

# 金融政策の波及経路とわが国の政策運営

## Transmission Mechanism of Monetary Policy and the Operations in Japan

岸野文雄

Fumio KISHINO

- |                  |                       |
|------------------|-----------------------|
| 1. はじめに          | 4.1 最終の波及変数を貨幣量とするケース |
| 2. 金融政策効果の波及経路   | 4.2 最終の波及変数を金利とするケース  |
| 3. 長期金利・貸出市場への影響 | 5. 実証分析によるインプリケーション   |
| 3.1 長期金利への影響     | 6. 金融環境の変化とその対応       |
| 3.2 貸出市場への影響     | 7. むすび                |
| 4. 貨幣量・金利のコントロール |                       |

### 1. はじめに

現代の中央銀行はいくつかの主要な政策手段 (policy instruments) を持ち、金融政策の最終目標に対して金融調節を行っているが、金融調節による効果波及の経路は単純ではない。また金融政策の効果波及の経路は、国や時代によって異なってくる。金融政策の効果を分析するためには、この波及経路の種類やその波及の過程を的確に把握する必要がある。また、こうした効果の波及過程は金融の自由化・国際化といった金融を取り巻く環境の変化によって大きく変わる。

ところで、中央銀行の金融政策の効果波及についての研究は、理論的にも実証的にも多くの先行研究がある。しかしその効果波及の過程は複雑なため、全体の波及の過程を見えにくくしている。小論ではこの点に焦点をあてて、金融政策効果の波及経路とその過程を

包括的に捉え、全体像の理解を適切なものにするよう心がけた。こうした効果波及の経路を検討するなかで、わが国の中央銀行がどのような政策運営を行ってきたか、また金融自由化のなかで波及経路はどのような変化を遂げてきたかを考える。

そこで本稿では、金融政策効果の波及経路とその過程を検討しつつ、わが国の金融政策運営においてどのような政策が行われてきたかを明らかにすることを目指している。そのため、従来の理論的研究や実証的研究においてどのような解明が行われてきたかについて検討を行う。また、そうした金融政策運営が現代の金融自由化のものでどのような影響を受けるかについて論じることにする。

さて、小論では以下2節において、日銀の金融政策の政策手段の運営方式を明らかにし、次いで金融変数と経済活動との関係についての諸研究を体系的に整理している。3節では、実際の金融政策効果がわが国において

「長期金利」と「貸出市場」に対してどのような影響を及ぼしてきたか、現実に即した議論を行っている。4節では、中央銀行がその政策の運営において採用する中間目標変数として貨幣量と金利があるが、そのいずれが有効であるかを主に理論的分析によって検討を行っている。5節では、わが国の金融政策についての諸研究のうち、その効果波及に関する実証的研究を取り上げ、実証研究から導かれるインプリケーションについて明らかにしてみた。最後に6節では、金融の自由化・国際化といった金融環境の変化の時代において、わが国の金融政策がどのような影響を受けてきたか、または受ける可能性のあるいくつかの要因を取り上げ論じている。

## 2. 金融政策効果の波及経路

中央銀行は短期金融市場において金融政策の実行を行っている。つまり、市中銀行への貸出、ならびに公開市場での債券の売買によって、ハイパワード・マネーの量を操作し、貨幣集計量を政策的に動かして経済の流動性や諸金利に影響を与える。こうした日常的な政策の施行によって、究極的には物価、雇用、国際収支といった実物経済の諸変数を望ましい方向に誘導する<sup>1)</sup>。このように見ると、金融政策は単純明快な機能として作用するように思われるが、実際の政策運営はさまざまな障害とか不確実性の存在のために、的確で効果的な政策運営は極めて難しいのが実情である。

1) 中央銀行が何を望ましい政策目標とするかに関しては、「金融政策の目標」として議論されるところである。金融政策の中間目標に関する問題は拙稿〔6〕において議論を行っている。

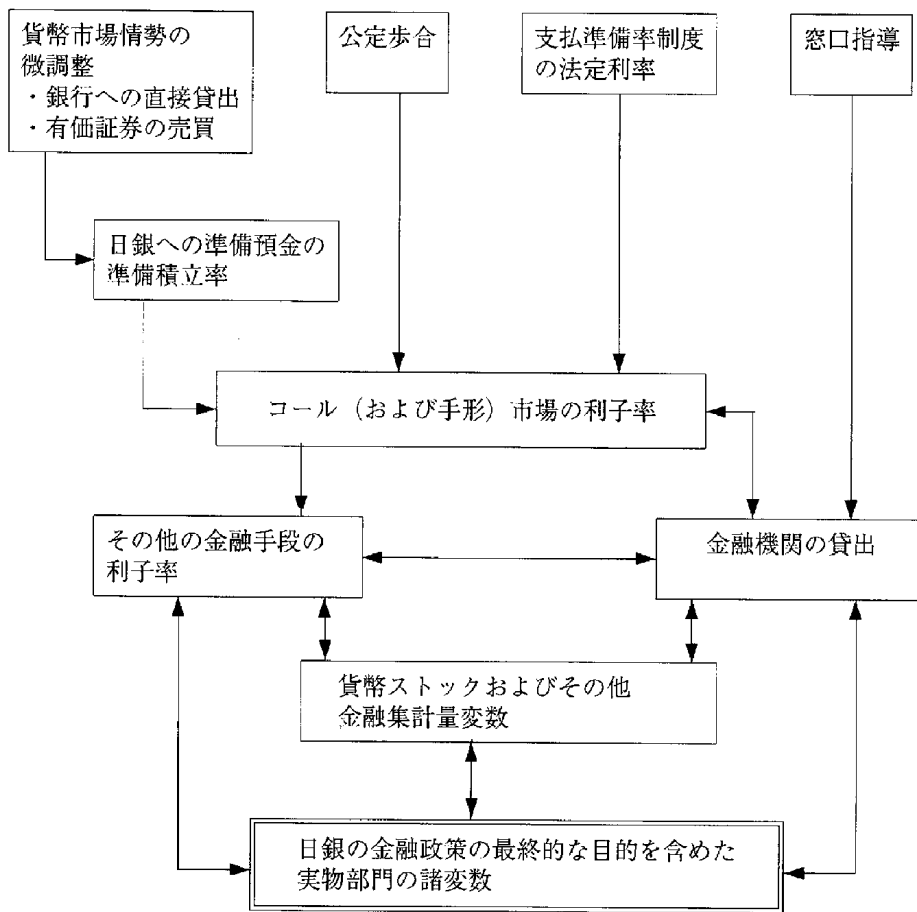
今日の高度に発達した金融組織のなかにおいて、中央銀行はいくつかの政策手段をもっているが、わが国では日本銀行がこれらの政策手段を用いて、直接的にはコールおよび手形市場の利子率を誘導する。こうした短期金融市場の利子率の誘導を通じて貨幣ストックおよびその他の集計量金融変数に影響を及ぼし、これらの金融諸変数の変動によって、最終的な実物部門の諸変数に影響を与えると理解されている。こうした金融政策の関係を図式化したものが図1である。図1に見られるように、窓口指導のような政策手段は利子率の変動を経過しない直接的な政策手段であるし、短期金融市場の金利から実物経済の諸変数に至る過程では、双方向の矢印が示すように、影響は相互依存関係にあると見られている。

