

經濟論叢

第158卷 第5号

現代財政システム研究と文化経済学……………池上 惇	1
1980年代前半の日本の金融政策……………中川 竜一	25
中央アジアの経済再建と環境回復……………尹 七 錫	46
ダイナミックモデルによる 日本の通貨需要関数の推定……………趙 国 慶	74
台湾経済発展の戦略と中小企業……………蘇 顯 揚	94

平成8年11月

京都大學經濟學會

1980年代前半の日本の金融政策*

—当時の「円安」との関係—

中 川 竜 一

I は じ め に

1980年代前半（ここでは、1981年から85年8月までを対象とする）の日本銀行の金融政策に対する従来の見解は、非常に明快でかつ一致している。つまり、1975年以降、日本銀行は金融政策の「中間目標」としてマネーサプライを組み入れ、80年代前半にはマネーサプライ増加率を着実に低下させていくことで物価安定という最終目標を達成した（＝「マネーサプライ重視政策」），というものである。

しかし筆者が判断する限り、1980年代前半の金融政策において中間目標として特に重視されていたのは、むしろ為替相場ではないかと考える。

80年代前半における国内外の経済的特徴は、80年12月の外為法改正後、アメリカのレーガノミクスによって米国金融市場金利が歴史的な高騰を見せたこと、それによって日米の内外金利差が拡大し日本からアメリカへ向かって長期資本が大量に流出したこと、結果として日本経済のファンダメンタルズを反映しない円相場下落が発生したこと、等である。

また80年代前半という期間は、日本経済にとって次のような意味で重要だった。つまり、80年12月の外為法改正以降、金融面において様々な対外的規制緩和措置がとられ、金融国際化のスタートを象徴づける時期だったからである。

*) 本稿は、1995年1月に岡山大学大学院に提出した修士論文の一部を加筆・修正したものである。本稿に対して多大な批評と助言を下さった、一ノ瀬篤岡山大学教授、古川顕京都大学教授に記して心から感謝する。ただし、本稿の見解は筆者個人に属するものである。

金融国際化が急速に進展し海外とのリンクが高まったとき、日本銀行がどのような政策態度で臨んだかを考察することは、「日本版ビックバン」を迎えようとする現在の日本の金融政策のあり方を考察する上でも一助に値しよう。

従って本稿では、80年代前半の金融政策に対する上述のような評価に対して批判を加え、この時期の政策が為替相場を「中間目標」ともいえる位置に据えていたことを検証し、そのことと当時の「マネーサプライ・物価の安定」との関係を明らかにしようと思う。

まずⅡでは、従来の見解が80年代前半の金融政策を「マネーサプライ重視」政策と見る根拠に言及し、それに対する疑問点を提示する。Ⅲでは当時の三回の公定歩合政策に言及し、その政策実施と為替相場変動との関係を考察する。Ⅳではこの5年間における日本銀行の短期金融市場調節を考察する。そこで短期金利と為替相場に強い関係があったことを明らかにする。最後に全体を総括する。

ただ、本稿において為替相場をあたかも金融政策の「中間目標」として扱っていることに対して疑問を持たれるかもしれない。なぜなら、金融政策との関連で為替相場が議論されるとき、通常、それは「最終目標」として言及される傾向があるからである。しかし、その問題については、総括において触れたいと思う。

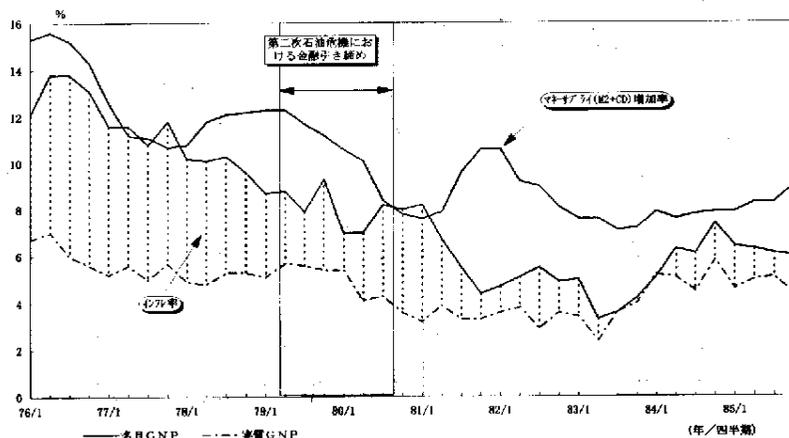
Ⅱ 「マネーサプライ重視」と80年代前半の金融政策

Ⅱ-1 従来の見解

従来の見解が支持されている根拠は何であろうか。

1975年7月、日本銀行は「日本におけるマネーサプライの重要性について」と題する論文を発表した。そして、その後の金融政策において、 M_2 (79年5月以降、 $M_2 + CD$) を代表的な指標とするマネーサプライを金融政策の「中間目標」として重視し、その総量を「操作目標」である短期金利によってコントロールし、「最終目標」である国内物価安定を目指していくことになった (=

図1 マネーサプライとGNP（前年同期比）
1976～85年



「金融政策の二段階アプローチ」)。これは、70年代前半の低金利政策において、日本銀行が実質金利の低下を見抜けず貨幣の「過剰流動性」を引き起こしてしまったことによるものである¹⁾。

この政策運営転換の後、マネーサプライ、インフレ率（GNPデフレーターより）、GNPの成長率は図1のような推移を見せた。この事実によって以下のような従来の見解が大勢を占めることになったと考えられる。

「この時期（1976～85年…筆者）の日本銀行が努めたことは、マネーサプライ増加率をジリジリと引き下げることである。1976年から83年にかけて、 $[M_2+CD]$ 前年比は、15%近くから7～8%程度にまで下がり、その後85年まで、この低い伸び率で安定している。

