

ドイツのマネーサプライの乱高下

—1994～95年のマネーサプライ—

岩 見 昭 三

目 次

問題の所在

I プンデスバンクによる解釈

- 1 マネーサプライ M3 の定義
- 2 1994年前半の M3 の急膨脹
- 3 1994年後半以降の M3 の低迷

II 実証的検討

- 1 1994年前半
- 2 1994年後半～95年6月

III 金利政策とマネーサプライコントロール

- 1 金融資産累積下の金利政策
- 2 1994年5月の利下げ
- 3 1995年3月の利下げ

IV 結 論

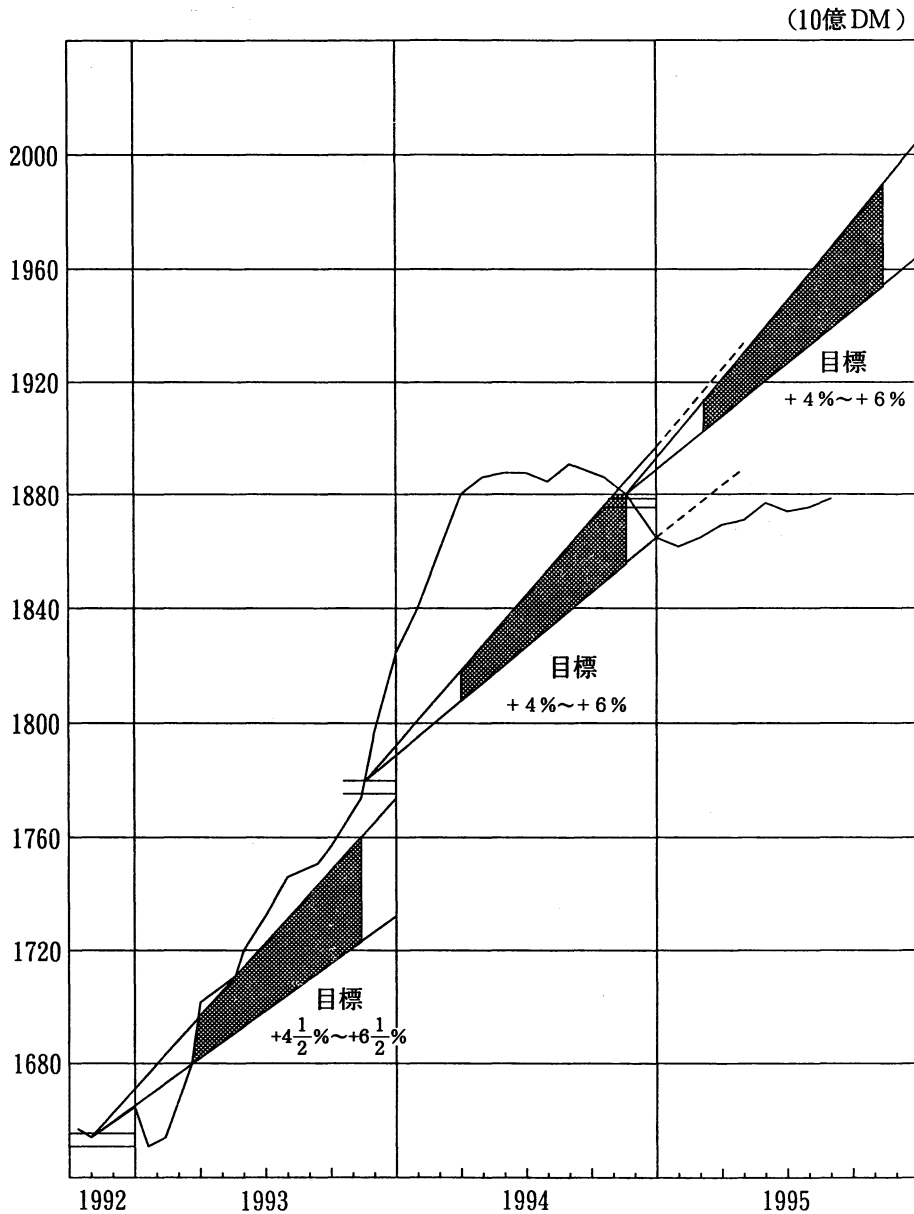
問 題 の 所 在

⁽¹⁾
すでに前稿で確認したように、1992年以降、92年末～93年初頭の一時期を除いて、ドイツのマネーサプライ M3 の増大速度は目標値を恒常的に越え続けていた。第1図に見られるように、94年に入るとこの傾向はさらに加速し、1～3月には、M3 は季節調整済み対前年第4四半期比で目標ゾーン4～6%を大きく越える年率17.5%の拡大を続けた。ところが、6月以降 M3 の増勢は急速に衰え、10月から年末にかけては絶対的な減少さえ示し、この後半における低迷が前半の急増を相殺し、94年末には M3 の年間増大率は目標ゾーン内に収まることになった。しかし、M3 増大の低迷傾向は95年に入ってからも続き、10月段階でも季節調整済み対前年第4四半期比で年率1.8%の伸びにすぎず、95年の目標ゾーンの4～6%を大きく下回っている。⁽²⁾
その結果、プンデスバンクは現在（95年10月）、従来とは逆にマネーサプライの増大促進という課題に直面している。

(1) 拙稿「ドイツプンデスバンクの『安定政策』——1988年以降の展開——」『産業と経済』第9巻2・3号、1995年1月。

(2) プンデスバンクによる11月22日公表速報値（「日本経済新聞」1995年11月23日号）。なお、入手データの制約のため、本稿での考察は、とくに断わらないかぎり1995年6月までのデータにもとづいている。

第1図 ドイツのマネーサプライM3の動向



- (注) (1) 「＝」は、第4四半期の季節調整済み平均残高。
 (2) M3の伸び率は、対前年第4四半期平均残高比季節調整済み伸び率の年率換算値
 (3) 目標値は、前年の第4四半期から当年の第4四半期までの目標値
 (出所) *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank* (以下 *MRDB* と略記) 各号より作成。

いうまでもなく、ブンデスバンクは、世界の中央銀行のなかでも最も厳格に通貨価値の安定を志向する点において定評がある。時にはその厳格性のゆえに批判されるほど、その通貨価値安定志向は徹底している。この通貨価値安定のための主要手段としてマネーサプライコントロールを位置づけているブンデスバンクが、なぜ94年から現在までマネーサプライの乱高下を許してしまったのか、その原因の分析が本稿の第一の課題である。次に、この検討を通して、ドイツの金融政策が現在直面している問題状況を明らかにすることが本稿の第二の課題となる。

I ブンデスバンクによる解釈

1 マネーサプライM3の定義

マネーサプライの毎年の目標通貨量は、1988年以降中央銀行通貨量からM3へと変更され現在に至っているが、M3は、ブンデスバンクによって一方でM3内の個々の金融資産別に、他方で供給増減要因別に毎月報告されている。

金融資産面からは、M3は、〔流通現金+国内非金融機関の一覧払預金（以上M1）+満期4年未満の国内非金融機関の定期預金（以上M2）+3ヶ月の解約告知期間付国内非金融機関の貯蓄預金〕として定義される。

他方、供給増減要因面からは、M3は、〔国内非金融機関向け信用+金融機関のネットの対外資産-金融機関における国内源の貨幣資本形成-政府預金-その他〕と定義される。ここで、「金融機関における国内源の貨幣資本形成」とは、M3に含まれない金融資産（満期4年以上の国内非金融機関の定期預金、3ヶ月を越える解約告知期間付国内非金融機関の貯蓄預金、貯蓄証書、流通金融債）を指し、M3の供給減少要因となる。したがって、国内非金融機関向け貸出し増や、金融機関のネットの対外資産増（=国内非金融機関へのネットの対内資本流入）によってM3を増大させても、「貨幣資本形成」が大きく増大すれば、これを相殺し、M3の増大を抑制することになる。つまり、資金がM3内の金融資産へ流入すればM3が増大するが、M3以外の金融資産へ流出すればそれを抑制するため、非金融機関の金融資産選択行動がM3の動向を大きく左右する可能性があることに注意しておかねばならない。

2 1994年前半のM3の急膨脹

1994年前半のM3の急膨脹の原因としてブンデスバンクが第一に挙げるのは、居住者の外国投資信託からの利子所得に対する課税の強化である。すなわち、「累積した外国の投資ファンドへの投資から国内で発生した利子所得に対する、1994年初めからの課税拡大は、とくに1993年12月にドイツの銀行流動勘定へのかなりの逆流を促進させた⁽³⁾」。すでに1993年1月からドイツ国内で源泉利子課税制度が導入されており、居住者はこの課税を回避するためとくにルクセンブルクの投資信託を利用して来た。この流出した資金は、再びドイツの連邦債購入などの経路を通じてドイツに還流し、迂回投資による課税回避が目立つようになった。こうしたルクセンブルク経路の源泉利子課税回避の行動に対処するため、政府は93年7月から外国の投資信託を経由した配当等への課税を開始し、94年1月からはさらにこの課税措置を強化した（未払い利子、投資証券から生じた1年未満の経過利子についても、94年1月以降に売却すれば課税対象とする等⁽⁴⁾）。この結果、ルクセンブルク経由の迂回投資がメリットを失ったため、ルクセン

(3) "Review of the 1994 monetary target", Die Deutsche Bundesbank, MRDB, Aug. 1994, p. 21.

