

金融研究所発足記念シンポジウム

「現代における金融政策の役割と金融研究の方向」

I. シンポジウムの概況

日本銀行金融研究所は、昭和57年11月4日（木）、標題テーマによる金融研究所発足記念シンポジウムを開催した。本シンポジウムには、パネリストとして次の先生方に参加を頂き、また当研究所からは江口英一（所長）、鈴木淑夫（副所長）が参加した。

議長 館 龍一郎 東京大学名誉教授
（金融研究所特別顧問）

問題提起者 川口 弘 中央大学学長
篠原三代平 成蹊大学教授
小宮隆太郎 東京大学教授

討論参加者 加藤 俊彦 専修大学教授
（金融研究所顧問）
馬場 正雄 京都大学教授
（金融研究所顧問）

辻村江太郎 慶応義塾大学教授
（金融研究所顧問）

なお、フロアーには、外部から学者、民間エコノミスト、官庁調査関係者等百数十名が出席したほか、日本銀行内部からも総裁をはじめ大方の政策委員、役員等多数の参加を得た。

本シンポジウムは、現代における金融政策の役割を探り、そこから金融研究所における今後の研究の進め方に何らかの示唆を得ようというものであり、まず上記川口、篠原、小宮の3先生から順次問題提起の報告がなされ

た後、これら3先生および討論参加者による自由討議を行った。

当日の報告および討議内容は、本稿Ⅱ以下に掲載したとおりであるが、その要点について一応の整理を試みれば次のとおりである。

1. 金融政策の役割について

金融政策の役割に関する問題提起者の報告および討論参加者のコメントは、次の3点においてほぼ一致。

(1) 金融政策の目標としては物価安定を最優先とすべきである。

(2) 物価安定のためには、金融政策の運営に当り中間目標としてマネーサプライを重視し、その適切なコントロールを図る必要がある。

(3) 金融政策が恣意的判断に動かされず、またタイミングを失せず実施されるためには、中央銀行の独立性・中立性が極めて重要である。

もっとも、やや仔細にみると、物価安定最優先という点に関し報告者等の主張の間には微妙な差もみられた。すなわち、川口（敬称略。以下同様）は、「不況が深刻化した場合には経済主体の将来に対する過度に悲観的な期待を定着させる惧れがないとはいえないので、インフレ抑制と並んで産出・雇用安定化を図るための総需要調整策も依然必要」と主張した。

また篠原は、日本の現在の状況はそうではないとしながらも、「世界経済が悪循環的に下降するような異常な局面に突入した場合は、金融政策は景気、雇用にも配慮する必要がある」と指摘した。一方、小宮は「金融政策は物価安定にのみ割当てればよい」としながらも、賃金、物価の下方硬直性を理由に低いインフレ率は許容するとの立場から、「金融政策の目標はインフレ率の低位安定化である」という趣旨の主張を行った。これに対し、辻村、鈴木は、「金融政策が目標とすべき物価安定は物価の水準の安定であるべき」との見解を披露した。

なお、鈴木は、マネーサプライに対する日本銀行の考え方について、「日本銀行はマネタリストのk%ルール（目標増加率の固定）、ケインジアンの裁量的ファイン・チューニングのいずれの主張にも与せず、マネーサプライの予想値公表・望ましい増加率に向けてのグラデュアルな変更という形でのグラデュアリズムが適当という立場に立っている」と

の説明を行った。

2. 金融研究の方向について

金融研究の方向についての議論は、専ら日本銀行金融研究所に対して何を期待するかという点に集中したが、問題提起者および討論参加者の発言内容を要約すれば次のとおり。

(1) 理論研究、計量分析に偏せず、理論の前提となる制度や、制度が成り立つに至った歴史をも含めたバランスのとれた研究を行ってほしい。

(2) 実務家と学者の間にある情報、観念、用語に関するギャップをできるだけ埋める努力を研究所に期待する。

(3) 中央銀行の研究機関である以上、基礎的研究といつても金融政策運営に直接関係のあるテーマを設定して研究すべきである。

(4) 世界的パースペクティブ、広い視野と柔軟な姿勢を維持し、学界の多様な意見に耳を傾けながら、研究を進めてほしい。

II. 金融研究所長挨拶

金融研究所長 江口英一

日本銀行創立百周年を記念して、10月8日に金融研究所が発足した。

本日のシンポジウムは、現代における金融政策の役割を探り、そこから今後の金融に関する研究の進め方を学界の先生方と一緒に考えるという金融研究所発足後の最初の行事であるが、この機会に金融研究所設立の狙いなどを簡単に説明させて頂きたい。

日本銀行が研究所を設立した最大の狙いは、金融政策の運営に長い目で役立つ基礎的研究を一層充実させていくということである。

開業以来日本銀行は調査研究部門の充実に努力してきたが、とくにここ7、8年、基礎的研究を行う体制の整備にも注力してきた。通貨価値の安定を最大の使命とする日本銀行の責務達成のためには、時々適切な現状分析に加えて、より広い視野に立った基礎的研究の積み重ねが重要である、との考え方にたったものである。具体的には、まず51年5月「通貨・金融の基本問題に関する理論的・実証的研究を行う部署」として特別研究室が発足し、次に56年3月「基礎的研究の対象として理論・制度・歴史の3者を包摂する」ために、特別研究室を金融研究局に改組し、更に、今回、金融研究所を設立したわけである。

金融研究所はその前身である金融研究局同様日本銀行の内部組織であり、また、その職員数も差当りは金融研究局当時と変らないが、長期的には各種事務の効率化を通じてこれを削減してゆくという方針である。そうすると金融研究所となって変った点は何かということになるが、大きく変った点は、基礎的研究

の一層の充実という視点をより明確に打ち出すとともに、研究所を研究の自主性も含め、^{ひとあじ}「一味違った内部組織」として運営してゆくということである。具体的には、次の2つの点で新しい運営方法をとることとしたことである。

まず第1に、研究所運営の基本方針などの決定は、常に学界の諸先生方のご助言を頂きながら行っていくこととし、このために研究所には特別顧問・顧問・海外顧問の制度を設けた点である。これは、金融政策運営に長い目でみて役立つ基礎的研究を蓄積していくためには、目先の政策的関心だけで研究活動を縛るべきではない、より広い視野に立ち、また、内外学界の動向をも見据えた研究活動こそ望まれるとの考え方にたったものである。

