

金融政策運営における operating target について

——マネーサプライ・コントロールの一側面——

成 川 良 輔

1. 要 旨
2. operating target の概念とその必要性
3. operating target の選択
4. むすびにかえて—Fedの新金融調節方式について

1. 要 旨

本稿は、マネーサプライ(以下Mと略称)のコントロールを巡る諸議論を整理する意味で、米国連邦準備制度(Fed)のMコントロールについての考え方を、いわゆる操作目標(operating target)の問題を中心に検討したものである。

金融政策の運営に当って中央銀行がMを重視すべきであるという主張はわが国でも広くみられるが、日々の政策運営・市場調節にあたり、いかなる変数を操作目標として選び、どういう方法でMをコントロールするか、という具体的プロセスおよびその背後にある理論的なフレームワークについては、必ずしも十分議論が尽されてきたとはいえない。これに対し米国では、M重視政策、Mターゲット政策が早くから明確なかたちで導入されたことや、公開市場操作の運営方針決定主体(連邦公開市場委員会=FO MC)と実行主体(ニューヨーク連銀 Trading Desk)とが異なるといった制度的な事情もあって、Mコントロールの具体的プロセスが重大な関心事となり、その過

程で operating target の議論が発展してきた。

何を operating target とすべきかについては、大きく分けて二つの立場がある。一つは、通貨供給面におけるマネタリー・ベースや銀行準備等の量的指標とMとの関係に着目するマネタリスト的な考え方(いわば信用乗数論的アプローチ)である。いま一つは、通貨需要関数における短期市場金利(例えば、フェデラル・ファンド・レート<以下RFFと略称>)とMとの関係に注目する連銀エコノミストを中心とする考え方である。両者間の論争は未だ結着をみていないが、その過程で明らかになってきた点はおおよそ次のとおりである。

- ① 準備指標と短期市場金利のどちらを operating target とすべきかは、基本的にはMとの関係の安定性如何によるが、これまでの米国の実証分析(それぞれを operating target とした場合のMの予測誤差を比較)の結果をみる限り、いずれが優っているとも言い難い。
- ② したがってその選択に当っては、こうしたMとの関係の安定性以外に、両ア

プローチがもっている理論的な問題点あるいは実際のMコントロール運営に際しての長所、短所を比較考量して決定しなければならない。

- ③ このうちとくに本質的なポイントは、政策運営上金融市場の安定性（信用秩序の維持）にどの程度重点を置くかにある。短期市場金利を重視する立場からは、準備指標を operating target とすると、しばしば金利の大幅な変動により金融市場が攪乱されるという懸念が表明される。一方、準備指標を重視するマネタリスト側からは、金利の安定を重視する余り Fed は M の的確なコントロールに失敗したとの批判がなされる。米国では、79 年 10 月に operating target としてそれまでの RFF から銀行準備をより重視していくこととしたが、これは従来の短期市場金利の安定重視が、現実には M の増大、インフレの加速を招いたことの反省から、最近のようなインフレ高進期にあつては準備指標管理の重要性があらためて見直されたためであろう。

このように、米国における operating target を巡る議論は、中央銀行の金融調節が M に波及していくメカニズムについて、いろいろな角度から研究材料を提供しており、今後わが国のコール・レートと M との定量的関係、金利自由化と金融市場の安定性といったマネー・コントロール上の諸問題を考える際の手がかりとなる点が多いと思われる。

2. operating target の概念とその必要性

(1) operating target の概念

最近の各国中央銀行の M 重視（または M ターゲット）政策は、当然のことなが

ら中央銀行が M をある程度正確にコントロールしうることを前提としている。

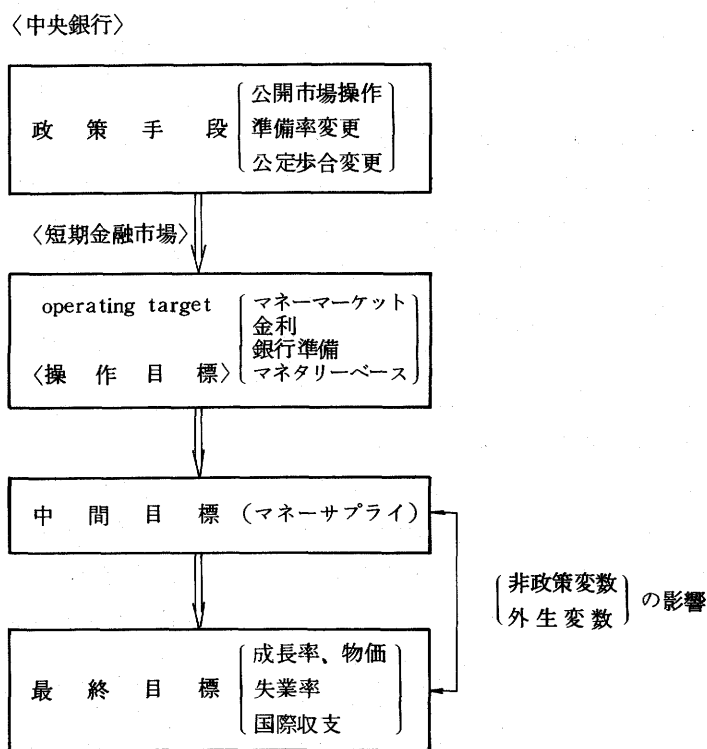
しかし、中央銀行の日々の政策が M の水準に影響を与えるまでにはかなりのタイム・ラグがあるほか、M は短期的には中央銀行の政策以外の外生的攪乱要因によつても random な変動をするため、短期的には中央銀行が M を意のままにコントロールできないこともまた事実である。さらに、M 統計判明までの所要時日も考慮すれば、M は中央銀行が日々の金融調節の効果を刻々判断するための評価基準として必ずしも適当ではない。

このため、日常の金融調節においては、短期金融市場金利あるいは銀行準備といった中央銀行の日々の政策の影響をより vivid に反映する変数を、政策運営の直接の操作目標ないしインディケーターとして、M との中間に導入することが必要という考え方が出てくる。これが通常 operating target（あるいは operating variable）といわれているものであり、中央銀行は operating target を介して M の水準をコントロールすることとなる（第 1 図。こうした考えは、

operating target の操作 → M コントロール → 最終政策目標の達成というプロセスをとるという意味で金融政策の二段階アプローチ <two-stage approach> といわれている）^(注1) したがって、この operating target として具体的に何を採用し、その水準をどう設定するかが重要な問題となる。^(注2)

そこで以下では、operating target の問題を米国での諸議論を中心に整理してみることにする。

第1図 M重視の金融政策のトランスミッション・プロセス



(2) 米国におけるMコントロールの手法

最近の米国におけるMコントロールの
手順を略述すると次のとおり。

- ① まず理事会事務局でGNP、物価等最
終政策目標の予測を行い（通常FMP
モデルや judgemental means により
4～6 四半期先を予測）、これをもと
にFOMC（連邦公開市場委員会 一連

邦準備制度理事会の理事7名と5名の
連邦準備銀行総裁により構成）が量的
金融指標の向う1年間の長期目標値を
決定・公表する（当初は3か月毎、79
年以降は6か月毎に見直し）。

- ② この長期目標値の実現を念頭に置き
つつ、FOMCはマネーサプライ（ M_1 、
 M_2 ）の短期目標値（2～3か月）を

（注1） Mを中間目標とする二段階アプローチの政策効果について紹介したものとしては、日本銀行
調査月報〔2〕および鈴木淑夫氏の論文〔7〕がある。

この二段階アプローチに対立する概念は、operating target→最終政策目標というプロセス
を考える誘導型アプローチ（reduced-form approach）である。両アプローチの優劣について
は種々議論があるが、本稿ではこの点については立ち入らず、一応M重視政策をとった場合を
前提に話を進めることとする。なお、二段階アプローチに対する批判としては〔10〕、〔11〕
を参照。

（注2） operating targetの概念は、金融政策の波及過程を考える場合に一般的に導入されるもので
あるが、最近のM重視姿勢の下でMのコントローラビリティが問題とされるに伴い、その重要
性が改めて強く認識されるに至った。

