

金融政策における中間目標について

—金融自由化はマネーサプライにどのような影響を及ぼすのか—

総合政策学部3年

齋藤圭介

1994年 秋学期 岡部研究会レポート

概要

金融政策の運営においては、マネーサプライが中間目標として位置づけられてきた。しかし、そうした政策運営のあり方は、(1) 近年の金融自由化の過程において種々疑問が生じてきていること(通貨需要関数や通貨の流通速度の不安定化)、(2) 85年以降のバブル発生には、日本銀行がマネーサプライを十分重視しなかった面もあること、から再検討する必要性が強まっている。日本銀行を含む各国中央銀行がマネーサプライを中間目標として重視するようになったのは、70年代のハイパーインフレーションによって、従来の中間目標が機能を果たさなくなったからである。現在、いずれの国においても程度の差はあれ、マネーサプライの重要性に対する認識には変わらないが、広義マネーサプライと名目経済活動の関連性の低下や、一般物価安定下の資産価格上昇などから、マネーサプライの評価が困難になってきている。金融政策運営上の中間目標の条件としては、(1) 中央銀行によって政策的にコントロールできること、(2) 物価等と密接かつ安定的な関連があること、(3) 統計上信頼性、速報性、先行性があり、単純で分かりやすいこと、などがあげられる。日本においてマネーサプライ指標がどれだけこれらの条件を満たしてきたかを論じ、最後に、以上の検討を踏まえて、今後のマネーサプライを中間目標とした金融政策のあり方について述べる。

目次

1 はじめに	2
2 マネーサプライ重視への転換とその背景	2
3 欧米主要国におけるマネーサプライ・ターゲティングの現状	4
4 中間目標の条件とマネーサプライの有用性	6
4.1 マネーサプライのコントローラビリティ	6
4.2 マネーサプライの物価安定との因果関係	8
4.3 マネーサプライの速報性・先行性・信頼性	10
4.3.1 速報性と先行性	10
4.3.2 信頼性	11
5 おわりに—今後の中間目標・マネーサプライ	13

参考文献

1 はじめに

金融政策の中間目標として、日本銀行はマネーサプライを重要な指標の一つとして位置づけてきた。¹しかし、金融自由化の進展とともに、1989年の第4四半期以降、通貨流通速度の不安定な動きがマネーサプライの見通しを困難化し始めた。また、マネーサプライのコントロールビリティや最終目標からの先行性の面からも、問題が指摘されるようになった。そこで改めて、マネーサプライの中間目標としての有用性について検討しておく必要があるだろう。

本論文では三つの章から成り立っている。2.では、マネーサプライを中間目標として重視する政策運営の方針に転換した背景について述べる。3.では、欧米主要国におけるマネーサプライ・ターゲティングの現状を、4.では、中間目標の3つの必要条件のそれぞれの面からマネーサプライの有用性について検討し、5.では、今後のマネーサプライを重視した金融政策のあり方について述べる。

2 マネーサプライ重視への転換とその背景

一般に「金融政策の手段」から「最終的政策目標」の物価に至るまでの「政策効果の波及経路」は長い。そこで、中央銀行は一般的に効果波及経路の中間にマネーサプライ、あるいは長期債券金利といった経済指標を中間目標に選び、その動きを見なが

¹歴代日本銀行総裁の国会発言（巻、1993）を参照。ただ、公定歩合変更に際してはマネーサプライはさして重要視されなかった（岡部、1991）。

ら政策手段を操作する。²

1960年代までの日本銀行の金融政策には中間目標はなかった。しかし、明確な位置づけはされていなかったが、それに近い機能をしていたものとして貸出量があげられる。貸出政策や準備率操作などによって民間銀行の主体的選択による利潤最大点の変化を通じて銀行の信用供給量をコントロールし、その政策効果発揮の補完的手段として窓口規制が行われてきた。高度成長期には、企業の借り入れ依存度は著しく高く、貸出増加額=投資額といってよいほど、両者は密接な関係にあった。しかし1971-72年の過剰流動性の発生で企業の手元にマネーサプライが過剰に蓄積され、貸出量ではインフレーションが抑えきれなくなった。

また当時、各国の中央銀行は金利を中間目標としていた。しかし60年代後半から70年代にかけての世界的なインフレーションによって、中間目標としての金利が送るシグナルの意味が分からなくなり、政策運営に混乱が生じてしまう。中央銀行にとって、中間目標として大切なのは人々の負担感を左右している実質金利である。しかし、中央銀行に見えるのは名目金利のみである。予想インフレ率ははかれなく実質金利は分からない。このため、名目金利が上昇したとき、実質金利も上昇して資金供給が抑制されているのか、それとも予想インフレ率の上昇（フィッシャー効果）で名目金利だけが上昇し、実質金利はむしろ低下して資金需要が増えているのか、判定がつかなくなった。

代わって登場したのが、「マネーサプライ」である。「実質金利」やその変動に伴う

²このような政策は、「政策手段—操作目標—中間目標—最終目標」というプロセスをとることから「3段階接近法」といわれる（重原、1992）。また、「2段階接近法」ということもある（山川、1994）。

