

D. ディッカーマン
A. ジーデンバーク 著

「西ドイツにおける金融政策的指導手段」

Geldpolitische Lenkungsinstrumente
in der BRD

原 純 子

この書は原題 Geldpolitische Lenkungsinstrumente in der BRD “(Dipl.-Kfm. Dr. D. Dickertmann, Dipl.-Vw. A. Siedenberg, 1973, Düsseldorf. SS. 123) であって大学生及び金融政策に関心をもつ一般人にむけて書かれたごく平易な入門書である。第2次大戦終了後から現在にいたるまでほぼわが国と同じ政治的、経済的環境のもとで、きわめて早い回復・成長・展開をとげてきている。戦後の新しいインフレから今日のスタグフレーションに至るまでのいわばインフレ史ともいえるべき先進国の戦後経済にあって、つねに物価安定が目標とされ相対的にはそれが成功を収めたのも西ドイツである。この意味で西ドイツの中央銀行 Bundesbank の行なう金融政策やさまざまな操作活動はわれわれにとって興味深いものがある。この書は理論的、実証的側面でかなりわれわれの要望をみたしてくれたが、その深さにおいて十分とはいえない難かった。以下それぞれの箇所若干の論評を加えながら紹介してみたい。

目 次

第1章 経済政策の一分野としての金融政策

1. 金融政策とは何か
2. 金融政策の目的
3. 経済政策的目的の役割における金融政策

第2章 金融政策担当者とその機構

1. 議会と政府
2. 西ドイツ中央銀行
3. 中央銀行と連邦政府
4. 中央銀行とその他の決定機関

第3章 金融政策の手がかり

1. 金融市場
2. 金融政策の指標
 - 1) 利 子
 - 2) 貨幣量
 - 3) 流動性

第4章 金融政策の手段

1. 手段概論
2. 国内経済的手段
 - A. 支払準備政策
 - 1) 支払準備政策の金融政策的手がかり
 - 2) 支払準備政策の取扱範囲
 - 3) 支払準備政策の作用方式
 - 4) 支払準備政策の金融政策的効果
 - B. 再割引政策
 - 1) 再割引政策の金融政策的手がかり
 - 2) 質的再割引政策
 - 3) 量的再割引政策
 - 4) 再割引率での金利政策

- 5) 再割引政策の金融政策的効果
- C. 公開市場操作
 - 1) 公開市場操作の金融政策的手がかり
 - 2) 公開市場証券の売買
 - 3) 流動性操作の持続性
 - 4) 利子の作用
 - 5) 公開市場操作の金融政策的効果
- D. 預金義務と預金政策
 - 1) 政府の銀行としての中央銀行
 - 2) 預金政策は中央銀行によるか？
 - 3) 預金政策と公開市場操作
 - 4) 政府による預金政策
- 3. 対外政策的手段
 - A. 外国為替政策
 - 1) 為替相場の固定
 - 2) 直物市場への介入
 - 3) スワップ率政策
 - 4) 先物市場への介入
 - B. 対外経済保障のための支払準備政策
 - C. 現金預託政策
 - 1) 前史と目標
 - 2) 中央銀行による預託率の決定
 - 3) 信用被与者の現金預託義務
 - 4) 現金預託政策の金融政策的効果
 - D. 貨幣取引と資本取引の制限

第5章 金融政策の効率問題

- 1. 目標設定における金融政策の矛盾
- 2. 金融政策，財政政策及びその他
- 3. 金融政策におけるタイム・ラグ
- 4. 改革概観

1. 定義と目標

第1章は当然に、金融政策の定義づけと目的設定からはじまる。概念規定はデュル・E Dürr を引用して「経済の貨幣供給についての発券銀行の諸手段」ときわめて簡潔に理解される。経済の貨幣供給といっても、すぐここでのべられる目的規定、つまり経済政策それ自体の目的への貢献が第1義とされるが、さしあたって貨幣供給は金融政策によって取扱われるものとする。(S.1)

ところで目的設定はこうである。

- 1). 一般経済目的の擁護，すなわち，物価水準の安定，高い雇用水準，国際収支均衡，恒常的で適正な経済成長である。これは西ドイツの中央銀行法 *Bundesbankgesetz (BBKG)* 12条1項，経済安定・促進法 *Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft (Stab G)* 13条1.3項に基くものである。
- 2). 以上の枠内で金融政策は特殊な使命をもつ。それは経済の貨幣流通および信用貨幣の規則であり，いかえれば Bundesbank (ドイツの中央銀行，以下中央銀行) は銀行券と铸貨の流通の量的規制である。他は国際的，国内的をとわず各種の支払取引，とりわけ無現金取引の清算勘定の維持である。
- 3). *BBKG* 3条にしたがった「通貨を擁護する」 *die Währung zu sichern* 目的が最後に掲げられるが，その内容は比較的乏しい。しかしつづいてこの解釈をめぐる論点を著者自らが以下のように指摘している。その第1は「通貨を擁護する」ことを価格水準の安定と同義に解するもので，これを単一不可変の目的と考えれば金融政策の目標はより単純化される。だがこれは経済政策的領域を見落すことになり，かつ大なる失業という犠牲を払っても達成すべきもののかの疑問をなげかけている。第2は国内均衡と国際均衡の目標間の矛盾であり，