ところで、この図1では短期金融市場の利子率の影響を中心として描かれているが、貨幣ストックおよびその他の集計量金融変数への影響に関しては、長期金利、資産価格、外国為替レートなどさまざまな要因が影響を及ぼしている。金融政策効果の波及経路に関しては多様な側面を持ち、従っていろいろな角度から分析が行われてきた。そこで、金融変数と経済活動との関係についての主だった経路、効果あるいは因果関係について、従来の諸研究を整理してみたものが表1である。

まず第1は、金融政策の波及経路に関する効果の解明である<sup>2)</sup>。これには表1に示され

2) 「金融政策効果の波及経路」に関しては、岡部光明〔3〕に包括的な図式化が行われている。他の多くの文献も若干のバリエーションの違いはあるものの、基本的には同一の経路を念頭に置いて議論が進められている。ここでの用語もひとまず岡部の用語法に従っている。

図1 日本の金融政策運営の図式



〔出所〕 R. C. Bryant [15] p.17より。

るように、4つの効果が代表的なものとして取り上げられている。これは金融政策の波及の経路を明らかにしており、包括的な概念でもあるので簡単にその内容を説明しておこう。以下では、日本銀行の金融引締めの場合を例として説明する。

(A) 「貸出効果」とは金融機関の貸出行動を通じて現れる影響である。いま、引締め政策により短期市場金利の引き上げが図られるとすると、金融機関の貸出は預金金利規制等の関係があり比較的弾力的である。そこで金融機関の限界的採算は悪化し貸出抑制の圧力がかかる。こうした過程でマネーサプライが

減少し、それが資金のアベイラビリティ(利用可能性)の低下を通じて民間非金融部門の支出活動を抑制する効果をもたらすことになる。

(B) 「支出効果」とは、長期金利を含めた全体としての金利水準の上昇が企業や個人の支出活動を直接に抑制する効果である。短期金利の上昇は金利裁定を通じて長期金利を上昇させ、企業の債務発行コストが上昇する。このため、企業は資金コストの面から実物投資を停滞させる。また、預金金利が上昇する場合には個人の貯蓄増加、消費抑制をもたらすことになる。

表 1 金融変数と経済活動との関係

| No. | ジャンル               | 名 称  | 内 容   |
|-----|--------------------|--|---|
| I   | 波及の経路              | (A) 貸出効果<br>(B) 支出効果<br>(C) 為替相場を通ずる効果<br>(D) ストック効果   | 短期市場金利→銀行貸出金利<br>短期市場金利→長期金利<br>短期市場金利→外国為替レート<br>短期市場金利→資産価格   |
| II  | 波及の段階              | (A) 中央銀行<br>(B) 市中銀行<br>(C) 非金融部門  | 中央銀行のハイパワード・マネーの供給<br>市中銀行の資産選択行動<br>非金融民間部門の資産選択   |
| III | 波及の効果              | (A) ケインズ効果<br>(B) トービン効果<br>(C) ピグー効果 (富効果)<br>(D) インフレ予想 <sup>1)</sup>                              | 短期市場金利→投資活動<br>資産価格→投資活動<br>資産価格→消費活動<br>金利, 資産価格→GNP   |
| IV  | 貨幣の需給              | (A) マネー・サプライ<br>(B) 貨幣需要   | ハイパワード・マネーのコントロール<br>貨幣需要関数の推計  |
| V   | 因果関係 <sup>2)</sup> | (A) マネー・サプライと名目所得<br>(B) 金利と名目所得<br>(C) マネー・サプライと物価<br>(D) 実質所得と物価<br>(E) 政策金利とマネー・サプライ<br>(F) 物価と金利 | マネタリスト仮説の妥当性について<br><br>金利の媒介機能の妥当性について<br>自然失業率仮説の妥当性について<br>自然失業率仮説の妥当性について<br>金利かマネタリー・ベースか<br><br>フィッシャー効果の検証 |

[注] 1) インフレ予想については上記3項目とは異なるが、変数間の影響として取り上げてある。

2) ここでの因果関係についての諸項目は、大久保 隆 [2] pp.76-77によっている。

(C) 「為替相場を通ずる効果」は、対外的にみて日本の金利が割高化することによって外国為替レートの円高化が純輸出（輸出－輸入）の減少をもたらす、その結果国内景気が鎮静化する。また、純輸出の減少はそれだけ通貨需要を抑制してマネーサプライを減少させる。

(D) 「ストック効果」とは株価・地価といった資産価格を通ずる影響である<sup>3)</sup>。

金融政策の引締めによる金利の上昇は土地・株式といった各種資産の価格を下落させ、その結果として家計や企業の支出活動を

3) 資産価格への影響ということから「資産効果」とも呼ばれる。

抑制する効果を及ぼすことになる。金利引き上げは資産ストック価値の下落を通じて实体经济の支出活動に対して抑制的に作用し、その結果マネーサプライを需要面から減少させる効果をもたらす。

以上のような金融政策の波及経路のうちいずれが強く作用するかは、その時々々の経済状況に強く依存する。近年のわが国では、(A)(B)の経路にたいして(C)(D)の経路が次第に重要になってきている。

第2は、金融政策効果を波及の段階から捉える議論である。これは第1の波及過程の分析を経済主体ないし金融市場別に捉えたもので、基本的には大きな違いはない。第1段階

は中央銀行から市中銀行、第2段階は市中銀行から非金融経済主体、第3段階は非金融経済主体の財・サービスへの経済活動を対象として扱われる<sup>4)</sup>。各段階の結節点にはそれぞれの金融市場が存在しているので、対応の金融市場を中心に捉えることもできる。

第3は「波及の効果」をマクロ経済学的観点から分析する際に用いられる視点である。早くから経済学の分析において注目されてきた特定の効果で、それぞれ(A)ケインズ効果、(B)トービン効果、(C)ピグー効果として知られる関係である。ただし、表の(D)として掲げた「インフレ予想」は上記の諸効果とは異質のものであるが、重要な効果の一つとも考えられるのであえて明示した

第4は金融資産のうち特に貨幣に注目し、その需給について分析を行う作業である。これも貨幣理論分析において精力的に行われているところである。近年のわが国では、マネーサプライの供給に関していわゆる「マネーサプライ論争」が行われているように、いまだ未知の部分も多い。貨幣需要に関しては、多くの貨幣需要関数の計測が行われ、実証的な分析手段を確立しつつある<sup>5)</sup>。

第5は金融変数と実物経済との「因果関係」を分析しようとする研究である。先にも触れたように、金融政策の運営においては各種の金融変数は波及経路を経て実物変数に影響を

与えていくとみられるが、現実の経済においては実物変数が金融変数に影響を与えるフィードバックも観察される。こうした因果関係を実証的に捉えようとする研究が近年盛んになってきた。ここでは、こうした研究の一つとして大久保隆氏の分析枠組みに従って、表に示すような6種類の関係を示した。実証分析に際しては、従来は「時差相関係数」によるものが中心であったが、最近では「パワー寄与率」による分析や「VARモデル」による因果関係分析が積極的に行われている。

### 3. 長期金利・貸出市場への影響

前節では、中央銀行が各種の金融政策手段によって短期金融市場、具体的にはコール・手形売買市場での操作によって短期金利を変化させ、短期金融市場の金利の変化を通じてマネー・サプライをコントロールする波及の経路を中心として見てきた。本節ではこれらの波及の経路を通じて短期金利がどのような波及の過程を経て実体の経済活動に影響を及ぼしていくかを見ることにしたい。

