

金融研究会

インフレーションとスタグフレーション

I. 会議の概況

日本銀行金融研究局は、昭和57年4月15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、パネリストとして学界から次の5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）が参加した。

篠原三代平 成蹊大学教授（議長）

加藤 寛孝 創価大学教授（報告者）

森口 親司 京都大学教授（報告者）

小宮隆太郎 東京大学教授（コメンター）

香西 泰 東京工業大学教授（コメンター）

当日の討議は、加藤、森口両教授の報告論文（後記Ⅱに掲載）および小宮、香西両教授、江口局長のコメント論文と議長の篠原教授の「覚書」（後記Ⅲに掲載）を踏まえ、次のサブセッションに分けて行われた。

(1) スタグフレーションの原因と対策

— スタグフレーションの原因についての理論的な解明と、スタグフレーション対策としての総需要管理政策の評価

(2) 日本のインフレーションとスタグフレーション

— 1960年代のクリーピング・インフレーションや1973～74年にかけての大インフレーションの原因と、第2次石油ショック後の日本の金融政策の評価

当日は極めて活発な議論が展開されたが、その結果について一応の整理を試みれば次のとおりである。

1. スタグフレーションの原因と対策

(1) スタグフレーションの原因：分析の理論的フレームワーク

加藤教授は、マネタリズムの立場から、自然失業率仮説を前提にして、スタグフレーションを基本的には「総需要曲線や総供給曲線の外生的シフトに対して経済が長期均衡へ収斂していく過程で発生するインフレ加速、失業率上昇の局面（つまり調整過程の一局面）」として捉え、スタグフレーションの原因としては、①マネーサプライの過剰供給によるインフレ期待の高まり、②石油ショック等の外生的要因による自然失業率の上方シフト、を指摘。さらに①および②の原因によって経済が一旦不均衡状態になったあと新たに到達する均衡ではインフレ率および失業率が従前よりは高くなっているという意味で、それを「スタグフレーション均衡」と呼んだ。

江口局長は、加藤教授による理論的分析のフレームワークを一般化した上で、

スタグフレーションの原因となる総需要関数や総供給関数への外生的ショック(具体的には、名目需要増加率の加速、石油ショック・賃金プッシュによる自然失業率の上昇や予想インフレ率の高まりなど)は、1970年代に入ってから、①1960年代における先進工業国のケインジアン的政策運営の咎め(クリーピング・インフレーションの容認、行き過ぎた社会保障など)、②石油ショックにみられる資源制約の問題、等を背景に相互に関連する形で多発するようになったことを指摘。そうした理解に立って、今日における各国経済の現状を、群発する外生的ショックへの絶えざる調整過程として把握することの必要性を強調した。

篠原教授は、マネタリストや合理的期待形成学派によるスタグフレーションの説明は、自然失業率のシフト自体についての決定理論を欠いている点で不十分と批判し、最近における高インフレ率と高失業率の併存状態の恒常化は、「資源エネルギー天井」が「完全雇用天井」よりも下方に位置していると考えれば十分説明可能であるとの独自の見解を提示した。

こうした篠原教授の見解に対しては、小宮教授、森口教授、鈴木次長から、「資源エネルギー天井」は価格調整の完了しない過渡期においては存在するとしても、価格調整やエネルギー節約的技術進歩によってそうした制約はいずれ解消されてしまう筈であるので、それだけでは持続的なスタグフレーション現象を説明できないとの意見が出された。

一方、小宮教授は、最近における欧米諸国とくに米国・英国における深刻なスタグフレーションの持続は単純なマネタ

リズムによっては勿論、既存のいかなる経済理論をもってしても理解し難いと前置きした上で、各国経済の最近におけるパフォーマンスの違いを説明するためには、各国における人々の行動様式、失業保険などの制度的フレームワーク、経済政策運営上の政治的なプロセスなど、様々な要因を総合的に検討する必要があるとの見解を披露した。

これに対して加藤教授は、米国や英国において典型的なスタグフレーションが発生しているのは、それらの国において賃金・物価が下方硬直的であるために過去においてマネーサプライ抑制政策が常に中途半端な形で放棄されてしまったことに原因があるとし、これに対して日本では、賃金・物価が比較的弾力的であるために、マネーサプライ抑制政策の続行が可能であったことからこれまでスタグフレーション的状况を回避しえているのだと主張。香西教授、鈴木次長も、米国、英国と日本との間でのパフォーマンスの差は、賃金・物価の弾力性の差によって十分理解可能であるとの見解を示した。

(2) スタグフレーション対策としてのX%ルールの評価

加藤教授はスタグフレーションへの政策対応のあり方として、インフレ対策としてはマネーサプライの抑制を、一方失業対策としては労働市場改善などの構造的な政策を提唱。マネーサプライと名目GNPとの間には安定した関係が観察されるとの経験主義に立ち、経済の安定化のためにはマネーサプライの安定的管理が肝要として、具体的にはM.フリードマン

