

金融政策の新しい方向

一 谷 藤 一 郎

一 金融政策をめぐる環境の変化

ここ数年来、金融政策をめぐる環境はかなり著しく変化している。まず第一の変化は一九六七～六八ごろから、これまで過保護で、温室育ちの観の強かった銀行その他の金融機関に競争の新風を吹き込み、金利の自由化その他を通じて金融の効率化をはかり、経済全体の効率化に寄与せしめようとする要請が強まったことである。わが国においては金融の効率化のためには適正な競争原理の導入が何よりも必要であり、金利の自由化を促進して資金の配分を価格メカニズムに従わしめるべきであるとする風潮がしだいに高まった。このような要請に応じて制定されたものが一九六八年の金融二法、すなわち中小企業金融制度整備改善のための法律と金融機関の合併及び転換に関する法律である。

イギリスでは一九六七年に発表された『銀行手数料』(Bank Charges)と題する物価・所得委員会の報告は、商業銀行の預金金利・貸出金利の自由化ならびにそれらの金利と公定歩合との連動関係の切断を勧告している

金融政策の新しい方向

金融政策の新しい方向

が、さらに一九七一年に「競争と信用統制」(Competition and Credit Control)の線に沿って実施された新金融調節方式は、後に詳しく述べるように、従来、伝統と慣行に縛られて全く硬直状態に陥った金融組織に競争と革新の新風を吹き込み、金融政策の有効性を高めることをめざすものである。

アメリカでは一九六一年に公表された通貨・信用委員会の報告『通貨と信用―その雇用・物価・成長に及ぼす影響』は、商業銀行の定期・貯蓄預金の金利規制の緩和ないし廃止を勧告したが、さらに一九七一年末に発表されたハント(R. O. Hunt)委員会の報告(正式には金融制度およびその規制に関する大統領諮問委員会の提案)は従来、金融機関に課せられている諸規制は競争を妨げ、非効率化を助長する結果になっているので、これを是正するには金融機関にできるだけ自由な競争を認め、競争を通じて公衆の利益をはかるべきであるとして、さまざまな勧告を提示しているが、それらの中でとくに注目されるのは、定期・貯蓄預金の金利の最高限規制の撤廃と金融機関相互の垣根の排除に関するものである。このハント委員会の報告を基礎に討議が重ねられた結果、一九七三年八月、大統領は報告の基本線に沿って市場機能重視と消費者尊重を二本柱とする金融制度の大幅な改革に関する法案を議会に提出したので、改革は早速実現するものと期待される。

第二の変化は金融の国際化が一段と顕著になったことである。近年、多国籍企業の発展その他のために国際資本の移動は目覚ましく増大しているが、さらに国際通貨体制の不安動揺が短期資金の国際移動を激化させていることも見逃しえない。為替レートの変更が必至であると予想されるときは投機的動機に基づく短期資金の国際移動が激化するばかりでなく、また国際間の金利差に敏感な短期資金の国際移動も激しくなるからである。純粹な変動為替レート制のもとでは金融政策は国際収支の動向に煩わされることなく、もっぱら国内均衡をめざして運

營することができ、しかし、このように金融の国際化の傾向が著しく強まっている現状では、金融政策の運営に際して国内均衡と国際均衡との両立をはかる必要があります増大するのは当然であり、それ故に国際協調の必要も加わるのである。

第三の変化は世界的インフレの高進である。最近、先進諸国を脅かしているインフレの特徴は、インフレの原因が複合的であり、しだいに加速の勢いを強めるとともに、各国のインフレ高進のペースがほとんど完全に一致しているということである。このような世界的インフレを誘発した根本原因は、(一)先進諸国において完全雇用政策が実行され、成功を収めていること、(二)固定為替レート制がなお維持されていた時期においても、アメリカの連続的な国際収支の赤字に基づくドルのたれ流しのために流入国に過剰流動性をもたらしたに加えて、国際通貨体制が崩壊して変動為替レート制に移行したことであり、さらに国際原料その他の資源の供給不足がインフレ傾向に拍車を加えている。西ドイツ連銀副総裁のエミングー(O. Emingue)は世界的インフレの主因が先進諸国の国内にあることを認めるものの、国際通貨体制がそれぞれの国内に発したインフレ圧力に対して余りにたやすく屈服したばかりか、みずからもまたインフレを生み出してきたと断定し、世界的インフレの高進が国際通貨体制と無関係でないことを強調して、識者の注意を呼び起こしている。かくしてインフレ抑制はいまや先進諸国の最優先政策課題となるに至った。一九七三年六月、パリで開かれたOECD(経済協力開発機構)閣僚理事会が、(一)各国はインフレ対策を経済政策の最優先順位に置くべきであり、(二)インフレ対策としては伝統的な総需要管理政策のみでなく、所得政策など賃金・物価の決定に何らかの形で政府が介入する政策を実行すべきであるという共同声明を発表したことは記憶に新しい。

