

IV. 討 議 の 概 要

1. 物価と雇用（産出高）のトレード・オフ関係
 - (1) フィリップス曲線の形状
 - (2) 合理的期待形成の妥当性
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、固定ルールか、或いはグラジュアリズムか

1. 物価と雇用（産出高）のトレード・オフ関係

(1) フィリップス曲線の形状

熊谷 従来のオーソドックスなケインジアンは、金融政策を有効需要調整政策として積極的かつ裁量的に活用すべきであると主張してきた。この背後にはフィリップス・カーブの存在、言い換えれば物価と雇用ないし実質産出高との間のトレードオフ関係が想定されている。一方、マネタリストは自然失業率仮説に基づいて、マネーの増加は長期的には物価を押し上げるだけの効果しかもたないとして、ケインジアン的な政策を批判している。また、最近脚光を浴びている合理的期待仮説をマクロ経済面に適用して、予期された政策は短期においても実質産出高に影響を与えることができないとの考え方もある。

そこで、金融政策運営の基本姿勢について検討するに当たり、まず、マネーが物価と雇用ないし実質産出高にどのような影響を与えるかという基本的認識に関する議論から始めたい。

野口 自然失業率仮説、あるいはマクロ合理的期待仮説から導かれる政策的インプリケーションは、経済学者のみならず政策当局からも非常に強い関心が寄せられている。

合理的期待のマクロモデルから得られる結論、すなわち裁量的な財政金融政策はそれが民間経済主体に予期されている場合には効果がないという結論は、普通、合理的期待仮説のみによって導かれるという印象を与えがちである。しかし、理論的には、この結論は単に合理的期待のみではなく、長期的な総供給関数が垂直であることにも依存していることに注意すべきである。

そこで、長期的な総供給関数が垂直であるか否か、言い換えればインフレ率によって失業率ないしは実質産出高が長期的に影響を受けるか否かについて考えてみたい。教科書的に考えれば、インフレは価格水準を変えるだけで相対価格を変化させるものではないから実体経済に影響を与えないと結論されるが、現実には必ずしもあてはまらない。この理由としては、次の2つが考えられる。1つは、経済主体が自己の生産物の絶対価格の変化を経済全体のインフレ率の変化ではなく相対価格の変化によるものであると錯覚して供給量を変化させる、例えばインフレ率上昇による名目賃金の上昇を実質賃金の上昇と誤認して労働者が供給を増加させるというルーカス流の考え方であり、これによればインフレ率に対する人々の期待が正確であればインフレ率の変化は実体経済に影響を与えず、したが

って長期的な総供給関数は垂直であると結論される。

いま1つは、私が報告論文で指摘したように、賃金決定における労働組合の交渉力と価格決定における寡占的企業のマーク・アップの行動によってインフレ率の変化が実体経済に影響をおよぼすというケインジアン的な考え方である。この場合には、長期的な総供給関数は $\pi = \beta\pi^* + \mu(Y - Y_p) - \tau$

$$(\beta = r\delta, \mu = r\nu\alpha)^{(注)}$$

となり、 β が1に等しければ垂直となり、 β が1より小さければ長期的にも右上がりの傾きをもつ。ここで β が1であるか否かの問題は、賃金交渉にあたって労働者に貨幣錯覚が存在しないか否か、企業が賃金上昇率を完全に価格転嫁するか否かという問題に還元される。つまり、①労働者に貨幣錯覚が存在するか、あるいは②企業の価格転嫁が完全でない場合には、総供給関数は長期的にも右上がりとなり、自然失業率仮説は否定されることになる。

このように2通りの考え方ができるが、いずれにせよ長期的には総供給関数は垂直に近いと考えるのが自然であろう。たとえ後者の考え方にたつとしても、長期においても経済主体は非合理的であって貨幣錯覚や賃金上昇分の価格転嫁の不完全性が残るとは考え難いからである。

内田 現実の日本経済、あるいはそこにおける経済政策を考えるという視点から野口論文に対するコメントを述べてみたい。

野口氏に限らず多くのマネタリストやラシヨナリストについてあてはまることであるが、

まず静態的、定常的な世界を想定してモデル分析を行い、それを現実の動学的な世界に適用しても議論の本質は変わらないことを頭から前提にしているように思われる。つまり、定常状態での結論を一定の成長経路に沿った経済状態での結論に変換するには、トレンド分だけを上乘せすればこと足りると仮定しているとみられる。しかし、現実の経済成長が定常状態の比例的拡大であると仮定することは、あまりにも非現実的である。この点がマネタリストやラシヨナリストの考え方の最も根本的な問題であり、以下に述べる批判もこれと深い関連がある。

野口モデルの具体的な問題点を指摘すれば、まず期間の概念に疑問がある。野口氏は、①期待値と現実値が一致しない期間を短期、一致する状態を長期、あるいは②定常状態に達するまでの期間を短期、定常状態に達した状態を長期、と考えているようである。しかし、現実経済との関連性をもった分析、あるいは現実的な政策提言が可能な分析を行うためには、長期とは5年、10年、20年と続く成長路線のことを言い、短期とはそれら成長路線の中での短期的なフレと考える方がより適切であると思われる。なぜなら、先ほど指摘したように、現実経済は定常状態の比例的拡大ではないからである。

また、野口モデルでは正常産出高水準 Y_p は固定的なものとして捉えられているが、これは現実経済を考える場合にはあまり適切ではない。現実には技術変化等を反映して経済構造自体が刻一刻と変化しながら拡大しており、 Y_p の値を一定とみなすことはミス・リ

(注) ここで、 π はインフレ率、 π^* は期待インフレ率、 Y は産出高、 Y_p は自然失業率に対応する産出高(潜在<正常>産出高)、 r は価格決定過程における企業のマークアップ率、 δ は賃金決定過程における労働者の貨幣錯覚の程度。詳しくは報告論文5ページ参照。

ーディングである。特に日本経済はダイナミズムに溢れており、経済成長が技術革新を誘発して生産性を向上させ、それがまた経済成長を促進するという側面も無視できないのではないだろうか。

こうした現実経済についてのイメージ・捉え方の相違は財政・金融政策運営を論ずる際の重要なポイントであると思われる。後の論点を先取りするかたちになるのでごく簡単に述べるに止めるが、何らかの市場の不完全性によって長期的な資本の限界効率が著しく低下したような状況では、景気刺激政策が乗数過程を通じて有効需要を拡大し、 Y_p の水準自体を高めることは十分に考えられるところである。昭和54年から55年にかけての設備投資の拡大は昭和52、53年の景気刺激策がこのようなプロセスを通じて有効に作用したとみるべきであろう。

このような意味で、野口氏のモデルは理論的には興味深いが、現実経済、とりわけ日本経済との relevancy という観点からすればフィクションであり、容認し難い。様々な仮定のうえに成立つ理論的な命題をそのまま現実経済に適用しようとすることには批判的にならざるを得ない。

新開 物価と失業ないしは実質産出高の関係について、理論的というよりは、むしろ現実経済の観察から得られた経験則を中心にして述べてみたい。

まず、物価と雇用の長期的なトレード・オフについては、国際的、歴史的に概観すればその存在は疑問ではないと思われる。現在の時点で各国を眺めると、インフレ率が最も低いグループである日本、西ドイツは他国に比べて景気が悪いとはいえない。一方、日本、西ドイツ、スイスを除いた先進諸国は、概ね10～20%程度のインフレ率であるが、景気

が良いとは言えない。むしろ日本より少し悪いとみて差し支えない。また、イスラエルや南米の若干の国では3桁のインフレ率を記録しているが、それでは景気が日本より格段に良いかと言えば、逆に悪いとみられる。つまり、国際的にみた場合、インフレ率の高い国が失業率が低いとは到底言えない。歴史的にみても、明治以降の日本を概念した場合、必ずしもインフレ率の高い時期の方が失業率が低いとは言えない。

