

第1回国際コンファランス*

「現代における金融政策の役割」

I. コンファランスの概況

1. コンファランスの概要

日本銀行金融研究所は、昭和58年6月22日(水)から24日(金)の3日間にわたり、ミルトン・フリードマン、ジェームズ・トービン両教授以下の内外の経済学者と、アジア、オセアニア、欧米20カ国中央銀行および国際機関(BIS、OECD、IMF)のエコノミストの参加(参加者一覧、末尾表参照)を得て、“Monetary Policy in Our Times”と題する国際コンファランスを開催した。

コンファランスの主題“Monetary Policy in Our Times”は、当研究所主催国際コンファランスの初回であることもあり、金融政策の運営についての現状評価、果たすべき役割、直面する問題等、現代の金融政策運営を巡る諸問題を、理論と実践の両面から包括的に議論することを狙いとして、設定されたものである。会議のプログラム(概要次表—敬称略)は、こうした狙いに沿ってプログラム委員会(末尾表参照)がOverseas Special Adviser(末尾表参照)の助言を得つつ作成、会議はこれに沿って進められた。すなわち、まず、第1セッションでは前川日本銀行総裁の開会の辞のあと、フリードマン教授とトービン

教授の基調講演が行われ、次いで、第2、第3、第4セッションでは、それぞれ「国内経済と金融政策」、「国際経済と金融政策」、「スタグフレーションを克服するための経済政策」の各論点に関して、2人の学者の提示した論文をもとに学者と中央銀行・国際機関エコノミストとの間で、また、各国中央銀行エコノミスト相互の間で活発な討論が展開された。さらに最後第5セッションでは参加者全員による総括的な意見交換が行われた。(プログラム概要)

第1セッション(第1日午前)

前川日本銀行総裁開会の辞

M.フリードマン 基調講演「マネタリズム — 言葉と実践」

J.トービン 基調講演「不確実性の世界での金融政策」

第2セッション(第1日午後)『国内経済と金融政策』

R. J. ゴードン 報告「国内金融政策の運営」
浜田宏一・林文夫報告「戦後日本の金融政策」
コメントと討論

第3セッション(第2日午前)『国際経済と金融政策』

M. R. ダービー 報告「開放体制下の金融政策」

* 昨年10月、日本銀行は創立百周年を迎え金融研究局を金融研究所に改組したが、それを機に、内外の経済学者と中央銀行・国際機関エコノミストとの相互理解を一層深め、かつ日本銀行の基礎的研究の充実に資することを狙いとして、国際コンファランスをほぼ2年に1度開催して行くこととした。

今次コンファランスはその第1回に当る。

天野明弘報告「為替相場決定に関するアプローチ」

コメントと討論

第4セッション(第3日午前)『スタグフレーション克服のための経済政策』

T. J. サージェント 報告「レーガノミクスとクレディビリティ」

A. アンドー報告「金融政策と財政政策の協調」
コメントと討論

第5セッション討論(第3日午後)『総括と一般討論』

A. ランファルッシー および新開陽一論点整理
討論

(コンファランス参加者概要)

学者 — 13名……うち海外学者6名

海外中央銀行 — 21名……うち、欧米10カ国(アメリカ、カナダ、イギリス、西ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、スイス、スウェーデン)12名、大洋州(オーストラリア、ニュージーランド)、アジア(韓国、中国、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア)9カ国9名

国際機関エコノミスト — 3名……B I S、O E C D、I M F

日本銀行金融研究所関係 — 4名

2. コンファランスの特色

次に今回コンファランスの特色を、会議参加者のもらした印象を交えてとりまとめると以下のとおりである。

第1に、世界経済が2度にわたる石油危機を経

て長期にわたるスタグフレーションを経験し、各国の金融・財政政策の在り方が、多くの面で基本的な再吟味を必要としていること、国際的な経済の相互依存が高まり、政策問題を単に国内的観点だけではなく、国際的波及をも考慮して考える必要が生じていること、さらには経済学者の中でも幾つかの意見が対立していることなどを背景として、大多数の会議参加者は金融政策の役割を包括的に再検討してみることに意義を認めた模様である。

この結果、フリードマン、トービン両教授が、それぞれマネタリスト、ケインジアン立場から、熱心に議論を展開し、さらに両者の見解を軸として参加者全体の対話が進められた点が大きな特徴であった。

第2に、こうしたマネタリストおよびケインジアン両派の学者間の議論のほか、これら学者と各国中央銀行エコノミストとの対話という、いわば学者の理論と政策当局の実践論を巡る議論がコンファランスの全日程を通じて熱心に展開された。従って、発表された各種の理論的見解をめぐる討議も抽象論にとどまることなく、中央銀行エコノミストが実践論の立場からの現実妥当性を議論する一方、中央銀行の金融政策の運営について、学者から鋭い意見が呈示されることとなった。

第3に、アジア諸国中央銀行のエコノミストが参加し、世界経済に占めるウエイトが高まりつつあるこれらの国から、主要先進国に対する卒直な要望が示され、先進国・開発途上国中央銀行間の話し合いの場という特色もみられた。

II. 主要討議内容

3日間の討議内容は、かなり多岐にわたり、また、その評価については勿論個々の参加者の立場によって異なる可能性があるが、以下、主催者の立場から興味深いと思われる点を中心に要点整理した。¹⁾

1. 第1セッションの様子の概要

コンファランスの冒頭、前川日本銀行総裁より、コンファランス開催の趣旨と狙い等について簡潔に述べた開会の挨拶が行われた。このなかで、

① 1950年代および60年代においては、安定かつ卓越した米国経済に支えられたブレトン・ウッズ体制の良好な機能、自由貿易主義の風潮、技術進歩と資本形成の進展、労働力の十分な供給、エネルギー価格の安定等が工業国経済の発展に大きく寄与し、1950～60年代は工業国経済のいわば「黄金時代」とも言われるが、1960年代後半には、成長を重視しすぎ、物価安定面での配慮がおろそかになった面がある。

② こうして1960年代後半に芽生えたインフレ傾向は1970年代に入って第1次石油危機前の過大なマネーサプライの供給、財政赤字の累積的急増、あまりにも短期的な政策対応の誤り等が加わって更に悪化し、いわゆる世界的なスタグフレーションの現象が発生し、不幸な経験を招くこととなった。

③ 今回のコンファランスでは、こうした過去の経済運営に関する苦い経験を踏まえ、スタグフレーションを克服するための政策対応、各種経済政策手段の中での金融政策の役割如何等、広範囲の政策問題を学界と中央銀行・国際機関エコノミ

ストの間で精力的に討議して頂き、今後の政策形成と世界経済の改善に資する一助となることを期待する、

という趣旨の問題提起が行われた。ついで、フリードマン教授とトービン教授の基調講演が行われた。この2つの基調講演は、このコンファランスが学界と中央銀行・国際機関エコノミストとの対話という性格が強いことを映じ、マネタリストとケインジアンの理論的立場からスタグフレーションへの実践的な政策対応について両氏の見解を表明する性格が強いものとなった。両教授の基調講演の邦訳全文はⅢに示した通りであり、その主張に政策実践論の面で、かなりの相違があり、この結果、以後の各セッションにおいても、マネタリストとケインジアンの2つの見解相違を軸として議論が進展する形となった。

(イ) フリードマン教授の主張

① 名目通貨量の変化のうち支出活動に変化を及ぼすのは事前に予想されなかった部分だけである。米、日、英のような主要国の場合、予想されなかった通貨量の変化は、6～9カ月後に名目総支出に影響を及ぼし、名目総支出はまず生産に影響し、次いで1年半～2年後に物価に影響を及ぼす傾向がある。

② 名目通貨量の変化が金利に及ぼす影響については、例えば通貨量の伸び率が高まった場合、そのうち、予想されなかった部分は当初金利引下げに働く（流動性効果）が、名目総支出が増えるにつれて金利は上昇に転じ（所得効果）、最終的には現実および予想インフレ率の上昇を映じて名目通貨量の増加開始以前の水準を越えて上昇する

1) 提出された報告論文、コメント等を含むプロシーディング（英文）がいずれ刊行される予定。

(フィッシャー効果)。一方、名目通貨量の伸びのうち予想されていた部分は、当初からこのフィッシャー効果をもたらす。

③ こうした理論からみて、金融政策の運営にあたっては、マネーの伸びを安定的 (Steady) かつ予見可能 (Predictable) とすることが重要である。米国連邦準備制度の金融政策運営はこうした真のマネタリスト政策とは極めて異なったものであり、とくに昨年後半以降の政策はマネーサプライの行き過ぎた増加を許容し、裁量的な運営方法に逆戻りした感がある。

(ロ) トービン教授の主張

① 金融政策はまず名目総支出に影響を及ぼすが、名目総支出に対する賃金・物価の反応には相対的遅れがあるので、金融政策はまず実体経済面に影響を及ぼす。もとより、時間の経過とともに、賃金・物価が調整され、長期定常状態に到達すれば、これらの反応の遅れは解消するが、その間の金融政策如何で、資本蓄積に変化が生じ、このため実体経済の最終的な着地点も異なってくる。

② 従って金融当局は、経済の名目変数 (物価、名目 GNP、通貨量等) だけでなく、実質変数 (雇用、生産、資本形成等) にも責任を持つべきものである。

③ 中央銀行はこうした点を考慮し、政策運営にあたって、(i) まず向う数年間に亘り、失業、実質 GNP、物価等に関する目標をレンジの形で設定、(ii) 次に、向う1年間について、例えば、名目 GNP に関する中間目標値を設定、(iii) 更に短期の向う1か月～半年程度について、マネーサプライ、銀行準備、短期金利に関する操作ルールを設定して適切な金融政策運営を図ることも一つの方法である。

④ 当面の政策運営に関しては、米国の高実質金利が世界景気回復の大きな障害になっており、米国は一層の金融緩和を実施すべきである。

このようなフリードマン、トービン両教授の問

題提起を受けて、その後、第2～第5セッションで討議が進められたが、以下は、その主要論点である。

2. 第2～第5セッションの主要論点

(1) スタグフレーション克服のための経済政策

(報告論文の要点)

サージェント教授 (ミネソタ大学) は、この問題を主として米国の財政・金融政策のポリシー・ミックスの観点から論じた。すなわち、米国においては財政政策が多額の赤字を継続する一方、金融政策は独自の立場からインフレ抑制のためのマネーサプライ・コントロールを維持し、相互に協調することがないが、これは本来両立せず、いずれかが譲らざるを得なくなる (これをゲームの理論で使う game of chicken のケースと呼称)。どちらが譲るかによって米国経済の先行きが変わってくるため、今や著しい不確実性が生じており民間経済の活性化を意図したレーガノミックスは事実上破綻したと主張した。

一方、もう一人の報告者アンドー教授 (ペンシルバニア大学) は、米国における巨額の政府債務の累積が高い実質金利の原因となっており、しかも政府債務に係る実質金利が実質経済成長率を上回っているために、財政赤字が続けば政府債務残高の GNP 比率は累積的に増大する危険を孕んでいると指摘した。さらに、こうした議論は、開発途上国の債務累積問題にも当てはまり、ドル建実質市場金利がこれら諸国の実質経済成長率を上回る場合、対外債務の GNP 比率は限りなく上昇するであろうと論じた。このようにアンドー教授は、米国の高金利と財政赤字の継続に対し強い懸念を示し、米国の財政赤字削減と金融緩和が望ましいポリシー・ミックスの姿であることを主張した。

(主要討議)

スタグフレーション克服のための経済政策のあり方を巡るその後の討議における論点の第1は、

近年の米国を中心とする金融政策の評価の問題である。

フリードマン教授は、その基調講演を更に敷衍する形で、自由討議の際、米国連邦準備制度の最近の金融政策に関して、

① 昨年7月以来マネーサプライは過大な増加²⁾を示しており、これが1年半ないし2年程度のタイム・ラグを経て恐らく84年頃にはインフレ再燃というその悪影響を及ぼすようになろう、② 連邦準備制度のこうした政策の大きな振れ (swing back and forth) が、経済に不確実性・不安定性をもたらしており、言葉上 (レトリックでは) マネタリズム志向のように振る舞いつつ、実際の政策運営においてはそうでない、という点が最大の問題である、という趣旨の発言を重ねて行った。

一方、トービン教授は、フリードマン教授とは正反対の立場からではあるが、同様に連邦準備制度の現在の政策運営を批判、① 金融革新によりマネーサプライの意味とその流通速度の安定性が損われ、このため連邦準備制度はマネーサプライ目標を破棄せざるを得なくなったものであり、マネタリズムは退潮の方向にある。② 昨年中央連邦準備制度は金融緩和基調に転じてはいるものの、今なお高金利が内外経済回復の大きな障害となっており、一段の金融緩和が必要である、と主張した。

これらフリードマン、トービン両教授の批判に対して、米国連邦準備制度のエコノミストは、現行の金融政策で米国経済は既に順調な回復過程に入っており、インフレ再燃の危険はまずないと判断を示し、同時に、① M_1 の最近の増加は米国のインフレが低下していく過程で M_1 保有選好が

復元しつつあるために生じたものであり、インフレ収束過程における過渡的な流通速度低下に過ぎない (フリードマンの批判に関連)、② 米国景気のインフレなき持続的回復を図るには、急速な金融緩和策は危険である (トービンの批判と関連) 等の点を指摘した。