金融政策の新しい方向

このような環境の激しい変化に対応して、金融政策は果たしてどのような新しい方向を指向し、また政策運営のためにどのような新しい指標が開発されているかを考察するのが本稿の主たる目的である。

- (1) National Board for Prices and Incomes: Report No. 34, *Bank Charges*, 1967, para. 72—80.
- (2) *Money and Credit; Their Influences on Jobs, Prices and Growth*, 1961, pp. 167—68.

二 金融効率化・金利自由化と金融政策

まず金融効率化ないし金利自由化を促進しながら金融政策の有効性を高めることをめざす新しい方向を指向するものとして、一九七一年九月に実行されたイギリスの新金融調節方式に注意を向けよう。新金融調節方式はイングランド銀行の発想にかかる改革案、「競争と信用統制」を基礎に練り上げられたものであるが、この新方式が操作対象として選び出した貨幣変数は広義の貨幣総量 (the broader monetary aggregates) 言い換えれば、金融組織全体の流動性である。この金融組織全体の流動性の規制を通じて金利体系に影響を与え、信用の配分を価格メカニズムに従わしめることをめざすのである。したがって商業銀行の金利協定を一切撤廃するとともに、商業銀行の貸出金利・預金金利と公定歩合との連動関係を切断することにした。こうした措置は前に述べた「銀行手数料」に関する報告、さらに根本的にはラドクリフ報告 (*Radcliffe Report*) の基本線に沿うものである。

このような発想に基づいて実行された支払準備制度は、(一)最低準備資産比率 (minimum reserve assets ratio) と、(二)特別預金 (Special Deposits) から成っており、前者は固定的であり、後者は可変的である。最低準備資産比率はすべての銀行 (その規模の大小にかかわらず) に対し一律に預金債務の二二・五%であり、すべての金融商

社 (finance houses) に対し一律に一〇%である⁽³⁾。特別預金はすべての銀行ならびに金融商社に課せられるが、特別預金に対しては大蔵省証券利率と同一の利子が支払われる⁽⁴⁾。

ここにいうところの準備資産はイングランド銀行への預け金およびイングランド銀行が公開市場操作か貸出のいずれかによって現金通貨と換える若干の他の資産であつて、この中には大蔵省証券、割引市場におけるコール資金、一年または一年未満の国債などが含まれている。ただし、各銀行の手元現金は準備資産のうちに算入されない。銀行の保有する準備資産の割合については原則として何ら制約はないが、ただ再割引適格商業手形に関しては、全体の預金債務の最高二%までに限られている。なおロンドン手形交換所加盟銀行は日々の交換尻決済の必要上、預金債務の一・五%をイングランド銀行本店に預金残高として保有することになっている⁽⁵⁾。

割引商社 (discount houses) に対しては最低準備資産比率を課せないで、その代わりに当初、割引商社は総資産の最低五〇%を特定の公共債で保有することが義務づけられていたが、一九七三年七月以後、割引商社の民間債および公共債保有総額を資本金と準備金の合計額の最高二〇倍に限ることに改められた。この改正は割引商社の特定公共債保有の義務を廃止して、割引商社の大蔵省証券応募価格に短期金融市場の繁閑をより正確に反映させることをめざしたものと解される⁽⁶⁾。

イギリスの支払準備制度ならびに支払準備率政策のめざしている目的は、まず第一に、これによって銀行ならびに金融商社の資産が何ほどか明白な倍数をもって拡大または縮小するということにあるのではなく、むしろ最低準備資産比率と特別預金が金融組織全体の流動性に及ぼす強力な統制効果を通じて金利体系に影響を与え、そのことから必然的にもたらされる収益率の相対的变化が民間部門と金融部門の資産選択を変化せしめ、信用のア

