

金融政策の効果と役割

—「通貨量目標政策」のマクロ経済学的基礎—

江 口 英 一

1. 問題の設定

ここ約10年間の主要国金融政策の特徴は、①最終目標のうちとくに物価安定を重視し、また、②通貨量を中間目標として政策運営を行っていることである。この政策は、「通貨量目標政策 (Monetary Targetting, Monetary Targetry)」とよばれているが、通貨増加率を $n\%$ に固定するといった政策運営ではない。各国中央銀行は、通貨量目標値設定の段階と通貨量の目標値への誘導の段階との双方で、為替相場をはじめとする通貨量以外の金融・実物諸変数や企業・消費者の先行き観の動向等を多角的に (multi-scoped) 判断しながら政策を運営している。通貨量目標政策の枠内で③総合判断を重視していることが今1つの特徴である。

70年代の半ばから後半にかけて、各国中央銀行はこのような政策運営へほぼ一斉に転換したが、それは、各国中央銀行がインフレーションとスタグフレーション克服の過程で自ら方策を編み出していったという側面が強く、特定の経済理論にもとづく処方箋を実践したという性格のものではない(事実、伝統的なケインズ派の提言とは①、②の点で異なり、マネタリストの提言とも③の点で背馳する)。

本稿では、このような金融政策運営をマクロ経済理論の進展に照らして吟味したい。

まず2.で、マクロ経済理論の発展の中で、総需要政策、とくに金融政策の効果を検討する。この場合のマクロ経済理論としては、主として「ケインズ派」の枠組から考えることとする。その主たる理由は、それが政策当局者にとって日常の思考の枠組ともなっているからである(例:実務家

の間での「段階的接近法, judgemental forecast」の定着)。

つぎに3.で、まず「裁量」と「ルール」に関するケインズ派とマネタリストの見方を対比した上で、2.の検討結果をも考慮しつつ、近年の政策運営を評価することとする。

2. 金融政策の効果

2.1 「古典派」的世界での政策効果

—ベンチマークとして

ケインズ派マクロ理論の枠組で総需要政策の効果を検討する前に、まずそのベンチマークとして、貨幣・財・労働の全ての市場について需給均衡が常に成立している古典派の世界での効果を見てお

表1 マクロ経済モデル*

A. 古典派モデル (Simplified Version)	
モデル	生産関数 [1] $Y = F(K, N)$
	労働需要関数 [2] $w/p = F_N(K, N)$
	労働供給関数 [3] $N = N(w/p)$
	消費関数 [4] $C = C(Y - \delta K - T, i - \pi)$
	投資関数 [5] $I = I(K, Y, i - \pi - \delta)$
	国民所得恒等式 [6] $C + I + G + \delta K = Y$
	貨幣需要関数 [7] $M/p = m(Y, i)$
内生変数	Y (実質GNP), C (消費), I (投資), N (雇用), i (金利), p (物価), w (賃金)
外生変数	K (資本ストック), δ (資本減耗率), π (期待インフレ率), G (財政支出), T (租税, 実質), M (貨幣供給量)
B. ケインズ派モデル (Simplified Version)	
モデル	A.より, "労働供給関数" [3]式を除去
内生変数	Y, C, I, N, i, p
外生変数	$K, \delta, \pi, G, T, M, w$ (名目賃金)

* Sargent (1979) でのモデルを単純化したもの。

図1 マクロ経済モデルのワーキング

A. 古典派モデル (Simplified Version)

B. ケインズ派モデル (Simplified Version)

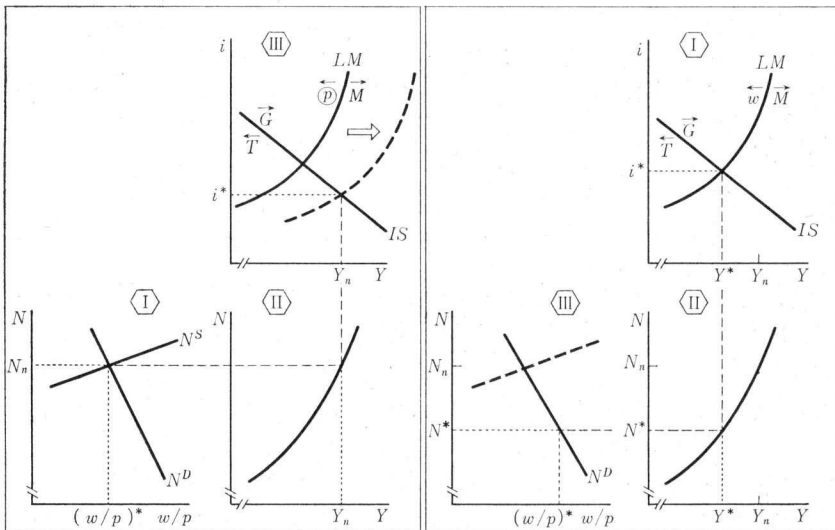


表2 マクロ経済モデル (Simplified Version)*における金融・財政政策の効果

	A. 古典派モデル		B. ケインズ派モデル			
	金融政策 $M \uparrow$	財政政策 $G \uparrow, T \downarrow$	金融政策		財政政策	
			$M \uparrow$	LM 水平 ケース	IS 垂直 ケース	$G \uparrow, T \downarrow$
Y, N	⊕	⊕
$-(i-\pi)$ $I=K$...	⊖	⊕	...	⊕	⊕
p	⊕	⊕	⊕	...	⊕	⊕