第3でも重ねて経済政策的な目標との相互関係を論じ、完全雇用達成のために「通貨を擁護する」ことは意義を失なう。

- 4). かくして価格水準の安定はきわめて重要な任務であるが、経済政策の従属的な役割が与えられ、これが「中央銀行のより調整された機能」であるとし、経済政策目的内の役割に力点がおかれることになる。

以上の目的規定から、貨幣的景気政策の役割が金融政策に課せられ、金融政策独自の立場からの一方的調整のみを論じることはできなくなり、中央銀行は財政政策担当者とはことなり直接市場へ需要者として登場せず、その政策を通じて経済主体の行動を統制することが主眼となる。

(S.2~5) ここでは対外経済政策的な考慮に国内経済的な目的が優先し、積極的に国内経済安定の手段が展開される。いうまでもなく著者の景気対策論はケインズ理論に基き総需要に力点がおかれる。景気政策的な金融政策の特質は財政政策との比較対照によって明らかにされる。目的規定や執行機関の差異は別としても、金融政策は国内的な経済安定が中心となり、後述の諸手段を通じて間接的に金融セクターに、したがって全銀行制度の上に影響を与えるが、財政政策は時々の経済政策目標にしたがい、直接に市場の総需要に作用するとする。(S.5~6, 115) この金融政策をここでは金利政策 *Zinspolitik* と流動性政策 *Liquiditätspolitik* とに大別し、前者は投資性向に関する資金需要と投資需要が対象であり、後者は信用供給の側からの投資態度の変動が中心である。とはいえ両者は利子効果に関して区別をつけがたいこともべられている。(S.7, 115)

第2章は金融政策の執行機関、担当者についての敘述である。金融政策に関する責任は本質的には発券銀行の領域と考えるべきであるが、政府や議会も、一般経済政策の貨幣・信用についての責任から解放されないことも当然であろう。憲法 *Grundgesetz* 73条4.5項の規定により国は通貨制度、貨幣制度、鑄貨制度を包括する貨幣大権 *Währungshoheit* および対

外商品取引，支払取引に関する立法を行ない，政府は具体的には

1. 為替相場制度の形成と選択を IWF (Internationaler Währungsfonds, 国際通貨基金)，を EC との関係を顧慮して行なうこと。
2. 国内的，国際的諸機構の関連における受容と契約上の統制。
3. 海外諸国との貨幣・資本取引の規制についての権限が与えられる。

それゆえに議会がまず第 1 に *Sicherung zn Währung* に対して責任をもつ。(S.10~11)

ついで中央銀行の機構と対政府関係が論じられる。政策決定機関として中央銀行理事会 *Zentralbankrat* 執行機関として役員会 *Direktrium* および州中央銀行役員会 *Vorstände der Landeszentralbanken* があり，この権限はかなり大きい。

ところで，政府と中央銀行の関係については若干の論評を交えつつ紹介してみよう。まず特色として政策決定機関に執行機関がふくまれることに注意すべきであろう。西独内閣構成員は中央銀行理事会に出席権，提案権をもつが議決権はない。しかし拒否権はもつ。逆に中央銀行総裁の閣議参加には提案権も拒否権もない。特定の経済問題で政府と中央銀行の間に，景気の診断・予測・目標設定などで衝突が生じたさいは，中央銀行理事会の決定の 2 週間延期，上級の裁定機関から議会への差戻しなどの方法で解決される。中央銀行はその任務を遵守しつつ，連邦政府の一般的経済政策を支持する義務を有する」(BBKG-12条)ので，政府との協調は無視しえないが政府の通貨業務に関して進言はなしうる。この関係にもかかわらず，「権限の行使にさいし……連邦政府の指示によらない」(BBKG. 12条 2 項)で執行機関としての機能上の独立性 *funktionelle Autonomie* が明白に与えられている。¹⁾(S.14) このことは中央銀行の決定と執行の迅速性(技術的論拠)，目標の持続性(政策的論拠)，インフレに関する諸問題などについて金融政策の完全な浸透を意図したものである。(S.116) 機能的範囲とはいえこうした中央銀行の政府からの独立性は第 1 章の両者