資金の需要と供給の変化は分からなくても、その結果として人々の手許に残っている購買力、つまり「現金と預金」の残高、すなわち「マネーサプライ」の残高を「中間目標」として見ようというわけだ。³70年代以降、多くの中央銀行ではマネーサプライの目標値を公表してきた。しかし日本銀行では森永総裁の国会答弁にあるように、「マネーサプライの... 適正な伸び率をいかにして定めることができるか... コンセンサスを得」にくいことと、「 M_2 と物価、実体経済との間には安定的な関係が存在するわけではない」ことから、「他の経済指標の動き等をも併せ総合的に判断していく」過程において予想値として発表されてきた。⁴

3 欧米主要国におけるマネーサプライ・ターゲティングの現状

70年以降欧米主要国の中央銀行においてマネーサプライは中間目標として採用されてきた。しかし、80年代に入って各国中央銀行は広義マネーサプライと名目経済活動の関連性の低下や、一般物価安定下の資産価格上昇、といった困難や金融政策によるマネーサプライ・コントロールの速効性低下を大なり小なり経験し、相次いでマネーサプライの定義変更や中間目標の変更、廃止（図表1）を行っている。

米国においては、79年以降 M_1 を中間目標としていたが、82年から、 M_2 と M_3 をも重視し、金利水準および実態経済動向をも総合的に勘案する方式を導入した。8

³重原（1992）、鈴木（1993）を参照。

⁴翁（1993）を参照。

7年には M_1 について目標設定値は取りやめられた。しかしながら、こうしたより広義のマネーを用いても最終目標との安定的な関係や先行性が維持されない状況になっており、最近では長期金利水準やイールド・カーブの形状、実質金利と長期的な均衡実質金利との格差等にも着目し、以前に比べてより「総合判断」の色彩が強い政策運営に変化している。

また、ドイツでは目標値を中央銀行通貨残高から広義マネーサプライに変更した。対外的にもマネーサプライ・ターゲティングを貫徹する構えを見せているが、マネーサプライ目標からのオーバーシュートは柔軟に容認しているようである。

このほか、ニュージーランド・カナダ・英国等では、インフレーション・ターゲティングが行われている。インフレ率の目標値を設定する一方で、英国ではマネーサプライは十分な先行性を有しないが、将来のインフレ率の予測について補足的な役割が期待できることから、 M_0 の位置づけをターゲット・レンジからモニタリング・レンジへと位置づけを後退させた。⁵

このように、現時点では「マネーサプライの増加はやや長い目でみてインフレ率を高める」といった命題が依然として正しいとしても、どのマネーサプライ指標がどのインフレ率と関連するのか、という段になると国や経済情勢により区々であり、この点でマネーサプライの評価にも金利評価と類似の困難を伴うことが各国で認識される

⁵ 欧州各国のうちERM参加国（フランス、オランダ、ベルギー等）では、為替レートを一定水準に維持することが、實際上金融政策の中間目標となっているものと考えられる。当該国が消費する財・サービスのかなりの部分を輸入に依存している場合には、為替相場の安定が物価をはじめとする国内経済の安定に直結することから、特にドイツと経済的関係の深い周辺各国にとっては、為替レートを中間目標とすることは最終目標を達成するためのひとつの合理的な対応であると考えられる。日本銀行調査統計局（1994）を参照。

ようになってきているのだと思われる。⁶⁾

4 中間目標の条件とマネーサプライの有用性

金融政策におけるマネーサプライが「中間目標」として有用であるためには、3つの条件が必要であると指摘できる。第一に、中央銀行によって政策的にコントロールできること、第二に、物価等と密接かつ安定的な関連があること、第三に、統計上信頼性、速報性、先行性があり、単純で分かりやすいこと、があげられる。⁷⁾

以上の3点を満たすものとして、従来は $M_2 + CD$ が採用されてきた。しかし、金融自由化の進展に伴って $M_2 + CD$ の有用性が低下してきたことや、マネーサプライそのものを中間目標とすることに対する問題などが議論されるようになった。そこで、金融自由化の進んだ現在においても、依然としてマネーサプライは中間目標としての有用か、再検討する。

4.1 マネーサプライのコントローラビリティ

マネーサプライのコントロールは図表2のように整理される。金融引き締めの場合、日本銀行のインターバンク市場におけるコール・手形金利の操作から、金利裁定を通じてオープン市場の金利を上昇させ、短期金融市場での全般的な金利水準上昇をもたらす。これに伴う影響は四つの効果を通じた経路にまとめられる。

⁶⁾ 翁（1993）を参照。

⁷⁾ 岡部（1991）、加藤（1990）、重原（1992）を参照。

第一に、貸出金利や預金金利の相対的硬直性に依存した貸出効果である（図のA）。⁸貸出金利の相対的上昇から資金のオペラビリティの低下や金融仲介中断を通じて、マネーサプライを主に供給面から抑制する経路である。第二に、支出効果である（図のB）。⁹金利裁定で長期金利の上昇による資金調達コストの上昇によって、マネーを需要面から減少させる。第三に、為替相場を通じる効果である（図のC）。国内金利が割高化することに伴う、為替円高化が外需（純輸出）の減少をもたらし、その結果として国内景気が鎮静化するとともに、通貨需要を抑制してマネーサプライを減少させる。¹⁰第四に、ストック効果である（図のD）。¹¹金利の上昇に伴い、土地や株式といった各種資産の価格が下落し、その結果として支出活動が抑制され、マネーサプライを需要面から減少させる。¹²

