

日本経済のマクロ・パフォーマンスと金融政策*

鈴木淑夫**

1. 70年代央を境とするマクロ経済パフォーマンスの違い
2. 実質賃金の伸縮性
3. マネタリー・ターゲッティングの特徴
4. マネーサプライ・コントロールのメカニズム
5. マクロ経済安定の貨幣的側面
6. ポリシーミックスの国際的協調
7. 結論

1. 70年代央を境とするマクロ経済パフォーマンスの違い

過去十年間の日本の金融政策とこの結果生じたマクロ経済のパフォーマンスは、付図(p. 3)に示したいくつかの指標によって容易に理解することができる。この図は、1956年以來のマネーストックと名目および実質GNPの前年同期比の推移を示したものである。日本銀行は1975年以來、 $[M_2+CD]$ を重視してきたので、ここではマネーストックの指標としてこれを採用している。この図から読みとれる特色は以下のとおり。

まず、1956～1973年の高度成長期においては、

マネーストックの増加率は大幅な変動をみた。固定相場制の下で国際収支の危機に対処するために金融引締め政策が採られたときには、通貨増加率は約15%まで低下したが、国際収支の問題が解消し、金融緩和政策が採られると約25%まで上昇した。名目GNPの成長率は数四半期のラグを伴いこれと同じパターンで変動しているが、これはマネーストックから名目GNPへの因果関係を示唆している。さらに、名目GNP成長率のこうした変動は、実質GNP成長率の変動及びGNPデフレーターでみたインフレ率の変動を伴っている(この図では、GNPデフレーターでみたインフレ率は、名目GNP成長率と実質GNP成長率の差によって表されてい

* 本稿は1985年6月5～7日の3日間に西ドイツとスイスの国境の町コンスタンツで開かれたKonstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy (Karl Brunner 主催、今回は第16回目)において行った講演の日本語訳である。同Seminarの参加者、とりわけKarl Brunner, Allan Meltzer, Michael Parkin 教授からは有益なコメントを頂いた。またMichael Darby 教授は原稿の段階で有益なコメントを寄せてくれた。更に第2回国際コンファランス(1985年5月29～31日、日本銀行金融研究所主催)に参加したMilton Friedman, James Tobin 両教授とのディスカッションも有益であった。本稿はこれ等を取入れて講演後若干改訂されている。

** 日本銀行金融研究所長

る)。従って、この時期において通貨増加率の大幅な変動をもたらした金融政策の裁量的な変化は、平均6%のインフレ率を伴いながら年平均10%の高度成長を可能とした反面、実質成長率とインフレ率の双方を極めて不安定にした。

次に、第一次石油危機の直接的影響が出尽した1975年以降の日本経済のマクロ・パフォーマンスを見てみよう。平均すると、この期間の日本経済の実質成長率は石油危機以前の10%から5%¹⁾へと半分に下落してしまった。日本銀行がマネーサプライを中間目標として注視し始めた1975年以降、マネーストックの増加率の変動は減少し、図にみられるようにトレンドから±2.5%以内の乖離にとどまっている。同時に、通貨増加率のトレンド自体も次第に低下し、15%から最近では7~8%まで下っている。従って、名目GNPの成長率もまた同様に低下した。しかしながら、名目GNPの成長率の低下が実質GNPの成長率に影響を与えることなく、GNPデフレータでみたインフレ率の低下にのみ反映されていることは興味深い。実質経済成長率は、1982年前後の一時的低下を除き、この期間を通じてほぼ5%にとどまっている。この一時的低下は、第二次石油危機以後の二桁インフレに対応して主要先進国がディスインフレ政策を協調して採ったことにより、世界同時不況という形で海外からもたらされた需要ショックによるものである。

以上を要約すると、付図の示唆する主要点は、

通貨増加率の急激な変化を含む裁量的な金融政策の運営は、インフレ率にも実質成長率にも大きな影響を与えるため、マクロ経済の不安定化要因になっているということである。しかし同時に示唆されていることは、低インフレとマクロ経済の安定は通貨増加率を安定化させ、これを徐々に低下させていくことによって達成し得るということである。

