

マクロ経済政策の分析・評価を巡って : 90 年代の金融政策を題材に

田口, 博雄 / TAGUCHI, Hiroo

(出版者 / Publisher)

法政大学社会学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

社会志林 / Hosei journal of sociology and social sciences

(巻 / Volume)

47

(号 / Number)

3

(開始ページ / Start Page)

91

(終了ページ / End Page)

103

(発行年 / Year)

2001-03

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00020985>

マクロ経済政策の分析・評価を巡って

—90年代の金融政策を題材に—

田口博雄

はじめに

経済政策を評価する際の基本的視点は、それがミクロ経済政策を対象とするものであっても、マクロ経済政策を対象とするものであっても、抽象レベルでは大きな差はない。何れも、最終的には、その政策により国民が受けたメリット（便益）が、デメリット（コスト）をどの程度上回るかである。この場合、コストには政策発動に要する直接的なコストと、政策発動の副作用としてのコストがある。現実において、マクロ政策に関する評価の方法がミクロ政策の場合と異なってくるのは、マクロ政策の場合、政策運営の直接的なコストは比較的小さい一方、不適切な政策運営が国民経済に与えるデメリットという、間接的なコストが圧倒的に大きいことにあるのではなからうか。マクロ経済政策手段のなかでも、金融政策にはこの傾向がとくに大きいようにおもわれる。金融政策発動の直接的なコストは無視できるほど小さい一方、運営の時期や規模に関する判断ミスの間接的なコストは極めて高い。近年、マクロ政策、なかでも金融政策のアカウントビリティの向上を目指す動きが、わが国を含む世界の各国で急速に高まっているのも、このことが改めて認識されてきたことの表われといえよう。

すなわち、金融政策の評価については、政策運営の内容もさることながら（これは、通常、金利の引上げ・引下げ、ベースマネーの供給量の増減など、比較的単純である）タイミングと規模をどうみるかが、決定的に重要である一方、これを判断するための評価基準は確立されていると言いがたい。このため、現状では幾つかの異なる視点から、複合的に、しかしそれぞれについては、極力客観的な方法を用いて分析を試みるのが、求められている。筆者らが、90年代の金融政策についての暫定的な評価を試みた際（白塚・田口・森〈2000〉）に、単一の指標によりどこを求めるとはならず、複数の基準を用いて分析することとしたのも、この観点からである。それぞれの基準については、極力理論的な基盤のしっかりとしたものを

選ぶ必要があるのは、当然のことである。

90年代の金融政策

一部の論者は、90年代を評して、「失われた10年」という。これは、1980年代には3.8%であったGDP成長率が、いわゆるバブルの崩壊に伴い、90年代には1%台へ落ち込み、10年近くにわたる長期の経済停滞を示していることを指しているのは、言うまでもない。もっとも、筆者はバブル景気に惑わされて構造転換の時機を逸してしまった80年代の方お、「失われた10年」とみるべきであると感じているが¹⁾。

キャッチフーズの是非はともかくとして、90年代におけるわが国経済の長期停滞の要因は多岐にわたるが、その一因を金融政策の運営に求める議論も有力である。以下では、その妥当性を幾つかの尺度を用いて検討することに、論点を絞ってみたい²⁾。

(金融政策の成果)

バブル崩壊後、日本経済がストック調整局面に入ったことが明らかになった1991年夏に、日本銀行は公定歩合を6%から5.5%へと引下げたあと、1995年の9月に0.5%に引下げるまで、9回にわたり、合計5.5%の引下げを行った。さらにその後も、一段の短期市場金利の低下を図り、とくに1999年の2月から2000年の8月にかけては、オーバーナイト金利を事実上ゼロとする、いわゆる「ゼロ金利政策」にまで踏み切ったのは、記憶に新しいところである³⁾。

経済がなおしっかりとした回復軌道に乗っていない現段階で、こうした金融政策がなした点について語るのは、なお時期尚早ではあろうが、少なくとも一つの成果として、バブル崩壊後の資産価格の下落が大恐慌時の米国に匹敵するほど大きかったにもかかわらず、わが国の消費者物価はほぼ安定しており、これまでのところ、30年代の米国が経験したような、本格的なデフレを防ぐことに貢献したということではできよう。しかし、これをもって、金融政策を「成功」と評価することはできず、少なくとも、もっと適切な運営があり得たかを検証する必要がある。