金融政策の新しい方向

ヴェイラビリティーに影響を及ぼすことを期しているということにある。第二に、金融市場を単一市場とみなし、すべての銀行ならびに金融商社に対し、その規模の大小にかかわらず、それぞれ同一の最低準備資産比率と特別預金を課し、金融政策の効果の漏れの防止を期しているということにある。第三に、イングランド銀行が短期金利に影響を与えるために伝統的な金利政策を将来一層弾力的に活用し、長期国債市場における金融当局の干渉を差し控えて、長期金利の自由化の促進を期しているということにある。このようにして、新金融調節方式は信用の配分に関して価格メカニズムを有効に働かしめ、長い間、金融の効率化を阻んできた硬直性と束縛から組織を解放することを意図したものであり、ラドクリフ報告の基本思想を忠実に受け継いでいるばかりでなく、さらに一層の発展をめざしたものである。そして次に述べる公定歩合方式の変更（一九七二年一〇月実施）は、伝統的な金利政策を一層弾力的に活用することをねらいとしたものにほかならない。

新金融調節方式の導入に伴って従来、公定歩合が伝統的にもっていた他の金利に対する指導力は著しく弱まった。特に手形交換所加盟銀行が貸出金利・預金金利を公定歩合に連動させるのをやめたことは、こうした傾向に一層拍車を加えた。しかし、公定歩合はイングランド銀行が割引市場に正規に貸付ける場合の最低金利であるという意味において、なお市場操作の一つの手段としての機能をもっていた。けれども新金融調整方式がめざした金利の弾力性を一層強めるという要請は、金融市場のそのときどきの状況の変化に対して弾力的に反応しうる金利を必要とする。こうした要請に応えるために従来の公定歩合方式を最低貸出金利（minimum lending rate）方式に改め、最近時の大蔵省証券の平均入札利率の〇・五％高に連動させることにした。このような方式の変更によって、公定歩合がもっている硬直性を排除し、金融市場の状況の変化に弾力的に反応しうるとともに、また毎

週の最低貸出金利の動きが金融政策の重大な転換を示唆しているというような誤解を避けることも可能となる。しかし、金融政策の転換が必要と認められるときは、イングランド銀行は大蔵大臣の承諾を得て、最低貸出金利を自主的に変更する権限を留保している。

ところで、このような最低貸出金利は従来、公定歩合がもっていた他の金利に対する指導力を失い、市場金利に追隨して動くアメリカ型になったとみる論者もあるが、しかし、そのように即断することは早計の誹りを免れない。というのは、イングランド銀行は大蔵省証券利率そのものに影響を与えうるばかりでなく、さらに大蔵省証券利率以外の短期金利についても、割引市場とパラレル市場 (parallel market) すなわちマーチャント・バンク、外国銀行その他の金融機関のポジション調整のための短期金融市場との資金の交流ないし統合の状況からして、イングランド銀行はコール・レート、地方公共団体短期資金の金利に対してもかなり強い影響力をもっているからである。このようにみてくると、公定歩合方式が最低貸出金利方式に変更されたからといって、イングランド銀行の金利政策の自主性が失われたとか、単に市場金利に追隨するに過ぎなくなったと断定することはできない。むしろ従来の金利政策の欠陥が新方式によって改善され、きめ細かな作用をもたらすとさえみることもできるのである。

またカナダの先例からして、イングランド銀行の最低貸出金利方式の前途に危惧の念を抱く論者もある。カナダは一九五六年一月～六二年六月の間、大蔵省証券入札利率との連動公定歩合制度を実施したが、必ずしも成功しなかった。カナダにおけるこの制度の導入が公定歩合方式に伴いがちな意図しないアナウンスメント効果を排除することをめざした点では、イギリスの場合と全く同じである。しかし、当時のカナダ銀行はまず第一に、

金融政策の新しい方向

公定歩合を文字通り市場金利の動きに単に受動的に追隨させたという点で異なっている。というのは、カナダ銀行は政府の経済成長政策に協力することを余儀なくされ、さらにこれと関連して国債価格支持政策をとっていたからである。第二に、より根本的にはカナダはイギリスに比して金融市場の整備が遅れていること、およびアメリカと隣接しているために金利政策の自主性、市場金利に対する指導力などの点で劣っていることなどで異なっている。それ故に、カナダで成功しなかったからといって、イギリスでも失敗に帰するというような結論を簡単に引出すことはできない。むしろわれわれはイギリスの最低貸出金利方式の今後の運営に注目すべきであると思う。⁽⁸⁾

(3) 金融商社の最低準備資産比率が銀行よりも低いのは、(一)金融商社は総じて日常の業務において、これまで準備資産を保有することがなかったこと、(二)準備資産から得られる収益が借入れの費用よりも最近少なくなっていることによる。

(4) 特別預金制度は一九五八年七月、銀行貸出の直接規制の廃止の際に制定されたが、現実に発動されたのは一九六〇年四月であった。一九六二年に一時中断したが、一九六五年四月に再び発動され、一九六六年に国内景気の過熱抑制とボンドの信用回復のため率が引上げられ、一九七一年九月の改革直前には三・五%が課せられていた。なお従来の特別預金は法律によって強制されたのではなく、紳士協定によるものであった。

(5) *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 11, No. 2, June 1971, pp. 189—93; *Reserve ratios and Special Deposits*, Supplement to the September Issue of *Bank of England Quarterly Bulletin*, 1971.