以上の効果のうちどれが強く作用するかは、その時々の経済状況のほか、特に経済の基礎的な枠組みに大きく依存する。最近の傾向としては、金融の自由化や経済のストック化が進につれて、後者ほど影響力を強めている。特に94年11月の金利の完全自由

⁸ 短期金融市場金利の上昇により、金融機関の貸出限界採算が悪化し、貸出量及びマネーサプライの減少とともに資金のオペラビリティが低下し、企業の支出活動を抑制する（1のルート）。また、短期金融市場金利の上昇は、規制された預金よりも各種自由金利金融商品の保有を有利化させるので銀行預金がそれらに流出し、銀行は資金減少から貸出を抑制する（金融仲介中断、左2のルート）。

⁹ 短期金融市場金利の上昇は金利裁定を通じて長期債市場の金利も上昇させ、企業の資金調達コストを上昇させる。このため企業は採算面から在庫・設備投資を慎重化させ（右2のルート）、資金調達をも従来以上に抑制するという行動に出る（左上2のルート）。

¹⁰ 国内金利が割高化すれば、外貨建て資産よりも円建て資産の方が有利化するので内外資本移動が活発な場合には外為市場においてドル売り、円買いの圧力が発生し、円高化が生じる（3のルート）。このため、輸出が減少する一方、輸入が増大し、貿易収支の黒字幅が減少するとともに、国内景気に対しては短期的にはデフレ的に作用する。これに伴い通貨需要が減退するという形でマネーサプライが需要面から抑制されることになる。

¹¹ 資産価格は（収益率/利子率）で表されるため、金利水準の上昇は資産価格（土地・株）を下落させる。このため個人の場合、貯蓄の増大を余儀されなくするとともに（右4のルート）、地価下落は銀行借り入れに際しての担保の価値低下を意味し（上4のルート）、消費・投資ともに低下する。一方、地価の下落は土地取得を容易にし住宅投資を増加させるという面もある。また企業にとっても、地価の下落は銀行借り入れを困難化させ、株価の下落はエクイティファイナンスを困難化させる（左4のルート）ので、ともに資金調達面から支出活動に対して抑制的に働く。あるいは株価の下落は、企業が保有する資本ストックに対する市場の評価が低下したことを意味するので設備投資にマイナスに作用する（トービンのq効果）。

¹² 図部（1991）を参照。

化は、A の供給面からのコントロールを薄れさせ、逆に需要面からの金利機能を用いたコントロールが重要性を増している。Structural VAR モデル (Vector Autoregressive Model) による計量分析¹³によれば、マネーサプライの実体経済へ及ぼす影響は無視しえないものであり (マネーサプライと物価の因果関係は後述する)、マネーサプライに対する金利変動の影響も大きいことが確認されている。また、金融緩和は中長期的には為替レートの円安化を通じて物価押し上げ効果が観察された。この他にも、企業の固定資本形成や家計支出の金利感応度が高まっているという研究結果や、消費に対する資産効果が重要性をましていることを示唆する研究も少なくない。¹⁴

4.2 マネーサプライの物価安定との因果関係

日本のマネーサプライは、1980年代前半の7-8%の安定的成長から、一転して、80年代後半には13%に跳ね上がり、90年代のはじめにはマイナス0.6%にまで落ち込むという乱高下を記した。図表3に示したように、1980年代前半は、マネーサプライの増加率も名目GNPも実質GNPも消費者物価も極めて安定して推移していた。これは1970年代半ば以降の日本銀行のマネーサプライ重視の政策が成功したことを示していると考えられる。

ところが、ブラザ合意以降、日本銀行はマネーサプライの増加を容認していった。金融緩和は国際政策協調のためであったが、その後の消費者物価の安定が金融緩和政策の継続を許すことになった。それは、マネーサプライと物価との因果関係が薄れてき

¹³岩瀬 (1990) を参照。

¹⁴重原 (1990) を参照。

たという議論に支えられたものであった。

しかし、マネーサプライの増加による歪は資産インフレという形で表面化することになる。¹⁵土地や株などの資産価格が経済のファンダメンタルズでは説明できない変動をした(図表4、5)。それはさまざまな形で適正な資源配分・所得配分を歪めることになった。実際、1988年2月号の日本銀行「調査月報」で、「最近のマネーサプライの動向について」と題して、1987年からのマネーサプライの増加のもたらす副作用ともいべき問題に対する警告を発している。マネーサプライと物価との相関関係はそれ以前の10年間に比べれば不明瞭化しているが、円高による物価安定効果やマネーサプライの振幅の小幅化によるGNPデフレータの動きの安定化のように、物価の小さな変動に対するその他の要因の影響度合いが相対的に高まり、事後的に観察されるマネーサプライと物価との関係が薄れているにすぎない、という見方も可能であろうとしている。また、マネーサプライの増大が、物価上昇圧力に結びつかなくても資産市場への悪影響が及ぶ危険性があることについて述べている。¹⁶また、マネーサプライの大幅な変動が生じた理由として、1992年の「最近のマネーサプライの動向について」では、資産価格変動、金融機関行動の変化などをあげ、金融政策の効果については述べていない。しかし、マネーサプライの二桁の伸びは明らかに日本銀行による「マネーサプライの見過ぎしか、あるいはもし意図的に軽視したのであれば、1975年以來のマネーサプライ重視政策の根拠なき転換」¹⁷によるものである。図の

