

金融政策の再評価と今後の展望*

——主要国の経験から——

江 口 英 一

1. はじめに
2. 「通貨量重視政策」への移行
3. 各国「通貨量重視政策」の性格と内容
4. 当面する諸問題と「通貨量重視政策」
5. おわりに

1. はじめに

過去約10年間の経験から最近の主要国金融政策運営の特色を考えると、それは、①最終目標のうち特に物価安定＝インフレーションの克服にウェイトをおき、②中間目標として通貨量を重視してきた、という点にある。各国はこうした政策運営によって、石油危機後のインフレーションをとにかくも克服した。ここでは、この2つの特色を兼ね備えた政策を総括して「通貨量重視政策」と呼ぼう。

以下、通貨量重視政策の推移・現状・課題について主要先進諸国に共通した問題を鳥瞰的に取りまとめることとする。¹⁾

結論をあらかじめ要約すると次の通りである。

イ. ここ10数年間、経済学界ではマネタリスト、ケインジアンの間で激しい論争が展開され、経済理論は大きな変容を遂げた。主要国の金融政策はこの理論の変容に大きく影響されている。

ロ. しかし、各国の通貨量重視政策を多少仔細

にみても、経済理論変容の影響とともにスタグフレーションという資本主義始まって以来の事態を克服するためには、金融政策の機動的運営がとくに必要であるとして、そのための政治経済学的解決の1つとして通貨量重視政策をとっているという点も見逃せない。通貨量重視政策がプラグマティックなマネタリズムといわれる所以である。

ハ. 今後、内外資本移動の一層の活発化や金融革新進展などに伴って、マネタリストの政策提言（通貨増加率に関する $k\%$ ルール）の前提である通貨需要関数の安定性が相当程度まで損われる惧れはある。しかし、上記ロの理由から中央銀行の通貨量重視のスタンスが崩れることはまずあるまい。

2. 「通貨量重視政策」への移行

金融政策の運営に際し通貨量を重視するという動きは60年代後半にも現われていたが、主要国が本格的な「通貨量重視政策」へ一斉に移行したのは70年代半以降のことである（第1表）。この動

* 本稿は58年度春季金融学会における報告論文である。

1) 参考文献を末尾に付したが、本稿は、これまで私が出席した幾つかの国際会議（中央銀行エコノミスト会議等）での討議や各国中央銀行エコノミストとのインフォーマルな意見交換から学んだものに基づく点も多い。また、本稿が個人的意見であり所属機関のそれではないことは言うまでもない。

第1表 主要国のマネーサプライ重視政策

	M 目 標 開 始 時 期				83 年 の 目 標			備 考
	開始時期	種 類	期 間	目 標 値	種 類	期 間	目 標 値	
米 国	75 / 4	M ₁ M ₂ M ₃	76 / 3 の 前年同期比	% 5 - 7.5 8.5-10.5 10 -12	M ₁ M ₂ M ₃ (参考) 国内非金融 部門負債	83/10-12 の 前年同期比 ただしM ₂ は 83/2-3 対 比年率	% 4 - 8 7 -10 6.5 - 9.5 8.5 -11.5	
カナダ	75/11	M ₁	76/4-6 の 前年同期比	% 10 - 15	—	—	—	82/11にM ₁ 増 加率目標値の 設定を廃止
英 国	76/ 6	M ₃	77/4 の 前年同期比	% 12	£ 建 M ₃ M ₁ P S L 2	84/4 央の 83/2 央比 (年率)	% 7 - 11	
ドイッ	74/12	中央銀行 通 貨	75/12 の 前年同期比	% 8	中央銀行 通 貨	83/10-12 前年同期比	% 4 - 7	
ス イ ス	75/ 初	M ₁	75/12 の 前年同期比	% 6	マネタリー・ ベース中央 銀行通貨	83 年 平 均 の 前 年 比	% 3	
フ ラ ン ス	76/10	M ₂	77/12 の 前年同期比	% 12.5	M ₂	83/11-84/1 の前年同期比	10 %	
イタリー	74	総信用 増加額	74/3→ 75/3	21.8兆リラ	総 信 用 残 高	83/上の前期 比 年 率	3%強	
日 本	78/ 7	M ₂	78/7-9 の 前年同期比	概ね11%台 (見通し)	M ₂ +CD	83/4-6 の 前年同期比	7%台 (見通し)	