設定、同時にこの短期目標値を達成するための operating target (銀行準備、但し79年9月以前はRFF)を毎月決め、これらをニューヨーク連銀の Trading Deskに通知する(政策指令 - Policy Directive)。したがって、この短期目標値および operating target は、ニューヨーク連銀の Trading Deskが日々の公開市場操作を行っていく上で目安とすべきものとなる。

以上のように、米国では、Fedの金融政策運営に際し operating target の役割がそのメカニズムの中で明確に位置付けられているため、operating target として何を用いるか^(注3) がかなり重要な関心事となっている。

(3) operating target の要件と種類

前節で述べた operating target の性格から、operating target として選定

される変数は、次の3つの基準を満たす必要がある(例えばA. E. Burger [16]、P. Meek [35] 参照)。

- ① Fedがその動きをごく短期間のうちに正確に把握できること。
- ② Fedの政策手段により確実にコントロールできること。
- ③ その水準をある期間に亘って(over an intermediate period of time)動かすことにより、Mの変化に dominant な影響を及ぼすことができること。

上記基準を一応満足すると考えられる諸変数としては、各種準備指標や短期金融市場金利などがあるが、Davis [18] はこれら諸変数^(注4)を中央銀行のコントロールビリティの観点(上記基準②)からおよそ次の4つのグループに分けている(当時<1971年>は、まだ2段階アプ

(注3) Fedは、これまで operating target として RFF を用いてきたが、79年10月6日の金融措置により、今後は銀行準備(具体的には非借入準備)を第一義的目標とすることとした。70年以降の operating target の変遷をみると次のとおり。

- ① 70年代初頭……マネーサプライ重視の政策運営が次第に定着してきたが、公開市場操作の操作目標としては RFF、自由準備等の「短期金融市場情勢 (money market conditions)」を重視。
- ② 72、73年……従来の短期金融市場情勢に加えて準備指標をも操作目標として重視。72年1月には総準備、72年2月以降はこれに代えて RPD (Reserves available to support private nonbank deposits - 民間一般預金対象準備) について操作目標値を設定(事後公表)。
- ③ 74年以降今回措置に至るまで……その後、RPDの実績値がしばしば目標値から大きく乖離することもある(RP D と M との関係が当初予想したほど安定的でなかったことや、Fedが RFF の volatile な変動を好まなかったことなどが主因)、74年1月には M_1 、 M_2 の短期目標値(当月、翌月)を設けるとともに、操作目標としては RFF の許容水準(先行き1か月)を設定(事後公表)。こうして RPD の重要性は次第に薄れ、76年4月以降は RPD の目標値公表を廃止、昨年9月までは RFF の誘導目標値が毎月上・下限で与えられる方式がとられてきた。

(注4) 米国の量的金融指標

- M_1 = 民間流通現金 + 外国通貨当局の連銀預け金(要求払) + 商業銀行要求払預金
- M_2 = M_1 + 商業銀行定期・貯蓄預金
- マネタリー・ベース (ハイパワード・マネー) = 商業銀行準備金(手元現金 + 連銀預け金) + 現金通貨(除商業銀行手元現金)

ローチの概念が定着していなかったため、公開市場操作の対象となりうる短期目標変数の中にMが含まれている。ただ現在でもこの考え方の大筋は参考になるう。

④ 非借入準備、自由準備、非借入マネタリー・ベース（ネット・ソース・ベース）

⑤ 総準備、マネタリー・ベース、借入準備

⑥ M_1 、 M_2 、銀行信用代用指標（bank credit proxy）

⑦ RFF、TBレート

Davisは、これらの金融指標はFedが直接コントロールできない財務省、市中銀行、一般大衆などの行動によっても影響を受けるので、予め各指標について① Fedの日常の金融調節手段（オペレーション）により調整することが不可能な要因としてはどのようなものがあるか、② そういう要素の動きはどの程度予測可能か、③ そういう要素の動きはある程度の期間（例えば1週間、1か月）をとれば

オペにより相殺しうるか、について検討したうえで、operating targetとしての適否を判断しなければならないと主張している。^(注5)

Davisはこうした検討の後、上記量的指標の中では④グループが最もコントロールし易く、⑤、⑥と順次コントローラビリティが低下していくので、operating targetとしての適性が薄れていくと主張している。一方、金利指標である⑦グループ（RFF、TBレート）については、厳密な理論づけは難しいものの、実際問題としてはこれら money market rate と自由準備、連銀借入等とがかなり密接な関係にあることから、operating targetとして使用しうるのではないかとしている。^(注6)

一方、Burger[17]、Andersen[20]等セントルイス連銀のエコノミスト（いずれもマネタリスト）は、「中央銀行のコントローラビリティ」に焦点を合わせて operating targetを選ぶというDavis

○ネット・ソース・ベース（非借入マネタリーベース）＝マネタリー・ベース－連銀貸出

○RPD（reserves available to support private nonbank deposits）

＝民間一般預金対象準備

＝総準備－政府預金・国内金融機関預金に対する所要準備

○非借入準備（nonborrowed reserve）＝総準備－借入準備（連銀貸出）

○自由準備（free reserve）＝過剰準備－借入準備

○銀行信用代用指標（＝bank credit proxy）＝連邦準備制度加盟銀行の総預金

(注5) 次頁の表は、Fedが日常の金融調節手段（オペレーション）により短期に調節できない要因（noncontrolled items to be offset、x印で表示）が各金融指標にどの程度含まれているかを示したものである。例えば、④グループの非借入準備、非借入マネタリー・ベースは、総準備、マネタリー・ベースから連銀が直接コントロールできない借入準備（連銀貸出）を除いてあるので最もコントロールが容易である（勿論、これら指標に直接影響を与える銀行取引量の動き自体を左右することはできないが、調整不可能な要因がこのように少なければFedがその動きを予測するのはさして難しいことではない）。これに対し、⑤および⑥グループの指標には、これら指標に影響を与え、かつFedのオペによってその動きを相殺できない要因が多いため、目標値のコントロールには相当の困難が伴うとされている（なお、詳細についてはR. Davis[18]参照）。

の考え方とは対照的に、operating targetとMとの安定的な関係（上記③の基準）という観点から、ネット・ソース・ベースあるいはマネタリー・ベース（ハイパワード・マネー）を採用する方が望ましいと主張している。こうした主張は、これら指標を比較的容易にコントロールできるということを暗黙の前提^(注7)としているが、中央銀行がこのような広義の準備指標を短期間にコントロールできるかどうかについては意見が分かれるとこ

ろであろう。長期的には、中央銀行が、自らの負債勘定であるこれら指標をコントロールし得ることは明らかであるとしても、ごく短期には困難との見方も多い（A. R. Holmes [23] 参照）。すなわち、これら指標の最大の構成要素である流通現金は、その時々を経済活動水準を反映したものであり、また金融機関保有現金も大部分が日常の預金の払戻等に必要なワーキング・バランスと考えられるので、そのコントロールには一定の限界がある

操作目標変数および「相殺すべき要因でしかも調整不可能なもの」（×印）

操作目標変数	要因	営業取引	過剰準備	借入準備	総所要準備	に対する所要準備				非加盟銀行の要求払預金	非加盟銀行の定期性預金	様々な金融機関に対する市場需要
						定額預金	財務省預金	銀行間預金	金			
A	加盟銀行非借入準備	×										
	非借入マネタリー・ベース	×										
	加盟銀行非借入準備—財務省											
	預金増加に伴う所要準備額	×					×					
	非借入マネタリー・ベース—財務省											
	預金増加に伴う所要準備額	×					×					
B	加盟銀行自由準備	×			×							
	加盟銀行借入準備	×	×		×							
	加盟銀行総準備	×		×								
	総マネタリー・ベース	×		×								
	加盟銀行総準備—財務省											
	預金増加に伴う所要準備額	×		×			×					
C	総マネタリー・ベース—財務省											
	預金増加に伴う所要準備額	×		×			×					
	M ₁	×	×	×		×	×		×	×		
	M ₂	×	×	×		×	×	×	×	×	×	
D	銀行信用代用指標	×	×	×		×	×	×	×			
	フェデラル・ファンド・レート											×
	TBレート											×

（出所） R. Davis [18]

（注6） このような Davis の主張に対し B. Friedman [12] は次のように述べている。

「Davis のこのような主張は次の点を見落している。すなわち、短期的には Fed は、自分の思った金利水準で市場が欲するだけの量の TB を売買するという用意さえあれば、TB レートを任意の水準に設定することができる。したがって、短期市場金利を実際にコントロールできるかどうかということと、こうした金利と自由準備、借入準備等とが密接に関連し合っているということとはほとんど関係がないのである。」

（注7） The supply of the monetary base is substantially under the complete control of the Federal Reserve System. Recent studies have found that movements in Federal Reserve credit dominate movements in other sources of the source base, and therefore determine most of the movements of the monetary base.

