

IV. 討議の概要

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

鈴木 討論に先立って、討議テーマについての問題意識を簡単に説明したい。これまで日本銀行は、コントロールすべきM（マネー）として、物価や名目GNPとの統計的關係が最も安定していること等を理由に、 $M_2 + CD$ の平残に注目してきた。しかし最近、郵貯への大量の資金シフト、 M_1 の純減、現金通貨の伸び悩みなど、堀内論文での言葉を使うと「金融資産の位階的構造の変化ともいえる現象」が発生している。こうして、Mに郵貯を含めるべきか、また国債、現先等を含めないでよいかといった、金融政策運営上とくに重視すべきMは何かという、このサブ・セッションでご討議頂きたい問題が生じているのである。

(1) M選定の視点

矢尾（議長） アジェンダに従い、金融政策運営上とくに重視すべきMを貨幣や貨幣類似金融資産の中から選定する際の視点から議論を始めたい。

蠟山 金融現象は基本的に人と人との関係から生まれるものであり、通常の商品が技術財であるのとは異なって貨幣は関係財であることに注意すべきである。人と人との関係を律するのは制度であるから、Mに対して期待されている機能と制度とは整合的であることが求められる。もしMの機能と現実の制度との間に矛盾が生ずれば、制度の変更を迫るような反乱が起る筈である。郵貯への資金シフト、

M_1 の純減等の現象は、このようなMの機能と現実の制度との間に矛盾が生じているためであるとみることができよう。

Mはその果すべき機能によって定義されるべきであるが、Mに期待される機能としては、やはり取引手段としての機能が核となる。その他の諸機能はすべて取引手段としての機能の周囲にある衛星群的な存在として位置づけられよう。

従ってMを定義することは、（取引手段としての） M_1 を中心としつつ、これにどのような機能をもつ金融資産をつけ加えるのが適当かという問題におきかえることができる。何をつけ加えるべきかの基準は、1つは物価安定等の政策目標との関連であり、いまひとつは（中央銀行にとっての）コントローラビリティとの関連であろう。

ただ従来 $M_2 + CD$ が物価と安定的な統計的關係を持っていたとしても前述のように貨幣は関係財であり機能と制度が矛盾すれば当然従来との関係は変わってしまうので、時々の実判断も重要なことは言う迄もない。

安田 従来重視していたMと政策目標との統計的關係が崩れてしまったとき、その後あるMと政策目標との関係が密接であることが実証的に明らかになったとしても、金融当局が、そのMをコントロール出来ない場合もありえよう。その場合はどう考えたらよいか。

蠟山 金融政策が有効性を失ったと割切らざるをえまい。しかし、その場合も、例えば、人々のニーズの変化に対する制度面での対応に失敗したこと等、必ず何等かの原因がある筈である。金融政策の有効性を維持していこ

うとするならば、金融制度の改編を行うことが必要である。

堀内 安田氏が言われるような、中央銀行が間接的にさえ、Mをコントロール出来なくなる事態が現実には発生するとは考えられない。仮に従来の政策手段の有効性が失われることがあっても、金融資産の位階的構造が安定的でありさえすれば、中央銀行は、直接規制を含め、他の政策手段を用いることによってMをコントロールできる筈である。

鈴木 民間金融機関が提供する金融資産のみがMであると観念すれば、堀内氏のご指摘のように中央銀行は常にMをコントロールできよう。しかし、もし民間金融機関とは基本的に行動原理が異なる郵貯をMに含めるとすれば、Mは中央銀行にとって、常にコントロール可能であるとはいえないのではないか。

堀内 郵貯への選好が強まる時には、 $M_2 + CD$ は減少するが、これに郵貯を加えた M_3 は、リジョインダーで示したように、増加する。両者が逆方向に動くので、いずれをコントロールの対象とすべきか判断が難しいとはいえようが、だからといってMをコントロールするための中央銀行の政策が無効化してしまうとはいえない。

蠟山 金融政策の目標は物価・成長という景気政策的観点からのMコントロールのみとは限らない。暗黙のうちに信用秩序の維持、預金者保護のための個別銀行の経営の健全性の維持といったことも含んでいると考えられる。このように金融政策に複数の目標を設定した場合、たとえばMを厳格にコントロールしようとする個別金融機関の経営を圧迫する（しかもそのような影響は金融機関ごとに異なる可能性がある）、といった目標間のトレードオフの問題につき当る。郵貯の問題につ

いていえば、そのシェアの増大によって、こうしたトレードオフの問題が厳しくなってくるわけであり、Mコントロール政策は厳しい制約条件の下に置かれることになる。

つまり金融政策の1つの目標と他の目標とを同時に達成できないこともありうるわけで、仮に堀内氏の言われるようにHPMターゲットによってMコントロールを行えるとしても、金融政策のすべての政策目標を同時に達成できることにはならない。

堀内 蠟山氏の言われる通り、最近のように郵貯への資金シフトが生じている状況の下で、 M_3 を厳格にコントロールすれば、民間金融機関では financial disintermediation が生じることとなる。

黒田 3点指摘したい。まず、Mを定義する際の視点を理論的視点と実証的視点の2つに截然と分けてしまうことはあまりにも便宜的のように思われる。これら2つの視点は相互に絡み合っていることに配慮しながらMを定義することが必要ではないか。

次に、Mを何らかの真の変数のインディケーターであるとみるとすれば（私自身はそうした立場はとらないが）、仮にMそのものをコントロールできない場合でも、真の変数の代理変数としてMをみるということにも意味があり、Mが無意味になることはないと思う。

いま1つ、どのような指標を用いるにしても、その具体的データは統計的手続によって作り出され、分析されるものであることに注意すべきである。統計的手続は、①適当なソースからの原データ収集、②データの季節調整、③一定のモデルあるいは分析の枠組を用いての分析、の3つの段階から成っている。この3段階は本来互いにコンシステントなかたちで行われるべきものであるが、現在のところ、せいぜい各段階ごとにベストと考えられ

る方法を用いているというのが実情である。したがって、Mデータが正しく作られているかどうかは、この3つの段階それぞれにおいてどのような方法がベストと考えられ利用されているかということと関連するわけである。

こうした観点からみて、私は第2段階の季節調整の重要性を指摘しておきたい。季節調整が不適切だと、どのようなMをみて、どのように分析、コントロールするにせよ、誤りに陥る惧れがある。

