要国の実際のM政策の経験を記録するという意味で、M target 公表政策に重点を置きつつやや詳しく記述する。

なお本稿は、昭和54年度春期金融学会（54年5月）での報告に加筆し取りまとめたものである。

## 2. M重視の金融政策の理論的位置づけ

### (1) 2段階接近法のフレームワーク— Mの重視 — (概念)

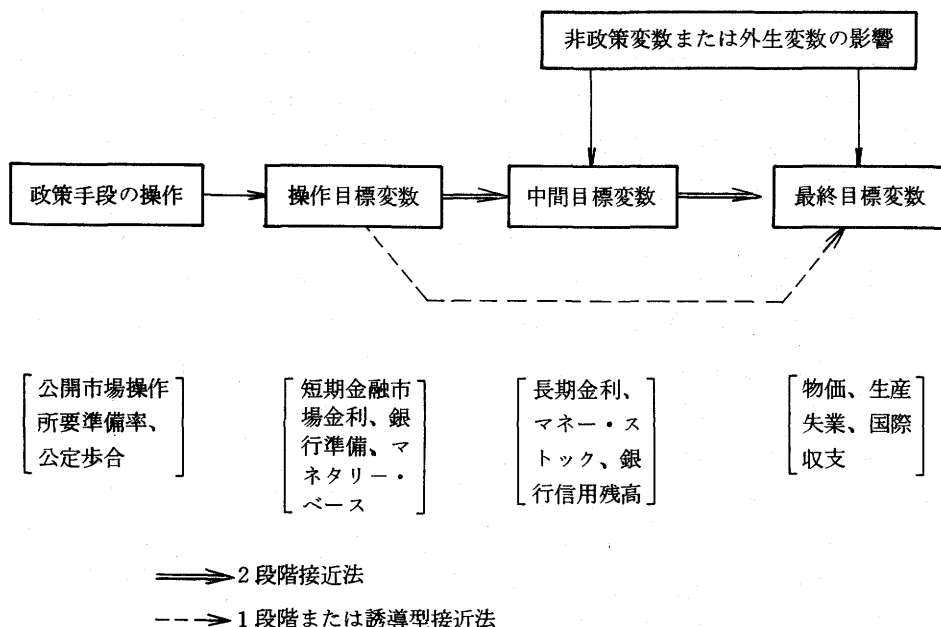
現在の金融政策の運営方法は一般に「2段階接近法」(two-stage approach<または procedure>)としてとらえられることが多い。これは下図のように、「通貨当局が直接動かすことのできる操作目標（operating target）と最終目標との間に中間目標（intermediate target）を介させ、操作目標→中間目標、中間目標→最終目標という2段階構えで政策運営をしている」と受けとめられていることによる（B. Friedman は前者の行程を tactics level、後者を strategy level と呼んでいる）。

各々の変数について簡単に説明すると、最終目標変数は言うまでもなく物価、生産、雇用等であるが、そこで問題となるのは、最終目標の相互の間の関係である。今日では、物価安定と経済成長とが強いトレード・オフ（右下のフィリップス・カーブ）の関係にあるのはごく短期の一時的姿であり、

長期的にはむしろ物価の安定が息の長い成長のために必要だ、ということでは各国政策当局やエコノミストの間ではほぼ意見の一致をみているところである。次に、中間目標変数としては、Mや長期

金利などが考えられ、また中間目標変数をコントロールするための日々の操作目標変数としては、当局が直接動かす銀行準備や短期金融市場金利などがこれに該当する。

金融政策の伝達経路—「2段階接近法」のフレームワーク



(経緯)

ところで、こうした中間目標変数を介在させた2段階の政策運営は何故必要とされるのであろうか。経済構造は本来複雑であり、また外的な環境の変化や各経済主体の行動様式の変化が絶えず生じているため、政策の効果が最終目標変数に常に同じように波及する保証はなく、したがって政策効果の予測が難しい。ところが、1950年代から60年代前半にかけては各国経済が順調に拡大し、加えて外的攪乱要因が比較的少なかったことから、政策手段を操作することによって直接的に最終目標

変数を最適な状態に誘導(操作変数→最終目標変数)しうる、といったいわゆる最適化政策(optimization policy)の考え方(例えば、Tinbergen [36]、Theil [37]、Brainardらによって主張された)が一世を風靡した。optimization policyの考え方は、経済に不確実な要素が存在することを認めながらも、それは無視しうる程度であり明示的に考える必要はないとの立場を採っていたように思われる。

しかし、1960年代半になると fine tuning policyの行詰まりが表面化、民間経済主体の先行きの経済情勢に対

する見方にもかなりの跛行性がみられるようになってきた。その結果、こうした不確実な要素を explicit に考慮に入れた政策運営が必要との認識が高まり、Karl Brunner と Alan Meltzer [9] [10] などから最適化政策に対する強い批判が出された。彼らは、①経済構造は複雑で政策効果の波及経路については分からない点が多い、②政策発動からその効果が最終目標変数に伝達されるまでの time lag はかなり不安定で政策発動段階では的確には分からない、という点を重視する。こうした状態を「不確実性」と呼べば、不確実性下においては政策手段と最終目標である実体経済変数との間に、両者の関係をチェックする指標が介在することが望ましいということになる。

この場合、彼らは target と indica-

tor という 2 つの概念<sup>(注1)</sup>を用いているが、target 変数は当局が日々の政策運営上で guide として利用すべき変数、つまり、本章のタームでは「操作目標変数」であるのに対し、indicatorの方は、最終目標変数への政策効果波及の相対的な強さの程度を示す signal の役割を果す変数と考えられている。彼らが重視したのは indicator の方で、その目的は、政策発動の効果が正しく実体経済に波及しているかを check することにあったと言える。<sup>(注2)</sup>こうした indicator 変数は、本章のタームでの「中間目標変数」とほぼ等しく、彼らの indicator を介在させた政策運営という主張は、前述の「2段階接近法」の枠組みとほぼ同じものであったといえる。<sup>(注3)(注4)</sup>

(2) 中間目標としての M の金利に対する優

(注1) Brunner = Meltzer [9] による indicator 等の定義

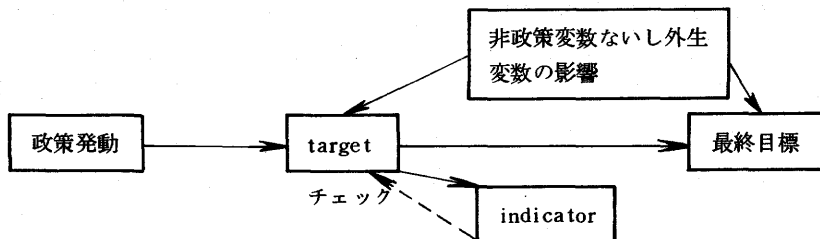
◦ indicator

the term "indicator"…… (中略)…… is an index that ranks the comparative thrust of policy actions on social goals. In other words, an indicator of monetary policy would measure whether policy X is easier or tighter than policy Y.

◦ target

a target variable is one whose value is to guide the continuous adjustment of policy actions.

(注2) Brunner = Meltzer の金融政策のフレームワーク



(注3) Brunner = Meltzer では indicator は signal としてみなされていたのに対し、今日の2段階接近法では政策運営により達成すべき目標値として設定されている点で若干改まったかたちとなっている。

位性

今日の欧米主要国の金融政策運営は、達観すれば次の3点から構成されていると言えよう。

- ① マネーサプライ (M) を中間目標 (ないし indicator) として用いる…「M 重視政策」と呼ぶ。
- ② fine tuning を排し、M 増加率の変化をなだらかにするような政策運営を図る……これを「gradualism」と呼ぶ。
- ③ M 増加率の target を設定・公表する……これを「M target 公表政策」と呼ぶ。

(中間目標の要件)

中間目標として考える金融変数は大別すると金利と量的金融変数 — 代表的なものは M — になるが、金利と M のいずれを中間目標として選択するかがここでのテーマである。Brunner = Meltzer などによる議論の発展によって、中間目標の適格要件は、一般に次の4点にあると考えられている。

- i) 経済構造に関する知識は不完全であるとしても中間目標変数と最終目標変数との間に密接な関係があることが経験的に分っている。
- ii) 最終目標変数から中間目標変数へのフィードバックの影響が少なく、中間目標変数から最終目標変数へ向

つての影響が強い (時間的に、中間目標変数の動きが先行することとも関連)。

- iii) 中央銀行が操作目標 (operating target) 変数の操作を通じて中間目標変数を十分コントロールできる。
- iv) 情報入手の time lag が短くかつ統計が整備されている。

以下 M と金利との中間目標としての優劣を、主に i)、ii) の点について検討するが、それに先立ちまず技術的な問題である iii)、iv) について簡単に触れておく。

まず、iii) の M と金利のコントローラビリティの問題については、M のコントロールは金利の急激な変動の回避といった制約や通貨間の思わざる需要シフトなどによって短期的には難しい点があるとしても、policy relevant な期間 (たとえば数か月間) をとった場合には、十分コントロール可能であるし、それで良いと考えられている (付-2 参照)。これに対し、金利のコントロールはより困難と考えられている。すなわち、ある期間内 (短期) においては、金利水準全体を政策的にある程度動かすことはできようが、後述するように今日では市場の金利水準は先行きの予想インフレ率を織込んで形成される面が強いと考えられ、したがって人

---

(注4) こうした「2段階接近法」に対しては批判もないわけではない。その先鋒をきっているのが Benjamin Friedman [18] [19] である。彼は、中間目標に特定のものを設定し、それをあたかも最終目標であるかのようにその実現を図っていくことは misleading であり、「不確実な状況下であるが故に、得られる全ての情報を重視した政策運営を図れ (look at everything)」と主張する。しかし、こうした批判は、(付-1) で述べるように通貨当局は中間目標として選んだ特定の金融変数の目標値達成のみを考えているわけではなく、2段階アプローチといえども政策運営を考える場合の大きな枠組みに過ぎぬ点を考えればあまりの的を得たものとは言い難い。

々の先々の予想インフレ率をコントロールすることができない限り、金利水準を意のままにコントロールすることは難しいと考えられている（M.Friedman [20] は「金利と失業率の水準は釘付けできない」と指摘）。

次に、iv) の統計情報の速報性、整備の点では、Mは金利よりもやや劣っているとみられる。M統計の整備はかなり改善されつつあるとはいえなお問題が多い。例えば、米国では連邦準備制度非加盟銀行の統計（年4回しか正確なものごとれない）を推計で補った速報データ（週報）は誤差が非常に大きいし、また他の国々でも月次データが入手できるのみで、しかも1~2か月の遅れがあるのが普通である。これに対し、金利とくに短期市場金利や債券利回りなどについては、日々刻々、正確なデータが入手でき速報性・正確性の面で優っている。

それでは、i) ii) の最終目標変数と中間目標変数との関係について述べる。

その場合、中間目標変数として金利ではなくMが選ばれるのは、金利を選ぶと政策運営上次のような欠陥が生じ易いと考えられるからである。

- ① 金利は景気循環に対して pro-cyclical な signal を出す。
- ② 金利はインフレ期待によって変動

し易い。

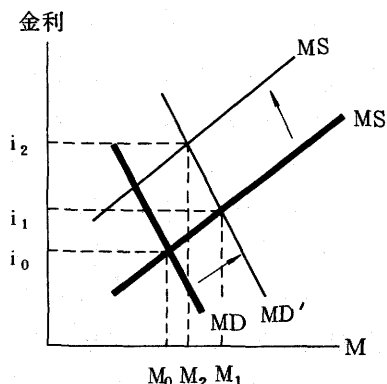
まず①の点につき、Brunner = Meltzer [9] にしたがって説明しよう。

例えば、景気上昇局面で引締め政策がとられたとすると、通貨供給関数は上方にシフト（下図、 $MS \rightarrow MS'$ ）するが、一方、景気上昇に伴う实体经济活動の活発化や企業マインドの強化等によって通貨需要関数も上方にシフト（ $MD \rightarrow MD'$ ）している場合が多い。<sup>(注5)</sup>この場合、 $MS \rightarrow MS'$ 、 $MD \rightarrow MD'$  の双方のシフトが金利上昇をもたらすので、当局は引締め効果（図中  $i_1 \rightarrow i_2$ ）と需要増加効果（ $i_0 \rightarrow i_1$ ）のいずれによって金利が上昇したのか判別できないこととなる。<sup>(注6)</sup>当局が金利を indicator として選び、金利の上昇（下降）の程度によって金融の引締め（緩和）の状況を判断するとすると、金利の大幅上昇が、通貨需要の増大によって生じている場合にも、当局は往々にして金融を逼迫させすぎたと受けとめ、引締めの強さを緩めようとしがちである。これに対し、Mを indicator に選んでいけば、Mの増加は通貨需要のシフト（ $MD \rightarrow MD'$ ）によるか、引締めの度合いが足りないか（ $MS \rightarrow MS'$ ）のいずれによるものであれ、M増加に対処して金融を一層引締め気味に運営しようとする。したがって、景気過熱を未然に防ぐという観点からすれば、M indi-

(注5) Brunner = Meltzer は、景気循環によって通貨需要曲線がシフトし、需要要因から金利、Mが変化することを cyclical effect と呼んでいる。

(注6) 中央銀行エコノミストの中にもこうした点を指摘する向きは多い。例えば、ブンデスバンクの H. Bockelmann 前調査局長（現統計局長）は、「金利については、借入需要拡張の効果と金融政策の引締め効果が同方向に働いてしまうので、金利が急騰した場合に借入需要の増え過ぎが原因か、過度の引締めが原因か判別しにくいという問題がある」[8]と指摘している。

catorの方が誤りが少なく安全である。



次に②の金利のインフレ期待による変動に伴う中間目標としての欠点について述べる。これは、通常フィッシャー効果 (Fisher's effect) と呼ばれる現象、すなわち、名目金利がインフレ予想を織込んで形成されるという点に関する問題である。実際に観察される金利は名目金利であるが、生産・雇用水準等に影響するのはこれから予想インフレ率を控除した予想実質金利である (予想実質金利 = 名目金利 - 予想インフレ率)。この予想実質金利は観察不可能なので名目金利からその動きを推測せざるをえない。しかし、予想インフレ率が民間経済主体の期待形成の如何で変動するため、予想実質金利と名目金利とが平行に動くという保証はなく、とくに、予想インフレ率が

大きく変動し易いような局面では、名目金利をみて政策を行っている、実体面へ及ぼしている政策効果の強さを見誤る惧れがある<sup>(注7)</sup>

(Poole の議論の評価)

こうした indicator の選択の問題について W. Poole [32] の考え方があり、よく引合いに出されるので若干触れておく必要がある。Poole の議論は、IS 曲線、LM 曲線いずれの安定度 (各々の曲線のシフトの可能性によって決まる) が高いかによって M か金利のいずれが indicator として優れているかを選ぶとするもので、LM 曲線の方が IS 曲線よりも安定的である場合に限り M が中間目標として金利よりも優れているというものであり、常に M を中間目標として選ぶべきではないということになる。また、Poole は、IS、LM 曲線の相対的な安定度は可変的であり、いずれか一方を固定的に indicator とするのは適当でなく、M と金利とを組合せ望ましい所得を実現していく方法 (combination policy) が望ましいとしている<sup>(注8)</sup>

こうした Poole の説明は、今日でも学界でかなり広く受け入れられているが、これには若干 misleading な点もあるように思われる。それは、Hicks =

(注7) 例えば E. Fama や M. Feldstein らの研究のように名目金利の動きは予想インフレ率の動きとほぼ 1 対 1 に対応したもので予想実質金利は一定であるとの主張もみられる。

M. Feldstein = L. Summers の実証結果 [16] (米国例)

$$i_t = 2.9 + 0.94 P_t e$$

(10.4)

計測期間	1954 I ~ 1976 IV	$i$ …… 社債利回り (10年)
$R^2$	= 0.53	$P_e$ …… 予想インフレ率
D.W.	= 0.13	(ARIMAモデルで推計)

Hansen 流の IS=LM モデルは、物価変動の問題を明示的に考慮していないため、名目と実質との区別がなされておらず、したがって先に述べた Fisher's effect、つまり予想インフレ率を織込んで金利が変動することは一切考慮していない点である。

したがって、物価の問題も含めて考えていくためには、金利決定における期待の役割を考慮していくことが必要で、Pooleのフレームワークに基づいて政策の運営方法を判断しようとするにはやや無理があると言えよう (Fisher's effect を考慮に入れたとき

には前述のように金利は中間目標としてはふさわしくないことが多い)。

なお、Mと金利のいずれか一方に固執することは好ましくないとするPooleの見解を基本的に支持しているエコノミストとして、B.Friedman、Warren Smith [34]、Thomas Mayerらが挙げられるが、このうち T. Mayer [28] は、「IS、LM曲線の相対的安定度が不明な状況下では、Mと金利のいずれか一方に固執すべきではないが、FED(米国連銀)は伝統的に金利の安定を希求する性癖があり、金利の安定は殊更重視しなくても確保されよう。したがっ

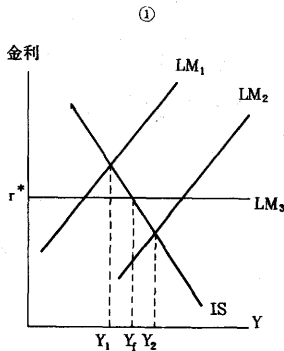
(注8) Pooleの議論の概略は以下のとおり

$$\text{モデル: } \begin{cases} \text{IS関数} & Y = a_0 + a_1 i + u \\ \text{LM関数} & M = b_0 + b_1 Y + b_2 i + v \end{cases}$$

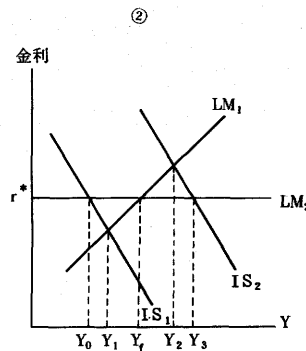
$$\begin{cases} Y \cdots \cdots \text{所得} & i \cdots \cdots \text{金利} \\ M \cdots \cdots \text{マネーサプライ} & u, v \cdots \cdots \text{攪乱項} \end{cases}$$

考え方: 望ましい所得  $Y^*$  と期待所得  $Y$  との差の2乗を損失関数 (loss function)  $L = E(Y - Y^*)^2$  とし、金利を望ましいレベル  $i^*$  に固定した場合の損失を  $L_i$ 、 $M$  を望ましいレベルで固定した場合の損失を  $L_M$  とした場合の相対的大きさを比較して小さい方が望ましいとするもの。