第2の論点は、金融政策の物価面への効果波及経路に関する議論である。ケインジアンは米国のマネーサプライ・ターゲッティングに関連して、そもそもマネーサプライとインフレの直接的な関係を否定し、その間に多くの条件 (金利、支出活動、供給条件等) が介在することを指摘、特にアンドー教授はマクロ計量経済モデルによる実証分析結果によってもこの点は実証されていると主張した。一方、マネタリストのなかでもフリードマン教授は前記のとおり、マネーサプライの増加がインフレをもたらすまでに若干のタイム・ラグがある点は認めたが、サージェント教授はマネーサプライとインフレの直接的な関係を強調した。

第3の論点は財政政策のあり方に関するものであった。トービン教授は、最近の米国の財政赤字には、① 通常の政府の業務活動に伴う赤字 (いわゆる primary deficits)、② 景気循環要因による赤字、③ 高金利に伴う利払い増加といった3つの要因により発生しており、金融緩和により金利が低下し、景気が回復すれば状況は改善しようとの見方を示した。

また、前述のアンドー教授による政府の債務累積問題の指摘に関連して、政府債務の消化にあたって限度があるか否かという点については、中央銀行エコノミストをも含めて、明確かつ絶対的な限度があるわけではないとの見解が大勢であった。

2) フリードマン教授は、この点に関し、連邦準備制度は、(i)金融革新の進展という金融制度上の変革から M_1 の動きの解釈が困難になった、(ii)通貨の流通速度が異例の低下を示している、という2つの理由を掲げ、マネーサプライの大幅増加を容認しているが、金融制度変更 (MMDA とスーパーNOW の発足) の影響は82年末からであること、通貨の流通速度の低下は不況期には常に見られるものであり異例ではないこと、を指摘。

しかしながら、①こうした財政赤字の継続、政府債務の累増は将来のインフレ懸念を生み、金利にインフレ・プレミアムが生まれること等を通じて、高金利の原因になる、②一方、財政赤字の継続下で金融政策が物価安定を図ろうとすると、一層高金利状況を維持することが必要となるが、高金利の持続に反対する各種プレッシャーが生じることから、物価安定のための金融政策の運営が脅かされる、という問題認識が、広く中央銀行エコノミストの間にみられた。

(2) 国内経済と金融政策

(報告論文の要点)

ゴードン教授(ノースウェスタン大学)は論文報告において、国内経済運営を適切に行うための方法として名目GNPターゲッティングを提案した。すなわち、マネーサプライ・ターゲッティングを適切に行うためにはマネーサプライと名目GNPとの関係が安定的であることが必要であるが、米国では金融革新の進展もあり、こうした関係が不安定になってきているとし、マネーサプライ・ターゲッティングに代わり、名目GNP³⁾を目標値とする金融政策運営を提唱した。また、名目GNPを目標値に選ぶ今一つの理由として、中央銀行はマネーサプライ・コントロールによるインフレの回避だけではなく、景気循環の平準化にも努力が必要であることを主張した。さらに、他の目標値としては金利がありうるが、金利を目標値とすると景気循環の振幅をかえて増大する恐れがあると指摘した。

具体的な、名目GNPターゲッティングのやり方としては、①将来の自然失業率、サプライ・ショック等の見通しをもとに、先行き10年間の名目GNP成長率の最適経路を決定し、これを目標値(ローリング方式)として設定する、②その経路に

沿って、極力現実の名目GNP成長率が推移するよう金融政策を運営するが、③名目GNPの短期的なフレにとらわれないように、名目GNPの短期的な(先行き4四半期)見通し(非公表)をもとに、金利、マネタリー・ベース、為替相場等の短期的な指標を勘案しつつ整合的な金融政策を遂行すべしというものであった。

次に、浜田教授(東京大学)と林助教授(筑波大学)の共同論文報告においては、日本の金融政策評価を中心とする見解表明が行われた。

この報告では、日本経済はとくに第2次石油危機以降、諸外国に比べ相対的に、良好なパフォーマンスを示していることの背景として、わが国では、①実質賃金がflexibleである一方で、②貨幣の中立性命題は成立せず、裁量的な金融政策が有効に機能する状況があることが指摘された。また、近年マネーサプライのコントロールが比較的適切に行われているが、その背景として、①第1次石油ショックにおける経験を契機に日本銀行が金融政策の自主性を回復したこと、②金融イノベーションもこのところ物価が安定していることから比較的マイルドなものに止まっていること、③日本銀行は M_1 の短期的変動にあまりとらわれずに M_2 の中期的なコントロールを目指しているほか、金利等その他金融指標や物価等実体経済指標の動きも勘案し総合的に政策判断を行っていること等の事情が報告された。

(主要討議)

討議における第1の論点は、ゴードン教授の名目GNPターゲッティングに関するものである。

ケインジアン立場に立つ学者からは、中央銀行は、経済の名目的側面(物価や金融諸量)ばかりでなく、実質的側面(実質設備投資、失業率、操業率等)にも責任をもつべきであり、広範な経済現象に関与すべきであるとの立場から、名目G

3) 正確には、振れの大きい在庫投資を名目GNPから控除した名目最終売上高を目標値に選定。

NPターゲッティングに好意的な意見表明があった。さらに、名目GNPターゲッティングを行う際にも、現在のように不況から脱却する時期にはやや高目の目標値を設定し、また景気が成熟した時期にはやや低目の目標値を設定する、というディスクレショナリな運営の必要性を付言した。

これに対して、マネタリストからは、①ゴードン提案は当面の目標値を公表しないでにおいて中央銀行が広範囲の経済指標をウォッチし、金融変数を中央銀行が好む方向に操作する(manipulate)という意味で、結局、1960年代の金融政策運営に戻れるということに他ならない、②中央銀行にコントロールの難しい経済指標に対する責任を負わせることは、金融政策の失敗に対する責任回避につながりかねない、といった批判的意見が表明された。

この間、中央銀行エコノミストは、ゴードン提案に否定的な見解が大勢であった。

すなわち、厳格なマネーサプライ・コントロールは困難であり、これに固執すると金利や為替相場を不安定化させ、問題があるとする反面、ゴードン教授の名目GNP目標値設定による金融政策運営には、以下のような諸点からみて理論的にも現実面でも問題が多いという発言が相次いだ。結局中央銀行が長期的に達成すべき目標は物価の安定であり、“nominal anchor”としての目標値はあくまで金融変数に求めるべきである、というのがほぼ共通の認識であった。同時に、金融政策の策定にあっては、為替相場を含む各種の情報変数を活用して、総合的に(multi-scoped)な政策運営を行うべしとの声も強かった。

— GNP成長率の目標値設定にあたり、政治に巻き込まれる危険性が大きい。とくにいったん名目GNP成長率の目標値を決めると、実質GNP成長率とインフレ率についても中央銀行の考え方を明示せざるを得ず、益々政治に巻き込まれる惧れがある。

— 名目GNP成長率の各国政府見通しは、過去の長年の経験では実績に比し殆ど常に上方バイアスを持っており、中央銀行がこれにコミットすることはインフレを誘発する危険性が大きい。

— 中央銀行として完全にコントロールできない名目GNP成長率を目標値に設定すると、クレディビリティが損われる危険が大である。

— ひとたび目標値から乖離した場合、頻繁かつ大幅な政策対応を迫られる惧れがあり、場合によっては景気対策としての財政拡大にまで中央銀行が責任を負わされる危険がある。

— 主要国の中央銀行は実際には名目GNP成長率を考慮に入れたかたちで政策運営を実施しており、中期的な政策立案にあたり公的な名目GNP成長率見通しを利用している国も多い。これ以上政治に巻き込まれやすいオープン・コミットメントをすることは無用な危険をおかす以外の何物でもない。

— 仮に実行するとしても、議会が考慮するのは目先き1～2年の動きであり、10年間という長期の目標値設定は無意味である。

第2の論点は、浜田・林論文報告を受けた日本の金融政策の評価を巡る議論である。

わが国の金融政策については、とくに第2次石油危機前後の期間に適切な対応が行われ、これが日本経済のパフォーマンスの良さの一つの大きな背景になっているとの見方が多く、参加者全般の評価はかなり高かった。

ただ、その背景について、フリードマン教授は、マネーサプライ・コントロールが良好であることを大きく評価し、米国、英国と比較し、マネーサプライが月次や四半期ベースでは振れているものの前年比では安定していることを指摘、日本は“less monetarist in rhetoric, but far more monetarist in practice”との見解を示した。

これに対し、若干の欧州中央銀行エコノミストおよび日本の一部学者は、日本経済が、比較的小

さな失業のコストでインフレ抑制に成功した理由は、とくに第2次石油ショック後の実質賃金の弾力的な調整と、金融政策がマネーサプライだけではなく、各種の金融の経済指標を注視して、総合的に(multi-scooped)かつ適切に運営されたためとの評価を示した。

そうした中で、一部中央銀行エコノミストから、わが国の金融政策運営に関連し、日本銀行の銀行貸出に対する直接規制(窓口指導)は、マネーサプライ・コントロール上これまでは極めて有効な手段だったといえるのではないか、しかし最近の金融・資本市場の発展・多様化と国際化の過程でその有効性が低下しつつあるのではないかととの質問があった。

これに対して、日本銀行参加者からは、①すべての金利が規制されているわけではなく、インターバンク市場、国債流通市場等の完全な自由金利市場も存在する点および窓口指導はあくまでも速効性を期待するための補助的手段として位置づけられる点を見逃してはならないと指摘したうえで、②金融政策のインパクトは、(i)自由金利市場の金利変化が銀行の資産選択の変化を通じて貸出に影響、(ii)預金金利が規制されているため市場金利の変動により disintermediation が発生、これが銀行貸出に影響、(iii)市場金利の変化は直接経済活動に影響、の3つの経路を通じて、効果的に実体経済活動にも波及するとの説明があった。

また、わが国の当面の政策運営に関し、国内学者より、わが国の景気回復を図るためには一段の金融緩和を図ることが望ましい、との意見表明が行われた。

これに対して、日本銀行参加者から、当面の金

融政策については、国内的配慮のみから言えば、今一段の金利引下げは必要との見方もあり得ようが、国際的な金融・経済情勢の相互依存が強まっているなかで、わが国の金利引下げが円安を惹起する可能性を無視して、わが国のみ単独で金利を引下げることは困難である旨の説明があった。

(3) 国際経済と金融政策

(報告論文の要点)

ダービー教授(カリフォルニア大学)は、主要国通貨建資産間の代替関係が完全なものであるならば、介入政策は有効性をもたない⁴⁾ことになるが、実際には主要国通貨建資産の間には完全な代替関係は存在しないことを示す実証分析が数多くあることを指摘し、各国の介入政策もある程度有効であることを主張した。

この主張をもとに、同教授は、各国が為替相場面への望ましくない影響を為替市場介入等によって緩和することにより独自の国内金融政策目標をある程度まで追求できる(もっともこうした政策運営にはそれなりの限度あり)との見解が表明された。

一方、天野教授(神戸大学)は、変動相場制の採用により、海外インフレの遮断がある程度までは可能である等、主要国の経済政策は固定相場制下に比べそれなりに独立性を増したとしながらも、完全に独立的な政策遂行を行いうるという状況には程遠いとした。すなわち、同教授は、日本経済を対象としたマクロ・モデル(京都大学のKYQ-Flex model)および世界経済モデル(EPA World Economic Model)を使った各種のシミュレーション結果に基づいて、国際的な資本移動

4) 異種通貨建資産間の代替関係が完全であれば、国際投資家は保有資産の異種通貨間での構成変化が格別のリスクを伴うとは観念しないことになり、こうした状況下、為替市場介入によって、投資家の保有可能な外貨建資産と邦貨建資産の比率を変化させても、投資家の外貨建資産の保有選好度合、従って為替相場には影響を及ぼし得ないこととなる。

が巨額に達している状況下、変動相場制下においてある国で生じた攪乱要因とくに金融情勢の変化がその影響を国際的に波及する度合が非常に強まっていることを示した。さらに、こうした認識に立って、各国独自の政策運営が国際経済に悪影響を及ぼすことを未然に防ぐためには、主要国間でのポリシー・コーディネーションが極めて重要であるとの主張を行った。

(主要討議)

第1の論点は、変動相場制下における相場変動の要因に関する若干の議論である。この点について、今日多くの為替相場決定理論があるが、これら各種の理論モデルによる実証分析のほとんどが現実の為替相場の動きを十分に説明できていないという認識が一般的であった。その際、学者側から為替相場は各国のインフレ率格差を反映して円滑に変化するとはいえず、実質為替相場が少なくとも短期的には購買力平価から乖離するが、この原因の解明はまだ十分でないこと、しかし、実質金利差あるいは予想されなかった実質金利差の変化が重要な役割を果たしているとの見方が示された。一方、欧州中央銀行エコノミストの多くも、各国の経験に照らして金利差が為替相場に大きな影響を与えているという見方についてはほとんど異論がなかった。

第2の論点は、天野教授から報告を受けた変動相場制下における各国金融情勢の国際的波及の問題である。

この点についても欧州中央銀行および国際機関エコノミストを中心に、①変動相場制下、海外からの攪乱要因、なかんずく主要国金融政策の国際的波及は国内政策運営上の重要な問題となっている、②あるいは、国際的な経済とくに金融面での各国の相互依存関係が、過去にこれ程まで強まったことはない、といった意見の表明が相次いだ。

さらに、これに関連して、ここ数年の為替相場変動をみると、実質為替相場のオーバー・シュ-

ートが大幅化・長期化する傾向があり、こうした傾向が輸出産業の設備投資等の実体経済にも悪影響を及ぼす懸念があることが指摘された。また、ごく短期の名目為替相場の乱高下の度合も強まっているように思われる、との意見があったが、これらの点につき否定的な学者の見解もあった。