2. 実質賃金の伸縮性

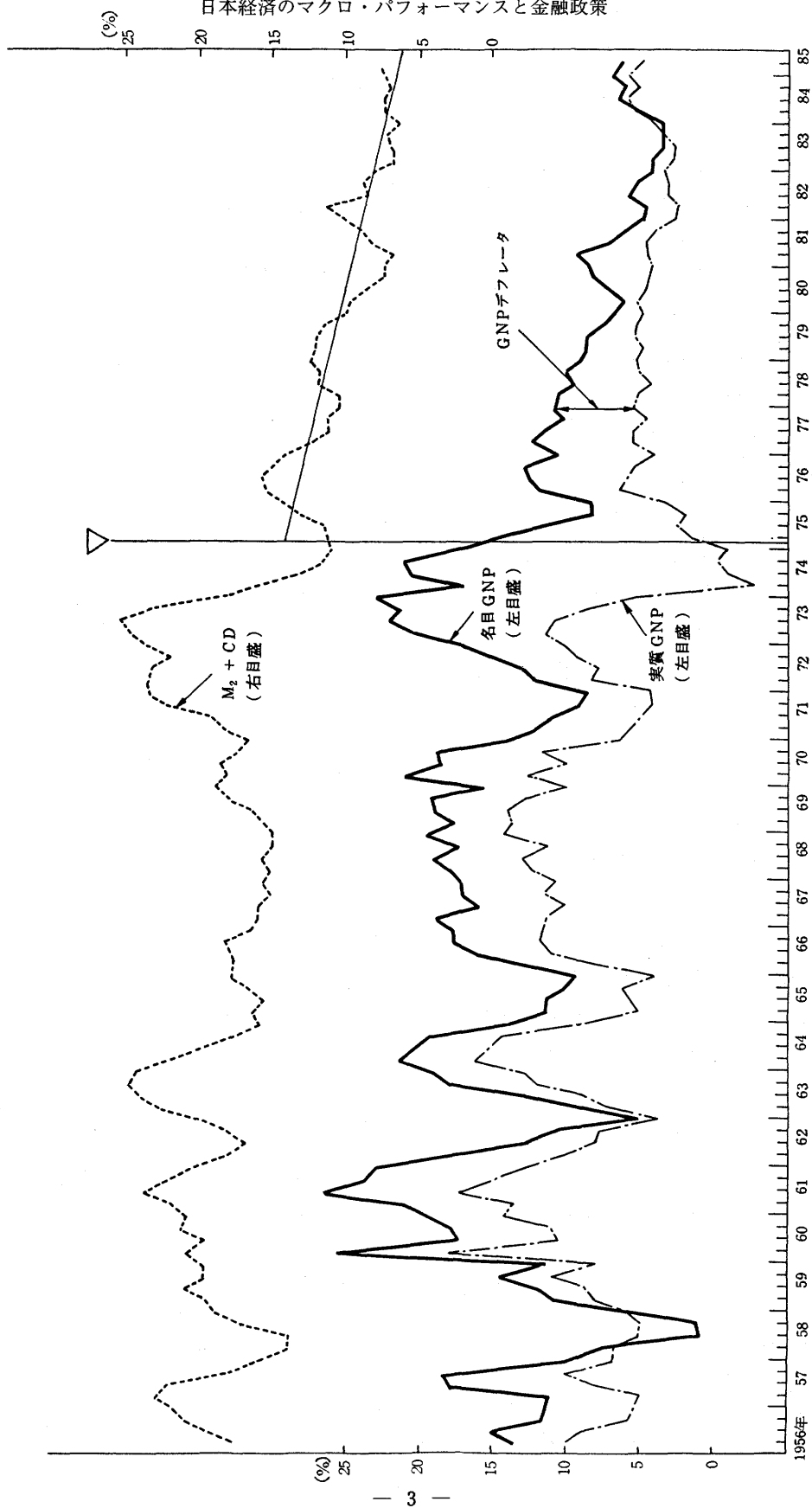
それでは我々はこの経験をどのように解釈すべきであろうか。第一に日本経済では労働市場が古典派モデルの示唆する姿と極めて似た形で動いていること、第二に過去十年間の金融政策は労働市場の参加者の持つ期待インフレ率が実際のインフレ率から大幅に、あるいは長期的に乖離することがないような形で運営されてきたこと、の2点がこの経験の背後にあるのではないかと推察される。その場合には、経済は垂直な長期フィリップス曲線に沿って下方へ徐々に移行し、安定的な実質成長率の持続とインフレ率の低下が同時に実現するからである。²⁾

