

新しい経済環境の下での金融政策の課題について

福 田 慎 一

1. はじめに
2. 内生的な通貨供給の重要性と問題点
3. 金融政策の効果のラグ
4. 投機と期待の果たした役割
5. バブルの再現は景気を浮揚させるか？
6. 金融政策の指標としてのマネーサプライ
7. まとめ

1. はじめに

1980年代後半から現在にかけての景気変動は、日々刻々と変化する世界経済環境の下での金融政策のあり方を考えるうえで、良い意味でも悪い意味でも、大変意義深いものであった。それは、今回の景気変動が、教科書的な金融政策のやり方では必ずしもうまく対処できない、いくつかの特徴を持つものであったためである。

その特徴の1つは、卸売物価指数や消費者物価指数といった一般物価水準が一貫してきわめて安定的に、そしてむしろ下落気味に推移したのに対し、株価や地価といったストックの価格が急激に上昇し、その後下落したことである。なぜ株価や地価といったストックの価格が1980年代後半に急上昇し、そして急落したのかという問題は、現在でもはっきりした解答が得られているものではなく、今後より一層の研究成果を待たなければならない分野の1つである。けれども、1980年代末から90年代初めにかけてわれわれが経験したこ

とは、このような資産価格の高騰およびその後の急速な下落が経済活動に大きな影響を与えたのではないかということである。そしてその過程において金融政策のあり方も少なからぬ影響を实体经济に与えたと考えられる。

今回の景気変動が持つもう1つの重要な特徴は、昨年から今年にかけてマネーサプライの増加率が大幅に低迷したことである。通常の経済学の教科書によれば、金融緩和というのは利子率を下落させるためにマネーサプライを増加させることである。ところが公定歩合の度重なる引下げにもかかわらず、今年に入ってからマネーサプライ（M2+CD）の増加率是对前年同月比で2%以下と低迷し、9月にはついに前年比マイナス0.5%とはじめて前年の水準を下回ってしまったのである。もちろんこのような通貨供給量の低迷の原因の1つは、大量の預金が郵便貯金などへシフトしたことにより、従来からの指標であるM2+CDがマネーサプライの適切な指標でなくなるなど、経済学で通常“missing money”と呼ばれる現象が起こったからであ

る。けれども、通貨供給量の低迷は郵便貯金などを含む「広義流動性」においてもやはり顕著に現れており、金融緩和にかかわらず通貨供給量が低迷しているということは事実のようである。したがって、今日の金融政策は、従来からのマネーサプライの指標を教科書的にコントロールすることによって、もはや運営することは困難な状況となっている。

本論文はこのような最近の状況を踏まえて、今日のような新しい経済環境の下で金融政策に残された課題とはどのようなものであるかという問題を、マクロ経済学の1つの立場から検討してみようというものである。とくに、金融政策に関する伝統的なマクロ経済理論を振り返りながら、ここ数年の金融政策のあり方はマクロ経済学の立場からみてどのような問題があり、それを克服するためには政策当局がどのような政策目標を持って政策に当たれば良いのかといった問題に関して1つの試論を提示したいと考えている。

2. 内生的な通貨供給の重要性と問題点

マクロ経済学において中央銀行がどのような通貨供給を行うのが望ましいかという問題は、古くから多くの論争が行われてきた。とくに中央銀行が経済変動を安定化させるために裁量をもって通貨を供給するのが望ましいのか、それとも一定のルールに基づいて通貨供給を管理した方が良いのかという問題は、マネタリストとケインジアンの間で大きな論争の1つであった。また、日本でも日本銀行のハイパワード・マネーの供給が需要に対し