データの連続性等の観点からみて、公式に発表されているデータの季節調整方式は、そう安易に変更すべきではなかろう。しかし、同時に、現行方式は決して完全無欠、唯一無二のものではないことを、十分に認識しておく必要がある。

たとえば、現行のセンサス局方式については、これを開発した米国センサス局自体が、抜本的再検討に乗り出す、といった状況にある。季節調整方式に関する研究は、近年きわめて盛んであり、その内容も確率過程論を中心とする高度な数学を用いたものになっている。こうした動きを絶えずきちんとフォローし、十分に理解しておくことは、Mコントロールを唱える以上、中央銀行としては是非とも必要と思われる。

(2) 金融資産の位階的構造の安定性

矢尾 金融政策運営にあたり重視すべきMは何かという問題に関連して堀内論文の中には金融資産の位階的構造が安定的であるという仮説が提示されている。この仮説のもとでは、どのMを重視すべきかということは余り問題にならなくなるわけで、この仮説の妥当性を検討していく必要があろう。

堀内 金融仲介技術や民間の資産選好に大きな変化がない限り、金融資産の位階的構造、

すなわち金融資産のグループ間の相対的關係は変化しない筈である。郵貯と定期預金のような代替性の高い資産相互間では、制度的、技術的理由によって両者の相対的關係も変り得るが、これはあるグループの中でのシフトであって、金融資産全体の位階的構造の安定性が損なわれているのとは違う。

もちろん、フィナンシャル・イノベーションが次々に発生する場合には金融資産のグループ間のシフトが生じ、位階的構造の安定性が損なわれる惧れがないとはいえない。しかし、米国の60年代から70年代初にかけてもフィナンシャル・イノベーションがかなり盛んだったにもかかわらず金融資産の位階的構造に深刻な影響を与えてはいなかったようであり、最近の米国におけるような、きわめて急激なフィナンシャル・イノベーションが発生する場合を除けばその影響は軽微といって差支えあるまい。

また急激なフィナンシャル・イノベーションが生じている場合でも、代替資産が少ない資産、あるいは民間では創造できない資産で、マクロ実体経済指標との安定的な関係が確認できるものがあれば、そうした資産を金融政策のターゲットとして用いることができるわけで、私はHPM等諸種のマネタリー・ベースがそれにあたると考える。

江口 キャッシュ・デイスペンサー、クレジット・カード等が普及すると、現金通貨の節約が生じ、金融資産のうちに占めるHPMの相対的ウェイトが変わるだろう。そうした現金通貨面でのフィナンシャル・イノベーションもあるわけで、HPMターゲットによってすべて解決できるとは言えないのではないか。

堀内 HPMをターゲットとした場合、現金通貨に代替する資産が出現するとき問題を

生ずる可能性があることは確かだろう。

蠟山 一方の極に現金を、他方の極に実物資産を置けば、両者の間に位置づけられる商品として無限の金融資産を考えることができる。金融資産の位階的構造の安定性とは商品としての金融資産の性質や種類が一定であることを意味しているのであろうが、そのような安定性は制度や政策が適切なことによって維持されているのであって、一旦それらが失敗すると新しい商品が創り出される素地は常に存在している。

したがって、位階的構造が安定적であれば金融政策は成功し、金融政策が成功すれば位階的構造は安定するという循環的關係があることになる。逆にいえば、金融政策が一旦失敗してインフレーションが発生すると人々のニーズが変化して新しい商品が生まれ、その結果位階的構造が崩れ、位階的構造が崩れると、それが再び金融政策を失敗させるという悪循環に陥ることになる。

位階的構造を崩すに至る新商品の出現を理論的に説明することはできないが、現象的には明確なことが2つある。1つは、上述のように金融政策の運営が失敗すると位階的構造が不安定になり、それがさらに金融政策の運営を困難にすることであり、いま1つは、フィナンシャル・イノベーションを規制によって抑制しようとしても必ずそれをかいくぐって新商品が発生してくることである。両々相まって中央銀行は金融政策の実効を期すうえで難しい立場に置かれることとなる。

安田 金利の自由化が進行の途上にあって、自由金利の市場と規制金利の市場とが併存し、またインフレ期待が volatile であるなど、不確実性が大きい現在のような状況においては、金融資産の位階的構造の安定性は崩れやすいのではないかと。

また位階的構造の安定性をどうみるかはMをコントロールする期間をどの程度長くとして考えるかとも絡んでくる。金融資産の位階的構造は、長い期間をとってみれば安定的にみえても、短期的には必ずしも安定的とはいえない可能性もあろう。

黒田 堀内氏の主張は、HPMとMとの關係が統計的にみて安定的であるから、従って位階的構造も安定的と言えるということであろう。しかし、そうした統計的安定性にどこまで頼れるのであろうか。中央銀行が安定性をもたらすように行動しているからこそ成立しえたものともいえ、いつでも成立するものではないと思う。

堀内 私が強調したいのは、実質GNP、物価などのマクロ変数と密接な統計的關係をもつ何らかのM指標（例えばHPM）がどのような場合にも存在するはずであること、いま1つは、そのようなM指標については、中央銀行が合理的である限りその増加を抑制することができ、フィナンシャル・イノベーションがあってもそれが自生的に増加する筈はないということである。

なお、ラドクリフ・レポートやセイヤーズのテキストで、Mではなく流動性をコントロールする必要が強調されているが、これは、英蘭銀行がHPMを厳格にコントロールする必要を感じていながら、国債管理等との關係もあってできなかったことの顛われといえよう。

矢尾 HPMを厳格にコントロールすることをもって中央銀行の合理的行動だとすると、中央銀行は常に合理的行動をとることができるとは限らないのではないかと。

蠟山 中央銀行は複数の政策目標を同時に達成する必要等、種々の制約条件の下で金融政策の運営に当らなければならない。こうい

う意味で、いわば政治的存在であるともいえよう。

このような複数の政策目標を前提として、はじめて中央銀行の合理的な政策運営とか、国民の銀行、国民の政府の銀行、国民の銀行の銀行としての行動とかが考えられるわけであり、堀内氏の中央銀行の合理的行動=HPMの厳格なコントロールという議論は短絡的に過ぎると思う。

外山（日本長期信用銀行顧問、フローア参加） 最近のMの伸び率低下は、個人や企業の資産選択行動が変化した結果として現われてきたものであって、このMの伸び率低下が直接の原因となって有効需要を減少させるとは思われない。それが有効需要に影響を及ぼすとすれば、Mの伸び率低下を眺めて、企業や銀行の投資、貸出等に関する先行き見通しに変化する場合であろう。こうしてみると最近金融資産の位階的構造は変化しているともみべきではないか。