— L. C. Andersen and J. L. Jordan [20]

というのである。^(注8)

こうした事情から、最近の operating target を巡る議論では、準備指標を選ぶとすれば、ネット・ソース・ベースやマネタリー・ベースではなく非借入準備 (nonborrowed reserve, NBR) を選ぶとする傾向が強くなっており、事実昨年10月に operating target として採用されたのも非借入準備であった。これは、非借入準備は Trading Desk の公開市場操作により直接コントロールできるものであり、しかもその動きがフェデラル・ファンド・レート (RFF) と密接に関連していると考えられているからであろう。

以上のように、operating target としては各種の指標が考えられるわけであるが、以下ではこれらを最近の論点をも勘案して二つのグループに分け、短期金融市場の金利である RFF と各種準備指標

である Reserve (総準備、非借入準備、ハイパワード・マネー等を一括して総称) について、operating target としてどのような問題があるか、論点を整理してみることにする。

3. operating target の選択

(1) RFF アプローチと Reserve アプローチの相違

最初に、非借入準備やマネタリー・ベース等の準備指標と RFF 等の短期金融市場金利とが、それぞれ M 目標値を達成するプロセスの相違について図式的に考えてみよう。

RFF アプローチは、目標値 M^T を実現するために必要な RFF ターゲットをまず決定し、次にオペによって準備量をその RFF 水準を達成するために必要な水準に調節する方法^(注9)である。例えば、

(注8) こうした見方は米国連銀のみならず、西独等の中央銀行関係者によっても支持されている。例えば、ブンデスバンクの H. Bockelmann [22] は、K. Brunner の「マネタリー・ベースは通貨当局の行動以外は何も反映していない」とする命題に対し、
「この命題は次の点で誤りである。

- ① 全ての中央銀行について外国為替市場や政府証券市場に介入する責任がないといいきれるか否かは問題であること。
- ② (仮りにそのような責任がないとしても) マネタリー・ベースの供給要因の中には中央銀行がコントロールできない諸項目がある。中央銀行が、その変動を公開市場操作等によって完全に相殺し、マネタリー・ベース総額を予め意図した水準に決定できるとみるのは誤りであること。

すなわち、中央銀行の行動は、それが『中央銀行』であるが故の制約によって縛られている。」と述べている。

(注9) したがって RFF アプローチは通貨需要関数に基づくアプローチに近いといえる。すなわち、通貨需要関数の一般型は

$$M = f(Y, r)$$

あるいは、

$$M = a_0 + a_1 Y + a_2 r \quad (r: \text{短期金利})$$

と書けるが、ここで Y は短期的には一定、また RFF を短期金利を代表する金利と考えれば

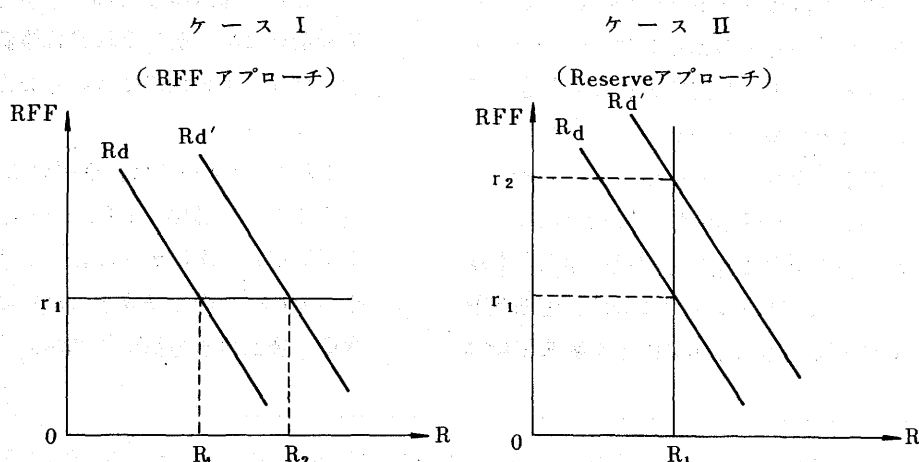
$$M = A + a_2 \text{RFF} \quad (A: \text{定数})$$

となり、これが RFF アプローチである。

いま銀行の準備需要曲線 R_d が第2図(ケース I)のような形をしているものとし、 M^T が金利 r_1 、準備量 R_1 の水準で達成されていたとする。その後、何らかの要因で R_d 曲線が R_d' にシフトした場合に、 r_1 という金利水準を維持するために弾力的に準備を供給する ($R_1 \rightarrow R_2$) のが RFF アプローチである。

これに対し、Reserve アプローチは、まず M^T を達成するために必要な準備目標値を設定し、^(注10)これを維持するために必要なオペを行い、金利は市場の変動にゆだねるという方法である。図(ケース II)で言えば R_d 曲線が R_d' にシフトしても準備は R_1 に固定したままで、専ら金利の上昇により新たに均衡を達成することになる。

(第2図)



(注10) この準備指標と M との関係を重視する考え方は、貨幣乗数 (money multiplier) の議論として古くから知られている。すなわち、いま準備指標としてマネタリー・ベース (= ハイパワード・マネー、 H で表す) を例にとると

$$M = mH \text{ あるいは } H = \frac{1}{m} M \quad (m: \text{貨幣乗数})$$

の周知の関係式が導かれ、貨幣乗数 m の安定性 (あるいは予測可能性) を前提とすれば、 H のコントロールは必然的に M のコントロールにつながる。

この間のプロセスを R. Dornbusch - S. Fischer [24] により説明すれば次のようになる。いま公衆の現金需要と銀行部門の準備需要を各々

$$C_u = \frac{C_u}{M} \cdot M = \frac{C_u}{D + C_u} M = \left(\frac{c}{1 + c} \right) M$$

$$R_E = \frac{R_E}{M} \cdot M = \frac{R_E}{D + C_u} M = \left(\frac{r}{1 + c} \right) M$$

$$\left[\begin{array}{l} \text{ここで } C_u: \text{流通現金、 } c = \frac{C_u}{D} \text{ (流通現金比率)} \\ R_E: \text{銀行準備、 } r = \frac{R_E}{D} \text{ (準備預金比率)} \\ D: \text{預金} \end{array} \right]$$

(2) Mとの安定的関係を巡る両アプローチの優劣

(Pierce-Thomsonの基準)

J. L. Pierce と T. D. Thomson

[25] は、W. Poole [13] の議論を援用し、RFFとReserveのどちらを operating target として選択すべきかは、RFFと M^T との関係とReserveと M^T との関係の何れがより安定的か、またはよ

り予測可能であるかによって判断すべきだと主張する。

その要点は次の通り。まず次のような線型式を考える。

$$\textcircled{1} \quad M_D = a_1 Y - a_2 RFF + u \quad \dots\dots\dots M \text{需要関数}$$

$$\textcircled{2} \quad M_S = b_1 R + b_2 RFF + v \quad \dots\dots\dots M \text{供給関数}$$