流のX%ルール採用の必要性を強調。さらに管理通貨制度の下ではマネーサプライ増加を求める政治的压力に対する歯止めが欠けているので、X%ルールを制度化することにより、そうした管理通貨制度の欠点を補完する必要があると主張した。

江口局長は、スタグフレーションに対する加藤教授の処方箋は、外生的ショックに対して経済が速やかに均衡回復に向かうという前提条件が充足されれば妥当性をもちうるが、経済の自律回復力はマネタリストや合理的期待形成学派の考えるほど迅速ではない可能性もあると指摘。また鈴木次長もX%ルールの採用の是非については、自然失業率への自律回復にどの程度の時間がかかるかがポイントであり、1年程度の期間内で均衡が回復されるならば、X%ルールに近い形でのマネーサプライ管理によって経済の自律均衡回復を待つことも考えられるとの見解を述べた。

これに対して加藤教授は、①経済の均衡回復への時間を、通常の景気循環が約10年周期だとすると、景気の山又は谷をこえるのには通常4～5年はかかるということから、その程度の期間と考えている、②また1～2年の期間でのマネーサプライの微調整は、経済の構造についての知識が不完全な現状では、むしろ景気循環を増幅するという形で失敗する可能性が大きいというのが経験主義の教えるところである、とマネタリストとしての立場を明確に主張した。

一方、篠原教授は、名目GNPに対して、自律的支出(autonomous expenditure)よりもマネーサプライの方が安

定的関係をもつとのマネタリストの主張に対して、そうした主張の根拠とされているセントルイス連銀モデルの実証方法は、自律的支出の一部でしかない財政支出とマネーサプライとを対比してそうした結論を導いているという意味で、そもそもマネタリストの主張に対して有利なバイアスをもった比較であると批判し、財政支出のほかに輸出、企業投資等も含めたトータルな自律的支出の動きは軽視できない重味をもつと主張。また、小宮教授も、名目GNPの構成要素のうち設備投資、在庫投資などは極めて変動の大きい(volatile)のものであり、経済は決して安定的ではない、そして、そうした経済の短期変動を説明することこそがマクロ経済学の課題であり、経済の構造がよく解らないからマネーサプライについてX%ルールを採用すればよいとの加藤教授の主張には首肯し難いと主張。さらに香西教授は①同じ20%台のマネーサプライ増加率であっても46～48年には大インフレに結びついたし、30年代には問題が起きなかったという例を挙げてマネーサプライ増加率の適正水準は経済環境如何で異なると主張するとともに、②加藤教授のX%ルールを採用すべしとの主張は、マネーサプライの管理についてのみ市場メカニズムを全く信じていないという意味で、同教授が一般的に依拠している経験主義または市場主義の立場と首尾一貫しないのではと批判した。

館教授(フロアー参加)は、マネーサプライに対するX%ルールの採用が、①政治的压力に対する制度的歯止めとなるとともに、②経済主体にとっての将来の不確実性を軽減し、経済行動の調整を容

易にするとのメリットがあることを指摘。また、スタグフレーション対策としては、マネーサプライの抑制はインフレ抑制に対しては確かに効果的であろうが、反面失業の増加というコストを伴うものであり、要はそうしたコストをどれだけ我慢してインフレ抑制という政策目標を達成するかだと指摘した。

江口局長、鈴木次長は、①インフレ期待についての不確実性が高い今日のような状況下ではマネーサプライのファイン・チューニングは難しい、②しかし、金融革新（financial innovations）に伴い通貨需要・供給関数が不安定な下では、X%ルールという形でのマネーサプライの厳格な（rigid）コントロールも危険である、③従って結局のところマネーサプライについては、これまで進めてきたグラジュアリズム（gradualism）に従うのが適当と考えられる、との見解を述べた。

(3) 森口教授の小型マクロ計量モデルによるシミュレーション結果の検討

森口教授は、従来のわが国マクロ計量分析における各種行動方程式や予想形成に関する想定についてサーベイを行い、見出された共通の事実認識（stylized facts）を踏まえた小型マクロ計量モデルを作成、そうしたモデルを用いて、石油ショック後における日本経済のシミュレーションを行い、次のような結果が得られたと報告。

① マネーサプライの抑制が物価抑制に

及ぼす影響はマネタリストの主張とは異なっておりかなり小さい、

② 石油ショックによる経済の縮小均衡を回避するためには同調的な（accommodating）マネーサプライ増加が必要である。

森口教授のシミュレーション結果に対しては、①マネーサプライ抑制の物価抑制に対する影響が過小（香西教授）、②マネーサプライの同調的供給は実際にはインフレ期待による利子率上昇をもたらす、設備投資を抑制するように働く可能性もあるので、必ずしも縮小均衡の回避策とはならない（小宮教授）、等の批判的見解が出された。