が法的決定権について互いに独立している趣旨の所論と照応するものである。BBKG 29条1項は「同行理事会および役員会は連邦の最高官庁たる地位を有する」ことも明記している。とはいえ「他方において国民経済に与える財政政策の影響が増大しつつある今日、中央銀行の独立性と政策手²⁾れの強化のみで通貨価値の安定が十分に達成されうるとは必ずしも保証され難たい」ので前述の政府との協力関係の確立の寄与も見逃せないところであろう。

注 1) プンデスバンクの元総裁 K. プレッシングは、「管理通貨制下では中央銀行の地位の強さを問題とする正当な理由が生じた。中央銀行は多くの権限と影響力とが付与されており、それに対応して責任もいっそう重大となった。中央銀行は通貨量と商品量との均衡を確保するための主たる機関である」。としながらも中央銀行の完全な独立性（傍点一原）は考えるべきでないとしている。K. プレッシング著吉野俊彦訳「通貨価値の擁護」昭和36年7月至誠堂刊，80～81頁参照。

2) 「西ドイツの物価安定政策」、『日銀調査月報』昭和49年12月，日銀調査局刊，15頁。

2. 金融政策の手がかりと手段

中心課題にふれる前に、金融政策の手がかりとして金融市場と金融政策の指標としての利子、貨幣量、流動性が取り扱われる。金融政策は国民経済の金融的セクターでマクロ経済的な目的の達成を研究するものであって、このセクターの活動は金融市場にまず反映する。貨幣市場 Geldmarkt には貨幣市場証券（大蔵省証券，無利子の国庫証券＝U証券と個人割引手形，備蓄証券）が二つの経路で、つまり財政隘路のつなぎとしての発行か、公開市場操作の対象としてか流入する。中央銀行は銀行及びその他の金融機関に対して、この貨幣市場的手段で余剰流動性と利子の条件に影響を与える可能性をもつのである。このような貨幣市場の金融政策的意義は、貨幣市場での引締め〔緩和〕は銀行制度の信用供与可能性の収縮〔拡

大〕に作用することである。なお、中央銀行は普通は資本市場に出動しない。(S.23~25)

国際的な貨幣市場・資本市場には中央銀行は国内のそれと区別なく、諸国間の金利差の利用と結果として均衡化をもたらす利子裁定取引 *Zinsarbitrage*, 各国の為替相場変動に対する予期からの投機, これより生ずる通貨危機に対する金融ヘッジなどの貨幣及び資本運動を操作対象とする。中央銀行は政府とともに対外要因からくる国内金融市場の妨害を可能なかぎり防がねばならないが、貨幣及び資本の国際的移動の自由の下では十分な手段をとりえない。(S.25~26)

第1章の目標分析から明らかなように、西ドイツにおける金融政策の目的変数は一般的な経済目的であった。中央銀行は市場の需給に直接関与しないので、金融機関、企業、家計の決定に対して間接的に有効な手段をとらざるをえない。そこで指標に利子、貨幣量、銀行流動性があてられる。「貨幣の譲渡に対する価格」と利子を規定して、その率は期間、確実性、換金性によって決るが、金融政策が積極的に利子を目的達成に利用しようとするれば、さまざまな行列式が個々の金融市場に成立しなくてはならない。利子水準の金融市場での意義は私経済の投資意欲への影響と対外的な資本移動への効果である。しかし次章でみられるように国内的な利子効果と国際的なそれとの間の矛盾は、1国経済中心の金融政策の限界でもあろう。(S.26~29)