とすれば、ハイパワード・マネーに対する需要は

$$H_D = \frac{c}{1+c} M + \frac{r}{1+c} M = \frac{c+r}{1+c} M$$

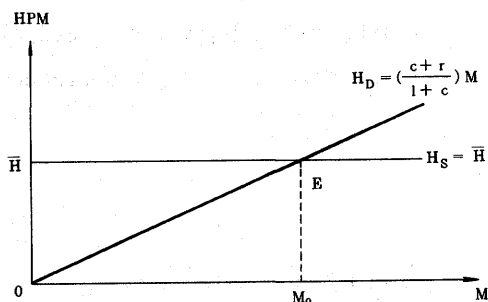
となる。一方、ハイパワード・マネーに対する中央銀行の供給を

$$H_S = \bar{H}$$

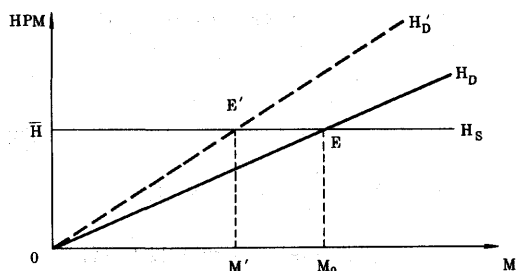
とすれば、 $H_D = H_S$ となる点EでMの水準が決定される(第3図)。したがって、ハイパワード・マネーの供給量の増加は H_S 曲線を H'_S へシフトさせ、ハイパワード・マネーの需要に変化がなければ同図(2)のようにMを M_0 から M' へと増加させる。しかし、もしハイパワード・マネーに対する需要にも変化があるとすれば(同図(3))、ハイパワード・マネーの供給増加がそのまま比例的なM増加をもたらすとは限らない。

第3図 信用乗数論によるマネーサプライの決定メカニズム

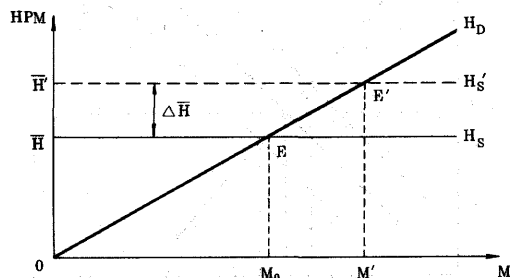
(1) マネーサプライの決定メカニズム



(3) ハイパワード・マネーに対する需要の増加



(2) ハイパワード・マネー供給量の増加



(出所) R. Dornbusch and S. Fischer [24]

③ $M_D = M_S$ 需給均衡式

ここで、Y: 所得
 u : 需要関数における誤差項
 v : 供給関数における誤差項
 なお、②式に RFF が入っているのは、RFF の上昇は銀行の過剰準備を減少させ、それが M の増加をもたらすと考えられているため。

ここで、目標値 M^T と実現された M との乖離 ($M - M^T$ の分散) が小さくなるような operating target を選ぶべきであるとする。すなわち①～③式から、RFF アプローチと Reserve アプローチをとったときの $M - M^T$ の分散が次のように得られる (式の詳しい導出については J. L. Pierce and T. D. Thomson [25] を参照)。

$$V_{RFF}(M - M^T) = a_1^2 V(Y - \hat{Y}) + V(u) + 2a_1 \text{Cov}(Y - \hat{Y}, u)$$

$$V_R(M - M^T) = w_1^2 V_{RFF}(M - M^T) + w_2^2 V(v) + 2w_1 w_2 \text{Cov}(a_1(Y - \hat{Y})^2 + u, v)$$

ここで、 $w_1 = b_2 / (a_2 + b_2)$
 $w_2 = a_2 / (a_2 + b_2)$
 V は分散、 Cov は共分散をあらわす。

したがって、 $V_{RFF}(M - M^T) > V_R(M - M^T)$ であれば Reserve を、 $V_{RFF}(M - M^T) < V_R(M - M^T)$ であれば RFF を、operating target として選ぶべきであるとするのである。

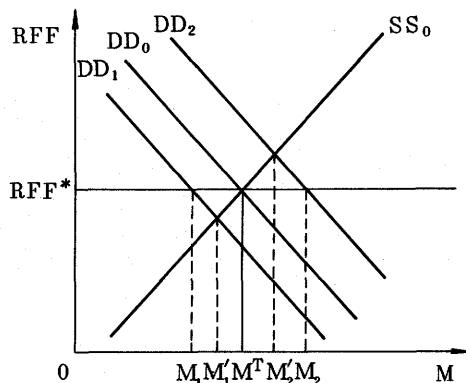
これを、R. Davis [19] に従い図で説明すれば次のようになる。いま、M に対する需要・供給両曲線 (DD_0 、 SS_0) が第 4 図のように与えられているとする (DD 曲線は利子率に対し右下がり、 SS 曲線は所与の準備量 $R = \bar{R}$ のもとで右上がり)。

いま、何らかの要因で需要曲線が DD_1 から DD_2 の間で変動するような状況が生じたとすれば (ケース I)、operating

(第 4 図)

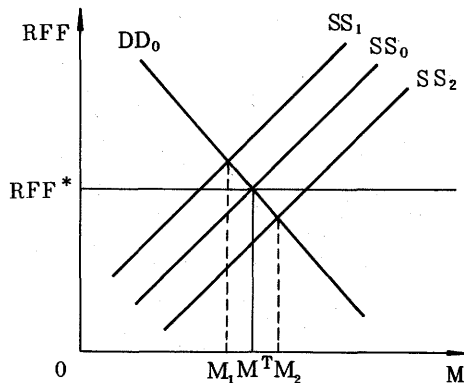
ケース I

(Reserve アプローチが優る場合)



ケース II

(RFF アプローチが優る場合)



target として RFF を採用した場合には、 M は M_1 から M_2 の間で変動することになるが、Reserve を採用すれば M の変動幅は M'_1 から M'_2 の間と前者に比べ明らかに小さくなり、この場合には Reserve を operating target として採用する方が優ることになる。一方、SS 曲線が SS_1 から SS_2 の間で不安定な動きを示す場合（ケースⅡ）には、逆に RFF アプローチをとれば M は DD_0 曲線上の $RFF = RFF^*$ に対応する水準 M^T で一義的に決定される。

すなわち、operating target として RFF と Reserve のどちらを選ぶかは、 M の需要曲線と供給曲線のどちらが安定的かに依存することになるが、この点については Pierce - Thomson は a priori にどちらが安定的かを定めることはできず、すぐれて実証的な問題であるとする。^(注11)

(米国における実証分析)

米国では、70年代以降、前節の考え方に立脚して、主として準備指標または RFF を operating target とした場合の M の予測誤差を推定比較するといったかたちで数多くの分析が行われてきた。これらの実証分析を達観していえることは、いずれを operating target としても四半期ベースでは M コントロールが概ね可能であり、その予測誤差にはっきりした差が認められないということである。したがって、 M の予測誤差の大小といった観点からだけでは、準備指標と RFF と

の優劣は決定し難いといわざるを得ない。

(イ) K. Hurley - C. Sivesind (1976)

[26]

Hurley - Sivesind は、先にみた Pierce - Thomson の定式化に従い、次のような簡単な M 決定モデルを想定、これから非借入準備 (NBR) と RFF を operating target とした場合の各々の予測誤差 $\text{Var}(M - M^T)$ を計算している。

$$M^D = a_1 Y - a_2 RFF + u$$

$$M^S = b_1 NBR + b_2 RFF + v$$

$$M^D = M^S$$

u, v : 攪乱項

実際の計測式は次の2式（計測期間 1970/2 ~ 1975/6）

$$\begin{aligned} \ln M_t^D &= .0176 + .447 \ln Y_t \\ &\quad - .0054 \ln RFF_t + .9437 \ln M_{t-1} \\ &\quad + .3403 u_{t-1} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \ln M_t^S &= 2.5666 + .8525 \ln NBR_t \\ &\quad + .0363 \ln RFF_t + .7064 v_{t-1} \end{aligned}$$

