

## 米国金融市場調節とマネーサプライ

(はじめに)

'79年10月、FRBはボルカー連銀議長のもと、マネーサプライ重視型の金融政策に転じた。過剰流動性によってインフレを助長することがないように量的金融指標を重視する立場である。貨幣市場は名目金利によって影響を受ける一方、財市場は実質金利の影響を受ける。インフレ期待の変化が起きている場合には財市場での影響の方が大きいと言える。従って、インフレによって財市場が不安定化しているときは、金利よりマネーサプライの安定を政策目標に選択した方が国民所得の安定に寄与するものと考えられる。各国の中央銀行がマネーサプライ重視の金融政策を採用するというのは'70年代後半からの大きな潮流である。このような政策転換はインフレ抑制に効果を発揮したと考えられている。

同時に、この時期から激しい金融革新が始まっている。新しい金融商品の開発は各種金利の自由化や利便性の向上という形で進行した。その過程で、自由金利商品や貯蓄性預金にも決済性が付与された。一方では、流通通貨にきわめて近い、決済用の預金でも有利子化が進み、預金相互や他の金融商品との間で資金のシフトが頻繁に起こるようになった。こうした金融革新は漸進的かつ継続的に行われた為に、通貨当局の管理にもかかわらず通貨残高は激しく変動した。通貨当局の立場からすれば、通貨需要が不安定に変動したために通貨コントロールが困難になったと考えられる。更に、近年はマネーサプライと実体経済の関係も不明瞭になってきた。一部の中央銀行ではマネーサプライの管理目標値の設定を放棄している。

しかし、このことは必ずしも量的金融指標の軽視を意味しない。FRBはインフレのシグナルとしないかマネーサプライの伸びにも注意を払いつつ、金利の乱高下を鎮めるような中和的金融市場調節を行っている。金融政策の最終目標、インフレなき持続的経済成長に向かって効果的な政策運営を模索しつつ、金融市場の安定性確保に努めてきたと言えよう。

米国では最近、マネーサプライと物価が長期的に安定した関係を有するという前提で作成したP-スター指標を金融政策運営に導入するかどうかに関係者の関心を呼んでいる。このことはマネーサプライが政策的な金融指標として、依然、重要視されている証左と言えよう。

本稿の目的は'80年代の米国金融政策の変遷をマネーサプライの変動と関連付けつ

つ総括するとともに、金融市場調節のメカニズムを極力単純なモデルで記述することによりその政策的インプリケーションを考察しようとするものである。

(中間目標と操作目標)

'80年代の米国金融政策を特徴づけるものは量的金融指標の重視であるが、日々の短期金融市場調節のあり方は変化してきている。物価の安定ないし経済の持続的成長という金融政策の最終目標に対して、これらと一定の関係を持ちかつ金融当局が間接的に誘導可能な変数が中間目標として選択される。基本的には、マネーサプライが中間目標の地位にあり続けたと言ってよいだろう。更に、この中間目標との対応関係が明確で直接、間接のコントロールが可能な変数が操作目標となる。こうした観点から、'70年代以降の米国金融政策の変遷を辿ると、次の3つに大別できる。

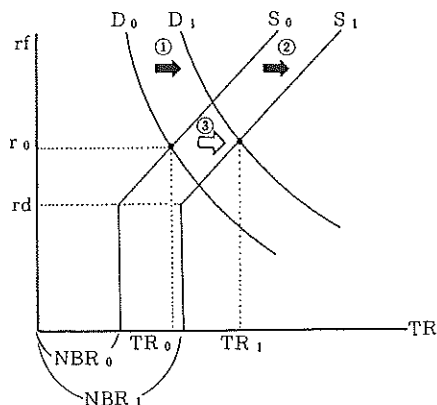
1) '79年10月まで；操作目標はフェデラルファンド金利

このレジームでは、金利が外生、非借入れ準備は内生となる。重要なのは、貨幣需要のシフトに対して金利を狭いレンジの中にとどめようとすれば、結果的にマネーサプライの大幅変動をもたらすことになるという点である。図-1からも明らかなように、例えば所得増、より端的には景気過熱によって貨幣需要が上方シフトした場合、それでも金利を一定に保とうとすれば、マネーサプライは大幅に増大しなければならない。もし、マネーサプライの高い伸びが人々のインフレ期待を高めるとすれば、このような市場調整は結果的にインフレを容認してしまうことになる。

2) '82年秋まで；操作目標は非借入れ準備

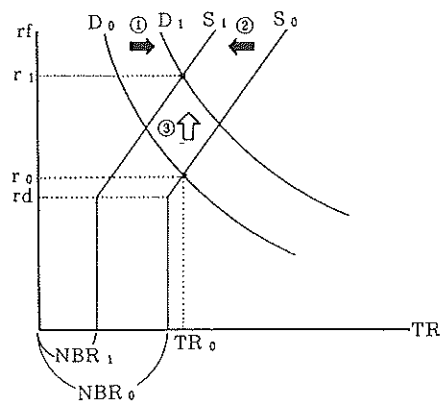
この期間はマネタリストの1大実験の時代と言われる。金利は内生、非借入れ準備が外生変数となる。厳格なマネーサプライ管理のため、非借入れ準備の伸びは機械的に一定値に推持される。従って、1)とは逆に金利が乱高下することになる(図-2参照)。実際のフェデラルファンド金利の変動を前後の時代と比較したのが表-1