堀内 M_1 や M_2 の伸び率が低下しているといってもそのかなりの部分は銀行預金から郵貯へという同一種類の資産内でのシフトで説明できる。したがって、 M_3 の伸び率は M_1 や M_2 の伸び率ほどには低下していないので、有効需要の低下はあまり生じていないと思われる。

(3) 具体的M指標

矢尾 以上の議論を踏まえて、金融政策運営上とくに重視すべき具体的なM指標は何かという議論に移りたい。

堀内 $M_2 + CD$ のコントロールがこれまでかなり成功していること、 $M_2 + CD$ を構成している資産と郵貯との代替性が高いことからすれば、Mの具体的指標としては、さしあたり $M_2 + CD +$ 郵貯が最も適当であろう。

安田 金融資産の位階的構造が安定的であるとは思われないので、特定のM指標のみを用いるのは危険であり、各種のM指標を総合的に判断する必要があると思う。 $M_2 + CD$ も、 M_3 も、あるいは現先等を含めたものも考慮に入れる必要があろう。

蠟山 金融政策は指標に基づいて運営されていくものであろうが、英米ほどではないにせよ、わが国でもフィナンシャル・イノベーションの結果、金融政策の中間目標として、ある特定の指標に固執しえない状況が絶えず発生する可能性がある。従って、金融当局は種々の information をどのような指標に集約できるかを常に検討しなければなるまい。当面は M_3 を重視するのがベターだと言えようが、 M_3 にこだわることなく、状況変化に弾力的に対応して適切なM指標を考えていくべきであろう。

黒田 M指標として、 M_2 および M_3 のいずれを用いてもよいと思うが、Mに国債等の証券を含めることには反対である。証券までMに含めると、Mと金融政策との関係や、Mと最終目標との関係が不明確になってしまう惧れがある。

2. わが国におけるMコントロールのメカニズム

鈴木 わが国におけるMコントロールは昭和50年以降かなり成功してきており、現状ではMのコントロールビリティは高いといえよう。しかし、将来、特に金利自由化の進展、公的金融部門の拡大等に伴ってMコントロール上どんな問題が生じてくるか判らないし、それにどのように対応すればよいかを考えておくことは必要であろう。このサブ・セッションではこうした点について検討願いたい。

(1) 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 わが国の現状をどうとらえるかについては、報告書に私見を記しておいた。これをごくかいつまんで要約すると次の通りである。わが国のMコントロールは、インターバンク・マネーマーケット金利の誘導、および窓口指導の2つのルートを通じて行われている。

まず、第1のルートであるインターバンク金利の誘導は、いわゆる「積みの調整」によって行われている。

すなわち日銀は、準備積立て期間(毎月16日～翌月15日)を通してみれば、最終的には所要準備を供給するが、その足取りについては各銀行それぞれにとって最も有利なパターンとなるように供給するとは限らない。市中銀行の毎日の準備を各行の意図するレベルよりも過小、または過大にすることを通じてマネーマーケットの地合いを変え、金利を誘導している。その際、日銀は市中銀行が意図する準備の積みのpathを読みながら金利の誘導を行っているわけで、そのような読みが正しいかどうかは、金利がどのようなレベルに決まるかによってチェックされているといえる。

また日銀は、インターバンク金利に固定的な目標水準を設けて金融調節を行っているのではなく、市中銀行、主要企業からのヒアリングや、毎旬の速報ベースの諸統計などをも勘案して、試行錯誤的にインターバンク金利の誘導を行っているのが実情である。

わが国では米国と異なり、市場運営方針の決定主体と実行主体が同じである(米国では決定主体はFOMC、実行主体はNY連銀)ので、機動的に金利誘導を行いうるといえよ

う。

Mコントロールのいま1つのルートである窓口指導が必要とされるのは、主として、インターバンク金利の変化に対する市中貸出金利の連動が鈍いためといえよう。また窓口指導が有効な理由として、低金利の日銀貸出が梃子になっているといわれることもあるが、報告論文で示したように、銀行の横ならび意識も見逃せない一面と思う。

蠟山 安田氏の議論についてコメントするにあたり、まず堀内氏と安田氏の論旨には共通した点が2つあるように思われることを指摘したい。1つは日銀信用、あるいはHPMというaggregateな指標で議論している点であり、いま1つは、価格により調整される市場メカニズムを基本としている点である。

堀内モデルでは、基本的には全体の金融市場が価格によって瞬時に調整され、観察される経済変数は価格にせよ数量にせよすべて常に均衡状態にあって、現実の経済は移動均衡の過程として捉えられている。それは、極めてrational expectation school的な立場に立ったものともいえよう。

また安田氏も、Mをコントロールする過程においては、短期金融市場の均衡点が瞬間的に移動するとともに準備需要も瞬間的に変わるというメカニズムの中で、中央銀行は所要準備を最終的には供給しながらも、準備需要に影響を及ぼすことによって政策効果を生じさせるというモデルを考えておられる。したがって両者の枠組みは極めて類似しているといえる。

次に安田論文自体のコメントに移る。それは、安田氏の言われるインターバンク市場が、価格により調整される点では市場であるが、仲間市場的なもの — その市場に参加できるのは、お互いに「肌で感じられ」、「技芸」

が駆使でき、「阿吽の呼吸」の通ずる者のみである、という点に関連してである。現先市場やCD市場の拡大によって、短期金融市場が全体としてオープン化し仲間市場の性格が薄くなるにつれて、市場の動きを「肌で感じ」つつ「阿吽の呼吸」での積みの調整によって日銀が金利を誘導することは次第に困難になるのではなからうか。

また、安田論文では実現した金利によって、市中銀行の準備の積みの path についての読みの正しさを確認しながら中央銀行が積みの調整を行うとなっているが、このようなことが可能なのは、初めに市中銀行の準備需要に関する情報が与えられているからであろう。短期金融市場のオープン化に伴って市中銀行のビヘイビアが変るとそのような情報は役に立たなくなり、実現した金利によって読みの正しさをチェックすることができなくなってしまう可能性もある。

鈴木 短期金融市場には大きく分けてインターバンク・マーケットとオープン・マーケットの2つがある。どの国でも、米国のフェデラル・ファンド・マーケットのように参入不自由な、金融政策の影響を直接的に受けるインターバンク・マーケットがあり、その外側にオープン・マーケットがあるという形になっている。蠟山氏のように、短期金融市場全体がオープン化する事態を想定することはあまり現実的でないと思われる。