下図で、①は通貨需給面いわゆる LM 曲線が不安定でシフトし易い局面、②は支出面いわゆる IS 曲線が不安定でシフトし易い局面が描かれているが、この場合、①では金利を、②では  $M$  を中間目標とした方が望ましいことが導かれる。



①  
 $i$  中間目標  $\cdots \cdots Y = Y^*$   
 $M$  "  $\cdots \cdots Y = Y_1 \sim Y_2$   
 したがって金利を中間目標とした方が better



②  
 $i$  中間目標  $\cdots \cdots Y = Y_0 \sim Y_3$   
 $M$  "  $\cdots \cdots Y = Y_1 \sim Y_2$   
 したがって  $M$  を中間目標とした方が better



て中間目標を仮に設定するとすれば、バランスを保つうえでMを選ぶ方が望ましい」と主張している。

以上の検討から、不確実性下においては、中間目標（ないし indicator）としては、一般に金利よりもMが優れていると考えられる。ただ、これまでの論点は、金利よりもMをにらんでいた方が間違いが少ないといった消極的なものであるが、同時にM重視の考えは、最終目標である物価安定のためにはMの適切なコントロールが不可欠である、という積極的な論点を含んでいることはいままでもない。インフレの原因については過去様々な議論が展開されてきたが、経済学者の間では、長期的にはインフレは「貨幣的現象」であること、つまり「持続的なMの過剰供給なくしては持続的なインフレは生じない」ということについて合意があるといっている。例えば、石油制約などのサプライ・ショック等により、ある程度の物価上昇は避けられない局面があるとしても、Mの供給が適正であれば、インフレマインドの拡大を防ぎつつ相対価格の

変化に伴う需給の調整過程を経て、<sup>(注9)</sup>インフレを最小限にとどめることができると考えられている。

### (3) 漸進的なM供給政策 (gradualism)

M供給の急激な変動を避け、安定的なM供給を目指すという考え方 (gradualism) は、今日の金融政策運営の第2の特徴である。このような考え方は、景気変動に対して counter-cyclical に政策を発動（金利やMを動かす）し、景気変動の波を小さくしようとしたいわゆる fine tuning policy は、却って景気振幅を大きくしがちであるとの反省から生まれてきたものであり、今日では各国で広く受け容れられている。<sup>(注10)</sup> こうした fine tuning policy に対する批判、すなわち gradualism の提唱は、学界では主に2つの観点 — ①政策効果が最終目標変数に及ぶまでの lag を巡る実証研究、②期待形成理論 — からなされてきた。  
(政策効果波及のラグ)

政策効果が最終目標変数に現われるまでの time lag を巡る実証研究については一般に lag 論争というかたちで 1960年代前半から議論が戦わされてき

(注9) Mの供給および通貨の回転率が一定の下では、相対的に高くなった財・サービスから相対的に安くなった財・サービスへと需要がシフトし、需給環境が変化するので、全般的な価格水準はそれほど大きくかつ長くは上昇しない。ただし、財の代替性が乏しい必需品目（たとえば原油）の輸入価格が上昇したような場合、上記のような調整がスムーズに進まないことも十分考えられ、その場合には全体としての実質有効需要が減少しデフレ効果が作用しようが、それでも supportive なMの供給がなければ物価上昇は最小限にとどまる筈である。また、短期的には、たとえMを厳格に抑制しても通貨の回転率の上昇によってインフレをファイナンスすることはありうるが、こうした形でのインフレは永続きはしないであろう。

(注10) この問題については、理論的にはM重視の政策と必ずしも直線的に結びつくものではないが、金融政策の運営を巡ってルールによるべきか裁量によるべきか (rule vs. discretion) という形で、マネタリストとケインジアンとの間で論争（マネタリストは rule あるいは安定的供給を支持）が行われ、またM重視政策が主としてマネタリストによって推進されたこともあって歴史的にはルールによる政策とM重視政策とは一体のものと考えられてきた。

た。論争の引き金となったのは、M. FriedmanとA.Schwartzの実証研究に基づいた「金融政策の実体経済に及ぶ効果示現のtime lagは長くかつ不安定 (long and variable)である」との主張[21]であり、その後M.FriedmanとJ.Culbertsonの有名な論争、さらに、Kareken、Solow、Mayerらが各々実証結果を掲げて論陣を張った。周知のように政策効果のtime lagには政策発動の必要を認識してから発動に至るまでの内部的lagと、発動してから効果が最終目標に及ぶまでの外部的lag (structural lag、operational lagとも呼称)とがあるが、ここで問題とされるのは主として後者である。彼らの主張を要約すると次のとおりである。

M.Friedman and A.Schwartz[21]

過去18回の景気循環についてみると、平均してMの増加率のピークと景気のピークとの間には5四半期のtime lagが、またボトム同士では4四半期のtime lagが観察される。しかもその分散は著しく大きく、Mと景気循環との対応関係は不安定で長いものである。

J.Culbertson[12]

景気安定化 (contracyclical) 政策の効果は3~6か月と比較的短期に現われる。したがって、予防的政策を遅れずに実施すれば、政策が景気に対して不安定的に作用することはない。裁量政策華かなりし時代

において景気が安定的であったということは、time lagが短く安定していたことを示すものである。

Kareken and Solow[23]

金融政策の効果は、様々な部門に様々な速度で波及し、全体の効果が終了するのは非常に遅いが、主要な部門に波及するまでのtime lagはあまり長くなく2~3四半期である。これは、裁量政策が景気安定的に作用しうることを支持している。

T. Mayer [27]

金融政策の効果示現までのtime lagは著しく長い。Friedmanの主張しているlag期間は長過ぎるというこれまでのnon-monetaristの批判は正しくなく、現実にはlagはFriedmanが考えているよりむしろ長い。

St. Louisモデル、MPSモデル

政策効果が最終目標変数に波及するtime lagは、いずれのモデルでも出尽すのに3~5年を要し、また、効果が顕著に出てくるのは2年目以降である。

この問題については、未だ決着がついた訳ではなく、依然として議論が続けられているが、「一般にlag structureは予見不可能であり、短期的な景気安定化を図る政策 (たとえばfine tuning)は控えるべきである」(Hamburger(72年)、J. E. Tanner(79年)など)<sup>(注11)</sup>といった点ではほぼコンセンサスが形成されつつある。

(注11) M. Hamburger[24]

Mから所得への効果波及のlagは、Mに如何なる種類のものを選ぶかということにも依存するが、lagの長さ、lagの分布構造 (lag structure)は一般に不安定で、当局が的確に予測

(期待形成理論)

次に、最近では期待形成に関する理論の立場から、fine tuning policyには限界があり、gradualismが望ましいと指摘されるようになってきた。最近の期待形成に関する理論の中で、特に脚光を浴びているのは、合理的期待形成仮説 (Rational Expectation Hypothesis) であるが、その考え方のエッセンスは、個々の経済主体は各時点で入手可能な情報を最大限活用して最適な予測を行おうとし、そうした予測に基づいて行動するということである。<sup>(注12)</sup>

こうした合理的期待仮説の立場から導き出される policy implication は、シカゴ学派系の人達とMITやハーバード系の人達とでニュアンスが異っている。R. Lucas、R. Barro [7]、T. Sargent = N. Wallace [33] らのシカゴ学派系の見解・提言はほぼ次のとおりである。

「Mの増加は究極的にはインフレの上昇に繋る」という命題を人々が認識するに至れば、M増加率の上昇が予想されている限り、裁量的な金融政策はインフレの上昇をもたらすのみで、景気浮揚効果を持たない。予想外のM増

加率のみが実物面に影響をもたらさるが、そのような人々の予想の裏をかきような抜き打ち的な政策もいずれ民間に看取されるので、予想外にMを動かすような政策の有効性も永続きしない。つまり、裁量的な金融政策の効果は、甚だ限定されたものとなる。さらに資源配分上の観点からも裁量政策は市場に余計な noise を与えることとなり望ましくない。したがって、counter-cyclical に頻繁に政策を変更することは望ましくなく、例えばM. Friedmanが主張するように、M増加率を固定するなど民間に分り易い機械的な政策ルールを採用すべきである、との主張である。

これに対し、R. Gordon [22]、S. Fischer [17]、G. Woglom [38] らMIT、ハーバード系の人達は合理的期待仮説の立場をとりながらも、政策提言については、①通貨当局と民間とは異なる行動目的や行動能力をもつ<sup>(注13)</sup>②当局は民間より優れた情報もちうる、ことを主な拠りどころとして、機械的なM供給ルールには反対し、最小限の自由裁量政策は必要であると主張する。もっとも、その場合にも、60年代のような fine tuning に対しては、市場

することは不可能である。

J. E. Tanner [35]

Mから所得への効果波及については、景気循環局面、金融引締め・緩和局面の如何によって lag の長さ、効果の大きさが異なる。たとえば、緩和政策の効果は概して lag が短い反面効果が小さく、引締め政策の効果は lag が長いかわりに効果が大きい。また、現在の lag 予測能力をもってしては裁量政策は实体经济のコントロールにとって有効な政策とは言えない。

(注12) 合理的期待形成仮説の詳細については白川方明 [1] 参照。

(注13) 例えば、通貨当局は、市場の安定性維持のため最後の貸手としての機能 (S. Fischer は last resort function と呼称) を果しているが、この役割を民間に期待することは無理だといっている。また、G. Woglom も次のように述べている。

メカニズムに余計な noise を与えたとして批判的態度をとっている。<sup>(注14)</sup>

(4) M目標値公表の考え方 (M target 公表政策)

今日の欧米主要国の金融政策運営の特徴点の第3は、中間目標であるMの目標値 (target) を公表する点である。この問題は、次章でみるように政治・社会的な思惑が絡んだいわば political economy の性格が強いが、理論的な観点からは次の2点が重要である。

- ① 当局のM target 遵守の決意の表明が、民間の期待形成に直接働きかけ、インフレ期待の払拭・物価の安定に役立つ。
- ② 情報提供により、市場の資源配分機能の効率化に資する。  
まず、①については予想インフレ率を

明示的に組込んだ総供給関数を想定した場合、M target の公表は物価の安定に役立つことが指摘されている。<sup>(注15)</sup> もちろん、現実の予想インフレ率の形成過程は、M増加率の上昇が直ちに期待インフレ率の上昇に繋るといった直線的なものとは限らないが、M target の公表は、一般に target が守られるという期待がある限り、<sup>(注16)</sup> インフレ期待の安定化、ひいては物価の安定化に役立つと考えられる。

②については、R. Barro [7] らの見解が注目される。すなわち、彼等によれば、民間経済主体にとって有益な情報が多いほど市場の資源配分機能の効率は上昇すると<sup>(注17)</sup> 考えられている。将来のM増加率の動向は、将来のインフレ率の予測、相対価格変化の把握にとって重要な情報であるので、M target の公表は、

---

Rational expectations imply that the actions of the private sector are not independent of monetary policy. They also imply that the private sector is not entirely impotent in offsetting the effects of systematic shocks to the economy. However, our analysis has shown that there are still differences between what the private sector is capable of doing and willing to do, and what the Fed is capable of doing. These differences provide a reason for a systematic monetary policy and also imply that Friedman's X percent growth rule is not optimal even when expectations are rational.

(G. Woglom [38])

- (注14) Overall, there is not an overwhelming case on either side (rule or discretionary policy). On balance, I believe the case for discretion is slightly stronger, provided the Fed is made more accountable for its actions.

(S. Fischer [17])

- (注15) 例えば、R. Dornbusch = S. Fischer [15]によれば、次のように説明される。  
(モデル)

総供給関数 (AS) ……生産と物価との関係を一般化したかたちで表わしたもので、価格上昇についての予想が現実のインフレ率 $(\pi)$ に catch up するまでは需要超過があると思ひ、均衡水準 (たとえば自然失業率) を超えて生産がなされるというものである。

$$Y = Y_p + \beta \cdot \varepsilon (\pi - \pi^*) \text{ または } \pi = \pi^* + \alpha \cdot \varepsilon' (Y - Y_p)$$

総需要関数 (AD) ……総支出関数とも呼ばれる。一般に独立支出とMによって規定されると考えられる。

$$Y = Y_{-1} + r f + \phi (\dot{M} - \pi) \text{ または } Y = r' A + r \frac{M}{P}$$

市場の資源配分機能の効率化に役立つものとみられている。

### 3. 欧米主要国におけるM政策運営の実情

本章では、欧米主要国、主として米、英、西独、フランス、カナダ、スイス6か国のM政策運営の実情についてやや詳しく述べる。なお、ここではM target 公表政策に重点をおいて検討する。

#### (1) M重視政策の歴史的経緯

主要国における戦後の金融政策の流れ

を大きく分けると、次の3つの時代に区分することができると思われる。

- ① 1950年代～1960年代初……信用のコストとアヴェイラビリティを重視する Credit View 的な考え方が支配的。
- ② 1960年代中～1970年代初……金利重視の政策から徐々にM重視政策に移行。
- ③ 1970年代中以降……M重視政策の定着とM target 公表政策の実施。

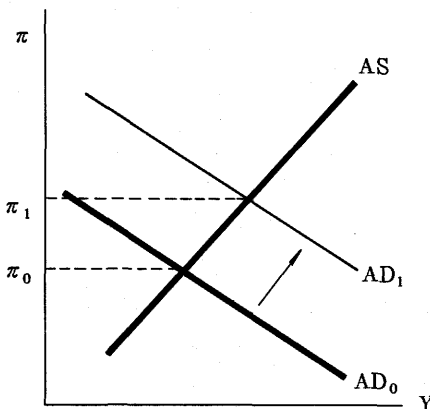
(記号注)

$\pi$ : 現実のインフレ率	$f$ : 財政赤字
$\pi^*$ : 予想インフレ率	$A$ : 独立支出
$Y$ : 実質所得 (または生産)	$\dot{M}$ : Mの増加率
$Y_p$ : 長期均衡に見合う実質所得	$P$ : 物価水準

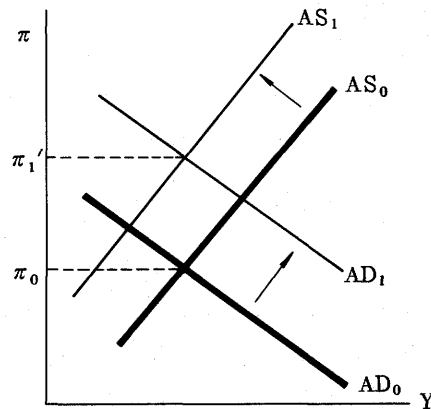
(説明)

こうしたモデル体系の下で、M target を公表し、その target が遵守され、かつ target が遵守されている限りインフレ率は上昇しないという期待がある場合には、一時的に現実のMが上昇してもいずれ target に戻ると考えられるので  $\pi^*$  の上昇は抑えられ、AS 関数の左方シフトは生ぜず、インフレ率は公表しない場合に比べて低く抑えられる(図中  $\pi_1 < \pi_1'$ )。

(M目標値を公表した場合)



(M目標値を公表しない場合)



(注16) 逆に target が守られないような事態が続くと、次章でみるように民間の反応が過剰に現われ、却って物価の不安定化に繋るケースがみられる。

(注17) こうした考え方は、米国では今日かなり受け容れられており、政策に関する情報の公開 (disclosure) を求める動きには、ここで挙げたような市場メカニズムの機能向上にとって必要との見方が一つの背景になっているとされている。

(50年代の金融政策運営)

50年代の各国の金融政策の運営は、ドルを基軸とした国際管理通貨体制の下で成長優先の政策が採られ、通貨節度に対する関心は比較的薄かったと言っている。もっとも、この期間は、朝鮮戦争の一時期を除きインフレが焦眉の問題となる局面はなく、むしろ戦後の復興・成長が主要な政策課題であった。この間の金融政策運営にあたっては、伝統的な Credit View と呼ばれる考え方、つまり、「銀行信用のコストとアヴェイラビリティを通じて実体経済をコントロールする」(米国 FED の "Purposes and Functions" の第 1~3 版) という考え方が支配的であった。なお、当時は、金融変数と実体経済との間に、定量的な関係があることを想定して政策を行うという意識は比較的薄く、実体経済をみながらのいわば手探り (feel one's way) の政策運営がなされていたといえよう。

(60年代半以降70年代初にかけての政策運営)

60年代半以降の金融政策については、各国でインフレ傾向が次第に強まってきたことを主因に、従来の政策運営軌道の変更を迫られることとなった。こうした過程で M 重視政策がクローズアップされてくる訳であるが、その背景には、理論的な面からマネタリズムの影響が強まったことやマネタリズムに好意的な見解を有するエコノミストが、60年代末から70年代初にかけ政界・通貨当局の重要なポストを占めるようになったという事情も見逃せない。例えば、米国では、ニクソン政権下(69

年以降)、バーンズ FED 議長(70年 2月、バーンズは college でフリードマンを教えた経験あり)、シュルツ行政管理予算局長官(70年)等、マネタリストに近いエコノミストが政策決定の枢要ポストに就任した。とりわけ、バーンズが金利重視・M軽視の傾向があったマーチン前議長に代わったことが M 重視政策移行に大きく寄与したといわれている。また、ブイ・カナダ銀行総裁の登場(73年 2月)、英国のキャラハン労働党政権のヒーリー蔵相の就任(74年 3月)などもこうした M 重視論者の進出と目されている(西独は伝統的にブンデスバンクの権限が強く、かつプレツィング、クラーゼン、エミンガーいずれの総裁も通貨節度の遵守に熱心であった)。

実際の政策面では、金利重視政策がインフレの台頭とともに欠陥を露呈し、賃金コスト・インフレに対応すべく採用された所得政策も行詰りをみせる一方、M の過剰供給とインフレとの繋りが明確化するに至って、新しい政策の枠組みが必要とされ、M 重視政策が定着していったと言えよう。このうち、金利重視政策の行詰りについては、60年代後半以降のインフレの台頭(第 1 図参照)の過程でインフレ期待が強まり、名目金利と実質金利が大きく乖離するようになったため、金利が indicator としての機能を十分果たさなくなったことが主な原因である。<sup>(註18)</sup>

また、所得政策については、既に60年代初頭から英国をはじめ幾つかの国々で採られていたが、本格的に採用されたのは賃金上昇がインフレの主要因

と考えられるに至った60年代末以降のことである。<sup>(注19)</sup>しかし、当時の所得政策は、一方で放漫な財政・金融政策が採られたこともあって、所期の目的を果たせぬまま挫折をみるケースが多かった。