(4) 詳しくは、"Revenue from and economic implications of the tax on interest income", MRDB, Ja. 1994. を参照。

ブルクからドイツへの資金還流が生じ、結局、この課税強化は、ブンデスバンクによれば、「通貨の増大にかなりのインパクトを与えることになった」⁽⁵⁾。

ブンデスバンクが挙げるM3急膨脹の第二の原因は、住宅購入のさいの課税優遇措置の軽減である。従来、新旧建築物にかかわらず住宅取得のさいして一定の課税控除限度額があったが、94年1月からこれを区別し、旧建築物に対する控除限度額を引き下げ、新建築物の購入の促進を図ることになった。この結果、旧建築物の購入需要が93年末にかけて殺到し、そのことは、ブンデスバンクによれば、「1993年第4四半期と1994年第1四半期の住宅部門への貸付の高水準によって示されている」⁽⁵⁾。この住宅ローンの増大を伴った旧建築物の購入増は、販売代金の急増となって現れ、「住宅資産の販売代金も、一時的に、マネーストックに含まれる預金勘定に滞留し、かなりの大きさに達した」⁽⁵⁾。

第三の原因は、長期金利の上昇と、それに伴う資本市場の乱調 (volatility) の増大である。94年初頭以降ドイツの長期金利は、世界的な長期金利上昇傾向に影響されて上昇を辿り、この上昇は秋まで続く。ところが、この長期金利の上昇時期に、マネーサプライM3を構成する短期金融資産への投資が急増し、反面、「貨幣資本形成」を構成する長期金融資産への投資は大きく伸び悩んだ。ブンデスバンクによれば、「長期金融資産を取得する性向は、世界的な金利上昇と資本市場の乱調の増大によって大きく後退し」⁽⁵⁾、M3の増大をもたらした。後述するように、「貨幣資本形成」の低迷がM3急膨脹の主因とブンデスバンク自身評価しているため、「貨幣資本形成」の低迷に作用するこの要因はきわめて重視されている。

第四の原因も、この「貨幣資本形成」の低迷にかかわる。M3を構成する短期金融資産のうち、とくに3ヶ月の解約告知期間付貯蓄預金の増加が著しいが、この増加分の大部分が特別貯蓄形態の貯蓄預金であるため、この特別貯蓄形態貯蓄預金の金利特性と、これへの優遇措置による同預金の急増がM3の急膨脹の第四番目の原因として挙げられる。通常、貯蓄預金は、定期預金と比較すると金利の変動幅は小さいが、この特別貯蓄形態は金利変動幅が大きいばかりか、「長期投資に対してのみ高い、上昇する金利が得られる」金利特性を有する点において長期金融資産のメリットも兼ねそなえており、M3に含まれながら「一種の『隠れた』貨幣資本形成を構成している」⁽⁶⁾。ブンデスバンクによれば、こうした一般的特性の他に、貯蓄預金を優遇する内容の銀行法改正、貯蓄者の金利収入に関する税への不安が加わり、3ヶ月の解約告知期間の特別貯蓄形態貯蓄預金が94年前半に急増し、M3の急増を帰結することになる。

第五の原因は、国内預金に対する最低預金準備率の引き下げによる、ユーロ市場から国内市

(5) "Review of the 1994 monetary target", MRDB, Aug. 1994. p.21. なお、この源泉利子課税問題と、住宅建築の課税問題は、大蔵省『財政金融統計月報』第505号、1994年5月、35ページも参照されたい。

(6) Ibid., p. 22. なお、特別貯蓄形態貯蓄預金の種類と特性については、飯野由美子「西ドイツ貯蓄奨励・財形政策の転換と個人貯蓄構造の変化——西ドイツの金融自由化の一側面——」『証券研究』Vol. 88, 1989年9月を参照されたい。

場への資金還流である。94年3月にブンデスバンクは、国内預金に関して民間銀行の対ブンデスバンクの最低準備率を引き下げた。この結果、国内預金はユーロ預金に比して「競争上の不利を大きく減少させ」⁽⁶⁾、ユーロ市場から国内市場へ資金が還流し、これに対応してマネーサプライが増大した。ブンデスバンクは、「貨幣資本形成とユーロ預金の上述の特殊な運動がなければ、今年（1994年—引用者）前半6ヶ月の通貨の増大は、実際の約半分にすぎなかったであろうし、したがって今年（1994年—引用者）の目標ゾーンの上限に接近したであろう」⁽⁷⁾と指摘し、94年前半のM3の急膨脹は上述の5つの特殊要因に帰因し、自らの金融政策運営の変更を迫るものではないと結論づける。

3 1994年後半以降のM3の低迷

94年初頭以降急膨脹したM3は5月から急速に増加速度を緩め、10月には純減さえ示したため、前半の急膨脹分を相殺することになり、94年全体を通してみると目標通貨増大率（4～6%）を達成した。しかし、95年に入ってからマネーサプライの増加速度はきわめて遅く、10月段階でも目標通貨増大率を大きく下回っている。

こうしたM3増加の低迷の原因として、ブンデスバンクは、「通貨の増大の弱さは、……銀行貸出しと貨幣資本形成によるところが大きい。これらは、少なくとも部分的には以前の異常さの修正とみなされるべきである」⁽⁸⁾と、銀行貸出しの鎮静化と「貨幣資本形成」の増大を挙げる。

このうち、銀行貸出しの鎮静化は、第一に、連邦政府支出の緊縮努力の成功、第二に、住宅取得の優遇措置の終了、第三に、企業のキャッシュフローの増大、によってもたらされた⁽⁸⁾と指摘される。しかし、「信用需要のわずかな鎮静化は異常ではなく、むしろ正常への回帰である」⁽⁹⁾として、ブンデスバンク自身銀行貸出しの鎮静化をM3増加の低迷の主因と認めていない。

それに代って、「現在の通貨の増大が今まで貸出しの拡大よりも大きく後退しているのは、主として貨幣資本形成の再活性化に原因がある」⁽⁹⁾と、貨幣資本形成の急増に94年後半以降のM3増加低迷の主因が求められる。しかし、この貨幣資本形成急増の原因として、第一に、「1992～1994年前半の長期金融資産投資動向の異常な低下に対する反動」⁽⁹⁾と、第二に、「1994年前半の流動性の大きな滞留」⁽⁹⁾をもたらした特殊要因の消滅を挙げ、この貨幣資本形成急増は、「新たな異常な状況というよりも、以前のインバランスの修正」⁽¹⁰⁾にすぎず、政策的ないし構造的問題でないとされる。

(7) *Ibid.*, p. 23.

(8) “Review of the monetary target and restructuring of the minimum reserve regulations”, *MRDB*, July, 1995, p. 21.

(9) *Ibid.*, p. 22.

(10) *Ibid.*, p. 23.