短期市場金利は先にも見たようにさまざまな影響の経路を持つが、以下では「長期金利への影響」と「貸出市場への影響」について見ることにする。

#### 3.1 長期金利への影響

金融政策の誘導による短期市場金利の変化は、市場の働きによって短期資金の需給を変化させる。また、短期金利と長期金利の連動関係によって長期金利への影響を及ぼす。具体的には、短期金利は特に「在庫投資」の動

4) 三木谷良一〔13〕はこうした側面から米国連銀の金融政策効果の波及過程について、各主体のバランス・シートをもとに簡潔な説明を行っている。

5) 貨幣需要に関する実証的な分析については、多くの貨幣需要関数の計測が行われてきたが、最近の主要な関心事の一つは「通貨需要関数の安定性」の検証にある。

向に、また長期金利は民間設備投資や個人消費等の動向に大きな影響を及ぼす。実体経済が長・短期金利によって大きく影響を受ける以上、短期金利と長期金利との連動の関係を明らかにすることは金融政策効果の波及を理解するうえで重要なことである。この点は、「金利の期間構造理論」として古くから理論的・実証的な研究が多く行われてきたところである。

「金利の期間構造」とは、周知のようにある時点における短期金利と長期金利の関係を満期までの期間と金利で表したものである。自由な金融市場における金利の期間構造を説明する基礎的な理論としては「期待理論」がある。期待理論では、長短の市場相互間で活発な金利裁定取引が行われる場合には、長期金利は将来の各時点における予想短期金利の平均値（ないしそれに一定のリスク・プレミアムを加えた値）に等しくなるというものである<sup>6)</sup>。

こうした期待理論が実際の経済に当てはまるとすれば、中央銀行による金融調節は、「現在の短期金利」と「将来の短期金利についての予想」の双方への影響を介して長期金利に影響を及ぼすことができる。わが国の1970年の後半の国債流通市場においては、期待理論の妥当性が実証的に明らかにされてきた。こうした状況のもとでは、日銀は「将来の短期金利についての予想」さえ的確に捉え

6) 短期市場が、理論分析で想定するような効率的市場である場合には、活発な裁定取引が行われ、短期市場間においても、短期と長期の市場間においても金利変化の波及はすみやかに行われる。わが国の短期金融市場では効率的な市場と見なされるが、その他の市場ではそれらを阻害する要因も多く、不確実性を高めている要因があるようである。

ることができれば、金利を通ずる政策は有効な手段として利用できたわけである。

しかし、この将来の予想金利を介しての長期金利に与える影響には、あくまで経済主体の「期待」や「不確実性」が入り込む。それによって影響の程度は大幅に異なることがある。特に経済に「インフレ予想」が見込まれるときには、短期金利の上昇が、長期金利の上昇だけでなく時には下落をもたらす要因となることがある。そこで最近ではリスク・プレミアム、とりわけ時の経過とともに変化するリスク・プレミアムを考慮した期間構造分析が試みられている。

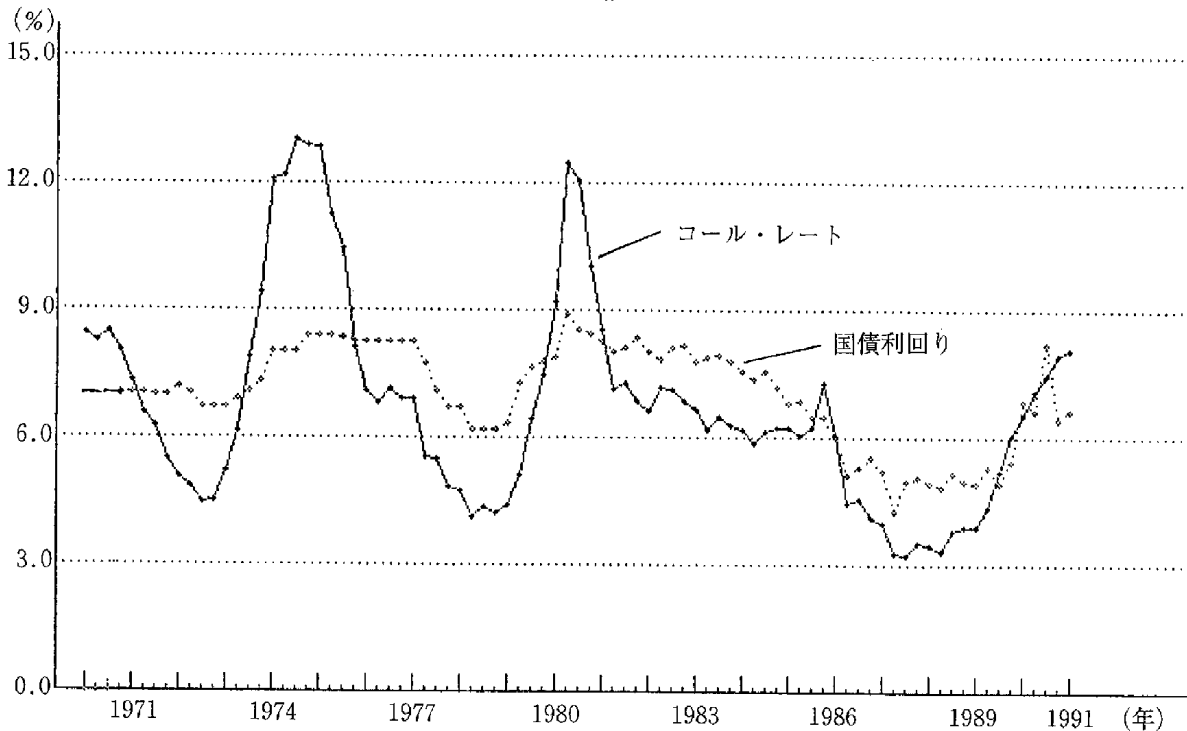
短期金利と長期金利の関係は、理論的には期待仮説やリスク・プレミアム仮説の彫琢によって精緻化されてきているが、現実の短期金利には最近では特に国際的な種々の情報が反映していると見られる。こうした要因がリスク・プレミアムだけでなく短期金利にも少なからず影響を及ぼしていると考えられるので、金利を通ずる政策の波及過程はそれだけ複雑なものとなってくる。

いま図2は、わが国の短期金利（コール・レート）と長期金利（国債利回り・10年もの）の推移を示したものである。一見して連動関係は明らかであるが、変動幅には特に80年代に入って小さくなっていることがわかる。

### 3.2 貸出市場への影響

金融政策の波及経路において最も重要な位置にあるのが貸出市場の動向である。金融機関貸出はわが国の金融システムにおいて圧倒的な重要性を占めてきたが、現在においてもその重要性は変わらない。従って、短期金融市場における短期金利の変化が貸出市場に密

図2 コール・レートと長期国債利回りの推移



〔資料〕 日本銀行『経済統計月報』より。

接に関連すれば、日銀の金利を通ずる調節は有効な手段となりうる。

この点で従来問題とされてきたことは、貸出市場が均衡状態にあるか不均衡状態にあるかという認識の問題である。いずれの状態であるかによって政策波及に対する効果は異なるからである。従来の研究では貸出市場が不均衡であるとの認識に立つ理論が優勢であった。このような認識に立つ場合には、規制的金利である貸出金利の政策的変更や窓口指導による直接的なコントロールが有効となる。事実わが国の金融政策の運営においては、かつては窓口指導が有効に機能したとの評価が一般的となっている。

近年、貸出市場における金利は金利自由化の進展に伴って市場金利の動向と密接な関連を持ってきていることが確認されている。1970年代以降急速に発達した現先市場、既発債市場とのあいだに活発な裁定関係が見られ