(6) *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 11, No. 3, Sept. 1971, pp. 314—15. 日本銀行調査局『調査月報』昭和四八年八月号、六二ページ。

(7) 大蔵省証券の平均入札利率と連動する最低貸出金利の発表は毎週金曜日の午後、イングランド銀行が自主的に変更する最低貸出金利の発表は火曜日の正午に行われることになっている。従来、毎週木曜日に行われていた公定歩合(Bank Rate)の発表はもろもろ廃止された。*Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 12, No. 4, Dec. 1972, pp. 442—43.

(8) 「英蘭銀行の公定歩合方式の変更とその背景について」、日本銀行調査局『調査月報』昭和四十七年二月、八一—二二ページ。

三 金利自由化に逆行する金融政策および貸出準備制度

金利自由化の要請が強まっているなかで、逆に金利規制を操作手段として用いた金融政策は異端的であり、必ずしも新しい方向を示唆するものとはいえないが、一応その目的と効果を明らかにしておこう。

アメリカでは一九六六年と六九年の二回に、預金金利の最高限規制を金融引締めの方策手段として補完的に用いた。一九三三年と三五年の銀行法によって加盟銀行はもろもろ、非加盟銀行も連邦預金保険制度に加入している限り、預金金利規制(レギュレーションQ)が課せられることになったが、さらに一九六六年九月に預金金利規制に関する法律(Public Law 89—597)が制定され、定期・貯蓄預金は種類別・金額別・期間別にそれぞれ金利の最高限が定められた。

一九六六年以後、景気の過熱を反映して市場金利が急上昇したにもかかわらず、当局は預金金利の最高限を市場金利の急騰に応じて引上げることが意識的に回避し、預金金利規制を金融引締めのための政策手段として活用

金融政策の新しい方向

することにした。その目的はそうすることによって、(一)商業銀行とくに大銀行の預金獲得力を弱め、信用拡張ないし貸出増加を抑制するとともに、(二)貯蓄金融機関(相互貯蓄銀行および貯蓄貸付組合)から大銀行への預金シフトによって住宅金融が不円滑となるのを防ぐことにあった。一九六六年に預金金利規制を初めて政策手段として活用したとき当局は、これこそ「金融政策手段の新機軸」であると自負していたが、一九六九年、インフレが激化して引締めが本格化するに至って、預金金利規制は引締めのための補完手段としての性格を一層強めることになった。

預金金利の最高限規制によって大銀行の定期・貯蓄預金は減少したものの、大銀行はこれに対処してフェデラル・ファンドの積極的な取入れのほか、ユーロダラーの借入れ、その他さまざまな方法を講じて資金調達に努めたため、銀行貸出の抑制効果は著しく弱められたばかりでなく、貯蓄金融機関の保護、したがって住宅金融円滑化の目的は十分に達成されなかった。かくて金融当局が誇示した「政策手段の新機軸」の効果は期待はずれに終わったが、単にそのみに止まらず、それが多くの弊害ないし欠陥をもたらしたことは、貴重な教訓として率直に認めなければならない。

まず第一に、銀行も企業も不慣れな資金源に頼らなければならなくなったため、資金調達金利は金融市場が自由に動いているときよりも高くなるというように市場の効率ははなはだしく阻害され、その結果、非効率かつ不安定な資金の流れが増大したことである。第二に、中小銀行および小口預金者に対して所得分配上きわめて不公平な結果をもたらしたことである、トービン(J. Tobin)は金利の上昇するインフレ高進期に、貯蓄者に対して自由金利に相応する高い金利を与えることを拒否する当局は全く道義心を欠いているというべきであると非難し

ている。⁹⁾ 第三に、預金金利が低位に抑えられたため、巨額の預金ユーロダラーにシフトした結果、アメリカの流動性ベースの国際収支を実勢以上に悪化させたことである。¹⁰⁾