蠟山 米国のフェデラル・ファンド・マーケットの参加者が連邦準備制度加盟銀行に限られていることは事実であるが、ある市場への参加者が限定されていても、その参加者が他の多くの市場に自由に参入でき、彼らが絶えず他の市場との裁定を考えつつ行動しているならば、その特定の市場は機能的にはオープン・マーケットになる。つまり問題は、短

期金融市場が、

① 裁定が完全に働いていて、短期金利が不特定多数の市場参加者の需給によって瞬間的に決定され、中央銀行もその参加者の一員にとどまる短期金融市場なのか、

② 他の市場との裁定に相当制約がおかれている一方、市場参加者である仲間の間では、情報が良く流れ、「阿吽の呼吸」がわかりあえるような市場なのか、

ということであって、安田氏のいわれるインターバンク市場は、おそらく後者の意味の市場であろう。

鈴木 蠟山氏のご指摘は、結局短期金融市場におけるセグメンテーションの程度如何で「積みの調整」による金利誘導の有効性が変わるということか。

蠟山 「積みの調整」による金利の誘導が可能であるためには、短期金融市場の中にセグメンテーションが存在し、仲間市場が成立していることが必要と考えられる。短期金融市場全体が1つに aggregate できるならば、HPM 供給経路の違いによる効果の差もない筈である。

鈴木 私は、金融市場においてセグメンテーションが存在すると思うが、インターバンク・マーケットとその他の短期金融市場との間にそれがあるとは思わない。その2つの市場間の裁定はかなりよく行われていると思う。

堀内 「積みの調整」に関して2つの問題があると思う。1点は、日銀が所要準備を最終的には供給することが長年のポリシー・ルールとして市中銀行に認識されている場合、日銀が各銀行の積みのパターンを変えても、インターバンク・マネーマーケットに有意な影響を与えることはできないのではないかという問題である。例えば、仮に日銀が準備

の供給を厳しく抑えても、いずれ日銀はそれを緩めるということがわかっていれば、各行とも積み急ぐことはなく、金利も上昇しないと思われる。したがって、インターバンク金利を有意に変えられるということは、所要準備が結果的に完全に供給されないことを前提としている筈である。

いま1つは、「積みの調整」の具体的内容が複雑であり、また担当者の判断をかなりの程度まで必要とするのではないかという疑問である。日銀は数量的に明示されたMの伸び率を政策目標としている訳であるが、仮に担当者の恣意的な判断が入りうるとすれば、それがディスターバンスとなり、「積みの調整」のプロセスが複雑なことも相俟って、「積みの調整」に関する客観的な情報を集約することが難しいと思われる。したがって、「積みの調整」という方式は、量的に明示されたM目標値を達成するためには不適当な性格をもっていると思われる。

今後量的に明示されたM目標値を達成していくためには、いま少し客観的に評価できる形でMコントロールを行っていくべきであると思う。

安田 日銀の担当者は、全体としての統一の方針の下で金融調節を行っているのであって、個々人が恣意的に「積みの調整」を行っているのではない。

鈴木 堀内氏は、「積みの調整」は複雑であると指摘されたが、Mの量的な目標値とコンシステントなインターバンク金利の水準を採ることよりも、M目標値とコンシステントなHPMの値を採ることの方が難しい。それは、HPMには、季節性、偶然性が強く働いているからである。

堀内 鈴木氏が言われるように、具体的な準備供給の日々の調整は確かに難しいことだ

と思う。しかし、例えば1か月、3か月のタイム・スパンで考えた時には準備供給の調整はそれ程難しくはないのではないか。また逆にこれまでの方法によった場合、積みの調整がMやマネーマーケットに及ぼす影響についての情報がシステムチックに集積されていない限り、例えば窓口指導なしで量的に明示されたM目標値を追求していくことには難しい問題が生じると思う。

江口 マネーサプライ重視の金融政策は、量的に明示された目標を追求するものであるとしても、堀内氏のいわれるようにメカニカルにはできない面があり、実際の運営に判断が入ってくることは不可避だと思う。

なお、安田モデルは政策運営をモデル化しようとしたものであるが、非常に単純化して考えている。「阿吽の呼吸」についても、もう少し理論的に明確化することが望ましい(かなり難しいとは思うが)。

蠟山 私は、金融システムの positive な分析として安田論文を高く評価する。説明がもう少し詳しい方が良いと思うが、内容についてはまったく賛成である。

矢尾 わが国の現状をより良く理解するために、営業局の深井次長に説明をお願いしたい。

深井(営業局次長、フロアー参加) 「積みの調整」という場合、すべての銀行ではなく、都市銀行の準備預金の積みの状況が戦略的目標となっている。それは、都銀はインターバンク・マーケットにおいて恒常的取り手であるため、資金繰りが受動的であり、従って日銀の調整態度が都銀の積みの進捗状況に反映され易いといった事情によるものである。こうした実態を背景として、日銀は都銀の積みの状況を変化させることによってコールに対する需要を変化させ、それを通じて市場の

地合いを調整するという操作を行っている訳である。

このような「積みの調整」が有効である理由としては1つには、日銀が全体としての所要準備を最終的には供給するといっても、個々の銀行にとっては、その所要準備が供給されることが保証されている訳ではないこと、いま1つには、積みが遅れた結果、最後に高いコールを大量にとらざるを得なくなることを避けるため早目に積もうとする銀行のビヘイビアがあること、が指摘できる。

(2) HPM 供給経路の違いによる市場金利等への影響の差

矢尾 次にわが国におけるMコントロールの現状の評価に入るわけだが、まずHPMの供給総額が問題で供給経路の変更は市場金利やMには影響すまいという、堀内氏の議論の検討から始めて頂きたい。

堀内 HPMの供給経路を変えることによってMやその他の重要な金融変数に異なるインパクトを与えることができるの考え方は、実務的立場の人々の感覚に合致したものかもしれないが、少なくとも過去の客観的な統計データからみる限り、さして有意な差があるとは思われない。

鈴木 わが国の金融市場がすべて金利でクリアーされているとは言えず、例えば日銀貸出の需給は公定歩合によってクリアーされていない。そのため日銀信用のアベイラビリティを考慮に入れることが必要なのであって、その場合には同じ日銀信用でもオペと貸出のいずれにより供給するかで影響が異なってくる。そのような影響の違いが生じる要因としては、1つには日銀貸出の場合、公定歩合が市場金利より低い場合、市中銀行の貸出に対し拡張的効果をもたらすこと、また1つには