次いで、短期的なトレード・オフについて考えてみれば、これは存在すると思われる。ただし、後の論点と関連して注意すべきことは、短期的トレード・オフの存在を認めることとそれを積極的に利用して経済全体をファイン・チューニングできると考えることは直接結びつかないことである。ファイン・チューニングが成功するためには、景気の現状を的確に判断して素早く手を打つ必要があることはいうまでもないが、これはなかなか困難なことである。例えば、米国の大方の予測専門家は1979年第4四半期における米国の実質GNPについて計数発表の直前まで0～-5%成長と悲観的な予想をたてていたが、実際はプラス成長(季調済前期比年率+2.0%)だった。要するに、四半期のスパンでさえも景気の現状がどうなっているかさえ正確に把握することは難しい。

蠟山 少なくとも短期においては、インフレと失業とのトレード・オフ関係を前提にしたモデルを設定することは、当面の政策を考えるうえでは有効であろう。しかし、そのトレード・オフの程度というのは常に一定ではなく、中長期的には十分変化するものと思われる。したがって、抽象的な議論だけでトレード・オフを考えるのではなく、経済構造の細密な観察や分析を通じて結論を導き出すべ

きであろう。その意味では、野口論文でひとつの前提とされているオーカンの法則（失業率は生産能力と現実のアウトプットとの差に比例して動く）も、現実の日本経済に妥当するかどうか改めて検討してみる必要がある。

矢尾（神戸大学名誉教授、フロアー参加）最近の金融政策の有効性を巡る議論は総じて自然失業率仮説やマクロ合理的期待仮説を軸として進められているが、これらは根本的には貨幣バール観に立った考え方であると思われる。しかし、従来のオーソドックスなケインジアン立場からいえば、金融政策が実体経済に影響を与えるルートとして金利を重視し、マネタリーなものがリアルな経済を動かすものと考えてきた。そのような前提にたって金融政策を論じたからこそ、ある程度意味のある結論を引き出し得たし、現実の政策のツールとして役立ってきたものと思われる。マクロ合理的期待仮説や自然失業率仮説のような貨幣バール観に立脚して金融政策を論じること自体にどのような積極的意味が見いだせるのであろうか。

熊谷 確かに、自然失業率仮説やマクロ合理的期待仮説は、オーソドックスなケインジアン発想とは根本において非常に異なることは事実である。このような全く違った発想が世の中に受け入れられる、あるいは少なくとも人々の注目を集める背景には、全世界的にインフレが定着しつつあるという認識が広く人々の間に存在するからであるとみて間違いないだろう。このような時代背景ゆえに、ケインズが想定した1930年代初頭の経済とは違い、政策を考えるに当ってはインフレ期待の問題を抜いては論じることができない状況になっていると思われる。

自然失業率仮説やマクロ合理的期待仮説は、その現実妥当性はともかくとして、インフレ

期待の問題を理論的にはかなり体系的に取扱うことに成功している側面があり、全く無視できるものではないと思われる。これをふまえてケインジアンとしても従来の考え方をどこまで変えていかなければならないのか、あるいは変えなくても良いのか、を考え直す必要に迫られているとみることができよう。

野口 矢尾氏の指摘通り、ケインズ経済学は金利を通じてリアルな経済をコントロールできると考えてきたが、熊谷氏が述べたように現在ではインフレが全世界に蔓延しておりこのような状況下では金利を通じるルートが所期の狙いを達成できない可能性があることに留意すべきである。例えば期待が適切な場合を考えれば、短期においてはマネーサプライを増やせば利子率は下がり、景気刺激効果が出る。しかし、それが次第にインフレ率を引上げ、人々のインフレ期待を高めるから、長期においては実質産出高はもとの水準に戻ってしまうということ、すなわち自然失業率仮説の描く世界が生じる可能性がある。ケインズ経済学では、このように重要であるインフレ期待の問題を十分に扱いきれていない点に問題があると思われる。

館 雇用量は常に実質賃金のみ関数であるような古典派的世界を前提にすると、野口氏が指摘するようにインフレは相対価格の変化ではないから経済の実体面に影響を与えない。経済を実体面と貨幣面に完全分離してしまう貨幣バール観的な結論が導かれる訳である。このような世界を想定してしまえば、出てくる結論はある意味では自明になってしまう。

しかし、雇用量は常に実質賃金のみ関数であるとは考えない方が自然ではないか。その場合、実質賃金以外の要因としては有効需要の増減が重要なのではないか。賃金上昇率あるいは物価と失業率との間にトレード・オ

フ関係がないという場合、自然失業率仮説が想定するような垂直の総供給関数以外にも、少なくとも理論的にはハロッドが主張するように総供給関数が水平であるケースもあり得るのである。

ケインズ自身は有効需要の重要性を強調する一方で、古典派の第1公準を認め、実質賃金の変動を経なければ雇用は拡大しないという立場をとっている。しかし、この後者の点はケインズ理論に残された古典派のシッポとも言えるべきものであり、本来ケインズとしてはこれを肯定せずに有効需要の増減が雇用水準を決めるとのみいった方が首尾一貫していたのではないかと。

野口 確かに短期においては、館氏が指摘するように、相対価格の変動をもたらさない通貨供給量の変化が実体経済にインパクトを与えていることを否定するものではない。

しかし、そのことをもって直ちにケインジアン的な考え方を正当化しようとすることは論理的にみた場合、飛躍であろう。先ほど述べたように、通貨増加によって名目価格が上昇したときに人々がそれを相対価格の変動であるか絶対価格の変動であるか見分けることができないため、相対価格の上昇であると錯覚して供給量を増加させ短期的には実体経済がインパクトを受けるというルーカス的な説明も少なくとも論理としては可能である。パローは「貨幣というのはベールである。しかし、ベールが揺れることによって実際の経済にサザ波が立つ」と表現している。もし、通貨供給量の変化がこのような人々の誤認に基づくメカニズムを通じて実体経済に影響を与えているのであれば、人々が誤認しなくなる、つまり金融政策が人々に予想され名目価格の上昇が単なる絶対価格の変化であると見抜かれた場合には、金融政策は経済のリアルな変

数に影響を与えない。影響をもつとすれば、唯一、通貨当局が人々の期待を裏切った場合であるが、人々はそのような通貨当局の行動を経験による学習によって次第に予想してしまうようになるのではなからうか。もちろん、このような説明が絶対的であるというのではないが……。

また、賃金ないし価格の調整過程にある種の遅れがあることを理由に通貨供給量の変化による名目価格の変動が実体経済に影響をおよぼすとするケインジアン的な説明が正しいとしても、それはあくまでも短期の話であって長期においても妥当すると考えることは不自然ではなからうか。先ほど述べたように、長期にわたって労働者に貨幣錯覚が存在したり、賃金上昇分を企業が価格に転嫁しないと考えることは非現実的であると思われる。

今、議論している主たる問題は、金融政策によってリアルな変数をコントロールできるかということであるから、ルーカスの世界においてはもちろん、短期の調整ラグがあるケインジアン的な世界においても長期にはこれは不可能であるといわざるを得ない。「インフレで雇用を買う」ことはできないのである。

館 野口氏は「インフレで雇用を買うことができるか」という問題提起をされたが、そもそもケインズ経済学は、有効需要を刺激することによって、物価をそれほど上昇させることなく、もっと言えば全くインフレを起こさずに雇用の増大を招来できる可能性があることを明らかにしようとしてきた。

もちろん、雇用の拡大を狙った政策が常にインフレを発生させない、すなわち、フィリップス曲線は常に水平であるといった極端な主張をするつもりはない。自然失業率仮説が妥当するような状況も時と場合によっては発生するだろう。言いたいのは、自然失業率仮