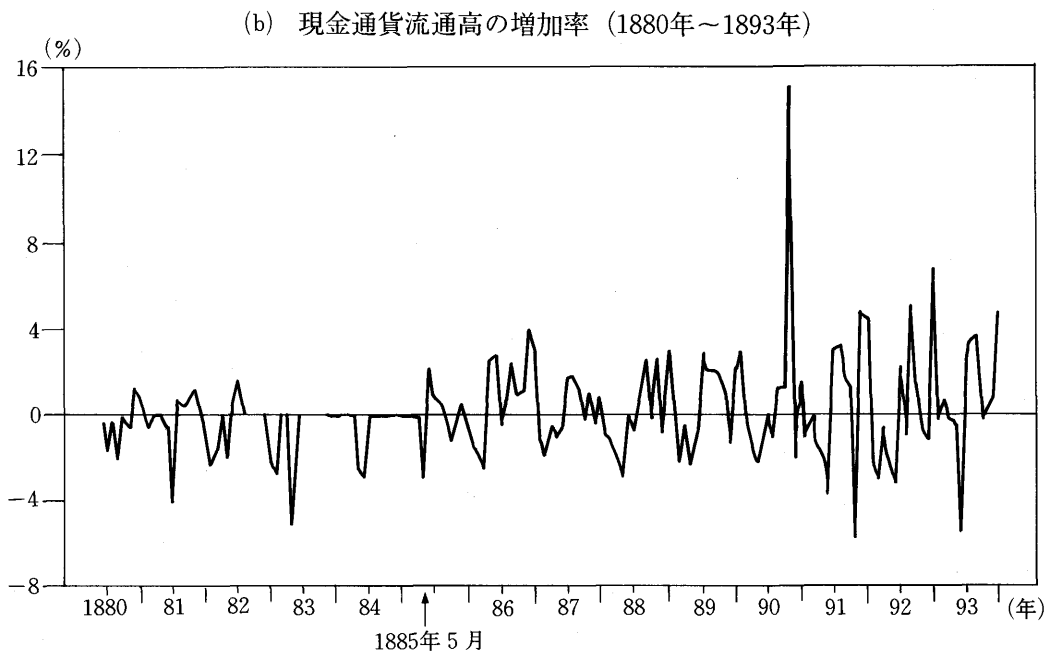
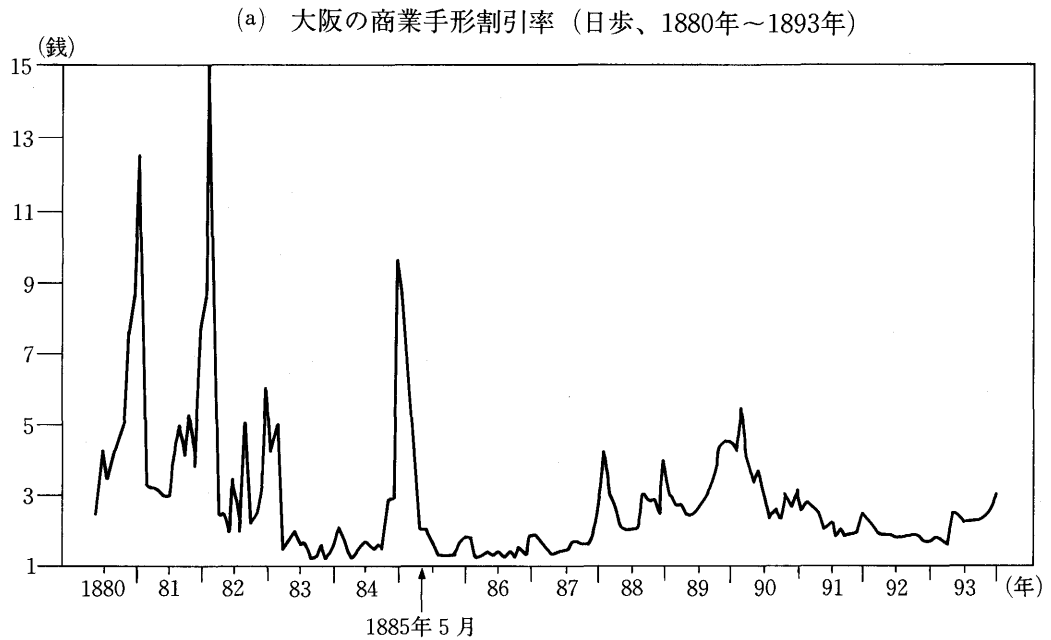
て受動的かどうかに関して、経済学者と日本銀行関係者との間で多くの論争が行われてきた。¹⁾

けれども、中央銀行が創設された当時の歴史的経験からこの問題を考えてみた場合、中央銀行が経済変動（とくに季節的変動）に応じて受動的に通貨を供給することが、経済を安定化することに大きく貢献してきたことが知られている。例えば、第1図には日本銀行設立当時の名目利子率（大阪の商業手形割引率）と現金通貨発行残高の変動が描かれている。まず、第1図(b)から一見して分かることは、それまできわめて安定的に推移してきた通貨発行残高が、日本銀行が実質的に営業を開始した1885年5月を境として大きく変動するようになったことである。このことは日本銀行が設立されたことによって、それまで経済変動とは比較的独立に供給されていた現金通貨が経済変動に応じて伸縮的・内生的に供給されるようになったことを示している。一方、第1図(a)をみて一見して分かることは、それまで大きな変動を示していた名目利子率が、日本銀行が設立された以後はきわめて安定的に推移するようになったということである。銀行準備が時間を通じてそれほど急激に変動しないと考えるならば、以上の事実は、日本銀行が設立された後、ハイパワード・マネーがその時の経済状況に応じて伸縮的に供給されるようになったことによって、資金需要の逼迫やだぶつきが大きく緩和され、それによって資金市場が大きく安定するようになったことを意味しているものと考えられ

1) この点に関しては、例えば堀内[1980]を参照のこと。

Ⅱ．報告論文

第1図 日本銀行設立当時の利子率および現金通貨流通高の動き



（出所）金融事項参考書

る。²⁾

これと同様の変化は、アメリカにおいて連邦準備制度が設立された時にも起こっていたことがこれまでの研究によって知られている。例えば、1914年の連邦準備制度の設立を境として、アメリカでは利子率の季節性を含めたさまざまな変動がなくなったことが多くの研究者によって報告されている（代表的なものとして、Clark [1986]、Barsky [1987]、Mankiw *et al.* [1987]）。また、Miron [1986] は連邦準備制度の設立後、アメリカでは金融恐慌の数がそれ以前と比べて非常に少なくなった事実を報告している。いずれのケースも、中央銀行が経済の資金需要の変動に応じて内生的に貨幣を供給したことによって、アメリカでも資産市場が安定化した良い例であると考えられる。³⁾

