

## 〔調査〕 アメリカにおける金融革新と金融政策

### はしがき

アメリカでは1960年代後半以降インフレーションが急速に進み、それとともに市場金利も急激に上昇した。しかし預金金融機関(商業銀行と貯蓄金融機関)の預金金利は、預金金利規制(Regulation Q)のためにその上限が規制されていたので、自由金利の国債やその他の市場証券との競争に勝てなかった。特に1966年、1969年、1973-74年の高金利時代に、預金金融機関の預金から市場証券へ資金が流出するといういわゆる financial disintermediation 現象が顕著となった。預金金融機関は資金補填のため、いろいろの工夫を行い、その一環として譲渡可能払戻指図書(Negotiable Order of Withdrawal, 略称 NOW)勘定、シェア・ドラフト勘定、国債金利連動型預金等の新金融商品を開発した。証券会社も短期金融資産投資信託(Money Market Mutual Fund, 略称 MMMF)や現金管理勘定(Cash Management Account, 略称 CMA)を導入した。このような新金融商品の開発は、エレクトロニック・バンキングのいっそうの発展とともに、アメリカに金融革新(financial innovation)の時代をもたらした。

金融革新の時代を迎え、アメリカでは戦前から引き継がれてきた金融制度と金融規制が再検討されることになり、1971年の「金融構造と規制に関する大統領委員会」(ハント委員会)報告以後、金融制度改革法案が議会で審議された。この改革法案が成立しないうちに、1部の新金融商品、すなわち自動振替サービス(Automatic Transfer Services, 略称 ATS)勘定、遠隔サービス施設(Remote Service Units, 略称 RSU)、シェア・ドラフト勘定について、要求払預金付利禁止規定に違反するという理由で、1979年4月に District of Columbia 巡回区連邦控訴裁判所から違法判決が出された。

そこで議会は、これまでの諸規制を改正するための法案の審議を急がざるをえないことになった。その結果1980年3月に「1980年預金金融機関規制緩和・通貨管理法」(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980, 以下「1980年金融制度改革法」

と略す)が成立した<sup>1)</sup>。この法律によって、支払準備率の適用対象の拡大、預金金利規制の段階的廃止、貯蓄金融機関の業務範囲の拡大、1979年4月に違法判決の出していた新種預金の公認、NOW 勘定の全国的認可が決定された。

しかし1980年以後も預金金融機関、特に貯蓄金融機関の経営は改善されなかった。その主要な原因の1つとして、証券会社の MMMF の急成長を挙げることができる。

貯蓄金融機関の救済を主たる目的にして1982年10月15日に「1982年ガーン=セントジャーメイン預金金融機関法」(Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982, 以下「1982年預金金融機関法」と略す)が成立した。この法律の主要内容については、後述するが、MMMFの対抗商品として短期金融市場預金勘定(Money Market Deposit Account, 略称 MMDA)が認可されたことは注目してよい。

これら一連の新種預金の導入は、貨幣概念の混乱をもたらし、貨幣集計量を中間目標として運営されている金融政策に大きな影響を与えている。そこでまず1970年代以降における新種預金の導入を振り返ってみよう。

### I 新種預金の導入

1970年代における新種預金の口火を切ったのは、NOW 勘定である。NOW 勘定は利付勘定であり、しかも小切手に類似の譲渡可能払戻指図書によって払戻しができるので、要求払預金の性格ももっている。この勘定は1972年6月にマサチューセッツ州の州免許相互貯蓄銀行が初めてその提供を許可され、次いで同年9月にニューハンプシャー州の州免許相互貯蓄銀行が許可された。マサチューセッツとニューハンプシャーの両州においては、1974年1月1日に信用組合を除く全預金金融機関が議会によって NOW 勘定の提供を認められた<sup>2)</sup>。

1) この法律については、拙稿「米国金融制度改革の背景と帰結」『経済研究』第32巻第1号、昭和56年1月参照。

2) 1973年8月16日に成立した Public Law 93-

NOW 勘定の導入は上記の2州に限られていたが、1976年2月27日に連邦法によってコネチカット、メイン、ロード・アイランド、およびヴァーモントの諸州にNOW 勘定が認可された。なお利子の付かないNOW 勘定も1974年中に開発され、コネチカット、デラウェア、インディアナ、メリーランド、ニュージャージー、ニューヨーク、ノース・カロライナ、オレゴン、ペンシルヴァニア、ロード・アイランドおよびユタ州所在のいくつかの貯蓄金融機関が取り扱い始めた。1975年になると他の数州で、州法によって同種の預金を州免許金融機関に認めた。それらの州はイリノイ、メイン、ネブラスカおよびヴァーモントである<sup>3)</sup>。

NOW 勘定は個人および非営利団体等に限定され、預金金利規制は課せられる。「1980年金融制度改革法」にもとづきNOW 勘定は1980年12月31日に全国的に認可された。

NOW 勘定については、信用組合は除外されているが、信用組合は同種のサービスをシェア・ドラフト勘定(Share Draft Account)によって行っている。この勘定は1974年8月に全国信用組合機構(National Credit Union Administration, 略称NCUA)が連邦信用組合に一時的に権限を付与したのが契機となり、州免許信用組合が参加し、急速に普及した。このシェア・ドラフト勘定は組合員の出資金勘定に対して第三者支払いに使用できるドラフトを振り出すことを認めるもので、シェア・ドラフトは信用組合の取引銀行における勘定を通して処理される。したがって性格においては利付NOW 勘定と異なる。

NOW 勘定やシェア・ドラフト勘定は本来貯蓄預金であるが、利付要求払預金の性格をもっている。貯蓄金融機関は従来要求払預金の取扱いを認められていなかったため、これらの新種預金を採用することによって第三者支払サービス業務に進出することができるようになった。

1970年代に貯蓄性預金に決済性を与える手段として、RSU、電話振替サービス(Telephone Transfer Services)、ATSが考案された。RSU(1974年1月認可)は、連邦貯蓄貸付組合が、スーパーマーケットや空港に設置したコ

ンピューター端末機であり、これを通じて顧客の出資金に対する受払いを行うことができる。電話振替サービスは1975年4月に連邦準備制度加盟商業銀行に認可されたものであり、預金者の電話による指図で、貯蓄預金から要求払預金への振替えを認めるものである。またATSは事前取決めにより要求払預金残高が不足する場合に、小切手支払に必要な額を自動的に貯蓄預金から要求払預金へ振り替えることを認めるものである。ATSは1978年11月に商業銀行と相互貯蓄銀行に認可された。

上述の決済性のある貯蓄性預金の導入に続いて、1970年代後期から、1980年代初期にかけて、市場金利連動型の預金が導入された。その最初のもは1978年6月に信用組合を除く全預金金融機関によって取扱いが開始された短期金融市場預金証書(Money Market Certificates, 略称MMC)である。MMCは6ヵ月物TBレートに連動して付利される6ヵ月物定期預金である。最低額面は当初10,000ドルであったが、1983年1月5日に2,500ドルに引き下げられた。1982年5月に91日物MMCが導入され、この金利は91日物TBレートに連動する。取扱金融機関は6ヵ月物MMCと同じである。

1980年1月に小口貯蓄者預金証書(Small Savers Certificates, 略称SSC)が導入されたが、これは2年半物財務省証券金利を基準とする1年半から2年半までの定期預金である。取扱金融機関はMMCと同じである。

これら一連の市場金利連動型の定期預金の導入によって、預金金融機関の資金はかなり回復したが、まだ十分ではなかった。その原因の1つはMMC等の最低額面が10,000ドル以上と高いものが多かったことにある。これに対し証券会社のMMMFは最低投資金額が500ドル~1,000ドルと低く、小口預金者も利用できたし、金利の面でも、決済性の面でもMMMFの方が有利であった。

預金金融機関が取り扱った預金で最も人気の高かったのは、All Savers Certificates(略称ASC)であり、これは1981年8月に成立した1981年減税法により全預金金融機関に認められた1年物の非課税貯蓄証書である。金利は1981年減税法で1年物TB金利の70%と定められたが、最低額面が500ドルと低く、利息が個人に対して1,000ドル、夫婦の場合は2,000ドルまで非課税というのが、最大の魅力であった。ただし発行期間は1982年12月までに限定された。

その他、期間の比較的短いもので、TB金利基準で付利されたものに7~31日物のMoney Market Accountsがある。これは1982年9月に、商業銀行、相互貯蓄銀行、貯蓄貸付組合が導入した定期預金で、当初はその金

100にもとづく。

3) Steven M. Roberts, "Developing Money Substitutes: Current Trends and Their Implications for Redefining the Monetary Aggregates," Board of Governors of the Federal Reserve System, *Improving Monetary Aggregates*, Staff Papers, 1978, p. 150 による。

利は91日物TB平均金利を基準とし、最低額面20,000ドルであったが、1983年1月5日に最低額面は2,500ドルに引き下げられるとともに、預金金利規制適用外となった。

さらに最も重要なものとして、「1982年預金金融機関法」によって MMMF の対抗商品として導入が許可された MMDA が、1982年12月14日はじめて登場し、それに少し遅れて1983年1月5日にスーパー NOW 勘定 (Super-NOW Accounts) が登場するが、この2つは後で詳しく取り上げる。

## II 1982年預金金融機関法

「1980年金融制度改革法」によって預金金利規制の段階的廃止がきまり、貯蓄金融機関の業務範囲も拡大した。他方預金金融機関は新種預金の導入に積極的に取り組み、経営の立直しに懸命の努力を払った。しかし、歴史的な高金利状態はその後も続き、預金金融機関は証券会社の MM MF の急増に悩まされ、特に貯蓄金融機関は、過去の資金運用が低利の住宅抵当貸付に傾いていたために、経営困難に陥るものが多かった。この貯蓄金融機関の救済を主たる目的にして、いくつかの法案が議会に提出された。そのうち特に重要なものとして、1981年10月7日に上院銀行委員会委員長ガーン (Jake Garn) が提出した「1981年金融機関再編成・サービス法案」(Financial Institution Restructuring and Services Act of 1981, S 1720, 略称ガーン法案)と、81年9月に下院銀行委員会委員長セントジャーメイン (Fernand J. St Germain) が、他の2人の議員と共同提案した「預金保険権限強化法案」(Deposit Insurance Flexibility Act, H. R. 4603, 通称「監督機関法案」)を挙げることができる。後者は81年10月28日に371対46の圧倒的多数で下院を通過した。同日に下院銀行委員会委員長セントジャーメインは、金融機関の改革をより広範な立場から再検討するために、「変革期における金融機関」(Financial Institutions in a Revolutionary Era)と題する資料を下院銀行委員会に送り、同検討資料は11月10日に下院本会議で報告された。このように、「1980年金融制度改革法」成立後も、金融制度の再改革をめぐって、上院、下院とも議会で活発に審議が重ねられた。その結果1982年10月15日に成立したのが、「1982年ガーン=セントジャーメイン預金金融機関法」である。

次にこの法律の主要な内容を紹介しよう。

### 1. 預金保険機関の権限強化

第1章は「預金保険権限強化法」(Deposit Insurance

Flexibility Act) という名称が与えられていることからわかるように、経営危機に陥った預金金融機関を救済するために、連邦預金保険機関すなわち連邦預金保険公社と、連邦貯蓄貸付保険公社の権限を強化することを規定している。これらの預金保険機関は、それぞれの管轄下にある預金金融機関が、倒産もしくは倒産しかかった場合に、それらの金融機関を救済するために、貸付を行ったり、資産の買上げや負債の引継ぎ等を行う権限を与えられた(111条, 112条)。

さらに預金金融機関の救済という非常事態にかぎり、これまでの法律では禁止されていた異業態間もしくは州際を買収、合併を認める権限を同法成立後3年間預金保険機関に与えている(116条, 123条)。この場合の買収、合併の入札適格金融機関の優先順位は、(1) 同業態・州内、(2) 同業態・州際、(3) 異業態・州内、(4) 異業態・州際となっている。