この点を敷衍してみよう。古典派の世界とケインジアンの世界の重要な相違点は、ケインジアン・システムでは名目賃金が硬直的であり、他方、古典派の世界では実質賃金が伸縮的である、ということである。

名目賃金が硬直的であるというケインジアン の仮定は、長期の賃金契約の存在、または賃金調整コストの高水準といった制度的要因を強調

-
- 1) このような1975年以降の実質成長率の低下は、物理的・人的資本ストックの増加率が鈍化したことにより一部は説明できる。しかしながら、その主因は第一次及び第二次石油危機以降、資源多消費型の旧式の資本設備（及び生産方法）からエネルギー及び原材料節約型の新しい資本設備へ切り換えられた結果、資本係数が上昇したことにある。
 - 2) 日本のマクロ経済パフォーマンスについてのこの解釈は Michael Parkin, "Is the Business Cycle a Keynesian or a Classical Phenomenon?" (コンスタンツ・セミナー提出論文、1985年6月) に示されている解釈と斉合的である。

付図 日本のマネーサプライ ($M_2 + CD$) とGNP (名目・実質)
(前年同期比%)



(注) ($M_2 + CD$) は月末残の平均値 (54/1以前は (M_2))

するものである。しかし日本はこの仮定とはほど遠く、ケインジアンの世界より古典派の世界に近いと考えられる。³⁾

まず第一に、基本賃金は毎年の春闘によって改定されるのが通例である。2年またはそれ以上の長期の賃金契約は一般的ではない。また、日本ではボーナスと残業手当が年間収入の1/4から1/3を占め、この部分は、基本賃金よりもさらに一層伸縮的である。ボーナスの額は伝統的に企業の短期利潤のパフォーマンスを反映し、年に2回非常に伸縮的に変動する。残業手当は超過労働時間を通じて、企業活動の繁閑を反映している。従って、これもまた、当然のことながら伸縮的である。つまり、一年を通じて賃金調整のコストは高くないのである。また、春闘の賃金決定が消費物価の実績と予想のみならず労働市場の需給条件や企業利潤にも敏感に反応することは多くの実証により知られている。

実質賃金が伸縮的であることにより、企業がほとんど常に均衡の状態にあるという仮定は現実的なものとなる。日本の企業が均衡の状態にとどまることが容易である今一つの理由は、労働生産性の上昇率が高いことにも見出し得る。実質賃金を労働の限界生産性と等しくすることが企業利潤の極大化という形で企業の均衡をもたらすことはいうまでもないが、日本では実質賃金が伸縮的だけでなく、方程式のもう一つのサイドである労働の限界生産性も、他の先進国より早いスピードで上昇している。これらの要因によっても、企業は容易に均衡を回復でき

るのである。事実、企業利潤は1978年以来他の国に比して比較的安定的に推移している。これらの事実により、伸縮的な実質賃金が労働の需要と供給を均衡させる古典派の世界は、日本の現実に近いことがわかる。

3. マネタリー・ターゲッティングの特徴

次に、付図の解釈のもう一つの側面について考えたい。それは、過去十年の日本の金融政策が実際のインフレ率と期待インフレ率をあまり乖離させなかったということである。

1975年以来日本銀行によって実行されたマネタリー・ターゲッティングには、三つの主要な特徴がある。⁴⁾まず第一に、広義通貨集計量〔 $M_2 + CD$ 〕が最も重要な中間目標として注目されている。第二に、期間の測り方が1週間でも1か月でも、また1四半期でもなく、前年比という形をとった1年間である。第三に、ターゲットは公表されないが、当該期のマネースtock平残前年同期比の形で予測値が四半期毎に公表されている。