図-1 フェデラルファンド金利ターゲット



(注) rf; フェデラルファンド金利、rd: 公定歩合、TR; 総準備、NBR; 非借入れ準備

図-2 非借入れ準備ターゲット



である。この期間には第2次オイルショック、大幅な財政出動があり、インフレと高金利の時代でもあった。そのために、インフレ抑制を第一義に掲げ、このような市場調節が行われた訳であるが、金利は高水準で乱高下する結果になった。また、安定するはずのマネーサプライも激しく変動した。結局、'82年10月のFOMCで新しい市場調節への移行とM1非重視が決定されることになる。(その後、'84、'85年には一時的にM1は他の貨幣集計量と同等の地位に復帰する。)通常、M1と名目GNP等実物変数との関係が曖昧になったこと及び預金勘定相互での頻繁な資金シフトによりM1そのもののコントロールが困難になったことが、その理由として挙げられている。これらの点については、後に検討する。

表-1 フェデラルファンド金利の変動係数(年間)

1970年	'71	'72	'73	'74	'75	'76	'77	'78	'79
0.171	0.139	0.139	0.191	0.126	0.094	0.051	0.132	0.140	0.128
1980年	'81	'82	'83	'84	'85	'86	'87	'88	
0.247	0.136	0.188	0.041	0.089	0.035	0.106	0.053	0.096	

(注) 変動係数=月次フェデラルファンド金利の標準偏差/同平均

(出典) FRB Bulletin

### 3) '82年秋以降; 操作目標は借入れ準備

金利の乱高下が金融市場の安定性に対する信認を損ないかねないという反省にたつて、金利の短期的な変動を抑えつつマネーサプライの伸びもコントロールするというのが'82年秋以降採られている市場調節である。即ち、借入れ準備とフェデラルファンド金利の正の相関関係を前提にして、誘導しようとするフェデラルファンド金利水準に整合的な借入れ準備を操作目標とし、非借入れ準備のコントロールを通じてこれを達成しようとするものである。このレジームは金利変動の抑制という点では1)のレジームに近いが、市場調節の波及ないし市場金利決定のメカニズムにおいては2)と大きく異ならない。連銀は窓口借入れ需要に対して、基本的にはこれを拒むことはできない。窓口借入れに対しては受動的に対応せざるを得ないが、非借入れ準備をコントロールすることによって目標とする借入れ額に「追い込む」ことが可能であると考えられる。2)との違いは非借入れ準備をマネーサプライの増加率目標に合わせて機械的に増加させるか、金利変動を鎮めながら年間目標値に誘導して行くかという市場調節の肌理細かさの違いと言えよう。

(フェデラルファンド金利決定のメカニズム)

前節で述べた連銀借入れとフェデラルファンド金利の関係は次のように説明できる。

銀行準備は非借入れ準備と借入れ準備（連銀窓口借入れ）によって賄われる。

その総費用は次式で表される。

$$TC = r \times NBR + rd \times BR + f(BR) \quad \text{①}$$

$$TR = NBR + BR \quad \text{②}$$

但し、TC；総費用、TR；総準備、NBR；非借入れ準備、

BR；借入れ準備、rd：公定歩合、

r；非借入れ準備の機会費用（フェデラルファンド金利）、

f(BR)；連銀窓口借入れに伴う管理費用その他の機会費用

(借入れ額の増加関数と仮定する。即ち、 $f'(BR) > 0$ )

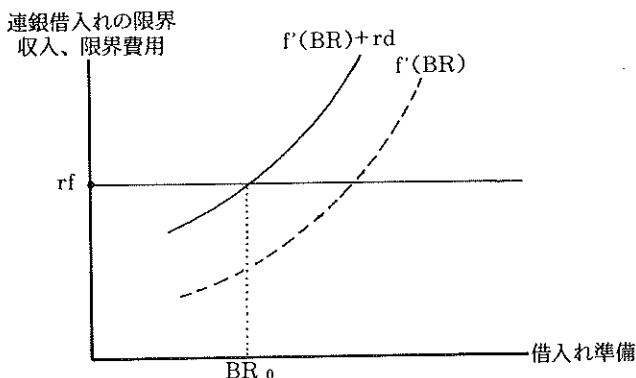
銀行の費用最小化行動より、②式を①式に代入して両辺をBRで微分すれば次式が成立する。