Mの過剰供給がインフレの主因であり、金融政策運営にあたりM管理が何よりも重要であるとの認識が広く定着するに至ったのは、後述するように73～74年の世界的高インフレの経験を経てからのことであるが、この間60年代末～70年代初の金融政策の運営ならびにM重視の歩みを各国別に簡単に振り返ってみると次のとおりである〔3〕〔5〕〔6〕(米・英・西独のM重視政策の歴史的経緯については末尾付表—1参照)。

#### <米 国>

##### ▼ 金融政策の運営

60年代後半は、golden sixtiesといわれた60年代前半までの良好な経済パフォーマンスが崩れ始め、景気・物価・国際収支の3面にらみの政策が採られた時期である。この間、政策発動タイミングのズレもあってしばしば景気変動の波が拡大、金融面でも66年央、69年年末～70年初の credit crunch や、67～68年の過度の緩和が発生した。

70年以降は、こうした反省から gradual policy がとられたが、71年8月から採られた新経済政策 (NEP) は所得政策によってインフレ抑制を図る一方、緩和的な財政・金融政策によって雇用拡大を進めるものであり、72年中は一応の成功を収めた<sup>(注20)</sup>ものの、低金利政策が結局はMの過剰供給をもたらし、73年以後のインフレに繋がったとされている。

##### ▼ 金融政策の運営目標

60年代後半の金融政策運営目標には、量的金融変数も導入されたものの、その目標値は至って緩いものであり、量的金融指標を重要視したものとは言い難い。Mが政策の実質的な運営目標として金利と並んで重視されるようになったのは70年初以降のことで、FOMCの記録をみると、この頃からMの誘導目標値が大雑把なかたちながら内部的に設定されている。ただし、73年末までは、フェデラル・ファンド・レートを中心とする短期金融市場情勢もほぼ同列的に扱われており、金利からM中心の政策運営に本格的に移行したのは74年以降のことである。

#### <西 独>

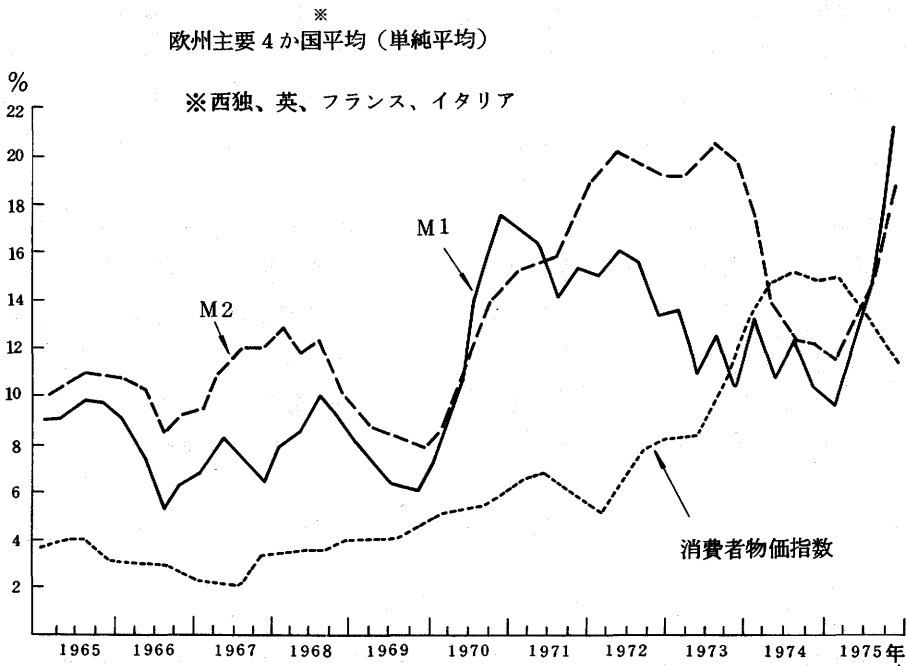
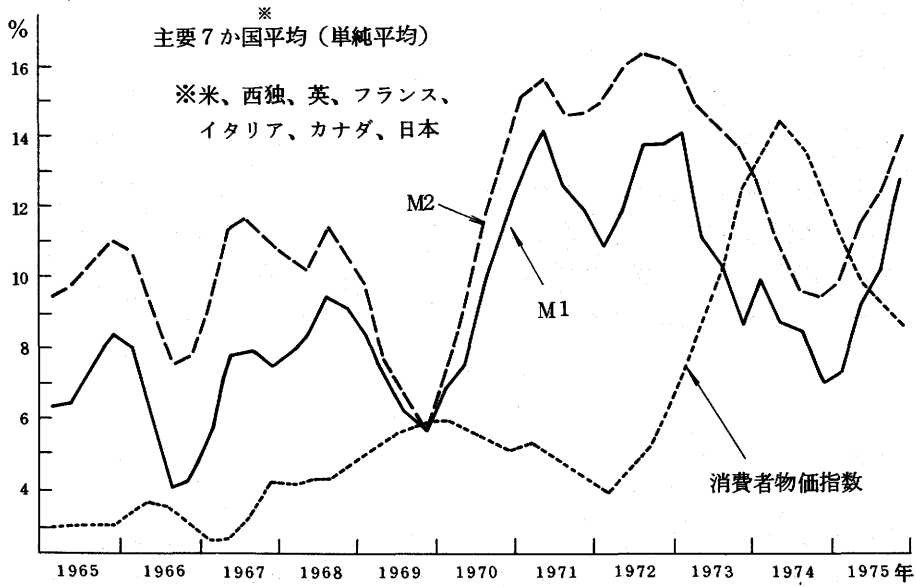
##### ▼ 金融政策の運営

(注18) 米国でインフレが顕現化してきた1968年、金融情勢判断に関して金利と準備指標が異ったシグナルを出し、この見方を巡りニューヨーク連銀とセントルイス連銀の間で見解が分かれた。結果は、FOMC(連邦公開市場委員会)で影響力の大きいニューヨーク連銀の見方が採択され、金利重視の政策が採られた。すなわち、高水準の金利は金融引締まりのシグナルとして受け止められ緩和政策が推進されることとなった。しかし、それが68年中の過大なM供給を招き69年のインフレをもたらしたということで、この政策判断は結果的には誤りであったと評価されている。

(注19) 国債価格支持要請から金利を通ずる引締め政策が思うようにとれなかったことも、直接的に物価を抑えこもうとした一つの動機であったと言われる(たとえば、英国、イタリアでは60年代末まで国債価格支持政策が採られてきた)。

(注20) ニクソンは72年中を振り返って「a very good year for the American Economy」と評した。

(第1図) マネーサプライ増加率と物価上昇率の推移(65~75年)



出所: OECD〔30〕

(注) マネーサプライ(季節変動調節済み)および消費者物価指数とも対前四半期比変動率の年率計数を3期移動平均したもの。マネーサプライ計数は1970年第4四半期における為替レートでのドル換算。消費者物価指数は1970年の個人消費額でウェイトづけされている。



2度の大戦後の高インフレの苦い経験からインフレに対する国民の警戒感が強く、さらに67年の「経済安定・成長促進法」成立もあり、物価安定が経済政策運営上とくに重視されてきた。70年代初のインフレ期についても、過剰流動性の吸収を先進国の中で最も早く実施（72年秋から本格的金融引締め、財政も73年以降これに積極的に協力）、このことが73～74年のインフレが他国に比べ軽微にとどまった主因とされる。

#### ▼ 金融政策の運営目標

ブンデスバンクは、従来（50年代以降）から金利安定よりは通貨節度を重視する傾向が強く、その場合の操作目標としては伝統的に銀行流動性（Bankenliquidität）という概念を用いてきた。もともと、この概念の内容は時代に応じて次のように変化してきた。まず、50年代から63年までは、銀行流動性として銀行の非借入準備（中央銀行預け金マイナス中央銀行信用）が用いられたが、64年からは所要準備は新たな信用創出につながるという考え方から除外される一方、金融市場証券と銀行の短期対外資産が加えられ、自由流動性準備（freie Liquiditätsreserve）という概念が導入された。その後、この銀行流動性ないし自由流動性準備という概念は、69年、73年に内容変更され、今日では、次の①～③の合計をもって定義されている。

- ① 過剰準備（中央銀行預け金マイナス所要準備）
- ② 国内金融市場証券（中央銀行による買戻し条件付きの大蔵省証券、割

引国庫債券等）

#### ③ 再割引枠未使用分

こうした自由流動性準備の管理を通じて間接的にマネーないし市中金融機関の与信活動をコントロールできるとのブンデスバンクの考え方は、西独の金融機関が伝統的に与信総額に対して一定水準の「自由流動性準備」を保有するという行動原理に準拠していた。ところが、70年代に入り国際金融市場が急速に拡大したことに伴い、こうした行動に変化が生じ、71～72年のユーロ・ドル大量流入期には、自由流動性準備が極めて僅少に抑えられたにもかかわらず信用拡張傾向が続くという事態がおこった。このため、ブンデスバンクは、73年春以降コール・レートの高騰（73年7～8月は瞬間40%台）もいとわず、自由流動性準備の水準を実質的にゼロ近くにまで引下げマネーの膨張を抑えるとともに、これまでの自由流動性準備に加えて「中央銀行通貨残高」（Zentralbank-Geldmenge）を内部的な「操作目標」として新たに採用した。この「中央銀行通貨残高」という概念は、市中流通現金と銀行の国内預金に対する所要支払準備との合計であり、銀行の過剰準備を含まないという点で「ハイパワード・マネー」とは異なり、現にあるマネーサプライの反映、速報性の高いM<sub>3</sub>の代理変数という性格が強い。

#### <英 国>

#### ▼ 金融政策の運営

50年代の stop and go 政策の反省から60年代以降、政策に計画性を導入（61年中期財政計画、62年中期経済計

画)、慎重な経済政策運営を標榜したものの、金融政策面では、成長優先・国債価格支持要請のため低金利政策の継続を余儀なくされ、金融引締めタイミングは往々にして遅れがちであった。また、60年代末のポンド危機に遭遇して、国債買支え＝低金利政策から脱却、さらに、70年代に入ってから、新金融調節方式(CCC)の導入(71年9月)を図り、金利自由化、金利メカニズムの活用によってMの適切な管理を目指すこととしたが、実際の政策運営については、折柄のスタグフレーションに対しヒース政権が成長優先の政策をとったため、流動性管理が所期の効果を挙げえず、72～73年にはMは急増をみるに至った。

#### ▼ 金融政策の運営目標

60年代を通じ長・短期の金利水準が運営目標として重視されたが、60年代末にIMFからの借款を受けるに当り国内の流動性の膨張を防ぐことが要請され、量的指標が重視されるようになった。また、71年のCCCの実施によってM重視が明確化されたが、前述のように理念と実際との間には大きなギャップがあった。現実にはMが重視されるようになったのは高インフレを経験した74年以降のことであった。

<フランス>

#### ▼ 金融政策の運営

伝統的に成長優先志向が強く、低金利政策への要請が根強いえ金利体系が複雑で市場の閉鎖性が強いこともあ

り、金利機能を活かした金融政策運営は一般的でなく、市中貸出増加額規制を<sup>(注21)</sup>中心とする直接規制によって流動性のコントロールが図られた。71～72年のM急増に対しても、対応が遅れた(公定歩合引上げが遅れ、73年中央降従来の金利体系が逆転)といわれている。

#### ▼ 金融政策の運営目標

金利が硬直的で指標として十分機能しないため、銀行貸出量が重要な指標と考えられてきた。60年代末の一連の金融制度改革後は短期金利の変動を重視するようになったが、為替レートの安定化要請も強く、自由に金利を誘導できるといったかたちではなかった模様である。70年代に入り、短期資金の国際間移動・資金調達ルートの多様化などによって、銀行貸出のコントロールだけでは全体の流動性水準のコントロールが難しくなったこと、オペレーション操作の対象拡大・積極化によってM増加懸念が台頭してきたことから、次第にMが金融政策の運営目標として重視されるようになった。

#### (2) M target 公表政策への移行

(内部的なM target の設定)

以上でみてきたように、60年代後半から70年代初にかけ主要先進国においては、通貨量、マネタリー・ベース、銀行準備といった量的金融指標が金融政策運営上重要な指標として注目されるようになってきたが、それがいわゆる中間目標についての目標値設定という

(注21) 70年10月廃止、代って貸出準備率制度(71年2月)、同高率適用制度(72年12月)が導入された。

かたちの政策運営にまで発展していったのは、73～74年の世界的高インフレを経験してからのことである。周知のように、73～74年の高インフレは、ブレトン・ウッズ体制の崩壊後各国が国内の景気失速懸念などからリフレ的政策を採用（71～72年）したこと、穀物不作による農産物価格の急上昇（73年初、74年央）、OPECの原油大幅値上げ（73年末）などの事情が重なって生じたものである。こうした諸要因のうち、後者の supply shock を当時のインフレの大きな要因とする向きもあったが、これに先行した 71～72年のMの過剰供給がインフレの素地を築いたことは明らかで、物価安定のためには適切なるMのコントロールが必要だ、との認識が急速に浸透していった。

こうした認識を背景に、各国中央銀行は、相次いでMの管理を重視する方針を打出した。すなわち、米国は74年1月以降公式に短期（向う2か月間）のM<sub>1</sub>、M<sub>2</sub> および銀行準備（民間一般預金対象準備<RPD>、72年1月から既に事後公表）とフェデラル・ファンド・レートの目標値を事後的に発表するとともに、これら短期の目標値とコンシステントな長期のMの目標値（向う6か月）を内部的に設定し、Mを通ずる実体経済のコントロールという方式を明確に打出した（米国におけるM

の長期目標値と短期目標値との関係については付-3参照）。また、EC諸国は、首脳会議でMの重視を確認、その線に沿って target を設定するに至った。しかし、こうしたM target 設定は、当初中央銀行内部の目標にとどまり、事前に対外的に公表するといつた今日のスタイルになるまでにはさらに1～2年を要した。

（M target 公表への切替えの直接の経緯）

上記のように、内部目標を設定したかたちの政策運営を1～2年続けた後、主要国は相次いで向う1年間のM target を事前に公表するに至った（第1表）。

ここで注目すべきは、各国とも中央銀行は総じて目標値公表に対して慎重で、むしろ公表に「熱心であったのは大抵の場合、政府または議会であった」（OECD [30]）ことである。中央銀行のこうした慎重な態度は①政府や圧力団体からの干渉等から金融政策運営の自由度が制約される惧れがある、② target の達成に不安があり、仮に達成されない場合には中央銀行の信認が低下する惧れがある、③ target 公表による民間経済主体の反応の予測が困難である、など政策当局として問題点が少なくないことを反映したものと見えよう。<sup>(注22)</sup>

（注22） 例えば、リチャードソン英蘭銀行総裁は、ヒーリー蔵相が議会でM targetを公表（76年7月）する僅か1か月前（76年6月）の講演で target 公表に対して次のように消極的な発言をしている。

「英国においても米国などと同様Mの増加目標値を設定すべきであるとの意見もあるが、英国の場合は対外面からくる攪乱要因など、目標値を設定しその達成を目指した政策運営を行うことを困難とする事情があるので、このような提案の採用は難しい。」

(第1表) 主要国におけるマネーサプライ目標値公表開始時期

	公表開始 <sup>(注)</sup> 時期	公表開始にあたってのマネーサプライ目標		
		種 類	期 間	目 標 値
イタリヤ	(不明)	総信用増加額	74/3 → 75/3	増加額 21.8兆リラ
西 独	74年末	中央銀行通貨	74年末 → 75年末	増加率 8 %
ス イ ス	75年初	M1	74/12 → 75/12	6 "
ス ペ イ ン	(不明)	M3	75/1 → 75/6	18(a) "
米 国	75/4	M1	75/3 → 76/3	5 - 7.5 "
		M2	"	8.5 - 10.5 "
		M3	"	10 - 12 "
カ ナ ダ	75年央	M1	75/4-6 → 76/4-6	10 - 15 "
英 国	76/6	M3	76/4 → 77/4	12 "
オーストラリア	(不明)	M3	76/6 → 77/6	10 - 12 "
フ ラ ン ス	76/10	M2	76/12 → 77/12	12.5 "
オ ラ ン ダ	(不明)	M2 国民所得	76年末 → 77~80年	水準 37(a) %

(a) 目標期間中に段階的な引下げを図る。

注) 原表には公表開始時期の欄がなかったが本文記事で補足。

出所: OECD[30]

こうした中央銀行当局の消極的姿勢にもかかわらず、結局M目標値の公表が相次いで行われた経緯については、各国区々であるが、敢えて類型化すると、次の3つに分けられよう。

イ. 米国・西独タイプ……政府・議会の要請。

ロ. カナダ・スイスタイプ……特定国への依存度の強い経済体質で、相手国がM target 公表に踏切ったことが大きなインパクト。

ハ. 英国・フランス・イタリアタイプ……国内インフレ・為替危機に伴う内外からの要請。インフレ総合対策の一環として政府が主導。各タイプに属する国々の事情をや

や詳しくみると次のとおり。

イ. 米国・西独では73年前後から引締めを強力に推進したところへ石油ショックも加わって74年初から景気後退が顕現、政府、議会筋は引締め緩和を望んだ。しかし、両国の中央銀行は政府からの独立性が強く、政府、議会筋は緩和策を中央銀行に押しつけることができなかったため、やむなく中央銀行の引締めブレーキをかける手段としてM target (Mの供給を増加させる方向) 公表を活用しようとした。<sup>(注23)</sup>このような動きもあって、中央銀行はM target の公表に当初慎重であったが、他方これは金

融政策の決意表明と財政赤字膨張の歯止めのためのよい機会でもありとみて、結局、西独が74年12月、米国が75年5月、公表に踏切ることとなった。

ロ. カナダでは、74年以降カナダ銀行総裁の記者会見、同年報でMを重視した政策を採っている旨を明らかにしていたが、米国がインフレの鎮静に向かった75年に至っても2桁インフレが続いたこと、対米ドル相場が低下してきていること、さらに米国で75年以降M targetが公表され、かかる政策が奏功しているように受止められたことなどから、75年の政府のインフレ抑制計画の発表を待って、カナダ銀行総裁がM目標値を公表した。カナダは、米国との経済協調を図る(追随する)傾向が従来から強く、米国がtarget公表に踏切ったことが公表政策をとった最も大きい要因であったとみられる。

