



ニュージーランドの新しい金融政策（三木谷良一教授記念号）

石垣, 健一

(Citation)

国民経済雑誌, 168(4):109-132

(Issue Date)

1993-10

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00174980>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00174980>



ニュージーランドの新しい金融政策*

石 垣 健 一

I はじめに

1950年代当初、ニュージーランドは1人当り所得でみて世界の3～4位を占める豊かな国であったが、1970年代末には世界の12位程度に、そして80年代末にはOECD諸国の中で最下位のグループに属する国になってしまった。このような経済的停滞をもたらした要因はいくつか考えられるが、その1つが従来採用されてきた経済政策にあったことは間違いない。その典型的な例は1982年に採用された価格・賃金凍結政策であった。政府はインフレを直接的に抑制するために、賃金および諸物価を凍結した。さらに政府は価格・賃金凍結政策を支持するために減税を行うと同時に(1982年10月)、規制の再導入によって低金利政策を再開した。加えて反インフレ政策の一環として為替レートを市場実勢よりも高く維持しようとした。ほとんどの政策手段は短期的なインフレ抑制に向けられた。その結果、インフレ率は、1982年6月に17%であったのが1983年なかばには、5%以下に低下した。しかし生産物、労働および金融市場への直接的規制によるインフレ抑制は、経済の構造的不均衡を悪化させ、必要な調整を遅らせることになった。ニュージーランド経済が当時直面しなければならなかった問題とは、財政赤字の拡大(対GDP比率9%)、その結果としての国債の累積と利子支払の拡大、経常収支の赤字の拡大と対外債務の累積、非効率な金融システムと過大な信用量、労働力や資本の効率的配分を阻害した干渉

* 本稿の作成のための現地調査にあたって、貴重な資料を提供し、様々な助言と助力を惜しまれなかった三木谷教授と筆者の共通の友人、ピーター・ニコル(Peter Nicholl)ニュージーランド準備銀行副総裁に感謝を申し上げます。

主義的政策への依存，などであった。

1984年7月，新しく政権を握った労働党政府は経済パフォーマンスの悪化をくい止め，ニュージーランドの構造調整を積極的に進めるために，新しい政策方針を採用した。政府は持続的な経済成長を生み出すために経済全体にかかわる政府規制の改革に乗り出した。これは競争の強化，市場の伸縮性の回復，および低インフレによる生産性上昇によって可能となるものであった。当初の改革には，金融，通信，運輸などの経済の主要セクターの規制緩和，農業補助政策の大幅削減，オーストラリアとの自由貿易協定の締結，一般消費税の導入を含む租税改革と公共部門での様々な改革，政府系企業の民営化と企業化などである。

このような全体的な経済改革方針の下で金融制度と金融政策も大きな変革を受けることになる。本稿の目的は，このような背景に基づいて，ニュージーランドで採用されてきた，金融制度改革と新しい金融政策の展開を検討し，その「新しさ」を吟味することにある。

II 伝統的金融政策と金融制度改革

伝統的金融政策

ニュージーランドにおける金融政策は大きく分けると，第二次大戦終結直後から1984年までとそれ以後とに区別できる。1984年以前の金融政策を伝統的金融政と呼べば，その特徴は以下の通りであった。

(1) 信用量規制手段としては，必要現金準備率，公共債準備率および貸出規制などいわゆる直接的規制手段が採用された。

(2) 国内金融市場では，政府証券に対する利子およびその他民間利子率は規制されていた。第2次大戦後に，利子率規制はニュージーランド経済政策の構造的特徴の1つとなっていた。当時の政策担当者は利子率が常に低いことが社会的にも経済的にも望ましく，もし必要ならば利子率の上昇を妨げるためにそれを統制するべきであると考えていた。

(3) 準備銀行はあらゆる満期の政府証券を要求次第、前もって定められた利率で売買するが、その利率をあまり変更しない。

(4) 対外的には固定ないし釘付けされた為替レートの設定と為替管理の組合せによる全般的システムを維持する。

直接的規制手段による信用量の統制を中心とするこのような金融政策は、1950年代には成功しているように思われた。当時、ニュージーランド経済は、農産物を中心とする輸出が、良好な交易条件に恵まれて好調であり、経済成長率も高かった。しかし、1960年代以後はインフレの進行および信用成長率の上昇がみられ、このようなタイプのマクロ経済管理政策に伴う問題が次第に明らかになりつつあった。すなわち、国内金融市場では利子率は市場の需給を反映して決定されるのではなく、また外国金融市場との取引も為替管理によってきびしく規制されている下で、財政赤字や国際収支の赤字からの圧力を直接的手段による信用量規制による金融政策で対処することの困難さが明らかになってきた。1970年代なかばまでに、利子率コントロールは金融市場の機能上の有効性や効率性を妨げていることが明らかになってきた。そのため1976年3月以後利子率規制はかなり緩和された。商業銀行の大口預金に対する利子率規制は廃止され、商業銀行の小口預金（2000ドル以下）、貯蓄銀行預金および政府証券の利子率天井が引き上げられ、また商業銀行の当座貸越の利子率天井も廃止された。

利子率規制の緩和の目的は、貯蓄への刺激によって金融システムの有効性を高め、金融機関間の競争を促し、政府証券の利子率を市場利子率に近ずけることによって、金融政策の有効性を高めることであった。1980/81年までに、もっと広範な金融市場の自由化がなされなければ、そして政府財政政策が依然としてインフレ圧力を生みだしつつあるかぎり、利子率が上昇し、高水準に留まったままになることが明らかになった。1981年11月、利子率上昇のために、当局は2百万ドル以上の資金力をもつ金融機関の課す利子率の直接規制を再開した。1982年6、7、8月にこの規制は強化され、かくして、預金利子率規制の

再導入がなされた。さらに83年および84年には貸出利子率規制も拡大された。1984年7月までにニュージーランドの金融システムは、すべての金融機関の預金利子率およびすべての貸付利子率が再び規制下におかれるところとなった。

金融制度改革

1984年6月の選挙で政権を握った労働党政府は、ニュージーランド経済の構造的変革をなし遂げるために主要な経済分野に競争的環境を持ちこみたいと考えた。金融分野もまたその対象の一つとされ、多くの制度的改革、すなわち金融の自由化が促進されることになった。