(政策転換のタイミング)

そこでまず、当初の金融緩和への転換のタイミングについて点検してみると、前述のように最初の公定歩合引き下げは、1991年8月に行われたが、これは経済企

画庁が景気のピークをする同年2月の半年後である。それも、当初93年11月にピークを定めた際には暫定的に91年4月とされており、最終的に2月と確定されたのは、96年6月に至ってからのことであった。また、当時の消費者物価の上昇率がなお3%台と、1980年代以降の平均的な水準と比較して高かったこと、さらには経済データが明らかになるまでのラグの存在なども考えると、政策転換の時期については、比較的早く行われたとの評価が許されるのではないか。ちなみに、1980年代の景気のピーク→公定歩合引下げのラグをみても、1980年2月→1980年8月、1985年6月→1986年1月と、90年代初の場合と同じく、ほぼ6ヶ月である。

(緩和の規模とテンポ)

より難しいのが、緩和の規模とテンポに関する評価であり、内外の論者の議論もかなり分かれている。そこで、筆者らは、特定の理論モデルや尺度にこだわるのではなく、ある程度の客観性と理論的な裏づけを持つと考えられる、次の4つの基準に照らしてみることとした。

- a. マーシャルの k
- b. テイラー・ルール
- c. 株式のイールド・スプレッド
- d. 実質短期金利

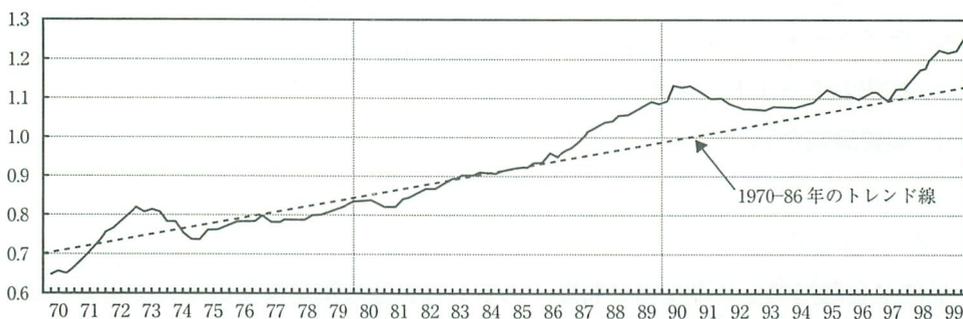
(マーシャルの k)

量的な金融指標を金融情勢の判断、あるいは金融政策運営指針として用いることは、60年代から80年代にかけて有力であった、いわゆるマネタリト政策の核となる考え方であり、なかでも代表的なのが、フリードマンが主唱した、マネーサプライの伸びを一定に保つという「 $k\%$ ルール」であろう。しかし、マネーサプライの伸びをみて金融情勢を判断する場合、同じ伸びであっても、それ以前の通貨供給量が安定的であった場合と、例えば長い期間にわたり過剰な供給が行われていた後とでは、評価が異なってくる。このため、よく用いられているのは、マーシャルの k 、すなわちマネーサプライと実体経済の規模、ないし名目取引の総量を示す指標としての名目GDPとの比率に着目するものである。通貨量に狭義の指標（例えばベースマネーやM1）をとるか、より広義の指標（例えばM2）をとるかにより傾向は異なるものの、一般的にマーシャルの k は、トレンド（多くの場合、上方トレ