預金金利規制を金融引締めのための政策手段として補完的に活用することは、目新しい着想といえるかもしれない。しかし、預金金利の最高限を低く抑えることによって期待できる金融引締め効果は、伝統的な金融政策手段によって容易に達成しうるばかりでなく、預金金利規制の銀行貸出にもたらす抑制効果が不確実であることからすれば、「預金金利規制は金融政策の有用な手段でもなく、効果的な手段でもないので、金融政策手段として預金金利規制を利用することを早くやめればやめるほどよい」と断言するフリードマン (M. Friedman) の批判は妥当であると思える。

次に金利自由化または金利規制と全く無関係な金融政策の新しい方向を示唆するものとして注目されるのは、各種金融機関の貸出についても準備制度を設ける試みである。一九七一年二月、フランスでは伝統的な金融政策手段をもってしては、当時の根強いインフレ圧力を有効に抑制し難いという判断から、各種金融機関の貸出にも準備制度を設けることにした。その主たる目的は、窓口規制のように金融機関の貸出計画に直接介入することを避けて、しかも金融統制の目的を達しようとするところにある。支払準備制度のもとでは適用対象外であった保険会社、不動産金融会社、割賦金融会社などのように預金業務は行わないが、貸出を行う金融機関をも準備制度の対象に加えることによって、金融政策の有効性を高めることを期している。¹¹⁾

貸出準備制度は金融機関の種類が異なるにしたがって異なる準備率を定め、これをそのときどきの政策目標に応じて適時に操作すること、たとえば消費支出を抑えようとするときは割賦金融会社の準備率を引上げ、逆の場

金融政策の新しい方向

台には準備率を引下げるということは、この制度の注目すべき利点であって、これによって貸出の抑制または拡大の効果は大いに高められるであろう。しかし、すでに支払準備制度の適用対象となっている銀行その他の金融機関に新たに無利子の貸出準備が課せられると、収益面に二重の打撃が加えられるという問題が生じることは注意すべき点である。

- (6) J. Tobin, "Deposit Interest Rate Ceilings as a Monetary Control," *Journal of Money, Credit and Banking*, Feb. 1970, pp. 4-14.

- (10) 伊東政吉「米国の預金金利規制」、『経済研究』一二巻三号、昭和四十六年四月、一〇四—一二二ページ、『金融論選集』一九号、昭和四十八年、六八—八七ページ、「金融政策手段としての米国預金金利規制の効果と諸問題」、日本銀行調査局『調査月報』昭和四十六年三月、一一七ページ。

- (11) M. Friedman, "Controls on Interest Rates Paid by Banks," *Journal of Money, Credit and Banking*, Feb. 1970, p. 32.

- (12) 日本銀行調査局『調査月報』昭和四十六年三月、五七ページ。

四 国内均衡と国際均衡の同時達成をめざす金融政策

金融の国際化が近年きわめて顕著になったことはすでに述べたが、金融政策とくに金利政策によって国内均衡と国際均衡を同時に達成することは必ずしも容易でなく、ときには二つの均衡の間に激しい矛盾が生ずることさえある。もちろん、為替管理や中央銀行の為替市場への介入が行われない純粹な変動為替レート制のもとでは、

国際収支は為替レートの変動を通じて調整されるから、ある国が常に赤字国であり、他の国が常に黒字国であるというようなことはないであろう。したがって金融政策は国際収支の動向に煩わされることなく、もっぱら国内均衡をめざして実行すればよいことになる。しかし、固定為替レート制のもとでは、ある国の国際収支が継続的に赤字であり、他の国が継続的に黒字であるということがしばしば起こる。変動為替レート制でも為替管理や中央銀行の為替市場への介入が行われ、実勢とかけ離れた為替レートが維持される場合には、固定為替レート制下と似た現象が起こりうる。それ故に国内均衡と国際均衡の同時達成はきわめて困難となる。マンデルン(R. A. Mundell)は周知のように、固定為替レート制のもとで、国際均衡は金融政策、国内均衡は財政政策という意味でのポリシー・ミックスによって二つの均衡は同時に達成されると主張しているが、ここではポリシー・ミックスの問題に立ち入ることなく、金融政策のみに限定する。

