

金融研究会

わが国におけるマネーの コントロールのあり方

I. 会議の概況

日本銀行特別研究室（現在、金融研究局に改組）は、昭和56年2月25日、標題テーマによる金融研究会（パネル・ディスカッション）を開催した。

今回の討議には、学界から、議長として矢尾次郎（南山大学教授）、報告者として堀内昭義（一橋大学助教授）、コメンターとして蠟山昌一（大阪大学助教授）および黒田巖（当時筑波大学助教授）の4氏にご参加いただき、また日本銀行から安田正（当時特別研究室次長）が報告者として参加したほか、江口英一（同室長）鈴木淑夫（同参事）もパネルに加わった。

当日の討議は、事前に提出された堀内助教授と安田次長の報告論文（後記Ⅱ.に掲載）および蠟山助教授と黒田助教授のコメント論文（後記Ⅲ.に掲載）、堀内助教授のリジョインダー（同）などを踏まえ、次のサブ・セッションに分けて行われた。

- (1) 金融政策の運営にあたりコントロールの対象として重視すべきM（マネー）
- (2) わが国におけるMコントロールのメカニズム
- (3) Mコントロールの改善案
— HPM（ハイ・パワード・マネー）
ターゲットの評価

今回研究会でとりあげたテーマについて短時間の討論で結論を出すことは本来困難であり、また研究会上でも多岐にわたった議論が

展開されたため、討議結果を簡単にまとめることは難しいが、一応の整理を試みれば次のとおりである。なお、討議の様態については後記Ⅳ.にその概略を掲載した。

1. 金融政策の運営にあたりコントロールの対象として重視すべきM

M選定の視点

堀内助教授および安田次長の報告論文では、コントロールの対象とするMを選定するに当たっては、先験的理論的考察による方法と、最終政策目標との関係から実証的に求める方法との2つがあるとの指摘があった。この点について蠟山助教授より、貨幣は人と人との社会的関係の中から生まれてくる関係財の1つであり、Mを定義するには関係財としての貨幣の機能面に注目すべきである。したがって支払手段としての機能を果たしている貨幣、つまり M_1 が核となろう。問題は、それを取りまく衛星群に何を含めるべきかであるが、金融政策の観点からは①物価、GNP等の政策目標との相関関係、②中央銀行によるコントローラビリティ、の2点を基準とすべきであろう、との見解が提示され、大勢もこれに同意した。

なお、中央銀行によるMのコントローラビリティに関連して、蠟山助教授より、①金融

政策の目標としてはMコントロールと直接結びついた総需要管理のほかに信用秩序維持や預金者保護もあること、②(貨幣は、前述のように、関係財であるため、)Mの機能に対する社会的ニーズに対して現実の制度が十分応えていないような状況の下では、各種のフィナンシャル・イノベーションが発生するほか、Mを厳格にコントロールしようとする、他の政策目標に望ましくない影響を及ぼす可能性があること、③そのような事態を回避するには、ニーズの変化に柔軟に対応できるよう中・長期的に制度を改革していく必要があること、等の考えが示された。

金融資産の位階的構造の安定性

金融政策運営にあたりどのようなMを重視すべきかとの上記議論に関連し、堀内助教授は、①現実問題としてわが国におけるフィナンシャル・イノベーションは金融仲介技術をそう大きく変化させる程のものではなく、金融資産の位階的構造(各種金融資産の総金融資産に占める割合)もさして不安定ではないので、狭義のM(銀行部門の負債)をコントロールすればよい、②仮にフィナンシャル・イノベーションが連続的に発生することによって金融資産の位階的構造が不安定化する場合でも、民間部門が創出できないHPMやマネタリー・ベースをコントロールすることによって政策目標を達成することができるのではないか、との見方を提起した。

このうちまず第1点については、他のパネリストから、①インフレーション等を契機として一旦フィナンシャル・イノベーションが生じると、政策運営が難しくなり、インフレーションを加速し、これがまたフィナンシャル・イノベーションを招来するという悪循環に陥る可能性が大きいこと、②金利自由化の

