

第 11 章 財政政策と金融政策の新たな役割分担について

齊藤 誠

(大阪大学大学院経済学研究科助教授)

1. はじめに

本稿では、今後の財政政策と金融政策の役割分担に対してどのような経済学的なフレームワークをもって臨むべきなのかについて議論を展開していく。特に、以下のことを強調したい。

財政政策と金融政策の組み合わせによって経済安定化政策 (stabilization policy) を行っていくという従来型の考え方は大きく後退してきた。

一方で、金融政策が経済安定化政策の主たる役割を担うことが期待されるようになった。

金融政策の発動タイミングは、高インフレや高失業率に適応的に (adaptively) 実施するというパターンから、高インフレや高失業率に対して予防的に (preemptively) 実施するというパターンに移行してきた。

金融政策において経済安定化政策とともに中・長期的なインフレーションの制御が重視されるようになった一方、財政政策に対してもインフレーションの制御についての役割が期待されるようになってきた。

米国の政策現場では、意識的に財政・金融政策の役割分担を転換させてきた。一方、日本では、政策転換への方向性が随所にみられてきたものの、財政と金融の新たな役割分担について必ずしも意識的な取り組みがなされてきたわけではない。むしろ、従来型の政策発想の延長線上でマクロ経済政策が実施されてきたことが、市場経済に対してかえって混乱をもたらしてしまった。

本稿では、まず第 2 節で米国の経済諮問委員会 (the Council of Economic Advisers, CEA) の事例を通じて従来型の財政・金融のポリシー・ミックスの考え方が大きく後退してきた背景を考えていく。その上で第 3 節においては、経済安定化政策の主たる役割が期待されるようになった金融政策の枠組みがどのように変化したのかを議論していく。さら

に第4節では、新たな政策課題として重視されるようになってきた「中・長期的なインフレーションの制御」について議論を展開していこう。結論に移る前に第5節において、これらの新たな政策的枠組みの視点から1990年代の日本の金融政策を簡単に振り返ってみる。第6節で結論を述べる。

2. 従来型ポリシー・ミックスの後退とその背景¹

(1) 財政と金融の従来型ポリシー・ミックス

標準的なマクロ経済モデルであるIS-LMモデルから導かれるマクロ経済政策では、財政政策と金融政策のポリシー・ミックス(policy mix)によって総需要を制御しながらマクロ経済を安定化させること、すなわち景気対策が重要な政策的課題とされている。

典型的なポリシー・ミックスでは、経済が不景気になると、財政支出の拡大や減税を通じて総需要の促進が意図される。一方で、財政政策の副作用である実質金利の上昇が民間設備投資をクラウディング・アウト(crowding out)してしまうことを回避するために、金融緩和を実施して名目金利の引き下げが試みられる。短期的に物価水準が一定であると、名目金利の低下は実質金利の低下につながることから、設備投資需要を促す効果もたらされる。財政拡大と金融緩和のポリシー・ミックスは、財政政策の副作用を和らげながら総需要を効果的に促進することが期待されているのである。逆に、景気が過熱している時には、財政緊縮と金融引締めを組み合わせによって総需要の抑制が図られる。

著名なマクロ経済モデルであるマンデル・フレミング・モデル(Mundell-Fleming model)が示すように、上述のポリシー・ミックスは、貿易を通じて財の輸出入を伴う開放経済(open economy)では、いっそう重要な役割を果たしている。なぜなら、財政拡大による実質金利の上昇が、民間設備投資を抑制してしまうばかりか、金利の上昇によってもたらされる自国通貨の増価が輸出を減少させてしまうからである。いいかえると、財政政策は、実質金利上昇という副作用のために、設備投資ばかりか、純輸出をもクラウディング・アウトしてしまう可能性がある。この場合に金融緩和政策は、民間設備投資と純輸出の両者のクラウディング・アウトを回避する役割を担っている。

(2) 米国CEAにおけるポリシー・ミックスの考え方の変化

しかしながら、入門的なマクロ経済学の教科書では当然の取り扱いを受けてきたポリシ

ー・ミックスの考え方は、先進資本主義諸国のマクロ経済政策において大きく変容して行く。以下では、米国の事例を通じてポリシー・ミックスに関する考え方の変化を掘り下げて考えていこう。

ブレトン・ウッズ体制 (Bretton Woods system) のもとで典型的なケインズ政策を実施することにコミットするために、米国政府は対外政策として国際通貨基金 (International Monetary Fund、IMF) や世界銀行 (World Bank) の国際流動性供給システムに関与していくとともに、国内政策として完全雇用を目的としたマクロ経済政策の枠組みを打ち出してきた。

ケインズ的なマクロ経済政策の米国経済への適用における決定的な契機は、1946年に制定された雇用法 (Employment Act) であったⁱⁱ。先述した財政と金融の典型的なポリシー・ミックスの考え方が雇用法に盛り込まれたことで、建前としては米国のマクロ経済政策の基本は経済安定化を目指すことが重要な政策課題となったわけである。

この雇用法は、学識経験者が大統領に経済政策をアドバイスする経済諮問委員会 (the Council of Economic Advisers、CEA) の設置根拠にもなっている。しかしながら、雇用法によって設置された CEA は、雇用法の精神であったケインズ政策に基づいた財政と金融のポリシー・ミックスの考え方を必ずしも強く押し出したわけではなかった。

1990年代に入ってアメリカ経済学界の中で CEA が戦後の米国マクロ経済政策に対して果たしてきた役割について学術的な評価を行おうとする動きが相次いだ。1996年に出版されたアメリカ経済学界の雑誌である Journal of Economic Perspective でも、CEA 設置 50周年を記念して、CEA の政策的な意義を経済学的に分析している論文の特集を行っている。

そこに掲載されている論文の多くに共通していることは、CEA が雇用法の立法趣旨から大きく離れたマクロ経済政策を大統領に進言していたということである。たとえば、Stein (1996) が以下のように述べていることは、そうした解釈を代表している。