このマネーサプライ増加率の低下にともない、……名目成長率もジリジリと低下した。しかし面白いことには、実質成長率の方は4～5%で比較的安定している。……その結果、名目成長率と実質成長率に挟まれたGN

1) 日本銀行 [1975]、日本銀行編纂委員会編 (1986, 489～533ページ) を参照。

Pデフレータのインフレ率はジリジリと縮小し、ほぼ2%程度に収斂した。

「マネーサプライ重視政策」は、実質成長率を安定させたまま、インフレ率のみを引き下げること成功した。²⁾

つまり、日本銀行が「マネーサプライ重視」の姿勢を堅持したことが、この10年間の経済の安定をもたらしたというわけである³⁾。他の文献においても、上とほぼ同様の見解が見受けられる⁴⁾。

しかし、80年代前半、日本銀行は本当に「マネーサプライを最重視していた」のだろうか。筆者が見たところ、それには大いに疑問が残る。

II-2 マネーサプライと公定歩合政策

1980年8月 (第一次)	11月 (第二次)	81年3月 (第三次)	12月 (第四次)	83年10月 (第五次)
9.00%	→8.25%	→6.25%	→5.50%	→5.00%

1980年代前半(81~85年)の5年間には三回の公定歩合政策が行われ、全て引下げだった。これは、第二次石油危機の際に行われた金融引締めを終わらせ、金利水準を自然体に戻そうというものであった。では、この一連の引下げはマネーサプライの動向と矛盾していなかっただろうか。

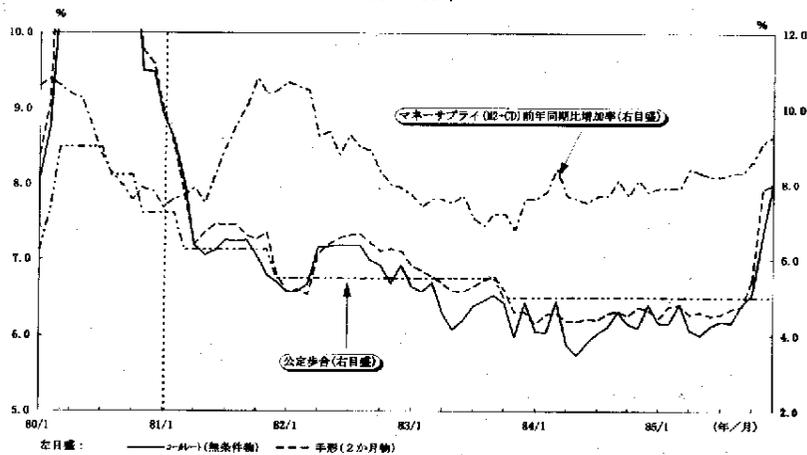
図2を見てみよう。第三次引き下げは、80年後半から $M_2 + CD$ 増加率が8%弱の水準に安定する中で行われており、「マネーサプライ重視」と見ることができよう。しかし、その後の二回の引き下げについては疑問である。第四次引き下げはマネーサプライ前年同期比増加率が一気に3%近く上昇する中で行われた。また第五次引き下げについては、逆にマネーサプライ増加率が安定

2) 鈴木(1993, 56~58ページ)を参照。

3) ただ、前半の5年間つまり70年代後半については、金融政策の成果に対していくつかの疑問が投げかけられている。そこでは、主として第一次石油危機によって日本経済が低成長期に移り、70年代後半の景気回復が緩やかであったことが結果としてマネーサプライ増加率の低下および物価安定に大きく貢献したのであって、「日銀のマネーサプライ重視の成果ではない」としている。詳しくは、堀江・浪花・石原(1987)、吉川(1989)等を参照。

4) 岩田規(1993, 8ページ)、館(1991, 166~167ページ)、ドットシー(Dotsey, M.) [1986]、日本銀行金融研究所(1986, 470~471ページ)、メルツァー(Meltzer, A. H.) [1986]等を参照。

図2 名目短期金利（月中平均）
1980-85年



出所：東洋経済新報社『経済統計年鑑』各号

してからかなり時間をおいて、そして景気が輸出主導の回復を見せ始めてからようやく行われたのである（後掲図3を参照）。

このようにマネーサプライ増加率、GNP成長率、物価の観点から、1980年代前半における公定歩合政策を（それが行われなかった時期も含めて）評価する限り、「マネーサプライ重視」によって簡単に説明できるのは第三次公定歩合引下げのみであり、その後プラザ合意（85年9月）までの約5年間、具体的には第四次、第五次引き下げを同様に考えることは難しい。

II-3 国内短期市場金利の動向

短期金利は日本銀行にとって「操作目標」にあたり、金融政策の日々のスタンスを最も端的に表わしている。短期金利の代表的な市場は日本ではコール・手形市場である。従って、今度は80年代前半の国内短期金融市場金利の面から、「マネーサプライ重視」が確認できるかどうかを検証しよう⁵⁾。

5) 日本経済新聞社編（1989、100ページ）は、次のような表現で日本銀行の短期金利に対するノ

再び図2を見てみよう。一見して明らかなように、公定歩合とは裏腹に短期金利には金融緩和の傾向がほとんど見られない。つまり、第三次公定歩合引き下げ以降、短期金利は5年間通じて変動幅約1% (6~7%) という狭い範囲に高止り、マネーサプライ増加率の低下に沿った金融調節が行われていなかったのである。その間、インフレ率が徐々に低下していたことを考えると(前掲図1を参照)、この時の短期金利は実質的にむしろ上昇していたと予想される。