第2に、研究所運営にあたり、その研究活動を、極力内外学界との共同体制のもとで推進していくという点である。日進月歩の学問摂取の必要性は言うまでもないが、それにしても研究所職員による研究の蓄積だけでは限度がある。内外の学界の方々との対話や切磋琢磨を通じて、日本銀行の内外を問わず、金融経済についての基本的な理解を一段と深め、更にこれを私共が吸収していく、といったプロセスが重要と考えている。具体的な方策としては、「日本銀行金融研究所の概要」（本「金融研究」末尾参照）に記したような、内外客員研究員の招聘、コンファランス・シンポジウムの開催、委託研究、和文・英文の機関誌等の刊行、図書・資料を充実整備し専門研究者に対し閲覧の便宜を提供すること、等

々である。いずれも大規模なものではなく、と内外学界との交流を進めて行くという所存
小じんまりとしたものではあるが、私共はこである。
のようなかたちで着実に日本銀行金融研究所

III. 報 告

「現代における金融政策の役割と金融研究の方向」

中央大学学長 川 口 弘

1. 金融政策の役割について

(1) 金融政策が、その最終目標として物価の安定を最も重視すべきこと、そのための中間目標値としてマネーサプライの変化をとりあげ、その適正化を図るべきこと、に異論はない。しかし、長期的にはともかく、金融市場や金融資産の構造変化が進み、経済の国際化と国債化が急速に拡がりつつある現状では、物価とマネーサプライとの関係を高度に安定的なものともみなすことには疑問があろう。これらの構造変化の進行とその影響に注意を怠らず、日本の現状に適合するマネーサプライ・コントロールに努めることが必要であると思う。

なお今後においては、いわゆるデータ通信の自由化により、ホームバンキングがどの程度のスピードで進行していくのか、またそうした状況下で現金(cash)の役割がどのように変化していくのか、といったマネーサプライ・コントロールにとって難しい問題があることにも十分注意する必要がある。

(2) しかし、インフレ抑制と並んで、景気変動を緩和し産出・雇用安定化を図るための総需要調整策も依然として必要であると思う。持続的インフレや「狂乱物価」が、政策効果を阻害するインフレ期待を生み出すのと同様に、不況の深刻化と慢性化とが、経済主体の将来に対する過度に悲観的な期待を定着させるおそれがないとはいえない。資本主義が寡

占的段階に入っているという経済構造の現状にこのような期待が結びつければ、ケインズの問題が再び現実化することになる。

国際化・国債化・金融制度や資産構造の変化などにより、為替レート変動への配慮や、大量の国債残高の値崩れ懸念などから、総需要調整のための金融政策、とりわけ金利政策の有効性は弱まる傾向にあることは否定できない。また、従来のような窓口指導の有効性も低下していくであろう。しかし、財政破綻による財政政策の半身不随意化のもとでは、総需要調整について金融政策が果たすべき役割は依然として残るであろう。物価安定だけを志向していればよいというわけにはいかないであろう。

総需要調整のために、マネーサプライ操作のほうが有効か、金利操作のほうが有効かは、なおその時々状況に応じて判断しなければならないと思う。

(3) 従来の金融政策が失敗した事例では、政策手段の選択の問題と併せて、政策発動の遅れという問題があった。これからは、各政策手段そのものの効果が弱まっているだけに、政策発動のタイミングの適正化を図ることがますます重要になってくる。そのためには、「中央銀行の中立性」を確保する努力がいつそう必要となるであろう。

また「中央銀行の中立性」確保は、日本銀行による国債引受発行の回避のためにも一段と強化される必要のあることを強調しておきたい。

(4) 現代のインフレの発現構造は複雑化している。マネーサプライ管理だけでこれを抑えこもうとすれば、過度の不況を招来しがち

であるが、長期的観点からこうした不況に耐えることにも限界があろう。したがって、インフレ抑制のためには、金融政策に加えて産業政策、独禁政策、貿易政策等複数の政策ミックスで対応すべきだと思う。

2. 金融研究の方向について

(1) 金融政策理論の動向を敏感に follow し、実証的検証に努力する必要があることはいうまでもないが、それらの理論動向の背後には、金融市場または金融構造の各国別の特徴や、歴史的諸事情が存在しているのであるから、比較制度論的および比較経済史的な研究も怠つてはならないであろう。

(2) 金融政策が究極的效果を実現する過程では、金融市場の「不完全性」を通じて、経済の種々の分野に差別的な影響を与えることになる場合が多いであろう。政策手段の選択やタイミングの決定に当って、これらの問題にも適切な考慮を払うことは、依然として必要であると考ええる。したがって、わが国金融市場の構造についての研究にもつねに留意していくべきであろう。

(3) 金融政策理論の動向や、それらの実証的検証に熱心なあまり、特定の理論に打ち込んで、教条主義的にそれらを固執するようなことのないように望みたい。つねに広い視野と柔軟な姿勢を維持し、金融界や学界の多様な意見に、虚心に耳を傾ける態度を堅持してほしい。また、理論研究と計量的実証作業とだけに終始したのでは、生きた金融の姿を理解することは困難であろう。少なくとも行員研究員は一定時期に中央銀行の現業に従事して、金融の実際を体験することが必要であると思う。

「インフレ・失業の併存と通貨－ハイエク的解釈をめぐって」

成蹊大学教授 篠原 三代平

1. 現代の世界経済とハイエク的失業

(1) 戦後30年間以上流行したケインズ革命により、多くの人々はハイエク理論にはかなりのアレルギーをもっているようだ。しかし、現代の世界経済では、インフレ下で失業が発生するというケインジアンの方では理解に苦しむ現象が発生しており、ここでそうした現象を説明するハイエク理論を振り返ってみる必要があるように思う。

(2) ハイエクは、第一次大戦後のドイツ、オーストリアにおける great inflation の体験から、インフレ率の単なる減退によって、超過需要のなかでも大量失業が発生したとの事実注目し、独自の景気変動論を考えた。