II 実証的検討

1 1994年前半

前述のように、94年前半のM3急膨脹の原因として、 Bundesbankは、(1)源泉利子課税制度の変更による海外資金の国内還流、(2)住宅購入の課税優遇措置の軽減発表による、駆け込み住宅ローンの増大、(3)長期金利の上昇と金利の先行き不安による、短期金融資産への資金滞留、(4)金利変動が大きく長期金融資産の有利性を加味した特別貯蓄形態貯蓄預金の残高の増大、(5)国内預金に対する最低準備率の引き下げによる、ユーロ預金の国内還流、を挙げている。しかし、これらを列挙するだけでは、各要因の重要性度や各要因間の構造的関連は明らかでない。これらのうち、(2)の住宅ローンの増大のみが貸出しに関わり、残りは金融資産選択に影響する要因である。したがって、住宅ローンの増大から検討してみよう。

第1表は、国内民間部門向け貸出し増加額の構成を示している。93年第4四半期に住宅向け信用が49,291百万DM増と、同年の他の3つの四半期と比べて飛躍的に増大し、国内民間部門向け貸出し増総額を88,290百万DMへ押し上げていることがまず目につく。このかぎりでは、

第1表 国内民間部門向け貸出し増加額構成 (1991—95. II)

(百万 DM)

	合 計	住 宅 向 け 信 用			
		合 計	対 企 業, 自 立 個 人 ¹⁾	対 非 自 立 個 人 ¹⁾	対 非 営 利 組 織
1991. I	+38,727	+ 4,767	+ 2,576	+ 2,158	+ 33
II	+59,105	+10,334	+ 5,598	+ 4,723	+ 13
III	+54,758	+14,067	+ 5,614	+ 8,413	+ 40
IV	+91,864	+23,145	+ 8,857	+14,164	+ 124
1992. I	+38,020	+10,377	+ 5,784	+ 4,611	- 18
II	+71,154	+17,646	+ 8,557	+ 9,046	+ 43
III	+39,856	+18,550	+ 7,629	+10,900	+ 21
IV	+74,088	+29,415	+11,863	+17,244	+ 308
1993. I	+18,818	+16,793	+ 8,899	+ 7,733	+ 161
II	+42,182	+21,135	+ 8,064	+12,970	+ 101
III	+53,398	+27,324	+ 9,886	+17,274	+ 164
IV	+88,290	+49,291	+16,257	+33,001	+ 33
1994. I	+35,498	+27,341	+ 9,152	+17,961	+ 228
II	+48,449	+29,816	+ 9,270	+20,502	+ 44
III	+51,389	+34,089	+12,381	+21,554	+ 154
IV	+75,196	+47,943	+16,741	+30,981	+ 221
1995. I	+26,601	+16,714	+ 4,864	+13,549	-1,699
II	+60,035	+21,207	+ 5,000	+16,088	+ 119

(注) 1) 「自立個人」、「非自立個人」は、経済活動を営み経済的に自立している個人と、経済活動を営まず経済的に自立していない個人を指す。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Bankenstatistik*, Aug. 1995.

ドイツのマネーサプライの乱高下

ンデスバンクの指摘するように、住宅取得のさいの課税制度の変更による駆け込み需要の増大と、それに伴う住宅向け信用の増大、ひいては国内民間部門向け信用の増大という事実が確認できる。

しかし、同時に、同表は、94年第1四半期における住宅向け信用と国内民間部門向け信用の減少を示している（それぞれ、27,341百万DMと35,498百万DM）。公共部門向け貸出しを加えた国内非金融機関向け貸出し増加額も、93年第4四半期の1,413億DMから94年第1四半期の713億DMへと半減しており、94年第1四半期は93年第4四半期に比して貸出しは増加するどころか逆に急減している（第2表）。したがって、季節調整換算値を示す第3表での94年第1四半期の高水準の貸出し増加額は、93年第4四半期の貸出しの急増が、季節調整という統計上の操作でずれこんだものと解釈できる。しかし、季節調整してもなお、94年第1四半期は93年第4四半期よりも貸出し増加額がわずかながら減少していることが第3表から読みとれる。他方、季節調整値表示のM3は94年第1四半期に急増しているのだから、住宅向け貸出しの増加、さらに貸出し増全体も94年前半のM3急膨脹に対して副次的な意味しかもたなかったと判断できる。

次に、(1)源泉利子課税制度の変更による海外資金の国内還流と、(5)国内預金に対する最低準

第2表 M3の供給要因別動向（1991—95. II）

（10億DM）

	M3 (I + II - III - IV - V)	国内非金融機 関向け貸出(I)	ネット対外 資産 (II)	貨幣資本形成 (III)	政府預金 (IV)	その 他 (V)
1991. I	- 41.1	+ 45.0	-29.2	+43.5	- 5.0	+18.4
II	+ 10.6	+ 71.1	-11.1	+41.4	+ 1.4	+ 6.5
III	+ 14.0	+ 57.5	+ 2.4	+27.8	- 8.5	+26.5
IV	+112.1	+112.4	+30.6	+41.7	+ 5.6	-16.4
1992. I	- 31.8	+ 50.6	-29.3	+45.1	- 7.7	+15.7
II	+ 29.0	+ 84.7	-17.1	+28.3	+ 5.0	+ 5.3
III	+ 44.7	+ 46.0	+47.7	+20.9	+ 5.3	+22.7
IV	+ 75.2	+118.6	-42.1	+ 7.1	-14.9	+ 9.1
1993. I	- 20.2	+ 51.6	-50.6	+22.7	+ 0.3	- 1.8
II	+ 32.7	+ 63.8	+ 6.2	+17.7	+17.1	+ 2.5
III	+ 18.7	+ 77.3	- 6.2	+22.3	- 0.1	+30.1
IV	+155.0	+141.3	+43.9	+33.8	- 4.3	+ 0.6
1994. I	- 18.7	+ 71.3	-75.0	+29.9	- 7.5	- 7.4
II	+ 14.5	+ 66.7	-31.2	+36.0	- 2.5	-12.5
III	- 19.6	+ 69.3	-24.5	+37.1	+ 5.2	+22.1
IV	+ 55.7	+111.5	-10.6	+63.9	- 5.3	-13.3
1995. I	- 58.4	+ 48.7	-36.8	+64.3	+ 1.2	+ 4.9
II	+ 7.9	+ 63.5	+ 4.3	+48.7	+ 0.4	+10.8

(注) 1) 「国内非金融機関向け貸出」は、ブンデスバンクによるそれを含む。

2) 「ネット対外資産」は、ブンデスバンクを含む金融機関の対外資産。したがって、非金融機関にとっては、マイナスが資産流出、プラスが資産流入となる。

(出所) MRDB 各号。

備率の引下げによる、ユーロ預金の国内還流は、第2表で93年第4四半期の+439億DMとなって現れているかのように見える。しかし、⁽¹¹⁾ブンデスバンク自身、「このようなシフトは一時的なもの⁽¹¹⁾と予想される」と判断していたように、94年初頭からその他の流出要因が対抗して作用し、3月の国内預金に対する最低準備率の引き下げにもかかわらず、非金融機関による資金の対外流出は流入を上回り始める。これは95年第1四半期まで続き、M3増加の抑制要因として作用している(第2表)。季節調整値でも、第3表での「その他」項目で非金融機関の資金の対外流出入を推測すると、94年第1、2四半期とも非金融機関の資金は流出超であり、この点からもM3の急増には寄与していない。

たしかに、93年第4四半期に国内流入した資金が、これ以降にM3に含まれる短期金融資産に投資されて、間接的にM3の急増に作用する可能性は否定できない。しかし、「一時的に短期勘定に滞留している投資ファンドの販売代金は、大部分、国内あるいは海外に長期的に再投資されて、通貨の増大を抑制するだろう⁽¹¹⁾」とブンデスバンク自身が予測しているように、国内還流した資金を短期金融資産と同様に長期金融資産へ投資する選択肢も存在する。したがって、この2つの選択肢のうち、94年前半にはなぜ長期金融資産投資が選択されずに、その結果M3の急増を抑制しなかったか、という金融資産選択の問題に行きつく。

このように、貸出し増と対内資金流入からは94年前半のM3の急増が説明できないとすれば、

第3表 季節調整値によるM3の供給要因別動向(1992—95. II)
(10億DM, %)