$$-r + rd + f'(BR) = 0$$

$$r - rd = f'(BR) > 0$$

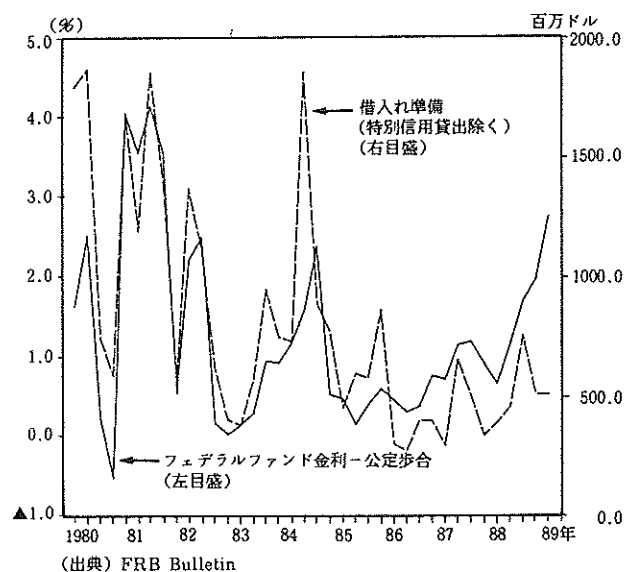
よって、フェデラルファンド金利と公定歩合のスプレッドは連銀借入れと正の相関を持つのである。但し、その関係はf(BR)の関数型に依存している。図-3は、フェデラルファンド金利決定のメカニズムを図示したものである。図-4は、フェデラルファンド金利と公定歩合のスプレッドと連銀借入れの変化をプロットしたものである。

図-3 フェデラルファンド金利の決定



BR；連銀借入れ（借入れ準備）、rf；フェデラルファンド金利、rd；公定歩合

図-4 フェデラルファンド金利・公定歩合と借入れ準備



また、上の関係式を書き替えれば、均衡において

フェデラルファンド金利＝公定歩合＋連銀借入れのimplicitな費用  
が成立していると言える。

ところで、金融不安の時は連銀借入れの多い銀行は平常時以上に経営基盤の脆弱さを疑われかねない。言い替えれば、金融不安の時は連銀借入れのimplicitな費用が上方にシフトすると言える。そのシフトが一回限りのものでなくて何回も不安定にシフトしたとすれば、フェデラルファンド金利と連銀借入れの正の相関関係は短期的には崩れてしまう。'84年のコンチネンタル・イリノイの経営危機、'87年のブラックマンデー、'88年のS&Lの危機のときはこのように考えられる。'88年以降はフェデラルファンド金利（及び公定歩合）と連銀借入れの関係が大きく崩れており、以上の説明でも不十分かも知れない。フェデラルファンド金利の誘導という見地からは、FRBにとって非常に肌理細かい市場調節が要求されたと言えよう。また、「FEDウォッチャー」にとっては連銀借入れよりもフェデラルファンド金利そのものの方が当局の意図を探るのに適切な指標であったとも言えるだろう。

（マネーサプライと貨幣数量説）

マネーサプライ重視の金融政策を採用した当初は、マネタリストの理論が現実的な説得力を持っていたと考えられる。素朴な貨幣数量説に従えば、次のように記述される。即ち、

$$MV=PT, T=y \text{より、} M=Py/V=kPy=kY, k=1/V$$

但し、M；貨幣数量、V；流通速度、T；取引量、k＝マーシャルのk、

P；物価水準、y；実質生産量（GNP）、Y；名目GNP

マネタリストは流通速度は元来安定的なもの、ないしは安定的なトレンドに従うと考える。また、実質GNPのような実物変数は実物的世界で独立に決定され、貨幣的世界で名目値あるいは物価が決定されるとする。貨幣の流通速度が概ね安定していれば、マネーサプライの伸び率と名目GNPの成長率は一致するはずである。もし、実質GNPが潜存GNPの近傍にあって変わらないとすれば、マネーサプライと物価は比例的な関係を有するはずである。

こうした議論は「長期」、より正確には様々な調整過程が完了し、体系外から力が加わらない限り安定性が保たれている「定常状態」には有効であろうが、現実の経済が定常状態にあるとは考えられない。従って、上記の素朴な貨幣数量説を単純に現実の経済に当てはめることができるとは限らない。しかし、マネタリストは経験的に、マネーサプライの伸び率が名目GNP成長率ないし物価上昇率に数四半期先行すると説いたのである。

表-2は'70年以降のマネーサプライ伸び率と名目GNP成長率の相関係数を比較したものである。マネーサプライも名目GNPも水準で見れば、増加トレンドを保っているため両者の相関関係は高くなる。伸び率どうしの相関はより緊密な関係と言える。実際に、1期ないし2期前のマネーサプライ伸び率と当期の名目GNP成長率が高い相関を示すとすれば、物価の安定を金融政策の最終目標の一つに掲げる通貨当局としてはpragmaticな立場からマネーサプライを政策決定の際の参考指標として重要視するのが当然と言えよう。

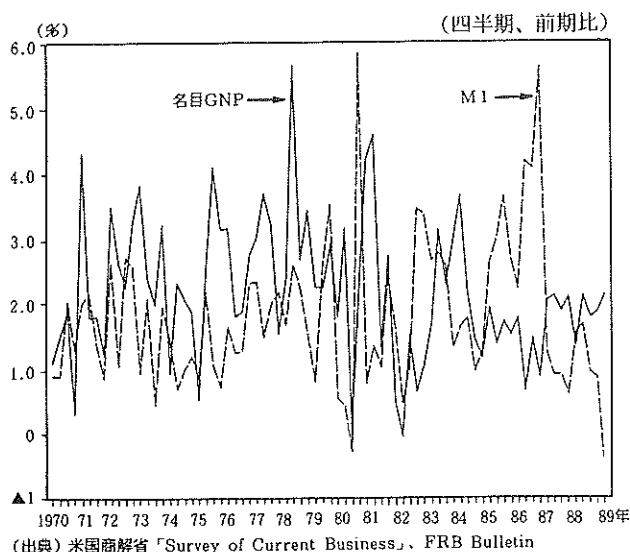
表-2 マネーサプライ伸び率と名目GNP成長率の相関係数  
(四半期、対前期比)