こうした第一次大戦後の状況は、第一次オイル・ショック後9か年における世界的インフレの進行と失業率の増大に相似した面もあるように窺われる。

(3) ハイエク理論は、デフォルメされた抽象画のようなものであり、ハイエク理論に対する批判は主としてその非現実性に対して向けられてきた。しかし、ハイエク理論の骨格は今日の世界経済の状況を説明する上で依然として有効と考えられる。

ハイエク理論は、まず完全雇用（現在では資源・エネルギー制約といいなおしてもよい）の状態から出発し、インフレ過程で触発された投資財部門中心の不均等的発展が、超過需要下の部門間不均衡をもたらしとする。まず景気後退は、そうした部門間不均衡の解消過程として生じる（すなわち安定恐慌）ので

あり、全体 (aggregate) としての "secondary deflation" の発生 (すなわち、ケインズの失業の増加) は、そのあとで生じるというのが、ハイエクの考え方である。また、ハイエクによれば、インフレ的成長を支えるのは、信用創造による「投資>貯蓄」という状態の持続であり、安定恐慌という形での部門間不均衡の解消を実現するためには、この段階でのマネーサプライの支持的増加はあってはならないことになる。

ヒックスは1967年の論文集 Critical Essays in Monetary Theory の第12章「ハイエク理論の検討」において「もし激しいインフレに限られたテンポに抑えこまれねばならないとしたら、失業の発生は不可避である。これはハイエク型スランプである」と表現している。

(4) 第二次大戦後におけるハイエク型スランプとしては、次のような例を指摘できよう。

(a) 韓国では、投資過剰型の不均等発展が結果として、インフレーションと失業の増大を招いた (総固定投資/GNP比率は1962年の13.7%→1980年の31.0%に上昇。この間にマネーサプライは24倍、CPIは14倍となった。また失業は1979年の54.2万人→1980年の74.9万人に増大)。

(b) アメリカでは、投資財部門の代りに政府部門の肥大化が、インフレ成長、高金利によるクラウディング・アウトをもたらした。

(c) また、産油国を軸とした monetary expansion も、一種の不均等発展、インフレ成長とみることができよう。

(5) 現代におけるインフレと失業の併存という問題に対して、最近ではもっぱら「総供給曲線」あるいは「フィリップス曲線」の上方シフトで説明しようとの傾向が顕著であるが、そうした理解は表面的と思われる。大切

なのは、ケインズの状況 (投資と消費のプラス・サムの上昇) とハイエク的状況 (投資と消費の相反的運動、ゼロ・サムのケース) とが、長期波動のうねりと局面によって周期的に交代を示すと解されることである。つまり、インフレと失業の併存についてのハイエク理論は、資源・エネルギー制約に近い状況で妥当する考え方と言えよう。

2. シュムペーター、ハイエク、ケインズの通貨観

(1) シュムペーターは、企業者のイノベーションと信用創造とによりひき起こされる景気循環を、礼賛すべき資本主義のダイナミズムの過程として理解した。従って、景気後退もまたそうしたダイナミズムの一環であり、景気後退を阻止するというような政策意識は稀薄であったと言えよう。

シュムペーターは、成長を景気循環のダイナミズムからの副産物 (result trend) として捉え、通貨もいわば「成長通貨」として理解されていた。従って、通貨の先行的増大はイノベーションとともに発展の機動力であった。

(2) ハイエクは、不均等発展の原因となる信用創造を“悪”とみた。ハイエクによれば、貯蓄に見合った額以上の投資はすべきではないということであり、貯蓄の美德が強調された。ハイエクは循環的変動に対しては批判的であり、成長の安定性を重視したと言えよう。

貨幣についてのハイエクの立場は「中立貨幣論」 (具体的には金本位制) であり、戦後にはかつてウィーン学派のミーゼスが主張したような中央銀行廃止論に傾いた。中央銀行が、例えば大蔵省の圧力によって通貨を増発せざるを得なくなると言うのならば、中央銀行は廃止した方がよいというのがその論拠で

あった。

しかし、技術進歩、生産量増大を前提すると、「中立貨幣論」は長期的物価下落論となるし、またマーシャルの k の長期的上昇にどう対処するのかなど、「中立貨幣論」には幾つかの問題点が存在すると言えよう。

いずれにせよ、ハイエクは恣意的な政策を排除した。政府介入を嫌い、介入によって発生した生産構造のゆがみ、資源のmisdirectionについては、うみを出しきるまで「無政策の政策」論を主張した。この点でシュムペーターに似ているが、ハイエクの方はもっと厳格な通貨的フレームを要請するのである。

(3) ケインズによる貨幣論は、必ずしも一元的でなく複雑であるが、ただ不況の底では通貨無力論（すなわち通貨政策無効、財政政策有効）を主張していると考えられる。この点においては、通貨が大きな影響力を発揮するとしたシュムペーター、ハイエクとは異なっている。

ところで、ケインズの流行した過程でも、“Rediscovery of Money”が云々されたにせよ、必ずしも明瞭でなかったのは、「ISの所得決定論」と「貨幣需給による所得決定論」にどういう位置づけを与えるべきかという点であった。ケインジアンの中では乗数論が貨幣数量説を圧倒してしまったことは事実であった。しかし、この点でヒックス「ケインズと古典派」は好適な判断材料たるを失わない。

3. 金融政策に関する若干の感想

(1) ケインズ主義、マネタリズム、ハイエク主義はいずれも長期波動の局面如何によって、その有効性に相違が出てくる。局面にかかわらず普遍的妥当性を主張しあっているが、これは間違いである。学説のロング・サ

イクルを考慮しておく必要がある。

(2) 「ハイエク的失業」は不均等発展、インフレ成長の過程ののちに起る失業であって、一時点の市場不完全の分析だけから抽出可能の失業概念ではない。

(3) 現実ハイエク的失業と“secondary deflation”によるケインズの失業の混在。どちらが多いかによって、あるときにはケインズ理論の出番、あるときにはハイエクの出番がある。総需要管理にあって、この判断は重要である。現在、どの国でも政策的な手詰りに困っているのは、この判断がつかないだけでなく、意外にハイエク的失業の比重が大きいかもしれない。