従って、短期金利の面からも、80年代前半の金融政策を単純に「マネーサプライ重視政策」と断定することは難しい。

III 公定歩合政策と為替相場

III-1 公定歩合と為替相場の連動

では逆に、1980年代前半の為替相場と公定歩合政策は、どのように結び付いていたのだろうか。それを詳細に考察してみよう。

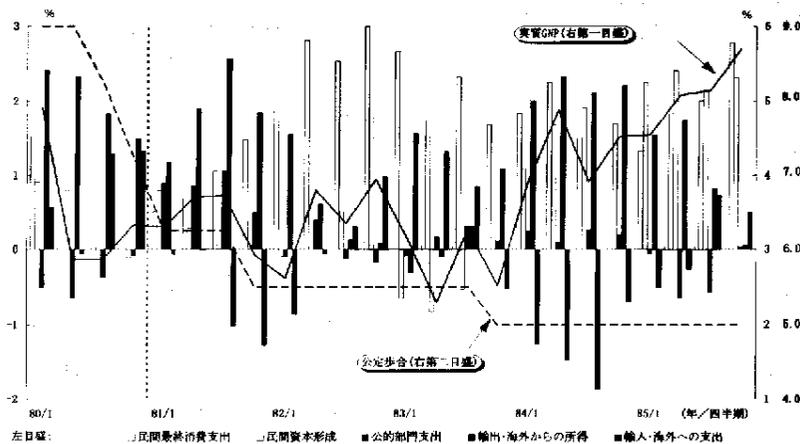
まず第三次引き下げであるが、前述したように当時は第二次石油危機後の金融緩和局面にあたり、この引き下げはその方針に十分沿って行われたといえる。というのは、前掲図1で示したように、石油危機における機動的金融引き締めは功を奏し、80年後半、マネーサプライ増加率および物価上昇圧力は急速に低下していった。しかし、国内景気の面で見ると(図3)、実質GNPが80年後半急激に落ち込み、輸出の好調によって部分的に回復するものの、内需は本格的な回復を見せなかった⁶⁾。つまり、第三次引き下げは、金融指標の十分な安定を確認した後に打ち出された景気対策の側面を持っており、従来の見解である「マネーサプライ重視」に合致した金融政策運営だったといえよう⁷⁾。

、指導力の強さを強調している。「金融機関の資金を融通し合う市場がコール・手形市場だ。改革(1988年11月の新金融調節方式の導入を指す一筆者)実現まで、ここでの金利水準は日銀が事実上決めていた。毎朝、取引を仲介する短資会社が気配レートを示していたが、気配レートには日銀の意向が強く反映し、しかも日銀が容認しない限り気配以外のレート水準では取引することができなかった。実質的には固定相場制だった。」

6) 日本銀行〔1981〕を参照。

7) ただ、第三次公定歩合引下げにも二つの問題が存在していた。一つは、郵貯金利が連動して引き下げられない可能性があり、市中金利の全体的な低下が不安視されたこと、もう一つは、当

図3 実質GNPに対する各要素の寄与度 (1980~85年)
季節調整済, 前年同期比



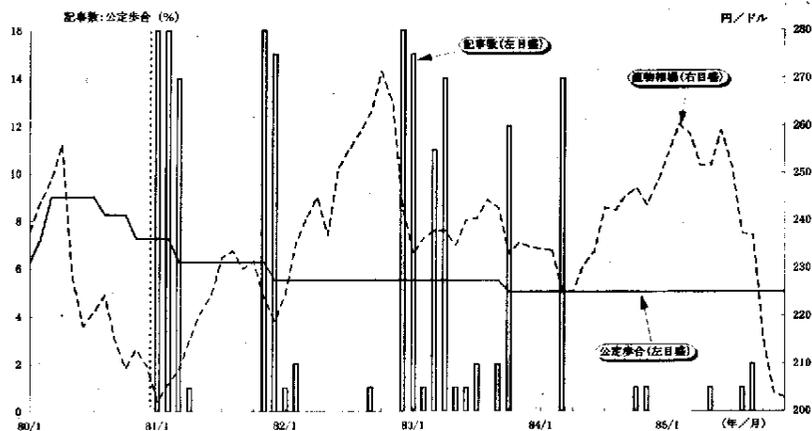
出所：東洋経済新報社『経済統計年鑑』

しかし、後の第四次、第五次引き下げには、まったく別の動機が働いていたと考えられる。図4は当時の為替相場と公定歩合、および『日本経済新聞』において公定歩合引下げに関する記事の数を表わしている。そこでは、80年8月以降の五回の公定歩合引下げがすべて「円高」と同時もしくは少し遅れて行われていること、公定歩合引下げに関する世論が高まるのもほとんどが「円高」期に集中していたことが分かる。また、第五次引下げの論議が既に82年末の円安是正期から始まっていたことも注目し値する⁸⁾。つまり、当時、公定歩合引き下げの条件として為替相場の動向が大きなウェイトを占めていたことが伺えよう。

8) 時、長期金利が高止まっていたことから長短金利がさらに拡大する可能性があり、普通銀行からの資金流出が懸念されたことであった。詳しくは、『日本経済新聞』1981年2月4日夕刊号1ページ、10日夕刊号1ページ、3月5日号3ページ、日本銀行百年史編纂委員会(1986、547ページ)を参照。

8) 例えば、1982年末の急激な「円安修正」を受け、日本銀行は83年1月、第五次引き下げの意志が固まったことを正式に表明し、新聞紙上で確定記事として取り上げられた(『日本経済新聞』1983年1月6日号1ページ)。しかし、1月中旬以降、為替が「円安」に転じたことから、第五次引き下げは見送られてしまったのである(『金融財政事情』1983年1月31日号10ページ)。

