

III. コメント論文

野口論文へのコメント

東京大学 内 田 忠 夫

1. 評論者の基本的観点
2. 野口論文へのコメント

1. 評論者の基本的観点

(1) 金融政策について、その有効性なり、あるいは *modus operandi* なりを検討するとき、それらが現実経済とどのような関連を持つかを常に念頭におく。この場合現実の経済とは、ここでの評論者にとっては、日本経済なのであって、アメリカの経済やヨーロッパ諸国の経済ではない。この点では特に日本経済が他の工業先進国経済とは違った形での特性を持つことを強調したい。そしてこれらの特性が最近における日本経済の良好なファンダメンタルズと密接な関係を持っていると考える。この点については追記参照。

(2) 金融政策がある政策目標、例えば物価安定に有効であるといっても、それは物価安定のための必要条件を述べるにすぎないのであり、現実の物価が安定するには他の条件の存在も必要である。例えば労働者側の“節度ある”賃金要求態度、経営者側の生産性上昇への積極的施策、技術進歩等を体化した資本や労働の増大等がそれである。

(3) 日本経済がある構造的特性を持つということは、アングロサクソンの経済学が日本経済に適応不可能だということではない。即ち経済学を計量分析でいう（計量）モデルとし

て捉えれば、それは具体的構造特性を要素とする一つの集合と考えてよい。逆にいえば、モデルの中ではいくつかの構造（特性をもつ各国経済）が並列可能である。ただ構造特性（パラメータ）が異なれば、政策効果は当然相違してくる。

(4) 経済学では「短期」と「長期」という術語がしばしば現われる。しかしこの術語の使用法は必ずしも一定していない。

用語法1：期待値と現実値が一致しない状態を短期、両者が一致する状態を長期とする。

用語法2：生産技術が不変なとき、企業経営で可変生産要素のみの調整が行われる期間を短期。短期では固定要素であるが、長い時間をかければそれが可変要素となるような期間を長期とする。

用語法3：一般の経済学の教科書では、労働は可変要素、資本設備は不変要素とみなされ、資本が一定の場合の経済状態を短期、それが変化して別の水準に達する期間を長期とする。

用語法4：長期を「定常状態」と同一視し、これとの関連で定常状態に達しない過程での状態を短期という。

用語法5：長期とは経済成長が5年、10年20年と続く期間を指し、長期成長路線と同義

に使うことがある。これに対する短期とは1～2年、あるいはせいぜい3～4年といった短い時間的期間を示す。

(5) 用語法1は理論的には一つのフィクションとして当然容認される。このフィクションは用語法4と密接な関係を持つ。しかしフィクションはあくまでもフィクションであって、現実経済とのかかわりあいを問う場合には、フィクションを捨てなければならない場合も生ずる。特に日本経済の場合は経済成長の状態がむしろ“定常”状態であり、これは単純再生産が行われる静止経済とその性質を全く異にする。また日本経済の場合は資本ストックは1年間で平均5%以上増大しており、“資本ストック一定の短期では”という表現は現実的にあまり意味がない。従って $Y = Y_p$ として、 Y_p を固定された値と想定するのは現実的にみて間違いである。それは短期でも変化、増大する。固定要素についていえば、ある解釈の下で労働の方がむしろその性質をよく満たす。

(6) いま経済モデルが次のような条件付確率分布関数で表わされるとする。

$$F(y, z_1, z_2 \mid A, \Sigma)$$

ここで y は確率内生変数、 z_1 はある目標を達成するための政策手段、 z_2 は他の政策変数及び外生的環境、 A (時間の遅れ、あるいは進みを含む係数行列)及び Σ (誤差の分散・共分散行列)である。また y, z_1, z_2 はそれぞれ適当な次元を持つベクトル、 A, Σ はそれに関連したランクを持つ行列である。

このモデルに即してモデルに注入されるショックを次のように分類出来る。第一は y の確率的性質に基づくもの、第二は z_2 の変化によるもの、第三は A, Σ 等構造係数の変化によるものである。ショックが微少で一回限りのものか、激大で永続的なものかは、こ