* 表1, 参照。

きたい¹⁾。

表1Aは1つの単純化された古典派モデルを示したものである²⁾。この体系では、内生変数の均衡値決定を、図1AでI, II, IIIと辿り、recursiveにとらえることができる。まずI, IIとIIIのIS曲線で、実質賃金 w/p 、雇用 N (=自然雇用量 Natural Employment, N_n)、産出高 Y (=自然産出高 Y_n)、実質金利 $i-\pi$ が決まり、最後にIIIで物価水準 p が決まる。従って、そこでは貨幣の中立性が二分法とともに成立している。

1) 本稿の「古典派」「ケインズ派」は、Hicks(1937), Modigliani(1944, 1963)の延長で考えている。とくにケインズ派理論の中には、この分類の延長線にないものもあろう。敢てこの分類を踏襲したのは、それにより近年の政策運営の性格が明らかとなるためである。

2) 海外取引は捨象した。開放体制下での政策の効果と役割の検討は今後の課題である。

このモデルの金融・財政政策の効果はモデルの recursive な性質から直ちに明らかである(表2A)。すなわち、(イ)金融政策は、産出高、雇用、実質金利等、実物変数に何らの影響も与えず、物価、賃金を貨幣量と同率で上昇させるにとどまる。(ロ)財政政策も、産出高、雇用に無影響で、実質金利の上昇により民間支出 $(C+I)$ がクラウド・アウトされる³⁾。

2.2 「ケインズ派」的世界での政策効果

古典派の世界とは異り、ケインズ派的世界では、賃金・価格に硬直性があり、非自発的失業が存在

する。企業は、コスト・マークアップで販売価格を設定し、需要の変動に対してはまず在庫調整で対応し、後れて生産量や販売価格を調整する、といった世界である。

(1) 単純化モデルでの政策効果

ケインズ派的世界は基本的に動学的な世界ともいえようが、ここでは議論を単純化するため、教科書的モデルから出発する。それは戦後ごく初期のケインズ派が念頭においていた世界といってもよい。表1Bのモデルである。名目賃金 w は硬直

3) 表1Aは、もとより「1つの」古典派モデルに過ぎない。たとえば、消費関数に実質残高効果や生涯所得仮説を導入すれば、金融政策は産出高総額には影響しないが、実質金利への影響を通じて資本蓄積率、従って自然産出高の成長経路に影響する。こういった効果は、それ自体重要ではあるが、総需要政策の見地からは暫く措いてよいだろう。

表 3 ケインズ派モデルのヒックシアン・メカニズムと金融・財政政策の効果

				ヒックシアン・メカニズム		政策効果	
				IS, LM の傾斜	政策に伴う IS, LM シフト	金融政策 $M \uparrow$	財政政策 $G \uparrow, T \downarrow$
パ ラ メ タ	η_i^M	貨幣需要の金利弾力性	絶対値が 小さい程	LM 曲線 傾斜急	$M \uparrow$ に伴う LM 右方シフト大	大	小
	η_i^Y	民間支出(C+I)の金利弾力性	大きい程	IS 曲線	…	大	小
	ξ^Y	所得乗数 $\left[\frac{1}{1-\text{限界支出性向}} \right]$	小さい程	傾斜緩	$G \uparrow, T \downarrow$ に伴う IS 右方シフト大	…	小

的で、労働市場の均衡は不成立とみて、表 1A の古典派モデルから労働供給関数を取り除き、同時に w を外生変数としたものである。

このモデルでの金融・財政政策の効果は、古典派モデルのそれと著しく異っている(表 2B)。金融政策、財政政策、いずれの場合も、拡張政策は、産出高、雇用、資本蓄積率の増加をもたらす一方、これに伴う物価上昇は、雇用増に伴う限界労働生産性低下に見合う分だけにすぎない。

このモデルで政策効果の大きさを決めるパラメタの主要なもの、貨幣需要の金利弾力性 η_i^M 、民間支出(C+I)の金利弾力性 η_i^Y 、所得乗数 ξ^Y (“ $1-\partial(C+I)/\partial Y$ ”の逆数)の3つである(表 3 参照)。

その極端な場合が、 $\eta_i^M = -\infty$ (流動性の罍)の場合、 $\eta_i^Y = 0$ の場合であり、このときは金融政策は無効になる。そこまでいなくても、民間支出の金利弾力性 η_i^Y が小さく、貨幣需要関数の金利弾力性 η_i^M (の絶対値)、所得乗数 ξ^Y が大きいと、金融政策の効果が小さく、反面財政政策の効果は大きい。この状況は、同時に、需要面のショックで産出高が大きく変動する状況、つまり、Modigliani (1977) が「需要ショックの拡散を防ぐヒックシアン・メカニズム」が働かない場合とよんだ状況である。戦争直後のケインズ派は、現実の経済はそのような状態にある、と考えていた。

(2) 「ケインズ派」的世界の変容

戦後のケインズ派理論のその後の展開の中で、流動性の罍仮説や民間投資についての弾力性悲観論は消滅していった。また、恒常所得仮説、生涯所得仮説の登場とともに、短期限界消費性向、従って所得乗数が従来の想定よりかなり低いとの見