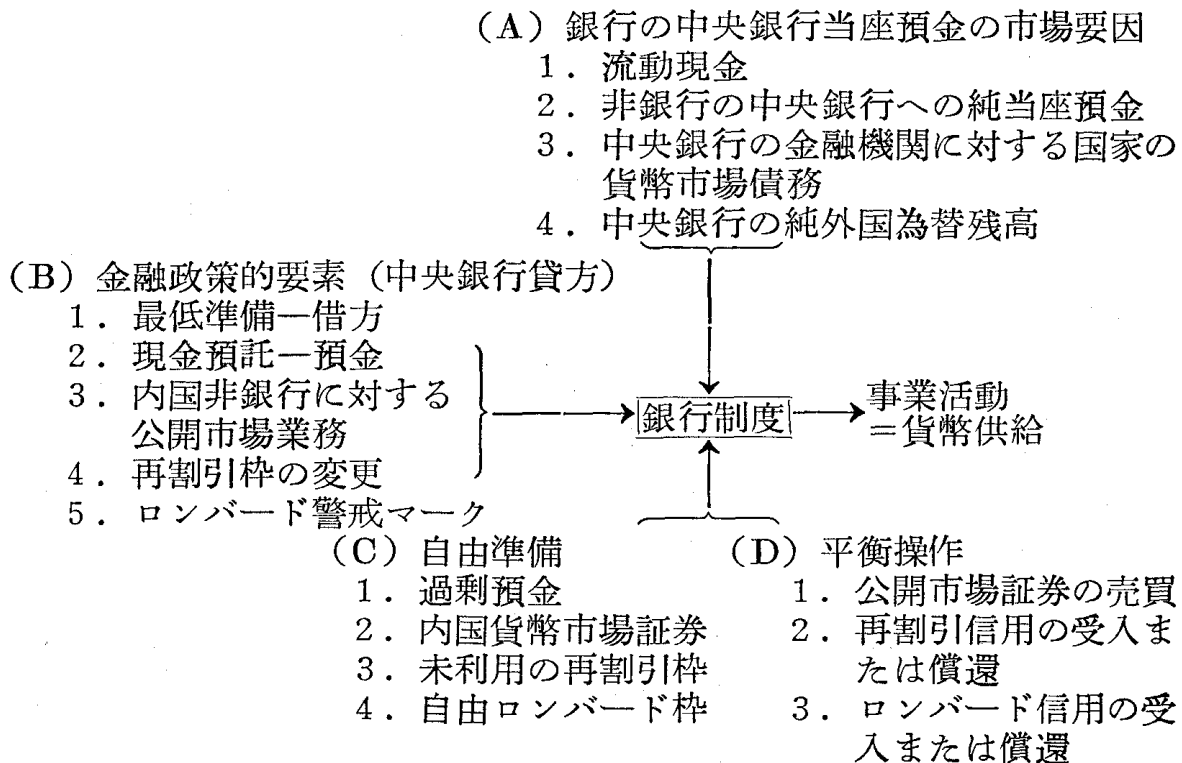
つぎの指標である貨幣量について貨幣概念を狭義に解して中央銀行貨幣 *Zentralbankgeld* (銀行券と铸貨) と預金貨幣 *Giralgeld* (*Buchgeld*) に分け、中央銀行預金も前者に含ませる。中央銀行貨幣の量は西ドイツでは基本的に法的制限はなく、国内的な発行・還流の方法もわが国と特にことなるところはない。对国家信用も *BBKG* 20条1項によってきわめて限定されており、一般に不可能と解される。ところで、中央銀行は貨幣量を M_1 と M_2 にわけ、 M_1 は狭義で流通現金 *Bargeldumlauf* と国内非銀行

inländischer Nichtbanken の要求払預金を, M_2 は広義で M_1 プラス4年以内の非銀行の定期預金をそれぞれ意味する。¹⁾ (S. 30~35)

第3の指標は流動性概念である。これに2つの意義が付され, ひとつは支払能力 *Zahlungsfähigkeit* そのもの, 他は資産を貨幣に換える可能性と解される。換金の容易性にしたがってさまざまなグレードがつけられるが, 中央銀行の流動性政策にとって決定的な手がかりをなすものは, 銀行制度の流動性であってこれは銀行の可能な潜在的信用を決定するものである。中央銀行は1970年央以降とくに金融機関の流動性残高とその変動を分析した。金融機関の独自の処理(平衡操作 *Ausgleichsoperationen*)による中央銀行の損失を均等化する能力に関する量の調査にほかならないからである。流動性自由準備の調査のため中央銀行週報による改組はつぎのように図式化される。