第3に、このような金融情勢の国際的波及の強まりと為替相場の変動が各国経済に悪影響を及ぼしているという認識が強いなかで、EMS通貨制度が域内加盟国通貨の相場安定に寄与しているのではないかとする固定平価制度に好意的な見解も一部にあったが、反面对外開放度の強い小国の場合、固定平価制の下では国内のマネーサプライを安定的にする国内経済目標の追求は不可能であるという強い意見が表明された。もっとも、この点については、国内経済に占める対外貿易取引のウェイトが高いような国の場合には、マネーサプライの安定を志向することもさることながら、為替相場の安定化を図ることも重要であり、少なくとも為替相場を一つの金融政策指標としてウォッチする必要があるのではないかという意見も呈示された。

第4の論点は、このように各国金融経済情勢の相互関連が強まっている状況下での主要国当局による金融政策の国際的な協調をどのように評価するかという問題である。この点については、欧州の中規模経済の中央銀行および国際機関エコノミストを中心に、より緊密な国際協調の重要性を指摘した天野教授の主張に賛意を表する意見が出され、例えば国際的な政策協調は、各国金融経済の接点、例えば為替相場から始めるのが当然の筋道であるが、為替相場も国内政策によって左右される以上、国内政策について一歩踏み込んだ協力も必要ではないかといった発言もみられた。

しかし、これに対し、米国の一部の学者は強い反対の意見を表明した。その論旨は、例えば最近マッキノン教授が提唱しているような米国、日本、

国際コンファレンス「Monetary Policy in Our Times」プログラム

日	時	メッセージョン	議長	報告者	コメンテーター
6-23 (水)	午前	I Opening Address Key Note Speeches	江口英一 (日本銀行金融研究所長)	前川 春雄 (日本銀行総裁) Milton Friedman (シカゴ大学名誉教授) James Tobin (イエール大学教授)	
	午後	II The Domestic Aspects of Monetary Policy	Robert Raymond (フランス銀行調査局長) Ahn Seung-Chul (韓国銀行統計局長)	Robert J. Gordon (ノースウェスタン大学教授) 浜田 宏一 (東京大学教授) 林 文夫 (筑波大学助教授)	Charles E. A. Goodhart (英倫銀行調査局首席審議役) William E. Norton (オーストラリア準備銀行人事局長)
23 (木)	午前	III The International Aspects of Monetary Policy	Rudolf R. Rhomberg (IMF調査局次長) Edgardo P. Zialcita (フィリピン中央銀行副総裁)	Michael R. Darby (カリフォルニア大学教授) 天野 明弘 (神戸大学教授)	Georg Rich (スイス国民銀行調査部長) Henry H. van Wijk (オランダ銀行副理事)
	午後	IV Policies to Overcome Stagflation	Peter W. E. Nicholl (ニュージーランド準備銀行調査局長) Lin See Yan (マレーシア中央銀行副総裁)	Thomas J. Sargent (ミネソタ大学教授) Albert Ando (ペンシルベニア大学教授)	Sylvia Ostry (OECD統計総局長) Richard G. Davis (ニューヨーク連銀上席経済顧問)
24 (金)	午前	V Summing-up and General Discussion	梶 龍一郎 (日本銀行金融研究所特別顧問) Frank E. Morris (ボストン連銀総裁)	Alexandre Lamfalussy (BIS副総支配人) 所 隆一 (大阪大学教授)	Erik Karlsson (スウェーデン・リクスバンク理事) 鈴木 淑夫 (日本銀行金融研究所副所長)
	午後				

国際コンファランスのプログラム委員会、Overseas Special Advisers、主な参加者

(プログラム委員会)

東京大学名誉教授 (議長)
(日本銀行金融研究所特別顧問)
東京大学教授
大阪大学教授
金融研究所長
金融研究所副所長

(Overseas Special Advisers)

シカゴ大学名誉教授
フーバー研究所上席研究員
日本銀行金融研究所海外顧問
MIT教授
イエール大学教授
日本銀行金融研究所海外顧問

Milton Friedman

Franco Modigliani

James Tobin

(主な討議参加者)

海外中央銀行・国際機関

(北米)

連邦準備制度理事會
金融政策局長
ニューヨーク連銀上席経済顧問
ボストン連銀総裁
カナダ銀行金融調査部長

(欧州)

英蘭銀行調査局首席審議役
ドイツ・フランクフルト銀行調査局
フランス銀行調査局長
イタリア銀行調査局長
オランダ銀行副理事
ベルギー・国民銀行
調査局審議役
スウェーデン・リクスバンク理事
スイス国民銀行調査部長

(太平洋)

オーストラリア準備銀行人事局長
兼経済政策諮問委員会委員
ニュージーランド準備銀行
調査局長

(アジア)

韓国銀行統計局長
フィリピン中央銀行副総裁
マレーシア中央銀行副総裁
シンガポール金融管理局
タイ銀行経済調査局長
インドネシア中央銀行経済
統計局長
中国人民銀行金融研究所
外国銀行部次長
(国際機関)
BIS副総支配人
OECD経済統計総局長
IMF調査局長
小計 24名

海外学者

(金融研究所海外顧問)
シカゴ大学名誉教授・
フーバー研究所上席研究員
イエール大学教授

Milton Friedman

James Tobin

(報告者)

ノースウェスタン大学教授
カリフォルニア大学教授
ミネソタ大学教授
ペンシルベニア大学教授

Robert J. Gordon

Michael R. Darby

Thomas J. Sargent

Albert Ando

国内学者

(報告者)

東京大学教授
筑波大学助教授
神戸大学教授
大阪大学教授

浜田 宏

林 文

天 明

新 野

開 弘

陽 一

(その他)

東京大学教授
立教大学教授

小 宮

宇 沢

西 山

千 明

日本銀行金融研究所関係

研究所長
副 所 長
研究第1課長
特別顧問
(東京大学名誉教授)

江 口

英 一

鈴木 淑夫

重 原

久美春

館 龍一郎

第 1 回国際コンファランス

西独の先進 3 カ国当局による金融政策の協調は、
理論的にはともかく、実際の政策対応としては、
各国政策当局の政策運営上の責任関係を一層不明
確なものとする、等の問題がある。各国中央銀行

は国際協調よりもまず、それぞれが自国の中長期
的観点から安定化策に専念することが大切、とす
るものである。

以 上

III. 基 調 講 演

1. 『マネタリズム — 言葉と実践』

ミルトン・フリードマン

金融専門紙あるいは一般の新聞などの論調から判断する限り、マネタリズムは米国、英国において過去10年間試みられたが、結局ものの役に立たなかったように見える。こうした判断が出てくるのは、マネタリスト理論とマネタリスト政策とを混同し、また、中央銀行の口先での政策説明と実際の政策運営とを混同しているからである。最近2～3年の動きは、マネタリスト理論の正当性を揺るがすものであるどころか、マネタリストの見方を裏付けるものとして多量に存在する従来からの証拠にもう一頁をつけ加えるものである。通貨当局は口先だけは確かにマネタリスト的であったが、反面、その政策はマネタリスト的ではないか、あるいは部分的にマネタリスト的であったにすぎない。実際の政策運営がこのようにマネタリスト政策から乖離してしまったために、マネタリスト理論からすれば最初からわかっていたような好ましからざる結果が生じたのである。このことは、マネタリストの主張を強めるものでこそあれ、弱めるものでは決していない。

そこで以下、まずマネタリスト理論とマネタリスト政策についての私の考えを簡単に整理要約し、次いで最近の米国の経験を検討してみることとする。

(1) マネタリスト理論

個人的には、私は「マネタリスト」という言葉を好まない。現在このレッテルで通っている理論には、よりふさわしくかつ尊重すべき「貨幣数量説」という言葉がある。しかしながら、マネタリストという使い方が定着してしまっている以上そ

れに従うことにしよう。

貨幣数量説の核心は、マネーの名目量と実質量とを峻別する点にある。多くの理論家によって精緻化され多くの実証研究により内容を深められた貨幣数量説においては、マネーの名目数量は供給条件によって決定され、その実質量は需要条件によって決定されるとのとらえ方がされている。供給に影響を与える変数と需要に影響を与える変数が相互に関連を持っているのは事実ながら、両者は相互に独立した面も強く、大方の国の通貨当局が名目通貨数量を決定する現在においてはなおさらそうだと言えよう。

通貨需要は、購買力の一定量に対する需要、すなわち実質通貨残高に対する需要、として表わすことができる。通貨需要数量の主な決定要因は①スケール変数としての実質資産、ないし実質所得、②通貨代替資産の利回り等、通貨を保有することに伴う機会費用、③この講演の目的との関連でとくに重要な要因である、予想される経済的不安定性の程度、などである。

通貨には名目ベースでの付利はないが、その実質利回りは物価変化率をマイナスにしたもので表わされる。マネタリスト分析の中でインフレとインフレ予想が重要な役割を果たしているのはこのためである。

マネタリストの分析は、ここから一步進んで名目通貨量の事前に予想された変化はインフレ予想をはじめ各種の予想の中に十分織り込まれてしまいうが、通貨量の予想されない変化は人々のインフレ予想等の中に織り込まれることはないとする。米国、日本、英国のような諸国では、通貨量の予期せぬ増加あるいは減少は、6か月ないし9か月のタイム・ラグをもって名目総支出に影響を及ぼす傾向にある。この通貨量の予想されない変化は、

当初は主に物価よりも生産に影響を与える。物価には、1年半から2年たつてはじめて影響が及ぶという傾向がある。このことは、実質生産にもはや影響が及ばないということの意味するものではない。それどころか、物価に影響が及ぶのにはタイム・ラグがあるため、実質生産は — 当初のショックに応じて上方ないし下方に — オーバー・シュートし、更に次の段階では、物価が適当な水準に到達することが可能になるよう、実質生産は当初とは反対方向にオーバー・シュートするであろう。このようにして、生産と物価の双方の循環的な反応パターンは数か月間ではなく数か年間に亘って持続しよう。

以上は、金融面の不安定性が経済の安定性にとって大きな破壊要因であるゆえんを如実に示すものである。

こうした一般論は、長期間に亘ってインフレ率が不規則で激しく変動することのなかった米国、日本、英国のような諸国にあてはまるのであつて南米諸国、イスラエルのような国にはあてはまらない。こうした諸国では、通貨の予期せぬ変化は米国、日本、英国におけるよりも短いタイム・ラグで価格に影響を及ぼし、上記のような物価・生産の反応の全過程も短縮されてしまう。しかし、米国、日本、英国においては、インフレはマネーサプライの短期的動向に直ちに感応するのではなく、かなりの長期間に亘る平均的な通貨増加率によって決定される。この結果、通貨増加率の短期変動は主として実質生産に反映することになる。

マネタリストの分析によれば、名目通貨量の変化が金利に及ぼす影響は、当初とその後とでは方向が反対になるなど、複雑である。通貨の予期せぬ増加は、まず流動性効果を通じて金利を低下させる。しかし、通貨の伸び率が更に高まるにつれ

て、名目支出の増加が生じ、貸出に対する需要が増加する結果、金利は上昇に転ずることとなる。更にその後、実際のインフレ率、予想インフレ率が上昇するに及んでフィッシャーの物価予想効果が働き始め、金利は当初の水準以上に上昇する。

経験的には、金利に対する流動性効果は米国、英国、日本のような諸国においては約6か月続く。その後、所得効果が約12か月継続する。その後はじめてフィッシャー効果が重要な役割を果たすようになり、金利は当初の水準以上に上昇することとなる。しかし、こうした通貨増加率と金利との間の関係については、通貨増加率と名目所得増およびインフレーションとの間の関係に関する程多くの研究文献もなく、また首尾一貫したものではない。例えば、米国では1979年10月から1982年7月の間、流動性効果は僅か2〜3か月続いたのみで、その後金利は通貨の伸びと同方向に動いている。シュワルツと私が調査した限りでは、1960年代以前の米国、英国でフィッシャー効果が重要な役割を果たしたという証拠はない。1960年代以前において、金利がこのような動きを示したのは、物価安定の予想が強かったからではあるまいか。しかし、その後は、インフレが金利に対して極めて明確で即時的な効果を及ぼすようになった。⁵⁾

(2) マネタリストの政策

私のようなマネタリストが以上の分析に基づいて引出せる政策提言は次のようなものである。すなわち、通貨当局は経済の中に不確実性を持たむことを避けることに注力すべきであり、そのために、通貨の増加率を予見可能(predictable)かつ出来れば安定的な(steady)ものとすべきである。この通貨増加率を安定的でかつ予見可能なものにするという考え方こそがマネタリストの

5) Milton Friedman, Anna J. Schwartz, "Monetary Trends in the United States and the United Kingdom," University of Chicago Press, 1982, P 538-546 を参照。

政策の核心である。すべてのマネタリストが通貨の増加率の安定性を好んでいるものと私は信じている。しかし、マネタリストの間でも政策目標とすべき単数ないし複数の通貨総量を何にするか、具体的な増加率をいくらとするか、そうした増加率をどのようにして決定するか、といった点についてはかなり見解が分かれているのが実情である。

通貨増加率としてどの程度が望ましいかは政策目標次第であるが、仮にインフレをゼロに抑えるというのであれば、通貨増加率を、予想される実質成長率と通貨の流通速度の予想変化率の和に等しくすればよい。具体的に何%にするかは、国および状況によって異なるが、例えば、1960年代の日本では、年率10%近い成長をしており、また金融取引の迂回度が依然拡大していた（the money economy was still spreading）結果として通貨の流通速度は低下していたため、ゼロ・インフレーションに対応する M_2 増加率は約15%程度ではなかったかと思う。その後日本の経済成長が鈍化し、金融取引の迂回度進展が一巡してしまいうに及んで、状況は一変した。現在では明らかに通貨の増加率はこれよりも低くする必要がある。米国における、ゼロ・インフレーションに対応した通貨増加率は、現在の M_1 の定義（私のこれまでの研究の中で典型的に利用してきた通貨概念に近く、また、かつてFedが M_1 といていたよりも M_2 といていたものに近い概念である）にほぼ相当する通貨概念でみた場合2%から5%の間だろう、というのが私の永年の考えである。