①利子率規制の廃止 預金および貸出に対する利子率規制は1984年なかば廃止された。さらに国債の利子率は市場で決定され、政府赤字は、金融機関に対する資産比率規制の代わりに、定期的な国債入札制度によって全額調達されることになった。金利の市場決定は効率的な資源配分と効率性の高い金融セクターを保有したためであった。利子率規制による人為的低金利政策は需要を刺激し、貯蓄を削減するために取られた政策であったが、その結果生じた信用に対する超過需要は金融機関による信用割当によって削減されねばならなかった。このことはまた規制を受ける金融機関以外の金融機関の発展と非金融仲介化を促進し、直接規制的金融政策の有効性を減少させただけでなく、金融セクターの全体的効率性を低下させることになった。このような状況からの脱脚のために利子率規制の徹底が行われた。

②必要資産比率規制 必要資産比率規制は1985年1月に廃止された。強制的保有は広範囲の金融機関に適用され、かつ様々な資産、例えば政府証券、現金、あるいは請求権が含まれていた。商業銀行はその預金債務の一定割合を準備資産（準備銀行預け金、現金および政府証券）で保有することを義務づけられていた。商業銀行の他にも、ほとんどの金融機関は一定割合の公債の保有を義務づけられていた。ニュージーランドにおいても、伝統的に商業銀行が最大の金融機関であり、金融政策ももっぱら商業銀行を標的として行われてきた。しかしその後の非銀行金融仲介機関の発展によって、このような金融政策の有効性

が次第に低下していることが認識され、信託貯蓄銀行 (trustee savings banks) 民間貯蓄銀行 (private savings banks), 建築組合 (building societies), 生命保険会社 (life insurance offices), 金融会社 (finance companies) などに対する必要公債比率が導入された。

このような必要資産比率の導入の目的は3つあった。第1は、この必要資産比率を動かすことによって経済の総需要管理を行うことと、すなわち金融政策手段の1つとして利用することであった。準備率の引上げ→準備資産の不足→追加的準備資産獲得のための利子率の上昇→金融引締め効果の発生というのがその波及メカニズムである。したがって準備率政策が有効に作用するためには利子率効果が働かねばならない。しかし、すでにみたように、ニュージーランドにおいては政府証券利子率や預金利子率、貸出利子率が規制ないし人為的に低位に抑えられており、公定歩合も市場利子率に対して十分高いとは言えなかったために、有効な政策手段とはならなかった。

必要資産比率の第2の目的は、質の高い公債の保有による金融機関の流動性の確保や預金者保護のためである。しかしこのような手段としての公債準備はそれが法的強制力を伴うがゆえに、実際にその流動化を必要とする時に自由に処分することができないという矛盾を含んでいた。これに加えて、この比率の設定によって金融機関は市場の流れに応じた資産管理を制約され、しかも公債の利子率が市場の実勢以下に抑えられていたので、収益性の面から公債準備は金融機関の経営の安定性をそこなう危険性を持っていた。さらに、必要公債比率は各金融機関間で異なっていたので、高い公債比率を要求された金融機関はその利子率が低く抑えられていたために利潤の減少をこうむり、競争上不利な立場に立たされた。これらの公債比率の違いは、経済的機能の相違を反映しているというよりも、その導入時の歴史上の事情に依存しており、したがって十分な経済的合理性を持っているとはいえなかった。

必要資産比率の導入の第3の目的は、市場利子率よりも低い金利で財政赤字のファイナンスを可能ならしめるためである。人為的低金利政策の下では、必

要資金の調達は、このような強制的な割当なしでは不可能となる。そしてこれによって民間部門と公共部門の間の資金（資源）配分が人為的に決定されることになる。しかしこのような資金配分が効率的になされるという保証はどこにもない。

商業銀行を含めた各種金融機関に対する資産準備率政策は、金融機関の信用供与の統制という政策目標から言えば、それは利子率効果を通じて有効に作用しうるものである。もし各種利子率が人為的に低位に抑えられている時にはそれは有効に機能しない。また資産準備率政策は公共部門と民間部門との間の資金配分に直接的な影響を与えるだけでなく、資産準備率の相違が各種金融機関の成長に差別的影響を与えることを通じて資金の配分に歪みを与えてきた。この結果、必要資産比率規制は廃止された。

③貸出規制 準備資産比率規制と共に、直接的金融政策手段として重要なものは、貸出規制であった。準備銀行は旧準備銀行法によって商業銀行およびその他の金融機関の貸出、投資などに関する指示を行うことができたとされていた。実際にも、例えば、1983年4月に準備銀行は、民間部門の信用の成長に注目して、商業銀行に各月の貸出成長率を1%の範囲内に収めるようにガイドラインを設定し、指示した。このような指示は貸出量の他に貸出の種類、方向についてのものを含んでいた。農作物や工業製品の輸出に対する信用供与に最高の優先順位が与えられ、住宅金融もその社会的重要性のゆえに、高い順位が与えられた。貸出の量と方向、およびその価格に対する直接的介入は短期的には有効である場合もある。しかし市場はいずれその規制を回避する新しい回路を見つけ出すであろうから、その有効性は低下すると思われる。実際、このガイドラインは1984年8月に廃止され、それ以後は利用されていない。

④為替レートと為替規制 ニュージーランドの為替レート制度は1970年代にかなりの変化を遂げた。1971年まで為替レートは英ポンドに固定されていた。その後、71—73年の間、NZドルはUSドルに固定された。この間USドルは他の通貨に対して減価していたので、NZドルも他の通貨に対して減価した。こ

れは当時の国際収支の状態や国内的なインフレ圧力の見地からも正当化されなかったので73年7月に3%の切上げを行い、同時にNZドルを主要貿易相手国の通貨バスケットに固定する方式を採用した。この制度(調整可能釘付け制度)は79年6月にクローリング・ペッグ制度が採用されるまで続いた。クローリング・ペッグ制度の下では、NZドルは主要貿易相手国のインフレ率に対する国内インフレの相対的ポジションに従って毎月調整されることになった。NZ為替レートは79年7月を100とすれば1982年6月には83.4%に低下した。1982年6月、政府が賃金・価格凍結を導入した時、同時に為替レートも凍結された。これは1973—79年の制度への復帰であった。その後2度の切下げが行なわれたが、1985年3月に為替レートはフロート化され、現在に至っている。