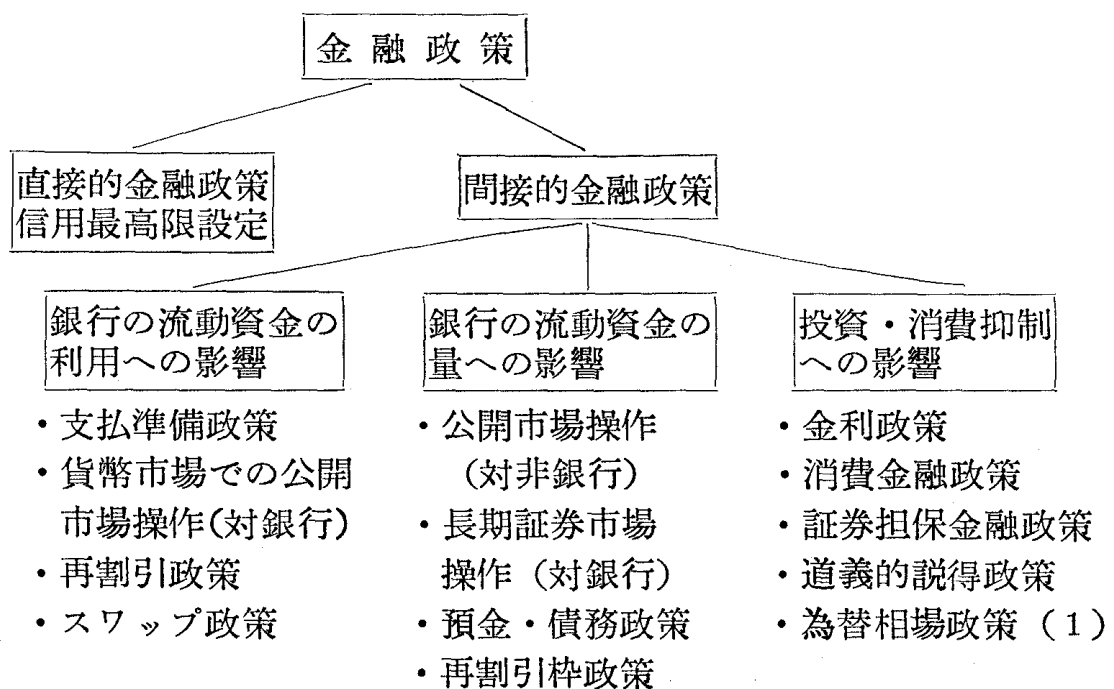
図式 4

銀行流動性の展開のために



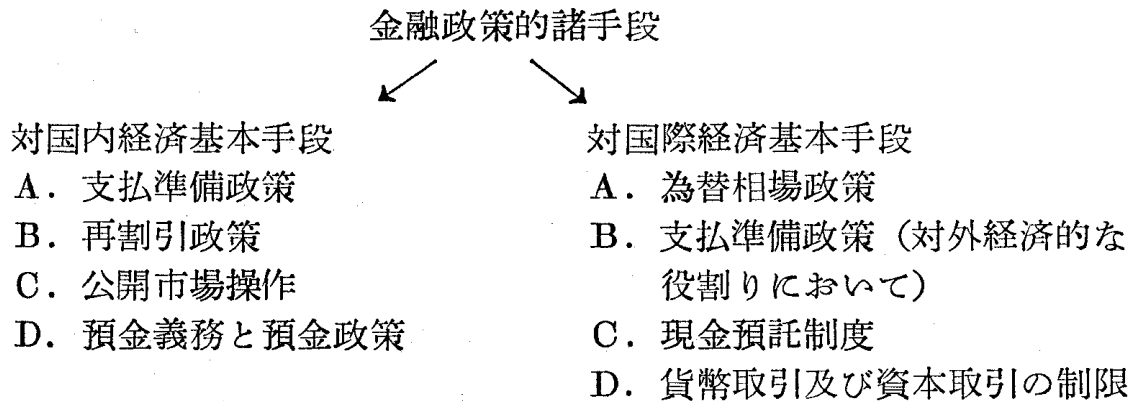
しかし以上はまだ全変動の一部のみで若干の付記もなされている。銀行行動が貨幣供給のさいその時々流動性状況に応じて決定されるならば、銀行制度の流動性は国民経済において経済経過へのすぐれた指標であるであろう。しかしどんな分析がなされようと流動性状態は幾分かは自ら規定される。したがってそれほどの規制力はなく、平衡操作がなされない時のみ銀行流動性に影響を与えうるのもであって、流動性分析の限界もそこに明白となる、との覚え書きでこの章を終る。(S.36~40)

この書の中心は第4章、金融政策の諸手段である。政策手段の構成は前章でみた利子、貨幣数量、流動性を手がかりとし、他に金融機関の貸付態度、企業、家計に影響を及ぼす事実、つまり、アベイラビリティとアナウンスメント効果等もそれにふくめている。その効果の波及経路はつぎのように図式化される。(S.43)



一般的政策手段敘述にさいし、国内的なそれが国際的手段に優先すること、とくに道義的説得手段 Instrument der „moral suasion” の必要性を論じていることはわが国の窓口指導と対照して興味深いものがある。

さらに金融政策手段を国内的と国際的に分けて図示すれば以下のようになる。(S.43)



ここではとくに国内的金融政策に重点をおくことにする。

第1は支払準備政策である。BBKG16条で中央銀行は「貨幣流通と信用供与への影響」を与えるための全権限が与えられ、最低準備は無利子 *unverzinsliche Haltung* である。最低準備は金融機関の流動性保証の意味はもたず、したがって中央銀行の任務でもない。支払準備政策は原則として全経済的機能を果すもので、何より貨幣創造 *Geldschöpfung* (信用創造) 乗数の変動に作用する。これはもともと銀行制度の過剰準備の高さ、中央銀行から借入可能な資産の所有、合法的最低準備によって可能な拡張量が決るものであり、内2つは中央銀行による統制可能性から他の諸手段より強くかつ効果的な手段であるとする。それゆえに準備率の設定は本質的なこの政策の行動パラメータ *Aktionsparameter* として意義をもつ。対象金融機関の領域が広範なこと、適用対象債務は居住者、非居住者の別、マルク建て、外貨建ての別をとわず全預金、借入債務に及ぶこと、準備率それ自体が金融機関の規模、LZB-Landeszentralbank の地理的条件、債務の将来の展望にまで及んでいることなどに特色が見出される。