うしたモデルを確定することによって判定出来るよう。

(7) ショックの性質によっては市場機構がそれを吸収して、安定均衡に戻ることが出来ないようなものもある。ここでは「市場の失敗」が生じ、非自発的失業が出現する。例えば石油ショックのようにインフレやデフレの効果が同時に生じ、また相対価格が大域的に変化する場合、それは市場の調整能力を超えたショックとなる。

(8) この時政府介入は市場の失敗を修正して、現実の経済の成果をよくする上において貢献する。この場合政府介入が有効需要政策である場合も、また構造介入政策である場合もある。また policy-mix が必要となる。

(9) これら政策が成果をあげる一つの前提には、経済状況に対する認知能力、タイミングよく政策を打ち出すことが出来る実施能力、および政策実施の動学的波及過程に対する情報処理能力が要求される。これらのすべてにおいて完全を期することは出来ないが、時間の経過とともに、情報の増大、学習・分析能力の向上等を通じて、事態は改善されつつあるとみる。

(10) 同じことは民間部門を支える経済主体についても妥当する。しかし設備投資のように長期期待の状態が決定的にその意思決定に重要な場合にも、それが一度停滞したときには長期期待の改善のみならず、短期期待の安定化も必要となる。設備投資回復要因として、短期的には操業度および現在利潤の改善、しかし長期的には資本ビンテージの高まりによる更新投資の必要性、新しい技術革新の体化の必要性、省エネルギー、省資源のための相対価格変化に対応する新投資の必要性等があげられる。長期的要因が設備投資に具体化するきっかけは、短期的な要因の改善であり、

そのためには有効需要政策や産業調整政策が果たす役割は大きい。短期的要因に問題がない場合には、設備投資に対する政策介入は一般に不必要である。同様な考慮は消費関数についてもあてはまる。

2. 野口論文へのコメント

(11) 総供給関数をミクロ経済理論との類推で導き出すのであれば、生産関数、生産要素需要関数、それに関連した生産要素の価格形成関数を明確化することが正当な接近法であろう。特殊な形をしたフィリップス曲線、マーカー方程式および特殊な雇用関数から導き出される本論文の供給関数には、当然考慮されなければならない要因がいくつか欠如しているようにみえる。

例えば日本のフィリップス曲線を考えるには、企業経営の状況、あるいは経済全体の情勢に応じて労使共にリスクに対する態度を変化させること（この背景には日本的雇用慣行の存在がある）、価格形成において生産性上昇率が短期および長期にわたって及ぼす影響が強いこと、失業と産出高との関係は資本設備が短期にも急増して、 Y_p や労働生産性を変えてしまうこと、相対価格（中間投入価格も含む）の変化に対する生産要素の配分調整の様式が他国とは違うこと等を考慮しなければ、日本経済に即した総供給関数は適当に規定出来ないと思われる。

(12) 適合的期待形成

$$\pi_{t+1}^* = \lambda \pi_t^* + (1-\lambda) \pi^* \quad 0 \leq \lambda < 1$$

において λ をすべての場合に定数として取扱う必要はない。

また合理的期待

$$\pi_{t+1}^* = E(\pi_{t+1} \mid I_t)$$

において利用可能な情報 I_t の処理に使われるモデルあるいはその構造に関し、一般に一義性は確保されない。またそこから導かれる帰結として、バイヤスを含む期待が形成されることは当然予想される。バイヤスの修正は新しい理論、新しい情報の使用によってなされよう。

さらに連立方程式の形でそこに現われるすべての内生変数につき、バイヤスのない期待値を求めることには無理がある。連立体系の中である特定の式につきスペシフィケーションが間違えば、その式に関する情報を使った結果は望ましくない構造推定をもたらすことはよく知られている。

投資関数のように、意思決定が1期（1年）だけでなく、数期先にまで及ぶようなとき、合理的期待形成はどのように行われるのであるか。

(13) 物価上昇率とGNPあるいは雇用の間のトレード・オフについては、期待と現実が一致しない短期では、両者は正の関係にあることは一般に認められている。ところで短期に有効需要政策がリアルな面で効果があるとすれば、それが契機になって民間投資が拡大し、一方では乗数効果を高めるとともに、他方では Y_p を増大させてインフレ率を下げる効果を持つ。この効果は労働組合が協力的であれば一層強められる。従って長期ではマネー・サプライの適当な管理とともに、インフレ率の低下と非自発的失業解消とが両立し得ることがある。1970年代後半の日本経済はこのことを実証した。