きについては、まず、①70年代初来のインフレーションの経験の中で、インフレ下の金融政策では通貨量を中間目標として重視すべし、という傾向が現われ、つぎに、②第1次石油ショック後のスタグフレーションの経験の反省から、第2次石油ショック後には、持続的経済成長の必要条件という意味からも、金融政策は物価安定を最終目標としてとくに重視すべし、という傾向が現われてきた。

各国中央銀行あるいはそのエコノミストが、こ

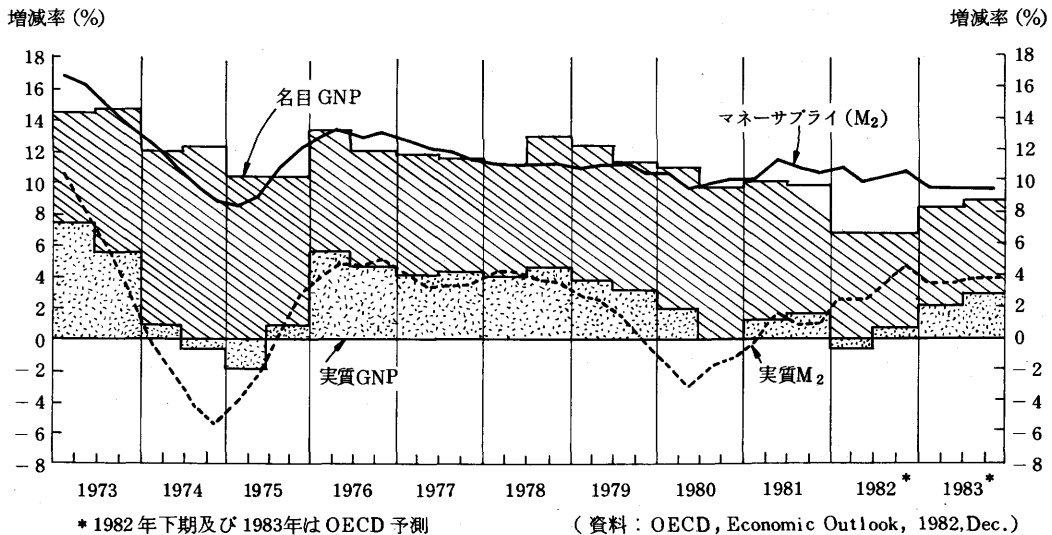
のような認識をもつに至った根拠は、次のように整理できるだろう。

イ. 「インフレ下の金融政策の中間目標は通貨量である」との根拠

① 過去の大インフレーションでは、常に通貨量増大が先行した。つまり、通貨量増加率拡大がインフレの必要条件である。

② インフレ過程で名目金利水準に固執した政策運営を行うと、実質金利が低下しインフレを加速化してしまう危険がある。

第1図 マネーサプライ増加率、インフレ率、成長率
(OECD加盟主要7か国(米・加・英・独・仏・伊・日)計)



③ インフレ過程では、期待インフレ率がボラタイルに変動し、所与の名目金利水準に対応する総需要の変動幅が拡大する(実質金利変動幅の拡大が主因)、つまりIS曲線は不安定になる。一方、通貨需要はGNPと名目金利の関数であり、期待インフレ率の変動が通貨需要関数、従ってLM曲線に及ぼす直接の攪乱の影響は比較的小さい。従って、インフレ下で中間目標を設定してGNP最終目標値達成を図るには、IS曲線の安定性に依拠する金利目標よりも、LM曲線の安定性に依拠する通貨量目標の方が望ましい。

④ インフレ克服のためには金融政策をとくに果断に運営する必要があるが、金利は社会各層の利害に直接結びついているため、金利を中間目標として設定して政策を行うと、金融政策の機動性が阻害されがちになる(政治経済学的配慮)。

ロ. 「金融政策の最終目標としてとくに物価安定を重視すべし」との論拠

① 現実のインフレ率が民間経済主体の期待の中

に織り込まれてしまうと、短期フィリップス曲線は上方にシフトし、総需要拡張政策の実物面への有効性が失われてしまう。

② インフレーション過程では先行きの相対価格の不確実性が高まる結果、家計消費、企業投資等総需要が抑圧されるとともに、相対価格の情報伝達機能低下による資源配分の攪乱から、潜在成長率も低下する。