図4 公定歩合記事と為替相場
1980～85年



注：1980年中の記事数は載せていない。

出所：「日本経済新聞」

他方、第三次引き下げ以降、国内経済は81年前半の輸出好調で部分的に回復するが、後半からアメリカの景気後退さらに世界同時不況が始まり、上向きの牽引力を失っていた。そして、84年にアメリカの景気拡大及び当時の「円安」によって対米輸出が飛躍的に拡大するまで、本格的に回復することはなかった（前掲図3を参照）。その間、前掲図1のように、物価は一貫して低位に安定し、マネーサプライも81年末を除き順調に推移していた⁹⁾。つまり、「マネーサプライ重視」の観点から公定歩合引き下げを行う余地はほぼ一貫して存在していたと考えられる。

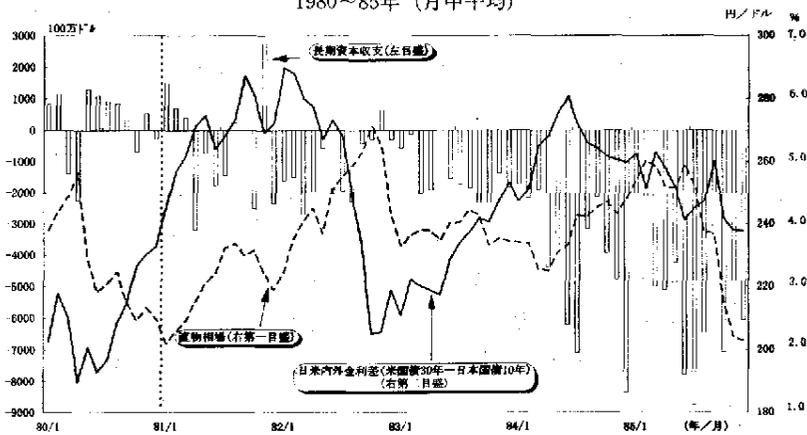
III-2 「円安」の意味

では、80年代前半に生じた「円安」が、なぜ金融政策にとって重要な指標となったのだろうか。

当時は、国内金融市場にとって金融国際化が本格化した時期にあたる。80年

9) 日本銀行〔1982〕を参照。

図5 内外金利差による円安と長期資本移動
1980～85年（月中平均）



出所：外国為替情報社「為替市場」各号

12月の外為法改正による対外証券投資の自由化、84年4月の為替先物取引実需原則の撤廃および6月の円転規制の撤廃など、対外的な資本移動が活発に行われるようになったのである。

一方、アメリカでは81年からレーガノミックスがスタートし、「財政支出拡大+金融引き締め」のポリシーミックスによってアメリカの金利が歴史的な高騰を見せていた。

この二つの事実が相互に重なり合ったことは、「日米金利差の拡大→日米間の大量の長期資本移動→円安」というプロセスを生み、「内外金利差」というかつて日本では経験しなかった側面から「円安」が生じたのである¹⁰⁾(図5)。前掲のグラフから当時の日本経済を伺う限り、この「円安」がファンダメンタルズを反映したものではないことは明らかだろう。

この「円安」は二つの理由から80年代前半の公定歩合政策を制約することになった。それは、まず第一に、当時の「円安」が輸入物価を上昇させ第二次石油危機以降ようやく落ち着いた国内インフレ圧力を再燃させる恐れがあったこ

10) 当時の国際金融市場の情勢については、小宮・須田〔1983 a, b〕を参照。

と。そして第二に、日本経済は81年前半と84年以降において経常収支黒字によって景気を回復させたが（前掲図3を参照）、「円安」はその黒字をさらに拡大させ、欧米諸国から「円安誘導批判」を浴びるきっかけになったことである。そのため、為替が「円安修正局面」に入り日本銀行が公定歩合引き下げを行おうとするとき、引き下げが内外金利差の面から「円安」を再発させる恐れのないことを十分確認する必要があったのである¹¹⁾。

従って、もし第三次引き下げ以降の金融政策が従来の見解通り「マネーサプライ重視」で説明されうるものならば、公定歩合の引き下げはマネーサプライ増加率の安定に依拠してもっと素早くまた活発に行われていただろう。しかし、ファンダメンタルズを反映しない当時の「円安」は、金融政策の機動性を奪ってしまったのである。

III-3 従来の見解

1980年代前半に日本銀行が「円安」の影響を強く受けたという見解は、従来の文献でもいくつか見られる。しかし、それらの見解には共通した特徴がある。それは、80年代前半を相変わらず「マネーサプライ重視政策の成功」と見なし、「円安」が金融政策に及ぼした影響は二次的なもの、その重要性は「マネーサプライ」を上回るほどではない、とする傾向が見られることである。そして、金融政策に影響を及ぼした要素として為替相場に触れるのは、プラザ合意（1985年9月）以降に集中している¹²⁾。

しかし、前節で述べた事実を考えた場合、当時の「マネーサプライ・物価の安定」が、日本銀行の「マネーサプライ重視」姿勢から生まれたと考えるのは

11) 「円安」が国内物価に及ぼす影響については日本銀行（1984a）を、「円安誘導批判」については岡部（1992、202ページ）、竹中・石井（1988）等を参照。また81年11月のIMF対日年次協議では、「円高傾向が続くと確信できるときにだけ、公定歩合を引き下げるべき」という声が強くなり、「円安」が日本の経常黒字拡大につながることが警戒された（『日本経済新聞』1981年11月28日号3ページ）。