ところで、国内不均衡と国際不均衡との組み合わせを次のように四つのタイプにまとめることができる。すなわち(一)国内景気過熱と国際収支赤字、(二)国内景気後退と国際収支黒字、(三)国内景気後退と国際収支赤字、(四)国内景気過熱と国際収支黒字、がこれである。(一)の場合、すなわち景気過熱の抑制と国際収支赤字の解消の二つの目的は、金融引締め政策によって同時に達成されうる。政策手段が金利政策に限られているならば、高金利政策を実行すべきである。しかし、景気過熱の抑制のためには、外国資本が高金利に刺激されて流入することを阻止すべきであるが、国際収支の赤字解消の観点からすれば、外国資本が流入する方が好ましいことになるので、政策の運営に際しては慎重な配慮が必要である。(二)の場合、すなわち景気後退の阻止と国際収支黒字の解消の二つの目的は、金融緩和政策によって同時に達成されうる。政策手段が金利政策に限られているならば、低金

金融政策の新しい方向

利政策を実行すべきである。しかし、景気の回復をはかるためには、資本の流出を阻止すべきであるが、国際収支の黒字解消という観点からすれば、資本の海外流出はむしろ好ましいということになるので、(一)の場合と同様に政策運営には慎重な配慮が必要である。

(三)の場合、すなわち景気後退の阻止と国際収支の赤字解消の二つの目的は、(一)と(二)の場合のように同時に達成することはきわめて困難である。というのは、二つの目的は互いに矛盾しているからである。このような矛盾に直面したのは、一九六〇年代の初めのアメリカである。当時、アメリカでは景気の回復と慢性的な国際収支の赤字解消が優先的な政策目標として重視されていた。こうした互いに矛盾する二つの目的を同時に達成するため一九六一年以後、随時実行されたのがオペレーション・ツイスト (Operation Twist) または二重金利政策である。すなわち短期金利はもっぱら短期資金の国際移動に影響し、長期金利は主として国内の投資活動に影響を与えるという認識に基づき、短期金利を高めに、長期金利を低めに維持し、金利体系をツイストすることによって、二つの目的を同時に達成しようとするのである。このためには短期債の供給増加と長期債の供給減少を必要とするから、二重金利政策が国債管理政策と密接に関連していることはもちろんであるが、さらに二重金利政策の効果を他国が妨害しないという意味での国際協調の必要であることも忘れられてはならない。

イギリスにおいても一九六三年、景気振興のために公定歩合を引下げて国内投資を刺激することを企てたが、短期資金の流出を阻止するために、イングランド銀行は割引商社に対する貸出に公定歩合の〇・五〜一・〇%高の金利を適用して大蔵省証券利率を上げた。イギリスではこれを extra rate system または two-tier rate system と呼んでいるが、その発想はアメリカのオペレーション・ツイストと全く同じである。

アメリカのオペレーション・ツイストの効果に関しては、モディリアーニとサッチ(F. Modigliani and R. Such)のように低評価するものと、スミス(W.L. Smith)・コック(A.R. Koch)・マルキール(B.G. Malkiel)などのようにかなり高く評価するものとが対立し、まだ決着点に到達していない⁹⁴。

最後に四の場合、すなわち景気過熱の抑制と国際収支の黒字解消の二つの目的が互いに矛盾しているという点では、(三)の場合と同様であるが、矛盾の仕方は明かに異なっている。昭和四七年秋以降、最近に至るまでわが国が当面していたのが、この場合であることはいうまでもあるまい。したがって(三)の場合と逆な二重金利政策、すなわち短期金利を低めに、長期金利を高めに維持することによって、二つの互いに矛盾する目的は同時に達成される。このためには短期債の供給減少、長期債の供給増加を通じて金利体系をツイストすることが必要である。こうした国債管理政策は利子費用最小化の要請と矛盾するが、二つの均衡の同時達成のためにはやむをえない代償といわなければならないまい。

このようにして、(一)と(二)の場合は国内均衡と国際均衡の同時達成が比較的容易であるに反し、(三)と(四)の場合は著しく困難である。しかし、一国のみに限って見るときは、固定為替レート制のもとでも二つの均衡を同時に達成することは可能であるといえる。けれども世界全体の観点からすると、ある国の二重金利政策の効果を他国が妨害しないという保障はないから、所期の効果が阻害される危険はかなり大であるといわなければならない⁹⁵。

⁹³ R. A. Mundell, "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability," *IMF Staff Papers*, Vol. 9, March 1962, pp. 70—79.

⁹⁴ F. Modigliani and R. Such, "Innovations in Interest Rate Policy," *American Economic Review*, Vol.

金融政策の新しい方向

56, No. 2, May 1966, pp. 178—97; “Discussion,” *op. cit.*, pp. 198—207.