「当初は、国民経済の最大の問題は失業であり、財政政策がその対策であると信じられてきた。しかし、1981年までには、こうした考え方はほとんど後退してしまった。総需要管理やインフレーション対策の問題は、連邦準備制度 (the Federal Reserve System) に委ねられてきたのである。」(p. 17)

1997年初めの米国経済学界での CEA 評価に関するセッションでも (American

Economic Review 87 (1997)に掲載) 著名な経済学者からの同趣旨の発言が記録されている。Feldstein (1997)も、財政政策が経済安定化よりも不安定化をもたらしたこと、マクロ経済安定化の役割が金融政策に割り当てられてきたことを指摘している。また、Stiglitz (1997)も、景気政策が主に連邦準備制度によって担われてきたと述べている。

米国の戦後マクロ経済政策においては、「財政政策が主として経済安定化政策を担い、金融政策は財政政策の副作用であるクラウディング・アウトを緩和する役割を担う」という典型的なポリシー・ミックスの考え方は大きく後退してきたのである。Stein (1996)が述べているように、1980年代にそうした後退が顕著になり、積極的な財政政策が景気刺激策として位置付けられることはなくなった。同時に、景気循環の制御については連邦準備制度の舵取りに政策の焦点が移っていく。

マクロ経済学の教科書も、こうしたマクロ経済政策のスタンスの変化を顕著に反映していく。入門的なマクロ経済学の教科書については、財政と金融のポリシー・ミックスの考え方がIS-LMモデルの特性を理解するための練習問題としていぜんとして残っている。しかし、1980年代に入ると、マクロ経済学の研究フロンティアを反映した学術書や上級の教科書では、標準的なポリシー・ミックスの姿はみられなくなってしまうのである。

(3) ポリシー・ミックスの考え方が後退してきた背景

本節の最後に、財政と金融のポリシー・ミックスの考え方が後退してきた背景について考えてみたい。根本的な契機は、1970年代に入りブレトン・ウッズ体制が崩壊し、政府の財政活動が動学的な資源配分を担うシステムから、外為市場、金融市場、債券市場、株式市場などの資本市場に動学的な資源配分が委ねられるシステムに転換したことであるⁱⁱⁱ。

ブレトン・ウッズ体制では、資本市場が政府の強い規制下に置かれていたことから、資本市場が動学的な資源配分の機能を果たすことができなかった。政府は、所得税の変更や政府消費の増減によってマクロ消費水準を制御するとともに、法人税の変更や公共投資の増減によってマクロ投資水準(経済全体としては総貯蓄水準に相当する)を制御していた。すなわち、動学的な資源配分の根幹である消費と貯蓄の配分は、基本的に政府の財政活動に委ねられていたのである。

ブレトン・ウッズ体制の崩壊でさまざまな資本市場が自由化されてきたことから、資本市場は動学的資源配分機能や期待形成機能を担うようになってきた。そのことが、従来、財政政策が果たしてきた動学的資源配分における役割を急激に低下させてきたわけである。

なお、資本市場の期待形成機能がマクロ経済政策にもたらしたインパクトについては、第3節と第4節で議論していく。

上述の点に関して Barro (1974)は、抽象度の高いレベルで資本市場の動学的な資源配分機能が財政政策の効果を中立化させてしまうことを論証している。たとえば、家計に対して減税を行って可処分所得を増やしても、必ずしも現在の消費を刺激しない。なぜなら、減税の見返りとして発行された公債の償還のために将来増税が予想されることから、可処分所得の増加が消費ではなく、貯蓄に回されるからである。

Barro のモデルは、資本市場が十分に機能しているかぎり、「家計部門が、いつ、どれだけの消費をするのか」について、政府の租税政策が影響を与えられないことを示している。もちろん、Barro のモデルのインプリケーションは、資本市場の機能が制約される程度に応じて変化を余儀なくされるが、モデルが持っている根本的なメッセージはいぜんとして重要である。事実、先進資本主義諸国における財政政策の見直しは、ブレトン・ウッズ体制が崩壊した 1970 年代初頭に直ちに起きたのではなく、資本市場の整備とともに財政政策のあり方に大きな考え方の変化が生じてきた。

特に、財政政策における公共投資は、経済安定化政策の一環としてではなく、公共投資がもたらす純便益の観点と、政府の動学的な予算制約の観点から位置付けられていくことになる。米国の財政・金融政策は、ブレトン・ウッズ体制の崩壊がもたらした資本市場の自由化という事態に対して、きわめて意識的に、合理的に転換が図られてきたといつてよい。一方、日本では、資本市場の自由化が緩やかな速度で進行したことから、マクロ経済政策の転換が必ずしも明確な形でなされてこなかった^{iv}。後にみていくように、そのことが昨今のマクロ経済政策の混乱を生んでしまったと考えられる。

3. 「適応的な金融政策」から「予防的な金融政策」

それでは、マクロ経済安定化政策の主たる責任が期待されるようになった金融政策については、どのような政策的枠組みの変化が起きてきたのであろうか。

過去 20 年ぐらいの金融政策の考え方がどのように遷移してきたのかを振り返ってみると、大きく 2 つの意見に分けることができよう^v。第 1 は、短期的にはフィリップス曲線 (Phillips curve) が右下がりであること (インフレーションが失業率の減少関数であること) を想定して、金融政策はマクロ経済の安定化を図ることができるという考え方である。

この考え方に立てば、どのように金融政策をインプルメントすると、効果的な経済安定化が図られるのかが議論の焦点となる。

第2は、短期的にもフィリップス曲線が垂直になることを想定して、金融政策の目的を景気対策から物価安定に完全にシフトすべきであるという考え方である。この考え方では、裁量的な性格を伴う景気対策（discretionary policy）が金融政策の対象から外れ、政策ルール（policy rule）によって物価、もしくはインフレ率の制御が課題とされる。