説が常に成立し、金融政策が経済のリアルな側面に全く影響を及ぼさないと思ひ込まない方がよいということだ。

新開 ルーカス流のモデルでは人々は相対価格のみをシグナルにして行動すると考える。一方、館氏は、人々は相対価格が変わっていないと思っても需要が増えれば供給を増加させる、すなわち相対価格には比較的無頓着であると考えている。両者の違いを明瞭にすれば、こういうことだろう。

ところで、実際に人々がどのように考えているかという点であるが、日本の場合には相対価格を目安にしない局面が比較的長く続くという印象を持っている。若干の実証研究を行っただけではあるが、3年から4年といった期間では、人々は相対価格が上昇したと思わなくても供給を増加させるということはある得ようである。

野口 確かにルーカスの理論モデルは人々が相対価格の変化にのみ反応する世界を想定している訳だが、現実の世界では常にそうだとはいえない可能性はある。報告論文でも示したように、インフレ率の水準自体が低いような経済では人々はインフレに対してそれ程敏感ではなく、相対価格の変化がなくても物価水準の変化に対して供給を増減させることもあろう。新開氏が指摘されたのもこのような状況ではないかと思われる。

しかし、インフレ率の水準そのものが高い経済においては人々は否応なく実質価格で行動せざるを得ないはずであり、相対価格をシグナルにして行動する状況も否定はできない。

内田 野口氏は貨幣錯覚がなければ長期的なトレード・オフ関係は存在しないと考えているようであるが、現実問題として考えた場合、これは不可解な話であると思われる。例えば、労働者が現実経済は成長路線にのって

おり、短期的には低い賃金を受入れた方が長期にはより高い成長が実現でき、その方が長期的にも自己の賃金も高くなると考えた場合には、現在低い賃金を受入れるということはある得よう。表面的に観察すればこれらの行動はあたかも貨幣錯覚に基づいているようにみえるが、それは人々の合理的行動の結果であるのかもしれない。

野口 短期的にそういった側面があることを否定しないが、そのこととフィリップス曲線が長期においても右下がりになるという主張がどのようなロジックによって結びつくかは今ひとつ不明確であるように思われる。

鈴木 短期はともかく、長期のフィリップス曲線が右下がりであるということは、野口論文に則して考えれば、企業が賃金上昇分を長期にわたって完全に製品価格に転嫁しないか、あるいは労働者に長期にわたって貨幣錯覚があることを意味している。もし長期にわたって価格転嫁が不完全であるということは、とりまなおさず資本の分配率が傾向的に低下、労働の分配率が長期的に上昇することであり、現実には考えにくい。同じように、労働者に貨幣錯覚が長期においても残るということは実質賃金が年々低下してしまい労働分配率が傾向的に下降することを意味するが、これもまた不自然ではないだろうか。長期のフィリップス曲線が右下がりであるという考え方を支持される立場の方はこの点をどうお考えか。

館 私の主張は専ら短期の観点からのものであって、長期については特に論及している訳ではない。しかし、恐らくは、長期においても多少のトレード・オフが残る、すなわち長期のフィリップス曲線も若干は右下がりになっているのではないかと考えている。その場合、原因は、野口論文に則していえば貨幣錯覚であろう。貨幣錯覚はそれほど簡単にな

なくなってしまうとは考えられないのではなかろうか。もちろん、貨幣錯覚がなくなる状態を「長期」と定義するのであれば別だが。

鈴木 3年、4年もの間、貨幣錯覚が持続するというのは現実の問題としてはあり得ないのではなかろうか。

館 若干違った角度から考えてみたい。現実の経済では資産効果があるといわれることが多いが、貨幣錯覚がなければ資産効果はあり得ない。したがって、資産効果を含んだモデルを考えるということは貨幣錯覚が存在することを前提にしているとみなすことができる。このようなモデルを想定すると、経済の成長過程では物価の安定が資産の実質価値を高め支出に対して刺激的に働くというルートが存在する。つまり、物価安定政策が同時に雇用拡大政策にもなるという局面が、常にではないにしてもあり得る。

鈴木 館氏の考え方にも通じるが、マネーサプライが増加すると、マネーと実質資産との資産選択行動を通じて均衡実質金利が低下し、これによって資本蓄積のスピード・アップがもたらされるというようなモデルも考えられる。いわゆるトービン効果を組み込んだモデルである。このような場合、正常産出水準 Y_p 自体がシフトするから、長期フィリップス曲線は右下がりになる。その程度についてはそれほど大きくないと思われるが、長期においてもトレード・オフが残るという考え方のひとつの理論的余地であると考えられよう。

(2) 合理的期待形成の妥当性

熊谷 野口論文によれば、民間経済主体に予期されている政策は効果がないというマクロ合理的期待モデルの結論は、合理的期待の仮定に加え長期フィリップス曲線が垂直であるという仮定に依存しているとされている。

これまで専ら長期フィリップス曲線の形状について議論が集中してきたので、ここでもうひとつのファクターである合理的期待に議論をすすめたい。

野口 合理的期待について論ずる場合、弱い意味 (weak form) での合理的期待と強い意味 (strong form) での合理的期待に区分することが、混乱を招かないためにも是非必要であると思われる。

まず、弱い意味での合理的期待とは、人々が将来の予想形成に当って利用可能なすべての情報を利用するということである。例えばインフレ率の先行きを予想する場合に過去のインフレ率からだけではなく、現在の政府の政策態度や将来誕生しそうな政権の考え方等の他の要因をも利用するといった行動を指す。このような弱い意味での合理的期待については、恐らく異議をとる向きはあまり存在しないのではなかろうか。現実問題としても株式市場や外国為替市場等の高度に組織化された市場では、例えば政策変化を織込み済みという表現がしばしば使われるように、人々は過去の価格のみを目安に行動していないことは明らかである。

問題は強い意味での合理的期待である。これは人々は、経済の構造を熟知したうえで予想を形成しており、結果として平均的には予想が当たるとことを意味している。通常、合理的期待仮説のいう合理的期待はこれを指し、この強い仮定に批判が集中している訳である。強い意味での合理的期待が実際の社会においても成立するということは常識的な判断ではかなり無理があり、これらの批判はもっともな側面があると思われる。

しかし、この強い意味での合理的期待は経済分析にとって非常に強力なツールであり、この導入によって新次元が開かれていること

も否定できない事実である。したがって、これを用いた理論モデルによる結論を一定の健全な常識に照し合わせて評価するということが望ましいと考えられる。

内田 野口氏は、いとも簡単に「すべての情報を使って」と言いきってしまうが、実際には非常に多くの情報が存在するから、人々がどのインフォメーション・セットを使うかによって結論は変わってしまうのではないか。野口論文にみられるように、非常に単純で特殊な形状をしたフィリップス曲線やマーク・アップ方程式を前提にして総供給関数を導出するというのは、あまりにも非現実的であり、ミス・リーディングである。

日本の場合を例にとつて言えば、フィリップス曲線を定式化する場合、日本的雇用慣行等が現実存在しているから、人々はそれをインフォメーション・セットに組み込んで長期的視野から行動するため、そうでない場合のフィリップス曲線とは当然違ってくるはずである。マーク・アップ方程式においてもそういうことがあるし、失業率と産出高を結びつける方程式にしても資本蓄積は考慮されていない。人々は当然このような情報を利用して供給態度を決定し、それが集計されて総供給関数になるのであるから、野口氏のような簡単な総供給関数では到底合理的期待を満たすような予測値は得られないのではないか。

野口 内田氏が指摘するように、人々が日本的雇用慣行や資本蓄積を念頭において行動していることは事実であろう。それを否定するつもりは全くない。

しかし、報告論文におけるモデルは、あくまでも金融政策が何をなし得るかを検討するという目的で構築したものであり、その目的にとって本質的と思われたいものは捨象してある。それを追加的に挿入しても結論が変わ