(14) 期待インフレ率は総供給関数のみならず、総需要関数にも導入されることができる。ところでインフレ期待が貨幣的現象だけでなく、実物経済面の動きによっても変化するとすれば（評論者はそのように思うが）、 $Y-\pi$

座標に描かれる総供給関数や総需要関数のシフトは、野口論文と異なった動きのものが容易に示される。

(15) 適合的期待や Fischer case に見られるような $Y > Y_p$ となるような Y あるいは Y_p をどのように解釈すればよいか。 Y_p を NAIRU (インフレを加速しない失業率水準) と両立する生産水準とみれば、このような Y の実現はインフレ率をやがては高めると考えるのか。

(16) 野口論文におけるショックは微少なかつ一回限りのものと考えられている。しかし天然資源に乏しく、災害の多い国で、しかも海外環境が激変する場合には、ショックは大域的また永続的あるいは反復的な場合も生ずる。後者の場合市場の調整能力は限られており、ルールに基づく金融政策だけでは対処出来ないと思われる。

また逆にルールによる金融政策は、民間部門における金融資産選択の態度等の変化を織り込んで行われるとされることもあるが(例えば $k\%$ ルールは金融当局が経済構造の変化を認知して行動することと両立するといわれる)、これは金融当局が情報使用について非常に賢明であることを表わすか。

(17) 野口論文では「政府の失敗」が非現実的に強調されすぎている。特に政策波及効果の動学的特性に関する知識の不足が、フィン・チューニングを否定する一つの大きな理由とされているが、これと合理的期待形成との関係をどう考えたらよいか。なお動学的特性に関する知識は増加しつつあると思われる。

定常状態における動きを平均的挙動とし、それに向って政策の実施を強調しているが、野口も認めているように、それはフィクションであり、特に日本経済ではわれわれがエビデンスとして実証出来ない状態に属する。

こうした状態を目指して政策実施を行うことは、幻影を求めて無駄な努力をすること(あるいは努力しないでいること)にならないか。

(18) ショックに対する適切な対応を政策当局自らが行うことに代替するケースとして、民間に対し必要な情報を与えることによって民間行動を変化させ、それによって同じ成果が挙げられる可能性を野口は論じている。この場合生ずる疑問は、政府が情報を与えないと民間はそれについて無知であるとするのか。また情報が与えられれば民間のそれへの反応を政府が予知出来るとするのか明らかでない。

以上

追記：野口論文では、そこでの議論を定常状態ではなく、一定の成長経路にそった経済状態に変換するには、トレンド分だけ修正すれば議論の本質は変わらないと仮定されているようである。しかし一定の成長経路の維持ということを、定常状態の比例的拡大とするフィクションを別にすれば、両者は質的に異なった経済である。

一定の成長率を維持するには、その安定性や一義性を確保するようないろいろな条件が満たされなければならない、これらの条件は静止経済にある定常状態とは無縁のものである。

フリードマン流の価格理論は、定常状態を仮定することにより、理論を“すっきり”したものにして、“きれいな”かつ確定した結論を導き出すことに成功する。しかし日本経済はこうした結論から導かれる命題とは違った命題を実行することにより、その成果を高めてきたというのが私の主張である。具体的には①財政政策でこそ日本は成功した、②市場機構がうまく作動しないときがある、③組織としての企業の能力を評価する必要がある、④労働者もリスクを分担する(この場合限界

生産力説は修正して使用される必要がある)、
⑤行政介入が有効である、⑥政府は市場の失敗を補完する能力を持っている、⑦外部市場だけでなく、内部市場の役割を日本では正当に評価すべきである、⑧市場その他経済運営のルールは、その国の歴史や文化を反映した特性を持つ、⑨日本においては経済「安全」保障という考慮が、市場機構では処理しえない