スイスは、西独への経済依存が強く、従来から政策運営に当り西独との協調を図る傾向があった。したがって、西独が74年末にM target公表に踏切ったことがM

公表(75年初)のきっかけになったとみられる。

ハ. 英国では、2桁インフレの進行と為替レートの持続的低下から幾度となくポンド危機にさらされ、内・外からMの適切な管理を望む声が強かったが、一方で失業の増大、財政体質の悪化から思うようにMの抑制がなされない状況が続いた。しかし、他国のインフレが鎮静に向った75年以降も高率のインフレが続いたため、政府はインフレ克服が最優先課題であることを76年明確に打出すとともに、M target公表と所得政策を実施した。英蘭銀行自体は、必ずしもM targetの公表に積極的ではなかったが、財政支出の放漫化への歯止めとなることは期待できると考えていた模様である。

また、フランスの場合も、英国同様、深刻なインフレと為替レート低下圧力が75年まで続き、Mのコントロールのためには内部的にM targetを設定するだけでは不十分との声が高まり、76年9月のインフレ克服計画(いわゆるバル・プラン)の中でM targetが公表

---

(注23) 米国では、当時議会からのFEDの権限制限を含めたM供給増加提案が出された(プロクンマイヤー提案、ロイス提案、75年1~3月)。その内容は、各々「75年上期のMを最近の実績値よりも大幅に引上げるための適切な措置をFEDは講ずるべきである」「75年上期のMを年率6%以上にしよう金利引下げを図る」などを骨子としたものであった。また、これに先立ち、73年秋には、パットマンのFEDの機構縮小案が出されており、FEDの権限制限の動きが目立った。

また、西独では、政府サイドから金融緩和とブンデスバンクの強い権限に歯止めをかけるべく、M targetの公表が要請されている。とくに西独の場合、ブンデスバンク法で「通貨政策上の権限行使にあたって政府の指令を受けない」(同法12条)ことが謳われており、政府の干渉が及ばないことが問題とされた。

されることとなった。  
 (公表の狙いおよび公表の形式) ……末尾付表—2 参照

「インフレ抑制への当局の強い決意の表明」という点が、公表の最大の狙いとされている。一般的に長期的視点に立ってインフレ率を抑制していくという意図が強かったが、英国、イタリアでは当時深刻なインフレに悩まされていたこともあって、同時に当面のインフレ対策としての役割も担った。この他、英国・フランス・カナダでも、前述のように M target の公表が政府の経済政策の中でパッケージ・ディールとして取扱われ、「所得政策を側面から支援する」ことが期待された。また、所得政策を採用していない西独でも、M target 公表を賃上げ抑制のために役立てようという意図もあったといわれている。さらに、各国の中央銀行は、ほぼ一様に、「財政赤字膨張への歯止め」という点を狙いの一つと考えていたようである (M の供給限度を明確化することによって、国債の大量発行や財政支出の大幅拡大は crowding-out を惹き起す、という観点から財政赤字膨張に歯止めをかけようといった考え方)。

公表の主体・形式についてみると、前述の公表移行経緯の3つのタイプのうち、イ (米国・西独)、ロ (カナダ・スイス) については中央銀行がコミュニケを総裁講演という形で発表し、ハ (英国・フランス) については政府の経

済政策のパッケージ・ディールの一環として位置づけられていることから、政府が予算との絡みで発表するという形が採られていた。

○ 公表主体・場所	最初の公表	2回目以降の公表
米 国	FED 議長の議会証言	同 左
西 独	中央銀行理事会のコミュニケ発表	”
カナダ	中央銀行総裁の講演	中央銀行コミュニケ発表
スイス	不 明	中央銀行コミュニケ発表
英 国	蔵相の議会における財政演説	同 左
フランス	政府予算案決定の際政府が発表	”

(3) M target 公表政策の運営方法  
 (target とすべき M の選択)

各国中央銀行が target に選んでいる M の種類は第 2 表のとおりであるが、大別すると、①ハイパワード・マネー (HPM) の概念に近い中央銀行通貨 (西独<但し実体的には付表—3 にみるように③に近い>、スイス<75,76年と80年~>)、②現金通貨と要求払預金からなる狭義 M (米国、<sup>(注24)</sup>カナダ、スイス<75~78年まで>)、③準通

(注24) 米国は複数の M の target を公表しているが、伝統的に狭義の M<sub>1</sub> を重視してきた。80年2月のマネーサプライ統計の改訂に伴い、80年目標値は M<sub>1</sub> A、M<sub>1</sub> B、M<sub>2</sub>、M<sub>3</sub> の4種類について設定されたが、今後このうちどの指標が重視されていくかは未だ明らかではない。

(第2表)

各国のマネーサプライの定義一覧 (○印はマネタリー・ターゲットとして用いるもの)

国	指標名	内 容	国	指標名	内 容
米 国 (注1)	○ M <sub>1</sub> A	M <sub>1</sub> A = 現金通貨 + 商業銀行要求払預金 注1. 現金通貨は、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、取立未済切手手形、連銀フロートおよび外銀、外国公的機関からの預金を除く。	西ドイツ	M <sub>1</sub>	M <sub>1</sub> = 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 <sub>1</sub> B	M <sub>1</sub> B = M <sub>1</sub> A + NOW, ATS等その他決済勘定 (貯蓄金融機関分を含む)		M <sub>2</sub>	M <sub>2</sub> = M <sub>1</sub> + 1か月以上4年未満定期預金
	○ M <sub>2</sub>	M <sub>2</sub> = M <sub>1</sub> B + その他貯蓄預金 + 小口定期預金 + オーバーナイト RPs (商業銀行分) + オーバーナイト・ユーロ (加盟銀行カリブ支店分) + ミューチュアル・ファンド		M <sub>3</sub>	M <sub>3</sub> = M <sub>2</sub> + 短期貯蓄預金
	○ M <sub>3</sub>	M <sub>3</sub> = M <sub>2</sub> + ターム RPs + 大口定期預金	○ 中央銀行通貨	中央銀行通貨 = 流通現金 + 市中銀行国内債務に対し準備預金制度上義務づけられる中央銀行預け金 < 74年1月時点の準備率を基準 >	
	L	L = M <sub>3</sub> + ターム・ユーロ、BA, CP, TB, 貯蓄国債等流動資産	フランス	M <sub>1</sub>	M <sub>1</sub> = 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 <sub>1</sub>	M <sub>1</sub> = 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 <sub>2</sub>		M <sub>2</sub> = M <sub>1</sub> + 普通預金 (注1), 住宅貯蓄積立預金 (注1) + 定期預金 (注) + 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 <sub>2</sub>	なし	M <sub>3</sub>		M <sub>3</sub> = M <sub>2</sub> + 貯蓄金庫預金 + TB	
英 国	○ ポンド建て M <sub>3</sub>	ポンド建て M <sub>3</sub> = M <sub>1</sub> + 民間居住者ポンド建貯蓄性銀行預金 + 同ポンド建て割引商社預金 + 公共部門銀行預金	スイス (注2)	○ マネタリー・ベース (中央銀行通貨)	中央銀行通貨 = 流通現金 + 市中銀行の対中央銀行預け金
	M <sub>3</sub>	M <sub>3</sub> = ポンド建て M <sub>3</sub> + 民間居住者外貨建銀行預金		○ M <sub>1</sub>	M <sub>1</sub> = 流通現金 + 当座預金
	○ DCE	DCE = 銀行部門の対公共・民間信用供与 + 流通現金 + 海外部門の対公共信用供与 < 簡単には「DCE = マネーサプライ + 国際収支赤字」と定義される >		M <sub>2</sub>	M <sub>2</sub> = M <sub>1</sub> + 定期預金
				M <sub>3</sub>	M <sub>3</sub> = M <sub>2</sub> + 短期貯蓄預金
				○ M <sub>1</sub>	M <sub>1</sub> = 流通現金 + 当座預金
				M <sub>1</sub> B	M <sub>1</sub> B = M <sub>1</sub> + 振替可能預金
				M <sub>2</sub>	M <sub>2</sub> = M <sub>1</sub> B + 個人定期預金
				M <sub>3</sub>	M <sub>3</sub> = M <sub>2</sub> + 法人・その他定期預金

(注1) 連銀は80年2月にマネーサプライ統計の全面改訂を実施。参考までに旧統計の定義を示せば次のとおりである (やや詳細な新旧比較については付表-6参照)。

- 旧 M<sub>1</sub> = 現金通貨 + 商業銀行要求払預金 (外銀・外国公的機関からの預金を含む)
- 旧 M<sub>1</sub> プラス = 旧 M<sub>1</sub> + 商業銀行貯蓄預金 + 相互貯蓄銀行要求払預金 + NOW 勘定預金 + 信用組合出資証券
- 旧 M<sub>2</sub> = 旧 M<sub>1</sub> + 商業銀行定期 (除く大口 CD) ・貯蓄預金
- 旧 M<sub>3</sub> = 旧 M<sub>2</sub> + 相互貯蓄銀行預金 + 貯蓄貸付組合出資金
- 旧 M<sub>4</sub> = 旧 M<sub>2</sub> + 大口 CD
- 旧 M<sub>5</sub> = 旧 M<sub>3</sub> + 大口 CD
- 旧 M<sub>6</sub> = 旧 M<sub>5</sub> + TB + 貯蓄国債
- 旧 M<sub>7</sub> = 旧 M<sub>6</sub> + Commercial paper

(注2) スイスでは、75~78年までの目標値は M<sub>1</sub> ベース (75、76年は operating target としてマネタリー・ベース増加率も公表) であった。その後79年には目標値公表を取止めたが、80年からはマネタリー・ベース増加率 (12月は大きく変動するので、11月央の前年同期比) のみを目標値として公表するようになった。

貨をも含む広義M（英国、フランス）に整理される。targetとして何を選ぶかの基準としては、①moneynessの程度、②一般的な分かり易さ、③コントロールの容易さ、④データの整備状況（速報性、正確性、分析の容易性など）、⑤実体経済（とくに名目GNP）との統計的関係の安定性、などが考えられている。その場合、敢えて分類すれば、中央銀行通貨、狭義Mを選択する場合には、①、②が強調され、広義Mを選択する場合には、④、⑤が強調されているようである。<sup>(注25)</sup> また、一般的な傾向としては、金融資産の多様化や決済システムの発達などから、通貨と準通貨を切り離して考えることが困難となってきたため、次第に広義のMが望ましいと考えられるようになってきているようである。<sup>(注26)</sup> なお、各国のtargetとすべきMの選択の経緯・理由の詳細は、末尾付表-3のとおりである。（M targetの設定方法）……末尾付表-4参照

次に、M targetの設定方法につき、特徴点を整理すると次のようになるう。

イ. targetの算定方法は、大別し

てEC方式と米国方式とに分けられる。

ロ. 高インフレ下に導入されたため目標値を徐々に引下げていく（gradually decline）ことを企図したものが多（とくに米、英、カナダ）。

ハ. 算出根拠は、一般に発表されていない（76～77年に西独が公表したのは例外的）。

以下各々につき簡単に説明する。

イ. targetの算出方法

欧州の大半の国々はいわゆるEC方式を採用している。これは、1972年10月のEC蔵相会議で「通貨総量の増加率を1974年末までに実質GNPの伸びに抑制目標とされるインフレ率を加えた水準にまで引下げる」との決議の考えを踏襲したものである。勿論、西独のように通貨回転率の変化を明示的に考慮したものもあり、英国でも基本的には「名目成長率以下に抑える」（リチャードソン総裁76年10月）考えをとりながら、計量モデルや積上げ手法により通貨の流通速度の変化を考慮に入れている。<sup>(注27)</sup>

(注25) ③のコントロールの容易性については、一般には預金間シフトによる攪乱の少ない広義Mの方が優れていると思われるが、カナダでは逆に考えられており、必ずしも考え方は一様でないようである。

(注26) 例えば、米国では、最近M<sub>1</sub>データの信頼性の低下という理由にもよるが、M<sub>2</sub>も同等に重視されるようになってきているほか、中央銀行通貨の目標値を公表している西独でも、実際は中央銀行通貨に反映されるM<sub>3</sub>の動きを重視している。

(注27) EC方式を記号で表わせば次のようになる。

$$\text{EC方式} \quad \dot{M}^* \leq \dot{y} + \dot{p}^*$$

$$\text{西独方式} \quad \dot{M}^* = \dot{y}_p + \dot{p}^* + \dot{c} - \dot{v}$$

$$\left( \begin{array}{ll} \dot{M}^* & \dots \text{M増加率 target} \\ \dot{y} & \dots \text{予想実質成長率} \\ \dot{y}_p & \dots \text{予想潜在成長率} \\ \dot{p}^* & \dots \text{抑制目標とする物価上昇率} \\ \dot{c} & \dots \text{設備稼働率の上昇} \\ \dot{v} & \dots \text{通貨流通速度の上昇} \end{array} \right)$$



一方、米国では、第2図のようにFOMCスタッフが中心となって大型の計量モデル(MPSモデル、通称連銀モデル)を用いて計測した予測値と別途段階的な積上げ手法(judgemental methodと呼ばれている)による予測値とを併せ、マクロ経済・金融見通し案をFOMCに提出し、これをもとにM targetが決定されることになる。このように米国のM算定方式は、計量的モデルを用い様々な通貨需要に及ぼす要因を肌目細かく検討するという点で、一般にEC方式とは様相を異にすると受けとめられている。カナダは、名目GNP成長率に基本的な目途をおきながらも、通貨需要に及ぼす諸要因を明示的に考慮に入れようとする点で両者の中間的方式と言えよう。

もともと、EC方式を採用する国々でも、通貨需要に及ぼす所得以外の諸要因を重視しているし、米国の場合も計量モデルへの依存度が巷間伝えられるところよりも低い

ようであり、EC、米国両方式の相違は、一般に言われているほど、大きくないようである。

ロ. 目標値の漸進的引下げ

米国・カナダの公式声明に端的に窺われるように、M target公表に踏切るに当り、各国とも、「M増加目標値を徐々に引下げることにより物価上昇率を漸次低下させる」(ブイ・カナダ銀行総裁)ことを企図した。事実、米国・カナダ・英国・フランスでは、逐年、目標値は引下げられてきており、究極的に望ましいM増加率は、例えば「将来はM<sub>1</sub> targetを3%ぐらいにまで落とす」(バーンズ)という風に、かなり低い水準への引下げが公表当初から想定されていた。

ハ. 算出根拠の公表如何

算出根拠については、76~77年に西独が公表したこと<sup>(注28)</sup>がある以外は明らかにされていない。これは算出方法の妥当性を巡っての議論が紛糾する惧れがある、政府の経済見通しとの整合性が問題

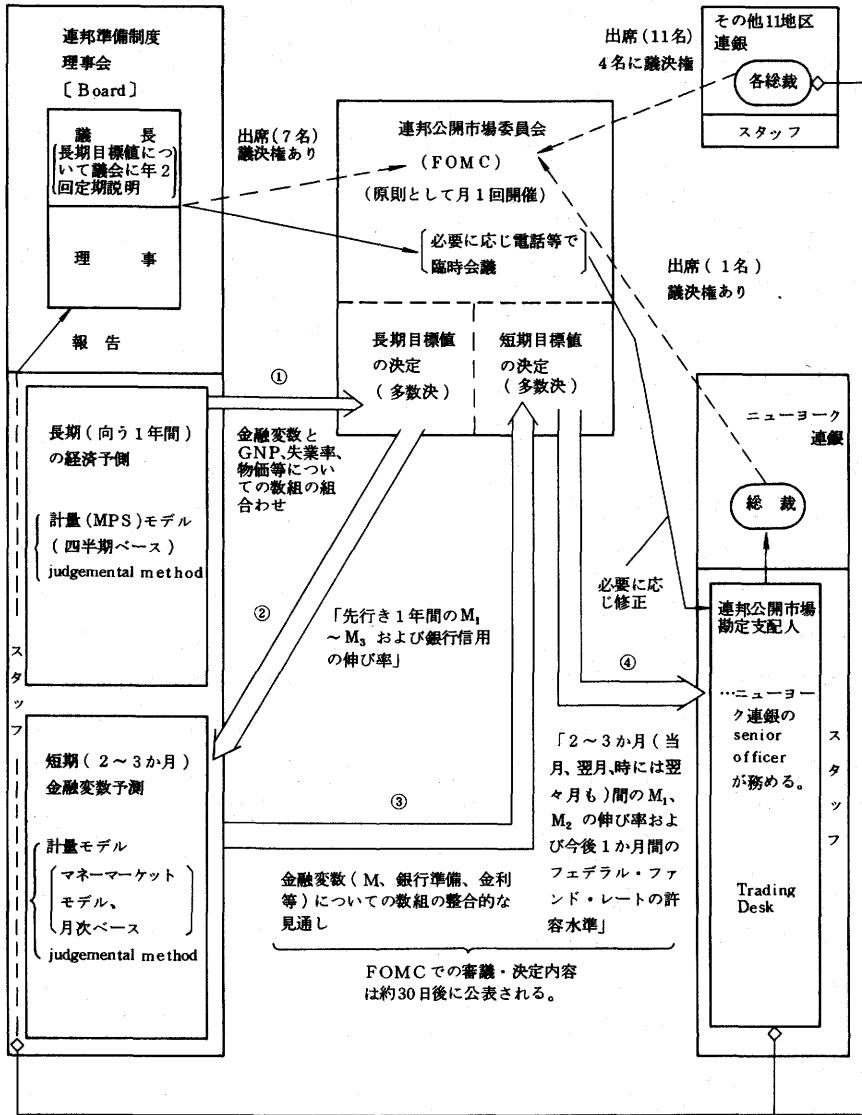
(注28) 西独の76、77年の要因分解は次のとおり。

	$\dot{M}$ %	$\dot{Y}_p$ %	$\dot{P}$ %	$\dot{C}$ %	$\dot{V}$ %
76年 P	8.0	2.5	3.5	2.5	0.5
A	9.2	3.9	3.2	2.2	0.1
77年 P	8.0	3.0	4.0	2.0	1.0
A	9.0	2.9	3.7	-0.5	-2.9

- $\dot{M}$  … CBMの増加率
  - $\dot{Y}_p$  … 潜在成長率増加率
  - $\dot{P}$  … 物価上昇率
  - $\dot{C}$  … 稼働率の上昇
  - $\dot{V}$  … 通貨流通速度の上昇
- P … 計画値
  - A … 実績値