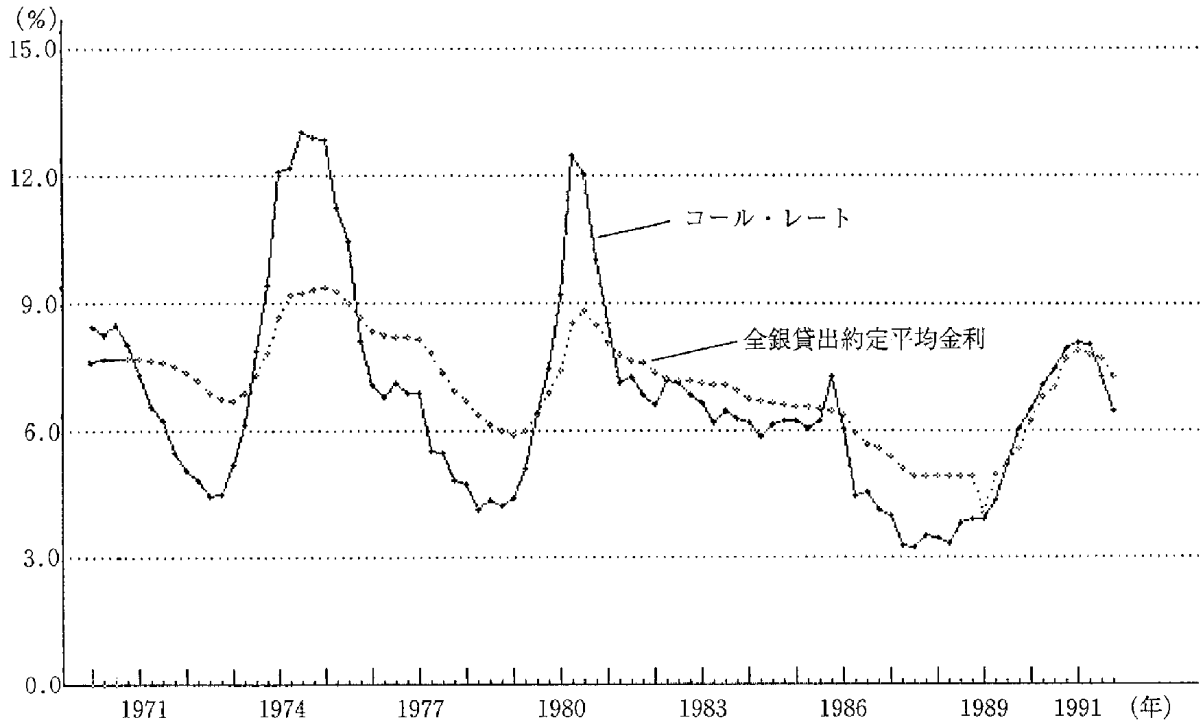
る。

ところで、こうした市場にはもう一方で、「資金のアベイラビリティ」に関する問題がある。短期金融市場での金利が上昇すると、金融機関は資金調達が圧迫される。金融機関は企業等への貸出に慎重になる。大企業等は資本市場等から資金を調達できるが、金融機関に頼る多くの中小企業や家計は資金の利用可能性の制約を被ることになる。こうした資金のアベイラビリティの存在は、理論的な市場の需給を歪めた効果を及ぼすことになる<sup>7)</sup>。

ここで、図3はわが国のコール・レートと

7) 銀行貸出のような信用市場では取引を瞬時に完了させることはできない。貸借契約という「信用」の評価が重要な問題になる。こうした市場では標準的な市場とは異なり、金利が完全に需給をクリアしないと考えられる。そこでこうした資金の利用可能性が取引に重要な影響を与えることになる。

図3 コール・レートと全銀貸出約定平均金利の推移



〔資料〕 日本銀行『経済統計月報』より。

全銀貸出約定平均金利との関係を示したものである。両者の関係には予想されるようにパラレルな推移がみられる。しかし総じて70年代は短期金利（コール・レート）の変動は大幅となっている。

さて、短期金利への影響に関しては海外市場による影響がある。内外資金取引が自由であり、裁定取引が活発に行われる場合には、国内金利は海外における金利や為替相場の変動による影響を受ける。変動為替相場制のもとでは、内外金利差は為替レートの予想変化率にリスク・プレミアムを加えたものとされる。しかし、こうした関係は固定的なものではない。また、海外金利の国内金利への影響については、短期金利の場合と長期金利の場合とでは為替相場要因の影響の現れ方が異なることが知られている<sup>8)</sup>。従って、こうした海外市場による影響が強まるにつれて、金融政策の有効な運営はなおさら難しくなること

が容易に推察される<sup>9)</sup>。

#### 4. 貨幣量・金利のコントロール

これまで金融変数の波及経路とその波及の過程を検討してきたが、本節では中央銀行が貨幣量・金利といった金融変数をコントロールして政策の究極目標である総支出をいかに誘導するかという点について検討する。ここでは金融変数のコントロールの方式の違いとその効果の現れ方について、理論的なモデル

8) この点については、為替レート決定の分析において詳しく議論されるところであるが、岡部光明〔3〕pp.13-15にコンパクトな説明がなされている。

9) 海外市場からの影響に関して翁邦雄〔5〕pp.91-93は、内外金利差と為替レートの関係への一方的な因果関係は見られないことを述べている。結局、現実の内外金利差と為替レートの関係はあまり明瞭でないことを指摘している。



を中心として見ていくことにしたい<sup>10)</sup>。

いま、中央銀行が何らかの中間目標変数(主に貨幣量と金利)を選んで、政策の最終目標である総支出を最適値に誘導する方式とその効果について考える。貨幣量も金利も総支出に強い影響を与えることはいうまでもないが、いずれを選択するかに関してはマネタリストとケインジアンでは大きく立場を異にしている。マネタリストが支出への実質残高効果を強調するのに対して、ケインジアンは金利の支出への効果を重視する。

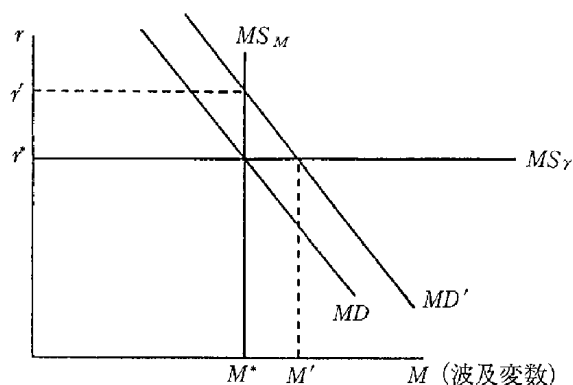
中央銀行は実際の政策運営において、いずれの変数を選択するかということに加えて、さらに中間目標変数として何を用いるかという問題も選択しなければならない。たとえば、実体変数に影響を及ぼす最終的な波及変数が貨幣量(数量変数)であるとして、中間目標として貨幣量を数量的コントロールする場合と、ひとまず金利を中間目標変数とする2つのケースが考えられる。このことは金利(価格変数)に関しても同じことがいえる。そこで、それぞれのケースについて運営方式の違いによる効果の現れ方の違いを理論モデルに即して見てみよう。