ものとしてしばしば登場する、⑩マーケット・メカニズムを支える人間像は東と西で必ずしも同じでない等がそれである。

これらの命題はフリードマンを含むあるシンポジウムにおいて私が提出したものである。金融政策の有効性を考える場合にも私はこれらのことを当然念頭に置いている。

金融政策運営の基本姿勢

— 基本的な考え方と野口論文へのコメント —

大阪大学 新 開 陽

1. 全般的コメント
2. 野口論文について

1. 全般的コメント

金融政策運営の基本姿勢を考えるにさいして、私のみるところ主たる論点はマネーサプライの増加率一定（静態フレームワークなら水準そのものが一定）のルールをどう評価するかである。コメントに入るまえに、まずこの問題をめぐって、2人の著名学者を引用しておきたい。

「もっとも重要なのは政策の着実さである。マネーサプライと財政制度を安定させるために、大いに努力すべきである」（ケネス・アロウ、Economic Impact、1981 II に引用）。「レーガン政策による人々の期待の変化を予想する向きもあるが、現状ではインフレ期待は長期にわたる段階的な通貨供給抑制策でしか解消できない」（ロバート・ルーカス、日本経済新聞56年3月17日に引用）。

アロウ教授は経済学全体に通暁しているだけでなく、思想的には進歩派とみられるので、上の引用は味わうべきものをもっている。マネーサプライ安定の主張が保守的イデオロギーを代表するというのは、ためにする言説である。ルーカス教授はいうまでもなく合理的期待派の代表者であるが、上の引用は、過去の通貨管理が不安定であったとき、金融政策への信頼感をとりもどすには時間がかかることを教えている。いずれも安易な裁量政策への警告である（ルーカス発言にはのちに再言及

する）。

ところで政策当局が管理できるベースマネーとマネーサプライのあいだには無視しえない不比例関係があると私には思われる。アメリカのマネタリストはこの点を軽視して、ベースマネーの管理が金融政策の望ましい運営にとって必要かつ十分とみているかのごとくである。日本にとって果してそれでよいのか、というのが私の提起したい問題である。

いま増分で書くと、マネーサプライ増は定義によって国際収支（総合収支）プラス銀行の自国証券購入（国内証券による貨幣供給）に等しい。総合収支のうち外貨準備の増減部分は当局の管理下にある。けれども、銀行の短期対外ポジションの変化部分は、当局のコントロールが直接およばない。民間非銀行部門との関係次第では、マネーサプライは大幅に変化しうる。たとえば民間非銀行部門が外国に証券を売却し（外資の導入）、調達した外貨を銀行が購入すれば、マネーサプライの増加と銀行の対外ポジションの改善が生じることになる。フロートの単純な理論モデルでは、公的決済ベース国際収支がゼロなら貨幣量一定とみなしている。しかしマネーサプライが関心事であるときには、公的決済ベース国際収支がゼロ（不介入）でも、自動的にマネーサプライが不変とはいえない。

アロウ教授は上記の発言に続いて、「マネーサプライが外貨の流出入で大きく影響され

るようになったので、あるいは外資移動を新たに規制する必要が生じているのかもしれない、不愉快で望ましからぬことだが」と述べている。わが国でも国際収支とマネーサプライの関係が、今後は重要な問題になるかもしれない。

不比例関係のもう一つの経路は、すでに周知のとおり、銀行の自国証券購入の部分がベースマネーだけでは管理できないかもしれない点にある。この経路については、素人の私が多言を費す必要は全くない。アメリカでの実情と思われるものに一言だけ言及して、問題を提起しておく。最近のアメリカではベースマネーの供給も安定していないが、それとマネーサプライの関係も不安定であるという。理由は金利の先行に関する予想が大きく動き、投機的な借急ぎまたは借控えが生じているからである。もしベースマネーの供給が安定的なら、このような投機は生じないと主張できるかもしれないが、この主張はまだ実証されていない。資産市場の性格として資産価格の変動幅が大きいことは異とするに足りないけれども、金利の乱高下だけでなくマネーサプライそのものが不安定化するなら厄介なことになる。

金融政策の基本姿勢として、マネーサプライ一定の立場をよしとするときの問題点を指摘した。これらはいわば技術的な問題点であるが、かなり重要ではないかと考える。なお断わるまでもないけれども、マネーサプライ一定の政策実施に技術的困難があるからといって、利子率一定の政策を採るべしという結論にはならず、いわんやファイン・チューニングを実施すべしという結論にはならない。前者については、マネタリズムの主張がほぼそのまま反論になるであろう。後者については技術的困難はファイン・チューニングのとき、