¹⁵詳細は齊藤(1994)を参照。

¹⁶物価の代表的な指数である消費者物価指数には資産価格は含まれない。

¹⁷鈴木(1992)を参照。

「斜線の部分と、その下の名目および実質GNPの変動を見れば誰でもわかるように、13%のマネーサプライの増加率や2%のマネーサプライの増加率は許容限度を越えた変動である。それが経済の不安定化の原因にならないはずはない。その程度の判断は常識である」¹⁸といえよう。

そのような、マネーサプライの増加を許容するような日本銀行の体質は、マネーサプライの「予想値」にも表れているとする研究もある。それによると、日本銀行は「予想値」を設定するにあたって、マネタリストのk%ルールに従った方法をとらず、通貨供給量が「予想値」からはずれても、次の予想でその差を改善する努力を怠ってきた。実際、バブル期を見てもわかるように、インフレもGNP上昇率も「予想値」に影響を及ぼさなかった。¹⁹

4.3 マネーサプライの速報性・先行性・信頼性

4.3.1 速報性と先行性

金融自由化が、マネーサプライの性質を変えてきている事実は否めない。「(1) マネーサプライ指標の中に自由金利金融資産の比率が高まるため、金利変動に伴う資金シフトが指標の動きを攪乱する、(2) 金融機関、非金融機関とも資金の運用、調達両面の手段が多様化するのでマネー需要が不安定化しその動向の予測が困難化する、(3) マネーのコントロールは前述したように次第に民間支出活動に直接働きかけることに

¹⁸鈴木(1992)を参照。

¹⁹Ito(1989)を参照。

よる需要面を中心とするものになるため、マネーサプライ指標の実体経済に対する先行ラグの短縮化ないし同時指標化が生じる、」（図表6）「その結果、（4）少なくとも自由化の進展が続く過程においては、マネーサプライ指標と物価・生産等との関係（通貨需要関数）が不安定化する」²⁰現象が起きている。

なお、日本銀行では、マネーサプライの予想値を公表すると同時に、信用集計量に関心を払っている。これは、実体経済活動に影響を及ぼすのはマネーではなく信用だという見方も有力なためである。しかし、統計的な先行性は高いが速報性に劣るといふ欠点がある。この点、 $M_2 + CD$ は下旬には前月実績の速報値が入手でき速報性が高いが、信用集計量は実績判明に約半年かかるという点で速報性に難がある。

4.3.2 信頼性

以上のようにマネーサプライは速報性の面ではその有用性は変わらないが、通貨需要関数の不安定化はマネーサプライ（ $M_2 + CD$ ）の統計的信頼性を低下させるものである。こうした現象は金融の自由化や革新が通貨需要関数をシフトさせている（いわゆる“Missing Money”という現象）といえる。現金通貨との代替性の高い資産や、新たに開発される金融商品をマネーサプライに含めるべきかといった問題が生じている。こうした問題に対して様々な議論が行われているが、ここではマネーサプライ指標の改善策として2つ紹介する。

第一に、Divisia Monetary Aggregates がある。これは、代表的なマネーサプライ指標

²⁰岡部（1991）を参照。

である $M_2 + CD$ が、対象外資産への資金シフト等を背景に近年流通速度が不安定化しており、同指標の予測可能性等に対する疑問から提案された。つまり、現在用いられているマネーサプライ指標は単純な和集計によるもので、いわゆる純通貨との代替性の低い投資性資産をも全て同じウエイトで集計に含めることとなり理論的に問題が多い。それに対して Divisia monetary aggregates は、各金融資産を「通貨らしさ」²¹(moneyness) に応じて加重的に足し上げるという指数論的接近方法である。GNPとの関係の安定性から、従来の和集計によるマネーサプライ指標と併せて用いることが望ましいとしている。²²ただ、Divisia monetary aggregates の問題点として、集計すべき金融資産の範囲については検討対象外とされている。

第二に、その問題に対応すべく、ある通貨集計量に「含まれるべき金融資産」と「含まれるべきではない金融資産」とを区別する方法として Nonparametric Approach がある。その結果、 $M_2 + CD$ は効用関数と斉合的な集計量と位置づけられなく、一方、自由金利の定期預金商品が不適切であるのに対し、郵便貯金や信託商品等が適しているとした。²³そのような $M_2 + CD$ に代わる中間目標として $M_3 (+CD)$ があげられる。無条件物 M_3 と期日物 M_3 のうち、前者の物価との因果関係やコントロール可能性の高さが検証されている。²⁴