以上述べてきたことからわかるように、安定性（steadiness）や予見可能性（predictability）は必ずしも増加率一定（constancy）を意味する訳ではない。もっとも、①信頼に足りかつ繰返し利用しうるような通貨増加率変更のルールをきちんと特定化するだけの知識を持合わせておらず、また、②下手に複雑な増加率変更のルールを作るよりも、増加率一定の方が人々の支持と理解をと

りつけやすい、といった理由から、私は個人的には増加率一定の方がよいと考えている。しかし、マネタリストの中には何らかのルールを定め、それに応じて通貨の増加率を適宜変更するやり方を好む者もいる。いずれにせよ、すべてのマネタリストの共通した認識は、通貨の変化から不規則かつ予見不能な要素を極力除去するという点である。

通貨の増加に関する特定のルールを選択するにあたっては、政治的な配慮が2つの極めて異なった形で働く。1つは機構の変更あるいは特定のルールの設定ないし実施を行うには、立法化が必要であるかもしれないということである。私は経済学者として、こうした立法化の必要性との関連で最上のルール選択が妨げられることがあってはならないと信じている。我々エコノミストは立法化が、政治的にみて実現可能かどうかを予想するのは不得手なのであるから、エコノミストとして最善と信ずるところを貫くべきである。

もう1つ全く別の形で働く政治的配慮については、我々としても考慮に入れなければならないと思う。制度的構造や特定のルールを所与とした場合、その運用が政治的圧力や国民の反応によってどのような影響を受けるのであろうか。我々は従来、金融政策を、あたかも政治圧力からは完全に隔絶された純粋で私心のない一人の技術屋的なエコノミストによって、金融に関する技術的知識や情報のみを考慮しつつ、運営され得るものであるかの如く取り扱う傾向があった。しかし、これは実情とはかけ離れている。実際には、どのようなルールも政治環境のなかで運用されており、純粋に経済学的な考え方から導かれるものとは異なった結果が政治的圧力によって生ずることは、過去の経験からも明らかである。こうした事実への配慮が特定化された通貨量を安定的に増加させるといったような単純で機械的のルールに従うのが良いとの議論の重要な根拠となっているように思われる。こうしたルールは、予測可能であることが必

要であり、そのためには機械的なものでなければならない。また、こうしたルールは人々の幅広い支持と理解を得られなければならない、そのためには単純なものでなければならないのである。

以上は、金融政策の最終的政策目標に係わるものである。ところで、現在までの政策が不適切なものであった場合にどのようなかたちで最終的政策目標にかなう適切な政策へと移行して行くべきか、という今一つの問題がある。この問題はほとんどの場合、通貨の増加率が異常に高く、インフレが主要な問題となっている状況において生じているが、この場合、一般にマネタリストと呼ばれる人の中に2つの異なった見解がある。1つは、通貨の増加率をその最終目標水準まで一気に引下げるショック療法が望ましいというものであり、もう1つは通貨の増加率を徐々に最終目標まで引下げる漸進主義が望ましいというものである。第1のショック療法は2つのグループから支持されてきた。1つのグループは、極端な合理的期待形成の信奉者で、ショック療法も事前に公表すればほとんど実質所得に攪乱を起こさず急速な物価の調整につなげることができるという主張している。もう1つのグループは全く異なった観点にたつて、政府は実際には漸進主義的な政策を長い間とりつづけることができないという政治的な理由をあげてショック療法を好むものである。

漸進的なアプローチの信奉者(私も常にその中の1人であった)は、インフレ予想が多くを取極めや仕組の中にビルト・インされている状況の下では、通貨の増加率が突然引下げられると、深刻な経済攪乱を引起すだろうという主として経済的理由に基づいてこれを主張してきた。人々に対して、新しい状況に適応し、それ以前の契約を解約するだけの時間を与えるということのために、通貨の増加率を漸進的に引下げて行くのが最善であると考えたのである。

この問題はいまだに解決されていない。「通貨

の増加率の変化に対応して極めて急速に調整が生じうる」とする極端な合理的期待形成モデルは経験と合わないのではあるが、最近の事例はどちらかと言えばショック療法を提唱する人々の立場を支持しているといわざるをえないようである。たとえば、日本の1973年のケースはそうした劇的な例の一つである。通貨の増加率は突如として年率25%程度から10~15%程度に削減された後、そのままの低い増加率が維持され、更に数年後には一段と削減された。これに伴いインフレは約18か月後に低下し、同時に経済成長も回復した。また、米国のように漸進的プログラムを公表し、それに固執した国の失敗例——もっとも公表と実行は別だが——はショック療法提唱者の議論にとってより説得的であった。

もっとも、もし通貨需要に関する正確な情報があり、かつディスインフレーションのプロセスにファイン・チューニングで対処していくだけの技術的基盤、政治的基盤があるとするならば、最終目標水準まで通貨増加率を急速に落とすことも、漸進的に落とすこともいずれも理想的な政策ではないということも付言する必要がある。通貨の増加率の引下げが、インフレ率の低下をもたらし、そのインフレ率の低下が予想インフレ率のなかに織り込まれるに至ると、これに伴って通貨の保有コストが低下し通貨の実質需要量が増加する。このメカニズムを通貨の流通速度の動きにあてはめてみると、通貨の流通速度は①物価上昇が加速化する局面で上昇、②物価の上昇率が一定となる局面で安定、③物価上昇率が低下して行く局面で低下するという傾向をもつ。従って、インフレを収束するための理想的な金融政策とは、まず最初の局面で通貨増加率を引下げ、その後物価上昇率の低下に伴い通貨流通速度が低下する局面で通貨増加率を上げ、最後に通貨の流通速度が安定した局面で通貨増加率を長期的に望ましい水準にまで減少させて着地させるというものであるといえよ

う。⁶⁾

こうした政策は、情報が完全であり、かつ通貨量を完全にコントロールできる世界では理想的でありえても、現実の政策としては望ましくないと思う。その理由としてまず第1にハイパー・インフレーションの場合以外には通貨当局はこのような政策を近似的にでも遂行するのに必要な情報を持ち得ないこと、第2に、通貨当局は、通貨の流通速度が一時的に低下した時にこれを一時的な事態であるとみなすことができず、インフレを再燃させ元の木阿弥になる傾向があること（これは実際過去に一度ならず経験してきたことである）などが挙げられる。

(3) マネタリスト的な言葉

1970年代にインフレが加速するなかで、その主犯が通貨供給の行過ぎであることが明確になるにつれ、各国中央銀行はその政策説明にあたり次々とマネタリスト的言辞を弄するようになった。基本的な手続きの面としては、各国ともマネーサプライ目標の公表に踏切った。こうした一連の動きの中で最も劇的なエピソードは、1979年10月6日、ベオグラードでのIMF総会で圧力を受けた米国連邦準備制度理事会のポール・ボルカー議長が、米国に戻って、金融政策の重大な変更を発表したことである。

この発表に対する当時の私のコメントを記してみよう。「目標値と実績値とが何らかの関係をもっていたとしても、それは全くの偶然によるものでしかない、ということが明らかになるにつれて、Fedのマネーサプライ目標は物笑いの種となってしまった。過去10年余りにわたって、学界の金融論研究者、Fed理事会自身のスタッフおよび各地

連銀のエコノミストから、また最近では議会からも、マネーサプライの増加を抑制する主要な政策手段としてフェデラル・ファンド・レートに代えてマネタリー・ベース（現金＋連邦準備銀行預け金）を採用するよう圧力が加えられてきた。

Fedはこうした提言の真意をやっとくみとったのだろうか。Fedの発表文を読む限りそのように思われる。即ち発表文には、『このたびの措置は、日々のオペレーションにおいてフェデラル・ファンド・レートの短期変動の抑制よりも、銀行準備の供給を調節することに、より重点を置くことを狙いとしている』とある。しかし、こうした政策運営の変革を久しく待望していたわれわれは、これまで何回もFedの発表文を政策運営方法変革の前兆と誤解し、いつも煮え湯を飲まされてきた。今度こそは本物でありますようにと祈りたいが、言行一致を確認するまでしばらく懐疑的たらざるを得ない」と。⁷⁾

不幸にして、1960年以降の米国の金融政策の推移を見る限り、当時のこうした私の懐疑は十二分に正当化されることとなった。

なお、「あなたは、現在もまた今までもずっとマネタリストでしたか」とたずねられた場合、「はい、そうです」と答える者は、連邦準備制度理事会のメンバー中にはただの一人もいないと思われる点を現実についたことを判断する際の手懸りの一つとして指摘しておこう。

1. 米国金融政策の推移

〈第1の局面：1960年～1979年10月〉

インフレーション鎮静のためには、4年の間に2度の不況（1957～58年、60～61年）もいとわなかったアイゼンハワー大統領の決意の下で、金融引締めが実施され、これにより1960年までに

6) ここでは「理想的な政策」を3段階の政策として示すことによって、意図的に極端な単純化を行っている。原理的には、はるかに複雑なものとなる。

7) “Has the Fed Changed Course?” Newsweek, October 22, 1979, p. 39 を参照。

インフレーションの種は完全に摘み取られた。この結果、インフレ予想は鎮静化し、1961年から66年にわたる長期経済拡大の基礎ができた。この1961～66年の期間はFedにとってちょうど1923～28年の期間（Fedの「絶頂期」としてアンナ・シュワルツと私の著書「Monetary History of the United States 1867～1960」に記述⁸⁾）にも比較し得る戦後の「絶頂期」と考えられる。もともと、1920年代の時と同様、この絶頂期は単なる過渡的局面に過ぎないことが後から判明した（ただし20年代の場合は、その後インフレではなく不況がきたという点で60年代とは違う）。1960年以後通貨の増加率は倍増し、当初は急速な経済成長を喚起したものの、やがてインフレーション

が顕著となり、このため1966年から67年にかけては金融引締めと小さな景気後退を余儀なくされることとなった。

このエピソードは、1960年から80年に至る20年間の支配的な動きとなった通貨供給の増大、インフレそして失業というローラー・コースター現象の始まりといえる。マネーサプライ増加率の上昇は必ずその後インフレの加速を伴い、そのため通貨当局は通貨供給の圧縮を余儀なくさせられ、その結果景気後退を生ずるという訳である。次に失業増加によって創出された政治的圧力の下で、インフレが鈍化傾向を少しでも見せるとFedは直ちに金融緩和政策の採用を迫られた。Fedのこうした行動は、車の運転にたとえれば、ブレーキが

8) 1950年～1965年のマネーサプライ増加率

(年率%)

期 間	M ₁	旧M ₂ *	新M ₂ **
1950～1955	3.2	4.0	5.2
1955～1960	1.0	3.0	4.6
1960～1965	2.9	6.4	8.4

* “Monetary History of the United States, 1867～1960” (Princeton University Press, 1963) および “Monetary Trends in the United States and the United Kingdom” (University of Chicago Press, 1982) で使用したマネーサプライ指標で以前のM₂に相当。

** “Monetary Statistics of the United States” (Columbia University Press, 1970) で使用したM₄で現在のM₂に相当。

1950～1965年のマネーサプライ増加率を1918年～1927年のそれと比較することは興味深い。第1次「絶頂期」（1923～28年）に先立つ期間を、第2次「絶頂期」（1961～66年）に先立つ期間と比べると、以下のとおり期間の長さは前者の方が短く、マネーサプライ増加率の振れも前者の方が大きい。第1次・第2次の2つの「絶頂期」自体を相互に比較すると、マネーサプライ増加率は概ね同じである。

1918～1927年のマネーサプライ増加率

(年率%)

期 間	旧M ₂ *
1918～1920	14.1
1920～1922	-1.6
1922～1927	5.8

* “Monetary History of the United States, 1867～1960” (Princeton University Press, 1963) で使用したマネーサプライ指標。

ら足を離すや直ちにアクセルを踏みこむようなものであった。その結果、通貨供給の加速は、約6か月後に経済活動を回復させ、失業を低下させたが、1年ほどたつとインフレーションの加速を惹起することとなった。

こうしたローラー・コースターが上昇トレンドを描いていることも付け加えておこう。即ち、新しいピーク時点でのマネーサプライ増加率は必ず過去のピーク時点のそれを上回り、新しい時点でのボトムも必ず過去のボトムを上回るといった具合である。また、インフレ、失業率についても、新しい時点でのピークは必ず過去のピークを上回り、新しい時点でのボトムは過去のボトムを上回るというパターンを描いてきた。

1960年代のマネーサプライ増加率は水準としてはインフレを招来するに十分なほど高率であったが、他方、増加率の変動幅は比較的小幅であったため、ほんの小さな程度の景気後退を惹起したにすぎなかった。しかしその後マネーサプライ増加率の変動が上下に大きく拡大し始めるにつれ、経済の変動幅も次第に大きくなっていった。

インフレ懸念の高まり、そしてマネーサプライの増大がインフレ創出に重要な役割を果たしているという認識の強まりを背景として、1975年に、議会はFedに対して、マネーサプライ伸び率に関する明確な目標値を設定することを要請した。しかし、議会の措置に反対の立場をとっていたFedは、①複数の量的指標を導入し、②目標値を金額ベースでの水準として示すのではなく、伸び率のレンジの形で設定し、③目標増加率を適用するベースを四半期毎にシフトさせる、等の方法によって、まんまと議会の要請を骨ぬきにしてしまった。