		1970Q 1~79Q 3	1979Q 4~82Q 4	1983Q 1~89Q 1
M 1	1期前	0.151	0.182	▲ 0.158
	2期前	0.434	0.417	0.043
M 2	1期前	0.259	▲ 0.045	0.257
	2期前	0.387	0.429	0.027

(出典) 米国商務省「Survey of Current Business」、FRB Bulletin

ところで、2)の期間後、'83年にM1が中間目標から外されたのは前述の通りであるが、意外にも2)の期間はM1と名目GNPとの相関関係が'70年代と比較しても大差なく、後の期間よりはるかに高い。従って、この時期に問題になったのはM1と実物変数の関係ではなくてM1のコントロールビリティにあったのではないかと推測される。この点については次節で検討する。

図-5 名目GNP成長率とM1伸び率



尚、図-5からも明らかなように、'86年にM1が急増したのに対して名目GNPはさほど伸びていない。この後、M1の年間増加率目標が設定されなくなるが、これこそ、実物変数(最終目標)との関係不明確化が理由であろう。

また、M2の伸びについても近年は名目GNP成長率との関係不明確化が観察される。

(貨幣乗数とマネーサプライのコントローラビリティ)

先に見た通り、'82年秋以降、FBBは短期的にはマネタリーベース需要の変動に対しては金利変動を鎮めるような同調的な市場調節を行っている。しかし、政策目標の評価を行える期間、即ち、四半期単位で見れば、マネタリーベース供給に能動的に働きかけ、その乗数倍のマネーサプライをコントロールしていると考えられる。従って、マネーサプライのコントローラビリティは特に貨幣乗数の安定性にかかっていると言える。

部分的預金準備率制度の下では銀行に預けられた本源的預金が準備その他を除いて貸出に回され、その一部が再び預金となり、それが繰り返されるといふ、銀行部門全体での信用創造過程を経て何倍ものマネーサプライとなって現れる。この過程は次のように記述できる。

$$M = CC + D, H = CC + VC + R, M = m \times H$$

$$m = (1 + cc) / (cc + vc + re)$$

$$cc = CC / D, vc = VC / D, re = R / D$$

但し、M; マネーサプライ、H; マネタリーベース、m; 貨幣乗数、

CC; 流通通貨、D; 預金通貨、VC; 銀行の手持ち現金、R; 中央銀行への預け金(預金準備)

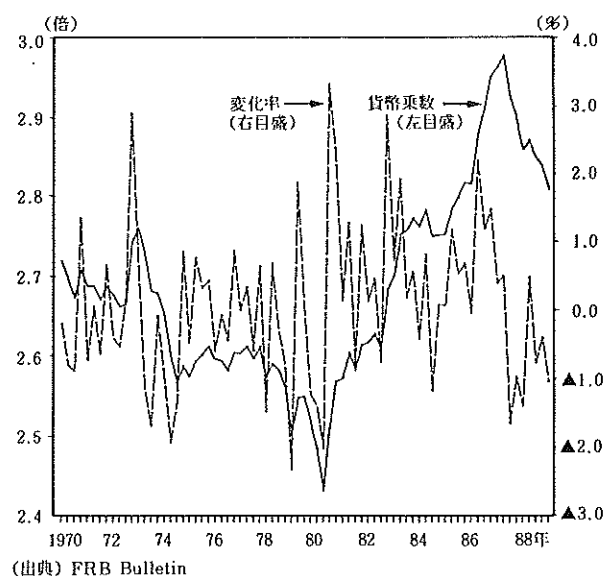
表-3及び図-6はM1、M2の貨幣乗数の経時的变化を見たものである。長期的な視点に立てば、通貨当局によるマネーサプライのコントロールという発想を無意味

表-3 日米の貨幣乗数

	米 国		日 本	
	M 1	M 2	M 1	M 2 + CD
1970年	2.70	7.78	3.45	8.76
71	2.68	8.12	3.90	9.50
72	2.69	8.54	3.77	9.18
73	2.71	8.84	3.28	7.99
74	2.60	8.56	3.15	7.67
75	2.59	8.94	3.36	8.44
76	2.59	9.55	3.48	8.82
77	2.60	10.04	3.48	9.04
78	2.58	9.96	3.43	8.90
79	2.53	9.83	3.29	9.04
80	2.50	9.88	3.03	9.10
81	2.59	10.45	3.25	9.85
82	2.63	10.89	3.23	10.01
83	2.74	11.50	3.06	10.18
84	2.76	11.66	3.02	10.12
85	2.79	11.78	3.00	10.60
86	2.89	11.64	3.06	10.71
87	2.94	11.31	2.95	10.91
88	2.85	11.06	2.83	10.64