従って1985年3月のフロート制採用よりも以前の期間においては、為替レートは市場によってではなくて金融当局によって決定されていた。決められた為替レートを維持するために、政府は為替管理を行った。主な為替管理は輸出代金(外貨)を準備銀行に集中させること、ニュージーランドからのすべての送金は準備銀行の統制下に置かれること、外国証券の民間保有に対する規制などであった。当局はこのような為替管理によって攪乱的な資本移動をコントロールし、為替レートの変動を出来るだけ小さくしようとしたが、しかしそれは必ずしもうまく働かなかった。為替レートの固定化によって国際収支赤字の浮動性が国内流動性の管理をより困難ならしめた。結局、1984年12月の為替管理の撤廃につづいて、1985年3月にNZドルはフロート化された。

⑥銀行部門への参入の自由化 より効率的な金融部門を強化するために、政府は銀行部門への参入の自由化を行った。1987年以前には、種々の金融機関の間にははっきりした線引きがあった。しかし、1987年の規制緩和によって金融機関間の区別はあいまいとなった。例えば、ある貯蓄銀行は今や商業銀行サービスを提供する銀行グループの一部を構成することになり、ある銀行は生命保険業分野に進出したり、以前には非銀行金融仲介機関であったものが「登録銀行」になった。1987年4月1日以降金融機関は準備銀行に登録銀行として応募

することができるようになり、1991年12月現在で以前は4行にすぎなかった商業銀行が、外国銀行も含めて21行に増加し、競争が激しくなっている。

以上のような金融部門の自由化は、銀行を中心とする金融機関に対する直接的金融政策手段に代わる新しい金融政策の運営をもたらしことになった。

III 新準備銀行法と金融政策の目標

旧準備銀行法では準備銀行は、時には相矛盾してしまうような数多くの目標を達成するよう義務付けられていた。加えて、大蔵大臣は、公表することなく準備銀行に特定の政策に従うよう準備銀行に命令することができた。しかしこのような法的体系はいくつかの問題を生み出した。第1に、金融政策は、長期にわたって、単一の目標を継続的に追求するチャンスがほとんどなかったことである。第2に、旧法の下では、金融政策が長期には効果をほとんど及ぼしえないような目標にも向けられなければならなかった。金融政策は物価安定だけでなく、産出高、雇用など実物部門の変数に影響を与えるものと考えてきたが、短期を別とすれば、長期的には影響を与えることができない。第3に、旧準備銀行法の下では、金融政策についての情報公開のとり決めがなかったので、金融政策が現実目標としているものと公衆が告げられている目標とがくい違っていることがしばしば生じた。例えばインフレが勢を増したとき、はじめて、実際の政策目標がインフレの抑制におかれてなかったことが明らかになることがあった。政策上の首尾一貫性が求められていた。第4に、金融政策について明確な目標が与えられておらず、準備銀行は金融政策の遂行に関する報告を行う必要が規定されていなかったため、準備銀行の政策行動について説明がなされることはほとんどなかった。

以上のような理由によって、1989年12月ニュージーランド準備銀行法の大幅な改正が行なわれた。その改正の要点は以下の通りである。

(1) 旧法(1964年)の下では、政府の金融政策の目標は、高水準の生産と取引および、完全雇用の促進、安定的な対内物価水準を維持し、ニュージーラン

ドの経済的、社会的厚生維持の促進にあるとされたが、このことについて、準備銀行は、金融機関が提供する信用の利用可能性と状況が、公衆の利益において、貨幣と信用の供給管理を行う政府の権限と矛盾しないことを確保し、政府に金融政策、銀行業、信用、外国為替について助言を与え、大蔵大臣によって準備銀行に指示された金融政策を実施するものとされた。ここでは、金融政策の策定および実施に関する最終的責任は政府（大蔵大臣）にあり、政府は、生産、雇用、物価安定などの目標の達成のために金融政策の策定にあたって準備銀行の助言を求め、策定した金融政策の実施について準備銀行に委任する。従って、複数の政策目標のうち、いずれを重視するかは、準備銀行よりも、政府の意思に依存する。このように中央銀行は政府の指揮下におかれており、その独立性は保証されていない。

新法（準備銀行法1989年）はこのような旧法とは異なって金融政策の目標、政府と準備銀行の関係、準備銀行の機能などについてまったく新しい考え方を採用した。準備銀行の主要な機能は一般物価水準の安定の達成と維持を目的とする金融政策の策定と実施を行うこと定められた（第8条）。この条項の特徴は、金融政策の目標が、雇用や産出高ではなくて、一般物価水準の安定の達成と維持という単一目標に明確化されたことである。ここで言う「物価安定」は文字通りの零インフレということではなくて、低位安定的なインフレを意味しており、消費者物価指数の年上昇率が0～2%の範囲にあることと解釈されている。

新準備銀行法の第9条と第11条は、政府が準備銀行の金融政策から得られると期待する政策目標の決定とその目標の達成に関する準備銀行総裁による説明についてのメカニズムを規定している。第9条は大蔵大臣と準備銀行総裁が金融政策の実施に当たって経済目標を決定することを規定している。低インフレ達成に要する期間の決定を行う際に、大蔵大臣は金融政策が低インフレ以外の経済政策の他の目標に与える影響について考慮を払うべきことも規定されている。両者の間の政策目標についての合意はその基礎にある基本的な仮説について明らかにし、特に目標インフレを達成するための経路からの一時的乖離をもたら

すショックについて説明することが必要であると考えられた。かくして政策目標の合意の内容は文章化され、準備銀行理事会に提出され、政府公報に発表され、議会に提出されなければならないとされた。このような条件は国民の精査と公表された目標インフレ・ターゲットについての論争を行わせるための規定である。

第10条は、「金融政策の策定と実施にあたって、準備銀行は(a)金融システムの効率性と有効性に配慮を払うべき」とことと規定している。このことは、準備銀行は金融市場の不安定性と非効率性を生じさせるような方法で金融政策を管理、統制してはならないことを意味している。さらに、第10条は、準備銀行は物価の安定の達成と維持に関係を持つその政策立案者に影響を与える義務を有することを規定している。