#### 4.1 最終の波及変数を貨幣量とするケース

まず、最終の波及変数は貨幣量にあるが、中間目標変数も貨幣量によってコントロール

しようとするケースが考えられる。図4によって示すと、まず望ましい総支出を導く目標貨幣量  $M^*$  が政策当局によって推定されたとする。そして中間目標としてその貨幣量を忠実に維持する政策が採られる。中央銀行は日々の貨幣量の変動に注目してそれを一定に保つように公開市場操作によって貨幣供給 ( $MS_M$ ) を行う。このとき、貨幣需要関数が  $MD$  から  $MD'$  にシフトしたとすると、金利は  $r^*$  から  $r'$  へと大幅に上昇することになる。

図4 需要曲線のシフトの影響



このようなケースでは、貨幣供給量は一定に維持されるという利点があるが、金利については大幅に乱高下することになる。つまりこの場合、通貨供給量を固定する代償に実体経済のショックを金利が一手に引き受けることになる。金利が総支出にまったく影響を与えないような経済のもとでは問題ないが、金利の大幅な変動は往々にして貨幣・資本市場の機能を阻害し、人々の期待形成を攪乱することになるので、あまり好ましい政策方式とはいえないことになる。

一方、最終の波及変数が貨幣量であるとして、中間目標変数を金利(価格変数)によってコントロールしようとするケースが考えられる。貨幣当局が最終目標の望ましい貨幣量

10) 中央銀行の金融政策にとって、マネー・サプライのコントロールは最大の関心事であり、既に多くの理論的・実証的研究が行われている。ここでは、本稿の議論の展開のうえから必要と思われる側面に関して検討を行うこととする。ここでの理論モデルとしては三木谷良一〔13〕の第5節(pp.94-97)の説明に多くを負っている。

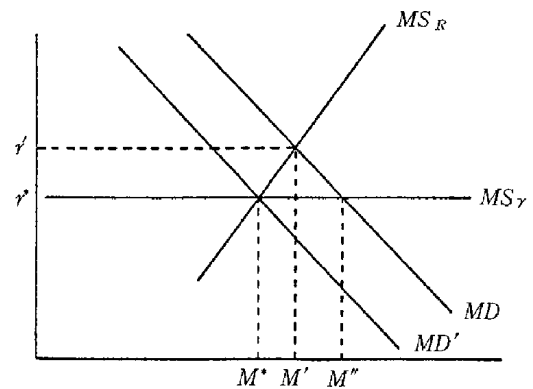
$M^*$  に対応する金利  $r^*$  を決定し、これを中間目標変数として操作する方式である。図4では、 $r^*$  の水準で金利を固定し、公開市場での売買を無制限に行う。このとき貨幣需要関数が  $MD$  から  $MD'$  にシフトが生じたとすると、貨幣量は  $M$  から  $M'$  に移動する。従って総需要は増大し物価も上昇をすることになる。このようなケースでは金利水準は一定しているが、マネーサプライは大幅に変動し、インフレーションを引き起さす可能性が高い。過去の経験的事実が示すように、インフレーションがマネーサプライの変化に強い関連を示す以上、この方式も望ましい運営方法とはいえない。

ところで以上の2つの方式は、貨幣需要関数が安定していてシフトが起こりにくい状況のもとでは、一定のマネーサプライ ( $r^*$ ) に見合う適切な貨幣供給 ( $M^*$ ) を行うか、逆に  $M^*$  に見合う  $r^*$  を誘導することによって適切な政策運営を行うことができるわけである。図4において、貨幣需要のシフトの規模と金利の変化ないし貨幣量の変化の関係は貨幣需要曲線の傾きに依存する。貨幣需要曲線が非弾力的である場合には、 $MD$  のシフトは貨幣供給量への影響は小さいが、金利への影響はそれだけ大きくなる。

4.2 最終の波及変数を金利とするケース  
次に、金融政策効果が金利(価格変数)を通じて総支出に影響を与えると考えられる場合である。この場合にも、中間目標変数として金利(価格変数)を採用する方式と、貨幣量(数量変数)を中間目標として採用しそれによって望ましい総支出の水準を誘導しようという方式の2つが存在することになる。

いま、最終の波及変数が金利であるとして、中間目標変数も金利によってコントロールしようとするケースがある。さて、図5によると、まず中間目標変数として金利を選択する場合、望ましい総需要をもたらすであろう金利水準  $r^*$  が推定され、貨幣当局はこの金利水準を固定的にして貨幣供給を行う。従って貨幣供給は  $MS_r$  となる。この場合、貨幣需要曲線が  $MD$  から  $MD'$  にシフトしたとすると、金利の水準は依然として  $r^*$  に維持されるが、貨幣量は  $M$  から  $M''$  に増加することになる。

図5 弾力的な貨幣供給曲線の場合



つまり、金利水準の維持が主要な課題であり、経済の変動は通貨供給の変動に吸収させようとする方式である。この場合、仮に金融政策の効果の総需要への波及経路が金利のみであって、貨幣量の変化の影響が少ないと思われるような経済が想定される場合には、この方式は意味を持つことになる。しかし、現実には貨幣量の増大はやがて総需要の増大、物価上昇の圧力を持つようになる。従って、完全雇用水準に近い経済の状態では好ましい政策方式ではないといえる。

他方、最終的な波及変数は金利であるが、中間目標変数として貨幣量によって望ましい

総需要の水準を達成しようとするケースが考えられる。このとき、貨幣当局は中間目標である貨幣量を適切に維持するために市中銀行の準備量供給をコントロールするという操作を行おうとする。この場合には、貨幣供給曲線は  $MS_R$  となり、貨幣需要曲線が  $MD$  から  $MD'$  にシフトが生じた場合には、金利（価格変数）が  $r^*$  から  $r'$  に上昇するとともに、貨幣量（数量変数）も  $M$  から  $M'$  に増大することになる。このとき、金利の上昇も見られるが貨幣量の増大の程度は金利を忠実に固定したケースより  $M'' - M'$  分だけ少なくて済むわけである。

この場合、金利の上昇は総需要に対して抑制的に作用し、貨幣量の増大は拡大的に作用する。その結果その効果は一部相殺されることになる。

金融当局の政策手段の選択肢としては以上の4つが存在することになるが、以上の各ケースに見られるように、金融市場が不安定なときには金利が、実物経済が不安定なときには貨幣供給量が各々選択されるべき手段となる。しかし、実際の政策運営においては、最適な政策運営は利子率固定でもなく、貨幣量固定でもなく、その中間的な利子弾力性をもった貨幣供給が妥当ということになる。

以上の各ケースはいずれも理論的な分類によって見たもので、現実の金融政策当局の政策運営がいずれかに当てはまるというものではない。伝統的な金融政策では、各国ともケインズ的な金利重視の政策運営を行ってきたが、アメリカでは1979年10月から約3年間、マネタリズムの色彩の濃い「新金融調節方式」と呼ばれる政策運営が行われた。これは「マネタリスト実験」とも呼ばれたインフレ抑制

を目的としたものであった。その後、この実験の結果をめぐってマネタリズムの有効性・妥当性に対する疑念が生まれさまざまな議論が交されてきた<sup>11)</sup>。

一方、日本銀行の政策運営はマネーサプライを重視しつつも金利の操作に重きが置かれてきた。しかし、結果的にはわが国のマネーサプライはいわゆる「狂乱物価」時と「バブル経済」時を除いて比較的安定し、優れた成果を示してきた。