ないのであれば、とりたててそれを追加する必要はないからである。要するに、資本蓄積や日本的雇用関係を組み込んだモデルを作っても、金融政策の視点からすれば、本質的に違う結論が出るとは思われない。

館 経済論理というのは、現実そのものの描写ではなく、ある観点から現実を切りとるためのものである。例えば、アロー＝ドゥブリュー流の一般均衡モデルなどは非常に強い仮定がおかれており、全く非現実的なものではあるが、経済学は時としてそういう方法をとることを必要とする面もある。結局、それから導出される結論が実際の経済政策にどれだけ寄与するかという観点から仮定の意味を考え、修正していくことが重要である。

残念ながら、経済学はこれまでのところ予想の定式化については十分な結論を引き出し得ていないのが実情である。こうした状況のもとでは、強い意味での合理的期待を仮定した理論モデルが非現実的であるからといって、頭から否定することはできない。ただ、それを直ちに実際の政策に結びつけようとすることは危険であり、抵抗を感ずる。

熊谷 これまでの議論の中でも、現実経済をどうとらえるかという基本的認識が、金融政策のあり方を規定する重要な要因であることが強調されてきた。これは理論的な考察もさることながら極めて実証的な検討を要する課題でもある。そこで、この問題に関連する実証研究をすすめている日本銀行金融研究局から、これまでの研究成果を御披露願いたい。

塚越 最初に、わが国における自然失業率仮説の妥当性を実証的に検討するために当局加藤文夫が行った計測の結果を紹介したい（席上配付資料1参照<51.52ページ>）。この計測の手順は、まず時系列モデルによって

期待インフレ率を推定し、そのうえで現実のインフレ率が、推定された期待インフレ率、失業率、労働生産性の関数と考えてこれを計測する。期待インフレ率にかかる係数が1に近ければ、長期的なフィリップス曲線は垂直であるとみなすことができる。

計測結果をみると、1960年代から最近時にいたるまでの全期間を通して計測した場合、雇用状況を表す代理変数を変えて計測してみても、期待インフレ率にかかる係数は、いずれもかなり1に近い。このことは、第1次石油ショックの前と後とで失業率にかかる係数の値をかえてみても殆どかわらない。これらの計測結果は、わが国において自然失業率仮説が成立していることを示唆しているとみなすことができる。

次いで、わが国におけるマクロ合理的期待仮説の妥当性を検証するために、当局瀬尾純一郎・高橋亘が行った計測を紹介する（席上配付資料2参照<53ページ>）。実証分析の方法としては、「予想されたマネーサプライの変化は実体経済に影響をおよぼさない」という命題に従って、マネーサプライの変化を予想されたものと予想されないものに区別して実体経済との関係を調べるというバローの方法を踏襲している。

結果としては次の2点が挙げられる。第1に、マネーサプライの予想された変化も実質GNP、あるいは鉱工業生産と無関係ではないということ。これは、予想されたマネーサプライの変化も実体経済に影響を与えることを示唆しており、その意味ではわが国におけるマクロ合理的期待仮説の妥当性を否定しているとみることができよう。しかしながら、第2に、実体経済に対する影響は予想されたマネーサプライの変化よりも予想されないマネーサプライの変化の方が強いとの結果も同

時にでていることも注目される点である。

もちろん、これらの実証結果は様々な仮定に依拠しており、直ちに現実がこの通りであるという訳ではないが、日本経済の現実を理解するうえで少しでも役に立てば幸いである。

2. 金融政策の最終目標の絞り方

熊谷 続いて、これまでの議論をベースにして、「金融政策の最終目標の絞り方」について発言をお願いしたい。

野口 金融政策だけではなく、マクロ的な経済政策一般について考えるとき、その政策を評価する人々の選好の中に雇用とインフレという2つの要因が入っていることは多くの人々が認めるところであろう。つまり雇用やインフレは人々の効用に影響を与えるから、政策運営を行う場合にはそれを念頭におかねばならない。

ところで金融政策がコントロールできるものは、これまで述べてきたとおり短期的にはともかく、長期的にはインフレ率であると思われる。したがって、報告論文の結論部分に書いたように、金融政策の最終目標を物価安定に絞っても良いかとの問いに対しては8割方肯定したい。もちろん8割という数字に厳密な意味があるわけではない。2割方の留保おいた理由は、ひとつはスタンレー・フィッシャーの言うような調整ラグの存在によって中期的にインフレと失業のトレード・オフ関係が残る可能性があることである（報告論文11ページ参照）。今ひとつは、物価安定といっても短期の物価安定を狙ったファイン・チューニングには問題が多いからである。この理由については後の論点と重なるので省略するが、ここでは物価安定といっても長期的な意味でのそれであることを強調したい。

館 やや超越的な観点から、野口氏の考え

方に異議をとねえたい。それは、雇用の拡大・安定は経済政策の究極の目標であっても、物価の安定はそうではないという点である。もしインデクセーションがなされれば、インフレそれ自体によって人々が困ることはない。やはり、経済政策の究極の目標は、実体的な面に主眼がおかれるべきであろう。

熊谷 館氏は、雇用等のリアルなものが最終目標であり、物価の安定はそうではないと主張されるが、世論調査等を実施すると国民の多数が物価安定を望むという結果が出ることは紛れもない現実である。

これは現実のインフレが、経済学が一般に想定するように相対価格不変のもとで名目価格のみが変化するというのではなく、相対価格の変化を伴いながら絶対価格が変化するというところに、ひとつの問題があるのかもしれない。

館 確かに熊谷氏の指摘のように、インフレが一般的に相対価格の変動を伴うのであれば問題が生じる。また、インデクセーションが行われても、貨幣に対してはエスカレーター一条項の適用が困難であるから、他の資産との相対価格が変化することは否定できない。

野口 完全に予測された一定率のインフレで、しかも税制も含めてすべての経済制度がそれに対して完全にインデクセートされている状況の中では、貨幣にエスカレーター一条項を適用できないとしてもそのコストは銀行に足繁く通うために「靴底が減る」コスト程度のものであり、全体としてみた場合にはインフレのコストはそれほど大きくないと考えられる。

むしろ、インフレが問題になるのは、通常のインフレが予想されないものであり、したがって完全なインデクセーションがなされにくいいため、所得分配に大きな影響をもたらす

からであろう。

また、インフレ率の激しい変動は人々を混乱させ、ひいては全体的な経済効率の低下をもたらす危険も無視し得ない。インフレと失業のトレード・オフではなくて、インフレが失業を発生させるという右上がりのフィリップス曲線さえあり得るのである。たとえインフレ率の水準は高くても安定的であれば、それは人々の期待に織込まれるから問題がないではないかという原理的な批判もあるが、経験的には高いインフレ率のもとでは振れが激しくなり分散が大きくなりやすい。

したがって、最終目標であるか否かは別として、インフレ率の制御は金融政策にとって十分意味がある目標であろう。

館 現実問題としてのインフレを考えた場合には、野口氏が指摘するような弊害を否定することはできない。抽象的な理論の世界を想定して物価安定は最終的な政策目標ではないというような極端な表現をしたが、これはどのような事態が起ころうとも常に物価安定のみが最終目標であるとは考えない方が良いということを際立たせたかったためであり、決して「物価安定が重要ではない」と思っている訳ではない。

最終目標であるか否かに拘らず、物価安定が望ましいことは言うまでもない。とりわけ、現在のようにインフレ・マインドが世界的にはびこり、何らかのショックでインフレが一気に燃え上がりやすい状況では、政策当局が物価安定を最優先の課題として掲げることは当然であろう。