日本では、同一四半期については、名目支出と M_1 の相関係数は名目支出と〔 $M_2 + CD$ 〕との相関係数よりも高い。しかし、現在の名目支出と、4～6四半期以前の〔 $M_2 + CD$ 〕との相関係数はこれよりもさらに高い。中央銀行のマネーサプライ・コントロールにとって重要なのは、将来実現されるであろう所得及び支出と非常に密接な関係を持つ通貨指標である。 M_1 と所得及び支出の同時的な相関関係の場合は、名

3) 日本の実質賃金が労働市場の均衡を保つのに十分な程伸縮的であるという説については、Hashimoto, Masanori, "Bonus Payments, On-the-job Training, and Lifetime Employment in Japan", *Journal of Political Economy* 87, 1979 参照。

4) 日本銀行によるマネタリー・ターゲッティングの詳細については、Shimamoto, Reiichi, "Monetary Control in Japan", *Central Bank Views on Monetary Targeting*, Federal Reserve Bank of New York, 1982及び鈴木淑夫『日本金融経済論』第6章、東洋経済新報社、1983年を参照。

目所得及び支出から M_1 の方向に因果関係が走っており、従って中央銀行は、 M_1 をコントロールすることによって当期の所得及び支出をコントロールできるわけではない。 $[M_2+CD]$ は M_1 よりも将来の所得ないし支出とより強い相関を持つため、中間目標としては M_1 でなく $[M_2+CD]$ が選ばれているのである。

当期の $[M_2+CD]$ は、次の 8 四半期にわたり名目支出に影響を与える。換言すれば、ある所与の期のマネーサプライは、将来の特定の期の名目所得には小さな影響しか持たない、ということである。所得と支出、そして物価の安定化の見地からは、1 か月または 1 四半期といった期間でマネーサプライを厳密にコントロールしようとするのはあまり意味のないことだといえる。1～2 年間の平均増加率を適切なターゲット水準に安定化させることが重要なのである。日本においても、米国においても、狭義マネーサプライの季調済前期比の変動は最大であるが、広義マネーサプライの前年同期比の変動は最小である。従って米国においては、最も乱高下する指標に人々の注意がひきつけられ、日本では最も安定的な指標に人々の注意がひきつけられているといえる。

日本の場合、公表される数字は「予測値」であるが、その予測値は日本銀行自身の政策行動を考慮して算出されるものであるから、日本銀行は通貨増加率の予測水準を暗黙に承認していることになる。その限りでは、これは公衆に対する有用な政策情報として設定されているといえよう。重要な点は日本銀行がマネーサプライをコントロールし、低いインフレ率を達成する意志と能力を持っていることについて、一般の人々の信託を獲得することである。実際にター

ゲットを設定し、公表することは、このために必ずしも本質的なことではない。実際問題としても、ターゲットの公表は政治的圧力を受けやすく、有害でさえあり得る。例えばもしこれが政府の公的な経済予測と関係づけられる場合には、金融政策は束縛され易いし、政府がその経済予測を変更した場合にはターゲットの崩壊を招くかも知れない。日本においては、「予測値」を公表することは政策に関する情報を一般に提供するためには十分なのである。

4. マネーサプライ・コントロールのメカニズム

ここで、日本におけるマネーサプライ・コントロールの三つの主要な効果波及メカニズムについて説明しよう。⁵⁾

第一のメカニズムは、インターバンク金利が銀行貸出に与える効果と、それを補完する「窓口指導」である。日本銀行は日々の手形オペレーションや貸出窓口での貸出態度を通じてインターバンク金利をコントロールしているが、この金利の変化は、預金銀行の貸出行動に対して強いインパクトを持っている。これは預金銀行の貸出金利がインターバンク金利よりも伸縮性に欠けるからである。プライムレートは公定歩合と事実上リンクしているし、資金コストの主要部分である預金金利は CD や MMC を除きまだ規制されている。従って、インターバンク市場の金利が上昇すると、貸出金利はそれほど上昇しないので、銀行は顧客への貸出を削減し、その代わり、インターバンク市場でのローン放出やマネー返済を増やす。日本銀行は、市場でその結果生じた資金の超過供給を遅滞なく売オペや貸出回収で吸収する。もしインターバンク