## 5. 実証分析によるインプリケーション

金融政策の「2段階アプローチ」では、政策手段と最終目標とのあいだに、操作目標と中間目標を置いているが、操作目標としてはわが国ではコール・レートおよび「積みの進捗率」が用いられている。この操作目標と最終目標との間に中間目標が位置するが、中間目標変数としては、最終目標変数と安定的な関係を持っていることに加え、制御可能であることが求められる。つまり、コール・レートの操作を通じてマネー・サプライや市場金利に有為な影響を及ぼしうることが要求されるわけである。こうした点でこれまで多くの実証的な研究が内外で行われてきた。

そこで、わが国の計量的な実証分析による金融政策の効果を展望し、実際の金融政策の波及の効果の程度や特質について前節までの議論の肉付けを行ってみたい。以下での目的は実証分析そのものではなく、実証の結果得られた若干のインプリケーションに注目したい<sup>13)</sup>。

11) 各種の議論については晝間文彦〔9〕に詳しい紹介が行われている。

表2 短期金利誘導関数 (四半期ベース)

| 被説明変数                           | 説明変数              |                       |                         |                       |                 |   |
|---------------------------------|-------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|-----------------|---|
|                                 | 有効需要              | 物価上昇率の加速度             | 国際収支                    | 為替相場                  | 定数項             |   |
| プラザ合意前までの期間<br>(1975/I ~ 85/II) | -0.105<br>(-0.99) | 0.065<br>(4.69)<br>** | 0.078<br>(-3.05)<br>**  | 0.051<br>(2.26)<br>*  | 0.488<br>(1.08) | R <sup>2</sup> = 0.560<br>S.E. = 0.677<br>D.W. = 1.78 |
| 最近までの全期間(1975/I ~ 85/II)        | -0.016<br>(-0.23) | 0.057<br>(5.06)<br>** | -0.056<br>(-2.94)<br>** | 0.046<br>(3.09)<br>** | 0.146<br>(0.46) | R <sup>2</sup> = 0.515<br>S.E. = 0.628<br>D.W. = 1.72 |

- [注] 1. 被説明変数：コールレート (有担・季調済) の前期比変化幅  
説明変数 — 有効需要：1 四半期前の実質 GNP (季調済) 前期比変化率  
物価上昇率の加速度：当期の卸売物価上昇率 (前年比) - 前年同期の卸売物価上昇率 (前年比)  
国際収支：当期における経常収支黒字 (対輸出比率) の前期比変化幅  
為替相場：1 四半期前の円相場 (円/ドル) の前期比変化率
2. ( ) 内は t 値. \* は当該説明変数の係数が 5% 水準で有意, \*\* はそれが 1% 水準で有意であることを示す.

[出所] 岡部光明 [4] p.215より.

さて、日本銀行の短期金利の政策誘導に関して、岡部光明 [4] はコール・レート of 回帰分析 (政策反応関数の計測) による計測結果を報告している<sup>14)</sup>。期間は1975年第1四半期から1990年第4四半期までであるが、プラザ合意を境に前後を分けて比較を行っている。表2は岡部氏による計測結果を転載したものである。この計測結果から岡部氏は次のような政策のインプリケーションを指摘している。

第1に、日本銀行の金利操作は物価動向に決定的に左右されており、物価を表す説明変数として「物価上昇率の加速度」を用いてい

るが、その係数の有意性は高い、というものである。以上の指摘は、実際には日銀の政策運営は物価変動に敏感に反応した金利誘導を行ってきたためであろう。

第2に、国際収支や円相場への動向が考慮に入れられており、とくに後者への配慮はプラザ合意以降一層重要になっている、という点が指摘されている。内外市場が分断されていた時期と市場開放が行われた時期とでは差異がでることは当然予想されるところである。

第3には、これは実証分析には直接結びつかないが、日銀の政策スタンスとしてマネー・サプライの動向を重視していたとはいえ、日銀は厳格な意味でのマネタリストの行動を採っていたわけではないことを指摘している。これは金利操作が比較的有効に働く状況にあったことやその他の政策手段も有効に作用したことが金利を重視した政策運営を行っ

13) 金融変数と実体変数との関係については、多くの側面からさまざまな実証的研究が行われている。本節ではそうした研究を体系的に分類整理して展望することは目的ではないので、若干の断片的資料によって包括的な特色を捉えることにある。

14) 岡部光明 [4] pp.214-217参照。

てきた背景と思われる。

次に、短期市場金利と実質G N Pとの関係を「時差相関係数」によって分析したものとして堀江康熙・浪花貞夫〔11〕による分析結果がある<sup>15)</sup>。これは短期市場金利と実質G N Pを対象として「時差相関係数」を計測し、時間的な先行関係を観察したものである。

彼らの指摘によると、高度成長期においては全般的に両者の相関は低い状況にあったが、1975年代以降は相関が高まり、特に80年代後半の時期については1年強程度のラグを伴いつつかなり明確に変動しているという結果を報告している。こうした変化は特に市場金利ないし貸出金利と在庫・設備投資との関係に強く表れているという。ただしここでは、あくまで短期市場金利と実質G N Pとの関係についてのインプリケーションを示したもので、当座の議論であるコール・レートとの直接的な関係を示しているわけでないことに注意する必要がある。

さて近年、経済変数間の動学的な関係を分析する統計的手法としてV A R（多変量自己回帰）モデル、その発展型であるStructural V A Rモデルという新しい手法が開発され、さまざまな経済関係の分析に用いられるようになってきた。こうしたStructural V A Rモデルによってわが国の金融変数と実体変数との関係を分析したものとして、岩淵純一〔1〕による興味深い研究がある<sup>16)</sup>。

岩淵氏による分析では、金融と実体経済の関係を6つの変数、すなわち金利（コール・レート）、マネー（ $M_2+CD$ ,  $M_1$ ）、貸出額、

為替レート、実質生産、物価についてその動学的関係を実証的に分析を行っている。そこで以下では、岩淵氏が行った実証分析の結果による政策的なインプリケーションを見ることにしよう。

ただし、こでの計測結果は、他の実証分析でも同様であるが、あくまで一つの実証分析による観察であることに注意する必要がある。しかし、岩淵氏による実証結果のインプリケーションは、変数間の多様な関係を注意深く描いており、これまで見てきた金融政策の波及の経路・過程が実際のわが国の経済のなかで、どのような特徴をもって現れているかを知るのにも優れている。

#### (1) マネー・サプライから実物経済への影響について

「実質生産の変動は自律的要因による割合が大きいものの、 $M_2+CD$  でみたマネーの変動に基づく影響は無視し得ない大きさのものである。また、 $M_2+CD$  の影響は他のマネー指標（ $M_1$ ）や金利、貸出額等他の金融変数と比較して相対的に最も強く現れている。」<sup>17)</sup>

#### (2) マネー・サプライ、為替レートから物価への影響について

「物価に対して影響する要因としては、 $M_2+CD$  および為替レートをそれぞれ出発点とする影響が相対的に大きい。すなわち、広義マネー（ $M_2+CD$ ）増大の物価に対する影響は、比較的迅速（半年～1年後）に現れるうえ、中長期的にもその効果が続くというパターンが認められる。また、為替レートの円安化による物価押し上げ効果は短期的（ほぼ1年以内）に顕著に観察される。」

15) 堀江康熙・浪花貞夫〔11〕pp.91-92参照。

16) 岩淵純一〔1〕参照。

17) 岩淵純一〔1〕p.80より引用。以下同様。

(3) 短期金利からマネー・サプライへの影響の経路について

「短期金利を政策的に操作する場合、その実体変数に対する直接的な影響は、マネー変動の場合の影響を上回るものではない。これは、金利変動の効果は、むしろ金融部門を介して先ずマネーを変動させ、その結果として間接的に実体変数に影響を与えていることを示唆していると考えられる。」