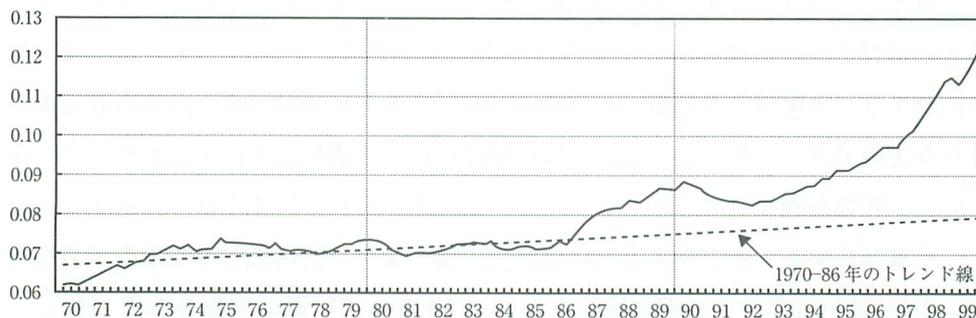
ンド) を有しているため、具体的にはその長期的なトレンド値からの乖離をもって、金融緩和の程度を表す指標としてみるのが、一般的である⁴⁾。ここでの分析では(M2+CD/名目 GDP)、および(ベースマネー/名目 GDP)のそれぞれについて、1970年から、いわゆるバブルが生成期の直前である1986年までの長期トレンドからの乖離をみることにした(図1)⁵⁾

まずM2+CDをベースとしたマーシャルのkは、バブル初期の1987年ごろから長期的なトレンド値を大きく上回りはじめ、こうしたトレンドからの乖離は1990年にピークに達した。その後、乖離幅はバブルの崩壊に伴い、1992年の後半に急速に縮小したあと、ほぼ横ばいで推移した。しかし、ここで注目する必要があるのは、この間、kが長期的なトレンド値を一貫して上回っていた点である。次に、マネタリーベースでみると、kのトレンドからの乖離はM2+CDの場合と同様、1990年にピークに達したあと、一旦は1992年まで縮小を示すが、その後再び大幅な拡大に転じている。これは、金利が大幅に引下げられて、いわゆる超低金利の状態が長期化するなかで、現金通貨保有の機会費用がゼロに近くなったこと、

(1) M2 + CD



(2) マネタリーベース



資料：日本銀行「金融経済統計月報」、経済企画庁「国民経済計算年報」

図1 マーシャルのk

また、とくに1997年から1998年にかけては、相次ぐ金融機関の破綻を契機に金融不安が高まるなかで、“safe haven”としての現金に対する需要が増加をみたこと、などを反映したものとみられる。

いずれにせよ、M2+CD でみても、マネタリーベースでみても、マーシャルのkの動きからは、経済活動の水準との対比して、かなり潤沢な流動性供給が行われていたと判断して差しつかえないであろう。

(テーラー・ルール)

テーラーは、金融政策の操作変数を、インフレ率およびGNPギャップの目標値からの乖離に応じて反応させるという政策ルールを提唱している (Taylor (1993))。

$$i_t^* = (1-\lambda) \times [\alpha \times (\pi_t - \pi^*) + \beta \times (y_t - y^*)] + \lambda \times i_{t-1} \quad (1)$$

ただし、 i_t^* : 目標金利, π_t : インフレ率, π^* : 目標インフレ率

y_t : GDP ギャップ, y^* : 目標 GDP ギャップ, i_{t-1} : 前期の金利

α, β, λ はパラメータ

極めて単純な考え方であるにもかかわらず、このルールが幅広い注目を集めているのは、「政策目標の数と、それを達成するための政策手段の数は一致している必要がある」との考え方に対し、政策目標がそれぞれお互いに対立するものでないならば、複数の目標に適当なウェイトを付与することにより、金融政策という単一の政策手段を複数の目標に割当てることが不可能ではないことを示した点にあらう。さらに、その単純さゆえに、専門家だけでなく一般国民にもわかり易いという、政策ルールが満たすべき重要な要件の一つをクリアしているという魅力も、寄与しているといえよう。

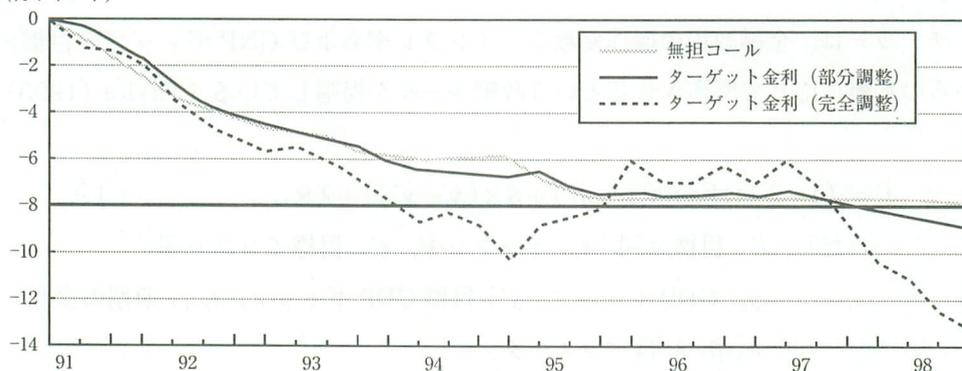
テーラーは、このルールを政策ルールという規範的な性格を持つものとして提案したが、実際にこれを政策決定の際のルールとして利用している中央銀行はない。むしろ、このルールは、政策のあり方を整理したり、政策の妥当性を評価したりする際のベンチマークという、実証的な分析用具として用いられている。