実際には、Fedは依然として通貨量ではなく、金利、とくにフェデラル・ファンド・レートを政策目標として用い、しかもその金利の目標を市場圧力の変化に対して徐々に、また相当遅れるかた

ちでしか調整しなかった。その結果、全体としてみると通貨量が過度に上昇する傾向を示し、これがインフレの源泉となった。しかし、一方でFedはフェデラル・ファンド・レートを引下げるべきときにも引下げが遅れることも度々あり、その結果通貨量が急減し、経済活動の後退を呼び起こすこととなった。こうした振動の周期は、比較的長く、短期波動で約6か月間、長期波動では通貨量の加速局面が約2年から3年超、通貨量の減速局面が1年弱であった。マネーサプライ増加率の変化は、約6か月後に金利および経済活動に同方向の変化を惹起し、また約2年後にインフレ率を同方向に変化させている。

〈第2の局面：1979年10月～1982年夏〉

1979年には、インフレ、金利はともに10%台に達し、1978年頃より生じていたドル流出が一段と加速された。こうしたことを背景に、1979年10月6日、Fedは「金融政策運営にあたり、重点をこれまでのフェデラル・ファンド・レートの短期変動の抑制から、今後は銀行準備の供給の調節に移すこととし……もって通貨量の増加の抑制に努めることとする」と発表したのである。

こうした政策運営方法の変化には、金利の変動幅拡大というコスト（当時コストと考えられていた）を払ってでもマネーサプライの増加率を引下げかつ安定的なものにするという意図がこめられていた。

しかし、不幸にして目標は立派だったが、実践の結果は立派とは言えなかった。Fedは法的規則は変更せずに手続きだけ手直しして新しい目標を達成しようとした。しかし、法的規則のうち特にラグ付き準備預金制度はそれまでの政策目標達成にはさしたる障害とならなかったが、新しい政策目標の達成には極めて深刻な支障をもたらすこととなった。

この結果、こうした政策変更後、マネーサプライの平均的増加率は低下し、その後、インフレ率

を低下させる源泉となったが、反面で増加率の動きはむしろ不安定になった。マネーサプライ増加率変動の周期も短くなり、短期波動の周期は四半期、長期波動の周期も1年足らずとなった。

これに伴い金利も経済活動も以前より変動が激しくなり、周期の長さも短くなった。これに加えて、マネーサプライの変動と、それに続く金利、経済活動、インフレ率変動との間のタイム・ラグも短くなった。すなわち、金利、経済活動については、約6か月から3か月に、インフレについては2年から1年強へと短縮したのである。

第1表は四半期データに基づいて、金融政策運営方法を変更した以降の動きを要約したものである。私の知り得る限りでは、Fed設立以来、1979～82の3年間ほどマネーサプライ増加率や経済活動が大きな変動を呈した3年間はない。

〈第3の局面：1982年夏以降〉

1982年7月頃、Fedは、金融政策の運営方法に再び大きな手直しを加えた観がある。その行動から判断する限り、Fedは金利を操作目標とし、市場の金利圧力に対して遅れて対応するという、1979年10月以前の旧方式に逆戻りしたようである。その結果は、当然以前同様通貨量に対するコントロールを喪失することとなり、現に1982年7月か

ら1983年6月までの11か月間に M_1 は年率14%近い上昇を示している。

こうした以前の政策への逆戻りに伴い、マネーサプライ増加率と金利・経済活動との間の従来の関係も復活してきたように窺われる。即ち、1982年7月には、マネーサプライ増加率が加速した。1979～82年のパターンに従っていたとすれば、金利はその後まず約1～3か月間低下し、次いで上昇に転ずることとなったものと思われる。1979年以前のパターンに従えば、この間のタイム・ラグは約6か月であった。しかし、現実には、1982年7月にマネーサプライの増加率が加速したあと約2か月の間金利は急落したが、その後数か月間は比較的安定した動きを示し、1982年の終りないし1983年初めになって上昇しはじめたのである。

同様に、実体経済についても1979～82年のパターン通りにいけば、マネーサプライの加速開始から、約3か月後の1982年10月には経済の回復が始まる筈であり、また1979年以前のパターン通りならば、ラグは6か月程度で83年1月までは経済の回復がみられない筈であった。しかし実際には、経済は82年11月に底を打ち回復に向い出した。これは、マネーサプライの加速開始から4か月後のことで、このラグは1979～82年のパターンに近いが、方向としては1979年以前のパターン

第1表 マネーサプライ増加率の名目、実質GNPならびに
TB(3か月)レートに及ぼす影響

(年率%)

期間 〔当該期間中の四半期数〕	マネーサプライ指標 (年率)		GNP成長率 (年率)		TB (3か月) レート 変 化 幅	期 間
	M_1	M_2	名 目	実 質		
79/4 Q～80/2 Q 2	1.8	6.5	5.3	-4.1	-4.2	80/1 Q～80/3 Q
80/2 ～81/2 4	10.1	10.5	12.8	+3.2	+5.9	80/3 ～81/3
81/2 ～81/4 2	3.0	8.9	2.9	-5.2	-2.1	81/3 ～82/1
81/4 ～82/1 1	10.9	10.1	6.8	+2.1	-0.4	82/1 ～82/2
82/1 ～82/3 2	3.4	9.9	4.2	-0.2	-4.5	82/2 ～82/4
82/3 ～83/2 3	13.8	13.9	10.9	+5.4	+0.3	82/4 ～83/2
79/4 ～83/2 14	7.9	10.2	7.7	+0.4	-5.0	80/1 ～83/2

の方にシフトしていると言える。

Fed は、1982年7月以降のマネーサプライ増大を次の2つの理由により正当化している。即ち、第1に、Fed は、制度上の変化が M_1 の動きを理解しにくくしており、一時的に M_1 重視を止める必要が出てきたと主張する。第2にFed は、マネーサプライ急増が持続するのを眺め、通貨需要に予期しなかった異常なシフトが生じたという口実 — Fed が批判を受けた時に永年に亘って、使ってきた標準的な言訳 — をつけ加えた。こうした主張の背景としては、 M_1 の流通速度が1981年半ばから1983年初めにかけて — とくに1982年第4四半期に — 急落したことがあげられている。しかし、このような通貨の流通速度の下落は、通貨需要がシフトしたためとはいえず、実は両者は完全に無関係なのである。この時期における流通速度の低下は、一部は、景気後退期によくみられる景気循環的な理由による低下であり、一部はマネーサプライ変化の効果が浸透する際のラグ（マネーサプライ急増の初期段階では流通速度は低下する傾向）によるものであり、更に他の一部はマネーサプライ増加率の不安定性増大に対する反応によるものである。

制度面の変化というFedの口実については、主要な変更が1982年12月（MMDA導入 — 訳者注）及び1983年1月（スーパーNOW勘定導入 — 同）まで導入されなかったことに鑑みれば、これをもって82年7月から83年1月までのマネーサプライ急増の理由とするのは正しくない。こうした口実はいずれにせよ、後講釈に過ぎないと思う。

マネーサプライの急増により経済が得をするということはいずれにしてもあり得ない。即ち、最近のような急ピッチでマネーサプライの増加を続けていけば、金融市場に参加している人々のますます多くがインフレ率上昇の期待を強めるようになり、1984年、遅くとも85年にはインフレが再

燃し、それよりもずっと以前の段階から長期金利が高騰することとなろう。すでに急速なマネーサプライの増加から、過熱経済の初期の徴候が生じている。

Fed がマネーサプライ増加率を低率に圧縮し、場合によってはマイナスの伸び率とするという、過去に度々実施したようなドラスティックな方向転換を行えば、短期利率は一時的に急騰し、現在進行中の景気回復は冷やされ、1984年初頃には新たな景気後退が生じよう。

最も弊害が少ないと考えられる方策 — すなわち、マネーサプライ増加率を速やかにFed自身の目標値（ M_1 で4～8%）まで抑制する方策 — ですら、よほどの運に恵まれない限り短期利率の上昇を招き景気拡大のテンポを遅らせ、若干のインフレ上昇は避けられまい。

ロ. 米国におけるマネーサプライ増加とインフレとの関係

既に述べたとおり、米国のインフレは概して過去におけるマネーサプライ増大が長いラグを伴って招来した現象ということが出来る。このことは第2表に明確に示されている。同表では、マネーサプライ増加率については、1973年第3四半期以降3年間毎に示し、またインフレについてはマネーサプライ増加率に遅れること2年のタイム・ラグをとった上で最初の2期間については3年間、第3番目の期間は1年半の計数を示している。

マネタリー・ベースないし M_1 のいずれでみても、通貨量の伸び率は第1期から第2期にかけて顕著に上昇している一方、第3期には著しく低下している。この間、消費者物価はマネタリー・ベースや M_1 のそれよりもはるかに大きく上下に振れている。これはこの時期に作られた消費者物価指数では住宅コスト、従って金利に不当に大きなウェイトがつけられており、これがこの期間特に大きく変動したことによる。この点からすれば、GNPデフレーターの方が指標として秀れている。GNP

第2表 マネーサプライ増加率とインフレ率との関係

(年率%)

マネーサプライ指標			インフレーション指標		
期 間	マネタリー・ベース	M ₁	期 間	消費者物価	G N P デフレーター
第1期 73/3Q~76/3Q	7.8	5.1	75/3Q~78/3Q	6.7	6.3
第2期 76/3 ~79/3	8.6	8.3	78/3 ~81/3	11.8	9.1
第3期 79/3 ~82/3	6.9	6.1	81/3 ~83/2	3.1	5.2

第3表 マネーサプライと経済成長の不安定性

(四半期前期比変化率<年率>の標準偏差)

マネーサプライ指標			実 体 経 済 指 標			
期 間	マネタリー・ベース	M ₁	期 間	名目GNP	実質GNP	G N P デフレーター
第1期 73/3Q~76/3Q	1.3	1.5	74/1Q~77/1Q	3.8	5.6	2.7
第2期 76/3 ~79/3	0.9	1.3	77/1 ~80/1	3.7	3.2	1.6
第3期 79/3 ~82/3	2.3	4.7	80/1 ~83/1	5.7	4.8	2.5

デフレーターでみたインフレ率は第2期には、第1期に比して高まっているが、これはこの2つの期間におけるM₁の動きと概ね同じである。すなわち、M₁増加率は第2期には第1期に比して3.2%高まっている一方、デフレーター上昇率はこの間2.8%だけ高まっている。これに対してインフレ率が低下する局面では、デフレーター上昇率の低下の方がM₁増加率の低下よりもずっと顕著である。すなわち、第2期から第3期にかけてのM₁増加率の低下幅は2.2%なのに対し、デフレーター上昇率の低下幅は3.9%であった。こうした相違は第3期におけるマネタリー・ベース、M₁の動向が第1期、第2期に比べ不安定性を大幅に増していることによってかなりの程度説明できるものと私は信じている。この点については後述することとして、ここで述べたい主要点は、1979年第3四半期から1982年第3四半期までの3年間にわたるマネーサプライの平均伸び率の低下が、前3年間の伸び率より低かったことが最近のインフレ率低下を招来したのだということである。

ハ. マネーサプライの不安定性

ある期間を平均的にならしてみた場合にマネーサプライの増加率に問題がないようにみえても、その期間内における動きが不安定性を増していれば問題である。第3表は、マネタリー・ベースとM₁について第2表と全く同じ期間につき同じように3年毎に区切って期間内の安定性を測定したものである。なお、名目GNP、実質GNP、GNPデフレーターについては、マネーサプライ指標より6か月のタイム・ラグを持たせたいうで、やはり3年毎に区切った期間内の不安定性を示すことにした。これは、マネーサプライの変化が名目所得には約6か月のタイム・ラグをもって影響を及ぼすからである。マネーサプライの変化から名目所得の変化へ至るタイム・ラグの方が、マネーサプライの変化からインフレーション変化に至るタイム・ラグよりも短いということが、実質所得に対してマネーサプライの変動が攪乱的な作用を及ぼす主要な理由となっている。

マネーサプライの変動幅は第1期から第2期にかけては幾分縮小するものの、第2期から第3期

にかけては拡大している。第3期はいわゆる Fed のマネタリスト政策の実施期間に相当する。この間、名目GNPは明らかにマネーサプライと同じパターンを辿っている。このパターンは、約20年前、アンナ・シュワルツと共同で公表した論文の中で100年近い期間につき検討したところから得られたパターンに類似している。私がこの分析を発展させて得た結論は、米国に関する限り、マネーサプライの変動幅と名目所得・実質所得の変動幅との間には密接な関係がある、ということである。第3表の実質GNPに関する結果は、一見この結論と矛盾しているかのように見えるかもしれないが、実は矛盾していない。第3表によれば、第3期の実質GNPは、第2期に比べ変動幅が大きくなっているが、第1期の変動幅は第3期よりもさらに大きい。それは第1期には1971年8月のニクソン大統領の物価抑制策の余波が影響を及ぼしているからである。こうした政策が廃止された後、インフレの急激な加速の一方で実質所得の低下がみられた。その結果、第1期(1974年第1四半期から1977年第1四半期)の3年間においては、実質所得の変化とGNPデフレーターの変化との間には負の相関関係が現われる一方、第2期、第3期においては両者の間に弱いものではあるが正の相関関係が認められている。以上が第1期における実質所得、GNPデフレーターの変動幅が第2期、第3期に比べて高い理由である。第3表はマネーサプライ、実体経済の両面で第3期の方が第2期より不安定性が高まっていることを示しているが、この点は既に別の形で第1表に示されたところである。