内田 物価安定と雇用の拡大・安定とを全く切り離して議論するのは納得できない。また、金融政策のみが物価を安定させると考えるのも飛躍がある。

現実のインフレは、交易条件の変化、設備

投資の状況、あるいは技術革新のスピード等々の様々な実体経済面の条件によっても影響されているのであり、純粋な貨幣的現象ではない。したがって、金融政策だけで物価安定を達成できるのではないし、他のある政策のみで雇用拡大を実現できるわけでもない。2分された世界で金融政策は貨幣的現象のみを管理するという発想ではなく、現実には貨幣面も実体面も複雑に絡み合っているのだから、やはり金融政策といえども物価と同時に雇用にも配慮していく必要がある。

野口 物価安定は金融政策のみによらないということは全くその通りであって否定するつもりはない。しかし、それは金融政策の目標は物価の安定に絞るべきだと結論とは矛盾しない。他の政策を組み込んで正常産出高水準自体を引上げようとするのは、明らかに長期的なインフレ率に好ましい影響を与える。

新開 失業問題に対処するために金融緩和を行うと確かに短期的にはその効果が現われるだろう。しかし、今日のような状況においては、それがインフレ期待の発生を招来する可能性を常に考えておかねばならない。期待インフレ率と現実のインフレ率が一致して産出高が以前の状態に戻るとすれば、拡張的金融政策によって救済できる失業は一時的なものであり、それに対してインフレは半ば永続的に残ってしまう危険性がある。したがって永続するインフレのコストと一時的な失業回避のベネフィットを比較すれば、従来いわれているほどには拡張的政策にはネット・ベネフィットを期待できないという状況も十分あり得る。ある場合にはインフレのコストが上回ってしまうかもしれない。

3. 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

熊谷 最後に、金融政策を運営する際に、ファイン・チューニングによるべきか、固定ルールによるべきか、あるいはグラジュアリズムを選択すべきかといった点について議論を願いたい。

野口 ファイン・チューニングは通常裁量の政策と言われる。しかし、例えば「経済がある特定の局面ではある特定の政策をとる」と言う場合、それはルールとみるべきか裁量とみるべきかを巡って混乱が起きよう。したがって、議論に先だって言葉の意味を明確にしておく必要がある。ここでは上記のようなケースは裁量政策であると考え。すなわち、経済の現状を観察してそれに対応して刻々と政策を変化させること、つまり経済の現状からのフィード・バックを含む政策を裁量政策と定義する。一方、例えばあらかじめ貨幣供給量の伸び率を決めておいて経済がどのような状況になったとしてもそれを変化させないような政策をルールによる政策という。

ルールか裁量かとの間に対する私の結論はルールを支持するということである。その主な理由は次の2点である。

第1に、経済の動学的構造に対する知識が不十分なことである。とりわけ、攪乱が石油ショックのように供給サイドに生じた場合には最適な政策をとるために必要とされる知識は極めて複雑である。攪乱の大きさ、人々の期待の形成のされ方、ラグの構造等々をすべて正確に把握できなければ、適切なファイン・チューニングはできない。不完全な知識で対応しようとする、報告論文で示したケース

(17、18ページ参照)のように、かえって経済のパフォーマンスを悪化させる危険がある。これは、固定ルールの方が好ましいということの消極的な理由である。なお、これは従来マネタリストが主張してきたものであり、格別新しいものではないが、インフレ期待の役割が重要になっている現代経済においては従来以上に留意すべきであろう。

第2に、裁量政策によって近視眼的な最適点を追求すると長期においてはかえって最適点を外れてしまう危険性があることである。これは、たとえ政策当局が十分な知識をもっているとしてもルールによって自らの手足を縛っておいた方が良い結果が得られる可能性があることを意味する訳で、固定ルールを支持する積極的な理由である。

この点は直観的には奇異な感じを抱かせるであろうし、報告論文でも触れていないのでやや詳しく説明したい。具体例で考えてみよう。先般、米国の航空管制官のストに対してレーガン政権は大量の首切りで対応したが、この措置はその時点時点で最適状態を追求するという観点からすれば必ずしも望ましくなかったかもしれない。しかし、ストを政府が許容するということがあらかじめ予想されるようになってしまった場合には、ストが結着しない可能性がある。このような場合、ストをしたら、首を切るというルールを採用してあらかじめ政府の手を縛ってしまうことが必要になる場合がある。こうしたことは政策分野一般についても言えよう。もう1例を挙げれば、洪水が発生し易い地帯に人が住むとダムを作らなければならないが、ダム建設の費用が高いとすれば、そうした地帯に人々が住む

ことを禁じて他の場所に住まわせる方が社会的コストは小さくなる。この場合、人々が氾濫地帯に住んでも政府はダムを作らないと事前に宣言しておけば、住むか住まないかは自由にしておいても良いと思われるかもしれない。しかし、政府がその時々状況に応じて既成事実を追認したうえで最適な決定を下すという行動を繰返していると、人々は一旦住んでしまえばダムは建設されるだろうと予想するようになり、そうすると結局は割の合わない高価なダムを作らざるを得ない状態に追い込まれてしまう。したがって、このような例においては、そうした地帯に住むことを禁ずるというルールによって対処することが望ましい。

この結論は、マクロ経済政策についても適用することができる(18ページの図参照)。経済がインフレ率がゼロで失業率が自然失業率に等しい状態にあるとしよう。政策当局は、金融緩和政策によってその短期フィリップス曲線上で雇用を増加させることができる。ところが次第にインフレ期待が高まり、それが現実のインフレ率に一致したときには産出高は正常水準まで戻ってしまい、失業率は元の水準に落ち着く。そしてインフレだけが残ることになる。そこでまた景気刺激を行うが、また自然失業率水準に戻ってしまい、一層高いインフレが残るということを繰返して、結局行きつく先は高いインフレ率と最初の雇用水準ということになってしまう。それは最初の状態、つまりインフレ率がゼロで自然失業率水準という経済に比べて明らかに劣る。おおよそそのようなことがキッドランド＝プレスコット^(注)によって述べられている。したがって、インフレ率ゼロで失業率は自然失業率のとき

(注) Kydland, F. and Prescott E. C., "Rules Rather than Discretion; The Inconsistency of Optimal Plans," Journal of Political Economy, Vol85, No.3, pp473-92.

るに止め、裁量政策は行わないということをルールによって縛ってしまうことが必要である。

以上のような2つの観点から、裁量政策よりもルールによる政策が望ましいことを主張したい。

内田 野口氏のこのような固定ルールによる金融政策の運営は、1回かつ微小なショックが加わったような状況においては許されるかもしれないが、強力かつ持続的・反復的なショックが発生しているような場合には適当ではない。市場メカニズムはそれほど完全ではないことを銘記すべきである。すなわち、野口モデルは何らかのショックが加わってもそれをかなりの速度で自律的に吸収して均衡を達成するような安定的な経済を想定して組み立てられていると思われる。そして長期を定常状態と同一視し、定常状態に達するまでの過程を短期と観念しているようである。

しかし、現実の市場は野口氏の想定するほど安定的なものではなく、ショックの性質によってはそれを吸収して安定均衡に戻すことができないようなものもあるのではない。例えば、石油ショックのようにインフレとデフレの効果が同時に生じた場合に市場はそれを吸収しきれんのだろうか。とりわけ、天然資源に乏しく災害が多いわが国では、微小かつ1回限りのショックではなく、大域的かつ持続的・反復的なショックが発生する可能性もある。市場経済は不安定性をもち、調整速度が遅いというケインジアン的な認識の方が現実経済を言いあてていると考えられる。

また、最初に指摘したように、野口氏は非常に静態的な状況を設定したうえで結論を導いており、納得できない。先ほどの氾濫地帯の例でも、ダムを作る技術に進歩がなく、従ってコストは未来永劫に変化しないことを前提にしている。しかし、ダムを作る技術に変