政策ルールとするにせよ、分析ツールとするにせよ、現実に適用する際にはインフレ率およびGDPギャップにそれぞれどのようなウェイトを与えるか、また実際の金利を、ルールにより導出された目標金利にどの程度のテンポで調整するかについて、具体的なパラメータを設定しなければならない⁶⁾。われわれの分析では、こ

こでも一つの設定にこだわるのではなく、幾つかの代替的なパラメータ・セットを試みた。具体的には、インフレ率と GDP ギャップの両者にかかなりのウェイト（それぞれ、1.5, 1.0）を置くものと、インフレを GDP ギャップに比べかなり重視する（2.0, 0.3）ものを、また目標金利への調整速度については、瞬時に目標金利を達成する（ $\lambda=0$ ）ものと、徐々に調整される（ $\lambda=0.85$ ）ものと、合計 4 通りの推計を行った。（図 2）

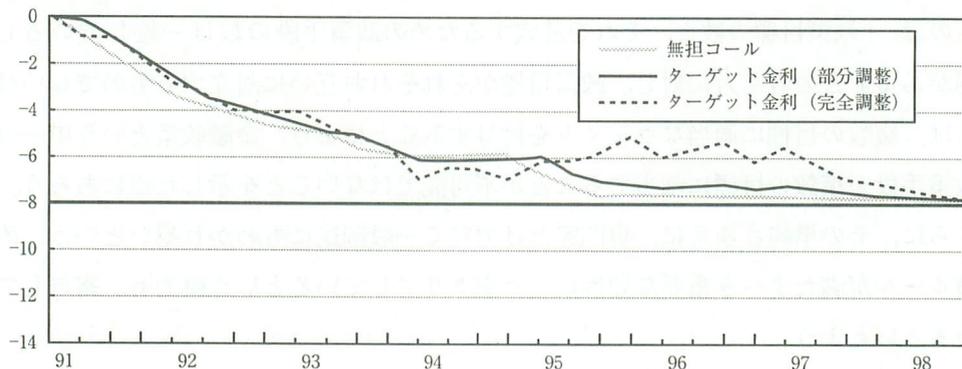
① ケース 1 ($\alpha = 1.5, \beta = 1.0$)

(%ポイント)



② ケース 2 ($\alpha = 2.0, \beta = 0.3$)

(%ポイント)



資料：日本銀行「金融経済統計月報」、総務庁「消費者物価指数」、経済企画庁「国民所得統計」

備考：1. シミュレーションに利用したテイラー・ルールは以下のとおり。

$$\text{基本式： } R_t = (1-\lambda) \times [\alpha \times (\pi_{t+4} - \pi^*) + \beta \times (Y_t - Y^*)] + \lambda \times R_{t-1}$$

R_t : t 期における無担保コールレート (O/N 物)

$\pi_{t+4} - \pi^*$: インフレ率 (消費者物価上昇率) の目標からの乖離

$Y_t - Y^*$: t 期における実質 GDP ギャップ

完全調整 : $\lambda = 0$, 部分調整 : $\lambda = 0.85$

2. 図中の横太実線は、金利水準がゼロに達する引き下げ幅。

図 2 テイラー・ルールによる評価

これらの推計結果をみると、テーラールールにより導出される目標金利は、GDPギャップに比較的大きなウェイトを与え、しかも金利を瞬時に調整すると想定した場合に実際の金利よりもやや大幅かつ急テンポの低下を示しているほかは、実際の金利の推移をかなり密接にフォローしている。すなわち、現実の金融緩和（短期金利の低下）のパターンは、仮定の政策ルールに添ったものと、大きく乖離したものではなかったという暫定的な評価が可能であろう。