(4) コンドラチェフの長波は終局的には資源エネルギー制約によって区切りをつけられるが、その制約の近辺（ゼロ・サムの場合）ではハイエクほどではなくても慎重な通貨運営が行われ、どの国でも金融政策としてはインフレ抑制が最重点となるべきであろう。しかし、それまでに至らないプラス・サムの局面では、インフレの懸念はすくないから、いわゆる「成長通貨」の供給は不可避であろう。しかし、このことは物価安定は不必要ということではない。両局面を通じて金融政策の最重点は通貨価値の安定にあるべきである。

(5) 金融政策にあって、「ルールか自由裁量か」の判断については、長期波動のどの局面に対しても、同一のルール（中立貨幣とかフリードマンの M の恒常成長率の要請）を適用することは不合理だと思う。しかし、ほぼ同じ成長力を持った局面を前提したときに、なるべく金融政策が恣意的な判断に動かされず、通貨価値の安定をはかり、成長力に対応した通貨供給を短期の揺れにmisleadされことなく、実施することは重要であろう。この点で中央銀行の独立性が必要である。

(6) この際問題点として残るのは、為替レートの問題である。中央銀行は為替レートの短期的不安定を除去するための介入はやってよい。しかし、インフレ率が国によってデコボコであり、政治的・経済的にも不安定な状況において、一国の中央銀行が為替安定を実現することは困難かつ無理な課題であろう。むしろそれにはインフレ率の相違をなくすることが根本的に必要である。そのための国際協調はきわめて重要なことだが、国内通貨価値の安定に比べれば第二義的である。

(7) ただ世界経済において、“secondary deflation”による失業が悪循環的にふくれあがり、ケインズの失業が圧倒的ウエイトを占める局面に突入した際は、各国の中央銀行が（もちろん財政当局も）相互に提携したうえで、世界的異常事態の打開に努めることは当然必要だが、これは特別の異常事態のケースであって、正常の場合と考えるべきでない。

4. 金融研究・金融研究所について

(1) 一般に政府や中央銀行での研究は econometric なものが中心となりやすい。これは私が経企庁研究所にいた際の感想でもある。大きなモデルの計測、最近流行の新理論の計測的応用などがこれである。そういった問題を取扱った方が、協同研究がやりやすいし、具体的成果があがりやすいからである。

(2) 反対に、世界的パースペクティブ、歴史的パースペクティブをもったオリジナルな分析というもの研究からは脱落しやすい。また学説はサイクルを示しながらその役割を再現するという視角からみると、マネタリズムや合理的期待形成論の流行で、研究がそのつど大きく揺れを示すこともどうかと思われる。その意味で大事だと思われることは、研究所の若干の人たちがつねにこのよう

な点に注目しながら、着実な学風を形成していけることだということである。

(3) 経企庁の研究所の一つの役割は諸大学のエコノミストとの交流にあった。そしてもう一つの大きな役割は経企庁内のエコノミストの養成にあった。日銀の研究所も、この内外二面の大きな役割を十二分に発揮されることを祈ってやまない。

(4) 貨幣は身体にたとえれば血液であり、血液は単なるヴェールではない。しかも血液は身体各部分とは分離しえない。金融の分析が生きた分析となるには国民経済・世界経済の実体とのつながりにおいて、sensible な考え方を打ち出していかねばならない。金融の分析が局所の「部分理解」に終ることなく、つねに全体の「総合理解」として行われることを期待したい。

「中央銀行との実りある対話をめざして」

東京大学教授 小宮 隆太郎

1. 金融政策の役割について

(1) 金融政策の役割について、私は比較的単純に次のように考えている。この問題はマクロ経済政策理論における「割当問題」(assignment problem)の観点から考察すべきである。失業、インフレ、経済成長率、国際収支など複数の政策目標を達成するには、それに見合った数の政策手段が必要である。そうして各政策目標にどの政策手段を「割当てる」というと、各政策目標に対してそれぞれ直接的効果のもっとも大きい政策手段を割当てるべきである。したがって金融政策は、物価安定という政策目標に割当てるのが最善であると考えている。なお、これに加えて、信用秩序の維持、the lender of last resort

としての役割も無視することはできない。

(2) 金融当局にとって政策上の自由度は基本的には一つしかない。たとえば、為替レートの安定化、景気対策など物価安定以外の政策目標を同時に追求しようとすれば、「二兎を追う者は一兎をも得ず」ということとなる。いわゆる「キメの細かい政策」の有効性はごく限られたものでしかない。

物価安定という政策目標達成のためにはマネーサプライを適切に管理していく必要がある。中央銀行が政府から独立した機関であることは、各国の歴史的経験に照らしても、重要な意味のあることであると考えている。

2. 私の金融政策への関心

— 1959年から現在まで—

(1) 最初はいわゆる「低金利政策」に関心をもった。当時、低金利政策は日本の産業育成、輸出伸張のために不可欠というのが一般的論調であり、「低金利政策」への反対はタブー視されていた。私は、そうした見解に疑問を持ち、金利は基本的にはマーケット・メカニズムによって決定されるべきものと主張した。

(2) 次の関心は「オーバー・ローン、オーバー・ボローイング」の問題であった。当時日本銀行の吉野俊彦氏を中心とした考え方は、「オーバー・ローン、オーバー・ボローイング」は不健全であり、「悪」であり、是正されるべきものであるという議論であった。これに対して私は、当時のように国債がほとんど発行されておらず、民間企業の設備投資が高水準で、しかも公社債市場の発達が人為的に抑制されている状況では「オーバー・ローン、オーバー・ボローイング」の発生はほとんど不可避であり、これを「悪」とみなすべきではないと考えた。

昭和37年に導入された新金融調節方式は、「オーバー・ローン、オーバー・ボローイング」の解消を目的としたものであったが、私にはそれが有意義なものと思われなかったし、また結果的にも大した変化はおこらなかった。国債が大量に発行されるようになってオーバー・ローンは自然に解消していったが、私のみるところ、「オーバー・ローン」を不健全とする考え方の残滓は、いまだに日本銀行の中にはポジション指導という観念の形で残っており、いわゆる「資金ポジション」がマイナスになることは不健全なこととされている。しかし、私の考えでは、各銀行ごとに預金、貸出が見合う必然性はなく、コール市場こそ各銀行の資金過不足を調整するための場である。米国のニューヨークの大銀行はフェデラル・ファンド市場で恒常的な借り手となっているが、それは銀行経営として不健全なこととは考えられていない。