化がおこる、あるいは安全な土地が稀少によってその価格が相対的に上昇する等の理由によって、氾濫地帯にダムを作って人々を住まわせることが社会的にもペイするような状況が発生しないと限らない。したがって、硬直的なルールを墨守していると政策当局に対する重大な不信を招きかねない。

いまひとつの問題として、経済が構造的な不均衡とも呼ばれるような状態にあるとき、 $k\%$ ルールにこだわった通貨総量の調整は好ましくない。例えば、現在のアメリカ経済を念頭におけば生産性上昇率と賃金上昇率の関係、種々の財政面からする社会福祉政策が市場の調整作用を阻害している状態などを前提とすると、アメリカにおける高インフレ率は構造的な不均衡の象徴ともみられる。この場合、通貨総量の調整は時間を通じてその増加率を低める方向に行われるべきであろう。事実、レーガン政権の中期経済運営においても現在のマネーサプライ増加率を毎年引下げていく方向、具体的には1%程度づつ減少させていく方向が打ち出されている。そして、1984年あるいは85年頃にインフレ率が5%前後に低下するまでこうしたマネーサプライ増加率の漸減が図られる予定である。いずれにせよ、マクロ経済の状況が一定の経済パフォーマンスに則して望ましくないという状態が実現しており、かつその状態がかなりの期間にわたって持続すると考えられる場合には、 $k\%$ ルールではなく $k - \ell(t)\%$ が裁量的に採用されるべきであろう。

さらに、経済の動学的構造に対する知識も、従来の経験によって政策当局にはかなりストックされていると考えられる。こうした知識は積極的に活用することが望ましい。

このようなことから、一般的に言って、裁量政策の方が固定ルールよりも勝っていると

思われる。経済からのフィードバックを断つような政策をとれば、政策当局は信頼を失い、自らの首を締めるだけであろう。

江口 ファイン・チューニングを「経済の構造およびその動学的性質を相当良く知っているという前提に立ってかなり強い政策を打っていく」という一時代前のケインジアン的なタイプの政策行動と考えるならば、そうした政策は経済学に対する過信に基づくものであり、特にインフレーションナリーな雰囲気のもとでは危険であるということについてはかなりのコンセンサスが出来ているといってもよいだろう。しかし、野口氏のように、ファイン・チューニングを現実の経済からのフィード・バックを含まない政策というような広い概念でとらえると、議論は分かれてくるのではないだろうか。

私自身は、政策当局は完全ではないにしても野口氏の理論モデルよりはもう少し豊富な知識を持っており、これを利用しながら経済の状況をにらみつつ、グラジュアルなかたちで政策を変えていくことができるのではないかという感触を抱いている。

蠟山 ルールと裁量の間に一般的な境界を判然と引くことは困難であるように思われる。

フリードマンの $k\%$ ルールに対するサミュエルソンの批判と共通するが、固定ルールは天から与えられるのではなく社会的に決められるのであり、そのこと自体がひとつの裁量ではないかということである。

また、仮に $k\%$ ルールが採用されたとしてもその k はあくまでも一般的な「 k 」であり具体的な数値を与えなければならない。それを決める際、現実の経済状態や将来の経済状態と全く無関係という訳にはいかないのではなかろうか。野口論文でも、「望ましいインフレ率+成長率」というような表現で k を考

えているが、成長率が変化しないとはとても考えられず、やはり完全に $k\%$ ルールを守ることは想定していないのではないか。

また、 $k\%$ ルールはドラスティックな経済変化に対してどう対処するかという問題を含んでいる。確かにショックに対する知識や経済の構造に対する知識が不十分であることはその通りであるが、全く何もしないでもよいのかという疑問は残る。

野口 経済成長率の変化を考えれば、インフレ率をある一定に保つためには k を変化させなければならないという問題があることは確かである。このような問題を捨象し、あえて固定ルールを唱えた真意は、人々が政策当局の行動に関して信頼をもつことが大切であり、そのためには固定ルールの方が望ましいと考えたからである。なぜなら、先程も述べたように、固定ルールは自由度を狭めてしまうことであり直観的には違和感を与えるであろうが、経済知識の不完全性や裁量政策を読んだ人々の戦略的行動によって事態が悪化する可能性をくい止めるからである。

しかし、それでは固定ルールを文字通りに解釈して、どのような状況が起っても $k\%$ ルールを死守するのが良いのかとなると一概にそれが良いとはいえないようにも思う。航空管制官のストの例で言えば、戦争が発生してもっと大量の管制官が必要な事態であるとか非常に大きい状況の変化があった場合にも首を切った方が良いかといえ、それは疑問である。

蠟山 政策当局の行動が人々に信頼されることが重要であるとの主張には異議はない。中央銀行が信頼できないとなれば、人々はルールを定めて中央銀行にそれを強制しようとするかもしれない。

米国等の先進国で $k\%$ ルールに近いような

金融政策がとられだしているのは中央銀行に対する社会的圧力が働いているからとみられる節もある。例えば、米国でマネーサプライ重視が一段と強まった1975年頃からの47ヶ月をとってみると、指定された金利を越えた月は5ヶ月であるのに対し、指定されたマネーサプライを越えた月は23ヶ月もある。いわば、中央銀行が言行不一致を続けていた訳であるから、クレディビリティを失っても不思議ではない。もっとも、それは中央銀行家が不誠実であったということよりも、現在の金融メカニズムの中でマネーサプライに対する中央銀行のコントローラビリティが著しく低下しているといった技術的側面によるのかもしれない。いずれにせよ、中央銀行は信頼を回復しなければならないことだけは確かである。

熊谷 それでは、そのためにルールを選ぶのか、裁量を支持するのか。

蠟山 積極的に支持する訳ではないが、現実の political economy の場では、中央銀行が自らの組織的な規律目標として固定ルールを採用することがマネーサプライのコントロールに貢献しうる面もある。その意味で $k\%$ ルールは、心情的には理解できる。ただし、その場合には $k\%$ ルールといっても硬直的な運営ではなく、ある程度の弾力性は残すべきであると考える。

館 固定ルールをとっていても、ある大きなショックに対しては変更することもあり得るというのであれば、ある面では裁量的性格を残すということである。議論をする際にはルール vs. ディスクレイショナリーという表現を使い、水と油のような相容れないものと

して取扱うが、実際問題としては明確に区別できないし、またあまり区別すべきでないように思われる。状況に応じて使いわけていくことの方がより实际的であり、重要なのではないだろうか。

その場合、注意すべきことは政策があまりに激しく変化したり、あまりに強くなり過ぎないように気を配ることであるように思われる。

熊谷 今、館氏から、あまり強過ぎないような政策という発言があったが、これらの点に関連して金融研究局鈴木次長からグラジュアリズムについて発言をいただきたい。

鈴木 アジェンダの中で、ファイン・チューニングか、固定ルールか、あるいはグラジュアリズムかというような問題のたて方をしたということで、現実的な金融政策の運営方法としてのグラジュアリズムについて日頃から考えていることをお話ししたい。^(注)

まず、これらを考える前提として金融研究局で行った日本経済の実態に関する4つの実証研究、ファクト・ファインディングを紹介する。第1は、名目GNPが通貨供給から影響を受けていることはかなり明白であるとみられることである。これは、名目GNPに対して通貨変動が先行するというもので、以前から一般に認識されていたが、さらにシムズ・テストによる確認、あるいはアーモン・ラグやシラー・ラグ付きの総支出関数の計測によって、過去数四半期のマネーサプライが現在の名目総支出に影響を与えているということがかなり安定的に計測されている。