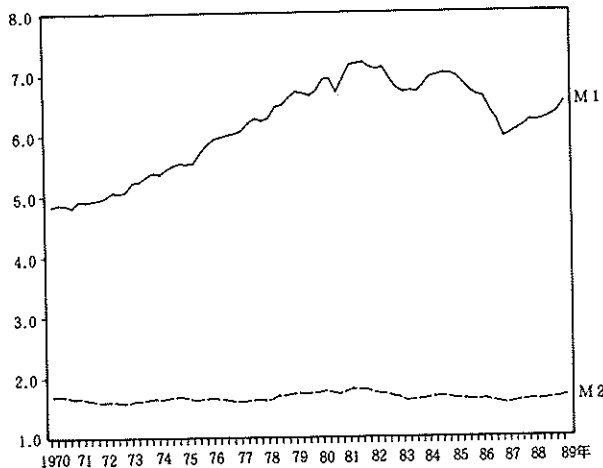
(出典) FRB Bulletin、日本銀行「経済統計月報」

図-6 M1の貨幣乗数とその変化率(前期比)



なものにするほど貨幣乗数は不安定なものではない。しかし、必ずしも安定的と言えないのも事実で、'80年代になってから変動が大きくなっている。特に、2)の期間においてM1の貨幣乗数が不安定化している。通貨当局が誘導しようとするマネーサプライの水準の範囲が厳格なものであれば、わずかな乗数の変動も通貨管理を困難にするものと言える。

図-7 M1及びM2の流通速度



(出典) 米国商務省「Survey of Current Business」、FRB Bulletin

また、図-7から明かなように、この時期はM1の流通速度が不安定化している。クレジットカードの利便性の向上や決済性を付与した貯蓄商品の開発は概して現金節約的なトレンドを形成しよう。一方、決済勘定の有利子化は他の金融商品や預金勘定から資金を呼び戻すことになろう。具体的には、前者にMMF、MMDAが該当し、後者にNOW勘定が該当しよう。表-4はM1及びM2の構成項目の占率変化を示している。漸次進行した金融革新の中でこれらの要因が相互にかつ対抗的に働いて、M

1を中心とした貨幣に対する需要が激しく変動したのがこの時期であったと言えよう。即ち、所得が不変であっても、実効的な預金準備率や銀行準備の総額が変化したり、

表-4 M1、M2の構成項目の占率変化

M1					M2 (抜粋)				
	現金	トラベラーズ チェック	要求払預金	その他 当座性預金		うち現金	M1	MMF	MMDA
1970	0.226	0.004	0.769	0.001	1970年	0.078	0.347	—	—
1971	0.226	0.005	0.768	0.001	1971	0.075	0.330	—	—
1972	0.226	0.005	0.768	0.001	1972	0.071	0.314	—	—
1973	0.229	0.006	0.765	0.001	1973	0.070	0.307	—	—
1974	0.238	0.006	0.754	0.001	1974	0.072	0.304	0.001	—
1975	0.249	0.007	0.741	0.002	1975	0.072	0.290	0.003	—
1976	0.258	0.009	0.728	0.006	1976	0.070	0.271	0.002	—
1977	0.261	0.009	0.717	0.011	1977	0.068	0.259	0.002	—
1978	0.265	0.010	0.710	0.015	1978	0.069	0.259	0.003	—
1979	0.271	0.010	0.681	0.039	1979	0.070	0.257	0.013	—
1980	0.279	0.010	0.656	0.056	1980	0.070	0.253	0.035	—
1981	0.280	0.010	0.554	0.156	1981	0.069	0.248	0.063	—
1982	0.282	0.010	0.508	0.200	1982	0.068	0.242	0.092	0.002
1983	0.278	0.009	0.471	0.242	1983	0.066	0.239	0.069	0.163
1984	0.282	0.009	0.449	0.260	1984	0.067	0.237	0.066	0.174
1985	0.277	0.010	0.434	0.280	1985	0.065	0.237	0.071	0.194
1986	0.262	0.009	0.421	0.038	1986	0.065	0.248	0.073	0.202
1987	0.254	0.009	0.395	0.342	1987	0.066	0.260	0.075	0.193
1988	0.265	0.009	0.372	0.354	1988	0.068	0.258	0.077	0.172

(注) NOW勘定は「その他当座性預金」に含まれる('81年以降)。

(出典) FRB Bulletin



現金—預金比率が大きく変わるといことが起こったのである。言い換えれば、2)の時期にM1のコントローラビリティが低下したと考えられる。あるいは、取引動機に基づく貨幣保有と実体経済の関係を重視する立場でもM1だけを着目する意味が低下したと言えよう。このようなことから、M1が中間目標から外されるに至ったのであろう。

ところで、マネタリーベースへの能動的な働きかけによってマネーサプライをコントロールする立場において、政策論的に重要なのは（激しい金融革新が進行した時期を除外して考えた場合に）貨幣乗数の構成要因がコントロール可能かどうかということである。cc及びvcはそれぞれ民間非銀行部門と銀行部門の主体的選択行動の結果決定されるものである。reは預金種類別の法定準備率を加重平均した数値にほぼ等しいはずだが、預金種類の選択は民間非銀行部門の主体的行動に委ねられているし、過剰準備をどれだけ保有するかという銀行行動にも依存している。