12) 例えば、浅子・加納（1989）、岩田規（1993、210ページ）、岡部（1991、17ページ）、鈴木（1993、204-206ページ）を参照。

困難である。むしろ考えられることは、金融緩和局面であるにもかかわらず、日本銀行が「円安」を回避するために公定歩合引き下げを遅らせたことが、結果としてマネー・物価の推移に影響したということである。つまり、「円安→引き締め気味の金融緩和→マネーサプライ増加率の低下→物価安定」となったのではないだろうか¹³⁾。従って、当時の金融政策の中間目標は「マネーサプライ」というよりも「為替相場」と捉えたほうが適当であり、それによって日本銀行は「最終目標」として物価上昇圧力と対外不均衡という国内外両面の問題を解決しようとしていたのである。

従来の諸文献の中で、1980年代をプラザ合意を境目に、前半を「マネーサプライ重視が成功した時期」、後半を「失敗した時期」と区別するのをよく見かけるが¹⁴⁾、これは、前半の円安防止の金融政策が「物価安定」という「最終目標」と矛盾しなかったために、日本銀行の「為替相場重視」の姿勢があまり大きく注目されなかっただけであって、プラザ合意によって日本銀行の政策スタンスが劇的に変化したためではないと考えられる。

この「為替相場重視」政策は、IVで考察する短期金融市場調節においても明らかになるだろう。

IV 1980年代前半の短期金融市場調節

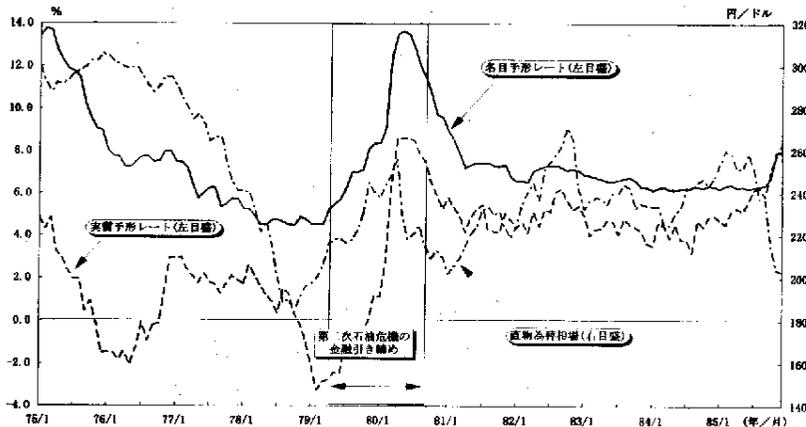
IV-1 グラフからの判断

II-3でも触れたように、短期金利は日本銀行にとって「操作目標」であり、金融政策の日々のスタンスをもっとも端的に表わしており、「金融政策の鏡」ともいわれている。従って短期金利の動向を探ることは、日本銀行が金融調節において何に注意を払っていたかを知る最もよい方法である。そこで、前回金融緩和期（1975年4月～79年2月、以下「前期」とする）と今回緩和期（IIIにおいて、81年3月の第三次公定歩合引下げ以降を対象としたので、ここでも81

13) このことに強く言及しているのは、吉富（1984、302～303ページ）である。

14) 岩田規（1993、207ページ）、原田・牧（1993、123ページ）等を参照。

図6 為替相場と2か月物手形レート
1975～85年、月中平均



注：インフレ率は全国消費者物価指数より算出
出所：東洋経済新報社「経済統計年鑑」各号

年4月～85年8月とし「後期」とする)の短期金利の動向を比較することで、80年代前半の短期金利と為替相場の連動関係を確認してみよう。

インターバンク市場金利として通常取り上げられるのはコール・レートであるが、当時の市場取引残高では手形市場の方が大きかったので、ここではインターバンク市場金利の代表として2ヶ月物手形レートを採用する¹⁵⁾。図6は10年間の為替相場と手形レートを示している。

為替相場と「名目」手形レートの比較で気が付くことは、次の二点であろう。第一に、「前期」の金融緩和局面では、公定歩合の引き下げに連動した形で短期金利が低下したことが明らかであるが、「後期」では、Ⅱ-3で指摘したように、短期金利の水準に大きな変化が見られないこと、第二に、為替相場との連動という点では、むしろ「前期」の方がはっきりしていることである。

15) 市場規模の面以外にも、1988年11月の新金融調節方式の導入以前まで、日本銀行は金融調節の中で「手形2か月物レートを『第二の公定歩合』と位置づけて重視して」おり、「手形レートが日銀の政策スタンスを反映するものと考えられていた。」日本経済新聞社編(1989, 102, 105ページ)を参照。

しかし、日銀が「事前的な実質手形レート」(名目金利—予想インフレ率)を予想して、金融調節を行っていたということも考えられよう。そこで「事後的な実質手形レート」(名目金利—インフレ率の確定値)をその代用指標として為替相場と比較すると、また別の特徴が伺える。第一に、「後期」の実質金利の水準は金融緩和局面でありながら全く低くしていなかったことである。むしろ82年後半から84年前半では、81年の水準を1%以上上回っている。第二に、為替相場との連動という点では「前期」にはその傾向が全く見られなくなり、逆に「後期」の方に連動関係が見られるようになるのである。

「後期」は「前期」よりもマネーサプライ増加率およびインフレ率が安定していた。それを考えると、図6からだけでも日本銀行は日々の金融調節において金利を高め、誘導して「円高」を抑えようとしていたことが伺えよう。

IV-2 金融調節の実証分析

次に当時の各指標間の因果関係を客観的に捉えるため、VAR (Vector Autoregressive) モデルを使った Granger の因果性テスト (Causality Test)¹⁶⁾を行う。ここで利用した指標は、以下の五つである。

EX : 為替相場 (1ドルを円で表示。月中平均)

CPI : 全国消費者物価指数の対数値

LI : 日米間の名目長期金利差 (米国30年物国債—日本10年物国債)