(第2図)

米国における金融政策の運営目標値の決定の仕方



(注) 図中における○番号は、運営目標値決定の順番を表わす。

となる懸念がある、などの事情によるものと思われる。西独が78年以降目標値の分解説明を中止したのもこのような配慮からである。

(target の期間・見直し)

target の対象となる期間は向う一年間とする国が多いが、米国や英国(78年10月以降)は6か月毎に(米国は78年まで四半期毎) target を見直す方式を採用している。このうち、米国では、1月に当該暦年のtargetを定め、これを7月に見直す方式をとっているのに対し、英国では4月と10月にそれぞれ向こう1年間のtargetを設定していく、いわゆるローリング方式が採用されている。米・英両国のようにtargetを頻繁に見直していくという考え方は、一年間も固定するほど信頼の置けるtargetの設定は現状では望めず、实体经济の推移をみながらtargetを弾力的に修正していく方がよいとの見方によるものである。これに対して、その他の国々では、あまり頻繁に改訂するとtargetの厳格性が失われ民間のインフレ・マインド払拭に役立たないとの観点から、targetを少なくとも一年間程度は固定した方がよいと考えているようである。

#### (4) M target 公表政策の運営状況

(M target の達成状況)

総じて公表初期(75~76年)のtarget達成状況がよく、77年央以降とくに78年の達成状況が不芳である(第3表)。導入当初の達成状況がよい理由としては、①政府がtarget公表推進に熱心であったことからtarget遵守に協力的であったこと、②インフレ

抑制が第1の政策課題であり、M target達成に高い優先度が与えられたこと、③targetそのものが実現可能性を重視して設定されたこと、などが挙げられる。一方、78年のパフォーマンスの悪さ(英国、カナダを除いてtargetをオーバー)については、①物価問題よりも景気後退の方が重視されるようになり、M target政策のpriorityが低下したこと、②強い通貨国(西独、スイス)では内外からの要請もあって、強力な為替市場介入が行われ、Mの供給増加に繋がったこと、などが大きな原因とされている(各国のM targetの達成については末尾付表-5参照)。

(M target 公表政策の運営上の諸困難)

欧米主要国のM target公表政策の実際の運営に当っては、次のとおりいくつかの問題点が指摘されている。

#### イ. 他の政策目標との競合

M target政策は、その導入の経緯からも明らかのように、中期的な観点からインフレ抑制を狙いとしたものである。公表当初は、73~74年の世界的高インフレの後遺症としてのインフレ・マインドの払拭という課題があったため、比較的政策的方向としてコンセンサスが得られ易かったが、その後現実のインフレが徐々に終息する一方で、景気後退・失業の増大が問題化してくると、政策のpriorityが失業問題に移り、targetの設定につき発足当初のようなコンセンサスを得にくいという問題が発生した。この他、M targetを厳格に達成しようとする、為替レート、

(第3表) マネーサプライ増加率の目標と実績の推移

(単位 %)

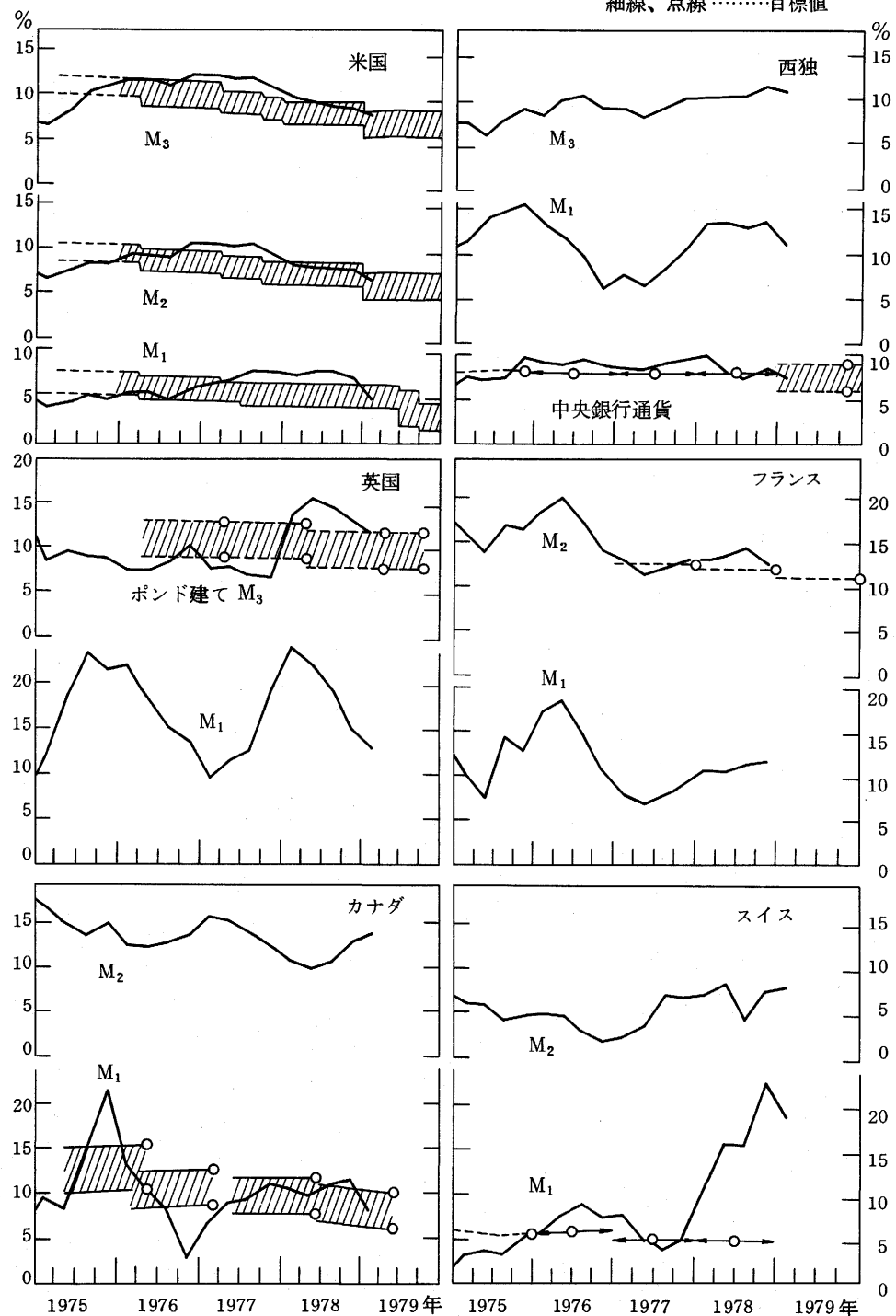
Mの種類	Mの種類		目 標			実 績			
	75/3	76/3	M <sub>1</sub>	M <sub>1</sub> プラス	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
米 国 M <sub>1</sub> 、M <sub>2</sub> 、M <sub>3</sub> M <sub>1</sub> プラス	4~6-	4~6	5~7.5		8.5~10.5	10~12	5.3	9.7	13.7
	7~9-	7~9	"	"	"	"	5.4	9.6	12.1
	10~12-	10~12	4.5~7.5		"	"	4.6	9.3	11.5
	76/1~3-	77/1~3	4.5~7		7.5~10	"	5.8	10.9	12.8
	4~6-	4~6	"	"	7.5~9.5	9~11	6.4	11.0	12.6
	7~9-	7~9	4.5~6.5		7.5~10	9~11.5	6.8	10.8	12.3
	10~12-	10~12	"	"	7~10	8.5~11.5	7.9	11.1	12.6
	77/1~3-	78/1~3	"	"	7~9.5	8.5~11	7.9	9.8	11.7
	4~6-	4~6	"	"	"	"	7.7	8.8	10.4
	7~9-	7~9	4~6.5		6.5~9	8~10.5	8.1	8.4	10.0
	10~12-	10~12	"	"	"	7.5~10	8.0	8.2	9.6
	78/1~3-	79/1~3	"	"	"	"	4.9	7.1	8.4
4~6-	4~6	"	"	"	"	4.4	7.1	8.3	
7~9-	7~9	2~6	5~7.5	"	"	4.9	7.7	8.3	
10~12-	10~12	1.5~4.5	"	5~8	6~9	5.5	8.3	8.1	
"	"	3.0~6.0 (注1)	"	"	"	"	"	"	
(注2)	79/10~12-	80/10~12							
西 独 中央銀行通貨	74/12~75/12			8		9.9			
	75平均~76平均			"		9.2			
	76"~77"			"		9.0			
	77"~78"			"		11.4			
	78/IV平均~79/IV平均			6~9		6.3			
79/IV"~80/IV"			5~8						
英 国 ポンド建てM <sub>3</sub> DCE(国内信用増加額)	76/4~77/4		M <sub>3</sub>	9~13	DCE	M <sub>3</sub>	DCE		
	77"~78"		"	"	90億ポンド	7.8	49		
	78"~79"		"	8~12	77"	16.1	34		
	78/10~79/10		"	"	77"	10.9	n.a.		
	79/6~80/4(年率)		"	7~11	"	13.4			
"~80/10( " )		"	"	"	12.6				
フランス M <sub>2</sub>	76/7~76/12(年率)			12		9.7			
	76/12~77/12			12.5		13.8			
	77"~78"			12		12.3			
	78"~79"			11		14.3(79/12月)			
	79"~80"			"					
スイス M <sub>1</sub> 、中央銀行通貨	74/12~75/12		M <sub>1</sub>	6	中央銀行通貨	M <sub>1</sub>	中央銀行通貨		
	75平均~76平均		"	6	6	5.9	6.2		
	76"~77"		"	6	6	8.0	3.8		
	77"~78"		"	5	中止	5.4	5.4		
	一時公表中止		"	5	"	16.2	10.5		
79/11~80/11		"	"	4					
カナダ M <sub>1</sub>	75/4~6~76/4~6			10~15		10.7			
	76/2~4~77/4~6			8~12		8.9			
	77/4~6~78/4~6			7~11		8.5			
	78/6~(年率)			6~10					
	79/4~6~( " )			5~9					

(注1) 自動振替制度(ATS)およびNOW勘定の導入に伴う要求払預金から貯蓄預金への資金シフト(年率1.5%程度)が一巡したことを考慮してM<sub>1</sub>の目標値を上げたもの。

(注2) 本年2月のマネーサプライ統計改訂に伴い80年長期目標値は次の4つの新M指標について設定。

M<sub>1</sub>A 3.5~6.0%  
M<sub>1</sub>B 4.0~6.5  
M<sub>2</sub> 6.0~9.0  
M<sub>3</sub> 6.5~9.5

太線………実績値  
細線、点線………目標値



出所: BIS 1979年報

金利の安定性が損われるという問題も生じた。このため、短期的な為替レート、金利の急激な変動を回避する観点から、M targetの達成が二義的に扱われるケースが増えるに至っている。

ロ. target 設定の困難化

金利・所得以外の要因（期待、制度、慣行の変化）によって通貨・代替通貨の間で予想外のシフトを生じたり、経済主体の流動性保有意欲が変化する場合が少なくないが、このことが target 設定の上で大きな支障となっている。とくに、米国では、target設定に当って通貨需要関数を活用しているが、最近制度上の変化、構造上の変化が大きな要因となって、従来の通貨需要関数のパフォーマンスが著しく悪化している<sup>(注29)</sup>とされる。

さらに、targetの設定に際し、民間経済主体に及ぼす心理的影響という配慮から、かえって実勢に近い計数をそのまま target に反映させにく

いという問題も生じてきた。例えば、西独の77、78年度の target 設定にあたっては、中央銀行は前年度並みの低目の水準に target を設定することは実勢を勘案すると困難と考えていたとみられるが、target 自体を高目に設定すると中央銀行がインフレを容認したと受けとられる恐れがあり、結局変更できなかったといわれている。

ハ. target 達成の難しさと失敗に伴う問題

target 達成が困難となったケースについてみると、既述したように他の政策目標との競合に起因するケースが多いが、M相互間での選好のシフトや外生的な攪乱要因による实体经济の変化などにより、实体经济とMとの関係が target 設定時に想定したものと異ったケースも少なくない。しかし、いずれにせよ、M target が達成されない状況が続くと中央銀行のM重視政策自体への一般の信頼がゆるぐという問題が生じてくる。<sup>(注30)</sup>

(注29) FED使用の通貨需要関数の誤差	$\left( \frac{\text{推計値} - \text{実績値}}{\text{実績値}} \right)$
1973年	0 ~ 2%
74	0 ~ 4%
75	3 ~ 9%
76	10 ~ 12%
77	14 ~ 15%

(注30) 例えば、次のような指摘がみられる。

西 独……「こうした実績値と目標値との乖離はブンデスバンクに対する信頼性を損うものである。目標値を設定した以上、その実現のために一層の努力を払うべきである」(79年、フランクフルター・アルゲマイネ紙)

英 国……「政府、英蘭銀行はマネーサプライ・コントロール能力を喪失している」(Howe 保守党下院議員<現蔵相>、78年5月)

また、短期的にも target の大幅なオーバーシュートは民間経済主体の行動を変化させ、経済を攪乱する要因になるとも考えられている。

(5) M target 公表政策に対する最近の姿勢

このようにここ1両年、M target 公表政策の運営上幾つかの諸困難が生じているが、これらに対し各国がどのような対応を示してきたかにつきみておこう。

▼ 米 国

① judgemental method による target 算定への傾斜

……計量モデルの予測力低下からここ2～3年 judgemental な方法にウエイト。

② M<sub>1</sub> プラスの新設 (78年11月但し暫定的で79年初には中止)

……当座預金への自動振替が可能な貯蓄預金制度 (Automatic Transfer System ATSと略称) の創設によるシフトを考慮。

③ 操作指標としてフェデラル・ファンド・レートよりもマネタリー・ベースを重視 (79年10月～)

……マネーサプライの長期目標値の達成を確実にするため、マネタリー・ベース (具体的には非借入準備を通ずるマネタリー・ベースのコントロール) に重点をおいた市場調節を行うことを決定。フェデラル・ファンド・レートには、従来同様一応特定の許容幅が設定されているが、その幅は従来の0.5～0.75%程度から4%へと大幅となり、しかも専ら週平均値でこの範囲に収めるも

のと観念されることとなった。

④ マネーサプライ統計の改訂 (80年2月実施)

……新しい金融資産 (NOW<sup>\*</sup>、ATS等) の登場、商業銀行と貯蓄金融機関の同質化の進展等から、現行統計がマネーサプライ動向をみる指標としての適性を失ってきたとしてMの定義を全面改訂。新統計の特徴点は、①対象金融機関に関係なく同種の金融資産を同レベルの指標にまとめたこと、②預金以外の金融資産を幅広く取入れたこと、③より広義の流動資産指標を“L”として新設したこと。なお、新旧Mの比較については付表-6を参照。

\* NOWとは、預金者が譲渡可能振替指図書 (negotiable orders of withdrawal) を振り出すことができる有利子勘定のこと。

▼ 英 国

① Mコントロールの手段の強化拡充

……増加率ベースの特別預金制度 (通称“corset”) の再導入と導入期間の延長 (76年11月～77年8月、78年6月～)

……最低貸出歩合 (MLR) のTBレートとの連動 (従来はプラス0.5%) 取止め (78年5月～)

② ローリング方式への移行 (78年10月央～)

……「柔軟性を確保するため」(英蘭銀行四季報) target 設定を年間の固定方式から、6か月毎に

向こう1年間の target 設定を行っていくローリング方式に変更。但し、付表-2に示すとおり、79年11月には、現行 target の対象期間を6か月延長し79年6月央から80年10月央までとするかたちでローリング方式を一時停止。

- ③ 複数目標の設定を検討（非公式）  
……通貨相互間のシフトを考慮し、多角的に指標をみていこうとの考え。

#### ▼ 西 独

- ① target 算出根拠の発表中止（78年分から）  
…… target の内容分解にやや無理が生じたこと、賃上げガイドラインとしての性格が強まる惧れなどから算出根拠の発表を中止。
- ② target に幅をつけた range 方式に切換え（79年分から）  
……過去における target の overshoot に対する批判を和らげ、一層の弾力性の確保のため、一定値方式から range 方式に切換え。
- ③ 年平均増加率 target から第4四半期平残の対前年同期比増加率 target への変更（79年分から）  
……78年秋口以降Mが増加したため年平均増加率ベースで目標をたてるとゲタが発生し増加率が高まり易い点を考慮したもの。第4四半期の対前年同期比増加率が6～9%の目標とした場合、年平均増加率は10%近くのもの想定していることになる。これ

も②同様 target 達成の容易化とインフレ容認と誤解されるような高目の目標設定を回避するために採られた措置。

#### ▼ フランス

##### Mコントロール手段の強化

- ……貸出準備率高率適用制度\*の弾力的運用（79年上期から基準貸出増加率の設定を従来の1年から6か月単位に短縮）

\*貸出準備率…預金準備率制度の不備を補充する目的で導入（71年2月）。狙いは、①貸出抑制という政策目的に対してより直接的である、②対象金融機関を拡大できる、③預金の資金調達手段に占める割合の高低による不公平を是正することができる、などである。また、72年12月以降はこれに高率適用制度を導入し、基準貸出増加率を超えた場合、全貸出に対して罰則的な高準備を課すこととしている。

#### ▼ スイス

- ① M target 公表の中止（79年分のみ）  
……物価安定が確保されている下では、「目先きは為替政策が最優先であり、Mはスイス経済が耐えうるスイス・フラン相場を実現するために必要な当局の介入量によって規定されよう」（スイス中央銀行）との趣旨でM target 公表を中止。
- ② マネタリー・ベースによりM target 公表の復活（80年分から）  
……スイス中央銀行は、79年12月、

「過去1年あまり為替市場は安定し、銀行の過剰流動性も払拭されているので、再び通貨量重視の政策運営を図る」として、マネタリー・ベースによる目標値（80年11月央の前年同期比約+4%）を公表。但し、この目標値は、為替市場が不安定となった場合には放棄されるとの条件付き。

#### ▼ カナダ

judgemental method による target 算定への傾斜（ここ1両年）

……米国と同様の趣旨

もっとも、このように公表政策を手直しこそすれ、79年のスイスを除けば、M target 公表政策を放棄する兆しはいまのところないようである。例えば、米国では、昨秋成立の「完全雇用と均衡成長法」（“Full Employment and Balanced Growth Act”、通称ハンフリー・ホーキンス法）により、文書で年2回Mのtargetを含め金融政策の運営方針を議会に報告することが法律で義務づけられるようになった（それまでは、議会決議133号により口頭報告）ほか、一般に政策決定過程に関する情報の公開を求める風潮が高まっている。また、西独でも、「targetの公表中止は、当局が物価安定の追求を放棄したと受けとられかねないので、後戻りは難しい（there's no way going back）」（OECD会議'78での西独代表の発言）と指摘しているほか、英国、カナダでも当面、公表政策に変更はない模様である。