日銀貸出には返済圧力がかかるため、アベイラビリティの低下を通じて信用乗数が増加すること、が指摘できる。

蠟山 公定歩合が市場金利より低いので日銀貸出には拡張的効果があるとの結論は、限界原理を想定した鈴木モデルからは導き得ないと考えられる。相対的低金利での日銀貸出は、補助金を与えることと同じで、分配の効果はあっても資源配分の効果はない筈である。

堀内 公定歩合が規制金利であり、日銀貸出に信用割当があることは認めるが、HPMの供給経路の違いが有意な影響をもつとは思われない。鈴木氏は、日銀貸出には返済圧力がかかると言われたが、それは近い将来HPMが引揚げられることが予想されるためであり、売オペによるHPMの引揚げが近い将来に予想される時にも理論的には同じ効果が生ずる筈である。

鈴木 堀内氏の議論は、銀行の期待に与える影響が同じとの仮定に立っているが、日銀貸出を相対で回収する場合と、市場で短資業者を通じてオペにより回収する場合とでは、日銀信用の回収額は同じであっても、各銀行の自行への影響に対する期待は異なっている筈である。

蠟山 HPMの供給経路の違いによる影響の差を考えるにあたっては、通貨需要関数の中に、どういう形で短期金利が入っているのかがキーポイントとなろう。わが国でマクロの通貨需要関数を定式化する場合、貸出から派生する預金が非常に多いことを考慮すると、説明変数として貸出変数を導入する必要がある。このときには銀行貸出が種々の短期金利に対してそれぞれ異なる弾性値をもっているのか、それとも全体としての“the short term rate of interest”に感応的なのかによって通貨需要が変わってくることになる。

短期金利間の裁定が十分であれば、通貨需要に影響する短期金利はただ1つの代表的短期金利で十分であるし、そうでなければ種々の短期金利が通貨需要に影響することになる。したがって短期金融市場にセグメンテーションがあるかどうかはcrucialな問題になってくるが、これまではある程度セグメンテーションがあったために、オペと日銀貸出とでは影響の違いがあったと考えられる。しかし金利の自由化が進展すれば、短期金融市場は全体としてオープンになり、裁定が両方向に働くようになるので、通貨需要は“the short term rate of interest”で十分説明可能になる。つまり、準備供給の仕方の違いはM変動の説明上重要でなくなろう。

鈴木 金利体系が動かないとした銀行行動モデルを用いれば、短期金融市場にセグメンテーションがない場合にオペと日銀貸出とで効果が同じとの結論が得られるかもしれないが、ここでは通貨需要関数のみならず、通貨供給関数（銀行行動方程式）を含む一般均衡モデルで考えているので、公定歩合の変更によって金利体系が動き、それに伴って資産選択行動、ひいてはMも変わる筈である。

蠟山 金利体系と言われるのは、例えば現先市場とコール・手形市場の間にセグメンテーションがあることによって短期金利の体系が存在しているということか。

鈴木 短期金融市場の中にはセグメンテーションはなく、短期金融市場と日銀貸出市場とがある程度セグメントされているということである。

蠟山 短期金融市場の中にセグメンテーションが存在すれば、日銀貸出とオペとで効果が異なることとなろう（短期金融市場におけるセグメンテーションの例としては、都銀が現先取引に制限を受けていることがあげられる）。

しかし、そうでない限り、一般均衡モデルで考えても、鈴木モデルを展開すれば、市中銀行の貸出供給関数の中には日銀信用のアベイラビリティは入らないのではないか。

鈴木 日銀貸出市場で信用割当が行われている以上、日銀信用のアベイラビリティが入るはずである。

江口 一種の予算制約のような形でquantity constraintが入るか、あるいはシャドウ金利のようなものが入るのではないか。

蠟山 鈴木モデルにおける市中銀行の貸出供給関数は、基本的にコール・レートのみを通じて貸出供給が変化し、コール・レートは日銀信用の総供給量に依存する形になっている。つまりHPMなり銀行準備なりaggregateされた日銀信用の量が体系の外から与えられ、それが銀行の貸出行動を変え、Mを変える形になっている。したがって日銀貸出とオペとで効果は同じになるのではないか。

黒田 一般に、分析の目的や、どこまで詳細に分析する必要があるかによって分析方法は異なってくる。セグメンテーションについても、分析の目的によって、セグメンテーションをとらえる次元が異なる可能性がある。例えば金融政策の目的で最も優先度の高いのは、信用不安の防止や証券市場等での投機の防止など、超短期の問題であろう。これを考慮した場合、1～2か月の期間でのセグメンテーションではなく、超短期でのセグメンテーションを考える必要があることになるのではないか。

矢尾 HPMの供給経路の違い、とくに日銀貸出とオペとでMや金利に及ぼす効果が違うかどうかという問題、また、これに関連して短期金融市場にセグメンテーションがあるか否かという問題は、極めて重要ではあるが、時間の制約もあり、問題を残すこととし

たい。(注)

(3) 窓口指導の必要性和問題点

矢尾 次にMコントロールの1ルートとしての窓口指導の評価に移りたい。かねてより堀内氏は窓口指導の有効性を否定する論文を発表されているが、安田氏は提出論文でこれに疑問を呈示されている。安田氏、堀内氏の補足説明から始めたい。

安田 堀内氏は、窓口指導の有無に拘らず、実現した貸出の量は、日銀が供給しているHPMに見合ったものであるので、窓口指導は屋上屋を架している可能性があると批判されている。しかし、現在のシステムでは、需要される準備は結果的にすべて供給されるため、HPMが望ましいMとコンシステントな水準に決まると事前的には言えない。したがって窓口指導はHPMを望ましい水準にコントロールするとの意味をもっており、屋上屋を架していることにはならない。

堀内 安田論文の中で窓口指導の必要性の1つの論拠として、都銀各々の横ならび意識があげられているが、これが金融引締め効果の遅れをもたらすのは、グループとしての都銀が合理的に行動していないためか、あるいは多少強引に貸出を行っても、いずれは日銀が所要準備を供給してくれると予想して行動しているためか、のいずれかであり、恐らく現実には後者だと思う。

窓口指導は都銀間の貸出を平準化する効果

をもっていると思われ、それは都銀にとって、競争をできるだけ回避し、quiet life をエンジョイできるという意味で、非常に都合が良い筈である。つまり窓口指導は都銀にとってむしろ歓迎すべきもので、横ならび意識は窓口指導によって支えられている面があるのではないか。