（株式のイールド・スプレッド）

次に用いた評価基準は、株式のイールド・スプレッドの動きである。

標準的な理論によれば、株価は、現在から将来にかけての期待企業収益を、金利（リスク・フリーの資産の収益率）に、収益率変動の大きい株式保有にかかるリスク・プレミアムを加えたもので割り引いた水準に決定される。

すなわち、

$$p_s = E \left\{ \sum_{i=1}^{\infty} \frac{d(1+g)^{i-1}}{(1+r+\rho)^i} \right\} = \frac{d}{r+\rho-g}, \quad |g| < r+\rho \quad (2)$$

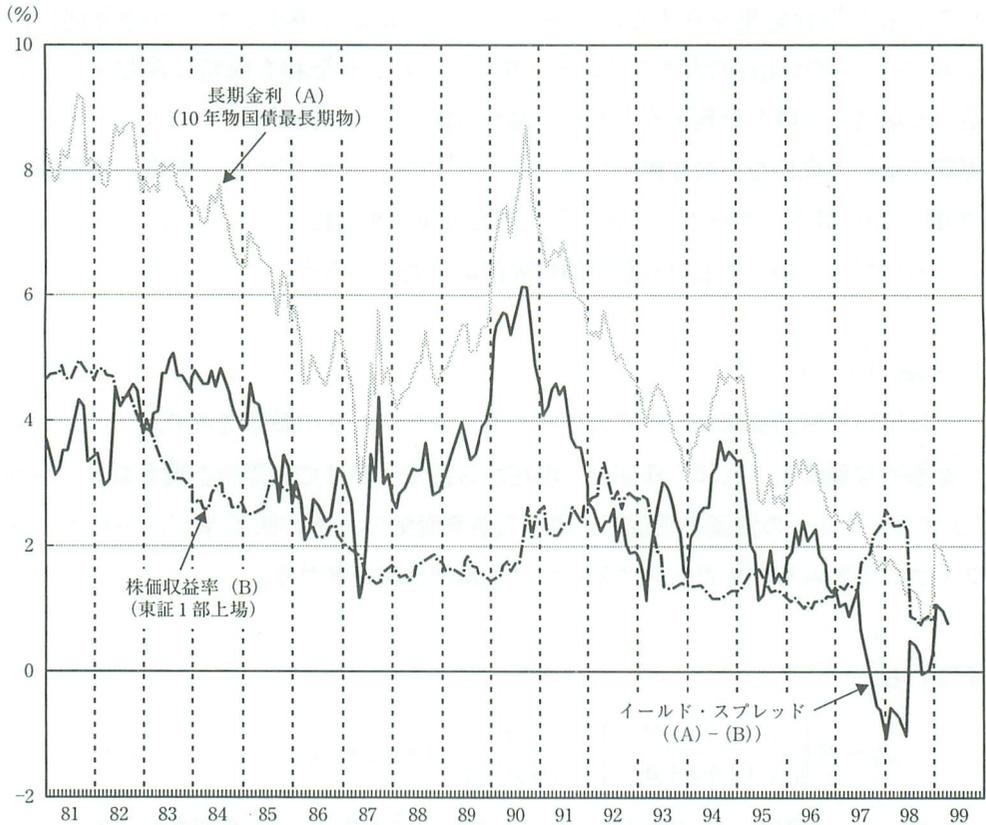
ただし p_s : 株価, d : 企業収益, g : 企業収益成長率, r : 安全資産収益率
 ρ : リスク・プレミアム

(2) を変形すれば、イールド・スプレッド y_s は、株式保有にかかるリスク・プレミアム調整後の期待成長率 ($g-\rho$) に等しいことがわかる。

$$y_s = r - \frac{d}{p_s} = g - \rho \quad (3)$$

期待成長率の上昇も、リスク・プレミアムの低下も市場心理の強気化を反映したものと考えられる。このため、金利とイールド・スプレッドとを比較することにより、金融政策が市場心理の変化にどの程度対応して運営されていたかを検討することができる。