中央銀行は民間非銀行部門の現金—預金比率（cc）を直接コントロールするのは不可能と思われる。特に、日本のように非銀行部門も参加できる公開市場がない場合には中央銀行のオペレーションが直接非銀行部門の行動に影響を及ぼすのは困難であろう。一方、銀行手持ち現金—預金比率の場合は、もしこれが金利の関数であれば中央銀行はオペレーションを通じてある程度のコントロールは可能と考えられる。もし、非銀行部門の行動による部分が安定的で銀行部門の金利弾力的行動が貨幣乗数の変動要因である場合には貨幣乗数にもコントロールが及ぶことになる。即ち、マネタリーベースは非借入れ準備と金利及び公定歩合の関数、貨幣乗数は金利の関数となることから、中央銀行と民間銀行全体で事前の貨幣供給関数を形成していると見なすことが可能である。金利は貨幣需要と貨幣供給を一致させる水準に決定される。表—5はM2におけるcc、re、vcの変化を見たものである。

表—5 M2の貨幣乗数内訳

	現金—預金比率 (cc)	準備金—預金比率 (re)	銀行手持ち現金—預金比率 (vc)
1970年	$8.497 \times 10^{-2}$	$5.086 \times 10^{-2}$	$0.368 \times 10^{-2}$
71	8.083	4.872	0.355
72	7.646	4.563	0.395
73	7.534	4.280	0.352
74	7.780	4.412	0.392
75	7.791	3.864	0.412
76	7.521	3.357	0.381
77	7.262	3.045	0.373
78	7.362	3.061	0.356
79	7.478	3.063	0.392
80	7.579	2.895	0.420
81	7.457	2.549	0.278
82	7.314	2.299	0.244
83	7.114	1.947	0.254
84	7.155	1.794	0.240
85	7.002	1.890	0.193
86	7.943	2.085	0.159
87	7.058	2.222	0.185
88	7.319	2.210	0.173

(注) 四半期の比率の年間平均  
(出典) FRB Bulletin

ところで、貨幣需要と貨幣供給の均衡による金利と通貨残高（マネーサプライ）の決定という枠組みで'80年代の金利とマネーサプライの変動を説明することが可能であろうか。そして、貨幣乗数アプローチによるマネーサプライのコントロールという考え方が'80年代を通じて有効であると言えるだろうか。その試みを貨幣需要関数・貨幣供給関数の同時推計という形で行う。

まず、貨幣需要関数・貨幣供給関数を次のように特定化する。ここでの目的はこのアプローチの有効性を確認することにあるので、単純な推計式を採用する。

$$MD = a_0 + a_1 Y + a_2 r$$

$$MS = b_0 + b_1 NBR + b_2 rd + b_3 r$$

$$MD = MS$$

但し、MD；貨幣需要、MS；貨幣供給（M2，10億ドル）、

Y；名目GNP（10億ドル）、NBR；非借入れ準備（特別信用貸出を含む、10億ドル）、r；TB3ヶ月物金利、rd；公定歩合

ここで、貨幣需要・貨幣供給両式における金利は内生変数であり、両者を均衡させるように伸縮的に変化すると考える。推計には二段階最小自乗法が用いられる。

第一ステップでは金利が決定される。金利は誘導型で次のように表される。

$$r = c_0 + c_1 Y + c_2 NBR + c_3 rd$$

第二ステップでは第一ステップで得られた金利の推計値 $\hat{r}$ を操作変数として、需要関数と供給関数がそれぞれ推計される。

$$MD = a_0 + a_1 Y + a_2 \hat{r}$$

$$MS = b_0 + b_1 NBR + b_2 rd + b_3 \hat{r}$$

表-6 貨幣需要関数・貨幣供給関数の推計結果

線型タイプ	第1ステップ（金利関数）	$r = -7.22 + 2.27 \times 10^{-3} \times Y - 82.13 \times 10^{-3} \times NBR + 1.26rd$ <p>(-2.87) (2.69) (-1.36) (10.5)</p> $\bar{R}^2 = 0.91 \quad D.W. = 1.65$
	第2ステップ（貨幣需要関数）	$MD = 359.59 + 0.59Y - 33.18\hat{r}$ <p>(6.42) (62.5) (-13.0)</p> $\bar{R}^2 = 0.99 \quad D.W. = 0.82$
	第2ステップ（貨幣供給関数）	$MS = 2,216.15 + 21.88NBR - 326.16rd + 224.56\hat{r}$ <p>(26.1) (19.8) (-23.0) (20.1)</p> $\bar{R}^2 = 0.99 \quad D.W. = 0.81$
対数線型タイプ	第1ステップ（金利関数）	$r = -60.53 + 9.01\log Y - 4.18\log NBR + 1.25rd$ <p>(-3.24) (2.70) (-1.39) (9.57)</p> $\bar{R}^2 = 0.91 \quad D.W. = 1.61$
	第2ステップ（貨幣需要関数）	$MD = -0.33 + 0.99\log Y - 0.014\hat{r}$ <p>(-1.96) (50.5) (-10.1)</p> $\bar{R}^2 = 0.99 \quad D.W. = 0.46$
	第2ステップ（貨幣供給関数）	$MS = 6.61 + 0.40NBR - 0.15rd + 0.10\hat{r}$ <p>(53.2) (14.6) (-20.8) (18.7)</p> $\bar{R}^2 = 0.99 \quad D.W. = 0.63$