(4) 為替レートから実物経済への影響について

「為替レートの円安化は、短期的には実質生産を増大させる（景気拡大効果）を持つものの、中長期的には逆に実質生産を減少させる効果（景気後退効果）を持つ。これは、円安化する場合、景気に対して短期的には純輸出拡大効果が重要である一方、中長期的には景気押下げに作用する面がより重要になることによるためと推察される。」

(5) 国内金利変動の為替レートへの影響について

「金融緩和（金利引き下げないしマネー増大）は、為替レートを中長期的に円安化する効果を持つことが観察されるが、この点と上記の為替レートと物価の関係を勘案すると、金融緩和のインフレ効果は、為替レートの円安化を通じるルートによって増幅される可能性があると考えられる。」

(6) 総合的な評価について

「以上の結果を総合的に評価すれば、マネーとくに  $M_2 + CD$ 、為替レートの両変数は金融政策を運営するうえで、その他の変数よりも実体経済との結びつきが深い変数として注視しておく必要がある。」

以上、少々長く岩淵氏の実証結果を引用し

てきたが、金融政策の波及効果の理論的理解は実証によっても矛盾なく証明されていることがわかる。特にわが国の経済の実態として、広義マネー（ $M_2 + CD$ ）および為替レートの相対的重要性、為替レート、金融緩和の中長期的影響などについて興味深い指摘を行っている。

## 6. 金融環境の変化とその対応

金融の自由化・国際化が急速に進展するなかで、わが国の経済・金融環境は大きく変わってきている。こうしたなかで、金融政策効果の波及の過程も金融を取り巻く経済環境によってその影響の範囲や効果が違ってくる。日本銀行の金融政策運営においても、金融の自由化は多くの面で重要な影響を及ぼしてきている。金融政策は、こうした環境変化に対応して多様で適切な政策対応が迫られている。

そこで以下では、金融政策の一般的な困難に加えて、近年の日銀の金融政策の環境の変化とその対応を中心として、わが国の金融政策の運営に関わる諸問題を検討してみよう<sup>18)</sup>。

まず第1に、中央銀行の政策手段の選択に関わる影響である。金融の自由化は、中央銀行の金融政策手段の選択に対してさまざまな影響を及ぼすと見られる。いくつかの主だった波及経路の変化を見ると、「法定準備率操作」を通ずる政策手段は、貸出政策と並ぶ伝

18) この点については多くの論ずべき側面があるが、ここでは金融政策効果の波及の経路に関わるいくつかの問題に限定して論ずることとする。ここでの議論は主に、重原久美春〔7〕第3節に負っている。

統的な政策手段ではあったが、1981年以降は積極的な意味で利用されていない。この政策手段はその発動の効果は大きい、機動的な運営という点では難点がある。欧米式の公開市場での政策運営が中心となってきた。同様に、中央銀行の直接的政策手段であった「窓口指導」にしても最近ではその利用が廃止されている。これは日銀の金融政策の有効性を支えた一つの重要な政策手段の一つであったが、金融自由化の進展に伴ってその効果が薄れてきたと判断されたためである。

一方、日本銀行の政策手段の一つである「貸出政策」は依然として重要な政策手段として運用されている。日銀貸出は一般に市中銀行の保有する長期国債を担保として行われるが、これは銀行準備の微調整に際してもっとも柔軟に行使し得る政策手段として利用されている。さらに、金融自由化に伴って各種金利がより弾力的に変動するようになったことや、民間経済主体の金融資産の蓄積につれて企業・家計の金利感応度が高まったことから、金利政策を通ずる影響は一般に効果が強まってきている。

さて、日銀の政策運営における主要な操作目標は、「日々の短期金融市場の情勢」とされる。すなわち、日銀はさまざまな政策手段を用いて金融市場の情勢を変えるために、市中銀行準備に対する圧力を変化させる。あるいは、金融市場情勢を安定的に維持するために、市場外部の要因の変化によって生じる銀行準備への圧力を変化させることを狙って、日々金融場を調節している<sup>19)</sup>。

ところで、こうした日々の金融調節は短期金融市場において行われるが、わが国では政府短期債のマーケットは未発達のため、オー

ブン・マーケットでの積極的な債券売買操作は行われていない。信用リスクのない政府短期債が活発に取引されるアメリカでの金融調節では、敏速にかつ最小の取引費用で公開市場操作が可能となっているが、わが国はこうした短期の債券市場が十分発達していないため、債券売買操作の範囲はそれだけ限られたものとなっている。

さて第2に、金利決定のメカニズムにおける「期待の役割」、その結果としての中央銀行の金融市場運営への影響がある。日銀による市中銀行準備に対する圧力の調整態度は、市場参加者にとって重要な「シグナル」となっている。市場参加者にとっては、日銀が現行の金融市場の情勢をどのように誘導しようとしているのかを知るシグナルとして、将来の金融動向に関する予想に大きな影響を与える。

これまで、金融政策効果の波及経路とその過程についてみてきたなかで、経済主体の「期待」ないし「予想」の果たす役割に言及してきたが、金融政策の発動の場において日銀の政策態度は一つの基本的な「シグナル」ないし「アナウンスメント」として注目されている。とりわけ「公定歩合」の変更は、市場の金利期待形成に強いアナウンスメント効果を持つとされている。同時に、その水準は直接「コスト効果」を及ぼすことはいうまでもない。

19) 日銀が現在、公開市場操作において売買に用いている債券・手形は、具体的には、(1)インターバンクの手形売買市場で取引される商業手形およびその他の手形、(2)優良企業によって発行され、オープンマーケットで取引されている無担保のコマーシャル・ペーパー、(3)政府短期債 (FB, TB)、(4)長期国債、となっている。

しかし、こうしたシグナルないしアナウンスメント効果は客観的なものではなく、市場参加者の主観的な判断によるものであり、中央銀行側の政策スタンスに対する誤認、不確実な報道、市場参加者の判断の不適切さ等により、市場の金利形成が大幅に攪乱される場合もある。同一のアナウンスメントも経済の状況によって異なった判断が下される例は少なくない。

このようなシグナルないしアナウンスメント効果に関する分析は、これまであまり本格的には掘り下げた研究は行われてこなかった。定量的な把握は困難ではあるが、その影響に対する必要性は極めて大きなものがある。日本銀行の短期金利誘導スタンスに関する短期市場参加者の認識の変化は、中長期金利の形成にも大きく影響するようになってきている。将来の日本銀行の政策スタンスに関する市場参加者の認識は、公定歩合の変更や日々の市中銀行に対する準備供給のスタンスだけでなく、日銀総裁の談話や金融データによっても影響を受ける。中央銀行は、状況によってはそのような市場の反応を容認することもある。

通常の場合、日本銀行はオーバーナイト金利の調節によって金融市場の情勢に影響を及ぼし、その他の満期（ターム）の金利については、市場の力による決定つまり自由な市場での売買による金利決定に委ねる方法を取っているという。しかし、期待の変化はこうした市場金利を思わぬ乱高下させる要因ともなる。ここで、日銀が金利水準を安定させるように大幅なマネー・サプライのコントロールを行うと、今度はマネー・サプライの乱高下が生じやすい。