二. 英国と日本

私は、英国と日本における金融政策の細目やパフォーマンスについて余り知識を持合わせていない。しかしながら、私の印象では、日本の政策は言辞の上では米・英よりもマネタリスト的でないが、実践の面では米・英よりもはるかにマネタ

リスト的であるように見受けられる。とにかく、1973年の政策変更以降——当時、インフレは年率25%に達し、マネーサプライ増加率は25%を越えていた——日本はマネーサプライの増加率を抑制し、かつ比較的安定的に保つという政策を今日まで一貫してとり続けている。政策変更直後(73年末頃——訳者注)のマネーサプライ増加率は12~13%の近傍であったが、今日では8~9%程度の水準にまで低下している。マネーサプライの変動幅も月次ベースではかなり大幅であるが、年次ベースでは僅小である。マネーサプライの伸び率がこのように安定的かつ信頼に足るものであったがゆえに、日本は米、英に比べ経済の不安定性の影響をそれほど受けずに済んだ。

英国の場合、私の印象では米国同様、マネーサプライの平均的な増加率の低下と不安定な金融政策とが共存したのではあるまいか。その結果、インフレ率の急落と経済の不安定性とが共存することとなったものと思われる。

(4) 結 論

以上のサーベイから、結論として言えることは、かなりはっきりしている。即ちマネーサプライ増加率の平均的低下は米国、英国のインフレを和らげた。その場合、どんなに恵まれた状況にあっても、景気後退や低成長という過渡的期間が必要であり、日本の経験から判断するに、その期間として少なくとも1年半程度は必要のようである。マネーサプライの変動が余りに大幅であった米国、英国では深刻な経済の不安定性を招来し、その結果、インフレ抑制のコストが必要以上に高くついた。しかも、その結果として、両国とも、インフレが将来に亘って抑制されるという期待を正当化しうるような信頼に足る金融政策の実施が絶望視される状況になっている。このことは多分、英国よりも米国により一層あてはまるように思われる。米国におけるこうした不安定な政策の主要なコ

ストは真のマネタリスト政策に対する不信感を植えつけてしまったことにある。その結果、通貨当局は、はっきりとした責任判定の規準のない全くの裁量的なやり方で金融政策を運営するという状況に逆戻りしてしまった。過去2～3年のFedの政策は、Fedがマネタリズムに汚名を着せることを故意に企図した場合に実施したであろう政策とそれ程異なったものではないと言えよう。

以 上

2. 『不確実性下の金融政策』

ジェームス・トービン

権力に対しては助言と批判が集中する。今日中央銀行は経済というドラマにおいて最も影響力ある役割を演じている。米国の世論調査は、ポール・ボルカー氏を米国で第2の実力者として評価している。ボルカー連邦準備制度理事会議長は軍事・外交面以外では大統領以上に重要な決定権を握っていると言えるだろう。したがって、もし中央銀行が一般市民 — なかでも経済学者 — から相互に矛盾するような様々なアドバイスを受けているとすれば、それはとりもなおさず中央銀行の権力が認知されている証拠である。そして、こうした対立する意見が互いに丁度打消し合えば — 今次コンファランス、そして、この第1セッションにおいてさえもそうしたことになる可能性は十分あるが — 中央銀行はもともとその意図に沿ってやりたいと思っていたことを大手を振って遂行することができることになる。

今次コンファランスは以下のような事情からみて非常にいい時期に開催されたと思う。まず第1に世界経済は丁度今1930年代以来最悪の不況を乗り越えようとしているが、現時点では未だ強くしかも持続的な回復が保証されるまでには至っていないということである。先進国（米国、日本、EC）の金融当局は、いずれも、1970年代後半に採った強力なインフレ抑制策の副産物である不

況に対し、等しく責任を負っている。今、景気の回復を促進するために金融政策がいかなる役割を果たすべきかという問題がさし迫って問われているのである。

第2には、こうした現実の経済の要請と時を同じくしてマクロ経済理論の発展という側面からも金融政策に関する基本的な問題が問われるべき時期に至っていることである。マネタリズムは、1970年代には多数の経済学者や中央銀行エコノミストの支持を得ていたが、最近、不況が進展し、また、規制・制度・金融技術の変革がマネーサプライの持つ意味やその流通速度を大きく変えてしまったことなどからその支持者や影響力を失いつつあるように窺われる。昨年の夏および秋にボルカー議長がマネーサプライ目標の遵守を一時中止し、だれもがそれにほっとしたのである。だが、そうかといって、マネーサプライ目標遵守を代替する、新たな金融政策に関する首尾一貫した考えや戦略が打ち出されたわけではない。今回の景気回復過程において中央銀行が何をなすべきかという問題は、金融政策を運営するにあたって実物経済の動きをどれだけ考慮すべきかというより包括的な問題の一つの具体例であるが、最近有力な考え方は、金融政策は実物変数をターゲットとして運営すべきではなく、そのターゲットは名目変数に限定されるべきであるという見解である。

第3に、理論的にも経験的にもこのところ金融政策の国際的な側面が強調されるようになっていくということである。この点は、多数の国からの参加者をえて開催された今回のコンファランスでとくに注目されるところであろう。最近の米国の金融引締めは、変動相場制下における金融政策の国際的波及に関する教科書的な説明どおりの形で各国経済に影響を与えている。米国の高金利はドル資産の保有を促進することによりドル為替相場を上昇させ、貿易収支悪化が米国の最終需要減少の大きな原因となっている。海外諸国もこのよう

な米国の状況が自国の金利、為替相場、物価に及ぼす影響を危惧している。先般のベルサイユおよびウィリアムスバーグにおけるサミットでは各国経済および金融市場の相互依存が認識され、金融政策を含むマクロ政策の協調が提唱されるに至った。いまだその具体的な進展はみられないものの、主要国の中央銀行が（協調し合いながらにせよあるいは反目し合いながらにせよ）、国際的な金融環境および全般的な金利水準を決定しているという事実は明白である。米国、日本、ECという3つの機関車はいずれもその世界経済に対する影響力が小さいと言訳することはできないのである。なお、以下、単一の通貨当局をもった閉鎖経済を念頭に置いているかのような旧来の米国式の話し方をする場合もあるが、その場合、私の説明は、むしろ、OECD加盟国全体あるいはグループとしての主要数か国の中央銀行に関するものとして理解して頂きたい。

この講演は全体で3節に分かれている。まず第1節では前述した基本的な論点である「金融政策運営における実物経済に関する目標の位置付け」をとりあげる。そこでは中央銀行は名目変数のみに自らの関心を限定すべきであるという主張に反論することとなる。第2節では、中央銀行が直面する長期・中期・短期の不確実性との関連で、最終目標、中間目標および、政策手段の序列について議論する。最後に第3節では世界的な不況からの回復過程における金融政策の役割について述べてみたい。

(1) 金融政策の目標としての名目変数と実物変数

中央銀行は政策を決定するにあたってその国の実物経済の動向を考慮に入れるべきであろうか。中央銀行は設定する目標の中に、物価、名目所得、通貨総量といった名目変数だけではなく、失業、貿易量、生産、資本形成といった国内的にも国際

的にも重要とみなされる実物経済の諸変数を含めるべきであろうか。

このような質問に対し今日の多くのエコノミストや中央銀行関係者は「否」と答えるであろう。彼等は、中央銀行は名目的な政策手段しかもっていないから、その能力も責任も名目変数に限定されるべきであると主張する。名目的な政策手段を用いて実物変数に関する目標を実現しようとすることは、むしろ実物経済のパフォーマンスを悪化させるだけであり、しかも物価変動を不安定化し、インフレを招来するという結果を招くと主張するのである。過去15年間のスタグフレーションの経験に徴してみても、中央銀行はインフレなき、安定的で（stable）信頼ができ（credible）、かつ予見可能な（predictable）名目ベースでの経済の軌道を敷くことに徹すべきであり、そうした線にそった結果生じた実物経済の動きはそのまま受容すべきである、というのである。さらに、新しい古典派マクロ経済学の学者達は、このような政策運営がオプティマルな結果をもたらすことを保証するという。すなわち、民間経済主体や自由市場を混乱させたり不当な賃金・物価の上昇の影響を救済したりする行動を中央銀行がとることではない、ということさえ十分承知しているならば、民間経済主体と自由市場とは、自らの手によって、実物変数、数量、相対価格の自然均衡値（natural equilibrium value）を達成するだろう、というのである。

この問題は古くから論争の種になっている点であり、中央銀行の歴史を振り返ってみても考え方は大きく振れている。大恐慌以前には名目変数を主要な目標とする考え方が支配的だったといってもよい。当時中央銀行・政府は国内経済のパフォーマンスよりも自国通貨と金ないし他国通貨との固定平価関係を守ることの主眼を置いた。今日でも一部の経済学者、政治家、評論家は過去10年間の不安定な為替レートに不満を持ち、金本位制

への復帰を提唱しているが、そうした人々は、金兌換の規律によって、インフレ抑止の期待感そして物価安定志向型の行動様式を作り出し、これを維持することができると信じているのである。

マネタリストは、こうしたことを目的と考える点では同じであるが、金兌換の規律よりもマネタリー・ルールという規律の方を好んでいる。彼等は通貨量あるいは名目所得の伸び率をある特定の値に永続的に維持することを中央銀行が公的にコミットすることを提言しており、なかにはこうしたルールを法律あるいは憲法に明記して強制力を強めるべきだとする者もいる。このような提言は、金本位制提唱者の企図しているのと同様の目的および効果を考えており、そこでは、金融政策の運営は現実の経済動向、とくにその実物面の成行きとは無関係に行われるもの、また行われるべきもの、としてとらえられているのである。

私はこういった純粋なノミナリスト的な金融政策は、以下述べる理由から実行不可能であり、また望ましくもないと信じている。

第1の理由は、政治的なものである。中央政府が実物経済のパフォーマンスに対しても責任を負わねばならないということは、1930年代の大恐慌以降、また特に第2次世界大戦以降、民主主義社会の機構に深く組み込まれている。例えば米国では、1946年の雇用法や1978年のハンフリー・ホーキンス法などで、連邦準備制度を含む連邦当局は実物経済の目標達成に努力すべしということが明文化されている。さらに現実問題として大きいのは、失業や実質成長率などの動きが世論や選挙戦における重要な争点となっているということである。

中央銀行は国民が重要視する経済目標を無視するという訳にはいかない。中央銀行関係者はしばしば国民が選出した議員達が優先する目標（たとえば失業率の引下げ）を「政治的」で考慮するに値しないと退けてしまうが、こうした価値判断は

正当化され得ないであろう。

また、実物経済の動きを無視して純粋に名目変数のみを追っている金融政策に対する信頼を失うことになりかねない。遅かれ早かれ民主主義社会の中央銀行は、ボルカー議長が昨夏行ったように、名目変数を固定してきたことによる実物経済面に関する意図せざる最悪の副産物について、その救済策を講じなければならなくなるであろう。さらに、このような救済が行われるかもしれないという期待自体がかかる救済策が絶対に行われまいと信ずることによってのみ効力を持っているノミナリスト的政策を無力化してしまうだろう。

第2の理由は経済学的なものである。経済政策手段を実物面に働きかけるものと名目面に働きかけるものとに2分し、金融政策手段を名目面だけに関与するものとするのは、理論的にも実証的にも誤っている。

名目的な価格や賃金の動きは概してあまり弾力的でない。しかしこれにも程度の差があり、例えば管理されたないし契約に基づき定められた価格、賃金は金融資産や取引所で取引される商品の価格よりも弾力性が小さい。このように賃金・物価の動きには惰性があるがために金融政策による名目支出の変動は短期——といってもかなり長目の短期——においては実物経済面に重要な影響を及ぼし得る。1980年から83年にかけての景気後退はこの点を改めて立証しているが、これは何も後退期に限られた現象ではない。金融緩和によって促進ないし少くとも追認された景気回復期においても名目値だけではなく実物値でも経済活動の上昇が生じている。したがって中央銀行の行動が実質金利、失業率など国民に関心の高い変数に全く影響を及ぼさないと考えるのはおかしいことなのである。

金融政策は名目値に関する政策手段しか持っていないから経済の名目値に対してしか効果を持ちえないとする主張は、マネーサプライ残高の変化

と通貨単位の変更とのアナロジーを利用して行われることが多い。通貨単位を1ドルから1/2ドルに変更しても何等実物的な効果を持ち得ないことは誰もが認めるところである。しからばマネーサプライ残高を2倍にしても同じではないか。こういったアナロジーは間違っている。すなわち、金融政策の効果は貨幣単位を変更したときのように国民の名目資産をすべて同じ割合だけ変化させるわけではない。金融政策が実施されると、ある種の資産と他の資産の交換——通常の場合は、即時に貨幣化可能な債務証券と将来貨幣化可能な債務証券との交換——が生ずる。そして、両者が完全な代替物でない以上、この交換は決して実物面に対して中立的なものではなく、この交換によって、実質金利、実質為替相場、貯蓄、投資などの変数も影響を受けることとなる。また価格の変動は民間の資産およびその分布に影響を与える。インフレ率や価格予想の分布が変化すると、通貨や固定金利を付された資産の実質収益率が変化することを通じて資産価格および収益率構造が変化するのである。

この効果の一部は原則として長期定常状態においては消滅するが、すべてが消滅するわけではない。物価や賃金の調整スピードの遅れから生ずる問題は長期では存在しない。しかしながら、如何なる長期定常状態に到達するかはそこに至るまでの過程に影響される。たとえば、不況および高実質金利は物的・人的資本の蓄積を阻害するが、一旦阻害された資本蓄積は定常状態においても復元されない。