第1の考え方と第2の考え方の対立は、ケインジアンとマネタリストの論争の中にも、その萌芽がみられたが、両者とも金融政策の実体経済（real economy）への短期的な影響を認めていたことから、論争は2つの考え方の直接的な対立という形をとらなかった。後述するように、むしろケインジアンとマネタリストは、政策操作変数を短期金利とするのか、マネー・サプライとするのかという論点で激しく争った。上の2つの考え方が大きく対立するのは、次節で展開する金融政策の時間非整合性（time inconsistency）をめぐる問題からであった。

やや結論を先取りしてしまうと、現在の金融政策の現場では、2つの考え方を対立的なものとしてではなく、短期的な経済安定化政策にも、中・長期的な物価安定政策にも、重点を置くという政策スタンスがとられている。本節では、経済安定化政策の技術を洗練化していく過程でどのような経済学的な問題が議論されてきたのかをみていこう。次節では、中・長期的な物価安定政策の最も重要な政策として、インフレーション・ターゲティング（inflation targeting）を議論していく。

（1）金融政策効果のラグ

金融政策の実体経済に対する短期的な影響を前提とした場合、金融政策の運営を非常に困難にしている要素は、金融政策の効果が比較的長いラグ（lag）を伴うことである。特に、金融政策のラグ構造が必ずしも実証的に明らかにされてこなかったことが、もっとも深刻な政策上の障害であった。

しかしながら、近年、時系列分析（time series analysis）の手法が発展したことに伴って、米国の連邦準備制度が実施している金融政策の波及メカニズムが厳密に推定されてきた。特に、金融緩和がもたらす名目金利の低下効果、いわゆる流動性効果（liquidity effects）については多くの実証研究が蓄積されてきた。Christiano and Eichenbaum（1992）は、公開市場操作で供給される準備預金（非借入準備、non-borrowed reserves）の予期せざる

増加がどのようなパターンで名目金利に影響を与えるのかを推定している。Beaudry and Saito (1998)は、さらに準備預金の変動のうち内生的な部分を操作変数法によって制御しながら流動性効果をいっそう純粋な形で推計することに成功している。また、Bernanke and Blinder (1992)は、準備預金という貨幣供給量の指標ではなく、連邦準備制度の政策操作変数としているフェデラル・ファンズ・レート (Federal Funds rate) に関して、予期せざる変動がもたらす効果を計測している。

これらの実証研究に基づくと、金融緩和で名目金利が低下する流動性効果は四半期から半年の間にピークをむかえ、1年程度でその効果は完全に消失する。しかしながら、効果のマグニチュードや細かな波及パターンについては、必ずしも一致した実証結果が得られているわけではない。流動性効果のラグ構造は、いぜんとして推定に用いた計量モデルの特定化に大きく依存している。

(2) 適応的な金融政策から予防的な金融政策

Blinder (1998)は、金融政策の効果が複雑なラグ構造を持ち、その構造を実証的に推定することが容易でないことから、先進資本主義諸国の中央銀行は、金融政策の変更に関してシステムティックな過ちを犯してきたことを指摘している。すなわち、金融緩和であれ、金融引き締めであれ、中央銀行が自らとった政策に固執してしまうために、一方的に行き過ぎた政策がとられてしまう傾向がある。

中央銀行が政策効果のラグ構造をきっちり把握することが難しいことから金融政策にブレが生じてしまうのは、政策が将来効果を生み出すのにもかかわらず、現時点で効果が確認できないことから徒に追加的な政策措置をとってしまい、結果として過度な引き締め、過度な緩和が生じてしまうからである。Blinder (1998)は、多くの中央銀行が短期的な政策的柔軟性を確保する動機から政策を小出しにすること(徐々に実施する緩和、もしくは引き締め)が、かえって政策の行き過ぎを増幅させていることを指摘している。

Blinder (1998)は、こうした金融政策の過度の振幅を防ぐためには、足下のインフレ率や失業率に適応的に (adaptively) 金融政策を実施するのではなく(たとえば、インフレ率が上昇してきたことに対して金融引き締めを行ったり、失業率が上昇してきたことに対して金融緩和を実施するのではなく)、将来に向かっての政策効果を見越して予防的に (preemptively) 金融政策を実施すべきであることを主張している。

そのために中央銀行は、工夫された計量モデルによって政策のラグ構造(波及経路)を

できるだけ正確に推定していくとともに、推定したラグ構造に整合的な形で金融政策の引き締めや緩和の強度を設定する必要がある。さらに、政策効果が当初のラグ構造から予測された経路の範囲で推移しているかぎりにおいては、決して追加的な措置を講じない。逆にいえば、当初のモデルの予想と大きく異なっている場合においてのみ、追加的な政策措置を実施すべきである。こうした政策の実施パターンを遵守していくことで、小出しの政策がかえって行き過ぎた政策効果を生んでしまうことを回避することができる。

予防的な金融政策の実施は、政治的なプレッシャーを受けやすい。特に、インフレーションが進行していない段階から将来のインフレを見越して金融引き締めを実施することは、中央銀行への政治的なプレッシャーを高めかねない。その意味では、中央銀行の独立性を保つことが予防的な金融政策の実施を可能とする重要な前提条件である。

予防的な金融政策がもっとも成功した事例としては、1995年2月に過去1年間あまり厳しい金融引き締めを実施してきた連邦準備制度が、インフレ圧力の解消、失業率の上昇ということが実際に観察される前に、金融政策を引き締めから緩和に転じるというサインを市場に送ったことである。その結果、長期金利が将来の金利低下を織り込み、長期債券価格は高騰した。事実、この連邦準備金制度の政策的な成功は、各国の中央銀行の予防的な金融政策への関心をいっそう高めた。