安田 私は、横ならび意識があるために窓口指導が成立っているという面のみを主張するつもりはない。しかし、現実には横ならび意識が存在していることを出発点として考えてみると、窓口指導がそれに対処するという目的をもっていると言えるであろう。

マネーマーケット金利を引上げても貸出金利の追随が鈍い背景には、横ならび意識のほか預・貯金金利の硬直性、長・短金融分離制度あるいは国債大量発行による硬直的金利体系等の問題があると考えられる。また銀行は、短期の利潤極大化という意味での合理的な行動をとるとは限らず、長期の利潤極大化や、顧客関係の維持を目的とした行動の結果、貸出金利の動きが緩慢になっていることもあり得よう。

(4) 公的金融部門の巨大化がもたらす問題と対処策

矢尾 最後に公的金融部門拡大がMコントロールに及ぼす問題について議論して頂きたい。

(注) ここで討論が打切られたため、読者の理解を救うため、以下の二点を追記する(鈴木)。

1. いわゆる「鈴木モデル」では、コール・レートは日銀信用の総供給量のアベラビリティ(α)——これは日銀貸出か買オペかのルートにも依存するし、貸出窓口における信用割当の態度にも依存する——に依存する形になっている。
2. 金利自由化が進み、短期金融市場にセグメンテーションが存在しない米国においても、「非借入準備(non-borrowed reserve)」が銀行行動、ひいてはMを左右しているが、これは連銀貸出か買オペかのルートの違いがMに影響している好例である。

蠟山 一般に、政策手段は政策目標と同数必要である。日銀にとって預・貯金金利決定の一元化が必要であるのも、日銀が複数の政策目標をもっているからであるといえる。例えば、日銀が適正な総需要の実現という政策目標から金融緩和政策をとり、市中貸出金利や有価証券利回りの低下を期待して公定歩合を引下げの場合、そのままでは民間金融機関経営の健全性ひいては信用秩序の維持という、いま1つの政策目標の達成に抵触してしまうので、同時に民間金融機関の預金金利を引下げることが必要となる。

その場合郵貯金利を一定としておいたのでは大量のディスインターメディエーションが生じ、民間金融機関経営の健全性・信用秩序の維持について問題が生ずるので、郵貯金利も同時に引下げべきだということになる。

このように、日銀が総需要管理と信用秩序の維持という2つの政策目標を達成する必要があることから、金融緩和政策と共に預・貯金金利の一元化が必要との結論が得られる。

このような議論はそれなりに尤もであるが次の2つの点を付言しておきたい。

第1に、日銀が維持しようとしている現在の信用秩序は護送船団方式の金融行政に基づいているものであり、短期的にはともかく、中・長期的には金融の効率化の観点から改めることが望ましいこと。

第2に、どのような金融政策を実施しても民間金融機関経営の健全性や預金者保護に問題を生じないシステムになっていれば、郵貯のシェアが拡大している状況の下でも、日銀はフリーハンドで金融政策を実施することができる筈であること（そのときには預・貯金金利決定を一元化する必要も生じてこない）。このようなシステムがどの程度現実的なものになりうるかには多少疑問も残ろうが、例え

ば日銀貸出を経営内容の劣る金融機関に対して集中的に供給することなども一案であろう。

黒田 わが国におけるMコントロールは確かに昭和50年代前半はかなり成功したと思うが、その背景として日銀等の主体的努力のほかに環境が良かったことも看過できず、今後もMコントロールをうまくやっていくためには相当の努力が必要である。

わが国では、第1次石油危機後の狂乱物価の際、先進国の中で最も多くの問題が起り、これまでは、学習効果が良い方向に作用してきたが、今後は恐らくそのような学習効果が失われていく過程に入る。それに加えて、公的金融部門の巨大化がMコントロールに攪乱の影響を与える惧れがある。

公的金融部門の巨大化については、郵貯の増大だけをとりえて議論しても意味がなく、公的金融部門全体の問題として議論すべきであろう。

公的金融部門はすでに巨大化しすぎていると思う。金利一元化に関する蠟山氏の議論に反対するものではないが、金利一元化の問題がクローズアップされてきたこと自体、公的金融部門のウエイトが大きくなりすぎていることに基づくものではなからうか。

公的金融部門のウエイトが高くなりすぎたため、それを統制する方法について再検討の必要が出てきているということであろう。仮に、今後も公的金融部門のウエイトが拡大していくと、相対的に小さくなったものが全体をコントロールするのは難しいという法則があるため、公的金融部門を誰がコントロールするかという問題が益々大きくなると思われる。現在公的金融部門を統制しているのは、民間金融機関と同じような業務を行っている公的金融部門それ自身である。そのような統制主体は、単なる coordinator としての統

制主体と比べ、明らかにそれ自身に有利なように統制を行うであろう。これを防ぐためには公的金融部門を縮小させること以外にあるまい。

また、行政改革の動きにみられるように、最近公的部門一般の拡大についての批判が高まってきているにも拘らず、公的金融部門の拡大については批判の対象から特別に外されてしまった感があることも問題であろう。

安田 公的金融部門が自ら裁量権を握って巨大化するのは問題であると思う。ただMコントロールの具体的在り方、技術的問題との関係でそれを議論するためには、金融政策と金融システムとの関係の中で公的金融部門を位置づけ、公的金融部門の拡大が問題であるとすれば、金融政策のあり方、公的金融部門のあり方についても検討する必要があるだろう。

蠟山 今後、金融秩序、金融制度がどのように変わっても、その外側に巨大な公的金融部門がある限り、日銀がMをコントロールするためには金融秩序を崩さざるを得なくなると思う。これは大きなロスであり、その意味で中・長期的にも公的金融部門の拡大を抑制すべしとの黒田氏の主張には賛成である。その場合、これだけ公的金融部門が巨大化したのは、既成のシステムが様々なニーズを柔軟に汲みあげることに失敗したためでもあるので、今後、民間金融部門が国民のニーズを汲みあげる努力をするよう体質を改善していくことも必要である。また日銀も、Mのコントロールを主たる狙いとした政策運営を行っていくためには、もっと積極的に自由化を主張し、支持を受ける必要があると思う。

堀内 今後も公的金融部門が拡大していく状況下で厳格にMをコントロールしようとするれば、民間金融機関にシワが寄らざるを得ず、Mコントロールが技術的に難しくなることは