さらに大きくなるとだけ指摘しておく。

2. 野口論文について

野口論文は、金融政策が実質変数に影響をあたえるか否かという意味の「有効性」をまず検討し、それにのっとってファイン・チューニング（あるいは積極的裁量策）の可否を問うている。有効性の検討では比較的簡単なマクロ・モデルを提示し、図解を多用して理論的に分析をすすめている。他方、ファイン・チューニングの可否を問うさいには、経済知識の現状（その不完全さ）に訴える。

私はこのような接近法に賛成である。わが国では、合理的期待マクロ理論がジャーナリズムで異常と思われるほど熱心に論じられたが、そのほとんどが言葉のうへの議論に留まり、なかには正確に定義されない言葉だけが一人歩きする例も散見された。少なくともエコノミストが、合理的期待派の主張を念頭において金融政策の有効性を論じるときには、理論モデル分析をふまえるべきであると考ええる。本来のマネタリズムに関心のあるむきはもう少し経験的な叙述を歓迎したいと思われるかもしれない。しかしわが国の経験的分析の実情からみて（私はセントルイス連銀型のモデルには必ずしも賛成でない。新開〔1〕参照）、野口論文の接近法を採る。

接近法だけでなく、用いられたモデルも若干の折衷性をもっており、分析も分類学的に行われているので、私としてはあまり異論を唱えるところがない。以下ではやや細かい問題点、力点の置かたへの注文などを二、三指摘してみる。

(1) 有効性の定義

野口論文では、金融政策の「有効性」を、単にインフレ率に影響を与えるにすぎないの

ではなく、雇用や産出高などのマクロ実質変数に影響を及ぼすことと定義している。この定義で議論の本質的なところは十分にカバーできると考えるし、図解を用いるにはこの定義によるのが便利である。しかし、ファイン・チューニングに関して金融政策（あるいは財政政策）の有効性を定義するときには、実質産出高の分散を減少させうることとする立場もありうる。

たとえばサージェントは〔2, Chap・XV〕において、実質生産量の分散を最小にする金融政策ルールを分析し、ルーカス型供給関数・合理的期待・当局と民間の情報共有の仮定のもとでは、a) 政策ルールは決定論的（確率的であってはならぬ）、b) いかなるフィードバック・ルールも（貨幣供給一定のルールをふくめて）有効性は同じ、という結論を導出している。これが野口論文10頁でいう合理的期待形成のマクロ・モデルからの標準的帰結である。

いま引用したサージェントの結論と野口論文の1.(5).(ハ)の結論はほとんど同じである。しかし、「金融政策の効果は、期待されない貨幣供給量の変化による」との叙述は、誤まりではないが、サージェントの定義では期待されない貨幣供給変化は有効性をもたないのである。また「長期均衡では攪乱がゼロになるか、あるいはその値が知られるため、産出高に対する影響は消滅する」との叙述も、野口モデルでは正しいとしても、サージェントらの立場からは不本意であろう。攪乱が常に存在しても、分散を最小にするのは貨幣供給一定ルールをふくむ決定論的政策である。

野口論文の有効性の定義では、当局がランダムに行動すると金融政策は有効ということになるが、言葉の一人歩きの可能性を考えると、この定義はいささかまずいのではないかと

(2) 政策変数の予想（期待）

野口論文では貨幣供給の増加率を人々がどう評価するかの問題は、（注1）で簡単に触れるに留まっている。おそらく叙述の便宜上この問題を捨象されたのであろうが、もう少し詳しく説明してもよかったのではないかと。

この点に関して、本稿の冒頭で引用したルーカス教授の発言をもう一度くりかえしておきたい。レーガン経済政策を全体としてインフレ的と評価したのち、インフレ期待の急速な沈静はなく、「現状ではインフレ期待は長期にわたる段階的な通貨供給抑制策でしか解消できない」という。これを不注意に読むと、ルーカスは適合的期待を念頭においているのかと受けとりかねない。しかしそうではなく、ルーカスがいわんとしたのはこうであろう。アメリカの貨幣供給の増加率がこれまで大幅に変動してきたので、人々が金融引締めを永続的なものと受取るまでには時間がかかる。換言すれば、貨幣供給増加率のうち、一時的部分の比重が大きく、永続的部分の比重が小さいのである。