第12条は、新準備銀行法の重要な条項である。それは、政府が金融政策に対する究極的な統制権限を引続き保持していることを示す法的基礎を規定している。同条は、政府が、議会の命令によって、準備銀行に12ヶ月を超えない範囲で物価の安定以外の経済政策目標のために金融政策を実施することを命ずることを可能にしている。その際、命令が、一度出されれば、それは議会に提出されねばならないし、その命令と一致する新政策目標は、命令期間中固定されなければならない。もし政府が12ヶ月以上の期間に渡って物価以外の政策目標に金融政策を振り向けたいと考えるならば、これは命令が連続して出されることによって可能となる。従って、この12条は政府が公開かつ透明性の高い仕方では経済政策の決定を行う権利を有することを是認している。

第15条は、金融政策の結果について準備銀行と総裁は国民に説明する義務があることと規定している。総裁は、6ヶ月ごとに、以前の6ヶ月の金融政策を再検討し、次の6ヶ月にどのように金融政策を遂行するのかを示す政策ステイットメントを発表する義務を負っている。大蔵大臣と準備銀行総裁によって合意された金融政策目標協定に比較して、政策ステイットメントは、準備銀行が使用しようとする特定の政策手段についてより詳細な説明を含み、そして準備銀行が

次の6ヶ月間の種々の経済指標についての妥当な範囲と考えていることについて情報を提供する。政策ステイットメントは公表され、国会で議論されなければならないとされているが、これは準備銀行がどのように金融政策を遂行するかについて国民の精査を受けることを目指すものである。

以上の概説から判明するように、新準備銀行法の制定によって導びかれた金融政策の主要な変化は以下のとおりである。

(1) 旧法の下では、準備銀行の機能はより広く、かつよりあいまいに定義されていたけれども、新法の下では準備銀行の主要機能が金融政策の策定と実施にあることを明確にしたこと。

(2) 旧法の下では、金融政策は、産出高、雇用、物価水準など複数の目標に向けられていたが、新法ではその目標が物価水準の安定に向けられなければならないことを明示されていること。

(3) 新法の下では、政府において定められたターゲット・インフレ率は大蔵大臣と準備銀行総裁との間での政策目標合意文書において公表されなければならないこと。

(4) 準備銀行は、新法の下では、6ヶ月ごとに定期的に金融政策の遂行についてステイットメントを公表し、準備銀行が過去6ヶ月の間に行って来た金融政策についての検討と、来たるべき6ヶ月の金融政策について説明を行う義務を負うこと。

(5) 公表された目標からの離脱は国民の精査と論議を受けなければならないこと。

新準備銀行法は、このように、準備銀行に対して金融政策の策定と実施について、より高い独立性と説明の義務を課している。金融政策は1つの目標、すなわち物価の安定の達成と維持に向けられる。準備銀行は金融政策の日々の運営を政治的干渉なしで行うことができることになった。この意味で準備銀行は政府からの独立性を高めることができた。もっとも、政府こそが究極的には金融政策を含む経済政策を決定する権限を持てはいるのであるから、この法律

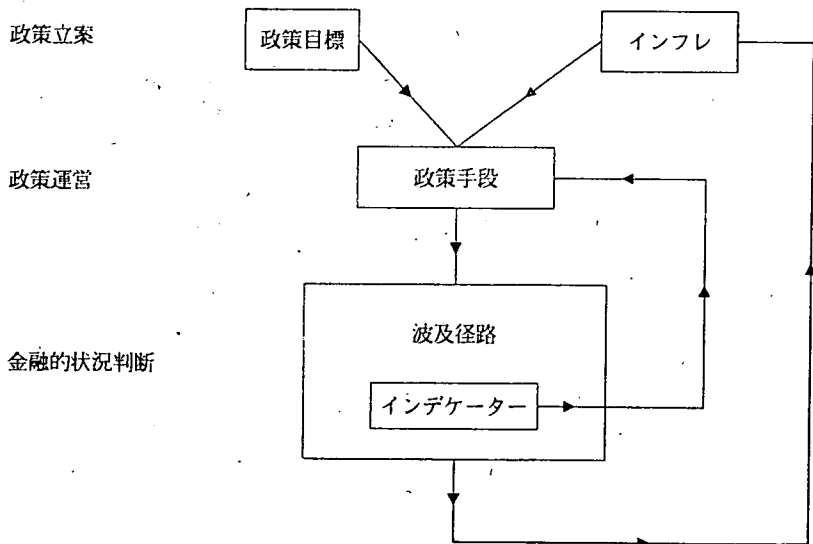
の究極の目的は準備銀行に政府からの完全な独立性を与えるということではなくて、政策のどのような変化も公開され透明性の高い形でなされなければならないことを保証するためである。

IV 金融政策のフレームワークと運営

金融政策のフレームワーク

第1図はニュージーランドにおける金融政策の策定および実施についてのフレームワークを示している。金融的状況を引締めないし緩和するための金融政策行動（すなわち政策手段の設定）は現行のインフレ見通しとインフレ目標値との比較を行った後に行なわれる。金融政策の経済活動および物価に対する影響は様々な経路を通して波及してゆくが、その波及スピードは概して遅い。その波及過程の中にあって、様々な観測可能な政策インデケータが変化する。このインデケータには、利子率や為替レートのような、政策行動に対してすばやく反応する変数が含まれる。その他にも、賃金上昇率、インフレ期待、様々

第1図 金融政策のフレームワーク



な貨幣集計量など、金融政策行動の影響がやや長い時間を経てあらわれる中期的インデケーターもある。これらのインデケーターのうちいくつかは物価に直接的かつ迅速に影響を与えるが、他のインデケーターの物価への影響は間接的で時には不確かである。労働市場などでは、価格（賃金）は経済的变化に対して調整するのにかなりの時間がかかる。準備銀行はこれらのインデケーターを使用してインフレーションに対してなされている政策効果の程度を推定する。これによってインフレについての新しい予測がなされ、それと準備銀行が持っている目標水準との比較が行なわれ、それに基づいて政策行動が行なわれることになる。