以上のような歴史的事実は、経済における資金需要の変動に応じて中央銀行が裁量的・内生的に通貨を供給するようになったことによってある種の経済の安定性が高まったことを示すものであり、ルールを作って中央銀行の行動を事前に縛ってしまうよりも、中央銀行に裁量的に政策を行わせた方が望ましい側面があることを示すものである。

もっとも、内生的・裁量的貨幣供給といっても、どのような貨幣供給を行うことが望ましいかは必ずしも明らかではないことも事実である。これに対する伝統的なマクロ経済学における1つの答えは、国民所得の変動など

の経済変動を安定させるには、ショックの種類に応じて金融政策は対応しなければならないというものである。すなわち、代表的にはPoole [1970] などにおいて主張されてきたように、貨幣需要関数のシフトなど貨幣的ショックが経済変動を引き起こしている場合には利子率を平準化するような貨幣供給が望ましい一方、総需要を変化させるショックや生産性ショックが経済変動を引き起こしている場合には貨幣供給量を相対的に安定させるようにすることが望ましいというものである。そして、仮にこのようなショックの種類に適切に応じたかたちで裁量的な金融政策が運営されれば、経済変動は概ね安定的になるものと考えられる。

けれども不確実性に満ちた現在の世界経済において、国内的にも対外的にもさまざまな政策目標を持った中央銀行がこのようなかたちで貨幣供給を行うことは容易なことではない。とくに、現在の資金需要の変化の原因が名目的なショックなのか実物的なショックなのか、あるいはその資金需要の変化が一時的なものなのか恒常的なものなのか、さらには現在の資金需要に応ずるにはどれくらいの資金を供給すれば良いか、といった問題を適切に判断することは容易なことではない。そしてこのことがこれまでに、中央銀行が裁量的・内生的な貨幣供給を行うことを疑問視する考え方を生み出してきたもののように思われる。

2) Fukuda *et al.* [1992] は、日本銀行の需要に応じた資金供給によって、利子率の季節的変動が日本銀行の設立後ほとんどなくなったことを指摘している。また、多少時期はずれるが、物価上昇率の動きもこの頃大きく安定化するようになったことがFukuda [1991] において指摘されている。もっとも、日本においてこのような内生的な資金供給がどこまで意図的に行われたものであったかという点に関しては、議論が分かれるところかもしれない。

3) この点に関しては、吉川 [1992] がより詳細な議論を展開している。

3. 金融政策の効果のラグ

マクロ経済学において裁量的な金融政策の有効性に対する批判的な議論の代表的なものの1つとして、フリードマン (Friedman [1961]) の政策効果のラグに関する主張がある。これは金融政策がたとえ有効な政策手段であったとしても、政策当局が政策の必要性を認識し、それを実行に移すまでには時間がかかるばかりでなく (認知のラグと実施のラグ)、その効果が実際に現れるまでには時間がかかり (効果のラグ)、かつその時間は不確実なものである。したがって、景気を安定化させるための手段として裁量的な金融政策を使うのは必ずしも適当でないばかりでなく、裁量的な金融政策はさまざまなラグの存在のために逆に景気を不安定化させる可能性があるという主張である。

今回の景気変動をみると、このフリードマンの古典的な批判がきれいに当てはまるように思われる。まず、1986年から89年にかけての金融緩和と政策局面を考えてみよう。この当時、日本銀行は1985年9月のプラザ合意以降の急速な円高による不況に対処するため、1985年当時5%であった公定歩合を1986年には3%へ、さらに1987年2月には2.5%へと引き下げた。けれども、当時の生産指数などをみると、1985年に一時的に落ち込んだ景気は1986年末にはすでに回復基調となっていた。したがって、今から考えれば、その頃にはもはや過度の金融緩和は必要なかったということになる。しかし、それにもかかわらず、日本銀行は公定歩合を2.5%という戦後最も低い水準のまま1989年5月末まで変更することはなかった。このことは、当時の金融政策当局に明らかに認知のラグあるいは実施のラ