これより、各々の $\text{Var}(M - M^T)$ の大きさを計算すると、

$$V_{RFF}(M - M^T) = 13.2133 \times 10^{-6}$$

$$V_{NBR}(M - M^T) = 12.2410 \times 10^{-6}$$

となり、NBR アプローチの分散の方が、RFF アプローチよりやや小さい結果が得られたが、これをドル・ベースの M の標準偏差に換算してみると、

(注11) この議論は $M^D \cdot M^S$ 両関数が stochastic に変動するとの仮定の下で進められている。もし、 $M^D \cdot M^S$ 両関数が deterministic に決まるような状況（すなわち①、②式の $u, v = 0$ ）では、Reserve アプローチと RFF アプローチの差は生じない。

月次ベースでわずか37百万ドルの相違に過ぎず、決定的な優劣はつけ難いとしている。

(ロ) M. Arak (1977) [27]

また、Arakも、基本的にはPierce-Thomsonの考え方にそい、次のような簡単なモデルを想定している。

$$M_t^D = a_0 - a_1 RFF_t + \epsilon_t \dots\dots\dots$$

……M需要関数

$$FR_t = b_0 - b_1 RFF_t + \delta_t \dots\dots\dots$$

……銀行の自由準備需要関数

$$RR_t = C_t + K_t M_{t-1} + r_t \dots\dots\dots$$

……必要準備関数

$$FR_t = NBR_t - RR_t \dots\dots\dots$$

……自由準備定義式

FR: 自由準備、RR: 必要準備

ϵ, δ, r : 攪乱項

ここで上式より、operating targetとして、RFF、NBRを用いた場合に達成されるMは各々

$$M_t = a_0 - a_1 RFF_t + \epsilon_t$$

$$M_t = (b_1 a_0 - a_1 b_0 - a_1 C_t + a_1 NBR_t$$

$$- a_1 K_t M_{t-1} - a_1 r_t + b_1 \epsilon_t$$

$$- a_1 \delta_t) / b_1$$

となり、これより予測誤差を求めると

$$E_{RFF}^2 = \sigma_\epsilon^2$$

$$E_{NBR}^2 = \{ a_1^2 (\sigma_r^2 + \sigma_\delta^2 + 2\sigma_{r\delta})$$

$$+ b_1^2 \sigma_\epsilon^2 - 2a_1 b_1 (\sigma_{r\epsilon}$$

$$+ \sigma_{\delta\epsilon}) \} / b_1^2$$

したがって、

$$E_{RFF}^2 - E_{NBR}^2 = \{ -a_1^2 (\sigma_r^2 + \sigma_\delta^2 + 2\sigma_{r\delta}) + 2a_1 b_1 (\sigma_{r\epsilon} + \sigma_{\delta\epsilon}) \} / b_1^2$$

が正であればNBRが優ることになる。

ここで右辺の第1項のかっこ内は $(r + \delta)$ の分散で正であることから、結局M需要関数の誤差と準備需要関数の誤差との間の相関を示す $2a_1 b_1 (\sigma_{r\epsilon} + \sigma_{\delta\epsilon})$ が負または第1項の大きさより小であれば、RFFアプローチがNBRアプローチより優ることになる(すなわち、 $2a_1 b_1 (\sigma_{r\epsilon} + \sigma_{\delta\epsilon})$ が正であることはNBRアプローチが妥当する必要条件)。

Arakは1971～1976年のデータを用いてテストしたが、結局NBRが優るという条件は満たされず、いずれが優れていると結論することは難かしいとしている。

(ハ) F. J. Levin (1973) [28]

Levinは、準備指標やRFFをoperating targetとして用いている米国の主要なMコントロールモデルにつき、各々のM伸び率の予測誤差を比較している。

彼がここでとり上げたモデルは、Burger-Kalish-Babb (BKB)モデル、Shadrack-Skinnerモデル、Hamburgerモデル、それにFRBの月次マネー・マーケット・モデルである。^(注12)

第1表は上記モデルの予測誤差を比較したものであるが、これから彼は次の結論を得ている。

(注12) 1) 貨幣乗数 (money multiplier) モデル……BKBモデル

$$M_t = \hat{m}_t \cdot B_t$$

第1表 米国におけるマネーサプライ伸び率 (M₁) の予測誤差の比較
(予測誤差=予測値-実績値、伸び率は年率換算)

Period	Ex post forecasts			Ex ante forecasts		
	BKB	Schadrack - Skinner	Board staff	BKB	Schadrack - Skinner	Hamburger
1970: January	-11.19	-6.48	-12.37	-11.19	-7.33	-5.96
February	-1.63	8.93	10.51	-1.63	8.50	6.66
March	-6.39	-9.15	-15.24	-6.39	-11.72	-7.32
April	1.32	-6.15	-12.77	1.32	-8.56	1.26
May	-1.28	2.67	-8.07	-1.28	1.10	-3.92
June	0.72	1.41	-2.30	0.72	0.23	4.86
July	-3.82	1.66	4.01	-3.82	-0.59	-0.38
August	5.27	-0.28	0.57	5.27	-2.66	1.90
September	6.29	0.35	5.10	6.29	0.02	0.36
October	-3.27	4.65	10.15	-3.27	9.60	4.68
November	-4.16	0.11	-2.82	-4.16	3.94	1.70
December	1.00	-1.25	-1.12	1.00	-0.10	1.78
1971: January	12.53	5.07	7.26	12.27	4.26	3.55
February	-0.59	-3.31	3.90	0.94	-6.26	-7.05
March	-1.30	0.64	-2.76	-0.04	-0.12	-3.34
April	-1.61	2.09	7.65	0.15	2.62	-2.02
May	-4.58	-3.65	-1.09	-6.18	-1.22	-5.19
June	-8.35	3.38	3.75	-10.51	-0.69	-2.66
July	-4.19	-2.65	7.45	-6.53	-1.66	-3.43
August	-6.29	1.45	10.03	-8.99	1.81	5.25
September	9.90	4.25	15.79	7.48	6.96	11.20
October	5.78	3.16	1.58	4.33	5.21	6.29
November	5.21	1.93	-3.69	5.67	2.76	2.59
December	2.14	0.05	1.05	1.34	1.32	0.29
Monthly MAE	4.53	3.11	6.29	4.62	3.72	3.90
Monthly RMSE	5.61	4.01	7.79	5.83	5.04	4.69
Quarterly average:						
MAE	1.11	0.57	1.61	1.13	1.01	1.10
RMSE	1.36	0.76	1.91	1.38	1.27	1.42

MAE = Mean absolute errors.

RMSE = Root mean square errors.

(出 所) F. J. Levin [28]

① 事前的 (ex ante) 予測の場合、^(注13)

月次ベースでは Shadrack-Skinner、Hamburger モデル (操作変数は各々 RFF、ネット・ソース・ベース) が BKB モデル (同マネタリー・ベース) を上回る予測パフォーマンスを示しているが、四半期ベースでは三者に大きな相違はない。しかし、事後的 (ex post) 予測では、マネー・マーケット・モデル (同 RFF) が最も劣る。

② 月次ベースの予測では、4つのモデルのどれも満足すべきパフォーマンスを示していないが、四半期ベ

ースでは一応十分な予測結果にある。

結局、Levin の実証テストでは、M の予測誤差の大小は、何を operating target に選ぶかというよりは、むしろどのようなモデルを使用するかによって決まる面が大きいことを示唆しているといえよう。

(3) その他の条件に関する優劣

このように、M の予測誤差に関連した実証分析の結果では、operating target として RFF と各種の準備指標とにはっきりした優劣をつけ難いとする、その他の条件に関して両者の長所と短所を比較考量した上で、相対的に望ましいとみら

$$\hat{m}_t = b_0 + b_1 X_{1t} + b_2 X_{2t} + \sum_{i=1}^{11} b_{i+2} d_i + \rho u_{t-1}$$

$$\left[\begin{array}{l} B: \text{マネタリー・ベース} \\ X_1: \text{過去3か月の} m \text{の移動平均値} \\ X_2: \text{予測月の準備調整額 (準備率の変更や準備率が異なる銀行・預金間のシフトを調整する変数)} \\ d_i: \text{季節ダミー、} \rho: \text{自己相関係数、} \hat{\cdot} \text{は予測値を示す。} \end{array} \right]$$