(3) 昭和30年代初からのクリーピング・インフレーションの原因診断において、日本銀行調査局はディマンド・プル説をとったが、私は物価・賃金の下方硬直性に原因があると考えた。

現在に至るまで私はこの見解を変えていない。「日銀派」がディマンド・プル説をとるならば、インフレーション抑制のために何故もっとマネーサプライを抑えなかったのか、また今日でも消費者物価の若干の上昇を容認するようなマネーサプライを続けているのはなぜなのだろうか。

(4) 昭和48～49年の大インフレーションの原因について、私は早くからディマンド・プル説をとり、そうではないとした下村治氏らと対立した。この点では「日銀派」と同意見だった。

マネーサプライのコントロールの仕方につ

いて私は日本銀行の人々との間に大きなギャップを感じている。日本銀行では今日でもマネーサプライのコントロールのために窓口指導が不可欠だと考えているようだが、私は、そうした個別規制によらなくとも、オーソドックスな調節手段（公開市場操作、準備率操作など）により、十分に金融政策の運営は可能と考える。

(5) 最近の私の主たる関心は日本の為替政策であるが、最近の10年間位を振り返ってみると、1970～73年にかけて円の切上げ防止という目標に金融政策を割り当ててしまったのは大きな失敗であった。やはり金融政策は物価安定に専念すべきであった。また、1974年以降についても日本の為替政策には失敗が多かったように思うが、これは日本銀行の責任というよりもむしろ大蔵省の責任であろう。ごく最近では日本銀行は円安防止を目的として短期金利の高目誘導を行ってきたようだが、これはマクロ経済政策に関する「割当て」理論からみて根本的に間違っていると思う。金利政策が為替レート of 安定化に有効とは思われないし、金融政策が為替レート of 安定化に割当てるような自由度はそもそもないと思う。また、そもそも短期金利と長期金利の代替関係は高いのだから、短期金利のみを動かしても効果はない。

3. 金融研究所への期待

(1) 旧金融研究局はこれまですぐれた研究成果をあげてきた。しかし、その内容はややアカデミックなもの、個人ベースのもの、そして計量的分析に片寄っていたとの印象を受ける。

今後においては、金融政策上の意思決定に関連の深い、かつ時宜にかなった問題についての研究を深めてほしい。たとえば、次のよ

うなテーマについての研究の進展を期待したい。

(a) マネーサプライのコントロールのあり方との関連で、各金融政策手段の波及メカニズム（例えば短期金利を高目に誘導したときその効果がどのように波及していくか）。

(b) 国際化が進展する中でのマネーサプライの定義（たとえば、非居住者の円預金、居住者の外貨預金、外国でもっている預金は、マネーの定義に含めるべきか否か）。

(c) 日本の貿易金融ことに輸入金融がもたらば外貨建てで行われており、円建ての輸入金融のウエイトが低いのはなぜか。

(2) 金融研究所は、実務家と学者の間における情報、観念、用語のそれぞれについてのギャップを埋める「橋渡し役」として機能してほしい。今後はもっと日本銀行側からの情報公開が行われるべきだと考える。たとえばニューヨーク連銀は、連銀と財務省の為替政策について四半期ごとに詳細な報告を発表しており、日本では東銀、日銀、大蔵省からその翻訳・要約が出ているが、日本の為替政策についてのそういう報告は全然出ていない。

日本銀行の人々の観念、用語についても、学者側からは依然として大きなギャップを感じる。たとえば、外為市場において実務家が頻繁に用いている「投機」、「投機筋」、「実需」ということばは、経済学での定義とは異なった意味のものらしい。また最近においても「長期資本の流出が止まったので、円安に歯止めがかかるだろう」というのが日銀の考え方が正しいが、そうした観念は、資本収支が経常収支の裏側に過ぎず、経常収支が大幅黒字のときには長期資本収支は大幅赤字になる場合が多いことからいって、私にはほとんど無意味であるように思われる。こういった点について金融研究所に中央銀行と学者の間のギャッ

ブを埋めるような仕事を期待したい。

なお、上記3先生の報告のあと、フロアーより特に要望があり、東京大学名誉教授土屋喬雄から以下のような発言があった。

1. 私は日本銀行刊行の「日本金融史資料」の編集に監修をさせていただいているが、このたび金融研究所が発足したことに対して大いに喜びの意を表したい。

最近における日本経済の状況をみると、世界的な経済不況の影響がつい暫く前までは優等生と言われた日本経済にも影を投げかけているようである。また、その結果として日本の財政収支は悪化する傾向にあり、「増税なき財政再建」や「59年度までに赤字国債ゼロ」の公約はすでに破算同然と言えよう。そして、財政当局は、国債の日銀引受という安易な方法によって、目下の難局脱出を考えているかのようにも窺われる。しかし、日本銀行は「通貨価値の安定」を最重要使命としており、いわばその「守護神」として知恵を絞って徹底的に大蔵省と議論し、協議することにより、国債の日銀引受けは絶対に避けるべきである。私は日本銀行を「通貨価値安定の守護神」と呼びたいが、このことに関して、私はここで松方大蔵卿と前川総裁の言葉を紹介したいと思う。

2. 松方大蔵卿は、明治15年3月太政大臣に提出した「日本銀行創立ノ議」の付属文書である「日本銀行創立旨趣ノ説明」に「金融ノ民間ニ於ケル、猶ホ血液ノ人身ヲ循環スルガ如シ、而シテ其ノ能ク血液ヲ聚散シ、循環セシムルモノハ心臓是レナリ、蓋シ中央銀行ナル者ハ一國金融ノ心臓ニシテ」云々とある。この「創立旨趣ノ説明」には、日本銀行の任務としていろいろのことを挙げているが、も

ちろん「通貨価値ノ安定」を重視している。周知のように松方大蔵卿は維新後最初のインフレーションの原因を不換紙幣の濫発にありと正しい原因論を主唱し、命がけでインフレ克服に成功した名大蔵卿であったから、日本銀行の使命中、「通貨価値の安定」をきわめて重視したのである。