カーター大統領報告<sup>4)</sup>で勧告されていた「1956年銀行持株会社法」の第3条(d)項の修正については、この1982年の法律の第116条(4)(i)で、同条(2)項もしくは(3)項のもとで被保険銀行を買収、合併する機関は、「1956年銀行持株会社法」第3条(d)項もしくはその他の州法、連邦法の条項にかかわらず、州外の銀行もしくは銀行持株会社の子会社として営業認可されることになった。

### 2. 自己資本証書の発行認可

「1982年預金金融機関法」の第2章は「自己資本証書法」(Net Worth Certificate Act)と名づけられている。

住宅金融機関の経営困難は、過去における低利の住宅抵当貸付に起因するところが大きい。これらの住宅抵当貸付によって損失を蒙っている金融機関に、自己資本証書を発行させ、それを預金保険機関が買入れることによって、それらの金融機関の自己資本を増強することが狙いである。

自己資本証書の発行が認められる金融機関の適格条件は、(1) 州もしくは連邦の預金保険制度に加入していること、(2) 前2・4半期引続き営業損失があること、(3) 自己資本が資産の3%以下であって、預金保険機関による自己資本証書買入後の自己資本の対資産比率が0.5%

4) この報告の名称は *Geographic Restrictions on Commercial Banking in the United States, The Report of the President* (Department of the Treasury, January 1981) である。この報告については、拙稿「米商銀の州際支店設置規制」『経済研究』第33巻第3号、昭和57年7月参照。

をこえること、(4) 住宅抵当貸付もしくはそれと関係する証券投資が総貸付の20%に達していることである(202条)。

なお自己資本証券の発行限度は、(1) 自己資本の対資産比率が2%超-3%の金融機関について、営業損失の50%、(2) 自己資本比率が1%超-2%の金融機関について、営業損失の60%、(3) 自己資本比率が1%以下の金融機関について、営業損失の70%になっている(202条)。

### 3. 貯蓄金融機関の業務拡大

第3章は「貯蓄金融機関再編成法」(Thrift Institutions Restructuring Act)と名づけられ、貯蓄金融機関の業務のいっそうの拡大を規定している。

貯蓄金融機関のうち相互貯蓄銀行は、「1980年金融制度改革法」で事業貸付とそれとの関連で要求払預金の取扱いが認められたが、1982年法では、貯蓄貸付組合も事業貸付や農業貸付との関連で、貸出先企業と農業者から要求払預金を受け入れることができるようになった(312条)。また82年10月15日以後、貯蓄貸付組合は総資産の5%、相互貯蓄銀行は総資産の7.5%〔1980年金融制度改革法〕では5%〕を限度とし、企業、法人および農業者向け貸付が認められることになり、84年1月1日以後はその限度がそれぞれ総資産の10%に引き上げられる(325条)。「1980年金融制度改革法」で貯蓄金融機関の消費者ローンが、総資産の20%を限度とし認められたが、新法でその限度が30%に引き上げられた(329条)。

このように、貯蓄金融機関はその業務範囲の拡大が認められたことにより、商業銀行との同質化はいっそう促進されることになろう。

金融機関の住宅抵当貸付の回収を促進するために、デュー・オン・セール条項(due-on-sale clause 抵当貸付の対象となっている不動産を売却したとき、貸付金を全額返済させる取決め)の行使を禁止している州法に対し、連邦法を優先させ、同条項の行使を認めた(341条)。

### 4. MMDA の創設

「1980年金融制度改革法」以後の論争点からみて、この第3章のなかで特筆すべきことは、証券会社のMMMFに対抗する新金融商品として、全預金金融機関にMMDAの創設を認めたことである(327条)。

MMDAは最高金利限度がない自由金利預金で、毎月自動振替えと小切手振出しをそれぞれ3回以内認められる。このように、MMDAは決済勘定の性格ももつけれども、法定準備率は既存の決済勘定に対するものを適用

せずに、定期預金と同じ扱いになっている。したがって、個人所有のMMDAは法定準備率を課せられない。その点では証券界のMMMFと同じである。MMDAは10万ドルまでの預金保険が適用されるから、その面では預金保険の対象とならないMMMFより有利である。

MMDAは「1982年預金金融機関法」発効後60日以内に実現する運びになっていたが、預金金融機関規制緩和委員会(DIDC)は、1982年11月15日にMMDAの実施細則を発表し、その最低預入額(月平均残高)は2,500ドルにきまった。MMDAは12月14日に取扱いが開始された。

### 5. 預金金利規制と支払準備規定の修正

「1980年金融制度改革法」では、6ヵ年の経過期間を置いて、預金金利規制を廃止することが決められたが、その経過期間中は、商業銀行と貯蓄金融機関の間に認められていた0.25%ポイント高の金利格差は、存続されることになっていた。この金利格差について、商業銀行、特に中小銀行から、貯蓄金融機関の業務拡大を認めながら、この金利格差を存続させることは、競争上の不公平を生ぜしめるという不満が出ていた。

DIDCは、1981年6月に、預金金利規制の段階的廃止スケジュールを発表したときに、この金利格差を1983年8月1日以後廃止しようとした。この措置に対し、貯蓄金融機関側は、預金金利規制の存続中に、金利格差を廃止することは違法であると、裁判所に提訴した。裁判所は、DIDCが議会の承認なしに、1986年3月31日以前にそのような措置をとる権限はないという違法判決を下した。このような経過があったので、「1982年預金金融機関法」は、貯蓄金融機関のいっそうの業務拡大を認めることにした1984年4月1日を期して、この金利格差を廃止することを明文化したわけである(326条)。

中小金融機関に対する配慮から、「1980年金融制度改革法」の支払準備率規定を1部修正し、預金金融機関の法定準備を課せられるべき預金のうち、当初の200万ドル分については、ゼロ%の支払準備率を適用することにした(411条)。

1982年法の第4章以下の内容については、ここではふれないが、そのタイトル名だけを示すと次のとおりである。第4章国法銀行と加盟銀行に関する規定(401-433条)、第5章連邦信用組合法の改正(501条-533条)、第6章銀行持株会社の財産・損害・生命保険業務(601条)、第7章雑則(701条-712条)、第8章代替的な抵当貸付取引(801条-807条)。

このように「1982年預金金融機関法」の規定内容は

きわめて広範である。ここで1つだけ指摘しておきたいことは、第8章で、抵当貸付の金利や期間などについて契約期間中に条件を変更できる制度を、連邦免許以外の住宅貸付金融機関にも認めたことである。このような制度は連邦免許の預金金融機関には既に認められていた。それとの公平をはかるために、1982年の新法で、州法に優先させて、同じ制度を連邦免許以外の住宅貸付金融機関(預金金融機関を含む)に広く導入した(802条, 803条)ことは注目してよい。

アメリカの金融革新は、最近目覚ましいテンポで進展し、法律的規制がそれを追いかけるという様相を示している。50年ぶりの意義ある銀行立法と高く評価された「1980年金融制度改革法」でさえ、わずか2年半余で「1982年預金金融機関法」によって大幅に手直しされた。しかし1982年の新法も、多分に対症療法的性格をもち、銀行と証券の垣根の問題とか、預金金融機関の州際支店設置問題等、根本的解決を要する問題を数多く残している。

### III MMDA とスーパー NOW

「1982年預金金融機関法」で認可されたMMDAは1982年12月14日に取扱いが開始された。その直後の1983年1月5日にDIDCは商業銀行、相互貯蓄銀行および貯蓄貸付組合に対してスーパーNOW勘定の開設を認めた。以下これら2種の新種預金の動向を取り上げる<sup>5)</sup>。

MMDAとスーパーNOW勘定はいずれも2,500ドル以上の平均残高を有する勘定ならば、預金金利規制を受けない。この場合平均残高算定の期間は1ヵ月までである。平均残高が2,500ドルに満たない勘定に対しては、NOW勘定と同じ金利上限規制を受ける。MMDAの預金者は、1ヵ月あたり6回までの自動ないし電話による資金移動ができ、そのうち3回までの小切手による払戻しが認められている。しかし自分で引き出す場合には無制限である。

DIDCは「1982年預金金融機関法」の規定に従って、MMDAを保有できる預金者の範囲を制限しなかった。他方スーパーNOW勘定は、完全な決済性を具えているが、それを利用できるのは、個人、政府機関および特定の非営利組織に限られている。MMDAとスーパーNOWは、特定の金利の保証は1ヵ月以内とされている。支払

5) 本項の叙述はFrederick T. Furlong, "New Deposit Instruments," *Federal Reserve Bulletin*, May 1983に負うところが大きい。

第1表 開設当初のMMDAとスーパーNOW残高の推移  
(単位: 10億ドル, 季節変動未調整)

期 間	MMDA			スーパー NOW		
	商業 銀行	貯蓄 金融 機関	合計	商業 銀行	貯蓄 金融 機関	合計
	月 中 平 均					
1982年12月	26.5	16.7	43.2	...	...	...
1983年1月	114.2	74.9	189.1	8.4	4.9	13.3
2月	163.3	114.4	277.7	15.2	7.5	22.7
3月	185.8	134.7	320.5	18.1	8.4	26.5
	週 平 均					
1983年3月2日	174.9	125.6	300.5	16.6	8.0	24.6
9日	180.6	130.6	311.2	17.6	8.3	25.9
16日	185.3	134.3	319.6	18.1	8.4	26.5
23日	188.4	136.9	325.3	18.4	8.4	26.8
30日	190.9	138.4	329.3	18.7	8.4	27.1
4月6日	194.2	140.7	334.9	19.7	9.0	28.7
13日	197.6	143.0	340.6	20.5	8.9	29.4

出所: Frederick T. Furlong, "New Deposit Instruments," *Federal Reserve Bulletin*, May 1983, p. 320.

準備率についてはMMDAは貯蓄性預金とみなされているから、営利法人分について3%課せられるだけで、個人分については課せられない。これに対しスーパーNOW勘定は決済勘定とみなされるので、個人、非営利法人分とも12%の支払準備率が課せられる。

#### 1. 新種勘定の急成長

MMDA導入に対する預金金融機関と預金者の反応は実にすばやかだった。MMDAが提供された当初の6週間におけるMMDAへの流入額は毎週平均350億ドルを越えていた。さすがに3月下旬から4月上旬にかけての週当たり流入額は約50億ドルに低下したが、それにしても第1表で示されているように、導入後わずか4ヵ月で3,400億ドルをこえたのは驚異的である。ちなみに人気の高かった6ヵ月物MMCでさえ、この水準に達するには2年近くかかった。

スーパーNOWの成果は、MMDAの急成長と比べればはるかに劣っている。第1表で示されているように、1983年4月半ばのスーパーNOW残高は合計約294億ドルにすぎない。全預金金融機関はスーパーNOWの取扱いを始めたが、MMDAほど積極的ではなく、また金利の点でもMMDAよりはるかに劣っていた。預金金融機関はMMDAの開始当初はMMMFへの対抗意識から、MMMFより高い金利をつけていたことが第2表によって明らかである。表中の商業銀行と相互貯蓄銀行のMMDA金利は、階層別サンプルの回答にもとづく推計であ

第2表 MMDA とスーパー NOW 等の金利  
(単位: %, 年利)

商 品 名	1982	1983		
	12月29日	1月26日	2月23日	3月30日
MMDA <sup>1)</sup>				
商業銀行	10.6	9.0	8.3	8.2
相互貯蓄銀行	11.0	10.0	9.0	8.6
スーパー NOW <sup>1)</sup>				
商業銀行	…	7.6	7.3	7.3
相互貯蓄銀行	…	8.3	7.6	7.5
6ヵ月物 MMC <sup>1)</sup>				
商業銀行	8.4	8.3	8.5	8.9
相互貯蓄銀行	8.7	8.6	8.8	9.0
MMMF <sup>2)</sup>	8.1	7.8	7.8	7.8
3ヵ月物 TB <sup>3)</sup>	8.4	8.4	8.2	9.0

注 1) サンプル調査にもとづく平均レート

2) 全 MMMF の平均レート

3) 利回り

出所: "New Deposit Instruments," *op. cit.*, p. 321.