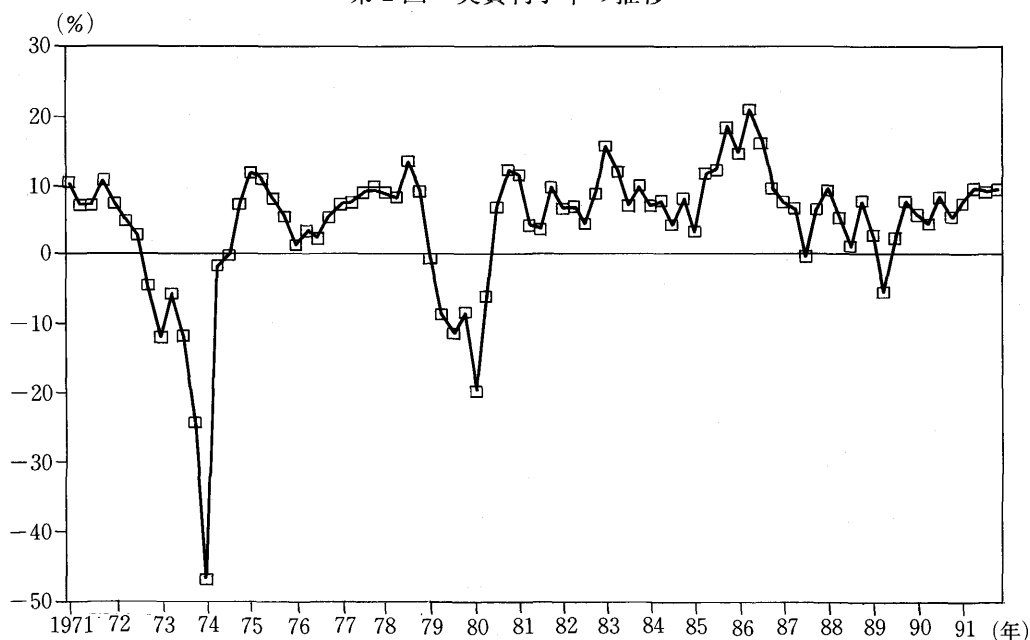
グがあったからであり、そのことがその後の効果のラグも加わって、その後の景気 (とくに株価や地価の上昇) を過度に刺激する結果となったと考えられる。

一方、その後日本銀行は、加熱気味となった景気、とくに株価や地価の高騰に対処するため、1989年と90年の2年間、金融を急速に引き締める政策に転じた。すなわち、1989年5月に3.25%に引き上げられた公定歩合は、その年の10月に3.75%、12月に4.25%、また1990年3月に5.25%、さらに8月には6%と、急ピッチで引き上げられたのである。けれども、当時のデータをみると、1990年には株価はすでに下落傾向にあり、また不動産に対する需要も、マンション契約率が下落するなど、鎮静化方向に向かっていた。したがって、1990年から91年にかけての過度の金融引締めは、今から考えてみれば機を逸したものであり、これもまた認知のラグ、実施のラグさらには効果のラグを伴ったものであったと考えられる。

このように1987年から91年に至る5年間の金融政策は、認知のラグ・実施のラグさらには効果のラグを伴うという意味で、金利を引き上げるうえでも引き下げるうえでもタイミングを逸したものであった。けれども、金融政策の影響を公定歩合のような名目的な金利の推移で測ることは不十分である。というのは、人々の意志決定に影響を与えるのは、名目金利ではなく、むしろそれから物価の影響を取り除いた実質金利であるからである。そして、実質利子率という観点からすれば、今回の金融政策はさほど行き過ぎたものではなかったことが分かる。

第2図は、1970年以降の事後的な実質利子率の推移を、利付電々債利回り (平均) から

第2図 実質利子率の推移



卸売物価のインフレ率を引くことによって求め、グラフに表したものである。この図よりまず読み取れることは、1970年代と80年代後半を比較した時、80年代半ば以降の方がはるかに実質金利が安定していたということである。これは、1970年代では実質金利がインフレ率の大幅な変動によって乱高下したのに対して、1980年代半ば以降は石油価格の下落および円高の進行といった物価の安定に寄与する供給ショックがたびたび起こったために、実質金利の変動が名目金利の変動と比較的近く、また安定したものとなったからである。

このことは、今回の景気局面における金融政策のあり方を考えるうえできわめて重要な意味を持っている。例えば、名目上はきわめて低水準にあった1986年から88年にかけての金利水準を第2図の実質金利でみると、その値はさほど低いものではないことが読み取れる。このことは1986年以降の金融緩和は

上で述べたようにタイミングを逸したものであったが、実質金利という観点からすれば、それほど行き過ぎたものではなく、1970年代の金融緩和政策に比べればマイルドなものであったといえることになる。一方、1990年から91年にかけての金融引締めによる実質金利の上昇も、物価が下落していた1985年頃の実質金利と比較すると、第2図ではそれほど高いものではなかったことが読み取れる。このことは、1990年から91年にかけての金融引締めもタイミングを逸したものであったにせよ、さほど行き過ぎたものではなかったことを意味しているように思われる。

4. 投機と期待の果たした役割

1980年代後半から現在にかけての景気の変動を複雑にした最も大きな原因の1つは、その景気変動局面において、卸売物価指数や消費者物価指数といった一般物価水準が一貫し

てきわめて安定的に、そしてむしろ下落気味に推移したにもかかわらず、株価や地価といったストックの価格が急激に上昇し、その後下落したことである。このため、これまでのように一般物価が上昇しているかどうかをみて景気が加熱気味であるかどうかを判断することができず、そのことが今回の景気側面における金融引締めタイミングを遅らせる1つの大きな原因となった。⁴⁾