方も強まっていった。こうして、ヒックシアン・メカニズムの強さが次第に認識されてゆく。

同時に、賃金決定メカニズムについての考え方も、60年代以降大きく変容を遂げた。すなわち、(i) 戦争直後のケインズ派理論では、名目賃金は下方硬直的で外生変数とされていた。その後、賃上げ率 w に関して、(ii) Phillips が労働需給(失業率 U)の影響を、(iii) 加えて Lipsey が期待インフレ率 \dot{p}^e の影響を確認し、60年代後半には、賃金決定関数(フィリップス曲線)が、 $w = \lambda \dot{p}^e + f(U)$ 、 $f'(U) < 0$ として一般化する。更に60年代末に、(iv) Phelps, Friedman が、労働市場参加者の合理的行動を根拠に、上式の λ は 1 に等しいとみるべきであり、インフレ率の予想と実績が一致する長期では、フィリップス曲線は垂直になる(自然失業率仮説)と主張した。この長期垂直のフィリップス曲線は今や殆どのケインズ派が受け容れている。

このようにケインズ派の世界でも、ヒックシアン・メカニズムの強さが評価され、また、名目賃金と(期待物価変動を通じた)実質賃金の労働需給感応度が評価されるにつれ、(イ)金融・財政政策の効果は(その方向こそ表 2B と変わらないものの)次第に小さいものとみなされるようになり(とくに(iv)を考慮すると、インフレ率の期待と実績が一致する長期では、古典派の世界、表 2A、が成立する)、また、(ロ)市場経済のもつ古典派的均衡回復力が次第に評価されるようになってきた。

(3) MPS モデルのシミュレーション結果

これまで、ケインズ派の世界とその変容を単純な理論モデルに則して述べてきた。しかし、本節冒頭でもふれたように、ケインズ派の世界は本来、

動学的なものであるし、また、戦後のケインズ派理論の展開はモデルの全ての関数にわたっている。これらの全てを網羅したケインズ派的世界の性格を、Modigliani, Ando を中心に70年代に作成された米国の大型計量経済モデル、MPS(MIT-Penn-SSRC)モデル⁴⁾の動学的シミュレーション結果によりみることにする。

(イ) 金融・財政政策のシミュレーションを行うと、いづれも、当初2-3年は乗数・加速度効果が働いて、産出高はかなり増大する(金融・財政政策は短期で有効)。しかし、その政策効果は次第に減衰し、7-10年後には無視できる程になる。貨幣量増大の場合には物価上昇だけが残り、財政支出増の場合には民間支出をクラウド・アウトする(金融・財政政策は長期では無効)⁵⁾。

(ロ) 財政支出の効果の長期的減衰からも判断されるように、ヒックシアン・メカニズムはかなり強く働いており、外生的需要ショックに対する古典派的均衡への復元力が相当程度窺われる。

こうして、単純化理論モデルに則して述べてきたケインズ派的世界の変容は、不完全市場、数量調整、動学的調整、等々を考慮した経験的モデルのパフォーマンスとしても確認できたといえる。

2.3 「新しいケインズ派」の世界での政策効果

(1) 合理的期待形成仮説

金融・財政政策の効果が、期待インフレ率など、民間経済主体の期待の状況如何で大きく変わることは、2.2(2)で述べたところから明らかである。従来、予想形成に関しては、適合的期待仮説が広く用いられてきた。しかし、適合的期待仮説のもとでは、物価が一本調子の上昇に転じた場合には、物価水準の実績は必ず予想を上回るというシステムティックな誤差が発生する。経済主体はこのような状況でも、適合的期待形成に固執し続けるのだろうか、また、適合的期待仮説は、経済主体の合

理的行動から演繹することができないという意味で、アドホックな仮説に過ぎないのではないか——このような問題提起とともに提出されたのが、合理的期待形成(RE, Rational Expectations)仮説である。

このRE仮説には、強弱、2つのタイプがある。まず、強いかたちのRE仮説では、経済主体の期待は、その時アベイラブルな全ての情報とその想定する理論(経済モデル)とに基づいて、予測値とその実現値が確率的に一致する(stochastically consistent)ように形成される、とする。すなわち、ある変数の合理的期待値は、期待形成時に既知である全ての変数の値に基づいて、経済モデルからえられる条件付期待値である、とする。

実証研究では、この仮説が棄却される場合が多く⁶⁾、かなり強い仮定である。

一方、弱いかたちでのRE仮説は、経済主体はその予想形成に際して、より正確な予想に基づいて行動することによってえられる限界利益と情報の収集・利用の限界費用とが均等化するように、情報の収集・利用の最適化を図る、とする。

この弱いかたちのRE仮説であれば、(効用極大化仮説と同様)経済主体の日常の行動で常に成立していると仮定して議論を進めても差支えないだろう。

ただ、政策効果の評価との関連で重要な事柄は、弱いかたちのRE仮説が、状況次第で強いかたちのRE仮説の成立を促す可能性がある、という点である。すなわち、経済主体にとり、予測誤差の発生は、期待されていた収益の喪失を意味する。従ってシステムティックな予測誤差が拡大した場合(例:インフレの加速化)、あるいは、情報の収集・利用の費用が急落した場合(例:新聞雑誌の集中的報道)には、経済主体はその後の期待形成の過程で、情報の収集やその予測への利用の方法を変えることにより、システムティックな予測誤差を取り除く努力をする筈である。その結果は、漸次、予測値とその実現値とが確率的に一致する強いRE仮説成立の状況へ移行することとなる。