5) 政策効果の波及経路とそその変化の詳細については、鈴木淑夫「日本の金融政策：効果波及経路と有効性」、『金融研究』第 3 巻第 2 号、日本銀行金融研究所、1984 年及び同「日本における金融革新と金融政策」、『金融研究』第 3 巻第 3 号、日本銀行金融研究所、1984 年を参照。

金利が下落すれば逆のことが起こる。

日本銀行は、このような銀行のポートフォリオ調整を速めるために窓口指導を行ってきた。これは個別銀行の総貸出増加額を制限するモラル・スエーションと言ってもよい。民間銀行が窓口指導に応ずる主な理由は二つある。まず第一は、インターバンク金利が上昇すると、窓口指導に従って貸出を削減する方が採算上有利となる。第二に、窓口指導によって全ての銀行が同時に貸出を削減する限りは、銀行貸出の大幅な削減が長期的顧客関係を害する度合いが少ない。これまでの経験では、インターバンク金利の上昇を伴わず、あるいは広範の銀行をカバーしないで行われた窓口指導は効果が小さかった。

政策効果波及の第二、第三のチャンネルは国債、CD及び現先に関するオープンマーケットの過去十年の発達に依存している。これらの市場の金利は、日本銀行の日々のオペレーションによってもたらされたインターバンク市場の金利変動に対し、より感応的となってきている。

その一つの結果として金融仲介中断(financial disintermediation)が生まれる。金融仲介機関の資金吸収手段—例えば預金—の利回りは、MMC、CD以外は規制されているので、オープンマーケット金利ほど伸縮的には変動しない。従って金利が上昇すると、資金は金融仲介機関からオープンマーケットへと流出するのである。

もう一つの結果は、金利の民間支出に対する効果が増大したことである。法人、個人両部門ともオープンマーケットを幅広く利用するようになったため、これらの市場の金利は内部資金を利用するときの支出の機会費用となっている。従って、オープンマーケット金利の上昇は機会費用の上昇を通じて民間の支出を抑制する効果がある。

これら三つのチャンネルの中で、第一と第二のチャンネルは夫々貸出と預金の金利の硬直性に依存している。従って、これら二つの効果波及経路を通ずるマネーサプライのコントロールは、現在の金利自由化の進行につれ、将来は次第に弱まって行くであろう。そのため、民間支出に対する金利の効果という第三のチャンネルにより大きく依存しなくてはならなくなる。この効果は、規制緩和によって全ての種類の金利がより伸縮的に変動するにつれ、強まるであろう。民間支出の金利弾力性に疑問がない限り、こうした効果波及経路の変化は、金融政策の有効性を損うことはないと言えよう。

5. マクロ経済安定の貨幣的側面

以上、過去十年間のマクロ経済パフォーマンスの安定性に対する金融政策の貢献を述べたが、これを振り返ってみると以下のように要約できよう。

日本銀行は、日本のみならず他の多くの国々においても最も安定的な通貨増加率の指標である広義マネーサプライの長期増加率、つまり前年比に人々の注意をひきつけた。さらに日本銀行は三つの効果波及経路を通じて、付図にみられるような程度にまでこの値を安定化することに成功した。日本銀行は通貨増加率が付図にみられる程度に適切な水準で安定的に推移するならば、たとえ石油価格の上昇がエネルギー及びエネルギー関連商品の価格を一回限り上昇させたとしても、ホームメイドインフレは決して起こらないであろうと常に主張してきた。このことは図からもわかるように、第二次石油危機以来現実の姿となった。第二次石油危機直後の1980年にGNPデフレータでみたインフレ率の上昇は5%以下であったし、1981年には早くも物価上昇率は低下し始めた。⁶⁾この結果、人々はホームメイドインフレを回避し、物価の安定