そこで、イールド・スプレッドの動きをみると（図3）、1987年に上昇に転じて以降、1990年の夏まで上昇を続けたあと、同年秋から急落している。より仔細にみると、イールド・スプレッドは金融緩和に転ずる以前の1990年央から同年末にかけて約2%ポイント低下し、翌年7月に金融政策が緩和に転換されて以降、1992年夏にかけての1年間に、さらに約2%ポイントの低下をみている。これを、



資料：日本銀行「金融経済統計月報」

備考：1. 株式のイールド・スプレッド，株価収益率はTOPIXベース。

2. 長期金利は，国債（10年）最長期間物利回り（月末値）。

図3 株式のイールド・スプレッドの推移

実際の金融政策の動きと比較してみると，公定歩合は1991年7月から1992年7月の間に5回にわたり，合計2.75%引下げられている。従って，金融緩和に転じてからの引下げは，ほぼ市場心理の後退に見合ったものであったといえるとしても，政策転換以前の心理の変化分までは織り込んでおらず，もう少し大幅な金利の引下げを行うことが適切であった，との見方も出来よう。もちろん，イールド・スプレッドという長期の期待を示す変数と対比する金利として公定歩合が適切であるか，などについては議論があり得るところであり，ここでの評価もかなり幅を持って解釈すべきであろう。

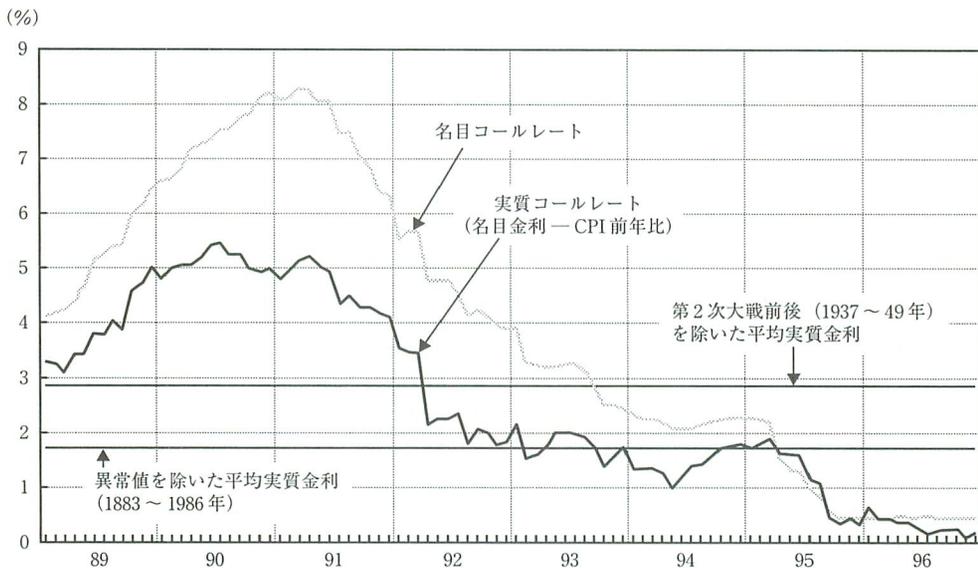
(実質金利)

Blinder (1998) は，景気に対して中立的と考えられる実質短期金利の水準を，

極めて長い期間の平均として求め、これと実際の実質短期金利の水準を比較することにより、金融の緩和度の目安とすることを提唱している。我々の分析では、消費者物価および公定歩合のデータが得られる1883年からバブル直前の1986年までの100年余りについて、公定歩合から消費者物価指数の前年比を引いたものを事後的な実質金利として求め、その平均を「中立的な」水準とすることとした。ただ、この100年余りの間には太平洋戦争など、あまりにも特異な期間が含まれているため、1937年から1949年までを異常値として除いた平均（2.85%）と、実質金利の絶対値が10%を上回る時期を異常値として除いた平均（1.72%）の2つを求め、中立的な金利水準がこの両者の間にあると幅をもって考えることとした。