否定できない。

問題は、公的金融部門と民間金融部門の現在の相対的シェアが果して適当かどうかということであり、もし客観的に公的金融部門がもっと拡大してもよいのであれば、たとえ日銀にとってMコントロールが技術的に難しくなってもやむを得ないと思う。しかし直観的には公的金融部門が本来とどまるべき線を越えて侵入してきているように思う。

日銀が、公定歩合変更等の際に、複雑な利害関係の中に置かれてしまうと、機動的に政策を決定することが難しくなるので、できるだけ利害関係に巻き込まれず、市場で調整するシステムにしていく必要がある。つまり規制をできるだけ減らし、利害関係から離れて金融政策を運営できるようにする必要がある。その一環として金利の自由化を進めることが重要と思われる。

蠟山 公的金融部門の拡大を抑制するためには、政治的過程と経済的過程の両者を通じて対応する必要があるが、とくに後者、すなわち市場を通して公的金融部門の巨大化を抑制する方法として、市場の中から、新しい、魅力ある商品が生まれてくる可能性を活用すべきである。

3. Mコントロールの改善策

— HPM ターゲットの評価

鈴木 堀内論文ではMコントロールの改善策としてHPMをターゲットにすることが提案されている。この最後のサブ・セッションでは、わが国のMコントロールのパフォーマンスがこれまでのところ良好であるにもかかわらず、何故HPMターゲットを導入する必要があるのか、つまりHPMターゲット導入のコストとベネフィットを議論していただきたいと思う。

(1) 制度変更のもつ問題点

矢尾 政策の運営目標をHPMとするということは1つの制度変更になるわけであるが、こうした制度変更自体がもつ一般の問題点が提出論文、コメントで提示されている。この点から議論を始めたい。

蠟山 短期金融市場が全体としてオープンになり、裁定関係が強まり、堀内氏のモデルが想定されるような状況が現出するようになれば、HPMをターゲットとして採用すべき段階になると思われるが、その場合にもHPMターゲットの政策運営をスムーズに行うためには制度も金融市場の変化に対応して変更することが必要であろう——例えば日銀貸出制度のドラスティックな変更等。

黒田 理論モデルは経済現象を1つの視点から描写するという意味でそれなりの意義があるが、抽象的な理論モデルから政策提言を導き出すことは難しいので、制度変更を考えるためには、理論的分析だけでなく実践的、臨床的分析に基づく必要がある。

また、ポリシールールないしシステムの変更に対応して経済主体の行動が変わるとの認識が極めて重要であり、堀内氏がその論文でこの論点を explicit に取り入れられたことを高く評価したい。ポリシールールの変更が経済主体の行動に及ぼす影響に着目することは2つの意味をもっていると思う。

第1は、一定不変であると考えられた経済主体の行動パターンが変化する可能性があるため、政策決定等の際それに注意する必要があること、第2は、経済主体の一定の行動パターンを前提としたときには実行不可能にみえることでも、実際には経済主体の行動が変化するため実行可能な場合があることである。

(2) HPMターゲットについて

矢尾 まず堀内氏よりHPMターゲット提言の狙いを要約して頂き、次にこの提言の是非をめぐる討論を行うことにしたい。

目的、狙い

堀内 私は、数量的に明示されたM目標値を、窓口指導という直接的規制の手段に頼らずに実現するためには、HPMターゲットが1つの望ましい方式であると思う。金融政策の運営目標の1つが量的に明示されることは、中央銀行の政策担当者にとって非常に重要な意味があるはずであるが、安田氏の論文における「積みの調整」についての説明からは、日銀の担当者が定量的な操作目標を頭において政策運営をしているようには窺われない。つまり日々の金融調節を積み重ねた結果である1か月あるいは四半期等の金融調節とMの変化との関係について、定量的な情報が集積されているようには窺われず、さらにその必要性も認識されていないようである。このような状況の下にあるが故に、量的規制である窓口指導がMコントロールの拠り所として政策運営上重視されているのだと思う。

しかし、直接的規制によるMコントロールは種々の利害関係を醸成し、日銀がそれにまき込まれる恐れがあるほか、直接的規制に対する抜け道という問題もある。したがって、金融政策の運営を安定的に行うには窓口指導に頼らないことが望ましい。

HPMターゲットを重視するといっても従来とさほど異なる金融調節を行うわけではないし、金利の乱高下をもたらすという危惧についても準備預金制度を改善すれば回避できると思う。

貨幣乗数アプローチの評価

蠟山 私は金利の自由化が一層進展するに伴って、HPMターゲットは政策運営のあり方として注目すべきものであると思うが、堀内論文で展開されている貨幣乗数アプローチの考え方には疑問をもつ。貨幣乗数アプローチでは、市場は完全に機能しており、銀行組織はHPMを注入されてMをつくり出す機械的な存在として考えられているが、このような見方はあまりにも単純であり、金融論の退化を招くとさえ思われる。確かに、こういう極端なアプローチが一部の国では現実的であるかもしれないが、少くともわが国にこのようなアプローチをあてはめることは非現実的だと思う。

なお、準備預金制度についてはHPMターゲットの可否とは切り離して検討することも必要であろう。

堀内 貨幣乗数アプローチは、例えば米国のような特定の金融構造の下でのみあてはまり、わが国にはあてはまらない、とはいえないと思う。貨幣乗数アプローチは、金利が自由に変動する金融構造の下でも、またそうでない場合にもあてはまるはずである。ただ金融構造が違うことによって貨幣乗数の変動の仕方やその変動の主因がかなり異なってくるにすぎない。

もとより、ここで用いられる貨幣乗数式は誘導型であって、金融構造の複雑な関係を明示的に現わしているわけではないから、これによって金融構造の内部の理解が進むとは思わない。こうした意味で、私はこのアプローチを実用主義的と呼んでいる。

蠟山 貨幣乗数式が誘導型であるためには、説明変数であるHPMは外生変数でなければならない。換言すれば、金融当局がHPMを

コントロールでき、しかもHPMが金融政策を集約的に表わしていなければならない。

もし、短期金融市場がセグメントされていれば、日銀貸出とオペとがそれぞれ独立の外生変数になり、HPMはこれらから決まる一種の内生変数となる。この場合には貨幣乗数式は内生変数と内生変数の関係を表わす式となり誘導型ではなく構造方程式となってしまう。