り、MMDA 残高による加重平均金利である。貯蓄貸付組合については同種のデータはえられないが、非加重平均の比較によると相互貯蓄銀行の金利に近いといわれている。

1982年12月29日のMMDAの平均金利はMMMFの平均金利よりも2.5~3%ポイント高かった。この金利差は1983年3月末にはMMDAの金利の低下によって相当狭まっている。なお相互貯蓄銀行は商業銀行よりもMMDA金利を高めめに設定している。1966年金利規制法によって、貯蓄金融機関にも預金金利規制が課せられることになったが、商業銀行よりも0.25~0.5%ポイント高の金利上限が認められていた。その後、貯蓄金融機関は商業銀行と同種の預金については、0.25%ポイント高の金利を設定するのが通常であった。しかしMMDAの金利は、これまでの金利格差をはるかにこえて設定されている。

スーパー NOW 勘定の金利は、商業銀行と相互貯蓄銀行の双方について、MMDA金利よりも1%ポイント以上低く設定されていることがわかる。この金利格差を説明する1つの要因は、MMDAとスーパー NOW に対する支払準備率の適用の仕方が異なることである。MMDAは「1982年預金金融機関法」で貯蓄預金と規定されたので、個人保有のMMDAは支払準備率の適用から除外される(「1980年金融制度改革法」103条による)。他方スーパー NOW 勘定は決済勘定と規定されたので、支払準備率を課せられる。しかしそれだけでは説明しきれない金利差であるので、預金金融機関がスーパー NOW

勘定についてそれほど積極的に取り組まなかったという解釈も生まれる<sup>6)</sup>。

## 2. 他の金融資産への影響

MMDAとスーパー NOW 勘定は、証券会社のMMMFに対抗する商品として開発され、認可されたものである。その目的を成功裡に果していることは、それらの預金導入直後のMMMFの急減によって立証される。一般向け、ブローカー・ディーラー向けMMMFは、1982年11月から1983年3月の間に約370億ドル減少し、同期間に機関投資家向けMMMFも約65億ドル減少した。家計と預金金融機関の双方についての調査結果によれば、この期間のMMMFの減少が、主としてMMDAへのシフトを反映していることがわかる。しかしMMDAの資金源としてはMMMFはその1部分にすぎず、他の預金勘定、特に貯蓄性預金と小口定期預金勘定からも多量に流れ込んできていることを調査結果は示している。事実、1982年11月から1983年3月にかけて、全預金金融機関の貯蓄性預金は480億ドル減少した。同じ時期に小口定期預金の減少額は、1,300億ドルに達し、いっそう劇的であった。小口定期預金のうちMMDAへ移動したものは、6ヵ月物MMCのように市場金利連動型の預金であった。MMDAの導入はまた大口CD残高の減少をもたらししているが、それは、大口CD保有者がMMDAへ直接シフトしたこととやらんで、預金金融機関がMMDAの大量流入に直面して、大口CDの発行を意識的に減らすという債務管理面の決定を下したことを反映している。

MMDAの開設当初の金利は、MMMFやその他の預金勘定よりも、MMDAを魅力的にしたばかりでなく、またほとんどすべての短期市場証券よりも魅力的にした。家計調査の示すところによれば、貯蓄者の1部は政府証券やその他の利付市場証券よりMMDAへ資金を移したし、またMMMF以外のミューチュアル・ファンドや株式市場からも資金を移している。

MMDA, MMMF, およびその他の短期投資の利回りが一般的にスーパー NOW 勘定の金利を上回っていたので、スーパー NOW の資金源は要求払預金と通常のNOW勘定であると予想される。事実、調査データとクロス・セクション計量分析は、スーパー NOW へ流入した多額の資金は、その他の決済勘定からきたことを示している。さらに非決済勘定からきた資金も、MMMFのような非預金資金源泉からではなくて、大部分は貯蓄・定期

6) *Ibid.*, p. 321 参照。

預金からのものであった<sup>7)</sup>。

商業銀行のスーパー NOW の 1 勘定当りの平均残高は 1983 年 3 月末において約 13,500 ドルであり、DIDC が設定した最低残高 2,500 ドルよりはるかに高かった。通常の NOW 勘定の平均残高は 1982 年 11 月末 5,746 ドル、1983 年 2 月末 5,143 ドルであったから、通常の NOW 勘定と比べて、スーパー NOW 勘定の方が大口であったことがわかる。通常の NOW 勘定の平均残高の規模が、低下していることは、相対的に大口の NOW 勘定がスーパー NOW 勘定にシフトしたことと関係がある。また預金者がスーパー NOW 勘定により大きな残高を置くことの魅力は、その残高が 5,000 ドル、10,000 ドルといった一定の限界をこえる勘定に対しては、預金金融機関がサービス手数料を引き下げていることとも関係がある。

上述したとおり、MMDA とスーパー NOW 勘定が商業銀行と貯蓄金融機関の預金吸収力を高めたことは明らかである。しかしこれらの新種預金の導入によって、他の預金もしくは非預金から大量の資金移動が起った。このことは最近の個人貯蓄のうちの金融資産増加の内訳をみても明らかである。

第 3 表では MMDA は定期・貯蓄預金に含まれている。MMDA が創設される前の個人貯蓄において占める定期・貯蓄預金増加額は、1981 年において 663 億ドルであり、MMMF の増加額 1,075 億ドルよりはるかに小さかった。しかし 1982 年 12 月に MMDA が創設されるや、1982 年第 IV 4 半期以降の MMMF は負値になり、それとは逆に定期・貯蓄預金の増加は著しい。特に 1983 年第 I 4 半期には定期・貯蓄預金は年率 2,728 億ドル増加し、MMMF は年率 1,052 億ドル減少している。

前述したように、スーパー NOW 勘定の増加は、経済全体でみれば、MMDA の増加と比べてはるかに劣っているが、しかしスーパー NOW 勘定は主として個人が対象であったために、個人貯蓄の構成に与えた影響は大きかった。スーパー NOW 勘定は決済勘定として定義されているので、第 3 表では要求払預金・通貨の数字に含まれている。スーパー NOW が創設された 1983 年 1 月以降の第 I 4 半期は要求払預金・通貨が年率 754 億ドルという空前の増加を示し、第 II 4 半期においてもその増加は年率 508 億ドルに達している。これは、スーパー NOW の影響と思われる。これに反して MMMF は 1982 年第 IV 4 半期以降減少し続けている。

この個人貯蓄における資金移動の例示からもその一端

第 3 表 個人貯蓄のうち金融資産増加の内訳

(単位: 10億ドル)

	金融資産増加	要求払預金・通貨	定期・貯蓄預金	短期金融資産投資信託	証券	その他 <sup>1)</sup>
1960	32.1	1.0	12.0	—	4.0	15.1
1961	35.4	-0.9	18.3	—	1.8	16.4
1962	40.1	-1.2	26.1	—	-0.7	15.9
1963	46.6	4.2	26.2	—	3.4	16.8
1964	55.7	5.3	26.1	—	5.0	19.3
1965	58.8	7.6	27.8	—	2.9	20.6
1966	57.9	2.4	19.0	—	13.0	23.6
1967	69.8	9.9	35.3	—	-0.7	25.3
1968	75.6	11.1	31.1	—	5.6	27.9
1969	65.2	-2.5	9.1	—	33.1	25.5
1970	81.5	8.9	43.6	—	-0.2	29.3
1971	102.1	12.2	67.7	—	-11.2	33.3
1972	131.5	13.9	74.4	—	2.4	40.8
1973	148.5	14.1	63.6	—	29.5	41.3
1974	147.3	7.4	55.7	2.4	34.5	47.4
1975	174.3	6.9	83.4	1.3	25.6	57.1
1976	210.5	15.7	107.5	0	15.7	71.6
1977	235.4	20.1	107.5	0.2	21.3	86.3
1978	275.3	22.5	100.3	6.9	42.1	103.4
1979	293.6	22.0	78.5	34.4	54.7	104.0
1980	323.1	3.8	125.6	29.2	37.0	127.5
1981	354.2	25.8	66.3	107.5	19.2	135.5
1982	365.2	23.0	120.5	24.7	45.6	151.3
1982 I	316.2	25.9	113.3	38.2	11.5	127.2
II	347.1	0.7	97.9	40.5	46.9	161.0
III	389.6	19.9	87.0	88.1	38.0	156.6
IV	409.9	45.2	183.4	-68.1	84.8	164.7
1983 I	414.6	75.4	272.8	-105.2	13.3	158.3
II	405.4	50.8	163.2	-62.7	98.1	156.1
III	439.2	17.1	218.0	-6.5	61.0	149.7

資料: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Fund Accounts, Third Quarter 1981*, pp. 52-53, *ibid.*, Third Quarter 1983, pp. 52-53.

注 1) その他は民間・政府の保険・年金積立金等。

が読みとれるように、新種預金の導入は既存の金融資産の移動を必然的に伴う。したがって、新種預金の導入は貨幣集計量の動きを新種預金の導入以前と異なるものにする。また新種預金を貨幣集計量のどのカテゴリーに含まれるかによって、貨幣集計量の各カテゴリーの数字は大きな変動を示すことになる。そこで統計上の貨幣の定義が再検討されねばならなくなった。

#### IV 貨幣集計量の変遷

金融革新下における新金融商品の導入に直面して、FRB は貨幣集計量の改善をはかる必要が生じた。FRB は 1974 年初期に、金融政策を策定し、実施するために FRB が使用する貨幣集計量の性質を技術的に評価し、報告させるために、貨幣統計諮問委員会を任命した。同委員会の報告<sup>8)</sup>は 1976 年 6 月に FRB によって公刊さ

8) *Improving the Monetary Aggregates: Report of the Advisory Committee on Monetary Statistics*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1976. こ

7) *Ibid.*, p. 323.

れた。FRBはこの報告書にもとづき、1980年2月にそれまでの貨幣集計量の定義の大幅変更を行い、その後も小修正を加えている。本項は貨幣集計量の定義変更の歴史的経過を新金融商品の導入と関連づけて取り上げる。

### 1. 旧貨幣集計量

FRBが貨幣集計量を公式に発表するようになったのは、比較的最近のことである。1960年までは連邦準備統計は「貨幣」もしくは「貨幣ストック」と名付けられた系列を含んでいなかった。*Federal Reserve Bulletin*の巻末に掲載されている統計ページは、1960年以後の10年間現金通貨+要求払預金という1系列だけを報じていた。

1970年代中にFRB内部でも、金融政策を実施するに当って、貨幣ストックの役割がだいに強調され始めた。しかし貨幣の最適な定義に関しては意見の一致がえられず、1970年代の初期から半ばにかけていくつかの貨幣の定義が併用されるようになった。まず1971年の初期に、従来の現金通貨+要求払預金という定義はM1と称されることになり、新たに2つの貨幣の定義が加わった。すなわちM1に商業銀行の貯蓄預金と10万ドル未満の小口定期預金を加えたものがM2であり、そのM2に貯蓄貸付組合と相互貯蓄銀行の預金(もしくは出資金)を加えたものがM3と定義された。このM3には後に信用組合の出資金が加えられた。

10万ドル以上の大口譲渡可能定期預金証書(CD)は、1975年に貨幣の定義に加えられ、M2+大口CDをM4、M3+大口CDをM5と呼ぶことになった。これらの5系列が、1980年2月にFRBが定義し直す前の貨幣集計量であった。FRBが貨幣集計量を再検討しなければならなくなった理由は主として次の2点である。

(1) 1970年代に開発された新金融資産を貨幣集計量にどのように反映させるべきかを検討する必要があった。

(2) 貨幣需要関数が、新金融資産の出現とほぼ時を同じくして際立ったシフトを示した。このシフトは金融政策の効果の予測可能性について疑問を生じさせたために、特に重要視された。