歴史的にみても、金融・財政政策が景気変動の安定化政策として失敗したという判断は正しいとは言えないと思う。今日、1970年代のインフレ、スタグフレーション、さらには景気変動幅の拡大がこうした政策の失敗によるものであると批判されている。そこでこのような解釈に対する反論として次の2点を挙げたい。

まず第1は、もう少し歴史を長い目でみて、政策を評価すべきであるということである。大恐慌後、政府は景気の安定化をその責務とみなすに至り、第2次世界大戦後、実際に景気変動を平準化するための金融・財政政策が実行された。そして第2次世界大戦後の35年間——特に1970年まで——をそれ以前の時期と比較するならば、経済成長が促進され、景気変動の振幅が小さくなった点については否定の余地はあるまい。仮にこのことと金融・財政政策との間に因果関係がないのであれば、逆に最近の景気悪化からすぐさま金融・財政政策をあきらめなければならないという議論の根拠も同様に存在しないこととなる。

第2にわれわれは1970年代の経験を勘違いしてはならない。1965年以降われわれは3回のインフレーションを経験し、いずれの場合にもインフレ抑制的な金融政策の発動によって意図的に景気後退を招来している。最初のインフレ加速はベトナム戦争に起因する古典的な需要インフレであった。当時経済はすでに完全雇用の水準にあったが、ジョンソン大統領はその顧問経済学者達の反対にもかかわらず、増税もしないで軍需支出の拡大を図り、また連邦準備銀行もこれに対して過剰に緩和的な政策を採った。つぎに、1970年代の2つのインフレ暴発はいずれも異常なサプライ・ショック、プライス・ショックによって引き起こされた。73年から74年にかけての局面では、第4次中東戦争、石油禁輸、そしてOPEC石油価格の4倍増があったし、78年から80年にかけての局面ではイラン革命、中近東の石油供給削減、そしてOPEC石油価格のさらに3倍増があった。

これらの出来事はいずれもたまたま、政策によって助けられた景気回復の最終局面で起こっている。そこで、以上の経験から学界権威筋と政策責任者がともに引出した教訓は「景気回復——とくに政策主導の景気回復——は危険なもの」ということであつた。このため、中央銀行は現在のような深

刻な不況に直面しても緩和的な政策を打ち出そうとはしない。しかしながら、もし恐るべきインフレーションが景気回復そのもの、あるいは景気回復をもたらした政策によるものではなく、異常な外生的ショックに起因するものであったとすれば、彼等が引出した教訓は間違いということになる。ベトナム、OPEC、ホメイニ、どれ一つをとってみても決して政策によって助けられた景気回復がもたらしたわけではなく、したがって政府、中央銀行は再びそのような出来事が起こるとの危機から経済を長期的な不況状態にとどめおく必然性はないのである。

先に述べたように、金融当局は実物変数の動向に対する責任をまぬがれようとすべきではないし、またそうしようと思っても所詮できない。断っておくが、私は物価水準やインフレ率などの名目変数を無視していいと言っているわけではない。フリードマン教授は15年程前の米国経済学会における会長演説で金融政策によって失業や実質金利などの実物変数を『釘づけ(peg)』することは無理だし、行おうとすべきではないと主張した。もし、『釘づけ』という言葉がある特定の値を永久に変えないようにすることを意味するならば、釘づけしたいと思う者はこれまでもなかったし、また現在もない筈である。労働市場の状況を考慮に入れるということは失業率をある一定の値に釘づけすることとは違う。ある局面において失業率を引下げ、また別の局面で失業率を上げるのは『釘づけ』をするということとは全く異なるのである。

(2) 最終目標、ターゲットおよび政策ルール

今述べたように中央銀行は、景気の現状や今後の予測と関係なく機械的な政策運営を行うということでは済まされない。最終的には政策手段とその現在および将来の影響とを結びつける「確率的動学モデル」に頼るしかないといってもよい。政

策立案者は世界がどのように動くものであるかについて、はっきりとしたものではないにせよ少なくとも一応のモデルを持っている。どうせそうならば彼らのモデルを明示的なものとした方がよい。政策立案者は「現行政策」の下で想定した経済の軌道からの乖離を生ずるとされる様々の事態につき定期的に考察、検討を行うことができるし、またそうすべきである。外生変数やランダムな攪乱要因、さらには構造方程式に関する新たな情報が次々と入手できるわけであるが、それを利用することによって、現在の政策手段の組合わせが期待された効果をもたらしつつあるのかどうかを判断することができよう。政策立案者は、現在の政策運営が経済政策の様々な基本目的の好ましい組合わせを出来得る限りにおいて実現するのにふさわしいものとなっているかどうか、定期的に再評価してみることが必要である。

政策手段の組合わせや中間目標を永い間固定的に考えるべきではない。なんといってもそれらはよりファンダメンタルな目標を達成するための手段に過ぎない。政策決定のプロセスを単純化し、また国民の理解を容易にするために中央銀行が諸目標の階層的体系を設定することも一案である。たとえばまず先行き数年間に関する失業率、実質GNP、物価、資本形成など基本的変数の推移について、金融政策が追求したいとする目標レンジを設定する。次いで先行き1年間について、名目GNPといった中間目標を設定する。名目GNPを中間目標とするということは、通貨の流通速度に予期せぬ変化が生じた場合はマネーサプライ伸び率の調整でこれを中立化する一方、価格や生産性の面で攪乱が生じた場合は、生産や雇用の面でこれを吸収していくというスタンスを示すことを意味する。さらに1か月から半年の短期間についてはマネーサプライ、銀行準備、短期金利に関する目標ないし政策運営のルールを示せばよい。各期間について設定された目標の範囲ないしは政策

ルールは、その期間中変更しないこととする。つまり、政策当局は、当該期間中の予期せぬ攪乱の発生に応じて政策手段のあり方を変えることになる場合には如何なる形でこれが行われることになるかを決定し、公表しておくこととする。

勿論、金融政策と財政政策との協調が必要であり、それぞれにとっての前提条件および目標は調和のとれたものでなければならない。同様に共産圏以外の主要国間で、マクロ経済政策の調和——あるいは少なくとも政策に関する情報交換——が図られねばならない。私はこれらの困難な課題が如何にして達成されるべきかについて、ここで述べるつもりはない。

政策立案者の経済モデルは、また、直接かつ直ちには観測できない各種の攪乱要因が観測される変数に対して如何なる不測の影響を及ぼし、企図されかつ予想された経済の軌道からの乖離をもたらすかを教えてくれる。金融政策に関連する攪乱は様々な形態をとる。すなわち、①消費、投資、輸出など総需要の予期せぬ変化、②マネタリー・ベース、銀行準備、外貨資産などに影響を与える資産選択の変化、さらには、③名目賃金、労働生産性、輸入物価の予想せざる変化などのサプライ・ショックといった形である。

経済構造は、政策運営ルールと相まって、こうした攪乱が実際に観察可能なマクロ的な諸変数に如何なる影響を及ぼすか——諸変数の予想値から如何なる乖離を生ずるか——を決定する。攪乱要因を吸収する観察可能な変数としては実質GNP、雇用、金利、為替相場、通貨総量などが挙げられよう。経済モデルの本質的な機能は、こうした関係を明らかにするとともに、政策運営ルール如何で、結果がいかにより異なるかを明らかにする点に

ある。

経済構造や政策運営ルールが異なれば、予期せぬ攪乱が生じた場合のマクロ諸変数の影響の受け方も異なるのが普通である。例えば、プール（William Poole）の分析⁹⁾によれば、次のようなことが言える。すなわち名目金利をベッグした場合には、実物需要が攪乱されると生産ないし物価水準に、予期せぬ、そして多分好ましからざる影響が及ぶが、資産選択の変化が生産ないし物価に及ぼす影響は回避することができる。これに対して、非借入準備をベッグした場合には、実物需要の攪乱が生じて、それは大部分金利、為替相場の動きに吸収され、生産や物価水準はあまり影響を受けない一方、資産選択（＝通貨流通速度）の攪乱が生ずると、生産や物価水準に大きな影響が及ぶ。こうした観点にたつと、マネタリズムの特色は実物需要の方が、資産選択よりも不安定と想定している点に求められよう。しかしもしこの想定が真に妥当なものであるならば、不測の金利上昇が生じた場合には、銀行準備ないしマネーサプライを一定に保つマネタリスト・ルールに従うよりも、むしろ銀行準備やマネーサプライを削減するという、いわばウルトラ・マネタリストのルールの方が（通貨需要が金利に対して完全に非弾力的でない限り）、論理的には望ましいことになる。

勿論、中央銀行は如何なる変数をも長期間にわたってベッグし続ける必要はないわけであり、因みに連邦公開市場委員会は毎月召集されるうえ、会議が開かれていない期間についても電話連絡を行っている。攪乱要因の性格が判明し次第、直ちに、金利なりマネーサプライなりのベッグをはずして攪乱を中立化すればよいわけである。しかし

9) 本分析については、William Poole “Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simole Stochastic Macro Model,” Quarterly Journal of Economics Vol 84 No.2, May 1970, pp. 197-216 を参照。

ながら、名目金利、ネット借入準備、通貨総量の変動が実物需要面の攪乱によるのか、あるいは純粋に資産選択等金融面にかかわる攪乱によるものなのかが未だ明らかになっていない段階では、これら2種類の攪乱が生ずる確率を考慮に入れた政策運営ルールで対処するということが適切である。このような2種類の攪乱のそれぞれが発生する確率を考慮したうえで、名目金利と準備供給の調整を適当にバランスさせるやり方の方がこの2つの変数のどちらか1つのベッグにこだわるよりも望ましい。名目金利が上昇した時に準備供給を拡大するならば、“leaning against the wind”となり、逆に準備供給を削減するならば上で述べたウルトラ・マネタリストのケースと同様に“pushing the wind back”となる。このような暫定的な政策運営ルールは、金利の変動が実物需要面の攪乱によるよりも資産選択のシフトによってもたらされる確率が高いとみなされればみなされるほど金利変動を受容するかたちとなる。しかしいずれにしろ、攪乱の性格が判明し次第、このルールを放棄し、その攪乱の性格に対応する政策を展開すべきである。

通貨総量に目標値を設定するということは、 M_1 が目標値を上回った時に銀行準備を削減し M_1 が目標値を下回ったときに銀行準備を拡大するということになる筈である。金利の変動と同様に M_1 の変動も時には好ましくない名目所得の変動に起因し、また時には通貨需要ないし金融仲介面での攪乱といった放っておいても害のない要因によってもたらされることがある。前者に起因する M_1 の変動の場合にはそれを打ち消すべきであり、後者の場合には追認すべきである。攪乱要因の未だ判明しない中間の期間についても、 M_1 をただ一定に保つことが最適なルールであるとは論証しにくい。まして攪乱要因の性格が判明したあとにおいても、その性格の如何を問わず M_1 を一定に保つべしというのは一層理由がわからない。いずれ

にせよ金利の動きも M_1 と同程度の情報を与えてくれるのであり、しかも金利の統計の方がより迅速にかつ正確に入手可能である。更に攪乱の原因に関する相当数の情報が M_1 統計と同時にないしはそれよりも早く入手できるのが実情である。すなわち、個人所得、小売販売、工業生産、失業率、物価指数などの月次データから実質および名目GNPの四半期動向が予知できる。また中央銀行は M_1 に攪乱を生ぜしめる金融要因についていち早く察知できる立場にある。中央銀行が攪乱要因をどれだけ追認すべきかはこうした情報に基づいて決められるべきである。通貨総量(monetary aggregate)の有用性はそれがどれだけ情報としての価値があるかによるのであって、それが通貨の性格を帯びていること自体に起因するものではない。中央銀行はその調査スタッフにマネーサプライ以外のものから補足的な情報を獲得し、利用するよう一層の努力をさせるべきである。

米国の経済紙に通じている人ならば毎週末、2週間前のマネーサプライ統計の記事が載っているのを知っているであろう。新聞記者は読者に対し、マネーサプライの統計がいかに重要であるかを知らせることを義務と感じているようである。今日の M_1 の一般的な解釈は“すぐ支払いに向けることのできる通貨の量”となっているが、われわれ経済学者はこれがナンセンスであることを知っている。 M_1 は財やサービスの購入に向けることのできる資金の量を示す場合もあれば、逆に支出の多寡を反映している場合もあるのである。

中央銀行が通貨流通速度の変化を察知し、それを打消すことができるような十分長い期間(数四半期)を考えるならば、名目GNPないしLMV(通貨残高×通貨流通速度)をターゲットとする方が理にかなっている。事実、ここ2～3年間連邦準備銀行はこの方向で模索を続けてきている。すなわち、連銀では通貨量の目標からの乖離を説明するにあたって、マネーサプライの「意味」につい

て確認可能な変化——すなわち、マネーサプライと名目所得との関係の変化——が生じた、というような言葉を使っている。名目GNPを目標とする場合、インフレ率が高まれば実質成長率は下げざるをえないというかたちで、価格と数量とは1対1のトレードオフ関係になるわけであるが、そのことは供給価格ショックが生じた場合には、その価格上昇分だけ実質GNP成長率が低下せざるを得ないことを意味する。このようなトレードオフは一国経済の最優先目的と調和しないかもしれないが、名目GNPをターゲットとすることは単純であり一般の人々が理解しやすいというメリットをもっているし、また、いずれにしろ物価や賃金の動き、失業や過剰設備、持続可能な実質GNP成長率の予測、その他の状況を考慮しつつ名目GNP目標値を毎年変更することも可能である。