なぜ株価や地価といったストックの価格が1980年代後半に急上昇し、そして急落したのかという問題は、現在でもはっきりした解答が得られているものではなく、今後より一層の研究成果を待たなければならない分野の1つである。けれども、最近の研究ではこのような現象を、ある種の心理的な要因に左右された期待および投機によって起こりうる“バブル”現象によって示そうとする研究が数多く行われるようになってきている。そしてこのような心理的な要因に左右された期待および投機によって、実質金利という従来からの基準ではさほど行き過ぎたものでなかったはずの金融政策に、日本経済が過敏に反応したものと考えることができる。

1980年代末の好況期から今日の景気後退にかけて、株価や地価といった資産価格の大きな変動による影響が少なからず日本経済に存在したことは多くの研究者が認めるであろう。すなわち、1980年代後半に資産価格が急騰した際には、資金の多くが株式市場や不動産売買といったものに集中し、資金の流れが資源配分上きわめてアンバランスとなっ

たのに加えて、所得分配上もきわめて大きな資産格差を引き起こすという悪影響が発生した。さらに、最近の景気後退局面では、資産価格の急落にもかかわらず、アンバランスな資金の流れが解消されないまま残り、それが不良債権などといったかたちで、今回の景気の回復の足かせとなっているように思われる。

このような資産価格の大きな変動が、仮に人々の市場心理に基づく投機的な行動によって引き起こされている場合には、金利を単純に上下させるオーソドックスなマクロ的金融政策では、もはやうまく対処することは難しい。このような場合により重要なのは、市場心理の変化によって極端な投機的行動が起こらないように金融政策当局が注意を払うことである。金融政策当局は、公定歩合の変更など各種のアナウンスメント効果によって市場心理に影響を与える可能性があるほか、金融機関の行き過ぎた行動を監視することができるといわれている。バブル現象の弊害がさまざまなかたちで明らかになる今日、金利を何パーセント変化させるかという金融政策の数量的な側面ではなく、そのような政策の変更がどのような心理的效果を市場に与えるかという金融政策の質的な側面がより重要になってきているように思われる。

5. バブルの再現は景気を浮揚させるか？

今回の景気後退を回復させる方法の1つとして、再び株価や地価などの資産価格の高騰を望む声があちらこちらで聞かれるように思

4) 金融引締めタイミングが遅れたその他の理由としては、円高や貿易黒字をこれ以上進行させないために金融緩和の継続を望む政治的圧力が存在していたことや、ブラック・マンデーなどの景気不安定要因が起きていたことなどが挙げられる。

われる。このような意見が出される背景としては、先頃の好景気がこのような資産価格の高騰を伴ったものであったからであろう。けれども、伝統的な経済理論の立場からすれば、このような考え方はさほど理論的な根拠を持ったものではないように思われる。というのは、伝統的な経済理論では、株価や地価といった資産の価格は、それに対応する企業や土地がどれだけの収益を今後上げることができるかという資産のファンダメンタル・バリュー (fundamental value) によって決められていると考えるからである。したがって、株価や地価といった資産価格が下落したのは企業や土地からの期待収益が下落したからであり、この期待収益を上昇させない限り、株価や地価を上昇させることはできないし、また仮にできたとしたとしても意味がないということになるのである。

もっとも、このような伝統的な経済理論の考え方は現実の資産価格の変動を考えるうえで必ずしも説明力があるわけではなく、むしろ現実の資産価格はそのファンダメンタル・バリューから乖離して上昇する可能性があるという考え方の方が最近経済学者の間でも支持されるようになってきている (例えば、Shiller [1990] や植田 [1990])。そして、仮に資産価格がそのファンダメンタル・バリューから乖離して上昇するような場合には、株価や地価といった資産価格の高騰が経済にどのような影響を及ぼすかは、経済理論のうえでも必ずしも明らかではなくなってしまう。

実際、理論的にも、Tirole [1982] らによって、ある種の非効率性がある経済では、資産価格がそのファンダメンタル・バリューから乖離して上昇することによって、経済効率が高まる可能性があることが明らかにされてい

る。また、アメリカにおける実証研究では、Barro [1990] らによって、株価の変動は伝統的な Tobin の q などの変数よりも、投資の変動を説明していることが明らかにされている。もしこの実証結果が現実的な妥当性を持つならば、株価の上昇は投資を増加させ、景気を浮揚させるかもしれない。さらに日本では、地価の変動が投資に大きな説明力があるといわれてきた。これは日本では銀行の貸出が土地を担保にして行われるので、担保額の上昇を意味する地価の上昇は貸出量の上昇を通じて企業の設備投資を増加させる傾向にあるというのである (例えば、Kashyap *et al.* [1990])。

上述のような議論が日本においてどの程度成立するかは今後詳細な検討が必要であることはいままでのないが、ここでは上述の議論の妥当性を簡単な時系列的な回帰によって大まかにみてみることにする。第1表(a)(b)には、日本の民間設備投資の増加率に地価および株価の上昇率を回帰させた結果が示してある。まず第1表(a)より容易に読み取れることは、日本の地価の上昇率は1960年代および70年代には設備投資の増加率との間に強い相関関係があったが、1980年代にはほとんど相関関係がなくなったということである。