(S.43~48)

支払準備政策は以上のように貨幣量の変動に作用しないが、直接に銀行流動性へ働きかけ、かつ信用創造活動の増減を通じて間接に貨幣量への関

係ももつものであった。さらに信用効果及び利子効果 **Kredit-und Zinseffekte** がつけ加わる。支払準備は率の増減によって金融機関の自由な銀行流動性に直接機能し、信用業務（授信業務、信用供与）**Kredit-Geschäft** 間接には利子効果を生じる。つまり支払準備に利子はないが率の変動は金融機関の利回りの変動を通じて、信用受与者の利子に転嫁されることである。支払準備率は1948年以来じつに50回以上も変更を重ねたことも強調される。²⁾ (S.49~52)

第2は再割引政策 **Refinanzierungspolitik** である。具体的には割引政策 **Diskontpolitik** と有価証券担保貸付 **Lombardpolitik** に分けれる。中央銀行はこれらの手段で銀行制度の信用供与に介入し、経済活動全体には手形割引を中心とした質的・量的・選択的な前者で、一時的な流動性隘路等には流動性均衡機能をもつ後者の手段が使用される。これの行動パラメータは、その時々の有価証券の質的請求権の決定、再割引とロンバード枠の決定、両者の率としての信用コストの決定である。この中央銀行の貸出し政策も直接貨幣量を統制するものではなく、銀行制度の流動性にかかわるもので、わが国の金利政策とは異なる。いうまでもなく西ドイツでは1967年以降、貸付金利も預金金利も自由化され、中央銀行によって規制される利子の作用は直接的に市場に登場しない。ただ貨幣市場で個々のパラメータに影響を与え、資本市場でも一種のシグナル効果が将来の経済の成長等についての期待の変更を生ぜしめるのである。したがって質的、選択的、量的に展開される再割引政策は、銀行制度という伝導体を通して銀行流動性の量や利用に、同時に私企業の信用コストに影響を与える。この政策の本質的な部分である利子という出発点が、信用需要や総需要へ及ぼす効果が確実であるかどうかについては疑問をなげかけ、利子率の変更は銀行流動性を通じて総需要へ遠まわしに効果を与えようと結ぶ。(S.53~64)

第3の公開市場操作 **Öffenmarktpolitik** は **BBKG 21** 条に関する貨幣市

場への規制, 15条に基く貨幣流通および信用業務に影響を及ぼすため売買操作をなすことと規定される。「貨幣市場の規制のため」“zur Regelung des Geldmarktes” のこの操作も西ドイツの特色であって資本市場とのかかわりは比較的薄い。対象証券は短期貨幣市場証券で, 再割引可能手形, 大蔵省証券 *Schatzwechsel*. 無利子の国庫証券 (いわゆる *U-Schätze*) 備蓄証券 *Vorratstellenwechsel*. 割引手形ならびに長期の債券である。貨幣市場での公開市場操作のこの単独の行動はビルズ・オンリーの議論に影響されるところが多いこともつけ加えている。(S.65~67)

この政策がこれに課せられた目的を達成しようとするれば問題となるのは証券の売却率 *Abgabesätze* と買戻し率 *Rücknahmesätze* である。売買にさいして市場に適合した, 投資家に魅力的な利回りを提供しなくてはならないことは当然であり, 中央銀行は売却した証券を満期前に買戻すことは義務づけられていないが, 慣例にしたがった買戻し率を設定することは多い。中央銀行がその取引にふさわしい利子率の変動を十分かつ適格な証券を所有するならば, 操作の可能性はほぼ無限であるとする第3章の敘述 (S.31) をここにふくめよう。

公開市場操作が流動性効果をより強く持続的に発揮するには金融機関の自立的な投資決定ないし態度に依存する。ここでは非銀行に対する操作は省略し, 一般商業銀行のみを対象としてみよう。貨幣市場証券での操作は, 売買証券の対価として中央銀行貨幣残高 *Zentralbankgeldmenge* の増減をたしかに伴うのだが, 同時にニア・マネー的な性格をもつ貨幣市場証券の残高が相殺的に機能する。したがってこの操作も貨幣量への直接的効果は乏しく, これまでの政策手段と同じく流動性への効果が大である。ただ貨幣市場証券の代りに長期証券を対象としたさいには解消効果はことになって評価されねばならない。なぜならこの証券は特別の限定条件なしには換金手段とはなりえないからである。またこの政策は貨幣市場利子の最高指導性を有する。というのは, 売買率が巧みに処理されればもっとも望