	M3 (I + III - II)	国内非金融機関 向貸出 (I)	貨幣資本形成 (II)	そ の 他 (III)
1992. I	+29.2 (8.8)	+70.8 (10.2)	+39.0 (8.9)	- 2.6
II	+29.1 (8.4)	+86.5 (10.4)	+30.8 (8.0)	-26.6
III	+43.6 (8.8)	+56.0 (9.6)	+27.8 (6.4)	+15.4
IV	+27.4 (9.5)	+78.0 (8.7)	+ 4.4 (4.6)	-46.2
1993. I	+16.4 (0.2)	+78.5 (8.8)	+16.0 (2.2)	-46.1
II	+44.8 (6.5)	+69.6 (8.7)	+20.0 (2.8)	- 4.8
III	+29.1 (7.0)	+89.8 (8.9)	+29.7 (4.9)	-31.0
IV	+55.6 (7.4)	+98.7 (10.2)	+32.4 (5.7)	-10.7
1994. I	+60.7 (17.5)	+96.0 (10.8)	+21.2 (5.4)	-14.1
II	+25.3 (12.7)	+74.3 (9.8)	+38.3 (5.5)	-33.0
III	+ 3.0 (8.4)	+83.8 (8.9)	+45.3 (7.2)	-35.5
IV	-19.2 (5.8)	+63.6 (8.0)	+64.2 (9.0)	-18.6
1995. I	- 8.9 (-4.1)	+75.3 (7.3)	+52.8 (10.5)	-31.4
II	+21.0 (-0.6)	+69.7 (7.1)	+50.9 (9.9)	+ 2.2

(注) (1) それぞれの()内は、増加年率。ただし、M3の場合は、対前年第4四半期平均残高比増加額の年率換算による。

(2) 「その他」は、第2表での「ネット対外資産」、「政府預金」、「その他」の合計。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*, Aug. 1995.

(11) "The economic scene in Germany in winter 1993-4", MRDB, Feb. 1994, p. 25.

ドイツのマネーサプライの乱高下

その原因は「貨幣資本形成」に求めなければならない。実際、第3表によれば、94年第1四半期にM3は607億DMも増大しているが、このとき最も大きな変化を示しているのが「貨幣資本形成」である。すなわち、93年第4四半期の324億DMから同期には212億DMへ低下し、この結果、貸出し増加額が若干低下した(987億DM→960億DM)にもかかわらず、M3は556億DM増から607億DM増へと上昇し、94年第1四半期にはM3の対前年第4四半期比年率17.5%もの増大が帰結されたのである。94年第2四半期にはM3は253億DM増と大きく落ち込むが、第1四半期の急膨脹の影響が第2四半期にまで持ち込まれ、同年率で依然として12.7%もの増大を示すことになった。したがって、94年前半にM3がなぜ急膨脹したか、という問題は、94年第1四半期になぜ「貨幣資本形成」が低迷したか、という問題に還元できる。事実、ブンデスバンク自身、「マネーストックの継続的な大幅な増加は、基本的には、居住者の非常に低い長期貯蓄蓄積性向の反映である⁽¹²⁾」と、この点を確認している。

M3急膨脹の原因としてブンデスバンクが指摘した、(3)長期金利の上昇と金利の先行き不安による、短期金融資産への資金滞留と、(4)特別貯蓄形態貯蓄預金の残高の増大は、この「貨幣資本形成」の低迷問題に対応するものである。「貨幣資本形成」の各要因を示す第4表によれば、94年第1四半期には、解約告知期間が3ヶ月を越える貯蓄預金と貯蓄証書が77億DMも純減し、金融債流通も19億DMしか増大していないが、他方で満期4年以上の定期預金は161億

第4表 貨幣資本形成増減構成〔季節調整値〕(1992—95. II)

(10億DM, %)

	合計	解約告知期間が3ヶ月を越える貯蓄預金と貯蓄証書	満期4年以上の定期預金	金融債流通
1992. I	+39.0 (8.9)	+7.5 (3.5)	+8.1 (7.4)	+19.0 (14.8)
II	+30.8 (8.0)	+1.9 (4.6)	+7.9 (6.4)	+15.2 (12.0)
III	+27.8 (6.4)	+1.8 (2.0)	+7.1 (5.5)	+13.6 (9.5)
IV	+4.4 (4.6)	+0.4 (1.2)	+3.1 (4.1)	-5.9 (5.7)
1993. I	+16.0 (2.2)	-1.1 (0.1)	+6.6 (3.1)	+4.4 (0.1)
II	+20.0 (2.8)	+1.7 (-0.4)	+8.1 (4.6)	+3.6 (0.7)
III	+29.7 (4.9)	+5.4 (2.5)	+9.1 (6.1)	+11.3 (4.4)
IV	+32.4 (5.7)	+2.7 (3.7)	+9.6 (6.8)	+13.1 (5.2)
1994. I	+21.2 (5.4)	-7.7 (-0.7)	+16.1 (7.8)	+1.9 (4.7)
II	+38.3 (5.5)	+0.7 (-2.6)	+13.9 (9.6)	+17.9 (4.8)
III	+45.3 (7.2)	+3.0 (0.9)	+17.4 (10.3)	+17.5 (7.7)
IV	+64.2 (9.0)	+5.8 (3.0)	+15.4 (10.3)	+37.2 (11.3)
1995. I	+52.8 (10.5)	+9.5 (3.7)	+20.1 (10.9)	+22.4 (14.5)
II	+50.9 (9.9)	+7.1 (7.2)	+17.2 (11.3)	+19.1 (12.1)

(注) (1) 「金融債流通」は、非金融機関による金融債投資。

(2) () 内は、それぞれ増加年率。

(出所) 第3表と同じ。

(12) "The economic scene in Germany in spring 1994", MRDB, June, 1994, p. 19.

DM増と93年第4四半期よりも逆に伸びている。したがって、解約告知期間が3ヶ月を越える貯蓄預金、貯蓄証書、金融債への投資の減少が94年第1四半期の「貨幣資本形成」の低迷をもたらしたことになる。

このうち、まず貯蓄預金から見てみよう。「貨幣資本形成」に含まれる貯蓄預金は、解約告知期間が3ヶ月を越えるそれであり、同3ヶ月の貯蓄預金はM3の構成要因をなしている。これらの貯蓄預金のそれぞれは、金利変動の小さい通常の貯蓄預金と、金利変動が大きく種々の特典のついた特別貯蓄形態貯蓄預金を含んでいる。解約告知期間3ヶ月と3ヶ月を越える貯蓄預金の94年における各増加額のうち、それぞれ特別貯蓄形態の増加額の割合を第5表で見ると、同3ヶ月の貯蓄預金の増加総額が6,760万DMに対し、特別貯蓄形態の増加が6,440万DMで95%を占め、ブンデスバンクが指摘するように、特別貯蓄形態の伸びが解約告知期間3ヶ月の貯蓄預金の増加をもたらしていたことが確認できる。他方、解約告知期間が3ヶ月を越える貯蓄預金においては、総額の伸びが1,370万DMであるのに対し、特別貯蓄形態の伸びが2,460万DMであり、通常の貯蓄預金の純減を補っている。

第5表 貯蓄預金の増減 (1992—95.6)

(百万DM)

	合 計	解約告知期間3ヶ月		3ヶ月を越える解約告知期間	
		計	特別貯蓄形態	計	特別貯蓄形態
1992	+16.3	+7.4	+50.6	+9.0	—
1993	+88.7	+65.0	+59.6	+23.6	+0.0
1994	+81.2	+67.6	+64.4	+13.7	+24.6
1994.1~6	+24.5	+24.9	+24.1	-0.4	+11.7
7~12	+56.7	+42.6	+40.3	+14.1	+12.9
1995.1~6	+25.9	+29.7	+42.2	-3.8	+3.4

(注) 居住者による貯蓄預金残高増減。

(出所) MRDB 各号。

特別貯蓄形態貯蓄預金の期間別金利構造の詳細なデータが入手できないので、確定利付有価証券の残存期間別利回り構造によって長短金利動向を見たのが第6表である。これによれば、89年から92年まで長短金利の逆転現象が生じ、93年によりやく長期金利が短期金利を上回り、94年初頭からの長期金利の上昇によって長短金利格差が拡大を始めていることが確認できる。94年前半期のこの長短金利格差拡大期に短期の解約告知期間3ヶ月の貯蓄預金の急増が見られることは、一見すると逆説的である。

しかし、この貯蓄預金の増加分の95%が特別貯蓄形態貯蓄預金であることを想起すれば、これはきわめて自然的な現象である。すなわち、長期金利が急上昇しその魅力が増大している期間は、今月よりも来月のほうが高利回りの金融資産に投資できるため、長期金融資産への投資を先延ばしにする待機傾向が生じる。この意味において、「長期金融資産を取得する性向は、世界的な金利上昇と資本市場の乱調によって大きく後退⁽⁵⁾した」という、第I章で見たブンデ