③ さらに、ケインズの「社会の存続基盤を危くするには、通貨を墮落させる以上に確実な手段はない」という言葉が各国中央銀行家によりしばしば引用されるようになったことから明らかなように、インフレの社会的・政治的害悪が改めて強く認識され出した(政治経済学的配慮)。

3. 各国「通貨量重視政策」の性格と内容

こうして主要国の通貨量重視政策が発足し、その後、各国とも通貨量増加率は期を追って低下し、インフレ率も低下した(第1図)。

この通貨量重視政策の性格は、成立の経緯から

もわかるように、近年の経済理論の展開を摂取吸収したものであるが、政治経済学的配慮も働いており、いわば理論を折衷的 (eclectic) かつ実践的 (pragmatic) に「art of central banking」の中に取り入れたものである。

すなわち、まず「通貨量重視政策」といっても、マネタリストが提唱する「 $k\%$ ルール (通貨増加率を $k\%$ に固定)」を採用している国はない。²⁾ 各国中央銀行には通貨需要関数はマネタリストが考える程安定はしていないとの基本認識があるし、期待インフレ率が高まりそうな時には通貨量目標増加率を引下げ金融引締めに転じる (第2次石油ショック時の日本の対応がその一例) など、各行は、通貨量を重視しながらも、その他諸指標を含めての総合判断に基づいて、multi-scopedな政策を展開してきた。

一方で、ケインジアンは、「最適制御理論」を援用しつつ「中間目標を設定しての政策運営 (two-stage approach)」よりも「最終目標の実現を直接狙う政策運営 (reduced form approach)」の方が望ましい、と終始主張してきた。しかし、各国中央銀行は、①70年代以降のように外生的ショックやインフレにより経済の不確実性が高い時期には、最終目標変数と政策手段変数との関係がとくに不安定になる故、政策手段によるコントロールの容易性と最終目標変数との対応関係という2点でパフォーマンスが比較的良好な金融変数について中間目標を設定して政策を運営すべきである、②このような金融変数としては (前節に示したような諸理由から) 通貨量が望ましい、と判断してきたのである。

このように各国の通貨量重視政策は、マネタリストの政策処方箋をそのまま実行するというには程遠い eclectic なものであり、このため具体的内

容も国によりかなり異なっている。Different Targetry in Different Countries である。各国で政策運営の具体的内容がどのように異なっているか、また、そのような相違が生まれた理由は何かをみてみると、大要、次の通りである。

イ. 各国通貨量重視政策の相違点

中間目標とする通貨の種類も、国により狭義・広義まちまちである。目標とする通貨の種類を1つに絞っている国もあれば複数の通貨について目標を設定している国もある。目標値も、年間の他に四半期についても設定する国があり、また、幅をつける国、つけない国と様々である (日本は目標値ではなく四半期見通しを公表) (第1表)。さらに通貨量目標政策の副次的効果として何をどこまで期待するか (賃上げ率の誘導 (独)、財政拡大の牽制 (英)、政策決定過程のスピード・アップや効率化 (米)、市場の期待への働きかけ (米) 等) も、国によって異なっている。

さらに、中間目標である通貨量目標値を実現するにあたっての金融政策の操作対象変数は、大半の諸国が短期金融市場金利であるが、米国 (79年10月以降) は準備指標である。また、米国は操作目標値を事前に設定しているが他の諸国は明示的なかたちでの操作目標値を設定していない。

ロ. 各国通貨量重視政策の多様性の背景

① 金融市場の深さや金融制度の国別相違 — この違いにより、マクロ経済変数と広義・狭義それぞれの通貨との関係の安定性や政策手段による広狭それぞれの通貨の短期的コントロール可能性が異なってくるため、中間目標として選択する通貨の種類も変わる。

② 金融政策決定機構の相違 — 米国では、連

2) さらに一部マネタリスト (Brunner, Meltzer 等) は、中間目標をベース・マネーにおき、これについて「 $k\%$ ルール」を適用すべしと主張しているが、このような方式を採用している国もない。

邦公開市場委員会（1～2か月に1回開催）の指令に基づいてニューヨーク連邦準備銀行が市場操作をする、というかたちをとっているため、四半期ベースで、通貨量目標値および（準備指標に関する）操作目標値を設定せざるをえない。