それでは、その名目総支出が物価と実質GNPにどのように分解されるか、言い換えれ

(注) 昭和56年8月11日付、日本経済新聞・経済教室「石油危機／日本経済と政策運営(中)」(鈴木淑夫)参照。

ばマネーの変化がノミナルとリアルにどのように影響するかという点について次の3つの実証研究がある。ひとつは、先ほど紹介した自然失業率仮説の妥当性についての研究であり、これによれば長期フィリップス曲線は垂直か、傾いていてもその勾配は垂直に近いと言える。次いで、マネーサプライ・ルールが守られている時、短期フィリップス曲線も垂直かという点を考えると、これも先ほどのマクロ合理的期待仮説の検証結果から、これは垂直ではない、すなわちトレード・オフが残るとみることができる。最後に、マネーサプライと生産と物価の関係を3変数時系列分析で確かめると、マネーサプライの増加は短期的には生産と雇用の増加および物価の上昇を同時に引き起こすが、長期的には短期的に増大した雇用や生産は縮少するという結果が得られた。これは、短期フィリップス曲線は右下がりであるが長期は垂直との研究結果と矛盾しない。

以上の4つの研究結果が意味するところは概ね次のようなことであろう。すなわち、民間経済主体の期待は政策ルールの変化やその他様々な情報を刻一刻と織込んで変化しており、それが物価や生産あるいは雇用などに決定的とも思える影響を及ぼしている。しかし、その影響の現われ方については、現実の経済においては需要・供給とも非常に複雑な要因が絡み合って決定されており、現段階においてはそれを完全に把握しきれる状態に到達しているとは言えない。これは、野口氏が裁量的政策の危険性を主張される際に強調された「経済の動学的体系に関する知識の欠如」に相通じる。現実には、どのような統計的手法によってみても、1年先についてさえ正確な予測を行うことは極めて困難である。

したがって、1年あるいはそれ以上のスパ

ンで物価や景気を正確に予測したうえで、適正なマネーサプライの伸び率を $k\%$ に定めて、これを公表、遵守していくのはある意味では危険ではないかと思われる。なぜなら、状況の変化によって $k\%$ を修正した方が好ましいことが明らかになったとしても、一旦 $k\%$ が公表され人々の期待に織込まれている場合には、 $k\%$ の修正は民間経済主体の期待を攪乱し实体经济にショックを与え、ひいては景気変動等の経済の不安定化要因になりかねない。更に、事前に公表したマネーサプライの目標値を状況の変化によってあまりに頻繁に変更すると、日本銀行の予測能力やマネーサプライ・コントロールに関する意志と能力に対する人々のクレディビリティを失わせる危険性がある。これらの結果、マネーサプライの目標値や実績値が発表される度に、人々が一喜一憂して期待が揺れ動き、金融変数の乱高下、経済全体の不安定化や効率低下といった憂慮すべき状況がもたらされる危険性もなしとしないからである。

このようなことから、現実的な接近方法としてグラジュアリズムを位置付けることができるのではないかと思われる。これはまさに日本銀行が現実に行っていることもある。すなわち、日本銀行は、四半期毎に人々のインフレ心理や企業家のマインドを調べる一方、实体经济面や金融面の諸変数を調べることにによって経済の全体像を把握することに努めている。その一方で、週、月あるいは1四半期といった短期においてではなく、数四半期程度のスパンでマネーサプライの増加率を安定化させる努力を行っている。そして、経済の全体像とマネーサプライ増加率の適正水準を絶えずつき合わせ、あまり乖離するようであれば修正をしている。その修正の仕方は、その修正が人々の期待に円滑に織込まれショック

を与えないようなかたちで、ある程度予測が可能な四半期毎の「予測値」を発表するというグラジュアルな方法で行っている。これは政策変更があまり強過ぎないようにとの館氏の指摘にも適うように思われる。日本銀行が現実に行っていることは、このようにいわば「裁量と固定ルールの境目」ともいうべき運営方法でグラジュアリズムを実践しているといえることができるように思われる。これは、現在の経済学が到達している水準を前提にすれば、現実的な対処方法ではなかろうか。

新開 鈴木氏が中央銀行のクレディビリティを強調した点には大いに賛同できる。これは金融政策の実効性という観点からすれば最大のポイントであるといっても過言ではないだろう。マネーサプライ増加率の目標値を公表するかしないかということも、このような視点からすれば、実はあまり本質的なこととはいえない。人々は、中央銀行が今後どのような行動をとるかを考えるに当って、現在中央銀行が何をいっているかだけで判断するのではなく、中央銀行が過去どのような行動をとってきたかを勘案して判断する。例えば、米国ではFRBが金融引締めを公言しても、過去の実績から人々はそれをあまり信用しない。わが国でも、第1次オイルショック後、かなり長期の金融引締めを余儀なくされたが、これは金融引締めが長期間続けられたことはないという過去の経験から人々は早晩にも金融緩和があるものと思ってインフレ期待を鎮静化させなかったことに対処するためのやむを得ない措置という面も強かったものと思われる。これらの経験から言えることは、あまりにも振れの大きい裁量政策をとっているといざという時に政策当局が何を言っても民間経済主体はそれを信用せず、所期の目的が達成されない可能性が大きいということである。

その点、k%ルールは安易な裁量政策への警告として極めて重要であり、また中央銀行がコンフィデンスを確保するための手段としても高く評価できる。その場合に重要なことは、一旦k%ルールの採用を決めたなら、それをあくまでも実行することであろう。なお、普段はファイン・チューニングを実施せず、いざという時にのみ裁量的政策を行うという方法も、この応用として考えられるのではないだろうか。

島本（日本銀行理事、フロアー参加）

新開氏が初めに述べられた事実観察、すなわちインフレ率の低い国においては概して失業率も低く、むしろインフレ率の高い国の方が失業率も高いという経験則は、政策運営に当ってはあまり目先の景気情勢や雇用問題に気を取られ過ぎずに物価安定のために努力することが、結局は長期的にみて良い結果をもたらすということを示唆する有力な証拠と考えられ、極めて印象的であった。

また、金融政策の有効性を期すうえで、中央銀行に対するコンフィデンスが不可欠であるとの各氏の指摘は誠にもっともである。現在、米国において固定ルールの必要性が叫ばれている背景には、蠟山氏が指摘するように、過去あまりに政策運営がフラクチュエイトし過ぎ言行一致がなされなかったために通貨当局に対する信頼が失われ、人々が信頼の依りどころを求めている側面があると思われる、今更ながらに中央銀行に対するコンフィデンスの重要性を痛感する次第である。実際、中央銀行に対するコンフィデンスが極度に低下してしまったような場合には、信頼性回復のために固定ルール採用等の相当思いきった措置もやむを得ないものといわざるを得ないだろう。

しかし、わが国においては比較的安定的な

マネーサプライ・コントロールに成功していることもあり、中央銀行に対するコンフィデンスが喪失されているといった憂慮すべき事態には幸い至っていない。館氏、内田氏の御指摘通り、あまり強すぎる政策にならないように配慮しながら、物価や実体経済の動向等の様々な要因を総合的に判断して適切なマネーサプライ増加率の実現を図ることが肝要であると思われる。

いずれにしても、何よりも中央銀行に対するコンフィデンスを確保することが金融政策運営にとって重要であるというのが、本日の討議に参加された各氏の共通の認識であると言っても過言ではないと思われる。今後ともこのような観点から金融政策に関する様々な研究が進められることを期待したい。

以 上

(席上配付資料 1) ※

第 1 表 物価版フィリップス曲線の計測結果 (計測期間: データ入手可能全期間)