このように、1980年代になって地価の上昇率と設備投資の増加率との間の正の相関が小さくなった主な理由としては、2つの可能性が考えられる。まず第1に考えられることは、1980年代の地価の上昇は経済の実体と乖離したものであったので、大部分の企業の設備投資はそのようなバブル的な地価の上昇には反応しなかったという可能性である。この考え方によれば、1980年代後半の設備投資の増加は多くの企業にとって経済の実体を反映した

Ⅱ. 報告論文

第1表(a) 地価と設備投資との関係

被説明変数=民間設備投資増加率

説明変数=全国工業地の地価上昇率の増加分

サンプル期間(年)	1961～70		1971～80		1981～90	
<i>DL</i>	0.92 (2.01)	1.10 (2.12)	0.67 (2.31)	0.65 (1.96)	0.39 (0.55)	0.50 (0.78)
<i>DY</i>		-1.32 (-0.82)		0.10 (0.14)		2.46 (1.59)
R^2	0.37	0.43	0.40	0.40	0.04	0.29
DW	2.49	2.03	1.59	1.63	0.96	1.61

(注) 括弧の中は t 値、定数項の推計値は省略。

DL = 毎年3月の全国工業地価の1年間の上昇率の増加分

DY = 実質GNPの年増加率

データは年次で、いずれも実質値。

第1表(b) 株価と設備投資との関係

被説明変数=民間設備投資増加率

説明変数=東証株価指数増加率

期間(年)	ΣDS	ΣDY	R^2	DW
1961～70	0.44 (3.73)		0.29	1.52
	0.38 (2.90)	1.34 (1.28)	0.33	1.61
1971～75	0.28 (4.78)		0.61	1.80
	0.19 (1.27)	1.07 (0.88)	0.64	1.78
1976～80	0.35 (1.02)		0.15	1.17
	0.28 (0.80)	3.00 (1.65)	0.31	1.59
1981～85	0.40 (3.44)		0.41	1.94
	0.40 (3.22)	-0.11 (-0.72)	0.34	2.25
1986～90	0.01 (0.23)		0.08	1.52
	0.07 (0.93)	2.05 (1.34)	0.17	1.90

(注) 括弧の中は t 値、定数項の推計値は省略。

推計は、アーモンラグを用いた。

ΣDS = 4期ラグの株価変化率の係数値の合計

ΣDY = 4期ラグのGNP変化率の係数値の合計

データは四半期で、いずれも実質値。

ものであり、決して行き過ぎたものではなかったことになる。1980年代になって地価の上昇率と設備投資との間の正の相関が小さくなったもう1つの可能性として考えられることは、1980年代に入って多くの大企業が銀行からの借入依存度を低め、これまでの長期借入金を返済して自己資本比率を高めたことが考えられる。というのは、仮に多くの主要企業が自己資本比率を高めるために銀行からの借入額を抑制しようと考えていたならば、地価が上昇したとしても、借入額を増やして設備投資を増加させるということはないと考えられるからである。この主張は一見、1980年代後半の地価の高騰が土地を担保とした金融機関の貸出を増やしたといわれていることと矛盾するように思われるかもしれない。けれども、このような金融機関の貸出の多くは不動産業などに対してであり、製造業（とくに大企業）に対してはそれほど増加していなかった（例えば、野口[1992] 参照）。

このような地価と設備投資との関係と同様の関係は、株価の上昇率と設備投資との間にも観察される。すなわち、第1表(b)から明らかのように、過去の株価の上昇率はごく一部の期間を例外として1980年代前半までは民間の設備投資に対して大きな説明力があったが、株価の暴騰があった1980年代後半にはそれまでのような有意な関係は観測されていない。この結果は、1980年代後半の株価の上昇は企業のエクイティ・ファイナンスを増加させたという事実と一見矛盾するように思われるかもしれない。けれども、経済理論的に考えた場合、企業の設備投資の額を決定するのは、投資の限界効率と市場利子率である。すなわち、Blanchard *et al.* [1990] において指摘されているように、企業はその保有する資

金量がどれだけであろうと、投資の限界効率と市場利子率が一致する点で投資水準を決定することが最適であり、それ以上の資金が仮にあったとすれば、それを市場金利で運用する方が良いということになる。したがって、株価がそのファンダメンタル・バリューから乖離して上昇したことによって企業がエクイティ・ファイナンスを増加させた場合でも、その企業はその資金を設備投資に回すのではなく、むしろ機関投資家という立場からさまざまな金融商品への投資を増加させるという方向へ向かったのではないかと考えられる。

以上の結果は、以前と比べて現在では、仮に株価や地価といった資産価格がそのファンダメンタル・バリューから乖離して再び高騰したとしても、それによって設備投資が増加し、景気の回復に貢献するという可能性が小さいことを示している。このことは、あえてさまざまな弊害を伴うであろう資産価格の再高騰を引き起こすような政策は、現在の段階では必要ではないということを意味している。もっとも、株価や地価の下落は含み益の下落や不良債権の増加といったかたちで、金融機関の経営を圧迫していることはよく知られていることである。したがって、再び株価や地価が上昇すれば、この点で景気回復に多少なりとも貢献するかもしれない。けれども、このようなかたちでの景気回復は不自然なものであり、むしろこれを契機に金融機関の経営体質を改善させることの方が長期的にみれば効果的なのではないと思われる。