第6表 確定利付有価証券の残存期間別流通利回り(1988—95.7) (%)

	1～2年 (I)	5～6年 (II)	9～10年 (III)	III-I
1988	4.9	6.0	6.6	1.7
1989	7.2	7.2	7.0	-0.2
1990	9.0	8.9	8.8	-0.2
1991	9.2	8.7	8.5	-0.7
1992	8.9	8.1	7.9	-1.0
1993. 1	7.4	7.0	7.2	-0.2
2	7.1	6.7	7.0	-0.1
3	6.6	6.4	6.7	0.1
6	6.7	6.7	6.9	0.2
12	5.3	5.4	6.0	0.7
1994. 1	5.3	5.4	6.0	0.7
2	5.4	5.7	6.2	0.8
3	5.6	6.1	6.6	1.0
4	5.6	6.2	6.6	1.0
5	5.4	6.4	6.8	1.4
6	5.7	6.9	7.2	1.5
7	5.5	6.8	7.1	1.6
8	5.7	6.9	7.3	1.6
9	6.0	7.4	7.7	1.7
10	6.2	7.5	7.7	1.5
11	6.1	7.4	7.7	1.6
12	6.3	7.4	7.6	1.3
1995. 1	6.4	7.5	7.7	1.3
2	6.2	7.3	7.5	1.3
3	6.0	7.1	7.4	1.4
4	5.5	6.7	7.2	1.7
5	5.2	6.5	7.0	1.8
6	5.0	6.4	6.9	1.9
7	5.1	6.5	7.0	1.9

(注) 1988—1992年は、年平均利回り。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Kapitalmarktstatistik* 各号。

スバンの主張は正当である。かといって、相対的に不利な短期金融資産に資金を待機ばかりさせては有利な利殖機会を失う。したがって、長期金利の有利性を享受するという意味で長期性、他方、新たな有利な金融資産にすぐに取り換え可能という意味で短期性、長、短期のこの両者のメリットを兼ねそなえた金融商品が求められる。解約告知期間3ヶ月の特別貯蓄形態貯蓄預金は、短期金融商品でありながら、「長期投資に対してのみ高い、上昇する金利が得られる⁽⁶⁾」金利特性を有するため、まさにこの要求に応えるものであり、それゆえ急増したと考えられる。

しかし、こうした長期金融資産投資に対する待機傾向は固定的なものではない。長短金利格差が一定程度以上拡大して、とくに短期金利の低下によって長期金融資産の短期金融資産に対

第7表 M3の金融資産別増減(季節調整値)(1992—95. II)

(10億 DM, %)

	M3	現金流通	一覽払預金	満期4年未満 の定期預金	解約告知期間 3ヶ月の貯蓄預金
1992. I	+29.2 (8.8)	+ 0.4	+ 5.7	+25.0	- 1.9
II	+29.1 (8.4)	+ 2.1	+ 3.5	+19.0	+ 4.5
III	+43.6 (8.8)	- 8.1	+14.0	+35.9	+ 1.8
IV	+27.4 (9.5)	+42.9	+14.9	-33.1	+ 2.7
1993. I	+16.4 (0.2)	-25.6	- 0.7	+25.6	+17.1
II	+44.8 (6.5)	+10.9	+ 5.6	+18.4	+ 9.9
III	+29.1 (7.0)	+ 0.5	+16.1	+ 1.3	+11.2
IV	+55.6 (7.4)	- 8.4	+17.0	+20.6	+26.4
1994. I	+60.7 (17.5)	+18.7	+ 6.7	+15.8	+19.5
II	+25.3 (12.7)	+ 7.6	+13.7	-12.6	+16.6
III	+ 3.0 (8.4)	+10.2	+ 4.1	-29.3	+18.0
IV	-19.2 (5.8)	+17.0	- 2.1	-47.6	+13.5
1995. I	- 8.9 (-4.1)	-19.9	+10.1	-17.0	+17.9
II	+21.0 (-0.6)	+ 9.6	+ 7.7	-19.2	+22.9

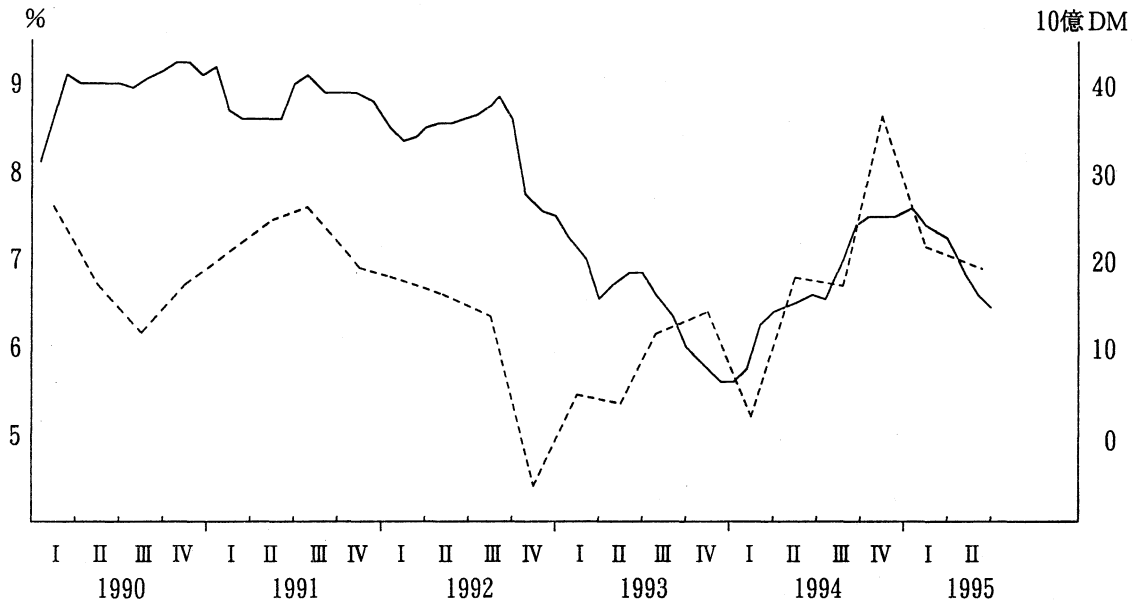
(注) M3の()内の数値は、対前年第4四半期平均残高比増加額の年率換算値。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen*, Aug. 1995. より作成。

する有利性が明瞭に確保されるか、あるいは、長期金利が頭打ちないし低下し始め長期金融資産投資に対する待機姿勢が不利と判断されると、本来の長期金融資産への投資が回復することになる。実際、94年5月の政策金利の引下げ後、解約告知期間が3ヶ月を越える貯蓄預金が増大を始める(第4表)一方で、満期4年未満の定期預金が急減していく(第7表)。9月に長期金利がピークアウトするとこの傾向はさらに加速し、満期4年以上の定期預金の増大ともども、94年後半以降の「貨幣資本形成」の増大に寄与することになる。

次に、94年前半の「貨幣資本形成」低迷のもう一つの要因である、非金融機関による金融債投資の低迷を見てみよう。一般に、債券投資動機には直利志向と売買益志向の2つがあると言われる。第2図で金融債の利回り動向と非金融機関による金融債投資を比較すると、ドイツの場合この二つの投資動機が交互に顕在化していることが分かる。すなわち、90年初頭から92年前半までは、8～9%の高利回りが続いたため、高利回りを求めて非金融機関が金融債投資を伸ばしたが、92年後半から93年前半にかけては利回りが急低下したため、その投資額は減少する。93年後半には利回りは6%を割り込むが、この時点からは利回りの低下の裏面としての債券価格の上昇による売買益志向の買いが入り、非金融機関の金融債投資が回復を始める。しかし、この売買益志向に転じた後すぐに94年初頭から世界的な長期金利上昇に影響されて、ドイツの金融債利回りは上昇に転じ、金融債価格は急落する。このため売買益志向の投資動機は急速に後退し、他方、直利志向の面においても、10年物で利回りは4月までまだ6%台にすぎず投資家は待機姿勢を続ける。