既に述べたように、1972年6月にNOW勘定が初めて導入されたが、これは当時の金融市場における技術革新の1つにすぎなかった。貯蓄勘定からの事前取決めに

第4表 旧貨幣集計量の構成成分

構成成分	M1	M2	M3	M4	M5
通貨	○	○	○	○	○
商業銀行要求払預金	○	○	○	○	○
商業銀行貯蓄残高		○	○	○	○
商業銀行定期預金 <sup>1)</sup>		○	○	○	○
貯蓄金融機関貯蓄残高			○	○	○
貯蓄金融機関定期預金			○		○
商業銀行の大口譲渡可能CD				○	○

注1) 商業銀行の大口譲渡可能CDを除く。

よる振替え、電話振替え、自動振替え(ATs)は商業銀行の貯蓄勘定と決済勘定の境界線をあいまいにした。このことは旧M1と旧M2の境界線をあいまいにすることを意味した。

1975年に行われていた貨幣集計量の分類表を示したのが第4表であるが、この分類表はNOW勘定を十分反映させることの困難さをよく示している。M1は本来決済残高を測るよう企画されている。そしてNOW勘定は第三者支払い手段としても使用されるという意味で決済勘定の性格を持っている。それにもかかわらず、NOW勘定は貯蓄勘定として定義されたために、商業銀行のNOW勘定はM2に、相互貯蓄銀行と貯蓄貸付組合のNOW勘定はM3に含められた。同様に信用組合のシェア・ドラフト勘定も、決済勘定の性質をもっているにもかかわらず、旧M3に含められていた。さらにおかしいことには一部の相互貯蓄銀行が提供し始めた要求払預金に至っては旧貨幣集計量のどれにも適合せず、事実どのMにも含まれなかった。

預金金融機関の新種勘定に加えて、1970年代の中期にはその他の金融資産が頭角を現してきた。1974年中期にMMMFの純資産は2億ドルから25億ドルへ急上昇した。MMMFの多くは、ある制限内で小切手振出しの特典を具えていたが、MMMFは預金金融機関の勘定ではなかったので、MMMFへの出資金は旧Mのどれにも含められなかった。

オーバーナイト買戻し条件付債券売却(RP)も1970年代中期にその重要性が増した。オーバーナイトRPは、ある日に委託された資金は翌日には決済のために使用できるので流動性はきわめて高い。それにもかかわらず旧貨幣集計量のどれにも含められなかった。

### 2. 貨幣需要のシフト

新金融資産の導入が活発化した1974年を境に、貨幣需要のシフトが多く計量分析によって明らかにされた。ゴールドフェルド(Stephen M. Goldfeld)は1973年の論

の報告書作成に際し、FRBのスタッフが作成した検討資料は、1978年11月に公刊された。*Improving the Monetary Aggregates: Staff Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1978がこれである。

文<sup>9)</sup>で1952年第II 4半期から1972年第IV 4半期に至る4半期データを利用し、貨幣需要関数を計測した結果、実質貨幣残高(狭義のM1)を実質GNP、商業銀行の定期・貯蓄預金の利率、コマーシャル・ペーパーの利率率および1期前の実質貨幣残高の関数とする方程式が十分安定であることを見出した。彼は1976年の論文で計測期間を1973年第IV 4半期まで延長した結果、次の計測式を得た<sup>10)</sup>。

$$M_t/P_t = \text{Const.} + 0.179 \text{ GNP}_{72} - 0.042 \text{ RTD} - 0.018 \text{ RCP} + 0.676 M_{t-1}/P_{t-1}$$

(5.4) (4.0) (6.5) (10.0)

上式においてMは現金通貨+要求払預金という旧M1、GNPは1972年価格表示の実質GNP、RTDは商業銀行の定期・貯蓄預金利率、RCPはコマーシャル・ペーパー利率であり、すべての変数は自然対数で測定されている。括弧内の数字はt値である。なお、R<sup>2</sup>=0.995、標準偏差0.0042である。

ゴールドフェルドが上式を用いて、1974年第I 4半期から1976年第II 4半期にいたる期間について説明変数のデータを外挿してM1の予測値を計算したところ、第5表に示されているように実績値と比べてかなりの過大評価となった。

第5表 貨幣需要方程式によるM1の予測値と実績値の比較  
1974年第I 4半期~1976年第II 4半期

(単位: 10億ドル, 1972年価格)

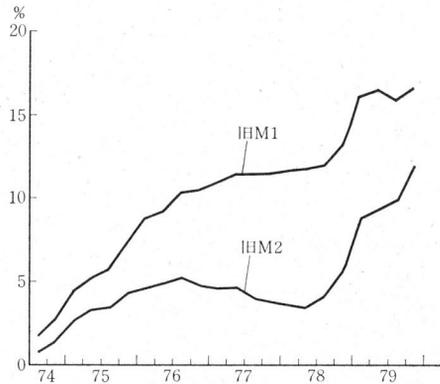
	実績値	予測値	誤差
1974 I	244.4	245.6	-1.2
II	241.2	244.1	-3.0
III	236.7	242.5	-5.8
IV	232.3	241.8	-9.5
1975 I	226.9	241.6	-14.7
II	228.6	242.6	-14.0
III	228.7	243.8	-15.1
IV	226.1	245.4	-19.4
1976 I	225.9	248.2	-22.3
II	227.9	250.3	-22.3

出所: Stephen M. Goldfeld, "The Case of the Missing Money," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 3, 1976, p. 687.

9) Stephen M. Goldfeld, "The Demand for Money Revisited," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 3, 1973.

10) Stephen M. Goldfeld, "The Case of the Missing Money," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 3, 1976, Table 1, p. 686.

第1図 M1とM2の過大予測



出所: Daniel J. Larkins, "The Monetary Aggregates: An Introduction to Definitional Issues," *Survey of Current Business*, January 1983, p. 36.

連邦準備制度理事会の調査・統計課のベネット(David J. Bennet)らが、ゴールドフェルド型の貨幣需要方程式を用いて行ったシミュレーションによっても同じような過大予測の結果がえられた。ベネットらは1960年第IV 4半期から1974年第II 4半期のデータによって得られた計測式を用いて、1974年第III 4半期から1979年第IV 4半期の貨幣需要を予測した。その結果は第1図によってわかるようにM1とM2のいずれも過大予測となっているが、その程度はM1の方が大きかった<sup>11)</sup>。ここでは1974年頃を境に貨幣需要関数のシフトがあったことを述べれば十分であって、この問題にはそれ以上立入らない<sup>12)</sup>。

新金融商品の導入を境に貨幣需要関数がシフトしたので、多くの分析家は貨幣需要のシフトの原因の少なくとも1つとして、新金融商品の存在に注目した。すなわち、NOW、ATS、シェア・ドラフトおよびRP等が貨幣需要方程式に使用された貨幣に含まれることなしに、公衆の貨幣需要の1部をみたしたと論じられた。そこで従来の貨幣統計に用いられていた貨幣の定義を再検討する必要が生じた。

11) Daniel J. Larkins, "The Monetary Aggregates: An Introduction to Definitional Issues," *Survey of Current Business*, January 1983, p. 36 による。

12) 1973年以降の貨幣需要関数の計測を網羅的に取り上げた優れた展望論文がある。John P. Judd and John L. Scadding, "The Search for a Stable Money Demand Function: A Survey of the Post-1973 Literature," *Journal of Economic Literature*, September 1982 がこれである。

第6表 新貨幣集計量の構成成分

構 成 分	M1 A	M1 B	M2	M3	L
通 貨	○	○	○	○	○
要求払預金	○	○	○	○	○
非銀行発行者の旅行者小切手 <sup>1)</sup>	○	○	○	○	○
その他の小切手振出可能預金		○	○	○	○
貯 蓄 預 金			○	○	○
小口定期預金 <sup>2)</sup>			○	○	○
オーバーナイト RP			○	○	○
オーバーナイトユーロダラー預金			○	○	○
短期金融資産投資信託出資金 <sup>3)</sup>				○	○
ブローカー・ディーラーおよび一般 向機関向のみ			○	○	○
大口定期預金				○	○
タム物 RP <sup>4)</sup>				○	○
タム物ユーロダラー預金				○	○
U. S. 貯蓄債券				○	○
短期財務省証券				○	○
銀行引受手形				○	○
コマース・ペーパー				○	○

注 1) 非銀行機関発行者の旅行者小切手は、そのデータが入手可能になった1981年6月に初めて集計量に含められた。銀行発行者の旅行者小切手は長い間要求払預金の1部として集計量に含められてきた。

2) 小口 RP を含む。

3) 一方におけるブローカー・ディーラーおよび一般向け MMMF と他方における機関向け MMMF の区別は1982年2月に行われた。それ以前は両者とも新 M2 に含まれていた。

4) 小口 RP を除く。

### 3. 新貨幣集計量

金融革新が進むにつれて、貨幣の定義変更について、FRB の貨幣統計諮問委員会は検討を進め、1976年6月にその報告書を提出したことについては既に述べた。それらの検討の結果、定義変更に関する具体的提案<sup>13)</sup>が1979年1月に行われ、その線に沿って1980年2月に新貨幣集計量の定義が実施された<sup>14)</sup>。その新貨幣集計量の構成成分を示すと第6表のとおりである。

新 M1A が旧 M1 と異なる点は、新 M1A は、外国の商業銀行と公的機関が保有する要求払預金を除外したことだけである。新 M1B は旧 M1 に含まれていなかった決済性預金を含んでいる。すなわち貯蓄金融機関の要求払預金のほか、小切手類似の払戻指図書によって第三者支払いに使用できる貯蓄勘定(NOW 勘定、ATS 勘定等)をも含んでいる。新 M1B は決算残高の尺度とし

13) "A Proposal for Redefining the Monetary Aggregates," *Federal Reserve Bulletin*, January 1979 参照。

14) Thomas D. Simpson, "The Redefined Monetary Aggregates," *Federal Reserve Bulletin*, February 1980 参照。

第7表 新貨幣集計量と旧貨幣集計量との関係

旧 M 1
— 外国商業銀行・外国公的機関の要求払預金
= 新 M 1 A
+ その他小切手振出可能預金
= 新 M 1 B
旧 M 2
+ 貯蓄金融機関の貯蓄・定期預金
= 旧 M 3
+ オーバーナイト RP・ユーロダラー
+ ブローカー・ディーラーおよび一般向け MMMF 出資金
+ 相互貯蓄銀行の要求払預金
— 旧 M 3 中の全預金金融機関の大口定期預金
— 外国商業銀行・外国公的機関の要求払預金
— 二重計算を除去するための総合整理構成成分
= 新 M 2
+ 機関投資家向け MMMF 出資金
+ 全預金金融機関の大口定期預金
+ 商業銀行と貯蓄貸付組合のタム物 RP
= 新 M 3

出所: Daniel J. Larkins, "The Monetary Aggregates: An Introduction to Definitional Issues," *Survey of Current, Business*, January 1983, p. 39 による。ただし MMF を1982年2月の改正にもついで修正した。

て、M1A より優れていると考えられた。MMMF 出資金はすべて1980年2月の定義変更では新 M2 に含まれたが、1982年2月の改正でブローカー・ディーラーおよび一般向けの MMMF は M2 に、機関投資家向けの MMMF は M3 に含まれることになった。

新貨幣集計量と旧貨幣集計量の関係を示すと第7表のとおりである。なお新 M1A は1982年1月に廃止され、現在では M1B が M1 として発表されている。

貨幣需要に関するシミュレーション分析は、FRB 内部においても新貨幣集計量を用いて計算し直された<sup>15)</sup>。また同種の分析はその他の研究者によっても発表されている<sup>16)</sup>。しかし新貨幣集計量を用いても、1970年代の貨幣需要の不安定性を除くのに成功しなかった<sup>17)</sup>。

### 4. 1980年以降の金融革新の影響

1980年2月の貨幣集計量の定義変更後も、金融革新は続いた。1980年以後の金融革新の進展が貨幣集計量

15) David J. Bennett, *et al.*, "Econometric Properties of the Redefined Monetary Aggregates," Board of Governors of the Federal Reserve System, Division of Research and Statistics, February 1980.