6) たい、通常、他の仮説との複合仮説に関する検定である、との問題は残る。

4) Federal Reserve-MIT-Penn(FMP)モデルともいう。その概要については、Ando(1974)、Modigliani(1975)等。

5) 貨幣量増加率一定、財政支出・税収は名目所得に比例との前提をおいた超長期のシミュレーションでは、体系はgolden-age growth pathへ収斂する(新古典派成長モデルの特性を充す)。

表 4 合理的期待形成を仮定したケインズ派モデル

モ		デ		ル		変数の定義
民間の行動	IS 関数	[1]	$y_t = a_0 z_t - a_1 [i_t - E_{t-1}(p_{t+1} - p_t)] + \xi_{1,t}$			下記を除き、表1参照(但し i 以外は、対数表示) $y = \ln(Y/Y_n)$ ここで、 Y_n : 自然産出高(表1A, [1, 2, 3]の解) z : 外生変数ベクトル(民間が予想した G, T を含む) $E_{t-1}X_{t+j}$: 民間の $t-1$ 期情報に基づく X_{t+j} の条件付期待値 ξ_i, η_i : 擾乱項(ξ_1 には民間が予想しない G, T を含む)
	LM 関数	[2]	$m_t - p_t = b_0 + b_1 y_t - b_2 i_t + \xi_{2,t}$			
	賃金決定関数	[3A]	$w_t - w_{t-1} = c_0 + c_1 y_{t-1} + E_{t-1}(p_t - p_{t-1}) + \eta_{1,t}$			
	価格形成関数(マークアップ)	[3B]	$p_t = w_t + c_2 + c_3 y_t + \eta_{2,t}$			
	価格形成関数(誘導型)	[3]	$\therefore p_t - E_{t-1}p_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_t - \alpha_2 y_{t-1} + \xi_{3,t}$ $\begin{bmatrix} \alpha_0 = c_0, \alpha_1 = c_3, \alpha_2 = c_3 - c_1 \\ \xi_{3,t} = \eta_{1,t} + \eta_{2,t} - \eta_{2,t-1} \end{bmatrix}$			
擾乱項についての仮定			擾乱項 $\xi_{i,t}$ は平均 0, 分散一定の確率変数で、系列相関なく、他の全ての変数から独立と仮定*			
通貨当局の行動 — 貨幣供給		[4]	$m_t = E_{t-1}m_t + \epsilon_t$	ここで、 $E_{t-1}m_t$ は、 $t-1$ 期に民間が予想した m_t 従って、 ϵ_t は、民間が予想しない貨幣供給		
モデルの解	前提: 民間と通貨当局との間には情報格差なし		民間が予想しない貨幣供給 ϵ_t は、 $\xi_{i,t}$ はじめ、他の変数とは独立な、平均 0, 分散一定、系列相関のない確率変数			
	産出高 y_t の決定 確率過程での平均	[5] [5']	$y_t = -\frac{\alpha_0}{\alpha_1} + \frac{\alpha_2}{\alpha_1} y_{t-1} + \frac{a_1 \epsilon_t + b_2 \xi_{1,t} - a_1 (\xi_{2,t} + \xi_{3,t})}{a_1 b_1 + b_2 + \alpha_1 a_1}$ $E(y_t) = -\frac{\alpha_0}{\alpha_1} + \frac{\alpha_2}{\alpha_1} y_{t-1}$		* ξ_i に系列相関があるときは、系列相関で動く部分を定数項に移した上、 ξ_i を再定義する	

このように考えてくると、強いかたちの RE 仮説が過去のデータで統計的に棄却されていたとしても、今後の政策運営を問題とする場合には、それが成立するケースをも考慮する必要が生まれてくる。

(2) 合理的期待を仮定した「ケインズ派」のマクロ経済モデル

Lucas, Sargent, Wallace 等マネタリスト・マーク II とよばれる人々は、古典派モデルの労働供給関数での実質賃金 w/p を期待実質賃金 w/p^e におきかえるとともに、強いかたちの RE 仮説を導入し(この他の仮定もあるが、2.3(3)で後述)、金融・財政政策の効果について次のように主張した。提唱者の名をとって LSW 命題、或いは「政策無効命題(Policy Ineffectiveness Proposition)」とよばれているものである。すなわち、

(イ) 民間経済主体の期待が合理的に形成されているならば、「予想されていた政策」は実物面に関して無効である。

(ロ) 民間が予想しなかった政策は有効であるが、それは政策当局が従来の行動様式を変更した後の暫くの間のことには過ぎない。いづれ民間は、

政策当局の新しい行動様式を認識し、金融・財政政策のうち、ランダムな動き以外は予め予想してしまうことになるだろう。従って、金融・財政政策は、平均的にいって(ランダムな動きの影響をならせば)無効である。

この LSW 命題は、古典派モデルを基礎として導出された。「新しいケインズ派」とよばれる人達は、1つの期待形成仮説として RE 仮説を評価するとともに、ケインズ派マクロモデルに RE 仮説を導入した場合の分析を行っている⁷⁾。以下、主として Fischer(1977 b)によりながらこれを紹介するとともに、その政策的含意をみ、最近におけるケインズ派の世界の変容をみることにしたい。

表4の [1], [2], [3A], [3B] 式は、典型的なケインズ派モデル(但し、フィリップス曲線は長期では垂直と仮定)である。ここで、産出高 y_t は自然産出高から測っており⁸⁾(所謂、GNP ギャップ)、