4. 中・長期のインフレーション目標

財政政策が景気対策の役割を担うべきではないという主張と並行して、ある意味ではそれに先行して、金融政策の経済安定化効果に関して疑問が投げかけられてきたのも事実である。本節では、金融政策の景気対策効果をめぐる議論を振り返った上で、金融政策が中・長期の物価安定に果たす役割を考えていこう。特に、インフレーション・ターゲティングについて最近の経済学的な議論を掘り下げていく。

(1) 物価重視か、景気対策か

1960年代、1970年代にケインジアンとマネタリストの間で繰り広げられてきた論争には、すでに金融政策の目標が「物価重視か、景気対策か」という議論の萌芽が認められる。長期的にはフィリップス曲線が自然失業率の水準で垂直になることを主張してきたマネタリストは、ケインジアン的な総需要政策に関して疑問を投げかける傾向があったからであ

る。

しかしながら、「物価重視か、景気対策か」という論点が両者の間で掘り下げて議論されることはなかった。その主な理由は、そもそも、ケインジアンも、マネタリストも、短期的にはフィリップス曲線が右下がりになることを想定していたことから、短期的な金融政策の効果に関する見解については本質的な違いがなかったからである。

両者の対立は、物価重視か、景気対策かという政策の最終的な目標よりも、むしろ、金融政策の操作目標を短期金利とするのか(ケインジアン)、マネー・サプライとするのか(マネタリスト)について激しく対立した。この論争については、実質貨幣需要関数の短期的な安定性が低かったことから、Poole (1970)の理論モデルからのインプリケーションどおりに、短期金利を操作変数とする考え方が各国の中央銀行に定着していった。

(2) 金融政策と時間非整合性

物価重視か、景気対策かの本格的な議論は、Kydland and Presocott (1977)や Barro and Gordon (1983)が提起した金融政策の時間非整合性(time inconsistency)が契機となった。時間非整合性とは、いったんある経済環境が与えられると、政府や中央銀行が最適政策から導出された当初の政策を変更しようとするインセンティブが生じてしまうことを指している。

金融政策のケースでは、企業、投資家、家計の将来インフレに関する期待が形成されるやいなや、中央銀行がその形成された期待インフレを裏切るように高めのインフレを実現して、マクロ経済をフィリップス曲線上の低失業率、高インフレの均衡(左上の均衡)に誘導しようとするインセンティブを意味している。こうしたインセンティブが生じるのは、さまざまな経済的な摩擦や非競争的な要因から均衡失業率が望ましい水準を上回ってしまう傾向を、最適政策の見地から中央銀行が再度是正しようとするからである。

しかしながら、市場の経済主体は、中央銀行の時間非整合的な金融政策のインセンティブを織り込んで行動することから、すなわち、高インフレ政策が実施されることがあらかじめ織り込まれてしまうことから、市場では、「高インフレ・低失業」という均衡の代わりに、「高インフレ・高失業」という均衡が生まれてしまう。高いインフレにはさまざまな経済厚生上の損失が伴うために、中央銀行の時間非整合的な金融政策は、低失業を実現できなかった分だけネットの経済厚生をかえって悪化させてしまう。

Kydland and Presocott (1977)や Barro and Gordon (1983)は、こうした時間非整合的な

金融政策に起因する経済厚生上の損失を回避するために、中央銀行が裁量的な景気対策を行う余地を封じて、物価水準を安定化することだけにコミットすべきであることを主張している。すなわち、中央銀行の政策目標は、物価水準の安定化に特化すべきであることを主張している。

金融政策の時間非整合性にかかわる問題については、モデルの理論的な整合性については問題とすべきところが一切ないが、その実証的な妥当性についてはいくつかの疑問が呈されている。特に、Blinder (1998)達が主張しているように、実際のインフレーションが中央銀行の時間非整合的な政策によってもたらされたという実証的な証拠に乏しい。そのことから、金融政策の実践においては、時間非整合性の問題のために経済安定化政策の目標を下ろすということが妥当するとはいいがたいのである。

(3) インフレーション・ターゲティング

最近では、金融政策の目標として物価安定と景気対策を二者択一とする見方よりも、両者を補完的に考える傾向が強まってきた。Bernanke et al. (1999)は、中央銀行が景気対策に関して裁量的な政策を行う余地を十分に認めつつ、中・長期の政策目標としてインフレーション・ターゲティングを導入すべきであることを政策提言している。

中央銀行がインフレーション・ターゲティングを導入するということは、おおむね以下の要件を満たしていなければならない。

- ・目標インフレ率を設定する。
- ・その目標達成を優先課題とする。
- ・目標達成について議会や国民に対して説明責任を負う。

しかし、インフレーション・ターゲティングの導入は、必ずしも厳格なルールとして中央銀行の金融政策をがんじがらめにしばるわけではない。石油ショックのような不測の事態が起きれば中央銀行は目標達成が免責されるような条項があらかじめ取り入れられていることが多い。また、目標インフレ率も、厳密な水準に設定されるわけではなく、ある程度の幅をもって設定されている。図表1はすでに目標を導入している中央銀行のケースをまとめたものであるが、どの事例でも2%前後の幅が設定されている。

いくつかの中央銀行がインフレーション・ターゲティングの導入を検討するようになった背景は、先述したKydland and Presocott (1977)やBarro and Gordon (1983)のモデルが分析対象とした金融政策の時間非整合性を鑑みてのことではなかった。多くの国で金融

政策は、政治的な要因によって左右されてきた。選挙目的の景気対策の必要から政権党が長期的な金融緩和政策を求めたことがインフレ要因となったり、政府が発行した国債の実質的な返済負担を軽減するために中央銀行にインフレ政策を要請するということが往々にして起きてきた。こうした過去の経験を踏まえ、インフレーション・ターゲティングは、金融政策が恣意的な要因に左右されないようにするための制度的な担保として導入されてきたのである。