(注)  $\bar{R}^2$ ；修正決定係数、D.W.；ダービーワトソン比、( )内はt値  
推計期間；1979年Q4～1989年Q1

図-8 M2の推計値と実績値  
(線型タイプ)

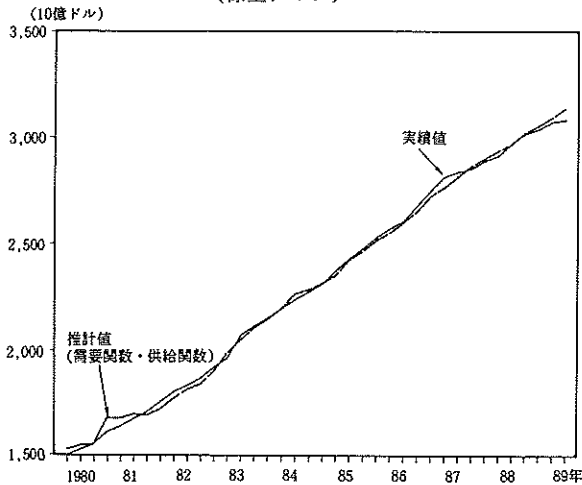


表-7 マネーサプライ年間増加率目標と実績 (%)

	M 1		M 2	
	目標	実績	目標	実績
1975年	5.0-7.5	4.9	8.5-10.5	9.7
76	4.5-7.5	5.4	7.5-10.5	10.9
77	4.5-6.5	7.9	7.0-10.0	9.8
78	4.0-6.5	7.2	6.5-9.0	8.7
79	3.0-6.0	7.7	5.6-8.0	8.2
80	4.0-6.5	7.4	6.0-9.0	9.0
81	3.5-6.0	5.2	6.0-9.0	9.3
82	2.5-5.5	8.7	6.0-9.0	9.1
83	5.0-9.0	10.2	7.0-10.0	12.1
84	4.0-8.0	5.3	6.0-9.0	7.7
85	3.0-8.0	12.0	6.0-9.0	8.9
86	3.0-8.0	15.6	6.0-9.0	9.3
87	—	6.4	5.5-8.5	4.2
88	—	4.3	4.0-8.0	5.3

(注) '81年以降のM1はNOW勘定含む  
(出典) FRB Bulletin、議会報告

(推計結果とそのインプリケーション)

表-6は推計結果、図-8は実績値と需要関数及び供給関数の推計値をプロットしたものである。追跡力は概ね良好である。'81~'83年及び'86、'87年は実績値と推計値がやや乖離している。全般的な追跡力が良好なことから、当該モデルが前提にしている、貨幣乗数アプローチによるマネーサプライのコントロールという考え方自体は有効であると評価できよう。もし、需要サイドを正確に予測していれば、非借入れ準備のコントロールを通じてマネーサプライを適正な水準に誘導することが可能と言えよう。表-7はマネーサプライの年間増加率目標と実績を参考までに掲げたものである。近年のFRBは、マネーサプライが目標値から乖離しても、現状が経済全体にとって望ましいと判断される限り、それを容認するような政策運営に変化している。従って、この表だけでマネーサプライのコントローラビリティやその理念の有効性を判断するのは正しくない。

さて、需要関数及び供給関数の特定化が適切でかつ推計において両者の識別に成功しているとすれば、以下のような議論も可能である。

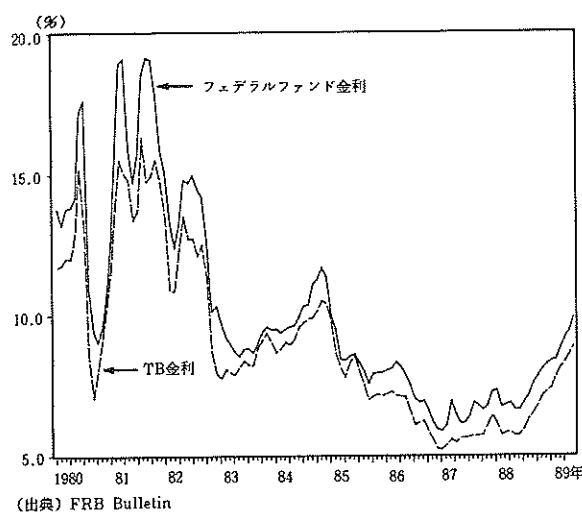
貨幣供給の方が貨幣需要より金利弾力的である。別の言い方をすれば、供給曲線の方が需要曲線より勾配が緩やかである。需要及び供給の事前のスケジュールは時点によって異なるが、それは外生変数によって規定されているものである。体系内の外生変数以外のなんらかの攪乱要因によって需要曲線もしくは供給曲線がシフトした場合、均衡値としての通貨残高(マネーサプライ)に与える影響を考えると、その勾配から

判断する限り、需要曲線がシフトした場合の方が相対的に影響が大きいと言える。実際、貨幣需要の不安定な変動が起こったという指摘が過去の様々な分析で行われている。前節との関連でマネーサプライのコントローラビリティについては、事前の貨幣供給はコントロール可能であったとしても貨幣需要が変動したために、需給均衡値としての事後的なマネーサプライは十分にコントロールの及んだものではなかったと見られる。