- ③ 政府や国会との関係の相違——政府や国会が中央銀行の独自に発表した通貨量目標値を政策運営の与件とみなしている国もあれば（西ドイツ、米）、政府・中央銀行が通貨量目標値を共同で発表し、金融政策を政府の政策運営の一部とみる国もある（英、仏等）。
- ④ 金融政策の過去のパフォーマンスの相違、中央銀行に対する（市場、民間経済主体の）信頼感の相違——米国が金融革新に伴って通貨需要が変動している可能性があるにもかかわらず、スタボーンに通貨量目標値に固執しているのは、信頼感回復の必要性もその一因。
- ⑤ 経済構造の相違——対外貿易依存度が高いベルギー、デンマークでは、為替相場変動の物価に及ぼす影響が大きく、中間目標としては、むしろ為替相場を重視。

4. 当面する諸問題と「通貨量重視政策」

次に、現在各国中央銀行が直面している大きな問題として、①財政赤字の増大、②対内均衡達成と対外均衡達成とのジレンマ、③金融革新の進展をとりあげ、それらと通貨量重視政策との関連を検討する。

(1) 財政赤字の増大

60年代の「大きな政府」志向や、社会福祉偏重による歳出拡大と石油危機後の潜在成長率低下に伴う歳入伸び悩み等から、主要各国とも大きな「構造的財政赤字（景気循環要因を調整しても残る赤字）」を抱えている（日本の財政赤字は、GNP 対比でも国内非金融部門の総資金調達額対

比でも、とくに増勢が顕著（第2表））。

現在主要国では、財政赤字の拡大やその削減テンポの低迷が、とくに民間経済主体の期待と市場心理への効果を通じて、金融・経済に様々な攪乱をもたらし、金融・財政政策の運営を困難なものにしている。しかし、期待や市場心理への効果を別にしても、財政赤字の拡大は、それに金融政策が追随すればインフレの危険があるし、そうでない場合にも、実質金利の上昇による民間支出のクラウド・アウトから潜在成長率鈍化つまり民間活力の低下をもたらす可能性が高い（後者については、不完全雇用下では財政による刺激→GNP 拡大→民間投資拡大の乗数効果の可能性もあるが、完全雇用に到達した長期均衡では、財政赤字が大きい程、常に実質金利は高く民間投資は低い）。このため、すべての主要国で財政再建への政治的軌道作りが喫緊事となっている。

財政赤字の縮小が遅々として進まない場合の民間経済主体の期待や市場心理を通ずる効果とは、次の通りである。まず、民間経済主体や市場の中に「将来の財政節度のますますの喪失→金融政策が追認を余儀なくされる事態の発生→インフレ」という懸念が強まり、長期の期待インフレ率が上昇する。この結果、中長期金利の短期金利対比での割高化が拍車され、国債市況の軟化、民間企業投資抑圧が生まれてくる。

70年代以降のインフレとスタグフレーションの経験を経て、各国の現在の金融市場は、このような著しくナーバスな状況に追い込まれている。そこでは、需給ギャップの多少の改善を狙う短期的な総需要喚起政策も、それが財政政策であれ金融政策であれ、市場心理の反応如何では意図した効果もつ可能性すらある。このような局面での金融政策は、インフレ期待再燃を封ずる確固たる政策運営によって市場の信頼感を確保することに最大の配慮を払わねばならず、この点で、通貨量重視政