ましい流動性効果を生じるのみでなく、公定歩合の変更では容易になしえない——公定歩合に短期の変更は考えられない、したがって直接的な適合は困難である——ところの利子の指導性をもつことによるのである。この操作の率は、他に比して変更のひん度が高いという点につきる。

不況期の短期・長期の証券購入（買いオペ）による投資需要への刺激効果はほとんど明らかではない。その上この期間に流動性準備も創り出される。例えば追加的な国家的任務の金融のため（公共投資の追加など一原）、許容枠内での短期の公開市場証券の発行などである。こうしたさいには潜在的インフレ防止と中央銀行の統制可能性の確認のため、国庫証券に関しても金融上の限界を考えねばならない。（BBKG 20条1項）好況期には金融機関はそのポートフォリオのうち公開市場証券を中央銀行貨幣にかえることができる。（S.67～73）

第4が預金義務と預金政策 *Einlagenpolitik* である。ここにいう預金とは公金預金のことと政府、州、特別会計 *Sondervermögen* などで、経済の発展からくる公共機関の預金増大、変動は金融政策のこれまでの効果に直接・間接に影響を与えるものである。そこで政府その他の流動資金 *flüssigen Mittel* の中央銀行預入を義務づけることによって（BBKG 17条）公金預金操作を第4の金融政策手段とした。公金の銀行制度への流入は流動性を拡大させ、流出は収縮的に機能するが、公金預金それ自体の流出入は行政の所管である。この意味で同じく流動性コントロールの一たんとはなるが、他の政策手段とは一線を画すべきであろう。（S.74～76, 120）

いずれにしても中央銀行は直接に貨幣量に対して、信用制度に対してでなく、銀行流動性諸手段に効果を与える。金融機関の流動性供与への介入はさしあたって信用供与へ作用し間接的に貨幣量への制約がなされることは基本的に同一であるとみてよい。しかしこれら政策手段が歩調を揃えれば流動性対策は万全であるかといえそうもいえない。現金需要の変動、外国為替売買が流動性に与える影響は少くないが、中央銀行はこれに直接

介入はできないのである。政府の財政活動も同じでありポリシー・ミックスの必要も生じよう。この章の後半は対外的な金融政策である。外国為替政策 *Devisenkurspolitik* では直物市場 *Kassamarkt* への介入とスワップ政策 *Swapsatzpolitik* が中心となる。市場介入はIMF規定による平衡介入とECでの共同フロート介入（「トンネルの蛇 *Schlange im Tunnel*」）義務があり、中央銀行はBBKG15条によって基本的には取扱いには自由である。スワップ政策は1958年12月のマルクの交換性回復以後採用され、国際市場を考慮に入れた国内政策が登場することになる。中央銀行は国家間の貨幣の流れを通貨政策 *Währungspolitik* にとって望ましい方法でかつ市場経済的な方法で量や傾向を操作することができる。同行が金融機関にスワップ業務を行なうさい、外国為替を直物市場で販売すると同時に先物市場で購入し、あるいは逆の売買を行なう。そのさい付せられるスワップ率は市場で決められるのではなく、中央銀行が固有な利子規制にしたがって自主的に決定する。（S.77～85）

支払準備政策は対外経済的な意図で再び登場する。それは自由な資本取引のもとでは、引締め的な国内政策的手段に対し他国からの流動的資金が流入することにより、逆の作用を生じる危険に備えるものである。中央銀行はこのような外貨に特別な最低準備をわりあて、流動性効果を中立化しなくてはならない。つぎに現金預託制度 *Bardepotpolitik* が取り扱われる。1972年以降外国からの預金に対して期間に応じた率で預託することが制度化され、1973年にはその最高限が100%と定められた。これは外国から金融をうけた者にも該当する³⁾。国内金融市場攪乱要因を排除し、為替相場安定に資するためである。（S.88～92）最後に、国際収支均衡、マルクの購買力侵害の保護、資本市場への不利な影響の予防のため貨幣取引や資本取引の制限が考えられる。（S.93～94）

- 注 1) 最近各国で指摘されるように、西ドイツにおいてもこれまでの狭義のマネー・サプライ概念 (M_1 と M_2) は金利裁定による資金シフトの顕在化から、経済実体との相関度を感じてきた。この反省から広義のマネー・サプライ指標 (M_3) が生じ、中央銀行はこれを統制するために、より直接的な操作目標として中央銀行残高という概念に結実した。
倉田勝弘「西ドイツの金融政策目標と資金循環」、『調査月報』昭和51年12月、東京銀行刊、4頁参照。
- 2) 支払準備率を高めることは流動性残高の平均値を低める。同時に流動性の機会費用を高め、さらに流動性残高は狭くなる。
Vgl., R. Stucken "Deutsche Geld-und Kreditpolitik" 3. Auflage, 1963. Tübingen. S. 35
- 3) Vgl., Deutsch Bundesbank "Deutsches Geld-und Bankwesen in Zahlen 1876—1975", 1976, Frankfurt am Main S. 47.