16) たとえば Neil G. Berkman, "Abandoning Monetary Aggregates," *Controlling Monetary Aggregates III*, Conference Series, No. 23, Federal Reserve Bank of Boston, October 1980.

17) Daniel J. Larkins, *op. cit.*, p. 41 参照。

と貨幣需要の安定性とに及ぼした影響を考察しよう。

「1980年金融制度改革法」によって、NOW勘定は1980年12月31日を期して全国的に認められることになった。1981年の最初の2ヵ月はNOW勘定を含む「その他小切手振出し可能預金」はほぼ倍増し、NOW勘定への資金流入は、要求払預金と貯蓄勘定から生じた。1981年の1年間に「その他小切手振出し可能預金」は500億ドル増加し、他方要求払預金は310億ドル減少した。「その他小切手振出し可能預金」の増加の1部は貯蓄勘定からきたと考えられる。というのは1981年の初期においては、NOW勘定の増加の大きな部分が決済残高としてよりも、貯蓄残高として役立ったであろうと想定する次の2つの大きな理由があるからである。

(1) 預金金融機関の多くは、相対的に大きな最低残高をNOW勘定に要求したので、個人はこの要求の少なくとも1部分は貯蓄残高からの資金シフトによって賄ったであろう。

(2) ニューイングランドにおけるNOW勘定の経験は、NOW勘定とATS勘定のほぼ3分の1は、貯蓄残高とその他の非M1資金源からのシフトを示した。

連邦準備は1981年1月に新規に創設されたNOW勘定への流入資金の22.5%、2月～12月におけるその27.5%が非M1資金源からきたと推計した。当時決済残高の基礎的尺度として使用された「シフト調整済みM1B」を得るために、この額はM1Bから差引かれた。シフト調整済みM1Bは、1981年における多くの金融政策論議の焦点であった。1981年末までに、NOW勘定に起因するM1へのシフトは行きつくところまで行ったと結論された。そこで1982年1月にシフト調整は打ち切れ、M1Aは貨幣集計量のリストから落とされ、M1BがM1と命名し直された。

既に新種預金の導入のところで取り上げたように、1980年初期以降いくつかの新金融資産が導入されている。1981年10月1日にAll Savers Certificates、1982年春にTBレートと連動する91日物預金証書、1982年5月に3年以上の金利制限のない預金証書、1982年9月に7日～31日物預金証書がそれぞれ実現した。これらの新種預金は既にM2に含まれている短期の流動資産、たとえばMMMF出資金、小口RP、およびCDと競合すると考えられる。これらはM2の内部の資金シフトであるから、M2の構成は変わるが、M2とそれより広義の貨幣集計量およびその変化率は影響を受けない。しかしここで次の2点を指摘しておかねばならない。

第1に、1978年初期にはM2の中の非M1構成成分の

5%未満が市場関連型の金利を生んだが、1982年初期には、そのシェアは64%以上に上昇していることである<sup>18)</sup>。したがって市場金利の変動に関するM2の感応性は大幅に減少した。この感応性の減少は、1981年におけるM2の増加によってよく例証される。1981年は一貫して金利は高かったが、特に夏の金利高は目立った。たとえば3ヵ月物財務省証券利率は4月の13.6%から5月～9月の平均値15.2%に上昇した。このような金利の上昇は、少し前の時期には、M2の構成成分のうち預金金利規制下にある定期・貯蓄預金から市場証券等への資金流出を生ぜしめた。ところが1981年においては、M2の中の非M1構成成分は4月から9月にかけて年率11%で増加した。

第2に市場金利連動型の定期預金証書の中で、量的に最も重要なものは6ヵ月物MMCであった。MMCの好人気は、定期預金の平均期限を短縮化し、定期預金をより流動的にしたので、定期預金は決済残高に対するよき代替物となった。他方個人退職年金勘定とKeogh Plan勘定の資金は全く非流動的であり、これらの勘定の増加は、MMCと反対の効果をもった。

このように金融革新下におけるM2の構成の複雑な変化は、M2に対する需要についても、金融革新前と比べて、大きく異なっているであろうということは容易に想像できる。さらに最近の金融革新のうち、貨幣集計量の測定と解釈に大きな影響を与えているものに、預金スウィープ契約(deposit "sweeping" arrangements)がある。スウィープ契約は預金者と銀行との間の契約によって、決済残高の最低残高をこえる額を、各営業日の終了時に、流動性が高く、しかも市場水準の収益率を生む資産に投資することを認めるものである。逆に決済勘定が最低残高を下回る場合は、その流動資産を売却して、その売上金を決済勘定に繰入れる。スウィープ勘定の資金は毎朝支出のために利用可能であるという意味で、その勘定の所有主から見れば決済勘定である。しかし営業終了時までには、そのうちの大部分が他の流動資産に移されているかもしれない。貨幣集計量は営業終了時の残高にもとづいて測られるから、貨幣集計量は決済残高を過小評価する。もし預金スウィープ契約が普及すれば、この過小評価は無視できないであろう。ポストン連銀総裁のモリス(Frank E. Morris)はこの点を警告している<sup>19)</sup>。

18) David E. Lindsey, "Recent Monetary Developments and Controversies," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 1982, p. 252.

19) Frank E. Morris, "Do the Monetary Aggre-

しかしスウィープ勘定で資金を保有する主要な理由は、決済残高で利子を稼ぐことにあるから、MMDA やスーパー NOW の創設によって、少なくとも個人については、スウィープ勘定の意義は薄らいだと考えられる。

現行の貨幣集計量の定義では、スーパー NOW 勘定は M1 に、MMDA は M2 に含まれている。MMDA への資金の流入が、ブローカー・ディーラーおよび一般向けの MMMF から生ずれば、それは M2 の構成の変化は生じて、M2 の総額には変化が起きない。しかしその資金流入が機関投資家向けの MMMF、もしくは TB への投資資金から生ずれば、M2 の総額は増加する。また MMDA の M2 におけるシェアが増加すれば、M2 の金利感応性は低下し、M2 の需要方程式における利率の係数は低下すると予想できる。同様にスーパー NOW 勘定への資金流入が、M1 に含まれていない資産からの資金引出しによって賄われれば、M1 の総額は増加するとともに、M1 の需要方程式における利率の係数も低下すると予想できる。

以上論じてきたことからわかるように、金融革新下における新金融商品の導入とスウィープ契約やキャッシュ・マネージメント・サービスのような新金融サービスの提供は、貨幣集計量と貨幣需要について、それらが実現する前と比べて、多かれ少なかれシフトを生ぜしめる可能性は否定できない。そこで貨幣集計量の増加率を中間目標として金融政策を運営することを疑問視する主張が、最近多くみられるようになった。その問題に立入る前に、FRB が貨幣集計量の増加率を金融政策の目標値として設定するようになった経過を振り返ってみよう。

## V 新金融調節方式の採用

連邦準備が貨幣集計量の増加率を金融政策の目標値として設定することが法的に義務づけられたのは、1978年10月27日に成立した「1978年完全雇用・均衡成長法」(Full Employment and Balanced Growth Act of 1978, 俗称ハンフリー＝ホーキンス法)である。この法律の主要な目的は、(1) 完全雇用と均衡成長を達成するために、主要経済指標の5年間の目標(最初の2年間で短期目標、その後の3年間で中期目標と呼ぶ)を明示的に設定すること、(2) これらの目標を達成するために、連邦政府内の経済政策策定の協調性を改善することであった。同法の規定のもとで経済目標は大統領経済諮問委

員会年次報告で説明され、FRB は半年ごとに短期経済目標との関連で、貨幣・信用集計量の目標値(一定範囲の増加率)を設定し、議会に報告することが義務づけられた。貨幣・信用集計量の目標値の設定は、マネーサプライの増加率が総需要(名目 GNP)の増加率と密接な関連をもつというマネタリストの考え方を反映している。近年マネタリストの勢力は増大しているが、その影響はハンフリー＝ホーキンス法にもあらわれたとすることができる。しかし、連邦準備が金融政策を策定するうえで、マネーサプライの増加率をその目標値としていたのは、実はハンフリー＝ホーキンス法以前からである。

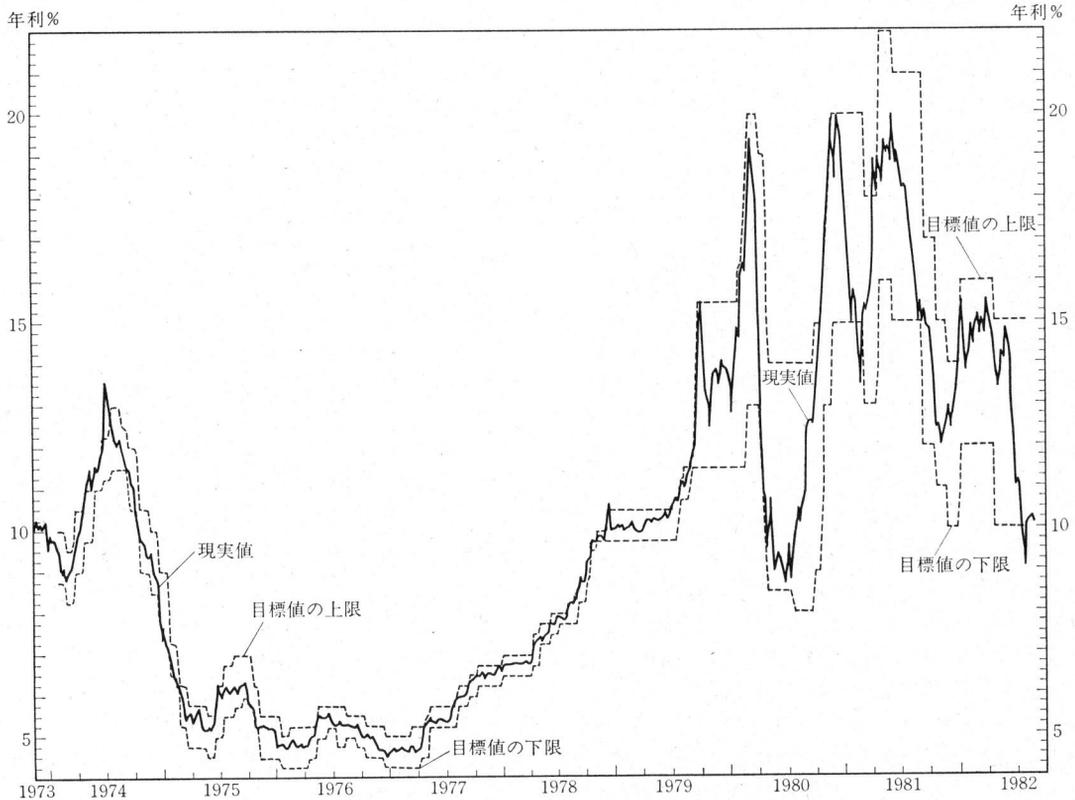
戦後永らく金融政策の運営目標としてマネーサプライの増加率と利率のいずれが優れているかは論争課題であった。ケインズ理論が主流を占めていた時代には、利率が有力であった。金融政策は利率への効果を通して、総需要に影響すると考えられていたからである。しかし近年マネタリストの影響もあって、マネーサプライの増加率が重視されるようになった。その背景にはインフレの加速があった。インフレ下では、金融政策の運営目標として利率は適正でなくなる。総需要に影響するのは実質金利であるが、市場で観測できるのは名目金利である。実質金利は名目金利から予想インフレ率を差し引いて算出される。したがって予想インフレ率が安定的であり、予測可能でないかぎり、名目金利によってその適正目標値を設定することはできない。

連邦準備は1960年代までは、金融政策の運営目標として利率や信用のオペラビリティのような短期金融市場情勢(money market conditions)に焦点を合わせてきた。そのためマネタリストが批判したように、4半期ごとのマネーサプライの変化率は大きな振幅を示した。連邦準備が貨幣と銀行信用の動きに注目するようになったのは1970年の初めである。1970年1月15日の連邦公開市場委員会の会議(マーチン議長の主催する最後の会議)で、同委員会は引締めの短期金融市場情勢を維持するための公開市場操作を行う方針を決定した。ただし貨幣と銀行信用が現在の予測よりも著しく悪化しそうな場合は、その操作を修正することにした<sup>20)</sup>。ここでただし書きながら、マネーサプライの動きを考慮していることに注目しなければならない。次いで1970年2月1日にマーチン議長を引き継いだバーンズ(Arthur Burns)議長がはじめて主催した2月の連邦公開市場委員会の会

gates Have a Future as Targets of Federal Reserve Policy?" *New England Economic Review*, March/April 1982 をみよ。

20) Board of Governors of the Federal Reserve System, *57th Annual Report 1970*, 1971, pp. 97-98.