※ 旧特別研究室 加藤文夫 (現在貯蓄推進局) による計測

計測式名	$\hat{p}$	$f(u)$						$\hat{r}$	その他の変数		R^2	S. E.	D.W.	計測期間
		$1/u_1$	u_1	$1/u_2$	u_2	R O	R O	D I	$\Delta D I$	I P I I P I - C P I				
(1)	1.075 (22.97)	1.519 (1.43)								-0.987 (-1.15)	0.867	1.745	1.731	1960/I~1980/II
(2)	1.062 (14.75)	2.337 (1.73)								-0.878 (-0.65)	0.882	1.867	1.562	1966/I~1980/II
(3)	0.949 (17.58)	1.820 (1.82)								-0.690 (-0.82)	0.888	1.613	1.817	1961/I~1980/II
(4)	1.005 (19.70)	1.852 (1.78)								0.034 (3.33)	0.879	1.675	1.855	"
(5)	0.949 (13.41)	2.260 (1.85)								-0.709 (-0.58)	0.906	1.675	1.699	1966/I~1980/II
(6)	0.999 (14.30)	2.352 (1.86)								0.035 (3.20)	0.899	1.739	1.724	"
(7)	1.074 (23.14)	-0.822 (-1.77)								1.338 (1.74)	0.868	1.733	1.731	1960/I~1980/II
(8)	1.053 (23.50)		-1.441 (-3.17)							2.057 (2.95)	0.879	1.664	1.800	"
(9)	1.045 (23.94)				2.010 (3.95)					-1.514 (-2.81)	0.886	1.615	1.939	"
10	1.175 (20.63)					0.159 (3.79)				-14.846 (-3.79)	0.905	1.791	1.945	1968/I~1979/III
11	1.231 (19.43)					0.154 (3.49)	0.090 (1.92)			-14.711 (-3.68)	0.916	1.736	2.362	1969/I~1979/III
12	0.896 (9.49)					0.069 (1.52)				-5.240 (-1.18)	0.924	1.598	1.833	1968/I~1979/III
13	1.141 (26.76)						0.038 (5.76)			0.751 (1.96)	0.921	1.475	2.186	1965/I~1980/II
14	1.180 (24.35)						0.029 (3.45)	0.012 (1.64)		0.195 (0.38)	0.924	1.454	2.334	"
15	0.979 (11.13)	12.380 (6.16)								-2.853 (-1.72)	0.648	3.250	1.093	1960/I~1980/II
16	1.099 (9.95)	15.494 (7.48)								-7.651 (-2.21)	0.771	2.867	1.590	1966/I~1980/II

(注) 計測式(1)~(14)の被説明変数は $\hat{p}$ 計測式(15)、(16)の被説明変数は $\hat{w}$ (名目賃金上昇率)

$\hat{p}$: インフレ率 $\hat{p}^e$: 期待インフレ率 $\hat{p}$: 完全失業率 u_2 : 有効求人倍率 $R O$: 稼働率 $\left(\frac{\text{生産指数}}{\text{生産能力指数}} \right)$

$D I$: 日銀主要企業短期観製需給判断 $D I$ r : 労働生産性 (雇用指数) $I P I$: 輸入物価指数上昇率

第2表 物価版フィリップス曲線の計測結果 (第1次石油危機前後で $\frac{1}{u_1}$ の係数の値を変えて計測)

計測式名	$\hat{p}^e$	$f(u) : \frac{1}{u_1}$	$\hat{\gamma}$	その他の変数		定数項	R^2	S.E	D.W	計測期間
				IPI	IPI-CPI					
被説明変数 $\hat{p}$ (1)	0.937 (17.25)	3.973 (3.49) 7.619 (4.30)				-2.593 (-2.93)	0.889	1.592	2.032	1960/1 ~ 1980/11
(2)	0.883 (12.26)	5.752 (4.24) 10.402 (5.04)	-0.129 (-1.34)			-3.008 (-2.44)	0.915	1.583	2.272	1966/1 ~ 1980/11
(3)	0.880 (15.74)	3.777 (3.31) 6.620 (3.64)		0.030 (3.09)		-2.166 (-2.34)	0.900	1.527	2.089	1961/1 ~ 1980/11
(4)	0.915 (16.67)	4.003 (3.44) 7.151 (3.86)			0.023 (2.29)	-2.409 (-2.55)	0.894	1.569	2.136	"
(5)	0.841 (12.17)	4.993 (3.84) 8.691 (4.29)	-0.094 (-1.03)	0.027 (2.85)		-2.446 (-2.08)	0.925	1.486	2.286	1966/1 ~ 1980/11
(6)	0.868 (12.48)	5.247 (3.96) 9.205 (4.48)	-0.103 (-1.10)		0.023 (2.28)	-2.606 (-2.17)	0.921	1.524	2.328	"

(注) $f(u)$ 欄中, 上段は1972年以前, 下段は1973年以降。

「マクロ合理的期待仮説」の検証^{*}

※金融研究局 瀬尾純一郎（現在営業局）・
高橋 亘による実証分析

○マクロ合理的期待仮説（MRE仮説）の命題

「予想されたマネーサプライの変化は実体経済活動に影響しない」

○わが国についての実証分析結果（1965～80年）

1. 実証分析の手法—Barroの手法による—

- ① わが国におけるマネーサプライの予測方程式を計測しこの推計値を「予想されたマネーサプライの変化」 $\widehat{DM}$ とする。
- ② マネーサプライの予測値と実績値との乖離を「予想されないマネーサプライの変化」DMRとする。
- ③ 上記 $\widehat{DM}$, DMR と実体経済活動（実質 GNP あるいは鉱工業生産）との関係を調べる。

2. 実証分析の結論

- ① 予想されたマネーサプライの変化（ $\widehat{DM}$ ）も実質 GNP あるいは鉱工業生産と無関係ではなかった（MRE仮説の棄却）
- ② ただし、予想されたマネーサプライの変化の影響は、予想されないマネーサプライの変化（DMR）の影響に比べて小さかった。

○ DMR, $\widehat{DM}$ について、2次のアーモングラフ制約を課して下記(1)、(2)式を計測した結果は以下のとおり。

	RGNP		IIP	
	係 数	(t 値)	係 数	(t 値)
TRND2	-0.36	-0.84	-0.18	-0.23
TRND1	1.91	-6.10	1.41	1.59
NLPOIL	-3.06	1.71	-1.40	-0.53
DMR	0.36	0.96	0.94	1.76
-1	0.96	2.22	1.93	3.13
-2	1.41	2.57	2.68	3.40
-3	1.71	2.66	3.18	3.43
-4	1.87	2.69	3.43	3.41
-5	1.89	2.71	3.42	3.40
-6	1.76	2.71	3.17	3.38
-7	1.49	2.67	2.66	3.31
-8	1.07	2.41	1.90	2.99
-9	0.50	1.31	0.90	1.64
$\widehat{DM}$	0.20	0.56	-0.22	-0.40
-1	0.28	1.07	0.56	1.38
-2	0.33	1.66	1.15	3.65
-3	0.37	2.11	1.56	5.67
-4	0.39	2.34	1.76	6.86
-5	0.40	2.48	1.78	7.35
-6	0.38	2.55	1.60	7.07
-7	0.35	2.26	1.24	5.29
-8	0.30	1.48	0.30	1.48
-9	0.23	0.77	0.23	0.77
CONSTANT	10.33	86.26	4.33	12.52
R-SQ/SE	0.99	0.01	0.99	0.01
DW(D)	2.33		1.43	
RHO	0.90		0.94	

$$(1) \quad \text{RGNP} = b_0 + \sum_{i=0}^9 b_{1i} (\text{DMR})_{t-i} + \sum_{i=0}^9 b'_{1i} \widehat{DM} + b_2 \text{TRND1} + b_3 \text{TRND2} + b_4 \text{NLPOIL} + V_t$$

$$(2) \quad \text{IIP} = \text{同 上}$$

RGNP : 実質 GNP IIP : 鉱工業生産指数

TRND1 : 1965年～73年までの正常産出高に関するトレンド

TRND2 : 1973年以降 //

NLPOIL : 石油価格指数