金融政策の再評価と今後の展望

第2表 公共部門、借入および負債残高

国名	中央政府					一般政府				
	1973	1975	1979	1980	1981	1973	1975	1979	1980	1981
資金不足額	G N P 比率 (%)									
米 国	0.8	5.3	1.5	3.1	2.9	1.2	6.2	2.1	3.7	3.2
日 本	1.5	2.7	5.3	5.8	5.6	3.6	5.1	7.7	8.0	7.7
西 独	0.3	3.3	1.9	1.9	2.6	0.1	6.6	3.4	3.8	4.8
フランス	-0.6	3.0	1.2	1.4	2.0	-0.9	2.2	0.6	-0.4	1.6
英 国	3.2	8.0	5.4	4.9	4.1	5.0	9.5	6.3	5.7	4.5
イタリア	8.4	11.6	11.2	10.6	12.5	10.3	14.2	11.8	10.9	13.2
ベルギー	4.0	5.8	8.0	9.8	13.9	5.2	6.5	9.1	12.1	16.3
オランダ	-0.3	3.1	4.2	4.6	6.0	1.4	4.8	4.8	6.5	7.4
金融市場に於る借入額	国内非金融部門全体の金融市場に於る借入額に対する比率 (%)									
米 国	4.2	42.6	10.2	23.1	24.1	11.4	49.1	14.4	26.9	26.8
日 本	5.1	11.2	25.8	27.2	25.2	12.8	21.1	38.0	37.4	34.6
西 独	5.5	31.3	14.0	16.1	21.6	17.2	57.6	23.9	29.6	40.6
フランス	-9.3	17.3	6.4	7.1	12.1	1.1	26.8	14.2	11.6	18.2
英 国	20.6	54.2	38.9	36.1	25.4	28.3	63.3	44.2	42.5	28.8
イタリア	33.3	45.5	52.5	51.9	56.9	41.1	55.7	55.5	53.3	60.1
ベルギー	31.0	41.2	41.6	48.2	52.3	40.0	46.4	48.3	63.9	68.4
金融市場に於る借入残高	国内非金融部門全体の金融市場に於る借入残高に対する比率 (%)									
米 国	18.2	19.5	18.5	19.0	19.4	26.9	28.3	25.6	25.8	25.8
日 本	4.4	5.7	13.2	15.1	16.2	10.5	13.0	22.2	24.2	25.4
西 独	4.5	7.7	11.2	11.7	12.6	18.0	22.7	25.3	25.7	27.1
英 国	34.6	38.0	38.5	41.0	.	46.1	49.5	47.6	49.6	.
イタリア	33.6	37.0	47.5	48.3	.	42.2	44.7	51.9	52.1	.
参 考	国内非金融部門									
	金融市場に於る借入額					金融市場に於る借入残高				
	G N P 比率 (%)									
	米 国	14.8	12.9	15.2	13.0	12.4	159.7	163.3	167.9	169.2
日 本	28.2	24.0	20.3	21.4	22.2	155.4	160.3	180.7	189.5	201.3
西 独	10.1	10.9	12.9	12.5	12.1	102.2	109.2	120.8	125.0	132.4
フランス	11.6	15.7	13.3	11.9	15.8	.	.	.	.	.
英 国	18.2	13.5	16.5	14.5	13.9	132.0	115.5	105.7	104.3	.
イタリア	24.8	25.6	20.9	20.0	20.9	137.4	144.4	130.3	124.0	.
ベルギー	13.7	14.2	16.1	14.8	15.1	.	.	.	.	.

(資料: BIS, 82年 年報)

策は財政赤字下ますます重要になるといえる。³⁾

(2) 内外均衡達成にあたってのジレンマ

変動相場制に移行してからの10年の経験は、移行前後の期待とは異なって、為替相場が購買力平価を長期に亘り、かつ、大幅にオーバーシュート・アンダーシュートしがちである、というものであった(第2図)。初期のマネタリー・アプローチ諸研究の前提であった「内外通貨建金融資産は完全代替資産である(民間経済主体にとって為替リスク等内外資産間のリスクの差はネグリジブル)」との仮説は実証的にはほぼ棄却されている。むしろ今や、実質為替相場(為替相場-期待インフレ率内外格差)は内外実質金利格差や民間部門保有の対外純資産(居住者保有の外貨建純金融資産保有残高+非居住者保有の当該国通貨建純金融負債残高)の変動に感応的であり、また、市場心理の動向如何で相場はバンドワゴン効果を伴いつつ大きく変動する、という見方が一般的となっている。

こうして、変動相場制移行当初の楽観的な見方、つまり「変動相場制下では各国金融政策は国内均衡の達成に専念できる。自国あるいは外国の政策展開の結果発生する相場変動は、実質為替相場を大きく動かすには至らず、国内実物経済に有意な影響を与えない」という主張は現実によって裏切られてしまった。むしろ、逆に、ユーロ市場の発展、国際資本移動の活発化とともに、各国金融政策の自由度は狭隘化し、さらに通貨量目標政策の有効性も低下する、という問題が生じてきている。すなわち、

① 金利変動の実質為替相場を通ずる実物経済攪乱効果が無視できないため、自国の金融政策を海外(とくに米国)の金融政策に追随させざるをえなくなるという局面がしばしば発生する(たとえば78、79年のドイツ)。つまり、金融政策の自由度低下である。

② また、税制や準備預金比率の変更等があると、より有利な運用を狙って資金が国内預金とユーロ銀行預金との間を簡単にシフトするため、通貨量目標政策にあたっての通貨の定義が困難になる。また、たまたま採用した定義での通貨をコントロールできたとしても、その通貨の範囲外の金融資産に資金がシフトしているため予期した政策効果が上らないという問題も発生する。つまり、通貨量目標政策の有効性低下である。