以上がニュージーランドの新しい金融政策のフレームワークの概要であるが、個々の構成要因について少し詳しく検討してみよう。

金融政策の目標

ニュージーランド準備銀行法（1989）の下で、準備銀行は物価水準の安定の達成と維持を目標として金融政策の策定と実施を行うことを要求されている。この目標は政府と準備銀行総裁との政策目標協定の中で承認され、6ヶ月ごとの金融政策ステイツメントの中に具体的な政策目標とインフレの見通しおよびその達成のための金融政策についての意思決定を明確に示す。1990年3月に出された最初の大蔵大臣と準備銀行総裁との合意を受けて、4月に最初の金融政策ステイツメントが出された。ここでは、両者の間で物価の安定とは、消費者物価上昇が0～2%の水準にあることを意味し、それを1992年12月までに達成することが合意された。そして準備銀行は1992年末までに到る間消費者物価上昇率の見通しを次のように示した。

- ・1990年12月までに年上昇率3—5%
- ・1991年12月までに年上昇率1.5—3.5%
- ・1992年12月までに年上昇率0—2%

そして1992年12月以降、国民党政府の在期末すなわち1993年8月31日までインフレ率は0—2%の間に保たれねばならないとされた。政府と準備銀行は政

策目標協定に示された物価の安定を達成し維持することを公約しているが、しかし政策目標協定は同時に、限られた場合であるが、その目標が再検討されるケースがあることも含んでいた。すなわち、新準備銀行法第12条（前述）の下、政府の命令によって政策目標が変更されうることおよび同法第9条4項の規定によっても政策目標の変更が許される。特に、後者については、つぎのようなケースには政策目標の変更について再検討されることになった。

(1) 1992年あるいは1993年中に、家屋価格ないし利子率の大幅な変化の可能性があるため、CPI年上昇率と別の消費者物価の測定値の年平均上昇率との間に少なくとも1/2%のギャップが生じたとき、

(2) 一般消費税ないしその他の間接税の変更が行なわれた時、

(3) 交易条件に急激な変化がみられたとき、交易条件の上昇ないし下落は、それ自体は、相対価格の変化であり、一般物価水準には持続的な影響を与えないと思われるけれども、その大きな変化は短期的には輸出価格と輸入価格の大きな変化をもたらすであろう。この時も短期的に金融引締め（緩和）を行って物価水準の安定を維持しようとすれば、産出高および雇用についてのコストは非常に高くなる。

(4) 自然災害や病気による家畜数の激減のような国内的要因からのショックが発生した時

このように、政府と準備銀行間の政策目標協定および6ヶ月各の金融政策ステイツメントによって金融政策目標の設定およびそれに至る経路も公表され、かつ金融政策の目標変更が必要とされるケースが特定化されているのである。

金融政策の操作

前節で指摘したように、1984年以降金融の自由化が進行し、その結果、金融政策の操作も大きく変化した。それまでの金融政策は、低金利規制の枠組みの中で、準備資産比率規制や貸出規制などの直接的政策手段によって銀行を中心とする金融機関の信用量をコントロールする方法でなされてきた。しかし金融の自由化によって様相は一変してしまった。今や金利や為替は市場の需給によ

って決定され、金融機関は自由に自からのポートフォリオの決定を行うことが出来るようになった。このような状況の下で、金融政策が実施される場合は、短期金融市場、とくに現金決済市場となった。

現金決済市場とは、銀行間の支払決済を行う市場であり、具体的には、準備銀行に置かれている現金決済勘定をめぐる準備銀行、商業銀行間の取引市場である。この取引に重大な影響を与える要因の1つが政府資金の流れである。政府の日々の対民間の歳出、歳入、資金借入れないし元利返済などはかなり大きく変動するので、準備銀行がなにもしなければ、それは決済資金残高の大きな変動に直接的に結びつく。もしそうであれば民間銀行はそれに対処するためにかなりの決済現金残高を保有することとなり、そのコストは社会的に大きなものとなる。したがって、準備銀行は政府資金の流れが決済現金残高に大きな影響を与えないように、その流れの大部分を相殺することによって日々の決済現金残高を管理しようとする。

どの程度現金を新たに供給、あるいは引き上げるべきかを決定するために、準備銀行は政府資金の対民間流入を予測し、公開市場操作の方向を決定する。もし準備銀行が当該日のネットの対民間政府収支の黒字を予想するならば、準備銀行は一般的には公開市場操作、例えば売戻し条件付政府証券の購入や民間からの政府証券の即金買取りを行うことによって現金を供給しようとする。

もっともこの政府資金フローに対する「予想値」と「現実値」とは必ずしも一致しない。準備銀行の公開市場操作は従って通常、政府資金フローを正確には相殺しない。その結果、民間銀行は「予想値」に基づく現金準備の不足（ないし過剰）に気づくことになる。民間銀行は準備銀行勘定の当座貸越を利用することができないので、民間銀行は他から現金を調達することを迫られる。民間銀行、全体として、現金不足になった時には、準備銀行の割引窓口で政府証券を割引ことによって現金を調達する。しかしこのような調達はコストがかかる。割引利率は市場利率より0.9%高く設定されているので、短期的にはともかく長期的にはこれ続けることは民間銀行にとっては得策ではない。かくし

て民間銀行は資産ポートフォリオの規模の見直しを迫られることになる。

金融銀政策は、まさに決済現金勘定をめぐる民間銀行の動きに対して影響を与えることを通じて、その政策意図（物価安定）を実現しようとする。

準備銀行は決済現金取引に介入することを通じて金融の状態に影響を与えようとするのであるが、この決済現金取引への影響力の行使の方法は4つある。第1の方法は決済現金それ自身の供給を動かす方法である。もし準備銀行が決済現金の供給を増加するならば、民間銀行は予備的準備の増加によって、準備銀行の割引窓口での割引需要を減少させるであろう。また民間銀行は決済現金への確保をめぐって激しく競争する必要は少なくなり、利子率や金融の状況は軟化するであろう。民間銀行はより積極的に貸出を行うようになり、準備銀行により供給される決済現金の水準の維持に再び注意を払うようになるまでは、利子率は低下するであろう。もし銀行全体の必要とする現金よりも現実の現金保有をより少なくするために、準備銀行が決済現金の供給を減少させるならば、逆のことが生ずる。決済現金の供給を動かすためには公開市場操作が使用される。それは、いわゆる「売り戻し（買戻し）条件付政府証券売買」によるか、それとも政府証券（大蔵省手形）のアウトライイト取引によっている。