過程で規制金利と自由金利とが共存したり、インフレ期待がvolatileな状況では金融資産の選好が不安定化する可能性が強いこと、を理由に、金融資産の位階的構造の安定性を疑問視する意見が出された。

また第2点については、現金通貨といえどもキャッシュ・ディスペンサーや給与振込の普及といったフィナンシャル・イノベーションの影響を受けるので、HPMコントロールが万全の策ではありえないとの指摘があったほか、中央銀行がHPMを合理的・自律的にコントロールすることができるかどうかという後半のセッションで討議の対象となった問題が指摘された。

具体的M指標

当面重視すべき具体的なM指標としては、銀行預金と郵貯との代替性の高さなどからいって、 $M_2 + CD + \text{郵貯}$ との意見が強かったが、同時に、フィナンシャル・イノベーションが発生する可能性等を考慮すれば、1つのM指標に固執せず、弾力的に対処する必要がある、というのが大方の意見であった。

2. わが国におけるMコントロールのメカニズム

わが国の現状 — 主として「積みの調整」によるインターバンク・マネーマーケット金利の誘導を巡って

安田次長は、①わが国のマネーサプライ・コントロールは主としてインターバンク・マネーマーケット金利の誘導と窓口指導という2つのルートを通じて行われており、②このうち、インターバンク・マネーマーケット金利の誘導は、所謂準備預金の「積みの調整」に基づき、目標とする金利水準を試行錯誤的

に変更しつつ行われている、との見解を提示した。このうち②に関し堀内助教授から、中央銀行が準備預金制度上必要な準備を最終的には供給するというルールをとっており、かつそのことを市中銀行が知っているならば、日々の準備供給の足どりを通じて金利に影響を及ぼすことはできないのではないか、との疑問が出されたが、この点に関して営業局深井次長は、金融調節の実務に携わっている者の立場から①市中銀行全体としての所要準備が結果的に供給されることがわかっているのもそれはマクロの話で、個々の銀行にとって保証されているわけではないこと、②積みが遅れると先行き高い金利のマネーを大量に取らざるをえなくなるなど積みのコストが高くなる恐れが出てくるので、「積みの調整」によってインターバンク・マーケット金利に影響を及ぼしうることを説明した。

なお、蠟山助教授から、「積みの調整」によるインターバンク・マネーマーケット金利の誘導は、インターバンク市場が仲間市場として存在しているからこそ可能であり、今後インターバンク市場とオープン市場との裁定関係が強まれば継続していくことが困難になるのではないか、との疑問が出されたが、この点の議論は詰められなかった。

H P M供給経路の違いによる市場金利等への影響の差

貸出による日銀信用の供給には返済圧力がかかるがオペによる場合にはそれがなく等から、H P M供給量が同じであっても供給経路が違えば市場金利ひいてはMに及ぼす影響は異なるはずであるという説と、統計的事実等からいってそのような違いはないという説とが対立し、結論が出るには至らなかった。しかし、現状においては各種金融市場間にあ

る程度のセグメンテーションが存在しているということもあり、H P M供給経路の違いにより市場金利への影響に差が生じている筈とする意見の方が多かったように思われる。

ただ、今後各種金融市場間の裁定関係が強まるとこのような違いがなくなり、上述のようにインターバンク・マネーマーケットにおける仲間市場的な金利決定が行いえなくなることとも絡んで、日銀信用の供給量が市場金利ひいてはMを決定するという堀内モデルに接近していくのではないかと、との主張が蠟山助教授から出された。これに対し鈴木参事は、インターバンク市場が存在し、その市場参加者に対し信用割当を伴う^{ファイナ}相対の日銀貸出が行われる限り、供給ルートによる効果の違いは残ると主張した。