したがって貨幣乗数式が誘導型であるというのであれば、その前提として homogeneous な短期金融市場を想定しているはずである。こうした金融構造についての想定が、堀内氏と私とでは基本的に違うのではないか。

堀内 私の議論では、マネーマーケットにセグメンテーションが存在しないことさえ前提にすればよい。

黒田 一般均衡分析では、全てのものが相互依存の関係にあると考えるが、問題はこの関係を政策分析の目的との関係でどれだけうまく単純化して描写するかということである。そのように考えると、政策分析の手段として、貨幣乗数アプローチが一般均衡分析より劣るとは思われない。

しかし、貨幣乗数アプローチに基づいてHPMターゲット政策をとることに私は反対である。その理由は、HPMターゲット政策では、Mをうまくコントロールすることができない可能性が強いと思うからである。例えば、M. Friedman は、信用不安が生じた場合には貨幣乗数が大きく変動していると、「A Monetary History of the United States, 1867-1960」の中で述べている。このような事態の下では、HPMターゲットによって常にMがうまくコントロールできる保証はなく、むしろ直接にMをコントロールの対象と考えることが一番単純明解な方法だと

思う。つまり、貨幣乗数が安定しているときにはHPMとMのいずれをターゲットにしても同じであるが、貨幣乗数が必ずしも安定的とは限らないことを考慮すれば、Mをターゲットにする方がよいことになる。

堀内 その場合、どのような手段でMをコントロールするのか。

黒田 何か特定の手段のみを用いるのではなく、すべての手段を活用すべきであろう。

HPMターゲットの問題点

堀内 まず貨幣乗数の予測可能性という点については、わが国の貨幣乗数は明瞭な循環変動パターンを示しているため、近い将来の貨幣乗数の値を、例えば時系列モデルにより、ある程度の精度をもって予測することが可能である。

また準備預金制度を改善することによって、cash drain によるディスターバンスを減殺し、貨幣乗数の変動幅を小さくすることが可能であろう。

安田 時系列モデルを使うことによって貨幣乗数ある程度予測できるとの研究成果もあるが、これは政策ルールを変更してHPMターゲットを採用しても、経済主体の行動原理が変わらないことを前提とした場合の結論である。政策ルールが変更される以前のデータから、政策ルール変更後の貨幣乗数を予測することは極めて危険なことであると思う。

次にHPMターゲットを採用した際に支払準備不足などの問題が生じないためには、市中銀行が十分な準備を自主的に保有することが必要であるが、私はそれが必ず実現するという保証はないと思う。したがって、HPMターゲットを軽々に導入した場合、マネーマーケット金利の乱高下等を招く恐れが多分にあると思う。

第3に、仮に銀行行動が最終的には堀内氏の主張されるように変化するにせよ、そこに至るまでの過渡期において種々の混乱が生じ、Mをコントロールできなくなる危険もある。

はたして、これらの危険を冒してまでHPMターゲットを導入すべきかどうか慎重に検討すべきことと思う。

堀内 HPMを厳格にコントロールすると金利の乱高下が生じるとの主張は、かなり誇張されていると思う。そのような主張は、政策ルールが変わっても市中銀行の準備保有行動は変わらないことを前提にしているが、やや長期でみれば、市中銀行は準備保有行動を変えるであろう。また準備預金制度に手直しを加えることによって、一時的な準備需要の変動による金利の極端な乱高下は回避できるのではないか。

安田 現在の準備預金制度は部分的には後積み方式といえるものであり、その下でHPMコントロールを厳格に行おうとすれば、準備預金の積み不足が生じるであろう。日銀が、準備預金の積み不足行が続出することを容認するならば、準備預金制度は事実上ないに等しい。

逆に積み不足行が原則として生じないよう準備を供給するならば、HPMコントロールを厳格に行うことはできない。HPMを厳格にコントロールしたいのであれば、少なくとも現在のような意味での準備預金制度はない方がよい。スイスでは、事実上準備預金制度がないに等しい——銀行は自主的に所要準備率よりも高い10%近い現金保有率を維持している——からこそHPMコントロールがうまくいっていると言われているが、その通りであると思う。

鈴木 HPMターゲットを導入することはMコントロールという1つの難問の代りに、

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のではないか。

堀内 HPM のコントロールは、現実に日銀が行っている金融調節とほとんど同じことを行うものといえよう。

鈴木 日銀は、HPM をある目標水準に誘導しようとする意識はもっていない。むしろ、コール・レートにある目標水準に誘導した結果、HPM の水準がどこかに決まってくるのである。

堀内 鈴木氏と私とで HPM コントロールに関する図式はさして違っていないように思う。しかし、HPM をコントロールできるとしても、貨幣乗数の変動により M が不安定になる可能性があり、それを防ぐために窓口指導を用いることが望ましいかどうかという問題が残る。貨幣乗数のランダムな変動により M が変動するのを防ぐために窓口指導を用いることの overall なコストと、窓口指導を用いずに M の変動を放置するコストとを比較したうえで窓口指導が必要かどうかを判断すべきであろう。

江口 ここで議論していることは、窓口指導の有無によるコストの比較ではなく、金利誘導による政策運営とかなり厳格な HPM ターゲットでの政策運営のいずれが優れているかということではないか。

蠟山 現在の「積みの調整」による金利誘

導システムの下では、日銀は種々の情報を仲間である市場参加者から得て政策運営を行うことが可能であるが、もし仲間以外の異質の者がこのシステムに加われば、必要な情報がスムーズに入手できなくなり、このシステムがうまく機能しなくなる可能性もある。ここでいう異質の参加者には郵貯も含めることができよう。仮に郵貯が非常に巨大化し支払準備をある程度持たねばならなくなった場合、この異質の参加者は現行の金利誘導システムの中に入っていないので、「積みの調整」による金利誘導が難しくなろう。

このようなときに依然として従来の金利誘導システムに固執したまま郵貯を組込もうとすると、金利決定に際して郵政省の巨大な影響力のもとに日銀が隷属するという危惧もある。現在の金利誘導システムとは異なるシステムの中から M が創造されることも考慮したうえで、堀内氏は現在の M コントロール・システムが永続的といえるかどうか疑問を感じておられるのだと思う。

矢尾 蠟山氏のご指摘を要約すれば、現在 M コントロールのパフォーマンスが良好なのは「積みの調整」による金利誘導システムによるものであるが、このシステムが将来有効性を失う可能性があり、郵貯の巨大化がそのような事態を生じさせる原因の 1 つとなりうる、ということになりう。

以 上