また、部分均衡的なモデルからの推測という留保つきながら、貨幣市場を均衡させる所得と金利の組合せ、即ち、LM曲線の勾配は急であると言える。財市場を均衡させる所得と金利の組合せである、IS曲線の形状にも依存するが、公債発行に基づく財政支出によってIS曲線が右方シフトした場合、金利上昇による民間投資のクラウディングアウト効果が大きいということである。このような意味からも米国の財政赤字削減が望まれる。

(注) 需要関数における金利は通貨と代替的な資産である債券の期待収益率が整合的であり、TB 3ヶ月物金利を採用した。一方、貨幣供給のベースとなる銀行準備の決定に関わる金利はフェデラルファンドの金利であり、TBとは期間もリスククラスも異なり、厳密には同一視できない。しかし、フェデラルファンド金利の調節を目的として行われるオペレーションではTBが使用されており、両者の緊密な関係を裏付けている。図-9は両者の経時変化を辿ったものであるが、ほぼ並行して動いており、金利差は期間構造を反映したものと言うより取引コスト等の違いを反映したものと解釈できる。このような見地からTB 3ヶ月物金利を採用した。

図-9 フェデラルファンド金利とTB金利（3ヶ月物）



(結びにかえて)

本稿は議論の対象をどちらかと言えば狭義の貨幣概念である、M1、M2に限定してきた。当然のことながら、家計の消費、企業の設備投資、公債発行により賄われている政府支出は皆、銀行の与信行動に裏打ちされている。金融政策が銀行信用の Availabilityとそのコストに影響を与えることを通じて最終目標を実現しようとする

ものであるならば、狭義の貨幣にのみ着目するのは意味に乏しい。しかし、広義の銀行信用のアベイラビリティをコントロールするのは一層困難と考えられる。本稿では、より実務的な立場から、通貨当局の日々の市場調節が影響を及ぼし得る、身近な金融指標であるM1、M2を考察の対象としてきた。

先に見た通り、M1、M2と名目GNPの対応関係は以前に比べると低くなっている。また、マネーサプライのコントロールについても完全なものとは言えないであろう。表-8に見るように、FOMCの政策課題に於ける優先順位でもマネーサプライは'87年2月まで第一位にあったのに、その後は第三位から第五位の間に位置づけられるようになった。しかし、マネーサプライは金融政策指標として、依然、重要である。M2と名目GNPの相関関係は無視できるほど低くない。また、最近のFOMCの議事録からも「マネーサプライの低い伸びが続けば、経験的にインフレが加速する公算は低い」という表現が見いだされ、当局が依然マネーサプライを注視していることを窺わせる。それどころか、貨幣数量説が装いを新たにただけとも言える、Pスター指標が取り沙汰されている。

表-8 FOMC指令における政策課題の優先順位

	第1位	第2位	第3位	第4位	第5位
'85年5月~7月	マネーサプライ	経済成長	インフレーション	信用相場	為替レート
'85年8月~'86年4月	マネーサプライ	経済成長	為替レート	インフレーション	信用相場
'86年5月	マネーサプライ	経済成長	金融市場	為替レート	—
'86年7月~'87年2月	マネーサプライ	経済成長	為替レート	インフレーション	信用市場
'87年3月	為替レート	マネーサプライ	経済成長	インフレーション	信用市場
'87年5月	インフレーション	為替レート	マネーサプライ	経済成長	—
'87年7月	インフレーション	マネーサプライ	経済成長	—	—
'87年8月~9月	インフレーション	経済成長	為替レート	マネーサプライ	—
'87年11月~'88年5月	金融市場	経済成長	インフレーション	為替レート	マネーサプライ
'88年6月	インフレーション	経済成長	為替レート	マネーサプライ	—
'88年8月~12月	インフレーション	経済成長	マネーサプライ	為替レート	—

(出典) FRB Bulletin、ニューヨーク連銀四季報

Pスターとは長期均衡的物価水準で次のように定義される。

$$P^* = M2 \times v / y^*$$

但し、 $y^*$  ; 潜在GNP、 $v$  ; 貨幣の流通速度 (長期的に安定と仮定)

ここで、 $P$  ; 現実の物価水準とすれば、

$P^* > P$ ならばインフレ加速、 $P^* < P$ ならばインフレ率低下。

この指標は貨幣の流通速度が長期安定値の近傍にあるか、あるいは、潜在GNPが正しく推計されているかということに大きく依存する。また、様々なショックが発生している現実の経済において、長期均衡的物価水準がどの程度の調整スピードをもって現実の物価水準あるいはその上昇率に影響していくかという点も吟味されなければならない。しかし、いずれにしても、Pスター指標は現実の政策運営を司るFRBがマネーサプライを重視していることを如実に示すものと言えよう。

近年の金融資産の多様化と預金準備率規制を受けない資産の増大は貨幣需要を不安定化させるものと言える。しかし、前節に見たように、総体的には事前的な意味でのマネーサプライ(M2)のコントローラビリティは、依然、保たれていると言ってよいだろう。同時に、事後的な意味でのマネーサプライは完全にコントロール可能という訳ではなく、かつ、それが後の名目GNPや物価に影響を与える可能性があるという点は更に重要である。

従って、マネーサプライの動向とFRBの市場調節には今後も注意を払い続けるべきであろう。

(経済調査部：石川 達哉)