2) 誘導型 (reduced form) モデル

① Shadrack-Skinner モデル (RFF アプローチ)

$$\Delta \hat{M}_t = a_0 + \sum_{i=0}^7 b_i \Delta RFF_{t-i} + \sum_{i=0}^7 c_i \Delta BS_{t-i} - d \Delta GD_t$$

$$\left[\begin{array}{l} BS: \text{企業売上高} \\ GD: \text{市中銀行の財務省預金} \end{array} \right]$$

② Hamburger モデル (Reserve アプローチ)

$$\% \Delta \hat{M}_t = a_0 + a_1 \% \Delta NSBA_t + a_2 \% \Delta M_{t-3}$$

NSBA: ネット・ソース・ベース

3) 構造 (structure) モデル……マネー・マーケット・モデル

monthly money market モデルは operating target として NBR、RFF のどちらをも使用することができるが、ここでは RFF を使用。

(注13) ここでのモデルのテストは外挿テストによっているが、そのうち ex post のシミュレーション結果は、全ての外生変数が予測時点において完全にわかっているとの前提の下で計算されたもの (したがって外生変数は全て実績値を使用)。一方、ex ante のシミュレーション結果は、予測時点において利用可能なデータに基づき予測された外生変数を使って計算されたもの (但し政策変数は実績値を使用)

れる指標を採用するのが順当ということになろう。米国では、こうした観点からH. Wallich [29]、S. H. Axilrod [30]、P. A. Volcker [34]、P. Meek [35]、それにW. Poole [14]等の連銀関係者や学者を中心に検討が加えられているが、以下ではそのうち①金利体系のコントロール、②金融市場の安定性維持、③Mの的確なコントロール、④Mターゲット政策とのコンシステンシーの4つの観点からみた両者の得失について考えることとする。

(金利体系のコントロール)

Mコントロールに当って、RFFアプローチがすぐれているとされる場合の一つの根拠は、RFFが市場に対しFedの政策についてはっきりしたシグナル(visible signal)を与えるとともに、RFFのコントロールが金利裁定を通じて全ての金利のコントロールにつながるということである。

すなわち、FedがRFFをoperating targetとすると、ある時点におけるRFFの水準は、Fedの政策方針についての明白なevidenceを与えることとなる(例えばRFFの上昇は、FedがMを低目に抑えるという引締め政策の表われと受けとられる)。金融市場参加者は、このRFFの動きからFedの方針を知って、TBレート等の短期市場金利のみならずより広範な金利体系の動きに関する予想を形成し、

自己のポートフォリオの調整を行おうとする。つまり、RFFのコントロールは、こうした経路を通じて金利体系全体の動きにも予測可能な影響を及ぼすことができるのである。^(注14)

しかし、こうした主張に対しては、RFF操作の金利体系全体に対する影響は、市場の期待形成如何では必ずしも予測可能なものではないとの反論がなされよう。すなわち、RFFの引上げが、上記議論のような経路を通じて当局の意図する中長期金利の上昇につながるか、あるいはインフレ期待を鎮静化させて中長期金利の低下をもたらすかは状況によって異なり、両者の間にrigidな関係を事前に想定することには無理がある。したがって、この点から一概にRFFアプローチが優れているとはいえない。

(金融市場の安定性の維持)

次に、金融市場の安定性重視の立場から、RFFをoperating targetとして採用すべきだとする主張がある。すなわち、RFFアプローチは、短期金利の急激かつ大幅な変動をさせて短期金融市場の安定性を保ちうるのに対し、Reserveアプローチは、しばしば短期金利の大幅な変動を生じさせ、資金の借手、貸手の行動に攪乱的な影響を及ぼす懸念があるといわれる。例えば、S. H. Axilrod [30]は、「米国のようにわずかのマージンを基礎に巨額の取

(注14) 一方、Reserveアプローチの場合には、当然ながら、RFF自体が、市場の需給に応じて大きく変動する可能性があるため、こうした役割は期待できない。これはReserveアプローチを主張するマネタリストは、「通貨当局が利子率をコントロールする力はそれほど大きくない」とみている点からみて当然であり、彼らは後述のように市場金利をコントロールしようとする考え方自体がMの累積的な増大をもたらすと鋭く批判している。

引が行われている高度に発達した金融市場では、金利の乱高下、市場心理の混乱などは、金融市場の正常な機能を破壊することにもなりかねない」とのべている。^(注15)

もつとも、RFFの不安定な動きがTB・債券市場に与える影響は、市場がRFFの変動により、どういう予想を抱き、反応を示すかによって異なってくる。例えば、Volckerは、RFFがrandomな動きを示しても、市場が将来を適切に見通してこれを一時的なものとは見極めれば、TB・債券市場に及ぼす影響はあまり大きくないかもしれないと主張している。^(注16)しかし、現実には市場で利用可能な情報には限りがあるうえ、市場参加者がいつも適切な反応を示すという保証もないため、市場パフォーマンスをa prioriに想定する

ことはできないのである。その意味で、RFFの誘導目標値を設定して短期市場金利の乱高下を回避しようとしてきたこれまでのFedの政策態度には、それなりの妥当性がある^{(注17)(注18)}ともいえよう。

なお、ReserveアプローチがもたらすRFFの大幅な変動については、W. Poole [15]、E.L. Feige - R. Mcgee [32]等は、現行の支払準備制度の改正(lagged reserve requirements system → contemporaneous reserve requirements system)によりかなり回避できると主張しているが、^(注19)これに対してはJ. P. Judd [33]等が疑義を唱えており、現在のところ未だはっきりした結論は出ていないようである。

(Mの的確なコントロール)

マネタリストがRFFアプローチを批

(注15) また Royle [31] は、短期市場金利の variability の増大は不確実性、リスク・プレミアムの増大を通じて長期金利を上昇させ、結局は有効需要に対しマイナスのインパクトを与える可能性があることを指摘している。

(注16) Volcker [34] は、「市場における期待は日々のRFFの変動によってではなく、ある期間をとった平均的な市場情勢に左右されるのである」という考えからすれば、Reserveアプローチをとったからといって必ずしもより長期の利子率がこれまで以上に大きく変動するという事にはならない」と述べている。

It does not necessarily follow that other, longer maturity, interest rates would be appreciably more variable under reserve targeting. In concept, reserve supplies, on average, would be about the same as under present procedures, and market expectations would adjust longer term rates to average money market conditions, not to the day-to-day fluctuations in the Federal funds rate. Indeed, it can be argued that an advantage of the reserves approach from the point of view of market stability might be the avoidance of some sizeable, discrete jumps in rates set off under current procedures by changes in the market's perception of our Federal funds rate objective. But, then, the market would unquestionably search out other signs for assessing shifts in our posture, and as they did, interest rates likely would respond to those indications.

(注17) ただ、この場合には、Fedはフェデラル・ファンド市場の現在あるいは将来にわたる資金需給の動きについて、民間部門よりも多くの有益な情報を有し、その情報をRFFの目標値に反映させているとの前提が必要とされる。

判する最も大きなポイントは、RFFアプローチをとると現実の問題としてどうしても金利安定重視に傾きがちなこと、その結果Mの増大を容認することになるという点である。例えば、当初の予想以上にM需要が増加した場合には、当然銀行の準備需要が強まってRFFは上昇傾向を示すことになるが、このときRFFを目標値に保つためには準備を供給しなければならず、この結果銀行の貸出増を助長しMをさらに増大させることになる^(注20)（このM増大は民間の投資、消費等を刺激し金利に再び上昇圧力を加えるため、金利水準を維持するには今一層のM供給増が必要）。したがって、このような状況下で

はRFFアプローチは、Mの目標値からの乖離を増幅する恐れがあるという指摘である。

ただ、Meek[35]が指摘しているように、FOMCがMの目標値超過に対処して遅滞なくRFFの目標値を引上げるとすれば、Mコントロールの遅れはせいぜい3～4週間であり、重大な障害とはならないとも考えられよう（つまり機動的な政策運営が行われるか否かが問題）。

一方、Reserveアプローチの優位性を主張する立場からは、準備指標とMとの関係は常に一定とはいえないにしても、ある程度の期間を通ずればかなり安定している（例えばMとマネタリー