なお、この他に、マネーサプライ指標は、長期的にみれば物価との関係の安定性は

²¹ここでいう通貨らしさとは、純通貨とみなされる現金通貨、当座預金をそれ以外の金融資産と比較したとき、その他資産が純通貨とどの程度類似しているかを表す概念である。

²²石田(1984)を参照。

²³小早川(1993)を参照。

²⁴加藤(1990)を参照。

失われていないとの考え方から、情報変数²⁵の一つとして用いる立場や、新たな中間目標（名目GNP、商品価格指標など）を開発する立場²⁶がある。最近では金利の期間スプレッドの情報変数としての有用性に関する研究が行われている。その結果、多少のインフレに対する先行性は観察されたが、厳密な意味でのインフレ指標性は認められなかった。そのことから、情報変数は複数の指標を併せて用いる必要があり、今のところ有用性は低いといえる。

5 おわりに—今後の中間目標・マネーサプライ

本論文の目的は、マネーサプライの実体経済との関連を見ることによって、マネーサプライの中間目標としての有用性について確認することにあった。近年の金融自由化の流れの中で、マネーサプライの中間目標としての有用性は従来に比べて低下してきている事実は否めないようではあるが、バブルの経験に鑑みると、インフレなき安定的成長にとって依然重視していくことが必要である。

最後に、今後のマネーサプライを重視した金融政策のあり方について、3点述べたい。

第一に、日本銀行は金融政策に対する姿勢を明確にする必要がある。その場合、インフレなき安定的成長の実現を基本的な政策目標とするとともに、現実には物価の上昇が生じていない場合でもマネーサプライの動向には重大な関心をはらっていく必要がある。

²⁵ 情報変数とは最終目標の将来の動きに関する有用な情報を含む変数であり、中間目標と違い、最終目標との因果関係は要求されない。

²⁶ 加藤（1990）を参照。

第二に、マネーサプライを取り巻く環境は大きく変化している。そのため、マネーサプライの経済的効果も役割も変わっていく。バブルの経験からもわかるように、マネーサプライの動向を注視していくことの重要性には変わらない。しかし、現在のマネーサプライ指標では、その経済への影響は薄れるばかりで有用性も低下していく。金融自由化がマネーサプライにどのような影響を及ぼしていくのか、本文に述べたように、継続的に検討し指標の改善を図っていく必要がある。その場合、確かに金融革新にともなう通貨需要関数や流通速度の不安定化は引き続き不可避ではあるが、金融自由化が未完成であることに伴うそうした攪乱要因はもはや消滅していることから、マネーサプライはその分有用性を高めているという認識も可能である。

第三に、しかしながら、金融自由化によって金融が複雑化し、そのことによってマネーサプライに従来ほどの役割が期待できないのも事実だろう。より金融政策を正確かつ効果的なものにするためにも、マネーサプライの重視だけでなく、情報変数（商品価格指標、外国為替相場など）など他指標との総合的な政策が必要となってくるだろう。

参考文献

- [1] 石田和彦「Divisia Monetary Aggregates について」日本銀行金融研究所「金融研究」第3巻第1号1984年4月。
- [2] 岩田規久男「金融政策の経済学」日本経済新聞社、1993年。
- [3] 岩淵純一「金融変数が実体変数に与える影響について—Structural VAR モデルによる再検証」日本銀行金融研究所「金融研究」第9巻第3号、1990年10月。
- [4] 大蔵省財政金融研究所編「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」『フィナンシャル・レビュー』1993年10月。
- [5] 岡部光明「日本の金融政策：1975—89年における政策運営とその効果波及過程」金融学会報告71号、1991年1月。
- [6] 翁邦雄「金融政策」東洋経済新報社、1993年、11月。
- [7] 加藤健吾「金融政策遂行上の中間目標と情報変数について—米国における議論のサーベイとわが国への若干の応用」日本銀行金融研究所「金融研究」第9巻第4号、1990年12月。
- [8] 小早川周司「消費者理論と通過需要について—Nonparametric Approach による「通貨」概念の再考」日本銀行金融研究所「金融研究」第12巻第4号、1993年12月。

- [9] 重原久美春「金融自由化の進展と金融政策—日本の経験」日本銀行金融研究所「金融研究」第9巻第4号、1990年12月。
- [10] 重原久美春「金融政策の運営」『金融理論と金融政策の新展開』有斐閣、1992年。
- [11] 鈴木淑夫『日本の金融政策』岩波新書、1993年
- [12] 鈴木淑夫『日本経済の再生』東洋経済新報社、1992年。
- [13] Takatoshi Ito, "Is the Bank of Japan a Closet Monetarist? -Monetary targeting in Japan, 1978-1988-", *NBER Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research., 1989.
- [14] 日本銀行調査統計局「最近のマネーサプライの動向」『調査月報』1988年2月号。
- [15] 日本銀行調査統計局「最近のマネーサプライの動向—その分析と評価」『調査月報』1992年9月号。
- [16] 日本銀行調査統計局「金利の期間スプレッドのインフレ指標性について」『日本銀行月報』1994年7月号。
- [17] 日本銀行調査統計局「諸外国におけるインフレーション・ターゲティングの動向」『日本銀行月報』1994年12月号。