また森口教授の用いた小型マクロ計量モデル自体について、①利子率にインフレ期待が全く反映されない、②エネルギー価格の上昇によってエネルギーから労働への代替は進むが、資本への代替は進まない、③変動為替相場制度下にもかかわらず円建輸入価格を外生扱いにしている（このため、森口モデルでは長期フィリップス曲線は右下がり）、など幾つかの疑問点があることが、小宮教授、香西教授などから指摘された。

結局、森口教授による新たな小型マクロ計量モデル作成の試みは評価するものの、ここで提示されたモデルには依然として問題点が多く、そのシミュレーション結果によってマネタリズムの主張が棄却されたとは言い難いというのが参加学者の多数意見であった。^(注)

(注) 本資料Ⅱに掲載されている森口教授の論文のモデルとそのシミュレーション結果は、パネリスト各氏の指摘等を参考に、金融研究会終了後に一部が修正されたものである。金融研究会に事前に提出されたモデルとそのシミュレーション結果は、参考までに同論文の付として掲載した。

2. 日本のインフレーションとスタグフレーション

(1) インフレーションの原因

加藤教授は、日本のインフレーションの原因について、1973～74年にかけての大インフレーションの原因が、1971年以降におけるマネーサプライの過大供給に求められることに今日誰しも異論は無いだろうとした上で、その前後の時期についても「インフレーションが、いつでもまたどこでも貨幣的現象である」(M. フリードマン)との命題が妥当すると主張。そして、館教授、小宮教授等による1960年代の日本の「クリーピング・インフレ論」は、寡占価格の下方硬直性にインフレーションの原因を求めているが、当時においてもマネーサプライを抑制すれば、生産性格差を映じた相対価格の変化はあっても、総平均としての価格水準の安定化は可能であった筈であると批判した。

小宮教授は、日本の1960年代におけるクリーピング・インフレーションの原因について賃金・物価に下方硬直性があり、相対価格の調整をスムーズに進めるためには絶対価格水準のある程度の上昇を容認せざるを得なかったのが実情で、当時のマネーサプライ増加は支持的 (supportive) なものと位置付け、さらにこうした支持的なマネーサプライ増加は今日においても必要であるし、また現実に行われていると主張した。

これに対して加藤教授は、そうした支持的なマネーサプライが行われるとの期待が、当時のケインジアン的政策の下で民間経済主体によって抱かれていたため

インフレーションが収まらなかったのではないかと指摘し、「生産性が上昇すれば、物価は下がる」との慣行を作ることこそが、インフレ抑制の根幹と主張。鈴木次長も、日本において長期的に賃金・物価が下方硬直的であるとの考え方には疑問があり、1960年代のクリーピング・インフレーションの原因は、マネーサプライ増加による需要超過に求められると主張して加藤教授の見解を支持した。

(2) 第2次石油ショック後の日本の金融政策の評価

加藤教授は、日本では第2次石油ショック後マネタリズムが提唱するようなマネーサプライの安定的管理を行い、これによりスタグフレーションの回避にこれまで成功してきたと日本の金融政策を評価した。

これに対して森口教授から、第2次オイルショック後の日本経済がうまくいったのは、いわば他国の犠牲において輸出を増やしたからであって必ずしも政策の成功とは言い難いとの反論はあったものの、篠原教授は、資源制約の存在などから、日本経済も従来のプラス・サムの状況からゼロ・サムの状況へと推移する中で、金融政策が中期的にみてデフレ的であったのは時宜に合うものであったと評価、小宮、香西両教授も、こうした見方に賛同した。

次いで議論は現時点での政策スタンスのあり方に及び、森口教授が、インフレ期待の再燃を惧れるあまり景気刺激の必要性が不当に軽視されていると主張したのに対し、加藤、香西両教授は逆に、最近マネーサプライが10%を超える伸びを

示しているのはやや過大であり、8%程度の水準に維持することが妥当と主張し、香西教授からはここ数年でみても日本のマネーサプライ増加率は意外に大きく振れているとの指摘があった。

これに対して鈴木次長は、①マネーサプライ増加率は季節調整済み・前月比でみれば確かに大きく振れているが、日本銀行が安定させたいと思っている増加率はもう少し長期の例えば前年同月比であり、前年同月比でみればマネーサプライはそれほど大きく振れていない、②前年同月比でみてもマネーサプライがある程度の循環変動を示しているのは、固定的なX%ルールを採用しておらず、時々の経済情勢を眺めながらのグラジュアリズムを採用しているためであり、そうした

循環変動をならしてみると、長期的にはマネーの伸び率は下方トレンドを示していると説明した。

こうした議論の中で、小宮教授は、日本の金融政策がマネーサプライを安定的にコントロールすることによってインフレ期待の封じ込めに成功したことを基本的には高く評価するとしながらも、目下わが国は国内景気停滞、貿易摩擦、為替円安など困難な状況に直面しており、これに対してマネタリスト的処方箋で対処して行くのが良いと考えるか、あるいはある程度ケインズの政策を加味していくのが良いと考えるか、政策当局者、学者とも今年はその態度を鮮明にすることを迫られるという意味で試練の年となろうとの見解を示した。