を維持しようという日本銀行の意志と能力を一層信頼するようになった。このため、今日の予想インフレ率は極めて低い水準で安定しており、実際のインフレ率から大幅に乖離することはない。

日本銀行はまた、物価が安定的である限り、経済は財政拡大の刺激や一層の金融緩和によることなく安定的な成長経路に復帰するであろうと主張してきた。付図にみられるように、このことも1984年に実現された。1983年以來の7～8%のコンスタントな通貨増加率及び1982年以來の実質1～2%のコンスタントな財政支出の増加率の下で、実質経済成長率は、国内民間支出の立直りと経常収支黒字の拡大に主導されて1984年には5%台に回復した。

6. ポリシーミックスの国際的協調

民間需要、特に企業投資が一層拡大し、国内の貯蓄超過（対外経常収支の黒字）を吸収するならば、5%台よりも高い長期成長経路が可能になる筈だと主張する向きもあろう。しかし、これを実現するためには、金利が企業投資を一層拡大するのに十分なほど下落するよう、通貨供給を増加させなければならない。このことは、財政支出の大幅拡大と投資奨励的税制という米国の政策スタンスが変わらない限り、日本と米国の金利差が拡大することを意味しよう。従って円に対してドルが一層強くなり、最終的には、経常収支黒字が必ずしも減少するとは限らない。このため金融緩和のみでは、日本と米国の国際的不均衡の解決策にはなり得ない。

財政政策のスタンスをより拡張的に改め、金融政策を相対的に引締めるといった形のポリシーミックスの変更は国際的不均衡の解決に役立つ

かも知れない。通貨増加率の減少またはコンスタントな通貨増加率の下での公共部門の赤字拡大は金利を引上げ、円を強め、経常収支黒字を減少させる効果があろう。同時に、財政拡張政策によって、公共部門の赤字が増加し、国内の貯蓄超過（対外経常収支の黒字）はある程度吸収されよう。

しかしながら、国際的な見地からは、この解決策は日本の低金利が米国の高金利に収束することを意味するから、世界経済がより高金利の時代へ突入することになる。累積債務問題を抱える開発途上国、高失業を抱える一部ヨーロッパ諸国はこのような世界的な高金利によって苦しむであろう。日本もまたより高い成長経路を達成できないであろうし、長期的には供給能力の伸びが落ちて現在の経路を維持することができなくなるかも知れない。

国際的な見地からより望ましい解決策は、日本ではなく、米国において、相対的に財政を引締め金融を緩和するといったポリシーミックスの変更がなされることであろう。もし、米国政府が財政支出のカットによって、赤字削減に成功すれば金利は下落し、ドルは弱まり、経常収支赤字は縮小するであろう。この動きは支払金利の所得控除などの投資奨励的税制を改めることによって強められよう。国際的な見地からみると、この結果日本やヨーロッパ諸国でも金利を下げ、民間投資を刺激し、より高い経済成長を実現する余地が生まれるであろう。世界的な低金利は、開発途上国が直面している対外債務問題の解決にも貢献するであろう。この場合、日本経済が若干高い通貨増加率を伴いつつ現在の5%台よりも高い水準の安定的成長経路へと移行することも、不可能ではなくなるかも知れない

6) 第一次石油危機直後と第二次石油危機直後における日本経済のパフォーマンスの相違と、その原因となった通貨増加の相違については、Suzuki, Yoshio, "Why is the Performance of the Japanese Economy So Much Better?", *The Journal of Japanese Studies*, University of Washington, 1981を参照。

い。

7. 結 論

最後に本日の話の要約として、結論を述べよう。過去十年間の日本銀行の政策対応は、ポストケイジアン「裁量的ファインチューニング」でもマネタリストの「X%ルール」でもないと考えられる。それは通貨増加率の漸進的調整を認めるという点で裁量的であり、また可能な限り通貨増加率を安定させ、予測値の公表という形で政策についての情報を一般に与えるという意味でルールに従っている。これにふさわしい言葉は、「折衷的漸進主義 (eclectic gradualism)」であろう。

以 上