(注18) こうした Fedの政策に関連し S. H. Axilrod [30] は次のように述べている。

「…… FOMC が公開市場操作において短期金融市場に焦点を絞っていた主な理由は、おそらく、そうすれば量的金融指標を重視する場合に比して、金利の変動が小幅になり、流動性の危機が起こりにくくなると考えていたためであろう。中央銀行制度の歴史、とくに連邦準備制度の設立当初の経緯を振り返ってみると、中央銀行設立の趣旨は、ひとつには古い形の金融恐慌の発生を回避できるよう経済における最終的な流動性の源泉を供給しうる機関を設けることであつた。このため、連邦準備制度当局は、流動性に対する圧力（liquidity pressures）が集中的にあらわれる中心的短期金融市場（central money market）の状況に、古くからとくに関心を寄せていた。すなわち、FOMCは、短期間における金利の大幅な変動は、マネー サプライ、銀行信用の変動に比して、借手および貸手（金利体系を現在および将来の金融情勢や経済情勢に関する情報源とみなして、それを行動の重要な基礎としている）の行動に、より攪乱的な影響を及ぼすことになりがちだと考えてきたのである。」

(注19) 例えば、W. Poole— C. Lieberman [15] は、銀行の準備調達行動が短期金融市場に与える効果について次のように述べている。

「いまある銀行が有価証券を売却し準備不足を賄おうとする場合、contemporaneous reserve requirements systemの下では、公衆がこの証券を購入すれば同時に準備のベースとなっている預金が減少し、所要準備量が減少するため、その準備調整はスムーズに行われ易い。しかし、lagged reserve requirements systemの下では、その時の所要準備量は過去の預金水準によって既に決まっているのでこうしたメカニズムが働かず、ある銀行の準備調達は他の銀行の準備不足を招来することとなるため、短期金融市場にプレッシャーがかかることになる。」

(注20) この議論は、予期せざるシフトが通貨需要関数の側に起った場合を問題にしているが、逆に予期せざるシフトが銀行の過剰準備需要あるいは借入準備需要等通貨供給関数の側に生じた場合は、RFFアプローチがMの変動をむしろ安定化させる効果をもつことになる（第2章 P. 82 の第4図参照）

・ベースとの比率で表わされる貨幣乗数の値は、多少は変動することがあっても持続的にあるいは急速に一方に振れることはないという主張) ため、準備指標を使ったMコントロールのエラーには自から限界がある (self-limiting) と強調される (W. Poole [14]、A. E. Burger [16] 参照)。

しかし、Reserveアプローチを主張するマネタリスト自身も認めているように、1 か月あるいは2 か月といった短期では、準備指標とMとの間には必ずしも安定した関係が存在しないので、少なくとも短期については、Reserveアプローチが優れているという決め手にはなりにくい。^(注21)

(Mターゲット政策とのコンシステンシー)

最後に、RFFアプローチとMターゲット政策との間の理論的コンシステンシーの問題にふれておこう。

元来、Mを中間目標として重視することは、中長期金利は市場の実勢にゆだねて自由に変動させる (W. Pooleの考えに則して言えば、Mを一定に保てばGNP等が望ましいレベルから乖離しても、これをstabilizeするように中長期金利が内生的に変動) ことを含意している。これに対し、

operating targetとしてRFFを選ぶということは、前述のような金利の期間構造を通ずる共変という考え方からすれば、上記含意に反して当局が金利体系全体にも広範な影響を及ぼすことを重視することになるので、Mターゲット政策とは理論的に矛盾するのではないかという疑問が生じる。マネタリスト達がいずれかといえばReserveアプローチに固執しがちであるのも、一つにはこうしたRFFアプローチがもつ理論的なインコンシステンシーをimplicitに考慮しているからと思われる。

しかしながら、実際の政策運営を考えた場合、米国の経験からも明らかのように、Mターゲット政策をとっているからといって中央銀行がMのみを重視しているというわけではなく、現実にはMとともに金利や実体面の動向等各種の情報を総合的に判断しているわけである (その意味ではMターゲット政策といっても、現実にはPoole流のcombination policy^(注22)に近いとみるべきであろう)。したがって上記のコンシステンシーの議論は理論的にはともかく、現実の政策を考える上では、さしたる問題とはされていないとみることもできよう。

(注21) 例えば、マネタリー・ベースを operating target とすべしと主張している L. C. Andersen [21] は、「通貨をコントロールする時間の範囲は現在の2 か月よりも長くなければいけない」と述べている。

(注22) W. Poole [13] は、ヒックス流の簡単なIS-LMモデルを使い、不確実性が存在する場合の最適な政策運営について分析している。彼によれば、IS曲線が不安定な場合はMを運営目標にして、またLM曲線が不安定な場合は金利を運営目標にして政策を行えばよいとされるが、一般にIS・LM両曲線の安定性は局面によってかなり異なる。したがって、彼は、一般に不確実性が存在する経済では、Mと金利の両者の最適な組合わせを政策手段とする混合型の政策 (combination policy) をとった方が有効需要を安定させるのに効果があると主張している。

(4) 両アプローチの評価

以上のように、RFF、Reserveの両アプローチにはそれぞれ長所・短所があるが、総合評価となると各々の長所・短所をどうウエイト付けるかにかかっており、より慎重でかつ今一步突っこんだ検討が必要となろう。ただ、米国におけるoperating targetの実際の運営とこれを巡る議論を通じて政策当事者に強く意識されてきた点は、どういう指標をoperating targetとして採用するにせよ、短期金融市場の安定性のある程度維持する配慮が必要だ、ということのように思われる。Fedが最近までoperating targetとしてRFFを重視してきた((注3)参照)のは、ReserveアプローチがRFFアプローチに比べて必ずしもMの正確なコントロールを保証するとはいえない以上、少なくとも金融市場の安定につながるメリットをもつRFFアプローチの方が妥当だと判断されてきたからであろう。^(注23)

4. むすびにかえて — Fedの新金融調節方式について

前述のように、Fedは、昨年10月金融引締め強化措置の一環として、短期的なRFFの変動をある程度放置しても銀行準備指標(主に非借入準備)の管理に重点を置くというReserveアプローチの採用に踏みきった。今回措置の狙いは、Mコントロー

ルの有効性を増し、インフレ圧力抑制を図ることにあつたが、その背景としては次のような点が考えられる。

第1は、最近のように民間のインフレ期待が強まっている状況では、名目金利に上昇圧力が加わる(フィッシャー効果)ので、政策当局はRFFを目標値水準に維持しようとする、公開市場操作を通じほぼ恒常的に準備を供給しなければならず、これが銀行信用の膨張、ひいてはMの増加をもたらし、インフレを一層加速することになった^(注24)という点である(Mコントロール上の悪循環の顕現化)。したがって、こうした状況では、マネタリストが主張するように準備指標をターゲットとして使い、RFFはインフレ期待の変動に任せる必要がある。

第2は、インフレの加速からこれまで重視してきた金融市場の安定性というベネフィットを犠牲にしても、Mオーバーシュートのコストを減らさなければならない、というコンセンサスが生まれてきたことである。加えて、Reserveアプローチの欠点とされてきた金利の大幅な変動も、インフレ下では、むしろ「金利の先行き見通し難を強め銀行のリスク負担が増大する結果、銀行は与信量拡大に一層慎重になり、投機的な行動を抑制する」〔37〕ことになる点も評価されたのであろう。

第3は、RFFはFedの政策スタンスを示す重要なシグナルと受けとめられ、その

(注23) 例えば W. R. McDonough [36] は次のように述べている。

「ここでの考察結果は、他の研究と同様に、RFF、Reserve両アプローチのいずれかをとることにより Fedは現在よりも幾分正確なMのコントロールを達成できる可能性があることを示している。しかしその場合は、いずれのアプローチをとるにせよ、利子率の変動をなめらかにするという政策は放棄されなければならない。Mのコントロールの問題においては、operating targetとしてどの指標を採用するかということではなく、むしろ短期金融市場の安定化政策が放棄され得るかどうかにことに事の本質があるのである。」