第2図 金融債の平均流通利回りと非金融機関による金融債投資



(注) (1) 実線が金融債流通利回り，点線が非金融機関による金融債投資の四半期毎の増減額。

(2) 左目盛りが流通利回り，右目盛りが金融債投資増減額。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Kapitalmarktstatistik, Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen* 各号より作成。

しかし、94年後半にかけて、短期金利が低下する一方で利回りが7%を越えるに至って再び直利志向での買いが入る。他方、94年第4四半期には利回りもほぼピークアウトし売却損の不安も解消したため、同期には金融債投資は372億DMと過去最高を記録する(第4表)。したがって、94年第1四半期の非金融機関の金融債投資の低迷は、急激な金利上昇による金融債価格の低下と、他方で、にもかかわらず絶対的に低い利回り水準に起因することが確認できる。94年前半のM3の急膨脹の一つの原因として Bundesbank は、「世界的な金利上昇と資本市場の乱調の増大」を挙げていたが、これは前者を指摘するかぎりにおいても正当であった。

2 1994年後半～95年6月

本稿 I. 3. で見たように、Bundesbank は、94年後半以降のM3の増大の低迷の原因を「貨幣資本形成」の増大に求め、これを「以前のインバランスの修正⁽¹⁰⁾」と解していた。

この点を第3表から確認してみよう。季節調整値のM3は、94年第3四半期以降急速に増加額を減らし、94年第4四半期、95年第1四半期にはマイナス成長を記録する。その結果、対前年第4四半期比年率換算伸び率も95年第1四半期はマイナスを示している。しかし、対非金融機関の貸出しは、たしかに94年第1四半期と比べると若干減速しているものの、M3の急増、急減と比べると、その変動はきわめてわずかである。実際、95年第1四半期においても貸出し増加年率は7.3%を維持している。他方、「貨幣資本形成」は、94年第1四半期の212億DM増に対して、第3四半期が453億DM増、さらに第4四半期が642億DM増と3倍に達しており、95年第1四半期、第2四半期においてもそれぞれ528億DM増、509億DM増の高水準を記録し

ている。同表の「その他」で非金融機関による対外資金流出もM3増加の抑制要因として作用していることが推測できるが、「貨幣資本形成」と比べるとわずかである。したがって、94年後半以降のM3増大の低迷の主因を「貨幣資本形成」の急増に求めている点においても、ブンデスバンクの指摘は正当である。

第4表で「貨幣資本形成」の各項目を見ると、94年前半に低迷していた解約告知期間が3ヶ月を越える貯蓄預金と、非金融機関による金融債投資の急回復、さらに満期4年以上の定期預金の堅調な伸びが目立っている。これらの原因は、前節で見た94年前半の「貨幣資本形成」低迷の裏面として自ずから導出される。すなわち、貯蓄預金と定期預金に関しては、第一に、94年2月、4月、5月と相次いで政策金利を引き下げたため、長短金利差が一定程度以上拡大し、長期金融資産の有利性が明瞭になった、第二に、長期金利が94年秋にピークアウトしたため、長期預金に対する待機の意味が減少した、第三に、95年初頭以降の長期金利の低下にもかかわらず、政策金利の相次ぐ引き下げによって長短金利差が依然として大きい、以上の3点である。

他方、金融債投資は、利回り上昇による直利志向の買いに加えて、94年秋の利回りピークアウト以降の債券価格の落ち着きによって回復傾向が明確になり、さらに、95年初頭からの利回りの低下(=債券価格の上昇)によって売買益志向の買いが活発になって、非金融機関の金融債投資は、95年第1四半期224億DM、第2四半期191億DMと引き続き高水準を保っている。

94年後半以降のこうした「貨幣資本形成」の急速な増大のためM3の増加は抑制され、前述したように、95年10月段階でもM3は年率1.8%の伸びにすぎず、目標ゾーンを大きく下回っている。したがって、94年後半以降の「貨幣資本形成」は、「以前のインバランスの修正」以上に進展しており、この意味においてブンデスバンクの予測をはるかに越えるものである。

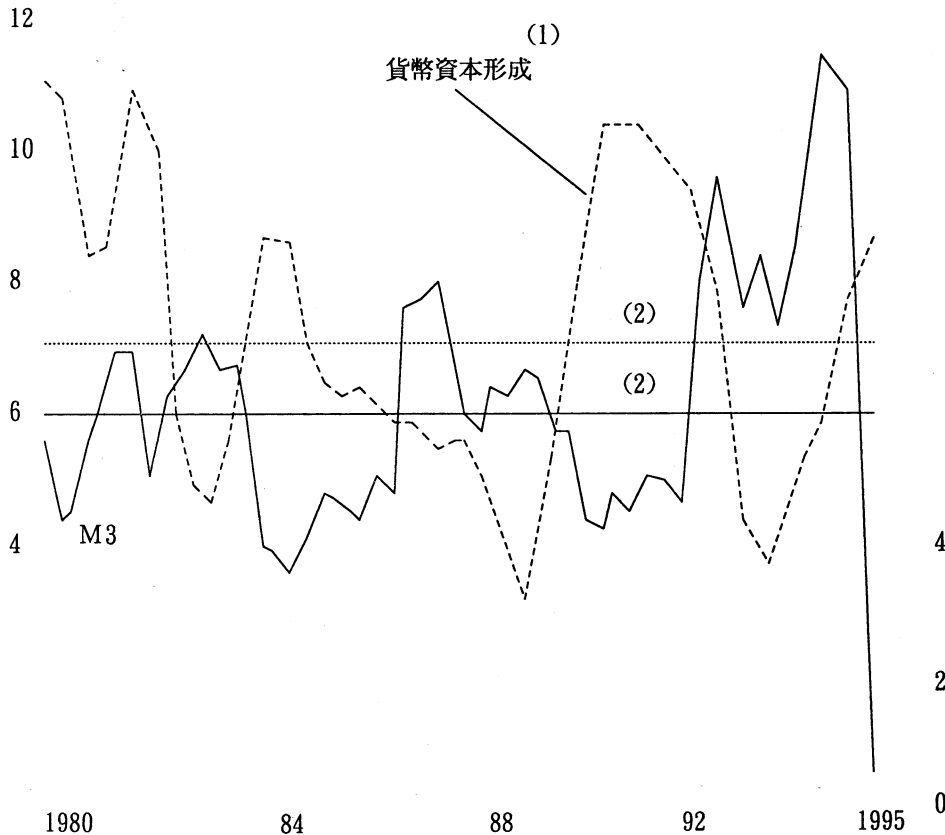
III 金利政策とマネーサプライコントロール

1 金融資産累積下の金利政策

94年前半のM3の急増とそれ以降の急速な低迷を内容とするマネーサプライの乱高下は、「貨幣資本形成」の低迷と急増を主因とするものであったことが確認できたが、「貨幣資本形成」がマネーサプライの動向を左右したのは、今回の乱高下が最初ではない。ブンデスバンク自身が「貨幣資本形成」とM3の対抗的運動を示す図(第3図)を作成し、この点を確認している。したがって、今回のM3の乱高下の特殊性は、「貨幣資本形成」がM3の動向を左右した点にあるのではなく、「貨幣資本形成」自体の急速な低迷と増加が相次いで発生した点にある。しかし、これらも基本的には金利動向——長短金利差と金融債利回り——に規定されていたのであり、この意味では一般的な現象であった。

問題は、短期金利に直接的に影響するブンデスバンクの金利政策が、貸出しの面と「貨幣資本形成」の面とでM3の動向に対して逆方向の作用を及ぼしうる点にある。例えば、貸出し面だけに着目してM3の増大を抑制しようとするれば、通常政策金利が引き上げられるが、この引

第3図 M3と貨幣資本形成前年比伸び率 (%)



(注) 1) 季節調整月末値換算

2) 1980年第1四半期と1995年第1四半期間の平均増加率

(出所) "Review of the monetary target and restructuring of the minimum reserve regulations", MRDB, July, 1995, p. 22.