決済現金取引に対する準備銀行の決済取引需要に対する影響を通ずる方法が第2～第4の方法である。第2の方法は準備銀行の割引利率の引上げ、すなわち割引利率の市場利子率を上回るマージンの幅の引上げである。準備銀行の割引利率（公定歩合）の引上げは、民間銀行の行動を変更させることになるであろう。民間銀行は割引窓口でのコストの上昇を回避するために、卸売り市場での資金需要を増したり、貸出量を減少させたり、決済現金取引への接近をより容易にするための政府証券を取得をしようと努めるであろう。すなわち割引マージンの上昇は決済現金需要を上昇させるであろう。逆の場合は逆になるであろう。

第3の方法は割引可能な準備銀行手形（Reserve Bank Bills）の供給を増減させることによって割引コストと金融状態に影響を与える方法である。もし準備

銀行手形の供給が削減されると、それよりもより満期の長い証券が割引窓口に持ち込まれる可能性が高まる。割引される手形の満期が長くなればなるほど、割引コストは高くなるので、民間銀行はなるべく割引窓口の利用を控えようとする。その代わりに、決済現金需要が増大し、その結果金利が上昇することになる。

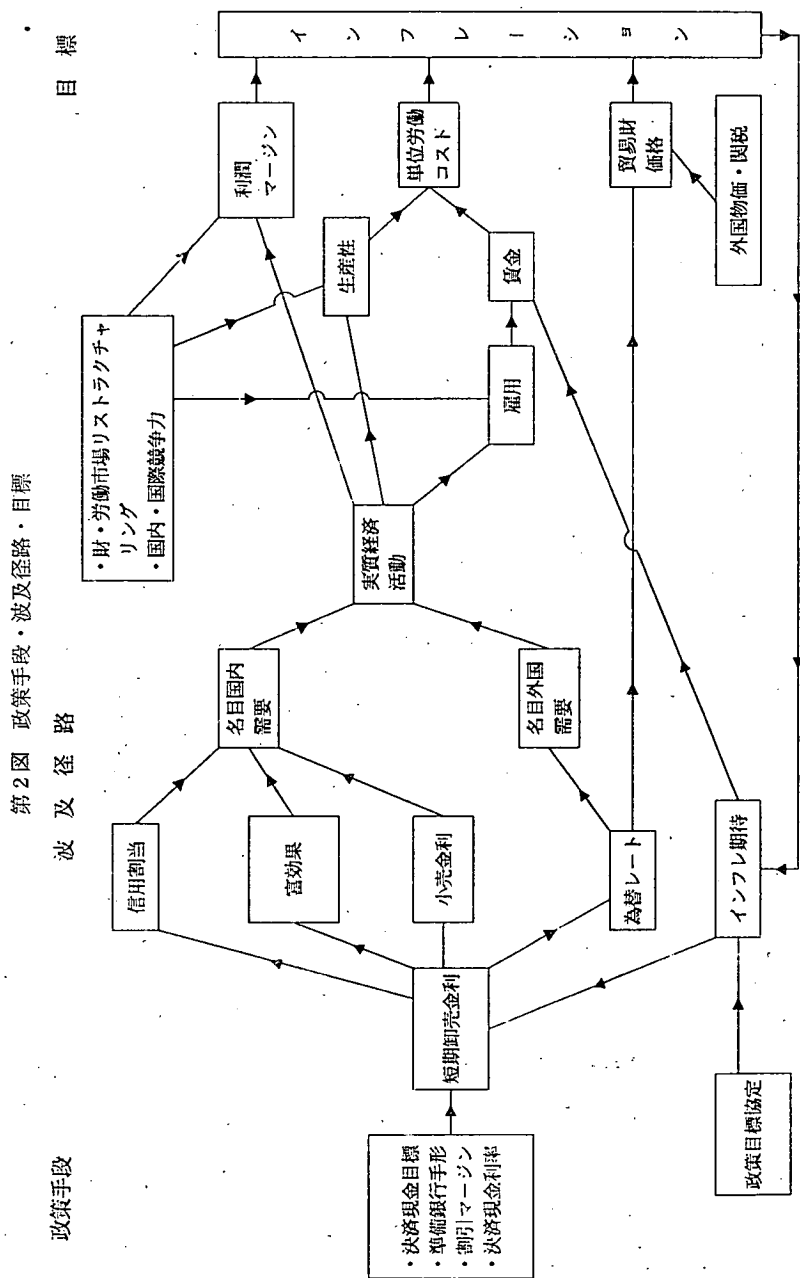
準備銀行による第4の方法は準備銀行の決済現金残高に課される利子率を変更する方法である。1985年以来、その残高に対して準備銀行手形の7日ものの金利の65%分が支払われている。今までのところ、この65%という比率は政策手段としては利用されていないが、もし準備銀行が決済現金に対する需要を増減させたいと考えるならば、この比率を増減させればよい。¹

第1図に示されているように、準備銀行は政策目標（物価安定）と現実のインフレの見通しとを比較考慮して、現在、金融政策をどのように行うかの決定、すなわち引締め、緩和、それとも現状維持かについてその方向と程度を決定する。その方針に基づいて金融政策を遂行するのであるが、その操作方法是決済現金に対する需給に影響を与え、短期金融市場での金利に影響を与える方法である。決済現金の供給は公開市場操作によって動かされ、決済現金の需要は割引窓口のマージン、準備銀行手形の供給、決済現金残高の利子率によって影響を受ける。

金融政策の波及メカニズム

金融当局による決済現金需給に対する働きかけは短期金融市場の翌日もの金利にすぐに影響を与える。それによって民間銀行の決済現金市場での行動に影響を与えるからである。第2図に示されているように、これによって短期金融市場金利の全体が動かされることになり、さらにこの短期金融市場金利はさまざまな経路を経て物価に影響を与えることになる。ここでは準備銀行によって採用された金融引締めがどのような経路を経て物価に影響を与えるかを簡略に