6. 金融政策の指標としてのマネーサプライ

資産価格の大きな変動とともに、今回の景気後退局面における重要な特徴は、昨年から

Ⅱ．報告論文

今年にかけてのマネーサプライの増加率が大きく低迷したことである。通常の経済学の教科書によれば、金融緩和というのは利子率を下落させるためにマネーサプライを増加させることである。ところが公定歩合の度重なる引下げにもかかわらず、1992年に入ってからマネーサプライ（M2+CD）の増加率是对前年同月比で2%以下と低迷し、9月にはついに前年比マイナス0.5%とはじめて前年の水準を下回ってしまった。もちろんこのような通貨供給量の低迷の原因の1つは、大量の預金が郵便貯金などへシフトしたことにより、従来からの指標であるM2+CDがマネーサプライの適切な指標でなくなるなど、経済学で通常“missing money”と呼ばれる現象が起こったからである。けれども、通貨供給量の低迷は郵便貯金などを含む「広義流動性」においてもやはり顕著に現れており、金融緩和にもかかわらず通貨供給量が低迷していることは事実のようである。

このような通貨供給量の低迷の原因としては、景気後退や地価の下落を背景に金融機関の貸出が伸び悩んだほか、株式市場からの資金調達が低迷したことなどが挙げられている。そして、そのような資金需要の減少に対応するかたちで、日本銀行がその通貨供給量を減少させたことが背景にあるもののように思われる。2.でみたように、このような市場からの需要に応じた裁量的・内生的な貨幣供給量の決定は、歴史的にみて多くの場合、経済の安定に寄与してきた。けれども、2.の最後で説明したように、望ましい裁量的貨幣供給量の決定は、資金需要の変動の原因となるショックの種類に応じて決定されるべきものであり、変動の原因を見誤って貨幣を供給した場合には経済に悪影響を与えることにもな

る。とくに、資金需要の変化が実物的なショックによって引き起こされている時には、マネーサプライの変動を無視して、利子率の平準化に固執することは経済を不安定化させかねない。

実際、これまでも、通貨当局がもう少しマネーサプライの動きに注意を払って経済の安定を図るべきではなかったかという指摘が繰り返しなされてきた。例えば、1970年代前半の高いインフレ率は当時の過剰流動性が原因の1つであり、当時の金融政策当局はもう少しマネーサプライの制御に注意を払うべきであったという小宮教授（小宮[1976]）の指摘は今日多くの人々が認めるところである。また、1929年に起こった世界恐慌をさらに深刻化させたのは、取付け等によって信用乗数が減少したのにもかかわらず、当時の通貨当局がマネーサプライの伸び率の低下に注意を払わなかったことが原因であり、通貨当局はもう少し当時のマネーサプライの水準を維持すべきであったというフリードマンらの主張（Friedman and Schwartz [1963]）も今や有力な説の1つである。このような観点からすれば、仮に“missing money”によってマネーサプライがその指標としての信頼性を失いつつあるにせよ、その指標としての価値を無視することは避けるべきで、“missing money”が発生する中でどのようなマネーサプライ・コントロールが望ましいかを模索することも必要である。

なお、最近のように物価がきわめて安定している状況では、名目金利と実質金利の乖離は小さいので、指標としての適性を失いつつあるマネーサプライを指標として用いるより、名目金利を金融政策の指標として用いる方が望ましいという主張がなされているのを

聞いたことがある。設備投資など、企業の意思決定に直接影響を与える金利は実質金利であるから、この主張は一面では正しいものである。実際、インフレ率が高かった1970年代と比較した場合、名目的な金利に注目して金融政策を運営していく余地はかなり大きいものとなっている。

けれども、資金の貸し手と借り手の間に情報の非対称性が存在している場合には、金利は必ずしも資金の需給関係を完全に反映して決定されることはなくなるというのが、最近の金融理論の教えるところである。⁵⁾というのは、金融機関がこれから資金を提供しようとする企業のプロジェクトの質に関して十分な情報を得ることができなかつたり、その企業の行動を十分に監視することができないという状況の下では、金融機関は金利を調整するばかりではなく、信用割当を行うなど、貸出量に関して各種の数量調整を行うと考えられるからである。

したがって、情報の非対称性の存在によって金融市場に信用割当などの数量調整が少なからず存在している場合には、金利のみを指標とした金融調整では不十分で、マネーサプライに代表される資金量自体を重要な指標の1つとして金融政策を運営していくことがより重要となってくると考えられる。とくに、最近のように、企業の先行きの業績に関する不確実性が増し、金融機関と企業との間の情報に非対称性が大きくなっていると考えられる状況の下では、いち早くより適切な資金量の指標としてのマネーサプライを作成し、その大きさに十分な注意を払っていくことが重要な意味を持つてくる。

