

# 金融研究会

## 金融政策運営の基本姿勢

### I. 会議の概況

日本銀行金融研究局は、昭和56年8月20日、標題テーマによる金融研究会（パネル・ディスカッション）を開催した。本研究会には、学界から次の6先生にご参加を頂き、また、金融研究局からは江口英一（局長）、鈴木淑夫（次長）がパネルに加わった。

熊谷 尚夫	大阪大学名誉教授（議長）
館 龍一郎	東京大学教授
内田 忠夫	東京大学教授
新開 陽一	大阪大学教授
蠟山 昌一	大阪大学助教授
野口 悠紀雄	一橋大学助教授

当日の討議は、「金融政策を有効需要調整政策として裁量的に活用すべきだとする従来のオーソドックスなケインジアン的主張が世界的なインフレーション問題の深刻化およびインフレ期待の高まりによって修正を迫られてきている」（熊谷議長）との基本認識の下で、「ケインズ主義に対する強力なアンチテーゼとしてのマネタリズムないし合理的期待形成の立場からの政策提言をどう受けとめるべきか」（同）との問題意識に沿って行われた。当日は次の3つのサブセッション、すなわち、

- (1) 物価と雇用（産出高）のトレード・オフ関係、
- (2) 金融政策の最終目標の絞り方、
- (3) ファイン・チューニングか、固定ルール

（例えばk%ルール）か、或いはグラジュアリズムか、

に分けて討議が行われたが、その結果について一応の整理を試みれば以下のとおりである。

なお、討議の模様についてはIV. でその概要をとりまとめた。

#### 1. 物価と雇用（産出高）のトレード・オフ関係

短期においては物価と雇用（産出高）との間にトレード・オフ関係が存在すること、即ちフィリップス曲線は右下がりであることについては、参加学者間で格別の異論はなかった。

しかし、長期の場合には見解が分かれ、内田教授は、日本経済については長期でも物価と雇用のトレード・オフ関係が残ると強く主張され、館教授も貨幣錯覚（money illusion）の持続等の理由により長期のフィリップス曲線も右下がりになる可能性が皆無ではないとの見解を示された。これに対して、野口助教授は、長期においては期待インフレ率に対する賃金、物価の調整が完了するので、長期のフィリップス曲線はほぼ垂直になるはずと主張され、新開教授も国際的にみてインフレ率の高い国が成長率も高いとはとても言えないし明治以来の日本の歴史を振返っても、インフレ率の高い時期に成長率も高かったとは言い難いとして野口助教授の主張にはほぼ同調され

た。

## 2. 金融政策の最終目標の絞り方

次に、金融政策の最終目標として物価と雇用の optimal mix を追求すべきか、それとも物価安定に限定すべきかとの問題については、野口助教授と新開教授は、①長期ではフィリップス曲線がほぼ垂直とみられるため、金融政策によって雇用水準を動かすことはできない、②短期ではトレード・オフ関係が存在するとしても、政策効果の発現までには、long and variable lags が存在するため短期的に産出高をコントロールしようとする政策は危険、等の理由を挙げて、金融政策は原則として長期的なインフレ率の制御を目標とすべきだとの立場をとられた。

これに対して、内田教授は、①短期、長期とともにフィリップス曲線は右下がりであり、金融政策によって産出高に影響を与えることは可能、②野口モデルは外生的なショックが与えられた場合、放っておけば経済は均衡状態を回復すると想定しているが、現実にはその保証はなくショックが大きくかつ永続的な場合には政策介入の必要性が生じる、と主張し、金融政策の目標を長期のインフレ率制御に限定することなく、物価と雇用（産出高）の optimal mix を追求すべきだとの基本的な立場を表明された。

この間、館教授は、金融政策の最終目標の選択は経済の置かれた状況次第であるとして、両者の折衷的立場をとられたが、今日のよう

にインフレ問題が深刻化している状況下では金融政策の目標を物価安定に絞ることが reasonable との見解を示され、結局、現段階での政策運営においては物価安定を最優先にすべし（あるいは最優先にせざるを得まい）との点で、参加者の意見がほぼ一致した。

## 3. ファイン・チューニングか、固定ルール（例えば k % ルール）か、或いはグラジュアリズムか

野口助教授は、金融政策の運営方法として、次のような理由でファイン・チューニングに反対、固定ルール（マネーサプライについての k % ルール）に賛成の立場を表明した。

①政策当局は、ファイン・チューニングに不可欠な将来の経済の動学的性質についての正確な知識をそもそも持っていない。②政府当局が仮に知識を十分に持っており、かつ経済の状況に一定のルールで対応しながら物価と雇用（産出高）の optimal mix を追求する場合を考えると、弱い意味の合理的期待形成の下でも民間がそうした政府当局のフィードバックを読んで行動することにより、結果として経済の最適な状態は達成されないことになる。<sup>(注)</sup>

これに対して、内田教授は、①経済の動学的性質についての知識は近年かなり蓄積されてきている、②野口助教授の主張は「政府の失敗」が非現実的なまでに強調されており、民間経済主体について合理的期待を想定することと平仄が合わない、③経済に対して大規模

(注) 例えば次ページの図において、当初 E の状態から出発して、政府当局がファイン・チューニング政策の下でより効用の高い無差別曲線上にあるインフレ率と失業率との optimal mix を追求した場合、経済はまず A の状態に移動するが、ここで民間がインフレ率の高進に気付いて期待インフレ率を上方修正すると短期のフィリップス曲線が上方にシフトして経済は B 点に移る。以下同様のプロセスを繰り返して、経済の最終的な均衡は E' 点となるが、E' 点は当初の

かつ永続的なショックが生起した場合には、固定ルールでは対処不可能である、等の理由をあげて、ファイン・チューニングないし裁量的政策が望ましいことを一貫して主張された。

当局の鈴木次長からは、両者の折衷的立場として、基本的にはマネーサプライ伸び率の安定を目標としつつ、経済の環境変化に対応してそれをグラジュアルに修正しうる弾力性をも確保しておくという形でのグラジュアリズムの提唱があった。

また、館教授は基本的にはファイン・チューニングを支持するが、頻繁かつ強いチューニングには反対、蠟山助教授は固定ルールの理論的妥当性には疑惑があるが、中央銀行の自己規律目標としての意義は捨て難い、新開教授は  $k\%$  ルールは安易な裁量政策への警告として重視すべき、とそれぞれニュアンスの差はあったが、固定ルール或いはファイン。

チューニングの一方の立場に偏することの危険性を指摘する発言をされた。

最後にフロアーの本行島本理事より、政策当局に対する confidence が低下してしまった場合には  $k\%$  ルールといった思い切った政策をとることが必要かも知れないが、confidence が失われていない我が国の場合には、物価、為替等種々のファクターを考慮に入れながら適切なマネーサプライ増加率の実現を図るべきであろう、討議に参加された先生方の共通認識は結局金融政策の有効性確保のために何よりも中央銀行に対する confidence の確保が肝要である、ということだと思うが、ファイン・チューニングか固定ルールか、或いはグラジュアリズムかという選択の問題も、そうした confidence をいかにしたら確保できるかとの観点から引き続き検討が進められるべきものと思う、との感想が述べられた。

---

E点と比べてより高いインフレ率と同水準の失業率の状態であり明らかに最適点ではない。