したがってここでは引用した一文も日本銀行の「通貨価値の安定」の使命を重視しつつ、金融現象すなわち通貨とその流通を人体の血液とその循環にたとえ、日本銀行を血液の循環をつかさどる心臓にたとえたのである。このたとえ話は、きわめて含蓄に富むもので、インフレを命がけで克服した松方大蔵卿にしてよく思い付きえたものと私には思われるのである。すなわち通貨を血液にたとえた意味は、血液が健康なものであれば心臓も人身も健康でその機能を果しうるが、病める血液たとえば白血病のような病気におかされた血液であれば心臓も身体も病気になり、はなはだしきは死に至る。通貨も病める通貨たとえばインフレ病におかされた通貨であれば、日本銀行も日本国民経済も国民の生活も不健康なものにならざるをえない。その例は第二次世界大戦に敗れた後の日本のインフレで、それを振りかえってみれば、インフレが如何に恐ろしいものであるか、通貨価値安定が如何に重要なものであるかがわかんと思う。

3. 次に前川総裁の書かれた日本銀行の使命に関するたとえば、最近日本銀行が創立百周年を記念して編集された『日本銀行職場百年』上巻の序文中にみられる、次のような一節である。

「この本の題名をなんとするかについて、

いろいろの案がありました。そのなかで、『奴^ど雁^{がん}百年』というのはどうかという案もありました。『奴雁』というのは福沢諭吉の論集の中にあり、

『群雁野に在て餌を啄むとき、其内に必ず一羽は首を揚げて四方の様子を窺ひ、不意の難に番をするものあり、之を奴雁と云ふ』と、されております。

私が入行後5年ぐらいのとき、神戸支店に書記で勤務していた頃（昭和15年）、当時の遠田淳支店長が正月年賀の訓辞でこの話をされ、日本銀行は『奴雁』の役目を果たさねばならぬと述べられました。それから約15年のあと、私が高松支店長のときに、やはり年賀の挨拶で遠田さんのお話を引用させていただいたが、それを覚えていた人があったため、この題名が考えられたのであります。『奴雁』という言葉が最早通用しなくなりましたので、この本の表題は職場百年としました。

しかし、寒夜首をあげて仲間を守る『奴雁』にも似た日本銀行百年の歴史を支えたのは、黙々として尽くされた職員の努力であり、本館の石積みの石のひとつひとつに百年の風雪とこれに耐えた人々の哀歓が灼きついているように私には思われます。」

これは幾度読んでも感激をおぼえるたとえ

話である。この「奴雁」のたとえは、従来新聞、雑誌等で用いられてきた「日本銀行は通貨の番人」、「日本銀行は通貨価値安定の番人」といったたとえよりもはるかに実感をもって人の心に迫るものがある。

前川総裁の「奴雁」のたとえ話は、私には日本銀行が何よりもまず「通貨価値の安定」達成のために誠心誠意努力すべきことを語っているように思われる。

11月のはじめに刊行された有名な週刊経済誌「エコノミスト」には、「国債の日本銀行引受は時間の問題」という論文が掲載されたが、「国債の日本銀行引受」とは満州事変の起った年の翌年昭和7年に時の蔵相高橋是清が最初に行ったものであろうが、軍部はこの制度を利用して軍事国債をドンドン発行しようとしたとき、高橋蔵相はそれにブレーキをかけようとしたので、軍人の怒りを買って、2.26事件で暗殺された。そして2.26事件の起った年の翌年支那事変となり、昭和16年12月太平洋戦争となり、日本は敗戦となり、劇烈なインフレが起ったのである。したがって「国債の日本銀行引受」は、日本銀行はもちろん大蔵省としても慎重の上にも慎重に対処しなければならぬものというよりも絶対に避けるべきものと考えたいのである。

IV. コメント, リジョインダー, 一般討論

館 今回のシンポジウムのテーマ「現代における金融政策の役割と金融研究の方向」を「現代における金融政策の役割」と「金融研究の方向」という2つの部分に分け、まず前半部分について馬場先生、辻村先生からコメントをしていただく。

馬場 3人の報告の大方の部分については賛成であり、反対を唱える部分は少ない。ここでは感想めいたことを述べてみたい。

まず川口先生の報告にあった金融政策の運営におけるタイミングの重要性を私も強調したい。私も経済企画庁で景気動向指数を作成するなど、日本経済の景気予測に関わってきたが、わが国の過去の景気変動は政策発動のタイミングがより適切だったならば、もっと縮小できるケースもかなりあったはずだとの印象を持っている。この点において、金融政策が機動的に運営されるよう、中央銀行の中立性を確保することの重要性を指摘しておきたい。

次に最近の日本経済の動向は私にとっても若干気になるところがあるので、レスター・サローの提唱した不快指数（＝失業率＋インフレ率－実質成長率）を計算してみたら、昨年の10～11月頃をボトムにその後顕著に上昇しているようだ。これまで日本経済は欧米諸国に比較してパフォーマンスが良好との一般的認識であったが、大分様子が変わってきているのではないかと。篠原先生の指摘するハイエックの世界が、日本でも起りうることに注意しておく必要がある。

最後に、今後における金融政策の有効性確保のためには、金利自由化を推進し、本格的な open market operations を行える市場

の整備が必要なことを指摘しておきたい。最適資源配分達成のためには、自由で競争的なマーケット・メカニズムの整備が必要だが、日本の金融市場の現実をみると、昭和22年に制定された臨時金利調整法による金利最高限度の規制がいまだに存続しているのをはじめとして余りにも規制が多過ぎる。金利機能を高めるために諸規制の撤廃ないしは緩和が、本年4月に施行された新銀行法の下で今後進展していくことを期待する。

なお、こうした金利自由化の進展の中で金融業の「効率」の問題がクローズ・アップされてこよう。従来わが国の金融機関の中には「規制」の反面の当局の「保護」の下に経営効率の悪いものも存置されてきており、国民経済的には welfare loss が大きかったのではないと思われる。金利自由化がそれら金融機関の経営にどのような影響を与えるのか、十分に注意していく必要がある。

辻村 3人の報告の結論は、金融政策の役割を物価安定に絞った方がよいということであり、また物価安定＝通貨価値の維持のためには中央銀行の中立性確保が重要という指摘であった。私もそうした結論に賛成する。