1 1991年12月に、従来の方法が変更された。現在では各銀行の20百万ドル分だけに7日ものの金利から3%を差し引いた分だけの金利が支払われるようになった。



示すこととする。

① 卸売市場金利

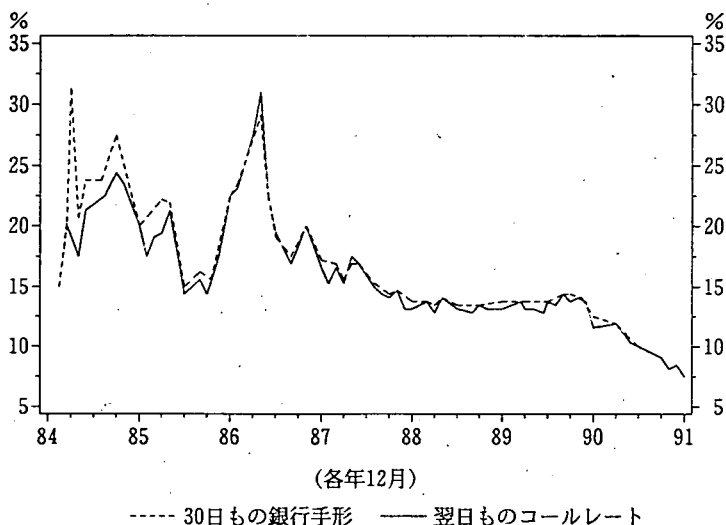
準備銀行はきわめて短い満期の金利、例えば翌日ものコールレートをすぐに動かすことができる。その変化は間接的ではあるが重要な影響を卸売市場金利に影響を与える。より長期の金利はより短期の金利の予想値に大きく影響を受ける。例えば、金融引締めが始まると、卸売市場の貸手は1ヶ月もの銀行引受手形の収益の方がコール・レートを30日間ロールオーバーすることによって得られる収益よりも低くなると考えるであろう。そこで貸手は1ヶ月ものの銀行手形よりもコール市場で資金を運用しようとする。その結果銀行引受手形の金利が上昇する。このような動きは他の卸売市場での金利に伝播して金利水準全体を押し上げるであろう。卸売市場での金利の動きは、第2図に示されているように様々な経路を経て波及する。

② 為替レート

第2図に明らかなように、短期卸売市場金利とインフレ率とを結ぶ最も直接的な結びつきは、為替レートと貿易財の価格に対するその影響を通ずる経路である。この効果は、小国であり、貿易依存度が高く、かつ貿易財の外貨建て価格に影響を与えられないようなニュージーランドのような国にとってはきわめて重要である。1984年以後ニュージーランドは資本移動が自由になり、かつ為替レートのフロート化がなされたため金利の変動は、為替レートの変化を生じさせ、その結果輸入財、輸出財の価格に影響を与える。為替レートの上昇はインフレ抑制的に、下落はインフレ促進的に働く。この直接的影響は準備銀行が近年特に重視している経路である。

この直接的効果に加えて、為替レートは国内需要と国内生産活動に影響を与える。すなわち名目為替レートの変化が実質為替レートの変化を通じて輸出入量に影響も与え、その結果国内の費用生産構造に影響を与えることを通じてインフレに影響を与える効果である。為替レートの変化は、このように直接・間接的に国内の物価安定に重要な影響を与えると考えられている。

第3図 翌日ものコールレートと30日もの銀行手形利率（月次平均）



③ 利子率と支出

卸売市場金利の変化は、早晚その他の市場金利を動かすことになる。短期卸売市場金利は銀行の預金と貸付の金利を動かす。金利規制が撤廃された現在ではこの変化は他の市場にすばやく波及する。第3図がこのことを示している。

市場金利の変化は、投資と消費の相方に影響を与える。金利の上昇は住宅投資と企業投資を減少させ、消費水準を削減する。また利子率の上昇は純資産保有者と純負債保有者との間の所得分配を変化させることを通じて支出水準の変化をもたらす。

④ 信用割当と富効果

金融の自由化以前には、信用割当は、ニュージーランドにおける金融政策効果の主要な波及経路であった。当時は、金利規制があり、金融機関の貸出量に対する直接的規制が主たる政策手段であったからである。しかし、金融の自由化以後では、信用割当効果は第2次的な重要性しか持たない。

短期卸売金利の変化は、もしそれが将来も続くと予想されるならば、長期債券、株、不動産などの資産価格を変化させる。資産価格の上昇（下落）は資産

保有者の富を増加（減少）させ、支出の増加（減少）を引きおこす。いわゆる富効果である。但し、ニュージーランドにおいては、1987年の株価の大暴落は支出全体にそれほど大きな影響を与えなかった。

⑤ インフレ期待

すでにみたように、金融政策効果はさまざまな径路を経てインフレに影響を与えるのであるが、人びとが金融当局はインフレの低下を目標としているということを確信するならば、人びとは将来直面するであろうインフレについての期待を改めて、そのことが多くの経済行動の変化を生じさせる。企業家と労働者も将来は過去よりも低いインフレ予測を行うようになれば、賃金や生産物価格そのものが低下すると考えるのである。もちろんこのような期待形成は、現実金融当局がインフレ抑制について確固たる約束を行い、経過について説明し、その上で一定の成果を挙げなければ、なされないであろう。この意味で、ニュージーランドにおける準備銀行総裁と大蔵大臣との間での政策目標協定の締結が重要である。すでに述べたように、この協定は総裁に価格安定の達成について説明を可能ならしめることによって直接的にインフレ期待に影響を与え、価格設定者に物価安定の達成が信頼できるものであることを示すためのものである。もっともそれ以前には、政府は何度も約束をほごにしていたので、国民は実際に低インフレを体験するまでは、当局を信用しなかったであろうが、この2～3年の急速なインフレ低下は、期待インフレ率の低下を現実にもたらしたと考えられる。

インデケーター問題

金融政策径路のいくつかの働きには相対的に長いラグが存在しており、金融の自由化や財および労働市場の自由化に伴って、各市場とも以前に比較して調整スピードは早くはなっているが、まだ先進国のそれに比較すれば遅い。従って物価安定への道と金融の状況の一貫性を評価するにあたってインフレ率のみに頼るのはよくない。金融政策の効果は12～18ヶ月のタイムラグを持つといわれているので、現在のインフレ率をみて現在の政策決定を行うのは危険であ