[18] 山川哲史「金融政策の中間目標」『金融辞典』東洋経済新報社、1994年。

主要国の最近の金融政策運営の動向

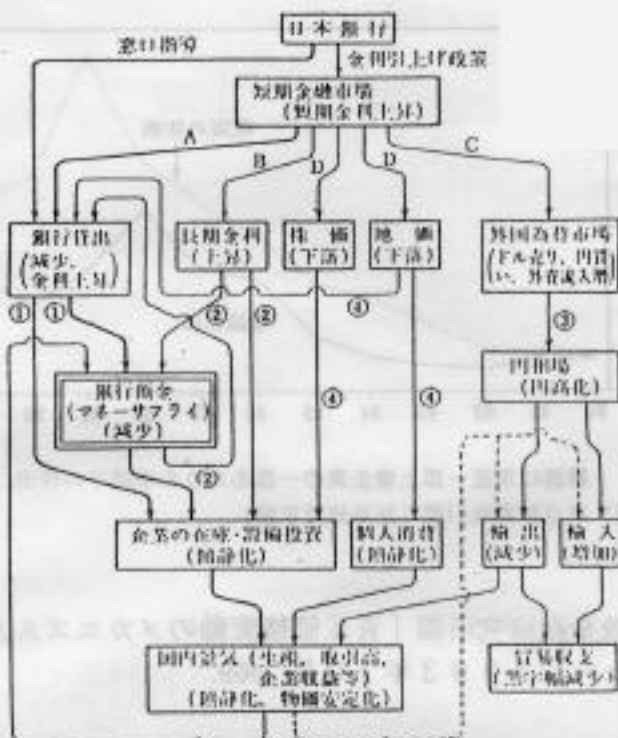
図表1

	最近の運営目標	ターゲット・レンジ	金融政策当局のコメント
米 国	70年代以降、マネーサプライを「中間目標」としてきたが、マネーサプライと「最終目標」との関係の不安定化に伴い徐々にマネーサプライの位置付けを後退させており、最近では各種の金融経済変数(長期金利<実質金利>、イールド・カーブ、商品市況等)に着目する「総合判断」の色彩を強めている。	M ₁ : 1.0~3.0 M ₂ : 0.0~4.0 国内非金融部門負債残高 : 4.0~8.0 (93年第4四半期対比・%)	「マネーの政策指標としての信頼性は低下したままであり、引き続き注視していくものの、政策判断は多くの経済指標の動向を勘案して行う方針。金融政策のガイドとしては、景気に運行しがちなインフレ指標自体よりも、先行性のあるインフレ期待に着目するのほひとつの方法であり、その際、債券価格、金価格、金利の閉鎖構造等がインフレ期待の変化を知るうえで有用」 (94年2月22日グリーンズパン議長議会証言)
ド イ ツ	「中間目標」としてマネーサプライ(M ₃)にターゲット・レンジを設定している。もっともその「位置付け」は統一後のマネーサプライの不安定化に伴い弾力的になっている。なお、M ₃ の目標値設定に際しては、同時に潜在的な名目GNPを想定しており、名目GNPについてもある程度ターゲットイングしているとも考えられる。	M ₃ : 4.0~6.0 (93年第4四半期対比年率・%)	「ドイツにおいてはなおM ₃ と物価情勢の間には中期的にみて密接な相関関係が存在している。したがって、M ₃ は我々自身にとって最適なワードスティックであると確信している」 (94年1月2日ヴェルト紙日曜版、ティートマイヤー総裁へのインタビュー記事)
英 国	政策目標としてインフレ率の具体的な数値を挙げてターゲットを設定。マネーサプライについてはインフレーション・ターゲットを達成するためにモニタリング・レンジを設定するとの位置付け。	コアRPI*: 年1.0~4.0% (中期的<96~97年まで>目標) *...RPIより住宅ローン金利を除いたもの。	「金融政策は政府のインフレ目標値(コアRPI: 1.0~4.0%)達成に割り当てることを再確認する。特に、M ₁ 、M ₂ のマネーサプライ増加率、為替レートや資産価格の変化に注意を払いながら、金融情勢、インフレ傾向に対する評価を下し、それに基づいて運営していく」 (93年11月30日クラーク蔵相予算演説)
フ ラ ンス	対外的には、①通貨の対外価値安定、②中期的なマネーサプライ(M ₃)増加率、の2つを「中間目標」に設定しているが、現実の政策運営では、為替相場の安定をより重視したスタンスを採っているとみられる。	M ₃ : 約5% (注) (注) 中期的(4年間)な増加率の目標。	「フランス銀行の政策目標である物価安定を達成するため、次の2点を「中間目標」として重視する。 ①通貨の対外価値の安定 ERMの枠組みの中でフランス・フランの対外価値安定を確保する。 ②中期的(4年間)国内目標 M ₃ の流通速度は大きく変動するとみられるが、M ₃ の中期的な増加率を約5%に設定する」 (94年1月27日、フランス銀行の94年以降の金融政策目標発表文)
カ ナ ダ	インフレ率を直接ターゲットングすることを表明し、ターゲット・レンジを対外公表。	CPI (除く食料品、燃料) : 1.0~3.0% (当初95年までの目標。その後98年に延長された。)	「91年に政府およびカナダ銀行は、インフレ率を低下させ、物価安定を達成するために目標を公表した。それは95年までにインフレ率を1.0~3.0%のレンジ内に低下させるということである」 (93年12月22日、カナダ銀行年次報告)
ス イ ス	マネー(中央銀行通貨量)を金融政策の「中間目標」とし、中期的な目標値を設定、公表している。	中央銀行通貨量: 平均1.0 (3~5年間の中期的目標。) (前年比・%)	「物価上昇率の先行指標としてマネーサプライの信頼性は続いている。しかし、それに固執するのではなく、中期的に達成するものと考えている」 (93年12月10日、スイス国立銀行マネー目標発表時のプレス・リリース)
スウェーデン	インフレ率の目標値を設定。金融政策のガイドとしては為替相場、輸入物価、金利スプレッド、マネー、資金の指標を重視。	CPI: 1.0~3.0 (年率・%)	「金融政策の目標はCPIの年間増加率を95年に2%に抑えることである。(ただし、±1%の許容範囲を設ける)」 (93年1月15日、スウェーデン中央銀行金融政策目標発表時のプレス・リリース)
ニュージーランド	準備銀行法により中央銀行総裁と大蔵大臣間でCPI上昇率のターゲット・レンジを合意、公表している。	CPI*: 0.0~2.0 (93年末、前年比・%) *...CPIから間接税導入、輸入物価変動の直接的影響を除く。	「準備銀行法8条とインフレ目標値の合意に従い、準備銀行は金融政策を運営することを約束する」 (90年12月19日、準備銀行総裁と大蔵大臣間の政策目標の合意文書)