③ さらに、近年のわが国では、円安化の進展が直ちに貿易摩擦の激化を招き、マクロ経済政策・通商政策上の困難を惹起するため、金融政策はこの面からも為替相場動向に制約される、という問題も発生している。

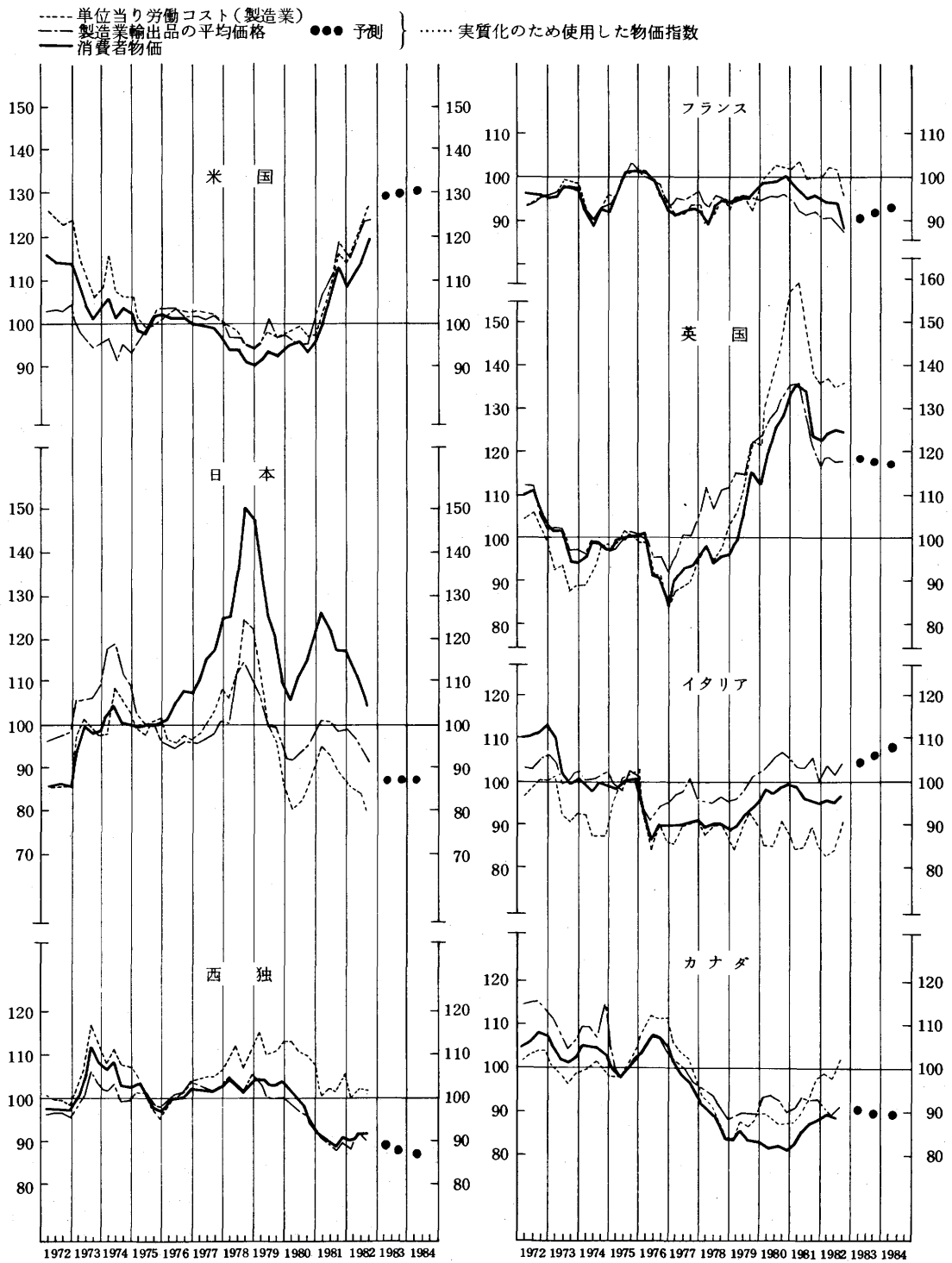
この結果、各国通貨当局は、その政策運営に際して、内外金利や為替相場の動向に一層留意することが必要となっており、いわば総合判断の重要性が益々増大しているわけである。しかし、このことは数々の利点をもった通貨量重視政策(ただしeclecticなもの)を排除することにはならない。