MS : マネーサプライ ($M_2 + CD$) 金額の対数値 (1979年4月以前は M_2 のみ)

NB : 2ヶ月物手形レート (月中平均)
出所) 『経済統計月報』、『物価統計月報』

また、それぞれの原数値をそのまま用いるとトレンドが含まれたままとなり、「見かけ上の相関」(Spurious Correlation)になる。従って、すべての数値の階差をとって分析することにした¹⁷⁾。

16) Granger. [1969], 山本拓 [1988] を参照。

17) 因みに ADF 検定 (augmented Dickey-Fuller Test) による単位根検定を行い、各指標が定

表1 各2変量 VAR モデルによる Granger テスト
1975年4月~79年2月

被説明変数	説明変数				
	LI	EX	CPI	MS	NB
LI	—	"1.744	1.211	0.994	"2.021
EX	1.032	—	0.026	*2.488	0.399
CPI	0.642	0.237	—	**2.900	0.941
MS	"2.128	0.383	0.425	—	*2.374
NB	1.500	0.417	1.517	***4.317	—

注1: ラグの決定は、AIC による。

2: ***, **, *, " は1%, 5%, 10%, 20%で有意であることを示す。

表2 各2変量 VAR モデルによる Granger テスト
1981年4月~85年8月

被説明変数	説明変数				
	LI	EX	CPI	MS	NB
LI	—	1.658	0.582	1.150	**2.667
EX	*2.659	—	0.185	1.522	"1.876
CPI	0.964	*2.298	—	***4.597	"1.809
MS	1.280	0.651	**2.698	—	0.320
NB	"1.675	***4.547	1.109	1.192	—

注1: ラグの決定は、AIC による。

2: ***, **, *, " は1%, 5%, 10%, 20%で有意であることを示す。

表1, 2は、上の五つの指標から二つを取り出し、2変量 VAR モデルによる因果性テストをすべての組み合わせ(10通り)について行ったものである¹⁸⁾。

、常トレンド(TSP)か非定常トレンド(DSP)かを確認してみた。それによると、「前期」ではMS, NBがTSP, LI, EX, CPI, NBがDSPとなり、「後期」ではCPIのみがTSP, その他がDSPと判定された。しかし、TSPと判定された指標においても、系列相関を除去するため説明変数に加える階差ラグの長さの取り方によって、結果が逆転するが多かった。従って、本節の分析ではすべて指標に階差をとることによって分析に慎重を期すことにした。単位根検定については、Fuller, W. A. [1976], Dickey and Fuller [1981]を参照。

18) 本来なら直接に5変量 VAR モデルによって因果性を検証したかったが、「前期」「後期」とも標本数が47, 53と非常に少なく、AIC (Akaike Information Criterion) によって適切な次数を求めることが困難だったため、やむなくこのような方法を採用した。AICについては、Akaike [1969], [1973], 山本 [1988]を参照。

まず「前期」について表1から伺えることは、NBの動向に影響を及ぼしているのは唯一MSのみということ($MS \rightarrow NB$)。そしてまた、“ $NB \rightarrow MS \rightarrow CPI$ & EX”という因果性が非常に強く現れていることである。これは、「前期」の金融政策が「マネーサプライ重視政策」という言葉に値する金融調節を行い、短期金融調節がマネーを通じて「最終目標」である国内物価を方向付けていたことを意味している。また、EXは実体経済を反映したものであり、LIは当時、他の変数との関係がそれほど強くなかったようである。

他方、「後期」(表2)ではLI, EX, NB間の関係が非常に強くなっている。ここでは“ $LI \rightarrow EX$ ”, “ $EX \rightarrow NB$ ”, “ $NB \rightarrow LI$ ”という因果性が現れており、内外金利差が円ドル相場に影響し、それを抑えるために金融政策が発動するという当時の政策過程が浮き彫りにされている。また、金融政策の発動は内外金利差よりもそれによって生じた為替相場の変動に対応していた面が強かったことも伺われる。逆に“ $MS \rightarrow NB$ ”の因果性は消滅しており、短期金融調節がマネーサプライの影響を受けなくなっている。これは前節までの考察と合致するものであり、80年代前半の金融政策を「マネーサプライ重視」ではなく「為替相場重視」と捉えた方が妥当であることを支持している。その他では、MSとCPIについて双方向に強い因果性が見られる($MS \leftrightarrow CPI$)。これはマネーサプライ増加率の低下が物価安定をもたらしたと同時に、金融政策的側面以外の実体経済自体の影響が物価上昇率の低位安定を呼び、マネーサプライ増加率の低下はそれを反映したに過ぎないという可能性が考えられる。

ただ「後期」について問題なのは、“ $NB \rightarrow MS$ ”という因果性が完全に消滅していることである。分析結果を素直に受け取るならば、当時、短期金利によってマネーサプライをコントロールすることは不可能だったということになるが、それもにわかには信じ難い。そこで試みに、AEG検定(augmented Engle-Granger Test)に基づく共積分検定(Co-Integration Test)¹⁹⁾を行い、

19) AEG検定はEngle and Granger(1987)、検定統計量の臨界値はMackinnon(1991, p. 275)を参照。

表3 MSのNBへの回帰による共和分検定

被説明変数	前期 (1975年4月~79年2月)					
	LAG	RES (-1)	D. W.	D. h. alternative	AIC	BIC
Δ RES	13	-0.691712 (-1.78331)	1.978550	-0.075629	-8.755320	-10.910700
被説明変数	後期 (1981年4月~85年8月)					
	LAG	RES (-1)	D. W.	D. h. alternative	AIC	BIC
Δ RES	15	-1.349350 (-3.48839)	2.108850	-0.606100	-9.007800	-11.013000