7) 具体的には、Fischer(1977 a,b), Phelps=Taylor(1977), Taylor(1979)等。「新しいケインズ派(New Keynesian)」の語は、Parkin(1984)によるもので、マネタリスト・マーク II = 「新しい古典派(New Classicals)」の対語。

8) モデルを前出注、3)のように変更すると、予想

また、民間が予想した財政支出と租税は総需要に直接影響を及ぼす外生変数のベクトル z_t にその要素として入っている(予想されなかったものは、[1]式の $\xi_{1,t}$ に入る)。[3A], [3B]式から、容易に価格形成に関する誘導型 [3]式が求められる。

(イ) 通貨当局による貨幣供給量を、民間が $(t-1)$ 期に予想した部分 $E_{t-1}m_t$ と、民間が予想しなかった部分 ϵ_t とに分け、[1]-[4]式を産出高 y_t について解くと [5]式がえられる。この式は、民間部門が予想しなかった金融・財政政策 $\epsilon_t, \xi_{1,t}$ (の1部)は産出高 y_t に影響を及ぼすが、民間が予想した金融・財政政策 $E_{t-1}m_t, z_t$ (の1部)は y_t に全く影響しないことを示している。予想された金融・財政政策の影響は、専ら物価 p_t の変動に吸収されてしまう。

ここまでの結果を、金融政策との関連で多少補足説明しておこう。(i)民間は、 t 期の行動を決定するため、それに先立つ $(t-1)$ 期に t 期の物価 p_t 等を予想する。その予想は、貨幣供給量を $E_{t-1}m_t$ と見込み、それを前提とした合理的期待である。(ii)通貨当局による t 期の貨幣供給 m_t のうち $E_{t-1}m_t$ は、既に $(t-1)$ 期での予想として民間の行動に織り込まれているため、実質産出高 y_t には影響しない。 y_t に影響するのは、民間が予想しなかった貨幣供給、 $m_t - E_{t-1}m_t = \epsilon_t$ のみである([5]式参照)。

(ロ) 次に、民間が通貨当局の平均的な行動様式を読みとっており、しかも、通貨当局が民間の $(t-1)$ 期の予想形成時と同一の情報に基づいて貨幣供給量 m_t を決定する(通貨当局と民間の間に情報格差なし)と想定しよう。このときには、民間が予想しない貨幣供給 ϵ_t は、他の諸変数と独立な平均ゼロの確率変数(ホワイト・ノイズ)となるため、 y_t の平均値は [5]式のようになり、平均的にみて、金融政策は y_t に影響しないということになる。

こうして、ケインズ派モデルから出発しても、いくつかの条件(強いかたちの RE 仮説、民間に

された金融政策も、産出高に影響する。しかし、自然産出高からの乖離 y_t には影響せず、本文以下の議論がそのまま当てはまる。

よる通貨当局の平均的行動様式の認識、通貨当局と民間の間に情報格差なし)さえ充されれば、LSW 命題が成立することを示しえたのである⁹⁾。

(3) LSW 命題の評価と総需要政策の根拠

「新しいケインズ派」は、ケインズ派モデルからも LSW 命題が成立しうるケースがあることを示した上、現実の経済は命題成立の条件を充していないとして、LSW 命題を棄却する。この場合、とくに強調するのは、次のかたちでの通貨当局と民間との情報格差の存在である。すなわち、現実の賃金や価格は、契約価格のがたちで設定される場合が多く、その契約期間は、通常、通貨当局の政策形成ラグより長い。従って、金融政策は、民間が価格や賃金の設定時には織り込みえなかった情報をも利用して展開されており、この意味で通貨当局と民間との間に情報格差が存在している、とする¹⁰⁾。

この「新しいケインズ派」の主張には、賃金・価格の非伸縮性を重視するケインズ派の伝統が依然色濃く残っていると見えよう。しかし、同時に「新しいケインズ派」は、RE 仮説が成立する状況では古典派的均衡が成立するまでの調整期間が著しく短縮化されうること、更に、政策当局の行動が民間に読まれてしまえば、金融・財政政策の経済活動に及ぼす効果もそれに応じて小さくなることを認めたわけであり、そこに最近におけるケインズ派的世界の変容をみることができるとする。

2.4 金融政策運営の目標としての貨幣量と金利

これまでのところ、金融政策とは貨幣量の統御であり、金利は市場で決定されるものという暗黙の前提をおいてきた。本節では、通貨当局が金利について政策目標を設定し、その実現を図る過程で貨幣は追隨的に供給されるとしたときの政策効果のみをみよう。

まず図 1A の古典派モデルで考える。目標金利

9) [3]式を y_t で正規化すれば Sargent=Wallace (1975) の総供給関数と形式的に同一な方程式となることから、予想されたことではある。

10) これに対し、マネタリスト II は、価格・賃金について長期契約慣行はそれ程一般的ではないと反論する。

i^T が、自然産出高 y_n に見合う均衡金利 i^* より高く設定されたとする¹¹⁾。このときには、(i) 貨幣需要が減少し、貨幣供給もこれに追従して減少する。また、同時に財需要 (IS 曲線と i^T 線との交点で決まる) も減少する。(ii) しかし、財供給は自然産出高の水準のまゝ動かない (図 1A I, II で決まる) から、過剰在庫が発生し物価 p が低落する。この間、 LM 曲線の左方シフトにより、一旦は貨幣市場で均衡が成立する。しかしその時にも財市場での超過供給は全く解消しないため、(iii) 物価 p が一層低落し、貨幣需要、従って貨幣供給 M の一層の減少が起きる。こうして、物価 p の低落、過剰在庫の累積、そして貨幣供給 M の減少が際限なく続くことになる。Wicksell の累積過程である。さらに、この間、(iv) 期待インフレ率 π も減少しようから、 IS 曲線が左方シフトし、この過程に一層拍車がかかることになる。(目標金利 i^T が均衡金利 i^* を下回る場合には、反対方向の過程が進行する。)