3. 金融政策の効率化

第5章は以上の総括として金融政策の効率化が問題とされて完結する。効率化は目的が遂行されたかどうかによって論ぜられ、個々の目標の適合性・斉合性、他の経済政策による目標からの影響、タイム・ラグがその中心である。

一般に金融政策の目標といわれる前出の各要素間に時として矛盾や衝突があることは周知のことである。金融政策に経済成長の役割りを固定的に与えることはなく、国内経済安定、国際収支均衡にまず主眼がおかれた。この2つの目標が互いに両立しあうとき金融政策はもっとも効率的になされるが、変動相場制の下でもこれの一致を前提することは困難なことである。例えば国内目的たる価格安定のための利子率引上げは資本流入を導いて国際均衡目的に矛盾する。¹⁾ 著者はこの原因をこれまでの固定相場に帰せしめている (S.96) が、変動相場制が万能でなかったことも歴史の教えるところである。この他1国と他国の成長率の差、インフレの拡差が両目標の両立を妨げる。成長政策の共同はEC内といえども簡単に前提できない。とすると例の財政政策との協調がマンデル・モデルの形で取り上げ

られる。固定相場制のさい、金融政策が国際収支問題に財政政策が国内均衡に専念するという理論的解消は現実には妥当しにくいとする。つまり、財政政策はなお多くの追加的な目的を達成すべきであるし、金融政策も国際収支に十分な効果的な作用は発揮しえないからである。国内的に完全雇用を保証しようとする拡大手段は流動性緩和策であるが、これだけでは不十分で、直接市場需要に働きかける財政政策の支持を必要とする。両政策とも基本的には等しい目的設定であることは第1章ですで見えた。政府と中央銀行のより強い協同の必要性は1967年以降、安定法によって政府に金融政策に準ずる手段が与えられたことで補足された。景気変動準備金の供給と回収、貨幣市場に対する短期国債（不況期）、国家による信用規制（ブーム期）等である。さらに本質的な意味の景気安定を意図する金融政策にとって価格政策や賃金政策も大きな意義をもつ。

効率化の最後はタイム・ラグ *Zeitverzögerung* に関するものである。金融政策をふくめた景気政策の活動性は時期に適して投入できる可能性にもっとも関係が深い。政策手段の最適な出動は、ラグの期間が一定であり、かつ相対的に短期であるときのみ可能であり、多くのラグには投入された手段があやまった期間に活動を行ない、それが同時に政策の意図に否定的に相殺される恐れが考えられる。この危険に対して、予測が簡単に指摘されるのみで特別の解決策は著者からえることはできない。

金融政策効率化のための提案は総括して以下のように要約される。すなわち、物価水準安定目標と国際均衡目標の相克は政策担当者の協同と為替相場の弾力性、共同フロートが考えられる。また金融政策におけるラグの認識からは景気政策を目ざす金融政策の終焉と自律的な市場諸力を信頼するいわゆる新しいマネタリズムの手がかりが与えられる。ラグの短期化のための改善と景気政策としては財政政策のより積極的な出動が論じられるのみである。（S.95～99, 122～123）

金融政策的手段の効率に関する批判は、本質的に限られた手段の出動か

ら生じる不十分な結果につねにむけられる。そしてそれへの提案は、現存する手段がこれまで以上に徹底的に利用されること及び新しい手段あるいは新しい活動領域の設定もしくは拡大である。これを考えるさい、国際経済的な領域との政策的協同は依然として顧慮さるべきであるし、国内経済的な誤った活動も取り去られねばならないし、中央銀行権限の自立化もまた問題となりえよう。この前提のもとに個々の金融政策手段についてのより弾力的な運用、キメ細かい操作、執行機関の権限の強化などが語られて完結する。

注 1) こうした実例に対してつねにいわれるのは通貨の切上げであつた。しかし変動相場制に移行した現在では、共同フロート維持の困難さを除いても自律的に均衡が保たれているとはいえない。

cf., G. Denton, M. Forsyth, M. MacLennan, "Economic planning and policies in Britain, France and Germany" 1968, London. pp. 170~173.