- 注1: RESは共和分回帰の残差を表す。
 2: AEG検定のラグ数は主にAIC基準による
 3: 有意水準の臨界値はMackinnon [1991]による。
 4: カッコ内の数値はt値を意味する
 5: 残差の回帰式は定数及びトレンド項を説明変数に加えた。

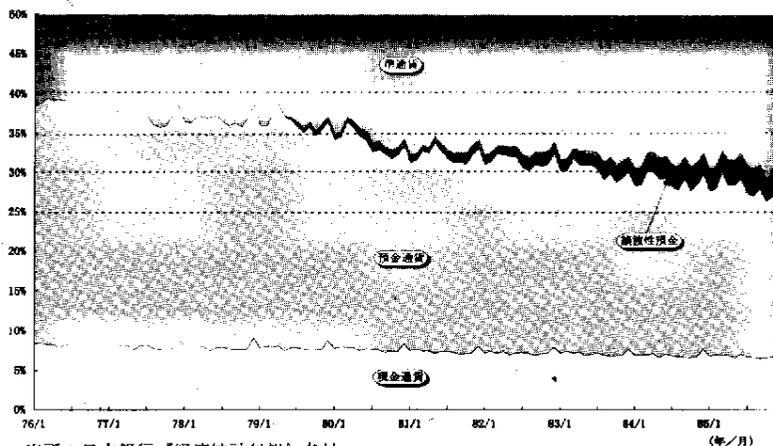
「共和分関係が存在しない」という帰無仮説の下に、「前期」と比較して「後期」のNBとMSの長期的な線形関係が崩れていないかどうかを確認した。その結果が表3である。両者とも大きな有意性をもたないが、「前期」については15%水準の有意性が見られMSとNBの共和分関係をわずかに支持しているものの、「後期」ではそのような様子は全く見られなくなっている(注:ただし、共和分分析を行うとき、5年程度の短い標本期間では不十分であるかも知れない)。

では短期金利は、「後期」においてマネーに何の影響も及ぼしていなかったのか。そこで図7から、この10年間に於いて M_2+CD の構成がどのように変化していったかを確認してみよう。すると「後期」では現金・預金通貨という流動性・決済性の高い通貨の構成比率は減少し、準通貨・譲渡性預金といった逆の性質を持つ通貨の比率が上昇している²⁰⁾。これは、 M_2+CD 残高に大きな変化が見られなくても、民間支出活動につながるマネーの量が「質的」に減少していた、ということの意味している²¹⁾。

20) また、準通貨の内容においても、満期の短いものから長いものにシフトする傾向が見られた。マネーサプライ構成の変化についてのより詳しい説明は、日本銀行 [1984b] を参照。

21) このようなマネーの「質的」変化は、通貨需要関数の構造的シフトにつながる。詳しくは、

図7 M₂+CD 要素の構成比 (月末残高)
1976~85年



出所：日本銀行「経済統計年報」各号

これは、1970年代後半の国債大量発行によって金融自由化が、また80年12月の外為法改正によって金融国際化が本格化したことが深く関わっている。金融政策の主な効果波及経路として挙げられるのは、①銀行の資産選択への影響、②「金融仲介中断」(financial dis-intermediations)の発生、③金利の支出活動に対する影響、であり、金融自由化の進展は①、②の経路を無効にし、③の経路による効果を強めることになる²²⁾。従って80年代前半の金利高止まりは、③の効果を通じて民間支出活動を抑制的にし、民間金融資産をM₂+CDの中でも高利回りで支出に結びつきにくいものへシフトさせたのではないかと考えられる²³⁾。

本節の結果は、前節で述べてきたことを十分裏付けている。1980年代前半の

鈴木(1985, 第4.5章), 古川(1985, 240~256ページ)を参照。

22) 日本銀行金融研究所(1986, 468~470ページ)を参照。

23) また、日本銀行[1984b]は、決済性の度合いを表す「ディビジア・マネーサプライ」という概念を用いて、80年代前半、支払い決済につながるマネー量が低下していたことを示している。この点については、石田[1984], 鈴木(1985, 第四, 五章)等も参照。

日本銀行による短期金融市場調節の姿勢は、それまでの「マネーサプライ重視」から「為替相場重視」に移った。そして、「円安」を抑えるために金利を高止まらせたことは、結果として「マネー・物価の低位安定」を実現したのである。またそれには当時の実体経済の低迷も大きく影響していたのである。

V 総 括

1980年代前半の金融政策に対する評価は、「マネーサプライ重視」が大勢を占めていた。しかし当時の金融指標が非常に落ち着いていたのは、その時の特殊事情に依る面が大きかったのである。つまり、アメリカにおいてレーガノミックスが引き起こした金利の歴史的な高騰、それによって日本からアメリカに向かって長期資本が大量に移動し、内外金利差の面から「円安」が発生したこと、それが日本銀行の政策に大きく影響したのである。

ただ断っておきたいのは、当時の金融政策が「マネーサプライ重視政策」ではなかったからといって、必ずしもそれを政策対応の誤りと評価するわけではない、ということである。むしろ筆者は、当時の政策がかなり適切な判断の下で行われたと考える。なぜなら、金融国際化が進む中で、金融政策がいつまでも国内経済のためだけに行われることは必然的に許されなくなるからである。80年代前半は正に「国際的な」金融政策のスタート期に当たる。かつて経験したことのない日米金利差の拡大、それによる対外不均衡の拡大、第二次石油危機後の物価上昇不安など、それらの中で「円安阻止」という面から金融政策を発動させた当時の前川春雄日本銀行総裁の判断は、今もって賞賛されるべきものではないだろうか。