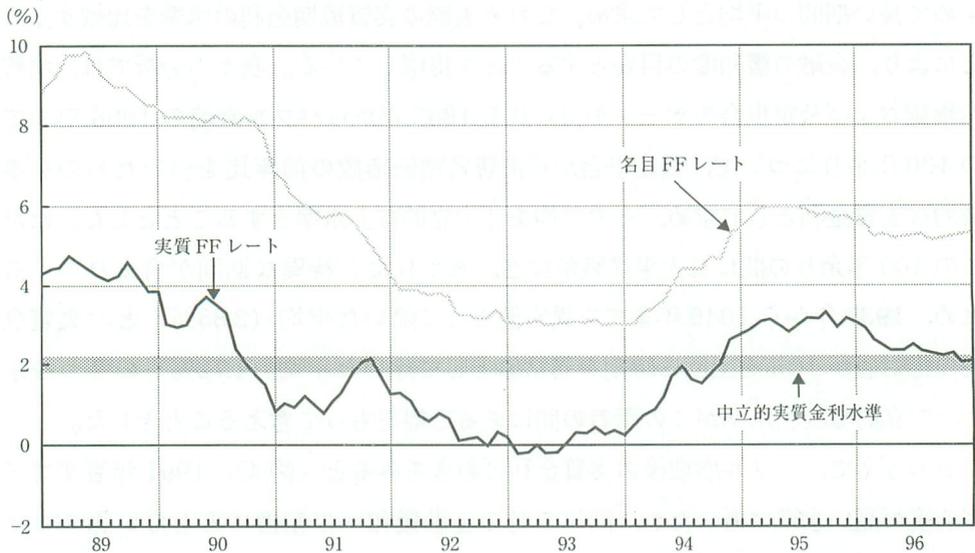
そのうえで、バブル崩壊後の実質金利の動きをみると（図4）、1991年夏まで5%前後の高い水準にあったが、同年7月の金融緩和への転換にともない急テンポで低下し、同年末には4%程度、また1992年央には上記の中立ゾーンの下限に近い2%前後に達した。実質金利はその後も緩やかな低下を続け、94年には中立ゾーンの下限をかなり下回る1%前後の水準となった。その後、1995年の初めには一時中立ゾーンに戻るが、1995年以降の円高を受けて金融が一段と緩和されると、0.5%前後まで再び大きく低下している。

こうした実質金利の動きについては、次のような暫定的な評価が可能であろう。すなわち、バブル後期における期待の過度の強気化を抑えるための中立ゾーンを大



資料：日本銀行「経済統計月報」「日本銀行百年史：資料編」

図4 実質短期金利の推移



資料：Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bulletin 各号，Blinder [1998]

図5 米国の短期実質金利

大きく上回る実質金利は、金融緩和への転換後、迅速に中立ゾーンに戻されたが、その後の低下は比較的漸進的なものにとどまり、一時はむしろ上昇をみた時期もあった。これは、名目金利が据え置かれるなかで、インフレ率が低下したためではあるが、1990年代前半の米国においては、実質FFレートがかなりの長い期間にわたり中立レート以下に運営され、一時的にはマイナスとなっていたこと(図5)と比較すると、1990年代中にはもう一段の金利引下げの余地があった、との見方もあり得よう。

(全体的な評価)

以上、4つの基準により、1990年代の金融緩和の動きを検討してきた。いずれの評価方法にもデータの質などによる弱点もあるため、決定的な判断を下すには慎重であるべきであろう。しかしながら、これら4つの分析を通じた全体的な評価として、次のような暫定的な結論を下すことは許されるのではないか。

第1には、金融緩和への転換は、比較的早い時期に行われており、その意味ではほぼ妥当とみてよかろう。第2には、政策転換当初の緩和は、通常の景気後退への対応としてみれば、やはり妥当な範囲にあった、と考えられる。しかしながら、第3には、1990年代の景気後退が、通常の設定ストック・サイクルの調整期間で

あるのにとどまらず、1980年代のバブルという異常な期待の盛り上がりの反動や、1980年代に進めておくべきであった構造調整圧力も加わったものであったことを勘案すると、事後的にみる限り、さらに踏み切った緩和の余地もあったかもしれない。すなわち、90年代前半の金融政策は、バブル崩壊やバランスシート調整のショックまでも十分に予見したものではなかった、との評価を排することは出来ないように思われる。