き上げは、長期金利が一定だとすれば長短金利差を縮小させる。これは、「貨幣資本形成」のルートで言えば、短期金融資産の相対的有利性の増大を意味し、長期金融資産から短期金融資産への資金移動をもたらしM3の増大を逆に促進する。実際、R. マッキノンも指摘するよう⁽¹³⁾に、90～92年の高金利政策期の末期にかけてこの矛盾が表面化し、短期金利を引き上げれば上げるほどかえってM3が増大するというジレンマに陥っていた。このときは92年9月から Bundesbankが政策金利引き下げに転じたため、矛盾は一時的に解消されたのであるが、金利政策の貸出しルートと「貨幣資本形成」ルートの対抗的作用という問題は残されたままであり、実は、この矛盾が今回のM3の乱高下の背後に存在している。以下、94～95年のM3の乱高下時に、Bundesbankがどのような金利政策をとり、それがM3の動向にどのような影響を及ぼしたかを検討してみよう。

2 1994年5月の利下げ

前述したように、金利政策で貸出しルートを通じてマネーサプライの増大を抑制するときは、

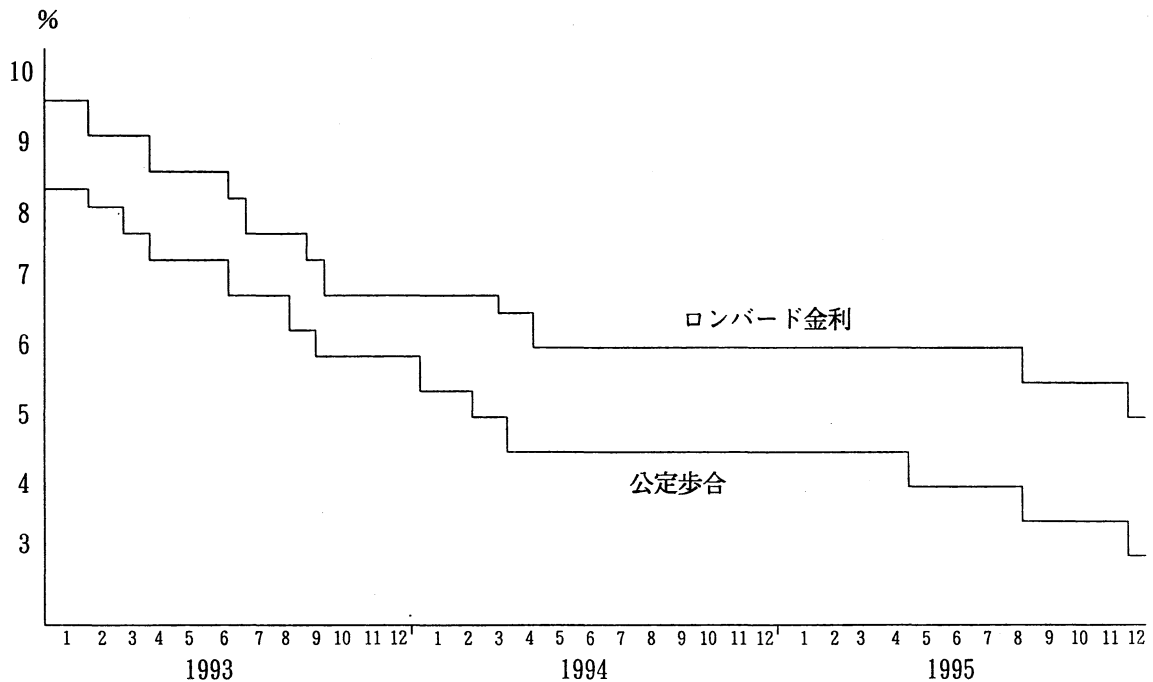
(13) Ronald, Mckinnon, "Why German policy hurts at home as well as abroad", *Financial Times*, 1992, 9. 22.

通常政策金利が引き上げられる。つまり、政策金利の引き上げ→貸出し金利の上昇→貸出し量の抑制、というメカニズムでマネーサプライの抑制が図られる。しかし、94年前半のM3の急増に対し、ブンデスバンクは金利引き上げではなく、逆に引き下げで対処し、2月から5月にかけて公定歩合とロンバード金利を引き下げ、それぞれ4½%、6%とした(第4図)。この対応は、ブンデスバンクにとって首尾一貫している。というのは、94年前半のM3の急増の基本原因を貸出しの急増ではなく「貨幣資本形成」の低迷にあると認識しているため、長期金融資産たる「貨幣資本形成」の増大を促すには、短期金利の引き下げによる長短金利差の拡大が有効となるからである。実際、ブンデスバンク自身、94年「5月の金利引き下げの主要目的は、長短金融資産間の金利格差を拡大し、貨幣資本形成の増大によって通貨増大ペースを減速させることである」と、⁽¹⁴⁾ 明言している。

本稿Ⅱ章で見たように、この政策意図は実現される。5月の政策金利の引き下げをきっかけとして長短金利差の拡大に弾みがつき、「貨幣資本形成」を構成する貯蓄預金、定期預金への投資が拡大し、その結果M3の増加が急速に抑えられた。

だが、事態はこれ以上に進展した。世界的な長期金利動向に影響されて、94年秋頃から金融債利回りがピークアウトし金融債価格の下落が止まり、直利志向とともに売買益志向の金融債投資が増大し、これが貯蓄預金、定期預金ともども「貨幣資本形成」の急増に拍車をかけ、M3は94年前半の急膨脹の修正の範囲を越えて低迷することになった。これ以降、ブンデスバンクは、M3の抑制ではなく、逆に増大促進という課題に直面する。

第4図 公定歩合とロンバード金利(1993—95年12月)



(出所) MRDB 各号より作成

(14) "Review of the 1994 monetary target", MRDB, Aug. 1994, p. 26.

3 1995年3月の利下げ

ブンデスバンクは、95年3月に公定歩合を4½%から4%へ引き下げた。94年後半以降のM3の低迷が95年に入っても続き、目標値を大きく下回っているため、「1995年の目標通貨量達成を容易にすること」⁽¹⁵⁾、つまり、M3の増大促進がこの利下げの目的であった。利下げは、貸出しルートに限定すれば、たしかにマネーサプライの増大を促進させる手段であり、実際、季節調整済み貸出し増加率は、95年第1四半期が7.3%、第2四半期も7.1%の高率を示している（第3表）。ブンデスバンクも、「銀行貸し出しは非常に活発であった。……このかぎりでは、基礎的傾向の次元では、通貨の増大を可能にするはずであった」⁽¹⁶⁾と、貸し出し増のM3増大促進効果を高く評価している。

にもかかわらず、M3の増加の回復は遅く、95年10月に至っても目標率を大きく下回っている。その最大の原因は、本稿Ⅱ章2. で見たように「貨幣資本形成」の急増である。この「貨幣資本形成」増が貸し出し増を上回ったため、「活発な貸出しの通貨創造過程への拡大的影響は、事実上完全に相殺されたのである」⁽¹⁶⁾。

しかし、この相殺は、ブンデスバンクにとって予想外のことではない。政策金利の引き下げは、長短金利差を拡大させるため長期金融資産への投資を促し、この結果の「貨幣資本形成」の増大がM3増加の抑制要因として作用することは、明確にこの作用を意図した94年5月の利下げとそれ以降の展開によってすでに経験済みだからである。95年9月時点でもこの認識に変化がないことは、ブンデスバンクの次の言明からも明らかである。「未だ豊富である流動資金の長期資産への転換は明らかに続いている。これには、利下げ期待も一定の役割を果たしている」⁽¹⁶⁾。

とすれば、建前としての政策意図（M3増大促進）と逆に作用（M3増大抑制）することを十分認識しながら、なぜブンデスバンクは95年3月に公定歩合を引き下げたのかが次に問題とへる。