#### 4. むすびにかえて——M重視・M target 公表政策の評価——

最後に、各国中央銀行のM重視政策およびM target 公表政策に対する基本姿勢について触れておこう。

本稿では、①M重視政策と②M target 公表政策とを区別して論じてきたが、これは両者に対する評価が異っているにもかかわらず、往々にして混同されがちであるので、あえて注意を喚起したかったからである。各国中央銀行の姿勢から窺えることは、M重視政策がほぼ定着している一方、M target 公表政策はなお実験段階という色合いが強いということである。

すなわち、M重視政策については、「インフレなき繁栄のために通貨当局がなすべきことは、国内流動性の増加テンポを徐々に低下させていく」（クラピエ・フランス銀行総裁）ことであり、「今後の金融政策運営に際し、indicatorとしてのMの役割を軽視することはありえない」（ペール・ブンデスバンク副総裁〈80年1月から総裁〉）ことでは、ほぼ見解の一致をみている。金利や信用のオペラビリティなどの指標も参考とするとしても、基調的にはMを中心に考えるというスタンスはほぼ定着したといつて良い。

しかし、M target 公表政策の評価については、OECD、BISなどの国際会議での議論からも窺えるように、その時々を経済情勢、就中インフレの動向によって、かなりの振幅がみられるのも事実である。すなわち、M target 公表実施当初（75年）から78年前半にかけては、第1次石油危機以降強固に蔓ったインフレ心理を払拭するために、M target 公表政策が不可欠であつ



たという意味で、基本的には“good thing”（OECD会議78）との評価が一般的であった。その後、78年後半から79年前半にかけてインフレ心理がやや薄らぐ一方、景気回復が捗々しなかったところから、前述した運営上の諸問題指摘もあってその評価は若干後退した。しかし、79年秋以降、OPECの石油価格引上げによって先行きインフレ懸念が強まったのを背景に、このところ再びM target 公表政策を強化する動きが目立ってきている。79年末にOECDが、そのEconomic Outlookにおいて、「石油ショックという外部からのインフレ圧力に対しては各国ともショックが起る前に適当と考えていたマネーサプライの目標値をそのまま維持することが望ましい」と改めてM target 公表政策重視の姿勢を打ち出したのははじめ、80年にスイスがM target 公表政策に戻ったほか、英国、西独が目標値を引下げ（各1%）、またその他の諸国も原則として目標値を据置きとするなど、M target 公表政策の堅持ないし強化が窺われる。このようにM target 公表政策に対する各国通貨当局の姿勢は、その時々的情勢によってかなりのフレがみられるのが現状であり、完全にM target 公表政策が定着したとみるのは早計であろう。やはり当分の間は「他の金融・経済変数の動きにも配慮し、実践的な角度から柔軟にM target 公表政策の運営方法を考えていく」といった“practical monetarism”（英蘭銀行）が通貨当局の平均的姿勢として続くのではないかと思われる。

以 上

（54年8月）

（55年2月加筆修正）

## 〔付〕 M政策運営に関する若干の論争点等

### 〔付-1〕 2段階接近法に対する

#### B. Friedman の批判

第1章でみたように、operating target と最終目標との間に中間目標を介在させる2段階接近法は、今日では極く一般的な金融政策運営のフレームワークとされているが、こうした2段階接近法に対してはB.Friedman [18][19]を中心  
に批判が出され、論議を呼んでいるので若干触れておく必要がある。

まず、B.Friedman の主張を紹介する。彼の結論は次のとおりである。

「政策の直接のコントロール対象たりえないMを中間目標として設定し、あたかも最終の目標であるかのようにその達成を追求するのは望ましくない。当局は最終目標そのものの過去のデータおよび他の有効なあらゆる情報を最大限利用（look at everything）し、臨機応変に最終目標の達成をすべく政策運営を図った方が良い。」

彼のこうした結論は、以下のような2段階接近法についての解釈、そうした解釈に基づく2段階接近法に対する批判から導かれている。

（B. Friedman の2段階接近法についての解釈）

- ① 金融当局は、直接には手が届かないが最終目標よりも迅速に政策効果が波及し、また最終目標との間で極めて緊密な関係があると思われる金融変数を中間目標として設定する。
- ② 金融政策の運営は、あたかも中間目標の達成が至上命題であるかの如

く行う。従って、中間目標変数が、目標から乖離した場合には、如何なる事情があるにせよ目標値 (target path) に復帰するような措置をとる。

- ③ 中間目標変数は、当局が直接コントロールできない金融変数であるから、操作目標変数を通じ中間目標をコントロールする問題 (tactics level と呼称) と中間目標を通じ最終目標をコントロールする問題 (strategy level) の2つの段階でコントロールの問題が発生する。

(B. Friedman の2段階接近法の有効性の条件)

- ① 中間目標変数と最終目標変数との間の disturbance が、操作目標変数と最終目標変数との間の disturbance よりも小さい。
- ② 中間目標変数であるMは限られた期間内にコントロールできるが、その期間内に採られる金融政策によって最終目標変数は同期間内にはあまり影響を受けない。

(B. Friedman の2段階接近法に対する批判理由)

- ① 実体経済からのフィードバックの影響を受けないような期間内で、中間目標変数を十分コントロールできるとは考えられない。
- ② 特定の間目標変数と実体経済との間には、多数の攪乱要因があり、両者の間の関係が安定しているとは考えられない。
- ③ 最終目標変数の information lag (情報入手に関するタイム・ラグ) と structure lag (政策効果が最終目標変数に伝達されるまでの

タイム・ラグ) が著しく長くない限り、最終目標変数自体の情報は多少の遅れはあっても政策運営上有効な情報である。

- ④ 簡単なモデルで実証分析を試みたところ、2段階接近法の方が1段階接近法より loss function が小さいといった2段階接近法を積極的に支持する結果はえられなかった。

こうした2段階接近法に対するB. Friedmanらの批判に対して、2段階接近法の利点を十分モデルに織込んでいないとの再批判がある。例えば、Jürg Niehans (78年[29]) は、「情報入手の遅れる実体経済変数よりも情報が頻繁かつ迅速に入るMを中間目標変数として介在させる2段階接近法の方が、1段階接近法よりも優れていることは明白であるにもかかわらず、B. Friedman をはじめこれまでの実証分析は、情報入手時期の問題を明示的に取扱っていないためか2段階接近法の方が劣っているというものばかりである。」と指摘し、また吉野 (79年[39]) は、GNP 統計は毎四半期、M統計は毎月えられるという想定の下で、B. Friedman のモデルを修正し、loss function を比較したところ2段階接近法の方が優れているという結果がえられたとしている。また、2段階接近法で政策運営を図るといっても、中間目標変数の動向のみを注視する訳ではなく、他の変数の動きも勘案していくことも可能である (現実にはそうしている)。いずれにせよ、B. Friedman の批判は2段階接近法を厳しく捉えすぎていると言えよう。ただ、米国では、strategy levelとしてMが中間目標として選ばれた後に、tactics levelとし

てMのコントロール手段として何を選ぶかということが問題とされるようになった経緯があり、両者を別々に考えることが当然視されている観があるが、B. Friedman の批判はそれを改めて問い直したのものとして、それなりの意義はあろう。

#### [付-2] Mの短期間における厳格なコントロールの是非を巡る議論

Mの短期間におけるコントロールをどの程度厳格に行うべきについて、米国を中心にかなり議論されているので若干敷衍する。この問題の論点は、①短期における厳格なMのコントロールが实体经济の安定にとってどの程度重要な意味を持つか、②それによって付随的に生ずる金利とくに短期金融市場金利の大きな変動が市場の安定性を損わないか（orderly market の議論<sup>(注1)</sup>）、の2点にしばられる。これまでの議論を達観すると、①のbenefitが②のcostを上回らない限り、Mの短期における厳格なコントロールにこだわりすぎるのはよくないという考え方が支配的である。

たとえば、米国では、フェデラル・ファンド・レートと銀行準備のいずれをMのコントロールを図るための操作目標変数（operating target variables）として選んだら良いかということで議論が戦わされてきたが、orderly market の観点からすると、Mの有効なコントロールのために operating targetをどの程

度自由に動かさうかということが問われてきたとも言える。つまり、その過程で最も問題となったのは、Mを短期においても厳格に target path に維持しようとするれば、全ての disturbance を金利変動で吸収せねばならない訳で、短期金利の大幅な変動が避けられなくなり、FEDが伝統的に重視してきた orderly market の思想と相容れなくなるということであった。

一方、R. Davis[13]、E. G. Corrigan[11]、J. Pierce[31]らFEDおよびニューヨーク連銀エコノミストによって、Mの一時的な変動は、实体经济に些細な程度しか影響を及ぼさないという実証分析が行われた。彼等の分析は、「3か月程度の年率2%前後のM増加率（前年比）の変動は名目GNPに大きなバラツキをもたらさない」というものである。

このような議論を経て、今日では一般に、Mの短期的変動あるいは target からのごく一時的な乖離に対しては、これを許容しようという考え方が強くなっている。

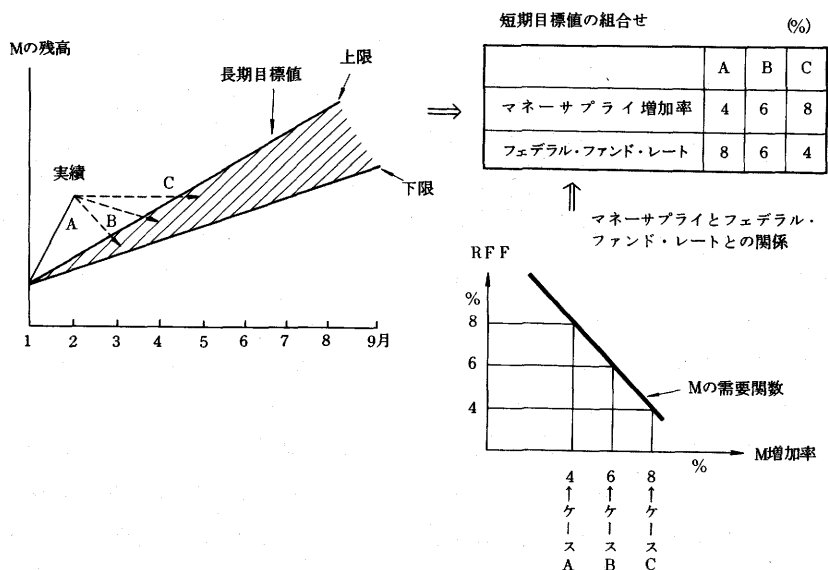
#### [付-3] 米国における長期目標値と短期目標値との関係

米国では、向う1年間M増加率の目標を表わす長期目標値（longer run tolerance range）と向う2～3か月間の短期のM増加率およびこれらを達成するための operating targetとしてフェデラル・ファンド・レート（以下RFFと呼称）を公表している。「金融政策の基

(注1) orderly market の議論の主要論点は、短期金融市場金利の急激な変動が市場の正常な機能を阻害し、市場参加者のリスクを増大させるので好ましくないということである。詳細は成川良輔[4]参照。

調を表わすのは長期目標値であり、Mの短期目標値およびRFFは長期目標値達成のための guideline」(A. Holmes [26])と一般に解釈されている。たとえば、M

の実績が長期目標値経路から外れた場合、それを修正し軌道に戻すためには下図のように幾つかの誘導経路が考えられ、これが短期目標値として示される。



短期目標値は、季節調整済計数の前期比年率換算値で示されるが、短期的には通貨需要はフレ易くまた季節調整指数の統計上の問題もあって、「FOMCは長期目標値よりも広い rangeをもたせている<sup>(注2)</sup>」(R. Davis [14])。

また、短期目標値は、こうした長期目標値達成のための guideline 以外に、「新たに入ってくる情報への対応」(A. Holmes) をする役割をも担っている。例えば、長

期目標値設定後に予期せぬ通貨需要の変動が生じた場合、必ずしも当初の長期目標値経路への復帰が望ましいとはいえず、その場合には、range から外れることを容認することもありうる。したがって、「政策の方向は、長期目標値をみるよりも短期目標値をみた方がよく判る」(St. Louis 連銀月報、76年3月) との見方もある。

以上

(注2) 長期目標値の range は 2 ~ 3%、一方短期目標値の range は 4 ~ 5%。

【参考文献】

- [1] 白川方明 「『合理的期待』仮説について」  
特別研究室金融研究資料第4号 1979年9月
- [2] 鈴木淑夫 「金融面からみた物価上昇メカニズム」  
季刊現代経済9号、summer '73
- [3] " 「金融政策の運営目標と政策効果」  
季刊現代経済17号、spring '75
- [4] 成川良輔 「金融政策運営における operating target について」  
特別研究室金融研究資料第5号、1980年5月
- [5] 日本銀行調査局 「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、1975年3月
- [6] " 「日本におけるマネーサプライの重要性について」、調査月報、1975年7月
- [7] Barro, R. J. "Rational Expectations and the Role of Monetary Policy", JME, Jan. 1976.
- [8] Bockelmann, H. "Quantitative Targets for Monetary Policy in Germany" 1977.  
[特別研究室研究資料「西独の金融政策における量的ターゲット」]  
[1977年5月]
- [9] Brunner, K. and Meltzer, A.H. "The Meaning of Monetary Indicators", in Horwich, ed., Monetary process and policy, 1967.
- [10] Brunner, K. "Targets and Indicators of Monetary Policy", Chandler Publishing, San Francisco, 1969.
- [11] Corrigan, E.G. "Income Stabilization and Short-Run Variability in Money", FRB of New York Monthly Review, April 1973.
- [12] Culbertson, J. "Friedman on the Lag in the Effect of Monetary Policy", JPE, Dec. 1960.
- [13] Davis, R.G. "Implementing Open Market Policy with Monetary Aggregate Objectives", FRB of New York Monthly Review, July 1973.
- [14] Davis, R.G. "Monetary Objectives and Monetary Policy", FRB of New York Quarterly Review, 1977.  
[調査局事務参考資料「マネーサプライ目標値の設定とその達成上の諸問題」1977年6月]
- [15] Dornbusch, R. and Fischer, S. "Macro-Economics", 1976.
- [16] Feldstein, M. and Summers, L. "Inflation, Tax Rules, and the Long-Term Interest Rates", Brookings Papers on Economic Activity, 1978 (1).
- [17] Fischer, S. "On Activist Monetary Policy with Rational Expectations", National Bureau Economic Review, 1979.
- [18] Friedman, Benjamin "Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy" JME, Feb. 1975.
- [19] Friedman, Benjamin "The Inefficiency of Short-Run Monetary Targets for Monetary Policy", Brookings Papers on Economic Activity, 1977 (2).

- [20] Friedman, Milton "The Role of Monetary Policy", AER Mar. 1968.
- [21] Friedman, M. and Schwartz, A.J. "A Monetary History of the United States, 1890-1960", Princeton University Press, 1963.
- [22] Gordon, R. "Recent Developments in the Theory of Inflation and Unemployment", JME, April 1976.
- [23] Kareken J. and Solow, R. "Lags in Fiscal and Monetary Policy".
- [24] Hamburger, M.J. "The Lag in the Effect of Monetary Policy", FRB of New York Monthly Review, Dec. 1971.
- [25] Holmes, A.R. "Operational Constraints on the Stabilization of Money Supply Growth", 1969.
- [26] Holmes, A.R. "The Strategy of Monetary Control" Federal Reserve Bulletin, May 1976.  
 [調査局事務参考資料「米国におけるマネーサプライ調節の実態」  
 1976年7月]
- [27] Mayer, T. "The Lag in the Effect of Monetary Policy", WEJ, Sept. 1967.
- [28] Mayer, T. "Some Reflections on the Current States of the Monetarist Debate", 1978.
- [29] Niehans, J. "The Theory of Money", The Johns Hopkins Univ. Press, 1978.
- [30] OECD "Monetary Objectives and Inflation Control" 1978/1979.  
 [この討議用ペーパーは若干の手直しの後 "Monetary Targets and  
 Inflation Control" 1979年として公表されている。]
- [31] Pierce, J. and Thomson, T. "Some Issues in Controlling the Stock of Money" Controlling Monetary Aggregates II: The Implementation, FRB of Boston, Sept. 1972.
- [32] Poole, W. "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", QJE, May 1970.
- [33] Sargent, T. and Wallace, N. "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instruments, and the Optimal Money Supply Rule", JPE, April 1975.
- [34] Smith, W. "A Neo-Keynesian View of Monetary Policy", for the Boston Conference, 1969.
- [35] Tanner, E.J. "Are the Lags in the Effects of Monetary Policy Variables?", JME, Jan. 1979.
- [36] Tinbergen, J. "The Theory of Economic Policy", North-Holland, 1956.
- [37] Theil, H. "A Note on Certainty Equivalence in Dynamic Planning", Econometrica, April 1957.
- [38] Woglom, G. "Rational Expectations and Monetary Policy in a Simple Macroeconomic Model", QJE, Feb. 1979.
- [39] Yoshino, N. "Optimal Choice of Macroeconomic Policy under Uncertainty", The Johns Hopkins Univ. Press, 1978.