- ③ H. G. Johnson, “The Objectives of Economic Policy and the Mix of Fiscal and Monetary Policy under Fixed Exchange Rates,” in W. Fellner, F. Machlup, R. Triffin *et. al.*, *Maintaining and Restoring Balance in International Payments*, 1966, pp. 145—50.

五 世界的インフレと金融政策

最近、先進諸国を脅かしているインフレがしだいに加速の勢いを強めるとともに、各国のインフレ高進のペースがほとんど完全に一致しており、しかもインフレの原因が複合的であることは前に指摘した通りである。インフレは貨幣所得・貨幣支出の拡大および賃金その他のコストの上昇により、物価が景気の動きと無関係に持続的に上昇する過程であると定義することができ、インフレを原因別に分類すると、ダイヤモンド・プルとコスト・プッシュになる。このほか両者のミックスしたものにダイヤモンド・シフト・インフレがある。さらに固定為替レート制のもとでとくに顕著になった輸入インフレは、海外からの需要増加↓輸出超過（国内資源の海外流出）↓外貨流入↓国内過剰流動性に基づくダイヤモンド・プル型と、海外の物価・賃金の高騰に基づくコスト・プッシュ型の二つの異なるタイプのものに大別される。

ダイヤモンド・インフレの抑制も必ずしも容易ではないが、コスト・インフレの抑制は遙かに困難であるばかりでなく、ときには不可能ともなる。なぜならば、賃金インフレを金融政策のみによって抑制することは、夥しい失業という代償を払うことなしにはほとんど不可能であり、また管理価格インフレを完全に抑えるためには、企

業独占または寡占の価格つり上げ行為を嚴重に規制する措置を講ずる必要があるからである。ダイヤモンド・プルの輸入インフレは国内インフレと国際収支の黒字が同時に発生している場合であり、われわれが前節において四の組み合わせとして示したものにほかならない。したがって既述のような二重金利政策に訴えることが必要であるが、しかし、それだけでは到底十分な効果をあげえないから、緊縮財政政策、輸入促進政策などを同時に実行することが必要となるであろう。コスト・プッシュ型の輸入インフレは固定為替レート制のもとでは、海外の物価・賃金の上昇がやまない限り、国内への波及の脅威はなくなるならない。特に最近のような国際原料価格の高騰の際に、適当な代替品がなく、しかも需要の価格弾力性が小さいならば、輸入インフレの波及効果は大きく、国内インフレは一層激化される。さらに海外の大幅な賃金上昇は国内の賃金上昇に拍車をかけることになるので、海外の賃金上昇の波及効果も軽視しえない。このような輸入インフレの波及効果を金融政策のみによって阻止することはほとんど不可能である。もっとも変動為替レート制のもとではある程度の抑制は可能であろう。

最近の世界的インフレは複合インフレと呼ばれるほどさまざまなタイプのインフレが同時に入りまじり、互いに刺激合せて物価上昇の勢いを強めているのである。したがって金融政策のみによって、その抑制または阻止をはかることはほとんど不可能であり、われわれはここに金融政策の効果の限界が明らかに存在することを認めざるをえない。そうであるとするれば、金融政策とともに他の諸政策を併用し、いわゆるポリシー・ミックスによって抑制目的を達することが是非とも必要となる。ここにいうところのポリシー・ミックスは単に財政政策との組み合わせのみならず、さらに為替政策、所得政策を含むものである。

このようにして、ポリシー・ミックスによってインフレ抑制をめざすに際しては、単に短期的な観点からばか

金融政策の新しい方向

とは上述によって明らかであるが、金融当局はまた政策運営のための新しい指標を開発することに、なみなみならぬ努力を払っている。新しい指標として注目されるのは、アメリカの公開市場操作に関して開発された *RPD's* である。アメリカでは従来、公開市場操作の指標としてもっぱら重視されていたものは金融市場条件であって、加盟銀行の自由準備（支払準備総額から必要準備と連邦準備銀行借入れを差し引いた残額）、フェデラル・ファンド利率、財務省証券利率などの変動に応じて調整操作が行われていた。ところが一九六六年以降、金融市場条件のほかに、貨幣総量 (*monetary aggregates*) の安定供給を補助的指標として採用することになり、一九七〇年代に入ってから貨幣総量の安定供給は金融市場条件と同程度に重要な指標と認められ、一九七二年二月、連邦公開市場委員会は貨幣総量と相関度の最も高い「銀行以外の民間預金に対する加盟銀行の準備」 (*member bank reserves available for private non-bank deposits, RPD's* と略称)、すなわち加盟銀行の支払準備総額から政府預金と銀行間預金に対する準備を差し引いた支払準備を最も重要な指標とすることに決めた。政府預金と銀行間預金に対する準備を控除することにしたのは、それらの預金の短期的変動が大幅で、しかも予測のはなはだ困難なことによるのである。もっとも連邦公開市場委員会の見解では、金融市場条件を全く度外視するわけではなく、これに適度の注意を向けることにしているが、しかし、公開市場操作に関する指標の重要性が金融市場条件から貨幣総量の安定供給に移行したことは否定し難い。フリードマンなどのマナリストの影響力によるところが大きいと思われる。