なお、目標値を名目金利 i でなく、実質金利 ($i-\pi$) で設定した場合には、上記 (iv) の発生は免れるものの、累積過程の進行自体は変わらない。

このことは、図 1B のケインズ派モデルで賃金 w が労働需給に感応的と修正すれば、ほゞそのままあてはまる。すなわち、財需要が変動すると労働市場の超過需給が変動し、これに賃金、従って物価が反応するというメカニズムがあるから、目標金利 i^T が低(高)過ぎる場合には、貨幣供給 M 、物価、産出物需要が一方的な増大(減少)を辿るという動きが、古典派モデル同様発生する。ここで、目標値として固定する金利が名目金利であれば、期待インフレ率 π の上昇(下降)によってこの過程に拍車がかかる¹²⁾。また、実質金利 ($i-\pi$) を目標値として固定しても、累積過程が進行すること自体には変わりがないことも古典派モデルの場合と同様である^{13,14)}。

11) 以下の過程を多少修正する必要はあるが、生産関数のシフトで i^* が i^T を下回った、と考えてもよい。

12) MPS モデルでも、金利を外生変数として固定した長期シミュレーションを行うと体系は発散する (Modigliani(1975))。

13) 金融政策の中間目標として実質金利(或いはト

2.5 政策効果についての「ケインズ派」とマネタリストの見解

(1) 分析の枠組の共通化

60年代初頭に Friedman=Meiselman と Modigliani=Ando の間で行われた貨幣乗数と所得乗数との相対的安定性をめぐる論争は、誘導型の安定性に関する論争であり、両者の理論的枠組に関する共通点・相違点が明らかでないまゝに行われていた。しかし、その後 70 年代末には、Friedman が、 $IS-LM$ による分析の枠組を受け容れ (たとえば、Friedman(1976))、"We are all Keynesians, now" と述べたのに対して、Modigliani(1977) が、MPS モデルの長期シミュレーション結果をもとに "In the long-run, we are all monetarists" と呼応するなど、両学派の分析の理論的枠組の共通性が次第に認識されていった。更に最近では、マネタリスト・マーク II と「新しいケインズ派」の双方が、自然失業率仮説や RE 仮説の成立の可能性を認め、両者が少なくとも形式的にはほゞパラレルなマクロ合理的期待モデルで分析を行うに至っている。

(2) 市場経済の自律的均衡回復力の評価

マクロ経済に発生した需給不均衡は、価格、賃金、金利等の相対価格変動を通じて解消されるのか、また、解消されるとしてもどの程度の期間が必要か、という点に関して、ケインズ派も市場経済のもつ「古典派」的均衡への自律的回復力を次第に評価するようになってきた。この面でも「ケインズ派の世界」と「古典派=マネタリストの世界」の接近は顕著である。しかし、「新しいケインズ派」が賃金・価格の契約期間中の硬直性を強調することにみられるように、2つの世界の相違も厳然として残ってはいる。

3. 金融政策の運営と役割

3.1 「裁量」による政策と「ルール」による政策

ービンの q) を提唱する意見もあるが、この問題を看過しているように思われる。

14) RE 仮説を導入したモデルでも、期待物価水準が確定しないという同様の問題が発生する (Sargent=Wallace(1975))。

表5 「裁量」による政策か、「ルール」による政策か——その論点

		ケインズ派		マネタリスト
		伝統的立場	最近の立場	
A 両政策の安定化効果(+)と攪乱効果(-)				
A1 「適切な裁量政策」の安定化効果	a	(+)極めて大	(+)あり	(+)極めて小~むしろ(-)
A2 「ルールによる政策」の攪乱効果	b	(-)極めて大	(-)あり	(-)極めて小~むしろ(+)
「適切な裁量政策」の長(+), 短(-) (「ルールによる政策」との対比)	a-b	(+)極めて大	(+)かなりあり	(+)ごく僅か~むしろ(-)
B 政策当局の「裁量政策」実施上の欠陥(-)				
B1 経済メカニズムについての知識欠除	c	(-) 多少はあるが	(-)あり	(-)大~著しく大
B2 政策ラグの存在(適時適切な政策困難)	d	(-) 克服可能	(-)あり	(-)大~著しく大
B3 政治圧力による歪曲	e	...	(-)あり	(-)大~著しく大
全体としての評価	c+d+e	(-), しかし克服可能	(-)あり	(-)著しく大

物価安定裡の高く安定的な成長達成が望ましいということ、ケインズ派、マネタリストを問わず、一般に広く承認されている。しかし、その目標達成の方法、とくにそのための政府あるいは政策の役割については意見が分かれる。ケインズ派が、市場経済の自律的均衡回復力不十分を理由に、政府の「裁量」的政策を主張するのに対して、マネタリストは、目標達成は市場の自律的調整を通じてのみ可能であり、その際、金融・財政政策は、民間経済主体の行動を攪乱しないよう一定の「ルール」に従って行うべきであるとする。