おわりに

最後に強調しておきたいのは、以上の評価は、あくまでも事後的に明らかになったデータを利用してはじめて可能となったものであり、リアルタイムでの判断が求められる政策運営の是非を評価するうえでは、限界がある、ということである。現時点では誰の目にとっても明らかなバブルの崩壊ではあるが、崩壊に転じた直後の段階でこれが確実に定着するであろうとの判断を下すのは、極めて困難であった。実際、1990年代前半には、一般国民、政治家、さらにはマスコミも含めて、バブル崩壊の影響についての理解は社会全体に乏しく、むしろバブル潰しを求める声の方が強かった。このような環境の下で、十分な社会的支持がないまま、極端な政策をとることは、民主主義のもとでの政策当局にとって、極めて困難といわざるを得ない。

いま一つ強調する必要があるのは、さらに思い切った緩和の余地があるという評価は、それが仮に実施されていたならばその後の経済の展開が大きく異なっていたであろう、という主張に短絡的に結びつけられるべきものではない点である。いかなる政策をとっていたとしても、バブルにより浪費された経済資源を回復し、バブルにより先送りされた構造調整を実施するのには、相当な困難が伴ったはずである。なかでも、バブル期に蓄積された金融機関の不良資産の処理が進まないまま、経済が再び順調な拡大軌道に復することは、期待できなかつたと考えられる。冒頭に述べたように、筆者が「失われた10年」を、90年代ではなく、80年代とみるのは、このためである。

ここで行ったような分析の意義は、過去の政策判断の是非を明らかにすること自体よりも、将来の政策判断がより適切なものとなるとともに、そうした適切な判断に対する社会全体の理解や支持を容易にすることにあるといえよう。

〔追記〕

本稿の内容および意見は、あくまでも筆者個人に属するものであり、日本銀行あるいは金融研究所の見解を示すものではない。

注

- 1) バブル期の金融政策については、例えば白川・翁・白塚（2000）を参照。
- 2) 以下の議論は、基本的には前述の森・白塚・田口（2000）によるが、筆者独自の意見にわたる部分も多く、ありうべき批判はすべて田口が受けるものである。
- 3) ゼロ金利政策の詳細については、小田・翁（2000）などを参照。
- 4) もちろん、観察される通貨量は、供給曲線と需要曲線の交点として決まったものであり、 k が高かったことは、供給が多かったことだけでなく、需要が高水準であったことをも示す。したがって、仮に、金融面のショックにより需要が急増した場合などにおける k の上昇は、必ずしも金融緩和の進展を示すとは限らない、との批判は当然ありうる。ただ、これが当てはまるのは、マネタリーベースでみた k の1997-1998年前後の動きに限られると考えるのが、妥当であろう。いずれにせよ、われわれが単一の基準ではなく、複数のアプローチによる評価を試みた一つの理由は、こうした批判をも考慮した点にある。
- 5) テーラー自身による日本経済への適用については、Taylor（2000）を参照。
- 6) さらに、実践的には目標とするインフレ率をどの物価指数で定義するか、GDPギャップをどのように計測するかなど、技術的ではあるが、重要な問題がある。とくにGDPギャップについては、計測の方法により結果に相当の差がでてくる。もっとも、ここでの分析は、目標金利の水準ではなく、ある時点からの変化幅に注目しているため、その影響は相対的に軽微なものにとどまっている。

〈参考文献〉

- Blinder, A., *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge and London: 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, 1999年)
- Taylor, John B., "Discretion versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp.195-214
- , "Low Inflation, Deflation and Policies for Future Price Stability", IMES Discussion Paper, No.2000-E-26, Bank of Japan, 2000
- 翁邦雄・白川方明・白塚重典, 「資産価格変動と金融政策: 1980年代後半のわが国の経験とその教訓」, IMES Discussion Paper, No.2000-J-11, 日本銀行金融研究所, 2000年
- 翁邦雄・小田信之, 「金利非負制約下における追加的金融緩和政策: 日本の経験を踏まえた論点整理」, IMES Discussion Paper, No.2000-J-23, 日本銀行金融研究所, 2000年

白塚重典・田口博雄・森成城, 「日本におけるバブル崩壊後の調整に対する政策対応：中間報告」, IMES Discussion Paper, No.2000-J-12, 日本銀行金融研究所, 2000年