もう一つの新しい指標はイギリスにおいて一九六九年に開発された *D.C.E.* すなわち国内信用拡張 (*domestic credit expansion*) である。*D.C.E.* は貨幣供給の増加と対外赤字 (*external deficit*) をファイナンスするための

金融政策の新しい方向

ポンド資金（外国為替を通じてもたらされる）を加えたものに等しい（反対に對外黒字 external surplus をファイナンスするために必要なポンド資金は差引かれる）。D.C.E. は對外赤字から結果される貨幣供給の減少（または對外黒字から結果される貨幣供給の増加）を酌量した国内貨幣供給の変化を測定するものであるから、D.C.E. は一つの調整された貨幣供給の指標であるといえる。ところが、D.C.E. は単に經濟の現在の状態のみならず、さらに将来の發展についての市場の予測を反映しているので、D.C.E. はまた一つの展望的指標でもありうるわけである。しかし、D.C.E. はあくまでも付加的指標であって、他の金融指標ならびに金融以外の指標にとって代わることを意図されているのではない。¹⁰⁸ 最近では D.C.E. は必ずしも開發當時のように重視されていないと伝えられている。

金融当局はこのようにして、環境の変化に応じて金融政策に新機軸ならびに新指標を導入して、その有効性を高めるために異常な努力を傾倒しているのである。しかし、第二次大戰後、資本主義經濟が著しく変貌し計画性と複雑性を増しているに加えて、國際通貨体制が崩壊するなど、きわめて多くの解決困難な問題が山積していることを考慮に入れると、金融政策のみをもって国内均衡と國際均衡を同時に達成することは、ほとんど不可能であるといっても言い過ぎではない。したがって金融政策と財政政策その他の諸政策とを適当に組み合わせるポリシー・ミックスの必要性はますます強まるのであり、かくして初めて所期の目的の達成は可能になると考えられるのである。

¹⁰⁸ *Federal Reserve Bulletin*, May 1972, pp. 459—60; Board of Governors of the Federal Reserve System, *59th Annual Report 1972*, 1973, p. 125.

金融政策の新しい方向

りでなく、長期的な観点からも政策を運営すべきである。短期的には、インフレ抑制のために総需要を抑制することが、もちろん必要である。しかし長期的には、需要管理と供給管理を平行的に実行することが必要である。そうでなければ、長期的にはインフレを招く危険が大きい。特に生産性の上昇を超える賃金の上昇圧力が継続的である場合には、そうした恐れが大である。賃金契約が継続的に生産性の上昇に先行して締結されるようなことがあれば、需要を管理する政策は永続的なインフレをひき起こすことになりかねないからである。

世界的インフレ対策としての金融政策に関して、国際協調の必要が強調されていることは注目に値する。OECDでは金融研究シリーズとして加盟国中の主要国、日本、アメリカ、イギリス、西ドイツ、フランスなどの金融政策の大綱をまとめて公刊することになり、すでに日本の金融政策に関しては、*Monetary Policy in Japan*と題して一九七二年一月に発刊されている。このシリーズ公刊の目的は、各国の金融政策の分析のため、ならびに国内の需要管理と国際収支の調整をめざす各加盟国の金融政策の運営に関する国際協調のために、優れたフレームワークを提供することにある、と事務総長のレネップ (E. van Lennep) は言明している。⁹⁸ こうしたことは世界的インフレの高進下において、各国の英知を結集して、国際協調を通じて金融政策の有効性を高めようと企てているものであり、その成果に期待がかけられる。

⁹⁸ E. van Lennep, "Foreword," *Monetary Policy in Japan*, 1972, p. 7.

六 新しい指標の開発——結言

金融政策をめぐる環境の変化に対応して、各国の金融当局が金融政策に新機軸を導入することに努めているこ

⑧ “Domestic Credit Expansion,” *Supplement to the Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 9, No.3, Sept. 1969, pp.363—69.

—一九七三・一〇・二八—