もう一つ、本稿において為替相場を金融政策の「中間目標」として扱っていることに疑問を感じるかも知れない。というのは、通常、為替相場は金融政策の「最終目標」として語られるからである。

しかし、筆者はむしろ後者のほうに疑問を感じる。というのは、現代の金融政策がしばしば為替相場を安定維持させようとする理由は、それ自体が政策目

標だからではないだろう。それは例えば、1990年代前半の日本経済のように「円高」が国内の景気回復を損ねたり、80年代前半のように「円安」が国内物価の上昇圧力となるなど、為替相場の背後に存在する他の「最終目標」を維持するためだからであろう。もしそれらの問題が解消されさえすれば、実際には為替相場がどのような水準にあっても構わないはずである。つまり、為替相場はマネーサプライのように金融政策の「中間目標」に近いものであることを意味している。

もしブレトンウッズ体制のような固定相場制の時代であったり、厳密に「為替相場の安定=対外収支の均衡」と考えるならば、従来の概念に問題はないだろう。しかし、変動相場制の時代であり、しかも80年代前半のように金融国際化によって国際資本移動が飛躍的に拡大する場合には、その位置付けには問題があるのではないだろうか。

参考文献

邦文献

- [1] 浅子和美・加納悟「日本の財政金融政策の政策目標と制御可能性：1968～1986」大蔵省財政研究所『フィナンシャル・レビュー』1989年5月。
- [2] 石田和彦「Divisia Monetary Aggregates について」日本銀行金融研究所『金融研究』第3巻第1号，1984年4月。
- [3] 岩田規久男「金融政策の経済学——「日銀理論」の検証——」日本経済新聞社，1993年。
- [4] 岡部光明「日本の金融政策：1975～89年における政策運営とその効果波及過程」『金融学会報告』第71号，1991年1月。
- [5] 岡部光明「日本における金融政策の展開」重原久美春編『金融理論と金融政策の新展開』第8章，有斐閣，1992年。
- [6] 小宮隆太郎・須田美矢子『現代国際金融論』理論編（1983a），歴史・政策編（1983b），日本経済新聞社，1983年。
- [7] 鈴木淑夫『金融自由化と金融政策』東洋経済新報社，1985年。
- [8] 鈴木淑夫『日本の金融政策』岩波書店，1993年。
- [9] 竹中平蔵・石井菜穂子『日米経済論争——「言いわけ」の時代は終わった』TBSブリタニカ，1988年。

- [10] 館龍一郎『日本の金融』東京大学出版会, 1991年。
- [11] ドットシー, M. (Dotsey, M.) 「日本の金融政策——米国との比較」日本銀行金融研究所『金融研究』第5巻第4号, 1986年12月。
- [12] 日本銀行「日本におけるマネーサプライの重要性について」『調査月報』1975年7月。
- [13] 日本銀行「昭和55年の金融及び経済の動向」『調査月報』1981年5月。
- [14] 日本銀行「昭和56年の金融及び経済の動向」『調査月報』1982年5月。
- [15] 日本銀行「最近の物価動向について」『調査月報』1984年9月 (1984 a)。
- [16] 日本銀行「最近のマネーサプライの動向について」『調査月報』1984年11月 (1984 b)。
- [17] 日本銀行金融研究所『(新版) わが国の金融制度』日本信用調査, 1986年。
- [18] 日本銀行百年史編纂委員会編『日本銀行百年史 第六巻』1986年。
- [19] 日本経済新聞社編『日本銀行の研究——金融覇権の新たな構図』1989年。
- [20] 原田 泰・牧 寛久「1980年代以降のマクロ金融政策の評価」貝塚啓明・原田泰編著『90年代の金融政策』第6章, 日本評論社, 1993年。
- [21] 古川 顕『現代日本の金融分析——金融政策の理論と実証——』東洋経済新報社, 1985年。
- [22] 堀江康熙・浪花貞夫・石原 鈴「景気変動パターンの変化に関する検討」日本銀行金融研究所『金融研究』第6巻第1号, 1987年2月。
- [23] メルツァー, A. H. (Meltzer, A. H.) 「固定及び変動相場制下における日米の経験からの教訓」日本銀行金融研究所『金融研究』第5巻第4号, 1983年11月。
- [24] 山本 拓『経済の時系列分析』創文社, 1988年。
- [25] 吉川 洋「マネーサプライと実体経済」東京大学『経済学論集』1989年10月。
- [26] 吉富 勝「レーガン政策下の日本経済」東洋経済新報社, 1984年。

洋文献

- [1] Akaike, H., "Statistical Predictor Identification," *Annals of the Institute of Statistical Mathematics*, 22, 1969 pp. 203-217.
- [2] Akaike, H., "Information Theory and an Extension of the Maximum Likelihood Principle," in *2nd International Symposium on Information Theory*, ed. by B. N. Petrov and F. Csaki, Academia Kiado, Budapest, 1973.
- [3] Dickey, D. A. and Fuller, W. A., "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series With an Unit Root," *Econometrica* 49, 1969 pp. 1057-1072.
- [4] Engle, R. F. and Granger, C. W. J., "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimating and Testing," *Econometrica*, 55, 1987 pp. 251-276.

- [5] Fuller, W. A., "Introduction to Statistical Time Series," John Wiley & Sons, New York, 1976.
- [6] Granger, C. W. J., "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods," *Econometrica*, 37, 1987 pp. 161-194.
- [7] Mackinnon, J. G., "Critical Values for Co-Integration Tests" in *Long-Run Economic Relationships*, ed. by Engle, R. F. and Granger, C. W. J., Oxford University Press, 1987.
- [8] Schwarz, G., "Estimating the Dimension of a Model," *Annals of Statistics*, 6, 1978 pp. 461-464.