窓口指導の必要性和問題点

堀内助教授から、窓口指導は銀行行動を競争回避的にする等のデメリットがあり、また貸出を平準化することによって銀行間の横並び意識をむしろ支えているとの指摘があったが、安田次長は銀行の行動原理や制度的足枷により貸出金利の調整に遅れが生じるような状況下において市場の安定性と政策の速効性とを両立させる役割を窓口指導が果たしており、また銀行の横並び意識が窓口指導を機能させる要因となっていることは否定できないと主張した。

なお、蠟山助教授は、将来金利の自由化や金融制度の変化によって金融市場間のセグメンテーションがなくなれば窓口指導が望ましくなくなる可能性があることを示唆した。

公的金融部門の巨大化がもたらす問題と対処策

郵貯を含む公的金融部門の巨大化に関して

は、討議の過程において大きく分けて2つの考え方が打ち出された。

第1は、郵貯のみならず公的金融部門全体の巨大化は今後Mコントロールを攪乱する惧れがあり、しかも、公的金融部門のコントロールがそれ自身によって行われる仕組みとなっているままでは、公的金融部門の巨大化には歯止めがかかりえない。したがって、まず公的金融部門の拡大を止められるように、そのコントロールの仕組みを改める必要があるという黒田助教授の考え方である。

いま1つの考え方は主として蠟山助教授によるもので、次のような内容である。郵貯の巨大化が進む中でもその気になればMのコントロールは出来る筈であるが、その場合にはもっぱら民間金融機関にシワが寄り、信用秩序の維持という政策目標からみて望ましくない結果を招来する。したがって現在のシステムを維持することを前提とするのであれば物価安定のためのMコントロールと信用秩序の維持という2つの政策目標を同時に達成するという観点から、預・貯金金利の一元的決定を目指すのはもっともなことといえよう。しかし反面で郵貯巨大化の根因は民間金融機関が国民のニーズに応じ切れなくなっているためであり、その意味で現在のような護送船団システムを続けていく限り、第2、第3の郵貯の出現は避けえないものとなろう。そのような事態を避けつつMコントロールを実現していくためには、民間金融機関が国民のニーズに合った商品を積極的かつ自由に開発することによって、市場メカニズムを通じて公的金融部門が縮小するようにしていくことが肝要である。

以上2つの考え方があったが、いずれにせよ、公的金融部門の拡大が金利誘導によるMコントロールという現在のシステムの有効性

に関わる大きな問題点となっていることはパネリストの共通の認識であったといえよう。

(3) Mコントロールの改善案

——HPMターゲットの評価

制度変更のもつ問題点

本論題については、時間の関係もあって十分な討議は行われなかったが、

①短期金融市場が全体としてオープン化していく状況下にあっては将来HPMターゲットの採用も十分考えられるところではあるが、それが実際に有効に機能しうるためには種々の制度変更が必要である、

②制度変更は理論という抽象的観点からだけでなく、実践的・実証的分析を土台にして考え、また制度変更による民間の行動変化、或いは制度変更に伴う過渡期の混乱にも十分配慮する必要がある、との意見が出された。

HPMターゲットについて

堀内助教授は、HPMターゲットは、窓口指導に頼らずに数量的に明示されたM目標値を追求するうえで有望な考え方であり、貨幣乗数はかなりの精度で予測でき、また金利乱高下等のコストはさして大きくないはずであると主張した。しかしながらこれに対して、HPMターゲットを採用しうるためには、前提として金利自由化、市場間のセグメンテーションの解消、銀行による準備の自主的保有、等の条件が満たされることが必要との意見や、①政策ルールの変更に民間が対応するまでの過渡期においてMコントロールが失われる不安が残る、②Mのコントロールという1つの難問に代えてHPMのコントロールと貨幣乗数の予測という2つの難問を持ち込むことに

なる、③現在のMコントロール方式以上に良いパフォーマンスは必ずしも期待できない、といった危惧が表明され、当面直ちにHPMターゲットを採用することには問題が多いとの見方が強かったように思われる。

以 上