る。

準備銀行は金融的状况を判断するインデケーターとして「チェック・リスト」を持っている。この「チェック・リスト」に含まれる主なインデケーターは、為替レート、イールドカーブの形状、期待インフレ率を考慮した利子率水準、貨幣的総量および信用量の成長率である。

この4つのインデケーターのうち、1988年のなかば以降、特に重視されるようになったのが為替レートである。他の条件にして等しければ、名目為替レートの上昇はインフレを低下させる傾向にあり、金融的状況が引き締まっていることを示すものである。もっとも、すべての為替レートの上昇を、金融引締めめの状況を示すというのは正しくはない。為替レートは他の要因、例えば輸出入財価格の変化によっても影響を受けるからである。

右下りイールド・カーブは金融引締めめの状況、右よりのそれは金融緩和の状況を表わすものとされる。(ニュージーランドでは、90日もの銀行手形利率と5年もの国債利回りでみる)。しかし、この場合も、イールド・カーブの変化がすべて金融的状況を示すものとは限らない。例えば長期金利は外国のそれによっても影響を受けるし、ニュージーランド経済についての見通し(リスク)によっても影響を受けるからである。

期待インフレ率については、ニュージーランドでは、企業家へのサーベイ調査によって、調べられているが、しかしこの調査結果がどの程度、現実の期待インフレ率を反映しているのかを判断するのは容易ではない。それにもかかわらず、実質利子率がどのような水準にあるかを準備銀行が推定するのに役立っていることは確かである。

金融構造が安定的に推移している時には、貨幣的総量の変化は、金融的状況を示すインデケーターとして有力となりうるかもしれない。しかし金融の自由化を経験した数多くの国と同様に、ニュージーランドにおいても貨幣総量、信用量と名目需要量との安定的関係はくずれて来ている。

以上から判明するように、4つのインデケーターのうち1つだけで十分な働

きをするものはない。4つのインデケーターを組み合わせる総合的判断を下さなければならない。チェック・リスト方式の採用の意味はここにある。

V 結びにかえて

ニュージーランドの「新しい」金融政策の特徴は何であろうか。この問に対する解答は「新しい」という意味を含まれることによって得られる。「新しい」という意味は4つある。1つは、従来、ニュージーランドの金融市場は多くの規制が課されていたのが、金融の自由化によって自由な金融市場が形成され、その下で新しい型の市場指向型金融政策、言い換えれば直接的規制による政策から現金決済市場での準備銀行操作による政策運営方式が採用されたことである。これは金融の自由化が行われた国で採用された金融政策と類似した政策運営であり、この意味では新しくはない。しかしニュージーランドの従来の政策運営と比べれば、大きな変化があり、新しい。

「新しい」ことの第2は、金融政策の目標をインフレの抑制、正確に言えば物価の安定と維持にだけに絞り、雇用とか成長とかいう目標を排除したことである。ニュージーランド準備銀行と政府は過去の苦い経験から、物価の安定なしには実物経済の安定もないことを認識し、準備銀行の役割を物価の安定と維持にあることを1989年準備銀行法に明記している。これはまったく新しい試みである。

「新しい」ことの第3は、金融政策運営に責任をもつものとして準備銀行の政府からの独立性が最大限保証されているということである。準備銀行は、総裁と大蔵大臣との間で結ばれた政策目標協定、すなわち物価の安定と維持に関する協定の下で、金融政策の運営に全面的に責任を持ち、実行しなければならない。これほどの政府からの独立性を明確に与えられているのはドイツを除いては知らない。

「新しい」ことの第4は、準備銀行の政策の目標立案、実施について明確な情報が政府、国民一般に情報として与えられる仕組みになっていることである。

経済全般の状況、金融市場の状態、金融政策の目標値と現実値との関係などが、毎年2回金融政策ステイットメントとして提供される他、定期刊行雑誌や金融政策に関する書物などが数多く提供されている。金融政策の透明性を高めるためのこの措置は、見習うべき中央銀行も多いと思われる。

ニュージーランドの最近年のインフレに関するパフォーマンスはすこぶる良好である。この成果が金融政策にだけ負っているとは言い難いけれども、ニュージーランド準備銀行による「新しい」金融政策がかなりの役割を果していると言っても間違いではないであろう。

参 考 文 献

- (1) Beaumont, C and M. Reddell, "How Monetary Policy Influences Inflation", *Reserve Bank Bulletin*, Dec. 1990.
- (2) Creville, R and M. Reddell, "The Cost-of Inflation", *Reserve Bank Bulletin*, Mar, 1990.
- (3) Dawe, S., "Reserve Bank of New Zealand Act 1989". *Bulletin*, Mar, 1990.
- (4) Deane, R. S., P. Nicholl and R. Smith (eds.), *External Economic Structure and Policy*, Reserve Bank of New Zealand, 1981.
- (5) ———, *Monetary Policy and the New Zealand Financial System*, Reserve Bank of New Zealand, 1983.
- (6) Department of Statistics, *New Zealand Official Year Book*, 名号.
- (7) Nicholl, P., *New Zealand Monetary Policy in the 1970s: Analysis and Perspective*, Research Paper No. 23, Reserve Bank of NZ, 1977.
- (8) Quigley, N. C., "Monetary Policy and the New Zealand Financial System", in *Monetary Policy and the New Zealand Financial System*, 1992.
- (9) OECD, *Economic Surveys, New Zealand*, 各号.
- (10) Reserve Bank of New Zealand, *Bulletin*, 各号.
- (11) ———, *Monetary Policy Statement*, 各号.
- (12) ———, *Financial Policy Reform*, 1986.
- (13) ———, *Monetary Policy and the New Zealand Financial System*, 3rd, 1992.
- (14) Spencer, G., "Monetary policy: The New Zealand Experience 1985-1990.", *Bulletin*, Sep. 1990.
- (15) Tait, J. and M. Reddell, "The Operation of Monetary Policy". *Bulletin*, Mar. 1991.
- (16) 石垣健一, 「ニュージーランドの金融政策——金融自由化以前——」, 国民経済雑誌, 第154巻, 第3号, 1986. 9.