やや長い目で考えてみると、インフレーション・ターゲティングの導入は必然的であったともいえる。戦前の金本位制や 1970 年代初頭までのブレトン・ウッズ体制下の固定相場制では、各々の国が実施する金融政策には自由度がほとんどなかった。金融政策の自由度が低かったことは、政治的な要因が金融政策に反映される余地を封じてきたともいえる。変動相場制への移行で各国の金融政策が自主性を回復したことが、金融政策のアンカー役としてインフレーション・ターゲティングを導入しようとする考え方が生まれてきた背景にあった。

また、先進資本主義諸国で人口高齢化が急速に進行していることも、インフレーション・ターゲティングの導入が要請される要因となってきた。公的年金、企業年金、個人年金のいずれの資産運用においても、その長期運用の性格から年金基金が直面しているもっとも大きなリスクはインフレーション・リスクである。インフレーション・ターゲティングの設定には、インフレーション・リスクを大幅に低減する効果が期待されている。

インフレーション・ターゲティングによって将来のインフレーション経路に中央銀行がコミットするとともに、財政当局の側のコミットメントとして物価連動国債（index government bond）の発行も注目されている。物価連動国債では、元利の返済負担が物価水準に連動することから、政府がインフレーションを進行させ国債の実質的な返済負担を軽減しようとするインセンティブを削いでしまう。中央銀行のインフレーション・ターゲティング導入と財政当局の物価連動国債発行の組み合わせは、中・長期的なインフレーションの安定化をもたらす政策的な装置として機能することが期待できる。

金融政策の安定性が求められ、高齢化が急速に進展している日本においても、インフレーション・ターゲティングの導入は、きわめて重要な政策課題である。しかしながら、後述するように、短期金利水準がゼロ近傍にある状態では、いくらマネーサプライを増やしても、物価上昇には結びつきにくい傾向にあるために、その導入については細心の工夫が必要となってくる。

5. 1990年代の日本の金融政策

ここまでの財政政策と金融政策の新しい役割分担に関わる議論をまとめてみると、財政と金融のポリシー・ミックスによって経済安定化を図るという政策枠組みは大きく後退してきた、一方、金融政策が景気対策の主たる役割を担うことが期待されてきた、金融政策の景気対策的な側面では予防的な政策の実施が重視されてきた、インフレーション・ターゲティングの導入と物価連動国債発行の組み合わせが中・長期的な物価安定の効果をもたらすことが期待できる、ということになる。

歴史的な視点から展望すると、このような政策的な枠組みの変化は、ブレトン・ウッズ体制の崩壊に伴って資本市場の自由化が進展してきたという事態がその底流となってきたといえる。本節では、新しい政策枠組みの観点から1990年代の日本の金融政策を評価してみよう。こうした作業は、21世紀の金融政策を展望していく上で重要である。

(1) 金融政策の消極的な役割と予防的な金融政策

従来型の財政と金融のポリシー・ミックスにおいては、財政政策が経済安定化の主役を担い、金融政策は財政政策の副作用であるクラウディング・アウトを解消するという役割を果たしてきた。経済安定化政策におけるポリシー・ミックスは、財政政策が「主」、金融政策が「従」という政策的な組み合わせということもできる。

1990年代に入り、財政再建の必要性は、財政政策が景気対策的な機能を後退させる契機となる可能性があった。しかし実際には、金融政策が経済安定化政策の主役を担うという合意が明確には形成されなかった。岩本(1999)が主張しているように、財政政策については、当初予算は財政再建の要請を反映していたものの、補正予算が景気対策的な役割を担っていた。したがって、財政政策が景気対策的な役割を完全に後退させるということにはなかった。

一方、金融政策の方も、経済安定化政策において財政政策が「主」、金融政策が「従」という従来型のポリシー・ミックスの発想にいぜんとしてとどまった。経済安定化政策における金融政策の新たな役割が明確に位置付けられてこなかった。そもそも、財政政策の側も、金融政策の側も、従来型のポリシー・ミックスの発想にとどまったことが、1990年代における金融政策の消極性に関する財政当局と日本銀行の食い違いの底流をなしてきたと考えることもできる。

しかしながら、経済安定化政策における新たな役割に日本銀行が消極的であったことが、中立的な金融政策を生み出したということではなかった。むしろ、金融政策が経済安定化の役割を担っていく上で是非とも必要となってくる予防的な金融政策の枠組みを意識的に確立することがなかったために、金融政策の波及的な効果を考慮することなく足下の金融政策に固執するあまりに金融政策の転換が遅れた。その結果として行き過ぎた金融引締め、行き過ぎた金融緩和が実施されてきた。新たな金融政策の役割を引き受けることに消極的であったことが、かえって金融政策の振幅を増幅させてしまった。

もちろん、Blinder (1998)が指摘するように、先進資本主義諸国の金融政策において、予防的な金融政策がとれないために金融政策の振幅が激しくなるということが経験されてきた。したがって、1990年代に日本銀行の金融政策が大きく振幅したということは、日本の金融政策に特有の問題ということではできない。しかし、1990年代に日本の金融政策が類まれな振幅の激しさを示したことも事実である。次節にも述べるように、1999年2月から実施されているゼロ金利政策でも、金融緩和への転換が遅れたことから、かえって金融緩和が徹底されざるをえなくなる事態を生んでしまった。

先述したように、予防的な金融政策は時として政治的なプレッシャーを受けやすい。その実施には中央銀行の独立性が確立されていることが大きな前提となる。1997年の日本銀行法改正(1998年4月施行)で日本銀行の独立性が顕著に高まったことで、日本銀行が予防的な金融政策を実施する基本的な環境が整ってきた。

(2) ゼロ金利政策と予防的な金融政策

1999年2月に日本銀行がコール金利の誘導目標を事実上ゼロに設定するというゼロ金利政策を実施することに至った背景には、いくつかの要因を指摘することができる。第1に、経済安定化政策における金融政策の位置付けが明確にされることなく、予防的な金融政策への取り組みがなされてこなかった。そのことを反映して、金融緩和政策への機動的な転換が遅れ、かえってゼロ金利政策の実施という形で金融緩和政策の徹底をせざるをえなくなった。