(3) 金融革新の進展

70年代以降、(i)インフレ率と金利が高水準でかつボラタイルな変動を続け、(ii)金融仲介の一部

3) 財政赤字拡大に伴って新発債や借換債の発行が巨額化した場合にも、国債の中央銀行引受は行わないというルールを貫くことも是非必要である。中央銀行引受の問題点は、市場での評価をうけない安易な資金調整により財政節度がますます喪失するということに加えて、国債価格の先高感があると中央銀行引受国債の転売が比較的容易であるため、金融引締めへの転換が遅れがちとなりマネタリー・コントロール喪失に繋がる危険が著しく高いことである(この点は、英国のタップ方式による国債発行やわが国戦前の高橋財政の経験が示すところである)。

第2図 実質、実効為替相場 1975 - 100



(資料: OECD, Economic Outlook, 1981, Dec.)

の形態に対して規制（金利規制、業務規制等）が存在し、(iii)情報処理技術や通信技術の飛躍的進展の結果これらのコストが大きく低下したことなどが原因となって、主要先進国では新金融商品の登場、金融慣行・金融市場・金融制度の変貌といったかたちで金融革新が急テンポで進展している。

この金融革新の進展と金融政策運営との関係については、とくにケインジアン・サイドから数々の問題提起がなされている。すなわち、

① 1つは、金融革新の進展に伴って通貨量目標政策の運営が益々困難化するというものである。その理由としてあげられているのは、(i)新商品・新慣行の登場により、決済性預金と投資金融資産との境界が曖昧になり、「通貨」の適切な定義がいよいよ困難になる、(ii)金融革新進展に伴い、とくにその過渡期には、通貨需要関数、通貨供給関数が不安定化する、(iii)決済性預金に市場金利が付利されることから通貨需要の金利弾力性が低下するため、市場金利を媒介とする通貨量の短期的コントロールが困難化するとともに、通貨量の名目GNPに対する先行性が喪失してしまう、(iv)とくに過渡期においては通貨量とマクロ諸変数との関係がシフトし続ける、等である。

② こうして金融革新の進展とともに、(i)金融政策の中間目標を実質金利に変更すべし、あるいは(ii)中間目標を放棄して、名目GNPや物価等最終目標の実現を直接狙う政策運営（*reduced form approach*）に転換すべし、などの政策提言が行われている。

各国中央銀行エコノミストは、このケインジアン・サイドからの提言の理論的意味をそれなりに

評価をしてはいる。しかし、概略次のような理由から金融革新の進展下でも引き続き通貨量重視政策を継続すべきであると考えているといえよう。

① まず、各国通貨当局が現在の政策運営の基調を持続する限り、期待インフレ率は低下し高金利も徐々に解消していこう。その場合には、規制撤廃も漸進的に行うことも可能となろう。こうした情勢下では金融革新の進展速度にも自ら限度がある筈である。

② そうだとすれば、やや長い目で通貨量をコントロールして行くという柔軟な通貨量重視政策は、予想できる将来においても十分「可能」である。また、スタグフレーション脱却のために市場における中央銀行に対する信頼感回復が必須だとすれば、当分の間、通貨量重視政策の継続がどうしても「必要」となる。すなわち、一部学者が提唱する金利や名目GNPを目標とした政策運営では、中央銀行が数々の社会的・政治的圧力をうける可能性が大きく、インフレの再燃の危険を伴わざるをえない。

5. おわりに

以上、ここ10年間の主要国金融政策の運営や中央銀行エコノミストの考え方をトレースしてきた。それは、その間の経済理論に大きく影響されている。しかし、より特徴的なことは、各国中央銀行が政策運営にあたっての「ノン・インフレーションナリー」・グロースの重要性を再確認し、また、経済理論をも包摂するより広い政治経済学的視野にたつて問題の解決を図ろうとしていることではないだろうか。

以 上

【参考文献】

OECD: Monetary Policy and Inflation Control (1979)

OECD: Budget Financing and Monetary Control (1982)

BIS: Recent Developments in the Economic Analysis of the Euro-markets (1982)

Federal Reserve Bank of San Francisco: Interest Rate Deregulation and Monetary Policy (1982)