ただ景気安定化という政策目標との関連で、川口先生は、金融政策の運営に当って景気後退にも注意すべしということだし、篠原先生も、高水準の失業を放置すべきではないとしているが、中央銀行にとって物価安定も景気安定もともに重要と言っても政策主張としては不明確になる。やはり、小宮先生の主張するように「キメの細かい政策」は捨てて物価安定のみに金融政策の政策目標を絞った方がよいと考える。

ここで「物価安定」の内容としては物価上昇とともに物価下落をも防ぐ必要のあることを確認しておきたい。第2次世界大戦後の世界経済において確かに物価は下方硬直的であるが、しかし石油危機以降における賃金上昇率の低下などを考慮に入れると、私には物価下落の可能性を否定することはできないと思われる。従って、物価下落の局面では金融政策によってそれを阻止するとしておけば、政策割当論としてはclear-cutであろう。

物価安定の達成のためにはマネーサプライのコントロールが重要である。昭和48～49年当時の大インフレーションは、世界景気の同時化(synchronization)と世界全体のマネーサプライ急増によって惹起された。自由市場体制の下では、売り手、買い手のバーゲニング・ポジションのバランス維持がマーケット・メカニズムの円滑な機能にとって大切であるが、過大なマネーサプライはそうしたバランスを崩すことになる。マネーサプライの的確なコントロールによる物価安定の達成は、自由市場体制の健全性維持の条件として重要である。

なお、私は篠原先生と違って、現在の世界経済にとって資源・エネルギー制約は緩んでいると思う(例えば、現状においては石油価格下落によってメキシコは経済危機)。

館 次に金融研究所側から鈴木副所長に発言してもらうこととする。

鈴木 これまでの議論は、私どもにとって非常に参考となる(suggestive)ものであり、ことに金融政策の運営にとっては物価安定が最終目標であり、そしてマネーサプライのコントロールが中間目標であるということについて先生方の合意が得られたことは、私どもにとって大変励ましとなる(encouraging)ものである。

ここでは3先生の報告について以下の3点をコメントし、先生方のご教示を乞いたい。

(a) 川口先生は、報告の中で最近における国際化・国債化により「金融政策の有効性は弱まる」と指摘されているが、私は必ずしもそうは思わない。まず国際化によって金融政策の運営が海外からの影響を受けることは確かであるが、固定相場制時代と比べると、現行の変動相場制の下ではマネーサプライのコントロールはずつとやりやすくなっている。その意味でフロート下において金融政策の自由度はむしろ高まっていると思う。

次に国債化の影響であるが、大量の国債残高の値崩れ懸念により、金融政策の運営が拘束されるとの側面がある一方、国債残高のいわゆる資産効果を経由した形で金融政策の有効性が高まるとか、国債残高累増の結果金利自由化が進展することによって、金利の波及メカニズムが強化されるとの側面もあろう(日本における金利の効果の波及メカニズムとしては、①インターバンク金利→銀行貸出→マネーサプライ、②インターバンク金利→オープン・マーケット金利→銀行部門のdisintermediation、③インターバンク金利→オープン・マーケット金利→民間部門の支出行動、という3つのルートが考えられるが、金利自由化はこのうち③のルートを強化する)。極端な金利弾力性のベシミズムの立場に立たない限り、金融政策の有効性は低下しないように思われるが、いかがであろうか。

(b) 金融政策の目標を物価安定最優先としながらも、3人の報告者の間には微妙な差がある。まず川口先生は、はつきりと物価安定とともに景気・雇用の安定化にも目を配れとしておられるし、篠原先生もごく例外的な局面によっては景気・雇用の安定化に配慮せよとの主張である。一方、小宮、辻村の両先生

は物価安定のみでよいとされているが、その場合小宮先生の物価安定論はインフレ率の低位安定化であり、クリーピング・インフレーション許容論のようだ。これに対し辻村先生は物価水準の安定論（物価上昇・下落をともに阻止する）であり、私も賛成である。

物価水準の安定を主張するのは、それによって相対価格の変化がよく分かり、マーケット・メカニズムの円滑な機能が発揮されて、経済の自律的回復を保証すると考えるからだ。とくに日本経済では賃金や価格が伸縮的なので市場経済の自律的均衡回復力が強く、金融政策が景気回復に留意しなければならないような事態は極めて例外的とみている。

またマネーサプライのコントロールについては、マネタリストの $k\%$ ルール主張、ケインジアンの裁量的微調整主張のいずれに対しても反対であり、マネーサプライの予想値公表・望ましい増加率に向けてのgradualな変更という形でのgradualismが、私どもの立場である。

(c) 小宮先生の報告について幾つか感想を申し上げておきたい。①「オーバー・ローン、オーバー・ボローイング」の問題の中で、「オーバー・ローン」現象は、昭和37年の新金融調節方式採用に際して日本銀行貸出の限度額が設定されたことにより、改善されたという事実がある。②「クリーピング・インフレーション」問題について、小宮先生は賃金・物価の硬直性を仮定し、マネーサプライの抑制が失業増をもたらすとみておられる。しかし、私は賃金・価格はflexibleであり、マネーサプライ増加率をgradualに低下させることにより、失業増を招くことなしに、クリーピング・インフレーションを抑えられると考える。③小宮先生は「窓口指導」に反対のようだが、私どもは通常の金融政策の効果が実現

されるまでの「補完的・一時的措置」として「窓口指導」を捉え、事実緩和期にはそうした指導をやめている。④為替レートの問題については、短期金利の高目誘導策が円安防止には効かないとの小宮先生の主張だが、日米両国間の実質金利差は円の対ドル・レート of 重要な決定要因であるはず。また、短期金利と長期金利の代替性の高さは、私どもも十分に承知しており、短期金利の高目誘導→長期金利高→円安防止という波及メカニズムを考えている。なお、フロート下では資本収支は経常収支の裏側に過ぎず、為替レートの決定要因ではないとする小宮先生の意見に対しては、私は長期資本収支の一部は、経常収支と同様に自律的要因であり、長期資本収支の一部プラス経常収支が為替レートを動かしていると考えている。

館 時間の制約があるので、各報告者からは「金融政策の究極的目標は何か」という論点だけに絞ってリジョインダーをお願いする。

川口 金融政策の目標を考える場合に政策割当論がそれなりに正しいことを認める。しかし、金融政策が長期にわたって「物価安定」という一つの目標のみを追いかければよいとは思われない。