この種の議論は（野口氏も他のところでくわしく紹介されていたと思うが）、合理的期待形成派にもつとも特徴的なものである。わが国の金融政策の有効性（たとえば普段はファイン・チューニングを実施せず、いざというときのみ裁量政策を行うなど）を考えるさいにも、なかなか重要な論点ではなからうか。

(3) 供給ショック

需要ショックに区別して供給ショックをとりあげ、単純な相殺政策が不可能である点を指摘されたのは、きわめて適切であると考ええる。また供給ショックを総供給曲線のシフトと定義して分析をすすめるのも、一次接近と

して結構かと思う。しかし日本が直面する供給ショックとしては、交易条件（生産物価格と原燃料価格の比）の大幅変化がすぐ念頭に浮ぶが、その効果はもう少し複雑でありうる。たとえば労働供給が価格非弾力的であるときには、完全雇用水準は定義によって不変である。しかし完全雇用産出量は、この種の供給ショックののちすこし減少する（実質賃金がいかに調整されても）。したがって、オーカン法則(3)をそのまま用いて、産出量と雇用を平行的に取扱うことはできない。ただしこれは、いささか「ないものねだり」の批判である。

同様に「ないものねだり」の批判になるが、日本の交易条件の大幅変化などを念頭におくと、企業の価格決定式(2)も単純な賃金マークアップではなく、賃金と原燃料価格の関数になる。この価格決定式はむしろ生産物供給と相対になっており、もし賃金が硬直的なら政策当局の困難は大きなものになる（たとえばソロー〔3〕）。

(4) 賃金・価格の硬直性

野口論文ではフィッシャーなどを引用しながら、名目賃金と価格が硬直的なケースを分析している。これに関しては、さしあたり次の3点を（超越的だが）指摘しておきたい。

ある種の価格硬直性を導入しても、裁量政策は無効であるような合理的期待モデルをつ

くることができる。たとえば Mc Callum〔4〕などをみよ。マッカラムの価格硬直性はやや人為的すぎると思うが、このようなモデルが提示されていることは記憶しておいてよい。

賃金については、実質賃金の硬直性がしばしば主張されている。たとえば Sachs〔5〕とそこで引用された文献など。さきに言及した日本の供給ショック、すなわち交易条件の大幅変化は、1つの重要な相対価格の外生的変化である。もし実質賃金が硬直的なら、もう1つの重要な相対価格が外生変数となる。このように重要な相対価格が2つも外生変数であるときに、貨幣供給一定のルールが望ましいかどうかは、野口論文では未解決であると思われる。

フィリップス曲線の傾斜が急であることは経験的に認められつつあるが、同時に非自発的失業の重要性を否定する「新しい雇用観」がアメリカのデータによって疑問視されつつある（Clark and Summers〔6〕、Akerlof and Main〔7〕など）。日本で「新しい雇用観」が妥当性をもたないことはいうまでもなからう。非自発的失業の存在を賃金硬直性で説明するかどうかは別にして、野口論文の長期トレード・オフの留保は1割の比重という判断は少し疑問である。

以 上

【参考文献】

- [1] 新 開 陽 一 「マネタリズムの綱領と論争点」『週刊東洋経済』近代経済学シリーズ、昭和56年5月18日号
- [2] Thomas J. Sargent Macroeconomic Theory, Academic Press, 1979
- [3] Robert A. Solow “What to Do (Macroeconomically) When OPEC Comes”, Stanley Fischer ed., Rational Expectations and Economic Policy, Chicago U.P., 1980.
- [4] Bennett T. McCallum “Rational Expectations and Macroeconomic Stabilization Policy”, Journal of Money, Credit and Banking, 12, November 1980 Part 2.
- [5] Jeffrey D. Sachs “Wages, Profits, and Macroeconomic Adjustment: A Comparative Study”, Brookings Papers on Economic Activity, II 1979.
- [6] Kim B. Clark and Lawrence H. Summers “Labor Market Dynamics and Unemployment: A Reconsideration”, Brookings Papers on Economic Activity, I 1979.
- [7] George A. Akerlof and B. Main “Unemployment Spells and Unemployment Experience”, American Economic Review, 70, December 1980.