7. まとめ

本論文では、最近の日本経済の状況を踏まえて、どのような金融政策のあり方が望ましいかという問題を、マクロ経済学の1つの立場から検討した。ここ数年の景気変動局面を振り返ってみると、金利やマネーサプライ(あるいはハイパワード・マネー)を数量的にコントロールするという教科書的な金融政策はさまざまな限界に直面するようになってきている。とくに現在の状況は、不良債権を抱えた金融機関が貸出を躊躇し、過剰設備を抱えた企業の方も将来の業績に対する見通しがきわめて悲観的であるため、いくら金利を下げてもそれがなかなか設備投資の増加というかたちにはつながらないというものである。これは、教科書的にいえば、IS曲線が垂直に近い状況にあるということであり、オーソドックスな金融政策があまり有効な手段ではない状況である。しかも、これからの企業業績の見通しが必ずしもはっきりしないため、金融機関にとっては預金金利などの資金調達コストが下がったからといって、必ずしも金利を下げた貸出を増やすという状況にはない。

したがって、これからの金融緩和をメリットのあるものにするためには、まずこのような状況から脱却することが必要である。そのためには、企業の抱えた過剰設備をうまく処理できるような財政政策面での対応も必要になる。また、金融機関を含めた企業全体の業績はどのような状況にあるのかを明らかにし、資金の貸し手と借り手の間の情報の非対称性の度合いを小さくすることも必要であ

5) 例えば、池尾[1985]を参照のこと。

II. 報告論文

る。いずれにしても、政策当局のタイミングの良いアナウンスメントや、“ポリシー・ミックス”と呼ばれる金融政策当局と財政政策当局の協調が今後ますます不可欠なものとなる。

またその際には、一般物価水準の安定は価格の安定に加えて、株価や地価といった資産価格の大幅な上昇を再び起こさないことに注意を払う必要がある。これまでの金融政策は、資産価格の安定を政策目標の1つとして運営されることはほとんどなかった。しかし、ここで再び資産価格の暴騰が起こるようなこと

になれば、いったい何のために1989年から90年にかけて金融を引き締めたのか分からなくなる。マネーサプライの低迷という現在のような状況では、金融緩和によるこのような弊害もさほど大きくはないと考えられるかもしれないが、バブルというものは人々の心理に大きく左右される、扱いの厄介なものであり、この点は細心の注意を払う必要があると思われる。

以 上

[一橋大学経済研究所助教授]

【参考文献】

- 池尾和人、『日本の金融市場と組織』、東洋経済新報社、1985年
植田和男、『資産価格の経済学』、奥野正寛(編)、『現代経済学のフロンティア』第3章、日本経済新聞社、1990年
小宮隆太郎、『昭和四十八、九年インフレーションの原因』、『経済学論集』第42巻第1号、1976年
野口悠紀雄、『バブルの経済学』第5章、日本経済新聞社、1992年
堀内昭義、『日本の金融政策—金融メカニズムの実証分析—』第2章、東洋経済新報社、1980年
吉川 洋、『日本経済とマクロ経済学』第7章、東洋経済新報社、1992年
Barro, Robert, “The Stock Market and Investment,” *Review of Financial Studies* 3, 1990, pp.115-131.
Barsky, Robert B., “The Fisher Hypothesis and the Forecastability and Persistence of Inflation,” *Journal of Monetary Economics* 19, 1987, pp.3-24.
Blanchard, Olivier, Changyong Rhee, and Lawrence Summers, “The Stock Market, Profit and Investment,” NBER Working Paper #3370, 1990.
Clark, Truman A., “Interest Rate Seasonals and the Federal Reserve,” *Journal of Political Economy* 94, 1986, pp.76-125.
Friedman, Milton, “The Lag in Effect of Monetary Policy,” *Journal of Political Economy* 67, 1961, pp.447-466.
———, and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, 1963.
Fukuda, Shin-ichi, “The Founding of the Central Bank and the Changing Behavior of Interest Rates and Inflation Rate: The Case of Japan,” Yokohama National University, Discussion Paper, 1991.
———, and Chin-Shen Shao, “Seasonality of Interest Rates in Japan,” *Japan and the World Economy* 4, pp.201-213, 1992.
Kashyap, Anil, David Scharfstein, and David Weil, “The High Price of Land and the Low Cost of Capital: Theory and Evidence from Japan,” mimeo, 1990.
Mankiw, N. Gregory, Jeffrey A. Miron, and David N. Weil, “The Adjustment of Expectations to a Change in Regime: A Study of the Founding of the Federal Reserve,” *American Economic Review* 77, 1987, pp.358-374.

- Miron, Jeffrey A., "Financial Panics, the Seasonality of the Nominal Interest Rate and the Founding of the Fed," *American Economic Review* 76, 1986, pp.125-140.
- Poole, William, "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model," *Quarterly Journal of Economics* 84, 1970, pp.197-216.
- Shiller, Robert J., "Speculative Prices and Popular Models," *The Journal of Economic Perspectives* 4, 1990, pp.55-65.
- Tirole, Jean, "On the Possibility of Speculation under Rational Expectations," *Econometrica* 50, 1982, pp.1163-1181.