第2図 フェデラル・ファンド・レートの目標値と現実値



出所: Ralph C. Bryant, *Controlling Money: The Federal Reserve and Its Critics*, The Brookings Institution, 1982, pp. 96-97.

議では、「公開市場操作は、委員会の次の会議まで、短期金融市場情勢の引締めをいくぶん緩和する方向へ漸進する目的で行われるだろう。ただし貨幣と銀行信用が適度な成長パターンから著しく離れる傾向があれば、速やかにそれをなくすように修正されるだろう」<sup>21)</sup>とされた。さらに3月の会議では、一歩進んで、「委員会は来たる数ヶ月間、貨幣と銀行信用の適度な成長を実現させたい。公開市場操作は委員会の次の会議まで、この目的と両立する短期金融市場情勢を維持する目的で行われるだろう」<sup>22)</sup>となった。すなわち2月の会議では、貨幣と銀行信用の適度の成長がただし書きで導入されていたのに対し、3月の会議では、それが短期金融市場情勢より優先的に考えられていることに注目しなければならない。FRBのブリマー(Andrew F. Brimmer)理事は、「この3月の措置で、マネタリストのflavorは連邦公開市場委

員会において絶頂に達した」<sup>23)</sup>と述べている。ブリマー理事はまた、「その措置で連邦公開市場操作の主要な目標を短期金融市場情勢から貨幣集計量に明示的にシフトさせた。そして貨幣集計量の中で貨幣を最初に掲げた」<sup>24)</sup>と述べ、ほぼ10年間の論争の後に、「結局[連邦公開市場]委員会は、マネタリストによって進められてきた議論の本質的部分を受け入れた」<sup>25)</sup>と述べた。

このような経過を辿って、マネタリストの影響でマネーサプライの増加率を金融政策の目標として重視しかかった連邦準備も、その後はプラグマチストのバーンズ議長の柔軟な政策処方箋に導かれて、短期金融市場情勢を

23) Andrew F. Brimmer, "The Political Economy of Money: Evolution and Impact of Monetarism in the Federal Reserve System," *American Economic Review*, May 1972, p. 348.

24) *Ibid.*

25) *Ibid.*

21) *Ibid.*, pp. 104-105.

22) *Ibid.*, p. 110.

重視する旧方針に復帰した。しかし、1970年代半ばには、金融政策の中間目標としてマネーサプライの年率増加率と、それを誘導するためのフェデラル・ファンド・レートの目標値が、それぞれ一定の許容範囲をもって設定、公表されるようになった。すなわち短期金融市場情勢を代表するものとしてのフェデラル・ファンド・レートとマネーサプライの増加率との両方をにらんで金融政策を行うようになった。

しかし1979年になって、フェデラル・ファンド・レートを操作目標値内に収めようとする連邦公開市場委員会の指令は、結果的にマネーサプライの増加率を目標値の範囲から逸脱させるという事態を生じさせた。そこで、1979年10月に、フェデラル・ファンド・レートを操作目標とすることを放棄し、そのかわりに銀行の非借入準備を操作目標とすることによって、マネーサプライをより厳密に調節するという方式を採用した<sup>26)</sup>。

新金融調節方式を採用するにあたり、連邦準備のスタッフは操作目標とすべき準備集計量として、①非借入準備(連邦準備の公開市場操作を通して供給される準備) ②総準備(①+連銀借入による準備) ③貨幣ベース(②+通貨)を比較検討した。その結果現行制度のもとでは非借入準備が最適であるとし、それに決定した。新金融調節方式後の成果についての連邦準備スタッフの計量分析によれば、非借入準備のかわりに総準備もしくは貨幣ベースを選んだとしても、その成果は改善されなかったとされている<sup>27)</sup>。

新金融調節方式によって、フェデラル・ファンド・レートは操作目標としてその重要性を失ったので、その後大幅な乱高下を示した。第2図はそのことを明瞭に示し

ている。

新金融調節方式は非借入準備とマネーサプライの間の関係が安定的であり、かつマネーサプライと名目GNPの間の関係が安定的であるほど、その成果は保証される。しかし金融革新にもとづく新金融商品の登場や金融サービスのエレクトロニック化が、それらの安定的関係を乱しており、新しい問題を生んでいる。

## VI 貨幣目標の再検討

### 1. 物価安定と貨幣目標

アメリカの経済政策の基本方針を決めている「1946年雇用法」では、「最大限の雇用、生産および購買力を増進させることは、連邦政府の永続的な政策であり、責任である」とされている。この経済政策の基本方針に物価安定が含まれているか否かは、学者間でも論争があった。少なくとも明示的には物価安定の目的は含まれていないというのが多数派の見解であった。しかし連邦準備は金融政策の目的として、戦後一貫して物価安定を重視し続けてきた。そのためしばしば大統領と行政府の経済政策と衝突することがあった<sup>28)</sup>。

他方、戦後のアメリカ経済はインフレが一般的であり、物価は1947～1948年の景気後退期に下落しただけで、その後は景気後退期にも下落しないという慢性的インフレ状態が続いた。そこで、「1946年雇用法」を改正して、物価安定の目的を明示的にとり入れるべきであるという提案が、アイゼンハワー大統領によって行われた。その後もしばしば同種の提案が議会でも行われたが、なかなか実現しなかった。しかしこのような雇用法の修正はハンフリー＝ホーキンス法によって実現された。この法律の中で、議会はインフレーションが食物、エネルギーに関する政府政策の改善、財政・通貨管理の改善と協調を必要とする主要な国家的問題であると宣言しているのである。さらに同法は、連邦準備法を修正して、貨幣・信用集計量の増減の範囲に関する連邦準備制度理事会と連邦公開市場委員会の目標値とプランを年2回議会に提出することを連邦準備に義務づけた。この点は既に述べた。連邦準備に貨幣集計量の増加率を議会に報告することを義務づける考えは、既に1975年3月に上院と下院で賛成された下院合同決議 No. 133に含まれていた。議会はハンフリー＝ホーキンス法で、次のことを明記していることは注目してよい。「本条のもとで提出された報告

26) 新金融調節方式採用の意義に関しては、Stephen H. Axilrod and David E. Lindsey, "Federal Reserve System Implementation of Monetary Policy: Analytical Foundations of the New Approach," *American Economic Review*, May 1981を参照。

27) Stephen H. Axilrod, "Monetary Policy, Money Supply, and the Federal Reserve Operating Procedures," *Federal Reserve Bulletin*, January 1982, p. 21による。詳しくは、David Lindsey and others, "Monetary Control Experience under New Operating Procedure," *New Monetary Control Procedures*, vol. II, Federal Reserve Staff Study, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1981をみよ。なお Stephen H. Axilrod, "New Monetary Control Procedure: Findings and Evaluation from a Federal Reserve Study," *Federal Reserve Bulletin*, April 1981参照。

28) 拙稿「連邦準備制度の独立制」『経済研究』第17巻第4号、昭和41年10月参照。

書で示された貨幣・信用集計量の増減範囲に関する目標値とプランは、もし連邦準備制度理事会と連邦公開市場委員会が、情勢の変化によってそれらを達成できないか、あるいは達成すべきでないかと決定した場合にも、それらを達成することが要請されていると、本法を解釈すべきではない<sup>29)</sup>。このことは金融革新が継続している現在、連邦準備が予測しえない貨幣需要のシフトを生ぜしめる環境の変化を考慮したものというべきであろう。なおハンフリー＝ホーキンス法では、貨幣・信用集計量をどう定義するか、またそれらの集計量の相対的重要性をどう考えるかは、連邦準備にまかされている。連邦準備はこれらの集計量のうち専ら貨幣集計量、それも当初は M1 の増加率を目標値のうち最も重視してきた。なぜならば、M1 は決済残高であるから、GNP と最も密接な関係があると考えられるからである。しかし 1982 年以降連邦準備は M1 よりも M2 と M3 の方を重視するようになっている。極く最近までは、連邦準備は信用集計量については余り関心を示さなかったが、信用集計量も目標値とすべきであるというベンジャミン・フリードマンのような学者の主張もあり、連邦準備も考えを変えてきたようである。この点については後にふれる。

金融政策の中間目標<sup>30)</sup>として貨幣集計量のほかに、実質金利と信用集計量が最近主張されているので、その 2 つを考察しよう。

## 2. 目標値としての実質金利

連邦準備は、ハンフリー＝ホーキンス法により法律的に義務づけられた貨幣集計量の増加率目標値を 3% ポイントの幅をもって設定し、新金融調節方式により金融政策を運営してきた。しかしその後の数年間、アメリカは不満足な経済実績と高水準の市場金利を経験した。同時に金融革新と金融自由化は、金融政策の中間目標として

貨幣集計量を使用することに疑問を生じさせた。そこで、議会でも連邦準備は貨幣集計量の目標を実質金利の目標で補足すべきであるという主張が生じ、具体的提案となって審議された。議会では、市場金利の上昇をもたらした金融政策の運営に不満が表明され、高水準市場金利は経済成長を阻害し、高水準失業を生ぜしめたという主張がなされた。たとえば、1982 年 8 月 3 日に Robert C. Byrd 上院議員は、議会で次のように述べている。「行政府は駝鳥のように経済ドグマの暖かい砂の中に頭を隠そうとしたがるかもしれないが、しかし残りのわれわれは事実と直面しなければならない。われわれはこれらの天井知らずの金利——最近まで、高利貸的な金利と思われていたであろう——を大目に見ることはできない。議会は、これらの殺人的金利がわれわれの経済と、わが国民の力と安全を損う前に、金利を引き下げように行動しなければならない<sup>31)</sup>」と。

実質金利の目標値を設定し公表することを要請した議会法案として、上院法案 S. 2807 は、「正の実質短期金利の年々の目標値」を明記しているし、下院法案 H. R. 6967 は、長期金利を強調し、大統領がすべての金融政策措置をコメントすることを義務づけている。もう 1 つの下院法案 H. R. 7218 は連邦準備が「実質金利の歴史的水準と一致する短期金利の目標範囲を毎月設定する」ことを義務づけている。さらに 1982 年 12 月 23 日に修正された形で通過した上院合同決議案は「連邦準備制度理事会と公開市場委員会は、顕著な経済成長を生ぜしめることによって現在の耐え難い失業水準を引き下げようとする十分低い金利水準を達成し、維持するのに必要な措置をとるべきこと<sup>32)</sup>」を要請した。この合同決議案は実質金利とは明示していないが、経済成長と関係のあるのは実質金利であるから、連邦準備に要請されているのは実質金利の引下げであると読みとるべきであろう。1981 年と 1982 年の各種の名目金利から物価上昇率を差し引いて計算された実質金利は、大不況以降の最高水準を示しており、これが、高失業の原因として議会に関心を持たれていたのである。ところで金融政策の目標として意味ある実質金利は、上述の事後的に計算される実現実質金利ではなく、その時々の名目金利から予想物価上昇率を差引いた予想実質金利でなくてはならない。そこで、実

29) Stephen H. Axilrod, "Monetary Policy, Money Supply, and the Federal Reserve Operating Procedures," *Federal Reserve Bulletin*, January 1982, p. 14 による。