辻村先生、鈴木副所長は、物価が下落することに自信を持っておられるようだが、例えば卸売物価をとってみても、上昇期は長くかつ大幅なのに対して、下降期は短くかつ小幅である。従って単純に「物価安定」のみを目標とした金融政策の運営は不況を長期化させる恐れがある。局面によっては金融政策の目標を「物価安定」から「景気・雇用安定」に切り換える必要があろう。

篠原 基本的には金融政策の究極的目標として「物価安定」を強調しておきたい。しかし、私の議論は政策割当論とは違う。私は経

済の長期波動における局面の転換に注目しているのであり、各局面によって金融政策の有効性も変化することを指摘しておきたい。

小宮 金融政策の目標は「インフレ率の低位安定」であり、金融を締められるだけ締めればよいというものではない。現在のように金融政策（金利政策）を為替レートの安定化に割当てて金利を高目に誘導しているのは間違っていると思う。現状のままで推移すれば日本経済は相当の不況を覚悟しなければならないのではないか。

館 「現代における金融政策の役割」については、金融政策の最終目標は「物価安定」であるという点で、各先生方によりニュアンスの差はあるものの、一応の合意はできたようだ。

これで前半の討論を終り、次に「金融研究の方向」について、加藤先生、馬場先生、辻村先生からコメントをいただきたい。

加藤 歴史研究者として金融研究所の研究方向についてコメントしたい。

川口先生も述べておられるように金融理論や金融政策論の動向の背後には金融市場または金融構造の各国別の特質や歴史的諸事情が存在している（88頁）。それゆえ、金融理論と並んで、各国の金融構造・制度・歴史を研究していくことが重要だと考える。

さて、日本における金融の歴史的研究は比較的新しい分野と言えよう。戦前には主としてジャーナリストや銀行家により研究が行われていたが、戦後において次第に学者による研究が盛んになってきた。しかし、1950年代頃には後進資本主義国である日本の金融構造の発展を先進資本主義国のそれと対比しつつその輪郭を描くという内容が中心であった。その後1960年代に入ってから研究者が次第に増え、研究範囲も拡大・細分化された（例え

ば、信託銀行や地方銀行などにも分析が拡大）そして研究内容も実証的となり、アカデミズムの世界の中に漸く金融史研究が定着してきたと言えよう。この間金融史関係の資料も増加しており、とくに土屋喬雄先生監修で日本銀行が編纂してられる「日本金融史資料」はこの分野での貴重な文献となっている。

以上のような金融史研究の現状を踏まえて日本銀行金融研究所の歴史研究に望みたいことは、①資料の収集・整備を今後とも継続、一段と充実させてほしい、②歴史研究のテーマとしては、現在の金融政策と深くかかわってくる課題を集中的に取り上げてほしい（この分野には若手研究者が多いので、彼等と相談しながら研究を行うことを勧める）、ということである。

馬場 新しい金融研究所の研究活動に対しては、金融経済の様々な問題についてマクロ的研究と並んでミクロ的側面のボーリングを行うことを期待する。例えば、金融経済のミクロ的問題として私の念頭に浮ぶのは、「金融機関の効率化」の問題である。ミクロの企業理論は、これまでは主として製造工業を分析対象としてなされており、金融業はいわば未開拓の分野である。既存の企業理論（X非効率、規模の経済性、不完全競争理論など）を金融業にも応用するなど、「金融機関の効率化」の問題を是非深めていただきたい。

辻村 私はリカルディアンではないので、市場調整機能の限界に興味がある。現実の経済における様々な規制や制度は市場の不完全性を補うために生まれてきたとみることも可能であり、シカゴ学派やバージニア学派のように規制や制度はすべて不必要なもので、単に政治的利害から作られたものとは考えない。従って、例えば小宮先生が反対される窓口指導にしても、それが一体どのような役割を日

本の金融市場の中で果しているかについても分析する価値があると思う。

日本銀行は実際に金融政策の担当者でもある訳だから、金融研究所としても純粹理論のみならず、実際の金融市場から得られる知識を吸収する形で今後の研究を進めていくことが望まれる。

館 報告者からリジョインダーがあれば、願う。

川口 金融機関の「効率」問題について、私はすでに幾つかのペーパーを発表してきた。もっとも、余りエレガントな理論モデルではないので、読まれていないかもしれないが。私の経験によれば、単なる費用便益分析（cost-benefit analysis）では、金融機関の「効率」問題を解けないことを指摘しておきたい。

篠原 日本の金融市場では、政府部門の役割も重要であり、例えば郵貯対銀行の競合、財投の機能など重要な問題だと思う。従って民間金融機関の「効率」問題の分析のみで事足りるとしてはいけない。

館 ここでフロアーの参加者から本日の討論について質問を受けることとしたい。

西山千明（立教大学教授） まず篠原先生に対して、ハイエク理論では、物価安定を優先し、安定恐慌を許容すべしということのようであるが、私には金融政策の目標が、「物価安定」のみだとは必ずしも思われない。例えば、マネーサプライを急激に減らせば、実体経済には大変な影響が及ぶはずであり、マ

ネーの円滑な供給をもつと重視すべきなのではないか。

篠原 むしろ過度のインフレ、デフレが発生しないように事前に物価安定を可能にするように通貨供給を行うという考えがハイエクにもあったと思う。

館 篠原先生の報告の中で「貨幣は身体にたとえれば血液であり……」と述べられており、それが西山先生の質問に対する答えとなっているのでは。

青葉翰於（日経調理事相談役） 金融研究所での研究テーマとして金融政策の当面の問題も取り上げるのか。日本銀行の金融政策の対象となっている各金融機関はそれぞれ調査研究部門をもっているが、金融研究所はそれら金融機関の調査研究部門とも交流していくのか。

江口 まず金融研究所における研究内容についてであるが、日本銀行の内部で調査統計局がcurrentな問題を、そして金融研究所はbasicな問題をという形での分業体制をとって研究を進めていくこととなる。

次に金融機関の研究部門との関係については、当面第一段階として金融研究所と学界との共同研究体制を始めた訳だが、いずれ研究会などの形で金融機関の方々との交流も進めていきたいと思う。本日のシンポジウムに金融機関の研究部門の方々をお招きしたのもそのような考え方にたつものである。

以 上