AER: American Economic Review  
 JME: Journal of Monetary Economics  
 JPE: Journal of Political Economy  
 QJE: Quarterly Journal of Economics  
 WEJ: Western Economic Journal

米 国		英 国		西 独	
.....	○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。	.....	○伝統的に金利を運営目標として金融調節を実施。	.....	○60年代は「銀行流動性（Bankenliquidität）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が中心。
53年 6月	○FOMC(連邦公開市場委員会)で自由準備を運営目標とする旨決定。	59年 8月	○ラドクリフ・レポートの発表（信用のコストとアヴェイラビリティを重視）		
61年 2月	○FOMCで公開市場操作に関する指令の中に量的金融指標を入れるべきか否かを議論。	68年 秋	○IMFは英国のスタンバイ・クレジット供与要請に応ずるに際し、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。	57年	○ブンデスバンク法の改正(独立性の確保、政策手段の多様化)。
64年 6月	○FOMC内ミツチエル小委員会、量的金融指標導入を勧告。			64年	○運営目標として非借入準備から自由流動性準備重視へ転換。
〃 8月	○上記勧告に基づき量的目標の実験を実施（～65年2月）。			67年	○経済安定・成長促進法の成立。 …政府は経済見通し発表を義務づけられる。
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）。				…ブンデスバンクは、同ガイドポストに沿った協調的行動を採ることを要請される。
〃 6月	○FOMC指令に但し書条項が加えられ、総準備が第2目標となる。				
〃 8月	○指令中の但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、FED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。 …60年代は但し書条項を発動したことはなくまた基準も緩やかであったため第2目標の重要性は僅少	〃	○マネーサプライ等量的金融指標のコントロールアビリティを高めるため受動的な国債買支えを中止。		
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。	69年 初	○国内信用増加額（Domestic Credit Expansion, DCE）の概念を導入。	69年 11月	○自由流動性準備に再割引枠未使用分と短期対外資産を追加したものを運営目標として重視。
〃 2月	○但し書条項を強化（Mが望ましい線から乖離した場合直ちに修正するよう求めている）	〃 6月	○IMFスタンバイ取決めに際し、69年度のDCE抑制目標額（4億ポンド<前年度123億ポンド>）を発表。		
〃 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。				

欧米主要国における金融政策運営目標の推移（M重視の歩み）（2）

米 国		英 国		西 独	
71年 1月	○マネーサプライの指標として従来の M <sub>1</sub> のほかに M <sub>2</sub> が加えられる。	71年 5月	○「Competition and Credit Control」を 発表し、「新金融調節方式」の下にお いては銀行部門の保有準備資産を直接の コントロール対象とする等量的金融指標 のコントロールをより重視する旨を公 表。	71年 7月	○マネーサプライの定義を拡充、広義Mを重 視するようになる。
" 2月	○短期金融市場情勢が第1目標、Mおよび銀行信用が第2目標。	" 9月	○上記新金融調節方式を9月16日から実施。	73年 央～	○短資流入により自由流動性準備の運営目標 の役割後退。自由流動性準備をゼロに追い 込みMのコントロールを強化。→M最重要 視の明確化。
" 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 10月	○「公定歩合（Bank Rate）」の発表をと りやめTBレートに連動する「最低貸出 歩合（MLR）」方式を導入	74年 12月	○長期のマネー目標値として中央銀行通貨の 適正増加率を公表（75年8%）。
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。	" 9月	○上記新金融調節方式を9月16日から実施。	77年 12月	○78年分M目標値の算出根拠の発表中止。
" 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。	73年 11月	○増加率ベースによる特別預金制度（通称 'corset'）の導入	78年 12月	○79年分のM目標値から第4四半期平残の前 年同期比増加率の range方式（78/IV比6 ～9%増）に移行。
74年 1月	○RPDのほかに、M <sub>1</sub> 、M <sub>2</sub> 、フェデラル・ファンド・レートの短期目標 値を公表。内部的なM長期目標値（向う6か月）を設定。	"	○MLRのTB連動を一時的に中止		
75年1～3月	○ロイス下院議員、プロクシマイヤー上院議員、FEDに対しMの供給 の安定的増加を図るよう提案。	76年 6月	○英蘭銀行四季報において、「マネーサプ ライの増加は名目成長率との関係を留意 しつつ厳しく抑制されることが必要」と 強調。		
" 3月	○両院合同決議はFRBに対し、半年に1回上下両院において金融政策 および金融問題に関し説明することを要請。	" 7月	○大蔵大臣は、中央銀行の協力の下に76年 度のM <sub>3</sub> の伸びを12%程度に抑える旨を公表。		
" 5月	○バーンズ議長は上院において、向こう1年間の長期マネーサプ ライ（M <sub>1</sub> ～M <sub>3</sub> 、銀行信用）の目標値を公表（事前に目標値を公表したのは 今回がはじめて）。	" 10月	○リチャードソン英蘭銀行総裁、講演でM 目標値公表に言及。		
" 8月	○フェデラル・ファンド・レートの短期目標値に inner rangeを設定（短 期における金利の安定性を重視）。	" 12月	○DCEを目標にすることに変更。		
78年 6月	○貯蓄金融機関にTBスライド定期を認める。	" 12月	○再びポンド建てM <sub>3</sub> に目標値を戻す。		
" 11月	○当座預金への自動振替が可能な貯蓄預金（ATS）の創設。 ○最近における銀行業務面の変化を考慮し、「M <sub>1</sub> -プラス」の目標値を公表 （但し暫定的措置）。 ○「完全雇用と均衡成長法」（通称ハンフリー・ホプキンス法）の成立。 本法案に基づき79年以降、6か月毎に目標値を見直すように変更（同 法による最初の議会報告は79年2月）。	77年 4月	○corsetの廃止		
79年 1月	○M統計全面改訂案を提出。	" 8月	○MLRの決定方式を変更（今後は英蘭銀 行の裁量により決定・公表）。		
" 10月	○M重視の姿勢を強化すると共に、操作目標として従来のフェデラル・フ ァンド・レートからマネタリー・ベースの重視へと変更。	78年 5月	○corsetの再導入。		
80年 2月	○マネーサプライ統計の改訂。	" 6月	○マネーサプライ（ポンド建てM <sub>3</sub> ）・ター ゲットについて、新たに6か月毎に見直 すローリング方式を採用。		
		" 11月			
		79年 11月	○現行 target の対象期間を6か月延長し 79年6月央から80年10月央までとするか たちでローリング方式を一時停止。		



	最初の公表	その後の公表時の声明および公式見解				
	公表時の声明および当局の公式見解	76年の目標値公表	77年の目標値公表	78年の目標値公表	79年の目標値公表	80年の目標値公表
米 国	<p>○「FEDは現在通貨および信用総量のモデルトな拡大を図っているが、この方針によれば M<sub>1</sub>の伸びは75年3月~76年3月の間に5~7.5%に達することとなる。この伸びは歴史的にみればやや高いが、遊休設備が広範に存在し、需資が物価上昇によって水増しされている状況下では高すぎることはない」(パーンズ議長議会証言75年5月)</p> <p>○「マネーサプライの長期目標値は、FEDがマネーサプライの動きを評価する場合の基準となるものであるが、この目標値が公表されることによってさらには民間部門においても意思決定を行う際の何らかの参考になることが期待される」(ニューヨーク連銀75年年報)</p>	<p>○「M<sub>1</sub>、M<sub>2</sub>の目標値を下げたが、マネーサプライの増加が緩やかであっても回転率の上昇を考えれば、経済の力強い拡大を十分ファイナンスできるはず。…将来も取引に必要なマネーサプライの需要の減少傾向が続けば、さらに M<sub>1</sub>の目標を引下げる用意である」(パーンズ議長証言76年5月)</p> <p>○「マネーサプライ目標値の公表はインフレ期待の鎮静化を通じて経済の安定化をもたらす」(ニューヨーク連銀76年年報)</p>	<p>○「カーター大統領のインフレ対策構想はそれなりに効果が期待できようが、FEDとしては物価安定達成の小さなステップとして M<sub>2</sub>、M<sub>3</sub>の目標値を引下げることにした。」(パーンズ議長証言77年5月)</p> <p>○「マネーサプライ目標値の公表は現在のようにインフレ的な経済情勢においては基本的に重要」(ニューヨーク連銀77年年報)</p>	<p>○「M<sub>3</sub>のみ0.5ポイント引下げる。M<sub>1</sub>はこのところ落ち着いているが基調的なものかどうか疑わしい。…FEDとしてはインフレ抑制が第一の任務であり、全力を挙げてこれに取り組む覚悟である。」(ミラー議長議会証言78年3月)</p>	<p>○「M目標値を下げたのは、景気の現状からして経済をリセッションに陥し入れることなしにインフレ抑制のための金融引締め政策を維持していくことが可能であることに加え、最近における自動振替勘定(ATS)の導入等が M<sub>1</sub>に与える影響をも考慮に入れたものである」(ミラー議長証言79年2月)</p>	<p>○「現時点の情報と経済見通しから判断して、79年のマネーサプライ目標値は引続き妥当かつ実現可能なものと思われる。80年についても、マネーサプライは79年と同じ目標値の範囲内に収まるものと予想される。」(FOMC-79年10月)</p>
西 独	<p>○「ブンデスバンクは今後物価上昇率を徐々に引下げていくとともに、目標とする実質成長率の達成を金融面からさまたげることのないよう配慮することをもその基本方針とする。」(ブンデスバンク・コミュニケ74年12月)</p> <p>○「労使を含めて経済界一般がブンデスバンクの今後の政策方針を明確に知り、賃金交渉等の際にそれぞれの指針となしうるようになることが必要であって、目標値の公表もこうした趣旨に基づいている。」(クラーゼン総裁記者会見74年12月)</p>	<p>○「来るべき景気上昇を持続的なものとし、同時に一層の物価安定を実現する方針で運営されよう。現時点でこうした目標に合致する中央銀行通貨(CBM)の増加率は年平均8%とみられる。このような増加率が物価コストの引上げでなく、生産・雇用拡大に振向けられるよう行動することを希望する。」(ブンデスバンク・コミュニケ75年12月)</p>	<p>○「物価上昇をさらに抑制すると同時に力強い経済成長を目標とする観点から引き続きCBM増加率を年平均8%とする。しかし、最近急増しているのが今後増勢が鈍化しないと目標の達成は困難である。」(ブンデスバンク・コミュニケ76年12月)</p>	<p>○「CBMの伸びを8%にすることが安定成長の実現のため、最も相応しい通貨政策であると確信する」(ブンデスバンク・コミュニケ77年12月)</p> <p>○「78年の目標値設定に当っては前年をかなり下回る賃上げ率を前提としている」(エミンガー総裁記者会見77年12月)</p>	<p>○「目標値に幅を持たせたのは、ここ数年月急速にマネーサプライの拡大をみたため、差当りこれを一気に縮小することは不可能であることによる。」(ブンデスバンク・コミュニケ78年12月)</p> <p>○「当初からマネーサプライ目標値公表政策を一つの実験的試みとして実施してきており、この面でも経験をさらに深めるという意味もあり、明年も引き続き目標値を公表することとした。」(エミンガー総裁78年12月)</p>	<p>○「本決定は、現在の金融引締め政策の強化を意味するものでも緩和を意味するものでもない。80年の目標値を79年に比べ上下限それぞれ1%引下げたのは、この半年間探ってきた信用拡大テンポの抑制姿勢を堅持することを意味すると同時に、この目標値は約3%と予想される80年の実質経済成長率を確保するのに十分であると考えたためである。本目標値算定に当っては、潜在成長率(約3%)に見合う実質成長率ならびに避け難い物価上昇率(年平均4%)が考慮された。」(エミンガー総裁79年11月)</p>
英 国	<p>○「マネーサプライはインフレを促進しないように抑制する。また、本年度のマネーサプライ(M<sub>3</sub>)の増加率は12%程度になるとみられるが、このような伸びは政府のインフレ抑制目標と完全に合致するものである。」(ヒーリー蔵相の財政演説76年7月)</p> <p>○「現在のようにインフレの危険が充満している時には、Mの増加率を名目成長率よりも低い水準にとどめるとの方針のもとマネーサプライの公表目標値を設定することが適切であると考えている。」(リチャードソン総裁の講演76年10月)</p>	<p>○「インフレ圧力を予め厳しくコントロールするためにはDCE、M<sub>3</sub>ともに前年並みの目標に抑制する必要がある。」(ヒーリー蔵相、財政演説77年3月)</p> <p>*国内信用増加額</p>	<p>○「景気の行過ぎを金融政策面からチェックしてインフレ防止に万全を期す。…このところ国際収支が黒字基調にある状況下、DCEよりもMそのものに注意を払うべきである」(ヒーリー蔵相、予算演説78年4月)</p>	<p>○新方式(ローリング方式)の狙いは、目標値設定期間の終了する時期に予期せざる fluctuationによってもたらされる問題を回避する観点から政策当局に柔軟性を与えることにある。」(英蘭銀行四季報、78年2月)</p>	<p>○「現在のマネーサプライ目標値(ポンド建て M<sub>3</sub>の年率を7~11%とする)は、1979年6月央から1980年4月央までの10か月間を対象期間としているが、これを延長して6月央から1980年10月央までの16か月間とする。期間延長という措置をとったのは、最近のマネーサプライ急増を既成事実として新目標値に織込んでしまうことを避ける一方、その急増分を解消するのに必要な時間を確保するためである。」(ハウ蔵相、79年11月下院発言)</p>	

	最初の公表	その後の公表時の声明および公式見解				
	公表時の声明および当局の公式見解	76年の目標値公表	77年の目標値公表	78年の目標値公表	79年の目標値公表	80年の目標値公表
フランス	<p>○「ここ数年、過大な通貨供給 (M<sub>2</sub>) の伸びがインフレを加速してきた。M<sub>2</sub> の伸びを名目 GDP の伸び率以下に抑える必要性は、第7次5か年計画において強調されているが、今後は、この目標を完全に達成することが、不可欠である。… M<sub>2</sub> の伸びは、すでに低下しつつあるが、下期を通じ、年率12%増の線まで低下させる必要がある。77年については、M<sub>2</sub> の伸び率の目標を12.5%と、名目成長率見通し (+13.2%) をはっきり下回る線に設定することとした」(バール首相兼蔵相の基本方針演説、76年10月)</p> <p>○「目標値の公表はインフレ克服計画を金融面から支援するものである。」(フランス銀行76年年報)</p>				<p>○「明年の目標値を引下げるのは、物価安定・達成が引続き経済政策の重要課題であることに加え、価格面での自由化政策を進めているため、金融政策への期待がそれだけ高まっているという事情もある。」(フランス銀行、78年10月)</p>	<p>○「政府は、国内外の情勢および政府の経済政策とりわけ80年度予算案を考慮して、マネーサプライ増加目標値を決定した。フランス経済にインフレ効果を与えず、しかも財政赤字のファイナンスをより確実にするためには、マネーサプライの増加率を名目 GDP 増加率以下の水準に設定する必要がある (80年名目 GDP 成長率見通し+11.8%)。』(大統領府79年9月)</p>
スイス	<p>○公式に声明文を発表せず。</p>	<p>○「目標増加率6%は、適度な実質成長を達成し得ることを前提とし、景気回復に必要な通貨を供給すると同時に、一方でインフレ再燃抑制も可能とし得るように策定された水準である。」(スイス中央銀行コミュニケ、76年1月)</p>	<p>○「本目標増加率を設定するに際しては、景気回復を促進すると同時に物価の安定を維持し、スイス・フラン相場に攪乱的影響を与えないということを考慮した。すなわちこれは低い金利水準のもとでインフレ圧力を回避しつつスイス経済を維持運営していくのに必要かつ十分なマネーサプライの増加率なのである。スイス中央銀行は、経済情勢が大きく変化した場合には、同目標値を変更する権限を留保している。」(スイス中央銀行コミュニケ76年11月)</p>	<p>○「物価が再び落着きを取戻している点からみて、目標値を引下げるのが妥当であるかも知れないが、景気の現状および為替市場の動向から考え、78年も十分な流動性を保証し、低金利を保つことが適切であると判断した。」(スイス中央銀行コミュニケ77年12月)</p>	<p>○「昨年10月にドイツ・マルク対スイス・フラン相場に下限を設定、上記目標相場達成のためには大量介入を実施する旨の新たな政策を打出したが、当面こうした政策を継続し79年のマネーサプライの目標値の公表は行わない。」(スイス中央銀行コミュニケ、78年11月)</p>	<p>○「①スイス中央銀行は、78年秋以降介入による通貨量拡大を容認することとし、79年の通貨量増加目標値の設定を見送った。この一年あまり為替市場は安定を取戻し、銀行の過剰流動性も払拭されたので、再び通貨量重視の政策運営を図ることとした。②ただし、この目標値は国際通貨情勢の安定を前提としたものであり、為替市場が著しく不安定となった場合には一時的にこれから乖離するとの留保条件付きである。」</p> <p>「今回マネタリー・ベースに変えたのは、M<sub>1</sub> は為替相場の変動により大きく影響される (スイス・フラン資産へのシフト等) ため、スイス中央銀行が直接的にコントロールし得るマネタリー・ベースの方がベターであるとの過去の経験を生かしたものである。目標値算定に当たっては、明年の実質成長率は1%弱、物価上昇率については明年末までに現在の上昇率に戻すことを前提とした。」(スイス中央銀行コミュニケ、79年12月)</p>
カナダ	<p>○「最近のカナダ銀行に対する批判は、カナダ銀行のマネーサプライの伸びに関する発言は余りに漠然としており、何故明確なM目標値を示し、それを達成することに責任を負うことをしないかという点に集中している。…これまでに何度もカナダ銀行はM<sub>1</sub> を重視しており、当分の間、基調的なマネーサプライの伸びが10%を下回ることは不適當である一方、15%では高すぎるとの見解を示している。」(ブイ総裁の講演、75年11月)</p>		<p>○「今回のマネーサプライ目標値の設定は、物価上昇テンポが漸次鈍化するにつれて、マネーサプライの増加目標値を適宜引下げなければならないとのかねてからの言明の線に沿ったものである。…政策の運営にあたってはM<sub>1</sub> のみならず広義Mを含む各種金融・経済指標を併せ勘案している。」(ブイ総裁談話、76年8月)</p>	<p>○「今回の措置は、マネーサプライ増加目標値を徐々に引下げることで物価上昇率を漸次低下させるというかねてからのカナダ銀行の長期的な政策に沿ったものであり、なら現行の金融政策の変更を意味するものではない。この新たな目標値のもと、物価の上昇率が基調的に低下していくとすれば雇用・生産が力強く拡大する余地は十分あると考える。」(ブイ総裁談話、77年10月)</p>	<p>○「今回の目標値の引下げ措置は、マネーサプライの伸びを徐々に引下げていくという長期的政策に沿ったものであると同時に、現在のインフレの進行を防止したいとの決意の表われである。」(ブイ総裁談話、78年9月)</p>	