この場合の主要論点は、表5に示した通り、(A)両政策夫々の経済安定化(ないし攪乱)効果の評価と、(B)政策当局の「適切な」裁量政策実施能力の評価の2つである。

(1) ケインズ派の見解——裁量政策

60年代までの伝統的なケインズ派は、市場経済の自律的均衡回復力を低評価する(論点A)一方で、政策当局が適時適切に裁量政策を実施する能力は、マクロ計量経済モデルの発展に代表されるような経済分析の進展により、遠からず飛躍的に増大するだろう、と楽観していた(論点B)。

これに対し、最近のケインズ派(たとえば「新しいケインズ派」のFischer(1980))の裁量政策評価は、A、B両点について後退する。論点A後退の背景は、いうまでもなく、市場経済の自律的均衡回復力の評価向上である。論点B後退の理由は、(イ)60年代末以降の米国金融政策失敗(背後

には、政治圧力、政策ラグ、経済見通しの誤り、等)をみると、政策当局の裁量政策実施能力を楽観視できないこと、(ロ)70年代以降、経済をめぐる不確実性が急速に増大し、経済メカニズムの実証的把握が困難となってきたこと、等である。

この結果、一方で、(イ)全てを市場メカニズムのみに任せるわけにはいかない、(ロ)RE仮説の成立を考慮しても裁量政策は有効(2.3(3)参照)、(ハ)とくに金融革新によるMの性格の変化とLM関数の不断のシフトの下では、 $k\%$ ルールによる政策は経済に大きな攪乱効果をもたらす、等の理由(いづれも論点A)をあげ、引続き裁量政策を是認はするが、今後の裁量政策は「通貨量目標政策を柔軟に運用する程度」であることが必要である(Fischer(1980))とする。

(2) マネタリストの見解

—— $k\%$ ルールによる政策

マネタリストが一般に市場経済の自律的均衡回復力に信をおいている(論点A)ことは、いうまでもない。しかし、Friedman(1948)以来、 $k\%$ ルール主張の最大の論拠は、論点Bにあった。裁量的金融政策の効果は“long and variable lag”を伴って実物面に波及するから、これを事前に把握することは困難(B1)、従来の実績をみると、通貨当局の反応は常に“too late, too big”(B2)、戦後の景気循環は多分にポリティカル・サイクルという性格をもつ(B3)、 $k\%$ ルールという国民に判りやすい原則によって通貨当局の責任を明確に

し、同時に政治的圧力を回避すべし(B3)、等といった主張である。

最近のマネタリスト・マークIIは、この従来の立場を継承し、更に、次の議論でこれを補強する(Lucas(1980))。すなわち、(イ) LSW 命題が成立する状況のもとでは、裁量政策はインフレ率と産出高の分散拡大=不確実性増大という攪乱効果しかもちえない(A1)。一定率の貨幣供給を相当期間持続することこそ、不確実性を削減し経済に安定化効果をもたらす(A2)。(ロ) 過去に観測された諸変数間の統計的關係は、民間の先行き期待に基づく行動を媒介に成立していたものであるから、政策当局の行動様式が変わるとともに崩れてしまう。従って過去の実証研究結果をもとに将来の裁量政策の効果を推定することは困難である(B1)¹⁵⁾、等の議論である。

3.2 金融政策の運営

本稿冒頭に記した近年の主要国金融政策運営の3つの特徴は、マクロ経済学の展開方向とほぼ一致しており、とくに「新しいケインズ派」の考え方との共通点が多い。すなわち、市場経済の自律的均衡回復力にかなりの信をおく(物価安定重視、通貨量に中間目標を設定)一方で、それを完全とはみなしていない(総合判断を重視した弾力的政策運営)。また、期待の役割を重視(慎重な政策運営)しつつも LSW 命題が常時成立しているとはみていない(弾力的な政策運営)、といった点である。以下、3つの特徴の夫々の妥当性について、マクロ経済学の視点から若干のコメントをしておこう。

(1) 物価安定の重視

まず、(イ) インフレーションのコストが強く認識されてきた¹⁶⁾ことに加えて、(ロ) 長期の視点と

して、ケインズ派も、貨幣が長期でほぼ中立的であることを認めており(2.2(2))、持続的インフレは過大な貨幣供給により発生することについて異論はなく、また、(ハ) 短期の視点でも、民間経済主体の期待の状況如何で、拡張的金融政策が(たとえ sluggish な経済下でも)、実物面へは短期的効果すらなくインフレ率のみに影響するという LSW 命題成立の可能性に留意する必要がある(2.3(1), 2.3(3))。

(2) 通貨量を中間目標とする政策運営

イ. 最終目標変数の動きを反映し、かつ、金融政策によって統御可能な変数に中間目標値を設定し、その達成を図るかたちで政策を運営することが望ましい。

すなわち、(イ) かつてケインズ派が想定していたような積極的裁量政策は、市場経済の自律的均衡回復力がかなり強いため、不用であり(3.1(1), (2))、また、政策当局の能力(政治的圧力を含む)からいっても困難である。敢えてこれを展開することは寧ろ経済に対し攪乱の効果をもつ(3.1(1), (2))。

(ロ) 中間目標を設定しての運営は、先行きの政策スタンスに関する不確実性を削減し、経済に対しそれなりの安定化効果をもつ(3.1(2))、同時に、中央銀行の責任を明確にし、かつ政治的圧力による政策の歪曲を防ぐ途でもある(3.1(2))。