(出所) 日本銀行調査統計局『日本銀行月報』日本銀行、1994年12月、p18.

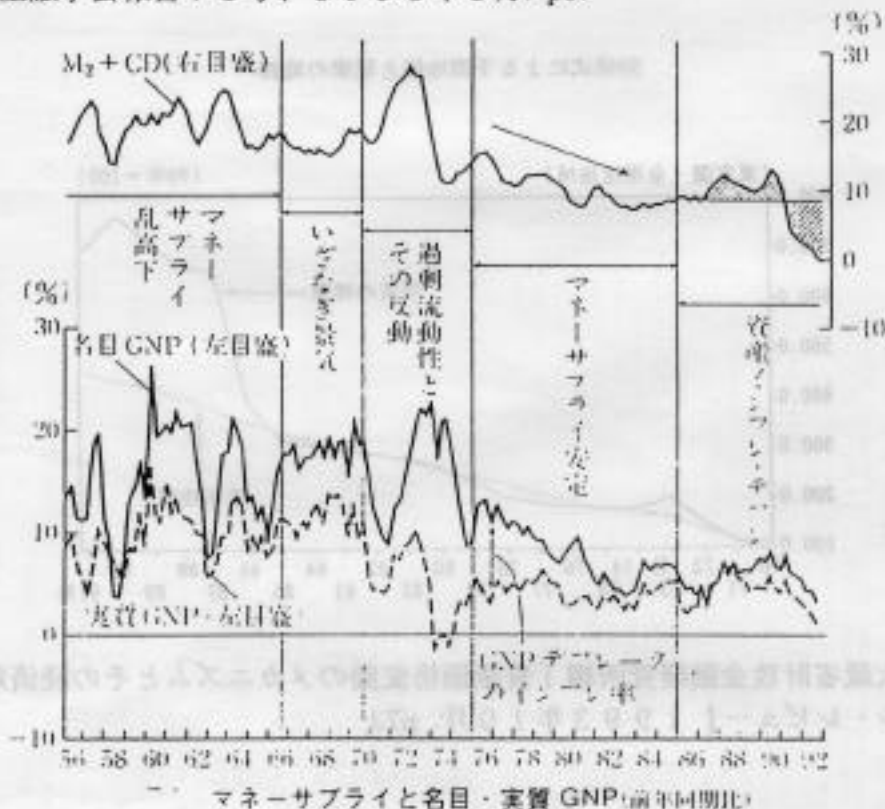
図表 2

金融政策の効果波及経路：その多様化とマネーサプライの指標性の変化



(出所) 岡部光明「日本の金融政策：1975-89年における政策運営とその効果波及過程」金融学会報告71号、1991年1月、p9.