第2に、1998年度の補正予算からきわめて積極的な財政政策へ転換し、財政と金融に関する政策枠組みが従来型のポリシー・ミックスの形に完全に戻ってしまった。その結果、大規模な財政政策から予想されるクラウディング・アウト効果を解消する目的として、追加的な金融政策が求められた。

第3に、齊藤(2000a)が指摘しているように、1997年、1998年の金融混乱で短期市場間の裁定がスムーズに行われず、個々の市場が分断化されたことに対して、日本銀行は、買い手不足の市場で買いオペ、売り手不足の市場で売りオペを併用することを通じて金融仲介的な役割を担ってきた。当時の公開市場操作の目的は、流動性総量の制御ではなく、流動性の市場間配分であった。しかしながら、そうした公開市場操作の政策趣旨が十分に理解されなかったことが、流動性総量の拡大を目的とした金融緩和を日本銀行にいつそう促す契機となってしまった。

ゼロ金利政策のもっとも重要な問題点は、予防的な金融政策という視点からみると、解除条件をふくめた政策インプリメンテーションが妥当性を欠くものであったことであろう。ゼロ金利政策の将来に向かっての波及経路に整合的な形で、金融政策が導入されてこなかった。より具体的には、ゼロ金利政策効果の浸透が解除の条件とはなっていなかったのである。そのために、市場参加者の期待形成を大きく混乱させてしまった側面を否認しない。以下では、そのことを詳しくみていこう。

ゼロ金利政策がもたらすデフレ的傾向

超低金利政策が実施されて1年を超える期間が経過していることから、その政策の帰結をやや長期的な観点からみてみるのが重要であろう。金融緩和の流動性効果によって一時的に実質金利が低下するという効果はすでに消失してしまっている。したがって、低金利状態の持続は物価水準の調整によってもたらされることになる。

基本的には、長期的な金融的均衡は実質貨幣需要関数から決まってくる。ここでいう実質貨幣残高とは、名目貨幣保有残高を物価水準で除した実質的な水準を指している。なお、本稿で念頭とされている貨幣は、取引動機で保有されるもので、日本銀行券(キャッシュ)ばかりではなく、要求払預金(当座預金と普通預金)のように金利が付されないか、付利されても低い水準の預金が含まれている。マネー・サプライ指標でいうと、M1に相当する。

図表2に示されるように、名目金利が低下するほど、実質貨幣需要が高まる。名目金利は、貨幣を保有することによって放棄せざるをえない金利収入、すなわち貨幣保有の機会コストに相当する。金利水準が低く、機会コストが低いほど、貨幣保有が促されるわけである。ここで図表2のCの水準を実質金利としよう。仮に、名目金利がAの水準にあると、実質貨幣需要はDの水準に達する。名目マネーサプライが決められた比率で成長していく

とすると、実質マネーサプライが D の水準に等しくなるように物価水準も同じ比率で上昇していく。

同時に、フィッシャー方程式（名目金利 = 実質金利 + 期待インフレ率）から、長期的には名目金利が実質金利とインフレ率の和に等しくなるので（長期的には期待インフレ率は実際に実現したインフレ率に一致する）、インフレ率が AC の水準で均衡することになる。実質貨幣需要関数とフィッシャー方程式の関係を重ね合わせると、AC の水準の上昇率で名目マネーサプライも、物価水準も成長していくことが長期均衡の姿ということになる。

では、ここで名目金利が A から B に低下した場合を考えてみよう。金利低下に伴って貨幣需要が促される。そのことをいいかえると、貨幣供給が追加されても、旺盛な貨幣需要に吸収され、物価水準が上昇する度合いが抑制されることになる。また、平均的に実現されるインフレ率も、AC の水準から BC の水準に低下する。こうした分析から示唆されることは、長期的な帰結として低金利政策は、物価水準には抑制的に働き、インフレ率には低下傾向をもたらすということである。名目金利がさらに低い水準にあれば、デフレ傾向が生じよう。

しばしば低金利政策は、金融緩和を推し進めた形としてインフレ的な傾向を生み出すと理解されることが多いが、長期的にはまったく対照的に、どちらかといえばデフレ的な傾向をもたらすのである。もちろん、実際の産出量や物価の調整過程は、ここで議論していた単純な想定よりもはるかに複雑であろう。それにもかかわらず、名目金利が非常に低いことと、物価過程のデフレ傾向が長期的に並存する状態というのは、多くの理論モデルに認められる特徴といえる^{vi}。

ゼロ金利政策の解除条件

ここで、実質貨幣需要関数の特性をさらに掘り下げて考えておこう。名目金利がその下限のゼロにきわめて近い水準に近づくと、貨幣保有コストはほとんど無視できることから実質貨幣需要はきわめて旺盛になる。図表 3 にしたがって関数の形状をみると、名目金利がゼロ近傍にある状態では実質貨幣需要関数がほぼ水平になる。たとえばみれば、ゼロ金利とは、市場に供給されたマネーを吸い込んでしまうブラック・ホールといえよう。

すると、均衡の実質貨幣需要水準が確定しないという事態が生じてしまう。図表 3 でいうと、A の水準でも、B の水準でも、均衡ということになる。先述の議論では長期均衡において物価水準とマネーサプライが平行に変化していくことをみてきたが、ゼロ近傍

の金利を伴う長期均衡では、物価水準とマネーサプライの対応関係がまったく失われてしまう。貨幣を追加的に供給しても旺盛な需要によって完全に吸収される結果、長期均衡が A から B に移動するだけで、名目金利にも、物価水準プロセス（正確にはデフレ傾向）にも何らの影響を与えないのである^{vii}。