引上げは単なる金融市場の調整といった以上に政策変更のアナウンスメントとしての意味合いをもつようになっていたため、このことが逆に Fed の行動を制約することになってきたという点もある。

要するに、昨年10月の措置は、これまでの RFF、Reserve 両アプローチの論争に理論的な結着がついたというよりも、むしろ現実の問題として、RFFアプローチが金融市場の安定性を重視する余りインフレの抑制に失敗した結果、そのアンチテーゼとし

て Reserve アプローチが Fed によって試行されたと考えるべきであろう（したがって、しいていえば、“monetarism”の理論的勝利というより、“Practical monetarism”の浸透を示すものといえよう）。いずれにせよ、こうした措置に踏み切った背景には、Fed の長年に亘る M コントロールについての研究の積重ねがあることは見逃し得ない事実である。

以上

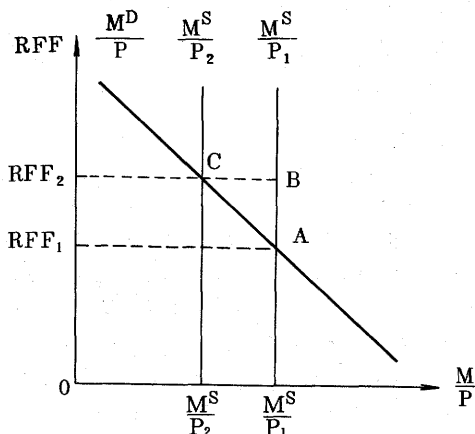
(54年6月)

(55年1月加筆訂正)

【参考文献】

- [1] 日本銀行調査局 「欧米主要国における金融政策の運営目標」、調特別資第6号、1972年10月
- [2] " 「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
- [3] " 「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

(注24) 下図のように、縦軸に RFF、横軸に実質通貨量 ($\frac{M}{P}$) をとると、右下がりの M 需要曲線 ($\frac{M^D}{P}$) の下で、RFF を一定に維持するような政策は横軸に垂直な供給曲線 ($\frac{M^S}{P}$) として表わされる。今何らかの要因によりインフレ期待が強まって名目金利 (= 実質金利 + 期待インフレ率) が RFF₁ から RFF₂ になるように上昇圧力が加わると、RFF₂ の水準では BC の量だけ M の超過供給が生じるため物価が上昇して実質通貨供給量は減少する ($\frac{M^S}{P_1}$ が $\frac{M^S}{P_2}$ へシフトし C 点で均衡)。このとき RFF を当初の水準に抑えるためには Fed が準備の供給量を増やし供給曲線を再び元の位置に戻してやる必要があるが、こうした M の増大はインフレ期待を更に加速し、一層の悪循環に陥る可能性が強い。



- [4] " 「米国の金融政策運営におけるマネーサプライ」、調特別資第1号
1976年1月
- [5] " 「欧米主要国におけるマネーサプライのコントロールと金利機能」、
調査月報、1976年4月
- [6] " 「最近における米国の金融政策運営について」、調査月報、1977年3
月
- [7] 鈴木淑夫 「金融政策の運営目標と政策効果」、季刊現代経済 No.17、Spring
'75.
- [8] 山本和 「わが国におけるマネーサプライ・コントロールのメカニズムについ
て」、本金融研究資料所収
- [9] 東京銀行調査部 「ニューヨーク金融市場概説」、東銀調査資料第68号、1978年3月
- [10] Friedman, B. "Targets, Instruments, and Indicators of Monetary Policy", Journal
of Monetary Economics, 1975 (1).
- [11] Friedman, B. "The Inefficiency of Short-Run Monetary Targets for Monetary
Policy", Brookings Papers on Economic Activity, No.2, 1977.
- [12] Friedman, B. "Empirical Issues in Monetary Policy: A Reivew of Monetary
Aggregates and Monetary Policy", Journal of Monetary Economics,
1977 (3).
- [13] Poole, W. "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple
Stochastic Macro Model", Quarterly Journal of Economics, May
1970.
- [14] Poole, W. "The Making of Monetary Policy: Description and Analysis", New
England Economic Review, FRB Boston, March/April, 1975.
- [15] Poole, W. and "Improving Monetary Control", Brookings Papers on Economic
Lieberman, C. Activity, No.2 1972.
- [16] Burger, A.E. "The Implementation Problem of Monetary Policy", St. Louis
Review, FRB St. Louis, March 1971.
- [17] Burger, A.E. "Money Stock Control and Its Implication for Monetary Policy",
Kalish III, L. and St. Louis Review, October 1970.
Babb, T.
- [18] Davis, R.G. "Short-run Targets for Open Market Operation", Open Market
Policies and Operating Procedures—Staff Studies, Board of
Governors of Federal Reserve System, July 1971.
[抄訳、「公開市場操作のための短期目標値」日本銀行調査局事務参考
資料、1972年12月]
- [19] Davis, R.G. "Implementing Open Market Policy with Monetary Objectives",
Monetary Aggregates and Monetary Policy, FRB New York,
October 1974.
- [20] Andersen, L.C. and "The Monetary Base-Explanation and Analytical Use", St. Louis
Jordan, J.L. Review, August 1968.
- [21] Andersen, L.C. 「通貨と経済—セントルイス連銀の見解」、週刊東洋経済臨時増刊「金
融と銀行」、1976年3集
- [22] Bockelmann, H. "Quantitative Targets for Monetary Policy in Germany", 1977.
[訳、「西独の金融政策における量的ターゲット」、日本銀行特別研
究室、研究資料 1—1、1977年5月]

- [23] Holmes, A.R. "Operational Constraints on The Stabilization of Money Supply Growth", Controlling Monetary Aggregates, FRB Boston, 1969.
- [24] Dornbusch, R. and Fischer, S. Macro-Economics, 1976.
- [25] Pierce, J.L. and Thomson, T.D. "Some Issues in Controlling The Stock of Money", Controlling Monetary Aggregates II: The Implementation, FRB Boston, September 1972.
- [26] Hurley, K. and Sivesind, C. "Reserves or Interest Rates: Choosing an Operating Variable", Research Paper No. 7620, FRB New York, July 1976.
- [27] Arak, M. "Non-borrowed Reserves Versus The Federal Funds Rate: Their Relative Effectiveness in Achieving Monetary Aggregate Objectives", Research Paper No. 7735, FRB New York, April 1977.
- [28] Levin, F.J. "Examination of The Money Stock Control Approach of Burger, Kalish and Babb", Monetary Aggregates and Monetary Policy" FRB New York, October 1974.
- [29] Wallich, H.C. "Innovation in Monetary Policy", Reading in Money, National Income, and Stabilization Policy, 1978.
- [30] Axilrod, S.H. "The FOMC Directive as Structured in The Late 1960's: Theory and Appraisal", Open Market Policies and Operating Procedures—Staff Studies, Board of Governors of Federal Reserve System, July 1971.

訳、「1960年代後半における連邦市場委員会指令の評価と分析」、日
本銀行調査局事務参考資料 1972年12月
- [31] Roley, V. "Interest Rate Variability, The Level of Interest Rates, and Monetary Policy", Economic Review, FRB Kansas City, September – October, 1978.
- [32] Feige, E.L. and Mcgee, R. "Money Supply Control and Lagged Reserve Accounting", Journal of Money, Credit, and Banking, November 1977.
- [33] Judd, J.P. "Lagged Reserve Accounting and Monetary Control under Alternative Operating Targets: A Theoretical Analysis", Research Paper No. 7621, FRB New York, June 1976.
- [34] Volcker, P.A. "The Role of Monetary Targets in an Age of Inflation", Journal of Monetary Economics, 1978 (4).
- [35] Meek, P. "Nonborrowed Reserves of The Federal Funds Rate as Desk Targets —Is There a Difference?", New England Economic Review, March /April 1975.
- [36] McDonough, W.R. "Effectiveness of Alternative Approach to Monetary Control", Business Review, FRB Dallas, August 1976.
- [37] FOMC "Record of Policy Actions of the Federal Open Market Committee", Meeting Held on October 6, 1979.