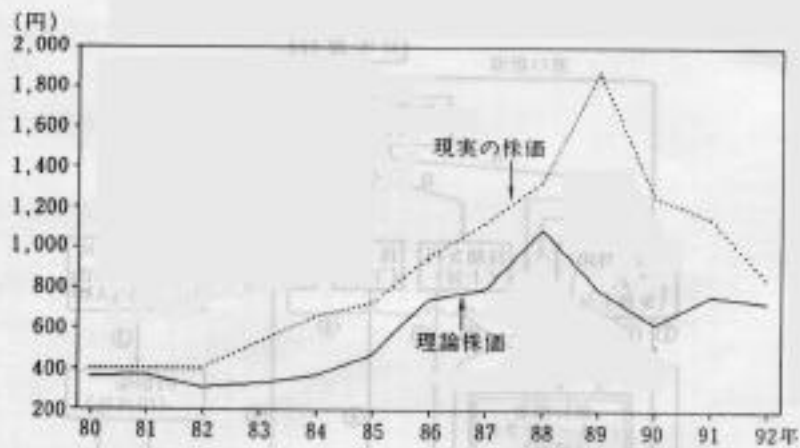
図表 3



(出所) 鈴木淑夫【日本の金融政策】岩波新書、1993年、p57.

図表 4

利益割引モデルによる理論株価及び現実の株価（年末値）

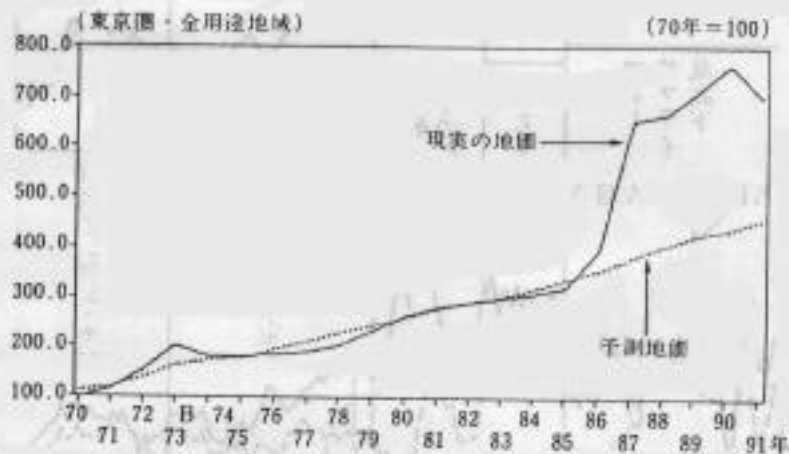


(注) 株価は東証一部上場企業の一株あたりの単純平均株価。
 (資料) 東京証券取引所「証券統計年報」

(出所) 大蔵省財政金融研究所編「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」『ファイナンシャル・レビュー』1993年10月、p69.

図表 5

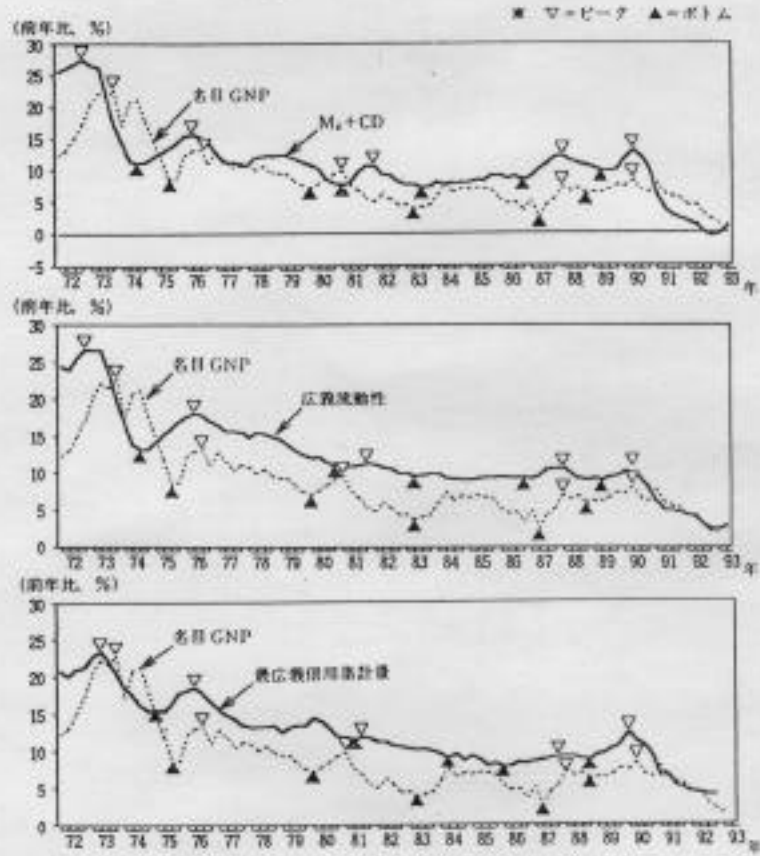
回帰式による予測地価と現実の地価



(出所) 大蔵省財政金融研究所編「資産価格変動のメカニズムとその経済効果」『ファイナンシャル・レビュー』1993年10月、p73

図表6

通貨・信用集計量と名目GNPの推移



(注) 広義信用集計量の83年中の前年比は概計値(「資金循環勘定」の算出方法変更により)計数が不連続であるため。

(出所) 翁邦雄『金融政策』東洋経済新報社、1993年、p170.