ここまでの議論から示唆されることをまとめてみよう。第 1 に、ゼロ金利政策効果の浸透とゼロ金利政策の解除の条件が、政策の波及経路上で厳密には一致していない。1999 年 2 月にコール・レートをゼロ水準に誘導した 2 ヶ月後の 4 月に日本銀行は、「デフレ懸念の払拭が展望できること」がゼロ金利政策の解除条件である旨を公表した。もし、「デフレ懸念の払拭」を字義どおり「物価水準の安定、もしくは上昇傾向」と解釈すると、ゼロ金利政策の効果の浸透が解除条件となっていない。上で詳しくみてきたように、ゼロ金利政策の物価水準に対する長期的な帰結は、インフレ的な傾向というよりも、デフレ的な傾向である。物価水準に影響を与えるような他の要因（たとえば、石油価格などの一次産品価格の上昇）が働かない場合には、日本銀行が政策解除のきっかけがつかめないままに、ゼロ金利政策をずるずると継続させてしまいかねない。

第 2 に、名目金利がゼロ近傍にある状態では、中央銀行がマネーサプライのコントロールを通じて物価水準を誘導していくことがほとんど不可能である。逆にいうと、インフレが織り込まれて名目金利がゼロ水準から離れた状態になってはじめて、中央銀行がインフレ率をコントロールする余地が生まれる。ゼロ金利政策を継続したもとでインフレ目標を導入しようとする試みは理論的な矛盾をはらんでいるといえる。

政策転換の困難さ

超低金利状況の実質貨幣需要関数の特性から導出される上述の 2 つのメッセージは、現在のゼロ金利政策からの転換がきわめて困難であることを示しているとともに、ゼロ金利政策を前提とすると、中・長期的な政策目標としてのインフレーション・ターゲティングを導入することが事実上不可能であることを意味している。特に、ゼロ金利政策がさまざまな弊害をもたらしている事実を鑑みると^{viii}、政策転換の困難さがもたらすジレンマはいっそう深刻であろう。

当然ながら、ゼロ金利政策の解除は市場参加者の金利に関する期待形成に大幅な改訂を迫ることから、その解除はきわめて慎重に行う必要がある。しかし、予防的な金融政策の趣旨から逸脱して、ゼロ金利政策が本来持っている波及効果と整合的な形で政策を導入し

てこなかったという政策上の誤りは、市場参加者の期待形成に大幅な改訂を迫らないかぎり是正しえない性格のものである。特に、インフレーション・ターゲティングの導入には名目金利がゼロ水準から離れることが前提となることから、インフレ目標の設定という中・長期的な政策枠組みを取り入れるという観点からも、細心の政策的な配慮をもってゼロ金利政策の解除を検討していく必要がある。

6. おわりに

過去 20 年あまりに、先進資本主義諸国におけるマクロ経済政策のフレームワークは根本的な組換えが要請されてきた。第 1 に、経済安定化政策において財政と金融のポリシー・ミックスという考え方が大きく後退してきた。第 2 に、経済安定化政策の担い手が財政政策から金融政策にシフトしてきた。第 3 に、金融政策において予防的な政策の導入が取り組まれてきた。第 4 に、金融政策においても、財政政策においても、中・長期的な政策目標としてインフレ率の制御が重視されるようになってきた。

ブレトン・ウッズ体制の崩壊とともに外為、金融、債券、株式などの資本市場が急速に自由化してきたことから、資本市場は動学的資源配分機能と期待形成機能を担うようになった。資本市場の動学的資源配分機能は、財政活動が経済安定化に果たしてきた役割を低下させてしまった。また、資本市場は市場参加者が期待を形成する場であることから、中央銀行は市場の期待形成に十分に配慮した予防的な枠組みで金融政策を実施せざるをえなくなった。いいかえると、新しいマクロ経済政策体系の構築とは、ブレトン・ウッズ体制下で形成されたマクロ経済政策の枠組みからの脱却を意味している。

日本では、資本市場の自由化がきわめてゆっくりと進行してきたので、新しいマクロ経済政策体系の中で財政政策と金融政策の新たな役割分担を位置付けるという作業の必要性が、必ずしも明確に意識されることがなかった。ゼロ金利政策がもたらした政策上のジレンマも、新しい政策枠組みへの転換が遅れたことの帰結と解釈することもできる。

一方で、ゼロ金利政策の解除や、解除と同時並行的に検討されるべきインフレーション・ターゲティングの導入は、新たなマクロ経済政策枠組みへ転換するための格好の契機として捉えらることもできよう。現在は、新たな枠組みへの転換に起因する混乱を極力回避することに細心の注意を払いつつも、財政政策と金融政策の新たな役割分担を明確にすべき時期にあると考えられる。

(参考文献)

猪木武徳、1999、「労働法制と労働市場：法学の解と経済学の解」、『日本労働研究雑誌』463.

岩本康志、1999、「財政政策：景気対策の再構築」、岩本・他著『経済政策とマクロ経済学』日本経済新聞社に所収.

齊藤 誠、1996、『新しいマクロ経済学：クラシカルとケインジアン邂逅』有斐閣.

齊藤 誠、1999a、「高度化した資本市場におけるリスクと流動性」、『フィナンシャル・レビュー』51.

齊藤 誠、1999b、「変貌するマクロ経済学とマクロ経済政策」、岩本・他著『経済政策とマクロ経済学』日本経済新聞社に所収.

齊藤 誠、1999c、「揺れ動く金融政策：政策目標間の相克」、岩本・他著『経済政策とマクロ経済学』日本経済新聞社に所収.

齊藤 誠、2000a、「昨今の金融政策について」、『エコノミックス』春号に所収.

齊藤 誠、2000b、『金融技術の考え方・使い方：リスクと流動性の経済分析』有斐閣近刊.

Barro, R.J., 1974, Are government bonds new wealth?, *Journal of Political Economy* 82, 1095-1117.