ロ. 金融政策で統御可能な変数には金利と通貨量があるが、金利(名目、実質とも)は中間目標として不適切で、中間目標は通貨量とすべきである。

すなわち、(イ) 金利を釘づけしてしまうと、物価と通貨量が並行して累積的に増大(或いは減少)するメカニズムが作動する(2.4)。(ロ) この累積過程を回避するには、通貨量、名目 GNP、物価等の動きをみながら金利目標値を fine-tune する必要があるが、これは中間目標設定の趣旨と矛盾するばかりか、政策ラグの存在、政治的圧力の影響等からみて著しく困難である。

(3) 総合判断に基づく弾力的かつ慎重な政策運営

イ. 弾力的な政策も通常は有効であり、且つ必要。

すなわち、(イ) 通常は、LSW 命題成立の条件

15) "Econometric Policy Evaluation Proposition" (Lucas(1976))。

16) 本稿ではインフレーションのコストの問題に立ち入ることができなかった。2. との関連では、インフレ過程での相対価格の分散拡大(相対価格の情報伝達機能低下)に伴う資源配分の効率性低下というコストが中心になるが、公正の視点からみた所得・富の再分配効果、更には社会的・政治的影響に関連したコストも考えねばならない。

は充されていない(2.3(3)の「新しいケインズ派」の主張)。また、(ロ)市場の自律的均衡回復力は評価できるものの、 $k\%$ ルール採用には問題がある(3.1(1)の「新しいケインズ派」の指摘)。従って、通貨量目標政策を多角的な総合判断に基づいて弾力的に運営する必要がある。

ロ. 弾力的な政策運営といっても、基本的には通貨量目標政策の枠内で慎重に行う必要がある。

すなわち、(イ)余りにも弾力的な政策運営は通貨量を中間目標とする政策の利点を全て消滅させてしまう。また、(ロ)期待の状況如何で、弾力的な政策が無効となり、物価面にのみ悪影響が残る可能性がある(2.3(1), 2.3(3))。

4. むすびにかえて

「ケインズ派の世界」は、次第に市場経済の自律的均衡回復力を評価するように変容していった。また、これに伴い、「ケインズ派の世界」は「古典派ないしマネタリストの世界」と、分析上の理論的枠組においても、また、政策効果の評価に関しても、重なり合う面が多くなってきた。このような背景のもとで、本稿は、近年の金融政策運営の諸特徴をマクロ経済学の枠組の中で位置づけてみた。

しかし、マネタリストと「新しいケインズ派」の主張の間には依然として開きがあるし、また、「新しいケインズ派」が通貨量目標政策の運営面で弾力性と慎重さの双方を主張するとき、その兼ね合いをどうするかという具体的問題も残っている。こういった問題の解決は、ポリティカル・エコノミーの問題を別とすれば、市場経済の自律的均衡回復力の評価というすぐれて経験的な問題の解明によってのみ可能である。それは、実証的マクロ経済学にとっての今後の大きな課題であろう。

(一橋大学経済研究所)

参考文献

- [1] Ando, Albert K. (1974), "Some Aspects of Stabilization Policies, the Monetarist Controversy and the MPS Model," *IER*, Vol. 15, No. 3, Oct. 1974.
- [2] Fischer, Stanley (1977a), "Wage Indexation and Macroeconomic Stability," in *Stabilization of the Domestic and International Economy*, ed. by Brunner, Karl and Meltzer, Allan H., (North-Holland), 1977.
- [3] — (1977b), "Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule," *JPE*, 85, Feb. 1977.
- [4] — (1980), "On Activist Monetary Policy with Rational Expectations," in *Rational Expectations and Economic Policy*, ed. by Fischer, Stanley, (University of Chicago Press), 1980.
- [5] Friedman, Milton (1948), "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability," *AER*, Vol. 38, June 1948.
- [6] — (1976), "Comments on Tobin and Buiter," in *Monetarism*, ed. by Stein, Jerome L., (North-Holland), 1976.
- [7] Hicks, J. R. (1937), "Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation," *Econometrica*, 5, April 1937.
- [8] Lucas, Robert E., Jr. (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique," *JME*, 2, Supplement 1976.
- [9] — (1980), "The Role of the Economic Advisor," in *Rational Expectations and Economic Policy*, ed. by Fisher, Stanley, (University of Chicago Press), 1980.
- [10] Modigliani, Franco (1944), "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money," *Econometrica*, 12, 1944.
- [11] — (1963), "The Monetary Mechanism and Its Interaction with Real Phenomena," *REStatistics*, Vol. 45, Feb. 1963.
- [12] — (1975), "The Channels of Monetary Policy in the FMP Econometric Model of the U. S.," in *Modelling the Economy*, ed. by Ranton, G. A., (Heinemann Educational Books), 1975.
- [13] — (1977), "The Monetarist Controversy or, Should We Foresake Stabilization Policies?" *AER*, Vol. 67, No. 2, March 1977.
- [14] Parkin, Michael (1984), *Macroeconomics*, (Prentice-Hall Inc.), 1984.
- [15] Phelps, Edmund S. and Taylor, John B. (1977), "Stabilizing Powers of Monetary Policy under Rational Expectations," *JPE*, 85, Feb. 1977.
- [16] Sargent, Thomas J. and Neil Wallace (1975), "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule," *JPE* 83, April 1975.
- [17] — (1979), *Macroeconomic Theory*, (Academic Press), 1979.
- [18] Taylor, John B. (1979), "Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations," *Econometrica*, 47, Sept. 1979.