30) 金融政策の中間目標に関する論議については、Benjamin M. Friedman, "Targets, Instruments, and Indicators of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, October 1975; Benjamin M. Friedman, "The Inefficiency of Short-run Monetary Targets for Monetary Policy," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 1977 および Gordon H. Sellon, Jr., and Ronald L. Teigen, "The Choice of Short-run Targets for Monetary Policy, Part I: A Theoretical Analysis," *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, April 1981 をみよ。

31) G. J. Santoni and Courtenay C. Stone, "The Fed and the Real Rate of Interest," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, December 1982, p. 8 による。

32) *Ibid.*, p. 8 による。

質金利を金融政策の中間目標とすることについて、連邦準備はそのような意味での実質金利を測定できるのか、また測定できたとしても、金融政策によってその実質金利を実現するようにコントロールできるのか、という点が問題とされた。

第1の点については、市場金利は容易に測定されるが、将来のインフレーションについての市場の予想は測定できないことが指摘された。また予想インフレ率が正確に測定できるとしても、金融政策の指針としての予想実質金利のどの尺度を選ぶかは重要な問題である。なぜならば経済行動に関係のある実質金利は異なる経済部門によって、異なるはずだからである。

第2の点については、貨幣集計量と違って連邦準備は実質金利を金融政策によってコントロールすることが難しいことが指摘された<sup>33)</sup>。

Carl E. Walsh は均衡実質金利を測定し、確認し、コントロールできるかの3点から検討した結果、「そのすべてが、連邦準備は実質金利目標を設定すべきでないことを示唆している<sup>34)</sup>」とし、また Santoni と Stone は「実質金利の推計にもとづいて、連邦準備が金融政策を策定することを義務づける法案の成立は、不可避的に連邦準備にある貨幣的鬼火を追い求めさせることになろう<sup>35)</sup>」と結論していることは注目すべきである。ただ Walsh は先に引用した文章に続いて、金融革新、銀行業の規制緩和および貨幣需要の不安定性を考慮して、それらはすべて「連邦準備が金融政策を形成する上で実質金利の推計を情報変数として監視し、使用すべきことを示唆している<sup>36)</sup>」と述べている。

### 3. 目標値としての信用集計量

信用集計量を金融政策の中間目標とすることを最も積極的に主張している学者はベンジャミン・フリードマンである。彼はこの問題についていくつかの論文を発表しているが、ここでは『1980年代の金融政策の論点』と題する書物に収録されている論文<sup>37)</sup>によって、その主張の概要を紹介しよう。

33) たとえば、G. J. Santoni and Courtenay C. Stone, *op. cit.*, pp. 15-18 および Carl E. Walsh, "Should the Federal Reserve Establish A Real Interest Rate Target?" Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, June 1983, pp. 30-31 をみよ。

34) Carl E. Walsh, *ibid.*, p. 33.

35) G. J. Santoni and Courtenay C. Stone, *op. cit.*, p. 18.

36) Carl E. Walsh, *op. cit.*, p. 33.

37) Benjamin M. Friedman, "Using a Credit

B. フリードマンは、アメリカの金融市場の慣行と金融機関の急速な革新が、経済活動水準と貨幣集計量との間の関連性を弱体化させたことを認めたくえて、信用集計量を目標値とする改善策を提案している。彼はまず信用集計量として、アメリカの非金融部門の借り手の総負債残高として定義される「総純信用」を取り上げる。

「いろいろ異なる方法論的アプローチによる分析結果は、この総純信用が貨幣ストック(どのように定義されるにしても)もしくはマネタリーベースのような周知の資産集計量と同じように、アメリカの非金融経済活動に対して、密接で、安定した関係を持っていることを一貫して示している<sup>38)</sup>。すなわち「経済活動との関連で測ったアメリカの非金融経済部門の信用への依存性は、第2次大戦後ほとんど趨勢的变化はなく、わずかの上下変動を示しただけである。総純信用は、1946年のGNPの156%から1951年の127%へ低下し、それから1960年の144%まで上昇し、それ以後はその水準の2.3%ポイントの範囲内にとどまっている。1981年末の水準は143%である。そのほか総純信用はわずかながら景気循環性をもっており、典型的には、景気後退期(分母のGNPが低迷しているときには1.2%ポイント上昇し、その後下降して元に戻る。この総額の個々の構成部分は、趨勢的にも、景気循環的にも非常に異なった方向に変化しているが、全体としては、丁度互いに相殺し合ってきた。要するに、民間負債の趨勢的上昇は、(経済活動との相対関係での)政府債のかなりの低下を大体反映してきた。他方景気後退期における連邦債発行の増加は、民間借入れの減少によって大部分相殺された<sup>39)</sup>」。

このような信用と所得との関係は、戦後に限定されたわけではなく、過去60年間にわたって本質的に同じであって、総純信用のGNPに対する比率は1921年末において、1981年末のそれと同じ143%であった。総純信用と所得との安定的関係が、もし貨幣は所得の原因であるのに対し、所得が信用の原因であるならば、金融政策のうえでなら意味をもたない。すぐ後で述べるように、連邦準備側のAxilrodはそのような批判を行っている。経済現象間の因果関係を実証的に論証することは困難な問題であるが、B. フリードマンは、彼が行った2

Aggregate Target to Implement Monetary Policy in the Financial Environment of the Future," Federal Reserve Bank of Kansas City, *Monetary Policy Issues in the 1980s*, 1982.

38) *Ibid.*, p. 232.

39) *Ibid.*, pp. 232-33.

つの方法にもとづく実証的分析によって Axilrod のような批判をしりぞけている<sup>40)</sup>。

またグラムリー理事のように、信用データの入手は時間的遅れを伴うという見解に対しては、彼は次のように反駁している。連邦準備が総純信用集計量に関して発表している資金循環勘定は、4 半期毎である。しかしその基にあるデータは現実には月別に入手しうるものであって、連邦準備は月次信用データファイルを持っている。1980 年末現在でアメリカの総純信用残高は 3 兆 9,075 億ドルであった。そのうち 3 兆 4,361 億ドル、すなわち 88% は連邦準備の月次データファイルに含まれている項目から成り立っている。月次データファイルに含まれていない項目の多くは、連邦政府自体の種々の機関の貸付行動を示している。月次データファイルに含まれない 1980 年末の総純信用 4,714 億ドルのうち、2,907 億ドルがそのようなものであるから、連邦準備が連邦政府の関係機関からそのデータを直接収集すれば、総純信用の 95% のデータが毎月入手可能であると、フリードマンはいう<sup>41)</sup>。

フリードマンは以上のように、信用集計量の目標値としての採用に反対する理由を批判し、しりぞけた後に、「連邦準備は貨幣ストックと信用残高の両者に焦点を合わせた明示的な 2 目標〔政策〕フレームワークを採用すべきである<sup>42)</sup>と主張する。すなわち連邦準備は貨幣集計量として、たとえば M1 を、信用集計量として総純信用を選び、その両者の目標範囲を明示し、これら 2 つの目標を達成するように、準備金の量を供給(あるいは短期金利を設定)すべきである。貨幣もしくは信用の増加のいずれかが、それぞれの目標範囲を逸脱すれば、その時は準備金経路(もしくは金利水準)を評価し直すべき信号と解されるというのである。

貨幣集計量と信用集計量の 2 目標政策フレームワークの難点は、もし 2 つの目標が同時に達成できない場合にはどうするのか、ということである。しかしフリードマンによれば、この難点は単一の目標ではなく、2 目標を追求する政策のどれにも本来的に伴う問題であって、連邦準備は現在の政策フレームワークにおいても、1981 年中の M1 と M2 の経験が示しているように、既にこの問題に悩まされている。もし M1 だけが重要であれば、連邦準備は明示した目標との関連で、その政策が引き締めすぎたと早く結論しなければならなかったであろう。

反対に、もし M2 だけが重要であったならば、正反対の結論をくださなければならなかったであろう。このように 2 目標の動きが異なる場合は、2 目標の相対的重要性を決定したうえで、適宜対処しなければならない。貨幣と信用の 2 目標政策フレームワークが、貨幣ストックの 2 つの別個の定義にもとづいた 2 目標アプローチと比べても基本的利点は、それが金融政策にとって重要と考えられる 1 組の信号を設定するために、より多様な情報源を利用しようということである。

最後に実際問題として、連邦準備は貨幣と信用の 2 目標政策フレームワークをいつでも自由に実施できることを述べておくことは有用である。ハンフリー=ホーキンス法は連邦準備に貨幣成長と同様に信用成長についても目標を明示することを命じているのである。連邦公開市場委員会はこのような目標を型どおり明示してきたが、同委員会は銀行制度を通して与えられた信用だけに焦点を合わせてきた。利用可能な証拠によれば、それは経済についての最善の情報源ではない。法律的にいえば、貨幣と信用の 2 目標フレームワークは、ハンフリー=ホーキンス法で既に定められている要請の範囲内で、連邦準備は片手落ちのないようにさせるにすぎないであろう。以上がフリードマンの主張の要点である。

このフリードマンのように信用集計量を重視する考えに対し、連邦準備スタッフのアキシルロッドは次のように批判している。

(1) 信用は代替的である。銀行信用、その他の金融機関信用、もしくは公開市場で得られる信用のいずれが重要であるかを論ずることは困難である。支出のための資金調達は何の場合にも行われ、多くの借り手は、1 つの貸付源から他の貸付源へたやすくシフトすることができる。

(2) 信用と GNP の間の計量的関係は、時には合理的に予測可能であるかもしれないが、信用の変化は、経済活動の原因であるよりもむしろ結果であるように思われる。

(3) 信用の調節が GNP の調節に波及する程度と、信用の代替性にかんがみて、このような調節は信用全体(offshore で得られる信用を含む)に拘束を課さねばならず、1 つや 2 つの分野だけに限るべきでないように思われる。このような拘束は体系的な信用調節を必要とするから、それは金融市場が効率的に信用を配分する能力を阻害することは明らかであり、また行政的にも経済的にも好まれないであろう<sup>43)</sup>。

またグラムリー FRB 理事は貨幣当局が信用フローに

40) *Ibid.*, pp. 235-38.

41) *Ibid.*, p. 240.

42) *Ibid.*, p. 242.

関するデータを入手するには非常に長い遅れを伴うこと、それらのデータは大きな改訂を受けることを指摘して、金融政策の有用な目標としてほとんど役に立たないであろうと述べている<sup>44)</sup>。このような見解に対するフリードマンの反駁は既に述べた。

信用集計量を政策目標値とする提案に対し、ニューヨーク連銀のスタッフは検討を行った。ここではその内容に立入らないが、James Fackler と Andrew Silver の結論だけを紹介しておく。「われわれの見解によれば、信用集計量の使用を支持する強力な証拠は最近の経験からは得られない。しかしながら、このような見解は、政策目標として信用集計量を使用する提案を捨てる理由づけとしては不十分である。特に、たとえば信用が景気循環の臨界点に立っている政策作成者を、疑いの余地なく援助することはないにしても、限られた現存の理論的研究は、貨幣に対する大きな衝撃の存在する時期には、信用目標は有用な政策目標であるらしいということを示唆している。もし最近の金融革新が貨幣集計量をゆがめている主因であると見られるならば、その時は信用集計量は、少なくとも貨幣に対する衝撃が鎮静化するまでは、おそらく相対的に有用であろう<sup>45)</sup>。

連邦準備は議会で報告する信用集計量については、これまで銀行信用を発表してきたが、金融政策の目標値としてそれを重視することはなかった。しかし1983年2月16日に議会で提出した報告のなかで、信用集計量に関してはじめて国内非金融負債総額を取り上げ、1983年の増加範囲を8.5~11.5%と推計した。この範囲は長期トレンドに従って、名目GNPの予想成長率にほぼ見合うものであるとされた<sup>46)</sup>。この新しい信用集計量については、議会報告の付録で次のように述べられている。連邦公開市場委員会が信用集計量の増加範囲を設定するのに使用する尺度は、国内非金融部門の総負債と定義さ