Barro, R.J. and D. Gordon, 1983, A positive theory of monetary policy in a natural rate model, *Journal of political economy* 91, 589-610.

Beaudry, P. and M. Saito, 1998, Estimating the effects of monetary shocks: An evaluation of different approaches, *Journal of Monetary Economics* 42, 241-260.

Bernanke, B.S. and Blinder, A.S., The Federal Funds rate and the channels of monetary transmission, *American Economic Review* 82, 901-921.

Bernanke, B.S., T. Laubach, F.S. Mishkin, and A.S. Posen, 1999, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.

Bernanke, B.S. and F.S. Mishkin, 1997, Inflation targeting: A new framework for monetary policy?, *Journal of Economic Perspective* 11, 97-116.

Blinder, A.S., 1998, *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press. (河野龍太郎・前田栄治訳『金融政策の理論と実践』東洋経済新報社)

Christiano, L.J. and M. Eichenbaum, 1992, Liquidity effects and the monetary transmission mechanism, *American Economic Review* 82, 346-353.

Cole, H.L. and N. Kocherlakota, 1998, "Zero nominal interest rates: why they're good and how to get them," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* (spring).

Feldstein, M., 1997, The Council of Economic Advisers: From stabilization to resource allocation, *American Economic Review* 87, 99-102.

Kydland, F.E. and E.C. Prescott, 1977, Rule rather than discretion: The inconsistency of optimal paths, *Journal of Political Economy* 85, 473-492.

Poole, W., 1970, Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model, *Quarterly Journal of Economics* 84, 197-216.

Stein, H., 1996, A successful accident: Recollections and speculation about the CEA, *Journal of Economic Perspectives* 10, 3-21.

Stiglitz, J.E. 1997, Looking out for the national interest: The principles of the Council of Economic Advisers, *American Economic Review* 87, 109-113.

Uhlig, H., 1999, "Monetary policy in a low inflation environment," mimeo., Tilburg University.

Woodford, M., 1990, "The optimum quantity of money," in B.M. Friedman and F.H. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Amsterdam: North-Holland.

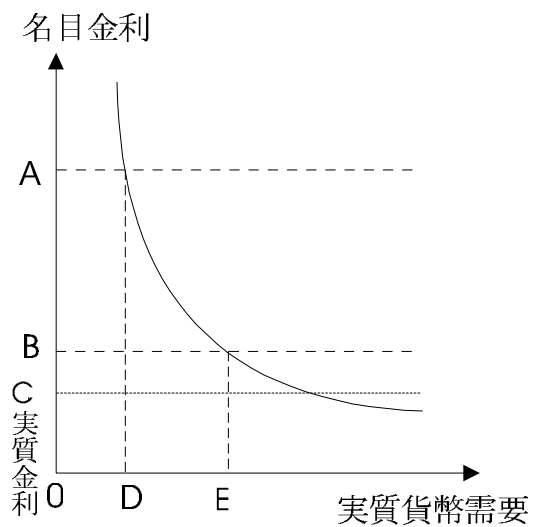
図表 1： インフレ目標の具体例

採用国	採用開始年	目標水準（年率）
ニュージーランド	1990年	0～3%
カナダ	1991年	1～3%
イスラエル	1991年	8～11%
イギリス	1992年	2.5%以下
スウェーデン	1993年	2%（上下1%）
フィンランド	1993年	約2%
オーストラリア	1993年	2～3%
スペイン	1995年	3%未満

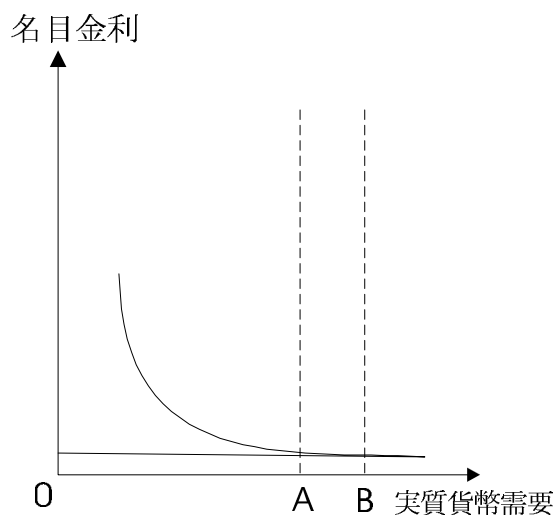
出典：Bermanke, B.S. and F.S. Mishkin (1997).

注：いずれの国も消費者物価水準指数を調整した指数でインフレ率を計算している。

図表 2： 実質貨幣需要と名目金利



図表3： 金利ゼロ近傍における実質貨幣需要



(注)

- i 本節で展開している議論については、岩本康志京都大学経済研究所助教授からの御示唆に大きく依拠している。
- ii 米国雇用法の制定背景や、雇用法がもたらした経済政策的な意義については、猪木(1999)を参照されたい。
- iii 齊藤(1999b)は、ブレトン・ウッズ体制の崩壊によってマクロ経済政策の体系が変化してきた経緯を議論している。
- iv この点については、齊藤(1999b)に詳しい。
- v 以下の点については、齊藤(1999c)に詳しい。
- vi たとえば、Uhlig[1999]を参照されたい。
- vii 厳密な議論は、Cole and Kocherlakota [1998]を参照されたい。
- viii ゼロ金利政策の弊害には、流動性効果による実質金利低下効果が消失してきた、公平性の観点から所得分配上、特に利子所得の分配にさまざまな支障が生じてきた、低金利でキャッシュ・フローを確保するためのコストが低くなり資金繰り負担が軽減され、企業経営、銀行経営、さらには国家財政の規律が弱まってしまった、金融政策を行う側からみると、これ以上名目金利を引き下げることができないという意味で流動性危機のような緊急的な状況に対する政策の機動性が失われてしまった、等を指摘することができる。