連銀は、最近数年間自らに対する信認が問われていると考え始めたということも手伝ってマネーサプライ増加率に関する目標に固執してきたが、そのために、通貨需要の変化を本来ならば追認すべき時にも速やかにかつ十分に追認しないでしまった。ここでいう通貨需要の変化とは次のようなものを指している。すなわち、①不況下で、予備的動機に基づく流動性選好が高まったこと、②資金供給ルートが（債券などの）オープン市場から金融仲介機関へシフトし、このシフト分がマネーサプライ統計により反映されるようになったこと、③さらには金利規制の緩和によって銀行預金よりも魅力的な付利資産となったこと、などである。

同時に構造変化によって金融システムがこれまでのように自動追認的な役割を果たすことが出来にくくなっている。すなわち、預金に市場連動金利を付すことができるようになったために、通貨の流通速度がこれまでのように金利弾力的ではな

くなってきており、その結果、これまでどおりのマネタリスト的なルールを守っていると、経済が実物需要面や価格面でショックによって攪乱される危険は少なくなってくる一方で純粋に金融的なショックによって攪乱される危険は大きくなっている。これと関連して金利、為替相場の変動幅も以前より大きくなっている点も問題である。さらに通貨および銀行準備の需要に対する金融面からの攪乱が発生する可能性も増大していると考えられる。勿論金融制度の改革はミクロ経済学の観点から実施されたものであり、以上のような結果は意図せざるものであったのであろう。しかしながら最終目標、中間目標、政策ルールを吟味するにあたってはこうした構造変化のマクロ経済への影響も考慮に入れなければならない。こうした構造変化が生じているため、以前最良であった政策ルールももはや最良のものではなくなっており、代わりに新しい局面に適合したより追認的な政策ルールを採用すべきときにきているといえよう。

(3) 金融政策と世界不況からの回復

現時点で、景気が回復することについては必ずしもすべての人が賛意を示しているわけではない。一部の人達は、まだインフレが完全には克服されておらず、したがって景気回復は時期尚早とみる。そうした人々はインフレ率がゼロに下がるまで失業と長い景気停滞というコストを払って執拗なまでにデフインフレの過程を堅持したいと思っている。場合によってはもう数年かかるかもしれない。そうした考え方についてはコスト・ベネフィットをどう考えているのかという問題はあるが、それはともかくこれはこれで首尾一貫した考え方といつてよい。

しかしながら、こうした考え方は英国を除けば支配的とはいえない。ほとんどの政府、中央銀行、企業経営者、金融機関経営者、そして勿論一般国民にとって、景気回復は歓迎するところであろう。

問題はマクロ経済政策、特に金融政策が景気回復をもたらすために何をすべきかということである。設備投資が奇跡的に拡大するといった自律回復なら歓迎するが、金融緩和によって促進ないし追認された回復は危険であるとみる人達も多い。こうした人々の考え方は景気回復が通貨流通速度の上昇によるものならいいが、マネーサプライの増加によるものは危険であるというものである。

イ. 同じ強さとパターンの景気回復でも、金融面からの刺激によるものはインフレ的で、そうでないものはインフレ的ではないというこの議論は首肯しかねる。標準的なマクロ経済学の理論では、第1次接近として物価および生産の動きは総支出（名目GNPかMV）と生産能力との相互作用によって決まるとみる。需要拡大が物価と生産、賃金と雇用に影響する度合は賃金・物価上昇の反応の遅れ、稼働していない生産的資源の構成、賃金・物価の決定方式に依存する。需要を示す適切な変数はMVであり、このことはMとVとの間での要因分解がどのようなものであるにせよ言えることである。物価は、金融政策であろうと財政政策であろうと、用いる政策手段によって直接影響されることはない。マクロ経済政策は、いくつかの決定要因（主に総需要）を通じて間接的に影響を及ぼす。こうした標準的な考え方について多少修正が必要であることは認めるが、それらはいずれも第2次的なものである。

ロ. 金融緩和による景気回復に反対を唱える論者も回復そのものに反対している訳ではなく、彼等が問題にしているのは、マネーサプライの増大がインフレ期待に及ぼす影響である。こうした人々の主張によれば、拡張的な政策がとられているという認識がインフレ期待感を形成し、企業や労働者はこれに基づいてそれぞれ製品価格と賃金を直ちに引上げてしまい結果、生産や雇用は拡大しないことになる。インフレ期待は必ずインフレを招来するという訳である。彼等の考えによれば、自

律的な回復の場合は金融緩和を伴わない以上、こうしたインフレ期待が生じ、それが回復を阻害するということはないということになる。自律的な景気回復過程では失業や遊休設備の存在が賃金・物価の上昇を抑制するのに対し、金融緩和による回復ではこれらの上昇を抑えることができないというのである。私には、こうしたシナリオが理にかなっているとは思えない。この考え方は、特に先に述べた標準的な理論が正しいならば明らかに合理的期待形成理論の規準に違反する。また、以上の議論は金融政策によるデスインフレの場合にも成立しなければおかしいが、もしそうならば79年から80年にかけてのインフレーションもあれほど時間やコストをかけずに専ら期待の変化によって簡単に解消することができた筈ではないか。

ハ. それほど極端ではないもう一つの考え方は、金融が緩和されているという認識がインフレ期待感を形成し、これが物価や賃金に対してではなく金利に対して影響を及ぼすという点に注目するものである。この考え方は金融市場は現在ないし将来のインフレーションを予想し、その結果生じた金利高が景気回復を阻害するというものである。

このような市場心理が生み出される一つの原因は金融政策を通貨量の伸び率を操作するものとして定義づけるマネタリストの癖に由来するものである。そのため、現在の四半期あるいは年についての公表目標増加率あるいは実績の目標増加率からの乖離を将来へ限りなく延長して考えてしまう。ボルカー議長は、その再任にほっと一息ついている神経質な金融関係者に対し、今経済が必要としているのはマネーサプライ残高の水準を引上げることであつて、決してマネーサプライの伸び率を永久に高めることではないことを説得すべきである。マネーサプライ残高の水準の変化が必要な理由は3つある。まず第1に、景気回復のためにはマネーサプライを増加させて過去3年間の金融引締めを埋合わせ、回復と持続的な繁栄にふさわし

い水準まで金利を引下げる必要があること。第2にディスインフレが進み、金融資産の魅力が増していること。そして第3にはすでに述べたように預金に対し市場金利を付すようになったことに伴い、通貨需要が増大していることである。連邦準備銀行は82年以降よりプラグマティックな方針を採ってきているが、その間マネーサプライの増加率は高まったものの、マネタリストの再三の警告に反して金利は長短とも低下したのである。

資金供給者の期待および危惧によって一方的に金利が決まるわけではない。すべての市場において——債券市場でさえも——需要者と供給者とが存在する。借り手と貸し手のインフレ期待が同じ程度ならば長期金利が上昇しても実質金利は上昇せず、高い名目金利が現在の投資や景気回復を萎縮させることはない。しかし貸し手と借り手の期待およびリスクの算定は異なる可能性の方が大きい。貸し手のインフレに対する危惧を埋め合わせるに十分高い長期名目金利は、借り手の立場からみれば、高い——借り手の収益の予想との比較においては確かに高い——実質金利となるだろう。この非対称性が金利の期間構造に与える影響は一義的には判別しがたい。予測しうることは貸し手も、借り手もより短期もの、あるいは長期ものでも変動金利付のものにシフトするであろうということである。短期金融市場においては中央銀行のベース・マネー供給が金利に対して決定的な影響力を持っている。金融機関もその他の貸手も、資金を活用しないままでも何時までも保持することはしないであろう。

中央銀行は債券市場心理を恐れて政策実行を躊躇すべきではない。中央銀行は言辭、行動、経験によって国民を説得すればいいのである。当面は世界経済を回復させ、また、ここ数年間の実質成長率を長期間にわたって持続可能な成長率以上にあげてゆくことが、失業を引下げ、設備稼働率を引上げ、長期発展に必要な資本形成、貯蓄を創出

し、さらには累積債務危機に瀕している第3世界に対して市場と輸出所得の拡大をもたらすために不可欠である。高い実質金利、とくに米国の高金利は世界景気の回復にとって大きな障害となっている。現在および先行き数年間の景気循環的な要因による財政赤字は問題ないが、構造的な財政赤字の持続が先行きも見込まれることが大きな問題であることは事実である。しかし、たとえ将来財政再建が行われるとしても、相応の金融緩和が伴わなければ金利は下がるまい。金利を引下げるためには米国だけではなく他の機関車国 (locomotives) においてもある期間にわたって高目のマネーサプライ増加を図る必要があるろう。もし、金融引締めによる景気後退が数年続いた後でも金融緩和が景気回復に何等貢献できないという仮定に立って金融政策が運営されるというのであれば、われわれは、反転上昇のない景気の下降過程、あるいは資本形成を阻害する財政・金融ポリシー・ミックスを甘受しなければならないということになる。

今回の回復局面において、70年代の2度の回復局面で経験したようなインフレ加速を回避しなければならないという点については誰も異存ない。しかし先に述べたように70年代のような異常な供給価格ショックが再び起こるということを前提に政策を考えるのは保守的に過ぎるというものである。インフレ加速に対する保険料としてどの程度の失業と不景気の維持という代償を払う必要があるのだろうか。以下、この点につき、不確実性下の政策決定という観点から簡単にふれて、本論文をしめくりたい。

一般に受け容れられているインフレのモデルにおいては、物価上昇を加速しない最低限の失業率というものが存在し、これを自然失業率ないし NAIRU (non-accelerating-inflation-rate-of-unemployment) と呼んでいる。ここで失業率は不景気あるいは生産能力に対する需要圧力を示す指標という意味をもっている。不幸

なことは、誰もNAIRUの正確な値を知らないということであり、米国のNAIRUについての最近の推計も5%から8%まで大きくふれているということである。この値がはっきりしないことが、政策手段が総需要を通じて失業率に働きかける過程が不確実なものと相まって、政策責任者を悩ませているわけである。そこで政策決定にあたっての問題は、こうした不確実性の下で、「インフレ加速のリスクおよびコスト」と「失業、生産喪失というコスト」とをいかにうまくバランスさせるかということになる。インフレが加速した場合にその加速部分を除去するためにどれだけの失業増が必要なのかを推計することによって、2種類のコストの比較が可能となる。

イ. 保守的な解決策としては、失業率が一時的にせよNAIRUを下回りインフレが加速してしまふ確率がある値（例えばゼロ）以下にするという制約の下で、予想失業率を最小化する方式が考えられよう。予想失業率をたとえば9%にまで引下げようとする政策を採った場合、NAIRUが9%よりも高い水準にある、あるいはかかる政策が実際には9%よりも低い失業率をもたらすといった事情から、インフレが加速する可能性が存在する限り、この方式のもとでは政策責任者は現実の失業率を9%よりも高い水準に維持しようとするであろう。このような考え方こそ現在支配的となっているマクロ経済政策の精神そのものである。そして、これこそが現在の景気停滞をもたらした根因である。

ロ. 最良の解決策はそれほどまでに絶対的な制約条件を課さないことであろう。限界的な刺激策を実施することは、それによってもたらされる失業率低下による利益の期待値がこれに伴うインフレ加速による損失の期待値よりも大きいのであれば、そのことだけで正当化される。そして、インフレ加速による損失期待値とはそのインフレ加速を除去するために必要な失業率の引上げ幅にその

ような除去が必要となる確率——すなわち失業率がNAIRUを下回る確率——を乗ずることによって算定される。したがって今、仮りにインフレの加速を除去するために必要な失業率の引上げ幅は、失業率がNAIRUを下回る幅1%につき、2%であるとする、NAIRU（米国の場合5～8%）の推計値の中位数をもって失業率の目標値とするのが適当である。もしインフレ加速の除去に必要な失業率の引上げのコストがこれよりも高ければ（低ければ）、目標失業率も高く（低く）なるであろう。

永続的に高い失業率と過剰設備は保険料としては随分高い代償であり、また将来そうした低い生産および雇用の水準のもとでもどうせまた物価安定と成長とを調整するという問題が発生することを考えれば、現在こうした高い失業率と過剰設備を抱えていることは長期的には所期の目的の達成につながるものではない公算が大きい。所得政策は資源配分の非効率性という面で様々な問題を抱えているが、その代償はより小さくて済むであろう。

景気回復が2桁インフレに結びついたという70年代の経験は必ずしも80年代に通用するものではないということについてはすでに述べたとおりである。もし70年代の経験が無批判に受け入れるとすると、この先もう10年ぐらひは景気停滞に閉じ込められることを覚悟しなければならない。80年代に類似した時代を過去に見出そうとするのであれば、61年から65年にかけての景気回復に注目した方がよい。61年には83年と同様多数の影響力ある政府関係者および民間人がインフレーションを恐れる余り米国は永続的に高失業と低成長に甘んじなければならぬと考えた。その頃も現在と同じように、2度の景気後退という高い社会費用をかけてインフレーションおよびインフレ心理を漸く鎮静化したところであった。そういう類似の状況の下で、当時は賃金・物価のガイドポスト

という一種の所得政策を伴ったとはいえ、景気刺激
激的な金融・財政政策が功を奏し、景気回復をも
たらすことができた。当時の失業率目標は 4% で
あったが、これはほとんどインフレを伴わずに達
成することができた。設備投資の振興、長期成長

を企図した投資免税といった供給サイドの政策さ
えも実施された。景気が一旦回復してしまうと、
当初抱かれていた悲観論など雲散霧消し、株式市
場は活況を呈すこととなったのである。

以 上