れ、それはFRBの資金循環勘定から得られる。この尺度は民間国内非金融部門と連邦・州・地方政府の国内・海外借入れを含むが、海外部門の国内借入れを含まない。このように定義された尺度と、他の信用集計量とを比較して統計テストが行われた。その結果、GNPやその他の経済変数に対する関係の安定性と予測可能性において、国内非金融部門負債総額が、考察された他のシリーズよりも同等もしくはそれ以上の良い結果を示した<sup>47)</sup>。FRBはそれ以後の議会報告では、信用集計量として、銀行信用の代わりにこの国内非金融部門負債の増加率の範囲だけを示している。このことからわかるように、FRBは現在ではB.フリードマンの主張に同調しているようである。

新金融商品と新金融サービスの導入が、貨幣需要関数の不安定性をもたらし、これまでの貨幣集計量を中間目標とする金融政策を疑問視する経済学者の数は非常に増えている。その中で最も極端な批判者の1人はバークマン(Neil G. Berkman)で、彼は「貨幣問題の分析は貨幣集計量の使用によっては単純化されない。貨幣集計量は経験的証拠によって支持されないし、政策決定を容易にしない。それは理論的見地からも支持されない。貨幣集計量は放棄されるべきである<sup>48)</sup>」という言葉で彼の論文を結んでいる。しかしアメリカにおけるこれまでの多くの研究によっても、金融政策の中間目標として、貨幣集計量にとって代る決定的なものはまだ見出されていない。金融政策の目標として、実質金利と信用集計量とが比較的有力であるが、金融政策がそれらを実際にコントロールできるのか、という実践的問題として難点がある。これらの目標の主唱者も、貨幣集計量との併用を勧告しているものが多い。

またFRBのグラムリー理事のように、いろいろの代替案を検討した結果、金融革新によって生じた貨幣需要の不安定性にもかかわらず、金融政策の中間目標として貨幣集計量を使用せざるをえまいと考えている人もいる。しかしグラムリー理事は貨幣集計量を追求するうえで、(1)適切な判断と柔軟性を必要とすること、(2)貨幣ストックの短期の動きは、昔ほど意味がなくなっていること、(3)貨幣目標は広い範囲で示すこと、連邦準備は現在3%ポイントの幅をもって設定しているが、それは広

43) Stephen H. Axilrod, "Monetary Policy, Money Supply, and the Federal Reserve's Operating Procedures," *Federal Reserve Bulletin*, January 1982, p. 16.

44) Lyle E. Gramley, "Financial Innovation and Monetary Policy," *Federal Reserve Bulletin*, July 1982, p. 398.

45) James Fackler and Andrew Silver, "Credit Aggregates as Policy Targets," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter 1982-83, p. 9.

46) "Monetary Policy Report to Congress," *Federal Reserve Bulletin*, March 1983, p. 137.

47) *Federal Reserve Bulletin*, March 1983, p. 140.

48) Neil G. Berkman, "Abandoning Monetary Aggregates," *Federal Reserve Bank of Boston, Controlling Monetary Aggregates III*, Conference Series No. 23, 1980, p. 98.

すぎないこと、(4) 貨幣集計量については複数の目標値を設定すること、M1に対する需要の相対的不安定性が増加しているの、将来はより広義の指標を重視すること、(5) 公衆の資産選好が変化した場合は、目標範囲以外の貨幣増加率を許容すること、を指摘している<sup>49)</sup>。おそらくグラムリー理事のこのような考えが、金融革新下でやや当惑気味の連邦準備を代表する現実的な見解であると思われる。なお既に述べたように、ハンフリー＝ホーキンス法でも、金融環境が変化した場合は、貨幣・信用集計量の増加率がその目標範囲をはずれることを許容している。

## VII 金融制度改革と金融政策

「1980年金融制度改革法」と「1982年預金金融機関法」によって、戦後永らく懸案事項であった金融制度改革が実現した。これらの改革のなかで、金融政策との関連で重要なことは、預金金利規制の段階的廃止と支払準備率の適用対象機関の拡大である。

預金金利規制は、「1980年金融制度改革法」によって、6年の経過措置をとった後、1986年6月30日に廃止されることになっていたが、その措置は早まって、1983年10月1日にそのほとんどが廃止された。ただし1933年銀行法によって設定された要求払預金付利禁止規定は、現在なお存続している。これは要求払預金の金利の上限をゼロ%に設定することに等しいから、要求払預金付利禁止規定が残存しているかぎり、預金金利は完全に自由化されたということにならない。

1971年のハント委員会報告は、要求払預金の付利禁止の廃止に反対した勧告を行ったが、本勧告は将来再検討されるべきであると信ずると留保条件をつけた。ハント委員会報告の後の「1973年金融機関法案」と「1975年金融機関法案」では、要求払預金の付利禁止の継続が提案されていたが、「1975年金融機関法案」が上院本会議で修正可決されたときに、要求払預金の付利禁止を廃止することにした。その後「1976年金融改革法案」でも、要求払預金の付利禁止の廃止が盛り込まれていた。これに対し、商業銀行側は要求払預金の付利は、サービス料金と貸付金利の上昇につながると強硬に反対したので、「1980年金融制度改革法」によっても、要求払預金の付利禁止は廃止されなかった。しかし新種預金の導入によって小切手振出し可能な利付決済勘定が増えている

し、また要求払預金も商業銀行以外の貯蓄金融機関にも認められるようになった現在、要求払預金付利禁止規定は時代遅れになっている感が深い。アメリカで急速に進められた金利自由化は、金融市場における資金の最適配分に役立つという一般論の他に、これまで不利な扱いを受けてきた小口貯蓄者が市場金利なみの金利を得られるので、公平の観点からも一般的に歓迎されている。

さらに預金金利の自由化によって、預金金融機関は金利によって競争できるから、金利規制をくぐり抜けるための工夫をしなくてすむ。新種預金の導入は一時的には未だ続くかもしれないが、自ずと貯蓄者のニーズに応じて整理されてくると思われる。

預金金利規制の廃止は、金融政策の效果に影響を与えるが、特にその引締め効果が削減される点を重視する人もいる。その要旨は次のとおりである。預金金利規制のもとで、金融引締めが行われると、市場金利が上昇し、預金金融機関の預金の流出が生じる。このディスインターミディエーション現象は、貨幣集計量の増加率を低下させると同時に、預金金融機関の与信能力を減じ、引締め効果を拡大する。金利の自由化に伴って、それらの預金にも市場金利がつけられると、預金の流出は起きず、このようなメカニズムは働かなくなるというわけである。

金利自由化のもとでは、家計の貯蓄・支出行動と企業の支出行動は金利により感応的になるから、金利が総需要に及ぼす効果は増大すると考えられる。この場合総需要の変動に応じて、貨幣集計量も変動することになるが、このような因果関係は貨幣集計量を中間目標として、経済活動を望ましい水準に到達させようとする現在の運営方式の狙いと逆であるという指摘もある<sup>50)</sup>。

「1980年金融制度改革法」によって、FRBの支払準備率適用金融機関は、それまでの連邦準備制度加盟銀行から預金金融機関に拡大した。この措置によって支払準備率操作を通じての貨幣供給、特にM1の調節は効果的になったが、他方貨幣集計量の構成成分のうち、準備対象外のものがあるので複雑な問題を生んでいる。

M2の構成成分である個人の貯蓄性預金、MMMF、オーバーナイトRP、ユーロドララーは準備対象外である。こうした金融資産が増加しても、総準備所要額は増加しないから、その増加を相殺する調節は行われにくい。

「1980年金融制度改革法」以前は加盟銀行における貯蓄預金はFRBの支払準備率の適用対象とされていた。

49) Lyle E. Gramley, "Financial Innovation and Monetary Policy," *Federal Reserve Bulletin*, July 1982, pp. 398-399.

50) Betsy Buttrill White, "Monetary Policy Without Regulation Q," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter 1981-82 参照。

それが同法において貯蓄金融機関を支払準備率適用対象機関として包摂するに際し、貯蓄金融機関の準備金の負担を軽減するために、個人の貯蓄預金は支払準備率の適用対象から外するという妥協がはかられた。これは「1980年金融制度改革法」を成立させるためにやむをえない措置であったかもしれないが、支払準備率操作を通してのM2の調節にとっては大きなマイナスである。

また金融革新は決済性預金と代替的金融資産との区別をあいまいにする一方、準備対象を逃れる工夫を生む可能性を残している。たとえばスウィープ契約は、決済性預金のミニマムバランスを上回る額を自動的に準備対象以外の資産に移すことによって、準備金負担を軽減することができる。このような動きが広まれば準備金と貨幣供給の関係の不安定性はますます増加する。このように金融革新の進行は、金融政策の運営に新たな、多くの問題を投げかけている。

最後にいくつかの問題点について私見をまとめて述べよう。

1. 新金融商品の導入は、金利自由化により、やがて鎮静化するが、金融サービスのエレクトロニック化は今後いっそう発展するものと思われる。したがって金融革新にもとづく貨幣需要のシフトは、将来は新金融商品の導入によるよりも、ホーム・バンキング、企業に対する現金管理サービス等の進展によって継続する。金融政策はこの貨幣需要のシフトに対応しなければならない。

2. 貨幣需要のシフトが続くと予想されるので、金融政策の中間目標としての貨幣集計量の価値はそれだけ損われる。1979年10月以降の新金融調節方式は、実質金利に対する配慮がなさすぎる。金融政策の目標としての実質金利は、予想実質金利でなければならず、しかもインフレ予想率が不確実であるという意味で、予想実質金利を目標値として設定することは不適當であるという主張は、その限りでは正しい。しかしそのことは実質金利を無視して金融政策を行ってよいということにはならない。実現した実質金利が、たとえば1981年と1982年におけるように、歴史的水準を著しく逸脱した場合は、その金融政策は、貨幣集計量がたとえ目標増加率の範囲におさまっていたとしても、不成功であったと判断しなければならない。

3. 連邦準備は最近、貨幣集計量としてM1より、M

2, M3を重視するようになった。広義の貨幣集計量の方が、金融革新にもとづく影響が少ないからである。しかし現行の支払準備率規定のもとでは、広義の貨幣集計量に対する連邦準備の調節能力は低下する。支払準備の算定は、遅行積立方式から同時積立方式への改善がはかられたが、そのような技術的改善にも優して、支払準備率を適用する金融資産の拡大を検討する必要がある。

4. 信用集計量を目標値とすることについては、広義の貨幣集計量について述べたことが、よりいっそうあてはまる。貨幣集計量よりも信用集計量の方が、金融革新から受ける影響はより少なくなる。しかし連邦準備の信用集計量に対する調節能力は大きくないから、信用集計量を効果的に調節するために、新たな信用統制手段を必要とすることにならう。

5. 要求払預金の付利禁止規定は、それと代替的な決済勘定の金利規制が廃止されることになっている現在、時代遅れである。

6. 金融革新は金融政策に与える効果だけから判断すればマイナスである。しかし金融革新は抑制すべきではない。金融革新にもとづく競争激化から生ずるいろいろの歪みに対しては、連邦準備と行政府はともに十分配慮すべきである。

7. 金融の自由化と金融革新の行きつく先が、どのような状態になるかは予想できない。歴史的な高金利がこれまでの諸規制の弊害をあらわにし、預金金利規制の廃止を含む金融自由化がはかられたことは、それなりの十分な意義があった。しかし金融自由化によって、すべての問題が解決すると考えるのは早計であろう。

8. 1929年の大恐慌後の金融再建と金融制度の健全化は、諸規制を課すことによって図られた。それとは丁度反対に、1980年代の金融制度改革は、諸規制を廃止もしくは緩和する方向に進んでいる。しかし完全な金融自由化のもとで、金融政策がそのまま十分効果を発揮するかは明らかでない。ソロモンニューヨーク連銀総裁がいみじくも述べたように、金融政策はあらゆる時代、あらゆる場所において最善であるただ1つのアプローチがあるわけではない。金融自由化と金融革新下での金融政策のあり方は、今後検討を要すべき新しい問題である。

伊 東 政 吉

(一橋大学経済研究所)