米 国	<p>長期目標値としては <math>M_1</math>、<math>M_1</math> プラス、<math>M_2</math>、<math>M_3</math>、銀行信用。</p> <p>伝統的に取引動機に基づく <math>M</math> を重視してきたことから、<math>M_1</math> が主たる目標値と考えられてきている。もっとも、最初の公表時点から特定の <math>M</math> に固執するものではないことを明示しており、複数の目標変数を選定。また、最近では次第に <math>M_2</math> が重要視されるようになり、FOMCの議事録によると <math>M_1</math>、<math>M_2</math> に同程度のウェイトを置いている時期も増えてきている。この間、銀行信用は、従来の credit view 的な考え方の名残りとも言えるものであるが、速報性がある点、外資の流出入をカバーできる点が長所として考えられている。</p>	英 国	<p>DCE とポンド建て <math>M_3</math></p> <p>DCE(広義マネーサプライ+国際収支赤字額)の採用は、国際収支の改善を目指すためのものであり、IMF 借款に絡み、IMF から要請されたもの。一方、<math>M_3</math> (ポンド建て <math>M_3</math>) については、①統計が整備されている、②供給要因別分析が可能、③広義 <math>M</math> の方が預金間シフトによる攪乱が少なくコントロールし易い、④居住者に限定した方が、投機的資金の動きで攪乱されることが少ない(西独、スイスも同様)などが主たる選定理由になっているようである。</p> <p>なお、DCE については、国際収支が改善を示す時期においては極めてゆるい条件となるので target としては <math>M_3</math> が重視されている。</p>
西 独	<p>中央銀行通貨 (CBM)。</p> <p>西独の CBM は、HPM とは、①過剰準備が含まれていない、②準備率の変更を調整しているという点において異なる。当局の考え方もマネタリー・ベースとしてではなくその結果を表わすもの(流動性のウェイトをつけた <math>M_3</math> の速報計数)との考え方が強い。なお、内容については、流通現金のウェイトが高く、準備預金については基準時点の準備率のウェイトが要求払預金、定期預金、貯蓄預金で各々 4 : 3 : 2 と貨幣性の高いものほど高くなっている。当局の CBM の選定理由は、①貨幣性の度合をよりよく反映している、②当局の直接の負債勘定であるため <math>M</math> の動向に責任をとっていくという姿勢が明確になる、③名目 GNP との統計的対応関係が優れている、といった点に求められている。反面、採用時点から、①マネタリー・ベースと混同される危険がある、②一般に分かりにくい、③流通現金のウェイトが高く、攪乱的な動き(とくに季調変動が大きく、生の計数が使えない)が大きくなる惧れがある、といった難点が指摘された。</p>	ス イ ス	<p><math>M_1</math> (75~78年まで、79年は公表目標値なし)</p> <p>公表(75年)当初、中央銀行通貨(マネタリー・ベース、西独の CBM とは異なる点に注意)をも操作目標として公表したが、海外短資の流出入から CBM の変動が大きくなったため77年からは <math>M_1</math> 一本となった。</p> <p>中央銀行通貨(80年分から)</p> <p>過去の経験から、<math>M_1</math> も為替相場の変動により大きく影響されることがわかったため、中央銀行の直接的コントロール下にあるマネタリー・ベースによる目標値(但し、変動の大きい12月は避け11月央の対前年同期比増加率)の方がベターと判断した。</p>
フランス	<p><math>M_2</math> (非居住者預金を含む)</p> <p><math>M_2</math> の選定理由は、①従来から漠然と <math>M_2</math> を重視してきたという慣行と②準通貨も容易に支払手段に転換しうるので通貨・準通貨を余り区別する必要はない、などにあるものとみられる。また、貸出準備率の弾力的操作によっていわば直接的にコントロールできるという点も <math>M_2</math> 選定の一つの理由とされた。</p>	カ ナ ダ	<p><math>M_1</math></p> <p><math>M_1</math> を target に選定した理由としては、①広義の <math>M_2</math>、<math>M_3</math> は他の near bank の貯蓄勘定資産との間で予期せざるシフトを生じ易い、② <math>M_1</math> は、短期金利に対して敏感であり、短期金利の調節を通ずるコントロールがし易い、の2点が指摘されている。</p>

(付表-4)

## 主要国におけるマネーサプライ目標値の設定方法とコントロール

国 別	目標とする M の種類	目標値設定の タイム・スパン	期中見直しの 有 無	目標値の表現	目標値設定の方法	コントロール方法
米 国	○ M <sub>1</sub> , M <sub>1</sub> プラス、 M <sub>2</sub> , M <sub>3</sub> および銀行信用	○先行き1年間 ○但し、M <sub>1</sub> , M <sub>2</sub> については、当月～翌月または当月～翌々月の短期目標値も公表	○四半期毎に見直し、 79年以降6か月毎に見直し (rolling 方式)	○値 域 (range)	○長期目標値 — 四半期計量モデルによる数種のシミュレーション結果をも参考にしつつ、judgemental な見直し(2段階的接近法)により総合的に判断 ○短期目標値(長期目標値を達成するのに必要な短期<当月～翌月または当月～翌々月>の目標値) — 市場からの情報(通貨選好の変化、金利動向等)ならびに「マネーマーケット・月次モデル」によるシミュレーション結果から総合的に判断	○短期目標値を達成するのに必要な銀行の非借入準備(総準備マイナス連銀貸出)を操作目標として設定し、これが実現するよう TB オペによる市場調節を実施。 フェデラル・ファンド・レートにも、一応特定の許容幅が設定されているが、その幅はかなり大幅なものとなっており、しかも専ら週平均値でこの範囲に収めるものとされている。
カ ナ ダ	○ M <sub>1</sub>	○特に定めず	○必要の都度見直すことを留保(実際には1年間固定)	○値 域	○「実質成長率」+「避け難い物価上昇率」により大雑把に設定 — 回転率の変化ならびにコントロールの精度を考慮して目標値に4～5%の幅 ○通貨需要関数でもチェック	○市場金利に影響を与えてコントロール — 市場金利の調節方法としては、公定歩合操作、オペ等があるが、短期的には、政府預金の付替え操作により銀行の現金準備を調節して市場金利に影響を与えるルートを最も重視。
英 国	○ポンド建て M <sub>3</sub> ○ DCE (国内信用増加額)	○先行き1年間 76～78年度各年度毎の目標値設定	○1年間目標を堅持 → 78/10月 央から6か月毎に見直し (rolling 方式) ○6か月毎に見直し	○値 域 ○一定値	○「実質成長率」+「避け難い物価上昇率」+「通貨回転率の変化」により大雑把に設定 ○通貨需要関数でもチェック	○「最低準備比率※」を基礎として、①オペと罰則金利(最低貸出歩合)による貸出の組み合わせ、および②特別預金預入率の変更等により、銀行の流動性と金利に影響を与える。 ※ 現在 12.5% 適格流動資産 { BOE 預け金(除特別預金) TB、コールローン BOE 再割適格商手、同地公団 代手形、国債(満期まで1年以下のもの)等。
西 独	○中央銀行通貨	○先行き1年間	○1年間目標を堅持	○一定値 →79年から値域	○「予想される潜在成長率」+「避け難い物価上昇率」+「稼働率の変化」+「通貨回転率の変化」により大雑把に設定	○準備率操作、貸出政策(公定歩合操作、再割引枠変更、ロンバート貸出に対する態度変更)により銀行流動性ならびに短期市場金利に影響を与える。長期債オペも随時活用、また微調整には手形オペも併用。
フ ラ ンス	○ M <sub>2</sub>	○先行き1年間	○1年間目標を堅持	○一定値	○名目成長率以下	○オペにより市場金利を誘導して銀行の与信態度に影響を及ぼすほか、貸出準備率制度も活用。
ス イ ス	○ M <sub>1</sub> ○中央銀行通貨	○先行き1年間	○為替市場不安定化の場合は期中で見直す可能性を留保	○一定値	○「実質成長率」+「避け難い物価上昇率」 ○西ドイツ、米国のマネーサプライ目標も勘案	○ネット・マネタリーベース(銀行の準備金+現金通貨-中央銀行貸出)を直接コントロール。「交換義務づけによる資本再輸出策※」がネット・マネタリーベース・コントロールの中心。微調整は、ドル・フランスワップによる。 ※ スイス・フラン建の外債発行・非居住者による借入れなどの代り金等をスイス中央銀行保有の外債と交換して国外へ持出すことを強制する制度。

(付表-5)

主要国の M target 達成状況についてのコメント (1)

	75年	76年	77年	78年
米 国	<p>通年、緩和的に政策を運営。この間、各四半期毎の M target の達成状況をみながら政策運営方針を修正、この結果、75/3～76/3の M target は M<sub>3</sub> を除きいずれも target range 内に収まった。もっとも M target を達成するための操作が容易でないことを当局は改めて認識させられたと指摘されている。また、金利の変動については、中期的には市場決定に委ねられるべきとしながらも短期的には安定的であることが重視され、場合により M のコントロールより優先されることがあった。</p>	<p>経済回復テンポの鈍化を眺め、金融政策は引続き緩和的に運営。M target については、M<sub>1</sub> が range 内に収まったものの、M<sub>2</sub>、M<sub>3</sub> は target を overshoot。この間7～9月に一時引締めへ転じた以外は積極的に短期金利の引下げを企図し、このため年末には72年央ごろの低水準にまで低下。</p>	<p>インフレ懸念が強まり、引締め気味の政策運営に転換。前年末末 M<sub>1</sub> が目標値をオーバーしていたことを材料に FED は春以降引締めへ転じた。秋口、FED と議会との間で金融政策の運営をめぐる喰違いが生じたが、結局 FED の主張に近い線で引締めの政策運営を継続。M target の達成状況をみると、M<sub>2</sub>、M<sub>3</sub> が target の上限に納まったのに対し、M<sub>1</sub> は前年度の M<sub>1</sub> から他の流動性資産へのシフトの反動もあって target を大幅に上回った。また、年後半はインフレ・マインドの台頭もあって金利が当局の予想以上に上昇し、M と金利のいずれを signal として重視するかが問題とされたが、FED は M を重視する立場を採った。</p>	<p>景気が根強い上昇を続ける一方、インフレ進行が顕著となり、引締め政策を強化、金利は年末にはかなりの高水準（公定歩合 9.5% は既往最高）となったのが、強気の企業消費者マインドに支えられて秋口に至るまで予想を上回る M 需要の増加をみた。このため通年でも M<sub>1</sub> は target をオーバーすることとなった（M<sub>2</sub>、M<sub>3</sub> は range 内）。なお、11月以降、M<sub>1</sub> の伸びが急速に鈍化しているが、これは ATS 創設に伴うシフト等が主因とみられている。</p>
西 独	<p>ブンデスバンクは緩やかな景気回復を目指して金融政策運営を行ったが、国内では景気の回復テンポが遅いことに対して不満の声が高まった。このため、年途中からさらに積極的な緩和策に転じ、CBM（中央銀行通貨）は年後半増勢を強め結果的には target を若干オーバーした。</p>	<p>年初来、緩和気味の政策を続けたが、夏以降、為替レート上昇圧力が強まり、ブンデスバンクは為替市場で大規模なドル買い介入を実施。一方で、CBM が target からオーバーすることを回避するため為替市場介入による中央銀行信用増加の吸収を狙って強力な売りオペを実施。最終的には CBM は target を多少オーバーした。</p>	<p>景気停滞・物価安定を眺め、総じて金融緩和策を継続。年央以降、財形貯蓄払い戻しの集中、個人借入需要の旺盛化、為替レートの上昇に対する介入とが重なって CBM は急増、結局 target を若干オーバーした。</p>	<p>財政・金融両面から景気刺激策を継続夏以降景気ははっきり上昇傾向を示したが、この間物価は極めて安定裡に推移。一方、M target については、金利低下・所得上昇に伴う通貨需要増に加え、1～3月、昨秋以降のスネーク（EC 共同フロート）の緊張、米ドルの全般的低下に対応してとられた巨額（年、約 240 億マルク）の市場介入による中央銀行信用増加から<sup>(注)</sup>年間では、target を大きくオーバーした。</p> <p>(注) この間、ブンデスバンクは、11月の最低準備率の引上げ（吸収資金量40億マルク）、12月の再割引枠の削減（同50億マルク）といった中央銀行信用の吸収策を実施。</p>
英 国		<p>夏場には景気後退を危ぶむ声も強かったが、当局は「マネーサプライの増加を target の範囲内に収めたいとの決意」（リチャードソン BOE 総裁）を表明し、公定歩合の引上げ、特別預金預入率の引上げ、corset の再導入などのかなり厳しい引締め政策を実施した。他方、財政も赤字拡大に対する内外の批判を受けて支出削減措置を実施するなど金融政策に協力姿勢を示した。この結果、DCE、ポンド建て M<sub>3</sub> とも target を大幅に下回った。</p>	<p>国際収支の改善、物価上昇の鈍化から緩和政策に転換。さらに短資流入、需資軟調が重なって金利水準は前年末の高水準から7～8%もの低下をみ、M 増加率は徐々に増加、7～9月には target range の上限を初めて突破した。このため、BOE は為替市場介入の縮小、資本流出制限の緩和に加え MLR（最低貸出レート）の大幅引上げなどの引締め措置を採ったが、M の増勢は強く結局 M<sub>3</sub> は target を大幅に上回った。</p>	<p>財政拡大・金融引締め型のポリシー・ミックスを採用。こうした政策に“corset”を再導入（78/6～）し、貸出規制を図った。M<sub>3</sub> は target range の下限をさらに下回った。なお、10月には6か月毎に target を見直す rolling 方式に移行したが、78/10～79/4 央の M 増加率は、わずかながら、target range の上限をオーバーした。</p>

主要国の M target 達成状況についてのコメント (2)

	75年	76年	77年	78年
フランス		9月にインフレ克服計画（パール・プラン）を発表し、金融・財政両面から引締め策を実施。この引締め策は秋には短期金利が74年11月来の高水準を記録するなど強力なもので、この結果Mの増加率 target（初年度は7～12月の年率）を大幅に下回った。	景気停滞・インフレ進行のスタグフレーション下で、政策運営は困難を極め、大枠としては抑制方針を継続したものの、緩やかな金利引下げを目指す折衷的なものとなった。即ち、貸出の増加率規制という直接的な方法でMをコントロールする一方、公定歩合を引下げるといった政策を採った。M target は結局、上限を突破することとなったが、それほど大幅な乖離ではなかった。	スタグフレーションは依然解消されぬまま、金融政策は緩和気味に運営。この間、Mの伸びは、財政資金の散布の増嵩を主因に target を若干上回った。
スイス	M <sub>1</sub> 、CBM（中央銀行通貨）ともに target 内に収まった。もともと、年間を通じ、両者の動きが異なったため次年度以降は、M <sub>1</sub> を重視する方針を表明。	M <sub>1</sub> は target を若干オーバー、一方CBM は target 内に収まる。西独同様為替市場に介入したが、これを吸収する措置を採ったため CBM は比較的低い伸びにとどまったが、M <sub>1</sub> は、低金利策の推進もあってやや target を上回った。	M <sub>1</sub> はほぼ target に近い線に収まった（CBM の target は廃止）。為替レートが比較的穏やかな動きを示したため、当局は M <sub>1</sub> target 達成すべく金融調節を実施（75～77年のMコントロールはほぼ成功したと評価している）。	年初来のスイス・フランの急騰に抗しきれず強力な市場介入（西独とほぼ共同歩調）を実施したため、M <sub>1</sub> は target の3倍強の大きな伸びとなった。なお、79年は target 公表を取止め。
カナダ		M <sub>1</sub> は target range のほぼ中心に収まったが、target range 自体高目であったため水準はやや高かったとの評価。Mコントロールを図るとの方針の下、通年緩やかな引締め政策が採られた。なお四半期毎のMの動きを見ながら target に収まるように金利を高目に誘導、その結果、金利は米国の水準を大幅に上回った。	M <sub>1</sub> は target range の下限を下回る。景気後退が憂慮され76年末から緩和策がとられたが、為替レートの低下防止といった制約もあって実質的には大幅な量的緩和とはならなかった。	M <sub>1</sub> は target range の下限近くに収まる。景気回復は捗々しいものではなかったが、インフレ懸念が強まり、慎重な政策がとられた。

(付表-6) 米国の新・旧マネーサプライ指標の概念対比

( )内は 1979/11残高、単位：10億ドル

対象機関	新	旧	新旧の違い
商業銀行	M <sub>1</sub> A (372.2) 現金通貨+要求払預金 <sup>※</sup>  〔 <sup>※</sup> 外銀、外国公的機関 からの預金を除く〕	M <sub>1</sub> (382.6) 現金通貨+要求払預金	○新 M <sub>1</sub> A=旧 M <sub>1</sub> -外銀・外国公的機関から の預金
全預金 受入機関	M <sub>1</sub> B (387.9) M <sub>1</sub> A+その他決済勘定 <sup>※</sup>  〔 <sup>※</sup> NOW、ATS、信用組 合の出資証券、相互 貯蓄銀行の要求払預 金等〕	M <sub>2</sub> (945.3)  M <sub>1</sub> +定期預金(除く 大口CD) +貯蓄預金	○新 M <sub>1</sub> B=旧 M <sub>1</sub> -外銀・外国公的機関から の預金 +NOW、ATS等その他 決済勘定(貯蓄金融機関を 含む)
	M <sub>2</sub> (1510.0)  M <sub>1</sub> B+その他貯蓄預金 +小口定期預金 +オーバーナイト RPs (商業銀行分) +オーバーナイト・ユーロ (加盟銀行カリブ支店 分) +ミューチュアルファンド	M <sub>3</sub> (1609.5)  M <sub>2</sub> +相互貯蓄銀行預金 +貯蓄貸付組合出資金	○新 M <sub>2</sub> =旧 M <sub>3</sub> +オーバーナイト RPs (商業銀行分) +オーバーナイト・ユーロ (加盟銀行カリブ支店分) +ミューチュアルファンド +相互貯蓄銀行の要求払預 金 -大口定期預金 -外銀・外国公的機関から の預金 -商業銀行間以外の金融機 関預金
	M <sub>3</sub> (1759.1) M <sub>2</sub> +タームRPs+大口定 期預金  L (2123.8)  M <sub>3</sub> +他の流動資産 <sup>※</sup>  〔 <sup>※</sup> ターム・ユーロ、BA、 CP、TB、貯蓄国債 等〕	M <sub>4</sub> (1041.2) M <sub>2</sub> +大口 CD  M <sub>5</sub> (1705.4)  M <sub>3</sub> +大口 CD	○新 M <sub>3</sub> =旧 M <sub>3</sub> + RPs +ユーロダラー +ミューチュアルファンド +相互貯蓄銀行の要求払預 金 -外銀・外国公的機関から の預金 -商業銀行間以外の金融機 関預金

▲カリブ支店以外の overnight を含む  
(勿論外銀へのユーロ預金はすべて含まれる)