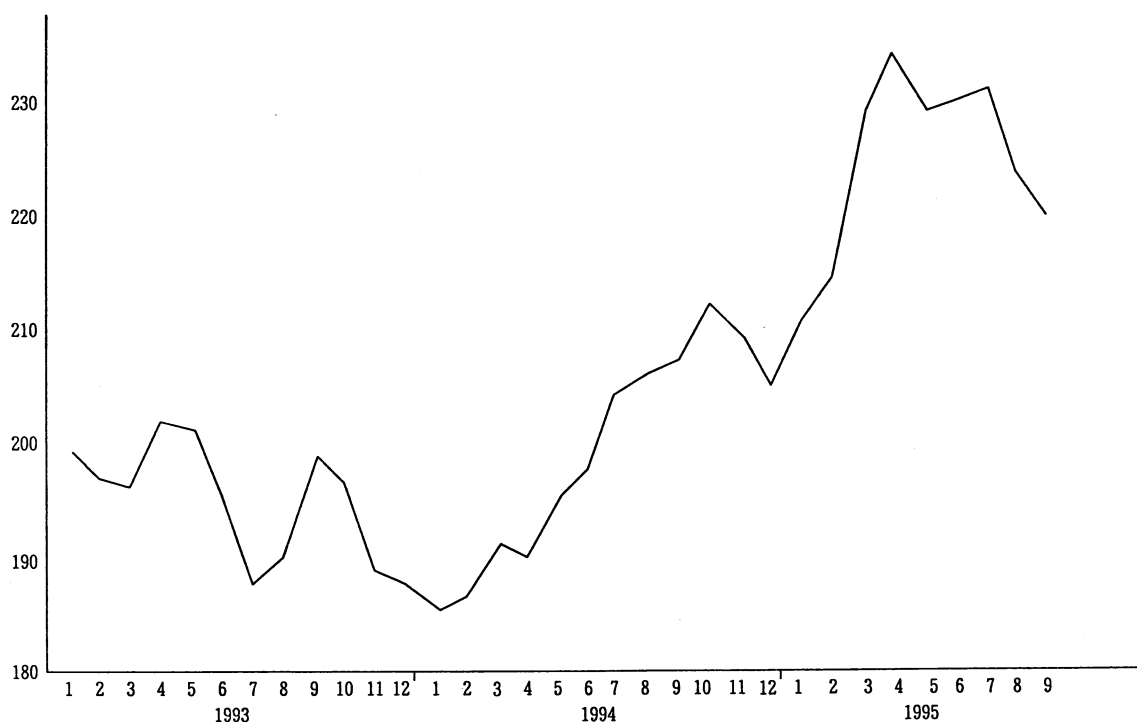
この点に関して、95年3月の公定歩合引き下げに関するブンデスバンクの次の叙述は示唆的である。「金融政策手段は、為替レートの動向によって支持された。最近数ヶ月間のドイツマルクの上昇は、マネーストックの増大を抑制し、輸入原材料・工業製品の価格と国内コスト上昇の大きな対抗物を形成している。この金利決定において、ブンデスバンクは、これら対外条件の変化の国内の発展に対するインプリケーションを適切に考慮した」⁽¹⁷⁾。すなわち、マルク高によってすでに国内物価が安定しているから一定程度の利下げが許容される、という意味で利下げが消極的に根拠づけられるにとどまらず、マルク高がマネーストック（マネーサプライ）の増大を抑制してきたという認識を示すことによって、利下げによるマルク高是正がマネーサ

(15) "The economic scene in Germany in spring 1995", *MRDB*, June, 1995, p. 12.

(16) "The economic scene in Germany in summer 1995", *MRDB*, Sept. 1995, p. 12.

(17) "The economic scene in Germany in spring 1995", *MRDB*, June, 1995, p. 12.

第5図 マルクの対ドル相場 (1993—95. 9月)



(注) 1972年末水準を100とする指数値

(出所) MRDB 各号。

プライ増大を促進する作用が示唆されているのである。

しかし、 Bundesbank は、マルク高がどのようにしてマネーサプライの増大を抑制してきたのか、逆に言えば、マルク高是正がどのようなメカニズムでマネーサプライを増大させるかについては明らかにしていない。実際、95年3月の公定歩合の引き下げ以降マルク高は、幾分か鎮静した(第5図)ものの、マネーサプライの回復は緩慢である。他方、利下げは、前述のように、長短金利差の拡大を通じて「貨幣資本形成」の増大を促進し、逆にM3の増大の制約になることは、94年5月以降現実的に示されているし、Bundesbank 自身95年9月時点でもこのことを確認している。この意味において、95年3月の利下げは、マネーサプライコントロールを犠牲にしてマルク高是正を優先した金利政策であると言える。

だが、実は、為替レート優先の金利政策は今回がはじめてではない。今回と逆の課題であるマネーサプライの増大の抑制に十分な成功を収めたと評価される94年春の利下げも、その発動時機を規定したのはマルク相場である。すなわち、94年前半の流動性の滞留によるマネーサプライの急増に直面して、Bundesbank は、「長短金融資産間の金利格差拡大によって長期金融資産の取得を促進し、それによって、通貨量増大を抑制し、関連するインフレ不安を抑える明確なガイダンスを金融市場に与えることが重要であった」と認識した⁽¹⁸⁾うえで、その長短金利差拡大のための利下げの発動時機に関して次のように言う。「ドイツマルクが為替市場で一時

(18) Deutsche Bundesbank Annual Report 1994, 1995, p. 68.

的な弱さから回復した春に、したがって何ヶ月もそれを延期した後、 Bundesbank は漸進的な金利引き下げ戦略をとった（強調—引用者⁽¹⁸⁾）。ここで注目すべきは、傍点を付した「何ヶ月もそれ（漸進的な金利引き下げ戦略）を延期した」ことと、その延期の理由としてマルク相場の回復を挙げていることである。つまり、これは、本来ならもっと早く利下げを実行すべきであったが、マルク相場の回復までそれを延期した、ということの意味している。とすれば、この94年春（2月、4月、5月）の利下げがマネーサプライの急増を抑制したという先の評価は再検討されねばならない。というのは、もし漸進的な利下げを「延期」せずに「数ヶ月前」に実行していれば、長短金利差が実際より早く拡大して、「貨幣資本形成」を構成する貯蓄預金、定期預金への投資が増大し、「貨幣資本形成」の低迷がずっと緩和されたはずだからである。実際は、利下げの発動が遅れたがゆえにマネープライM3を急増させ、その対応策としての利下げがマネーサプライM3増加の抑制に効果を発揮したが、利下げをもっと早く実行していれば、マネーサプライ急増という問題そのものが発生しなかったのである。したがって、「数ヶ月前」に利下げを実行していたなら防げたであろうマネーサプライの急増を、利下げの遅れによって発生させた、という意味で、この94年前半のマネーサプライの急増に対し金利政策は責任を有し、さらに、ここでもその金利政策の発動を規定したのはマルク相場の動向であった、と言える。

IV 結 論

本稿で確認されたのは、以下の5点である。第一に、94年前半、94年後半～95年前半のマネーサプライM3のそれぞれ急増と低迷を内容とするマネーサプライM3の乱高下をもたらした基本的な原因は、「貨幣資本形成」の低迷と急増である。第二に、94年前半の「貨幣資本形成」の低迷に関しては、Bundesbankが指摘する特殊要因の影響は否定できないものの、その低迷を基本的に規定したのは金利動向である。第三に、Bundesbank自身が、政策金利の引き下げの遅れ（94年春）、又、その発動自体（95年3月）によって、「貨幣資本形成」の低迷と急増に拍車をかけた。第四に、94年春の利下げが予定より「数ヶ月」遅れたのも、95年3月に利下げに踏み切らせたのも、いずれもその原因はマルク相場動向である。第五に、したがって、少なくとも本稿が対象とする94年初頭から95年前半の期間においては、Bundesbankはマネーサプライコントロールよりもマルク相場動向を重視する政策を採った。

1995年10月現在マネーサプライM3は、年率1.8%の伸びにすぎず、依然として低迷している。貸し出しは順調な伸びを示しているから、M3の増大を回復させようとするならば、「貨幣資本形成」を抑える政策が求められる。長期金利が低下しているので長短金利差を縮小させる政策がそれには有効であるが、そのためには短期金利の引き下げを抑えねばならない。Bundesbankが政策金利の引き下げに慎重になっているのもこのためであると考えられる。マルク相場動向と、さらに景気その他の条件が、この政策金利引き下げ抑制の継続を可能にするな

岩見 昭三

らば、M3の目標値への回帰も遅くないと予想される。

しかし、こうしてマネーサプライM3の乱高下が解消されたとしても、今回の事態は次の3つの問題を提起した。第一に、このようなマネーサプライM3の乱高下を少なくとも2年近く許容する政策をとったことは、 Bundesbankがマネーサプライの物価への影響について従来の考えを放棄したことを意味するのか、第二に、今回とくに顕著に見られたように、貸し出し動向よりも「貨幣資本形成」がマネーサプライを左右するならば、マネーサプライコントロール政策は景気にどのような影響をもたらすのか、第三に、なぜマネーサプライコントロールよりもマルク相場動向を重視する金利政策が採られるようになったか、である。以上3つの問題は、本稿にとって残された課題である。(1995年12月14日脱稿)