第3に、金融の国際化、あるいは内外金融市場の統合化に関わる影響がある。金融政策の効果波及経路においても、プラザ合意以降「為替レート」の影響が強く見られる。ここで、海外金利の国内金利への影響を見ると、短期金利の場合と長期金利の場合とでは為替相場要因の影響の現れ方が大きく異なるとみられている<sup>20)</sup>。

短期金利については、海外短期金利の変動は主として為替の直先スプレッドの変化に吸収されるため、国内金利の変動には結びつけない場合が一般的である。そのため、長期金利の場合に比べてかなりの程度独立性を保っていると思われる。しかし長期金利の場合を見ると、長期性資金の国際移動は概ね為替先物予約を結ばない取引が行われており、そのため投資期間中の為替相場の予想変化率が重要な役割を演ずる。従って、海外長期金利の変動のかなりの部分が国内長期金利に波及することになる。

こうした長期金利の国際的連関によって、中央銀行は国内長期金利動向の解釈が従来よりも困難化する可能性がある。

第4に、金融政策の運営における各種の金融経済指標の役割に対する影響がある。ここでは、金融政策の操作ないし中間目標一般を扱うのではなく、日銀のマネー・サプライ・コントロールに関わるこれまでの政策運営について簡単に取り上げる。マネー・サプライに関しては、金融自由化によってマネーの概念が大幅に変化してきた。金融新商品の開発によっていわゆるニアマネーが族生し、貨幣需要関数のシフトが見られた。こうしたこと

20) この点の詳しい解説については、岡部光明〔3〕pp.13-17参照。



から、マネー・サプライのコントロールが一層困難となってきた。

かつて、日銀もマネー・サプライ重視の姿勢を打ち出し、1978年7月から広義マネー・サプライの予測値を公表してきた。日銀は欧米の中央銀行の動向にならい、マネー・サプライ重視の政策運営を打ち出してきた。事実、わが国の貨幣需要関数はかなり安定的であった。マネー・サプライも安定的で、物価水準の安定も維持されてきた。

しかし、実際の日銀の政策担当部門は厳格なマネタリー・ターゲティングに対しては慎重な姿勢をとってきた。結局、日銀はマネー・サプライを重要な一つの指標として位置づけてはきたが、具体的な政策運営においてはマネー指標だけによって行ってはこなかった。中心的な政策指標は依然として、金利を中心とするものであった。

当時の日銀の金融政策の成功した重要な理由として、日銀が広義マネーを短期的にはではなく中期的にコントロールすることを指向したことと、不安定な動きを示しやすい狭義マネー・サプライの動向に過剰反応しなかったことが指摘されてきた。こうした点は、金融自由化・国際化が進展するなかで、政策当局は金利にせよマネー・サプライにせよ、その動きに対して過敏な過剰反応をしないことの重要性を示唆している。既に見てきたように、マネー・サプライの厳格なコントロールは金利水準の過大な変動をもたらす。逆に、金利の厳格なコントロールはマネー・サプライの乱高下を誘発しやすい。

## 7. むすび

これまで、金融政策の効果波及の経路の検討を通じてわが国の金融政策の運営の特色を捉えてきた。こうした検討においてはもっぱらわが国の実情のみに限定し、欧米諸国との比較は制限してきた。本来、こうした作業にあたっては国際的な比較は不可欠な要因と思われるが、紙幅の関係であえて省略してきた。

アメリカの連銀の金融政策運営の方式も1951年以降、4つの時期に分けられる方法が採られてきた。すなわち、1951年から70年前後までの時期は、短期金融市場情勢を運営目標として、自由裁量に基づく政策運営が行われた。次いでインフレ対策を主眼として70年から79年の間は、貨幣量を中間目標とする貨幣量重視の政策に移行し、さらに、2桁のインフレへの対処から79年から82年までは、諸貨幣集計量のコントロールが厳格に行われた。そして82年から現在まで、借入準備を操作変数とする運営方式に移って今日に至っている。

一方、わが国の金融政策運営を見ると、これほど明確に運営方式を変更させていない。これは2度の例外を除けば、アメリカほど急激なインフレーションに見舞われなかったことが一つの原因ともみられる。また、日銀は金利政策を柱としているといっても、アメリカほど徹底した金利のみに基づく政策運営をしてきたわけでもない。金利に基づく政策運営を中心としながらも、各種の金融変数をにらみ、また窓口政策のような直接的なコントロールを取り入れた、多面的な政策運営を行ってきた。結果的にこうした運営方式がう

まく機能し、金融政策に対する信認を得てきたようである。しかし、狂乱物価時とバブルの発生・崩壊に見られる政策の舵取りに対しては、政策運営の失敗が指摘されている。

しかし、これまでの金融政策効果の波及経路を通ずる諸側面に関しては多くの精密な理論的・実証的分析があるが、それらを含めた全体としての波及効果を考察した研究は必ずしも多くはない。総合的な効果となると、途端に不確実性が増し、明解な判断ができなくなる。経済・金融現象がファジーの社会現象である以上、波及経路の一部の厳格なコントロールには限界があろう。むしろ、やや大雑把な調節による政策運営のほうが結果的には好ましいのかも知れない。

#### 参 考 文 献

- [1] 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—」『金融研究』第9巻第3号, 1990年10月.
- [2] 大久保隆『マネー・サプライと金融政策—理論と実証—』東洋経済新報社.
- [3] 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』第71号, 1981年1月.
- [4] ————「日本における金融政策の展開」重原久美春編『金融理論と金融政策の新展開』有斐閣.
- [5] 翁 邦雄『金融政策』東洋経済新報社.
- [6] 岸野文雄「金融政策の中間目標と政策運営」『創価経済論集』第23巻第2号, 1993年9月.
- [7] 重原久美春「金融自由化の進展と金融政策—日本の場合—」『金融研究』第9巻第4号, 1990年12月.
- [8] 晝間文彦「二段階アプローチとマネー重視の貨幣政策」『早稲田商学』289号, 1981年.
- [9] ————「金融政策の中間目標について」『早稲田商学』330号, 1988年10月.
- [10] 福田祐一「日本の利子率の期間構造分析—消費資産価格モデルの再検討—」『経済研究』第44巻第3号, 1993年6月.
- [11] 堀江康熙・浪花貞夫「金融変数の実体経済活動への影響に関する考察」『金融学会報告』第71号, 1991年1月.
- [12] 本多祐三「金融変数, 実物経済そして金融政策：近年の実証分析の展望」『金融経済研究』第6号, 1994年1月.
- [13] 三木谷良一「米国における金融政策の運営方式」『国民経済雑誌』第160巻第3号, 1989年9月.
- [14] 吉野直行・翁 邦雄「金融政策効果の波及過程」重原久美春編『金融理論と金融政策の新展開』有斐閣.
- [15] Bryant, R. C., 'Model Representations of Japanese Monetary Policy', *BOJ Monetary and Economic Studies*, Vol.9, No.2, Sept. 1991.
- [16] Fischer, Stanley., 'Rule Versus Discretion in Monetary Policy', in B. M. Friedman, F. H. Harn. eds., *Handbook of Monetary Economics*, Vol.2, North-Holland, 1990.
- [17] Friedman, B. M., 'Targets, Instruments, and Indicators of Monetary Policy', *Journal of Monetary Economics*, 1., 1975.
- [18] ————, 'Targets and Instruments of Monetary Policy', in B. M. Friedman, F. H. Harn eds., *Handbook of Monetary Economics*. Vol.2, North-Holland, 1990.
- [19] Poole, W., 'Optimal Coice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Marco Model', *Quarterly Journal of Economics*, 84., 1970.