

## 中立貨幣政策の再評価 The Reappraisal of the Neutral Money Policy

久保田 哲夫  
Tetsuo Kubota

When the exchange rate is volatile, the price level is strongly affected by the changes of the prices of the imported goods. In this paper, we will show that the neutral money should be adopted instead of the stable money as an object of a monetary policy in this case. We will also show that a target of a monetary policy should still be the price stability. This discrepancy of the object and the target comes from the time lag of the monetary policy.

キーワード：中立貨幣、金融政策、為替レート

Key Words : Neutral Money, Monetary Policy, Exchange Rate

### はじめに

日本銀行法の改正が具体的に問題となってきた現在、中央銀行のあり方について非常にはげしく議論がなされている。そのような論争の中心点は中央銀行の独立性をどう考えるかというところにある。かつて一度、1957年に委員会が組織され、改正問題が具体的に議論されたときに、委員会として結論が出せず、両論併記のまま報告書が出され、改正が流れたのも、この点で合意が得られなかったからであった。その問題がもう一度議論に登ってきたのである。

中央銀行が一国の貨幣制度の中核にあつて、法貨である名目貨幣の発行を行い、また金融政策の主体としての責務を負うならば、当然、国政に責任を持っている政府の監督のもとに運営されなければならないという意見が一方にあり、それはもちろん、それなりに納得のゆく議論である。しかしながら、実は政府は中央銀行に債務を負う可能性があり、また現実には債務を負っているのであるから、債務者が債権者を監督するということは理不尽であり、あつてはな

らなとする意見が他方にある。政府が中央銀行の運営を自由にコントロールできる場合、政府の財政的な面での規律がなくなり、中央銀行の金融政策は必ずインフレ的なバイアスを持たされるというのである。

日本銀行法の改正問題が現在議論されているのも、日本銀行が中央銀行としてもっと独立性を確保することができるようにという意図からである。現在の日本銀行法は、太平洋戦争時に政府の日本銀行支配の意図のもとに作られたものであつて、中央銀行としての独立性は、最初から問題にされていない。そのような日本銀行法をそのままにしておくと、日本銀行が政府の意のままに操られ、赤字財政の尻拭いからインフレーションへの道を歩まなければならないというのが改正論者の言い分である。

このような議論に対して、理論的に反論することは容易であらう。政府は国民の代表であり、もし政府が誤ったことを行うとすれば、それは国民の誤りであり、もし政府が国民の意思とは異なる選択をした場合には、国民には選挙という対抗手段がある。しかし政府から独立な中央銀行が誤ったことを行った場合に

は、国民にはそのような形での対抗手段がないのである。

このような議論、一言でいえば、たとえそれが誤りであり、後に後悔を伴うことが明白であっても、国民がそれを望めば、そうする権利を保証することが必要であるという意見、すなわち「誤りを行う権利」の保証という議論は、それなりに大切な示唆を含んでいるといえよう。このことの重要性は、前の文章では、一番大事な点があいまいにされているという点からも軽視できない。それは、そこに含まれる「明白であっても」という言葉が「誰にとって」なのかという点である。

しかしながら、過去の事例を眺めてみたときに、中央銀行に関する議論は、このような立場に立つよりは、政府性悪説に立って議論する方が現実的であろうということは否定できない。政府は、と言うよりは人間は、簡単に苦痛を避ける方法があれば、それが後になってもっと大きな苦痛になって跳ね返ってくるのが分かっている、そのような方法をとるものであり、そのようなことをさせないためには、そのような行動を防ぐ仕組みを考えておく方が賢明であるということとは否定できない。

その意味では、中央銀行の独立性を確保しながら、中央銀行の使命についてははっきりとした目標を課することが必要となる。ところで、現在、学界、官界を問わず、そのような目標については、まったく議論の余地がないものと考えられている。すなわち中央銀行の使命とは、貨幣価値の安定であるという意見に異議がはさまれることはまず無いものと思われる。しかしながら拙稿(久保田 1992)において、そのように議論の余地のないものと考えられている中央銀行の目的が、「貨幣価値の安定」=「物価水準の安定」と取られるとき、大きな問題を生じさせることを示した。

その点を明らかにするためには、為替レートの変動の問題を取り上げるのがもっとも便利であろう。たとえば1980年代後半の日本のように、為替レートが大きく円高にふれ、輸入物価指数が極端な下落を示すとき、中央銀行が物価の安定を維持するためには、極端な金融緩和をせざるを得ない。現実には採

れたそのような政策がバブルを生み出したのであってみれば、はたしてそのような政策が適切なものであるかどうかは疑問である。

なお、付け加えるとすれば、このとき、指数を作る際の財・サービスのウエイトの相違から、卸売物価指数とGNPデフレーターは大きく乖離する。事実、このときにはGNPデフレーターは上昇気味で、卸売物価指数は顕著な下落を示していた。消費者物価指数はその中間的な動きをしていたが、そのような状況の下で、中央銀行が目標とする物価指数を一義的に決定することはむずかしい。<sup>注1</sup>

拙稿においては、そのような意味から、経済の安定的な運営のためには、物価の安定が必ずしも金融政策の目的にはならないことが明らかにされた。しかし、その議論の最後に、それにも関わらず、通貨当局が物価の変化をモニターしながら金融政策のスタンスを決定することに意味があることを示唆した。

本稿においては、一般的なモデルを設定して金融政策の効果を分析することによって、その点を明らかにする。均衡の安定性の議論から、金融政策のスタンスを決定するための指標としては物価をとった方が金融政策によって生じる経済の不安定性の可能性が小さくなることが結論づけられる。

この点を議論するには、まず目的(Object)と指標(Target)の区別を明らかにする必要があるが、ここでは最終的に達成する必要があるものを目的と呼び、そのような目的を達成するために、金融政策を向ける方向を示すものを指標と呼ぶ。このことは射撃を例に取れば一番理解しやすいであろう。動いている標的に弾を当てるためには、今、標的があるところにねらいを定めても当たらない。目的と指標の違いは、当てなければならぬ標的とその標的に当てるためにねらいをつける点との違いである。

しかし、金融政策の問題を考える際に目的と指標が食い違う理由を説明するには、自動車のバックがもっと適切な例となるかもしれない。ハンドルを切ってから方向が変わるまでにタイムラグがある場合には、ハンドルの切り方は現在動いている方向だけから決められるのではなく、予測を加味する必要

注1 一般に消費者物価指数がとられることが多いようであるが、その論拠は必ずしも明確ではない。

## T. Kubota, The Reappraisal of the Neutral Money Policy

がある。同じことが金融政策について言える。金融政策の効果にはタイムラグがあるので、まさに自動車のバックと同じく、現在の状況だけでなく、今後の動きの予測が加味されなければならない。物価の動きに注目することが、為替レートによって受ける影響の予測することになるということが、目的と指標の乖離の理由である。

以下まず第1節において、金融政策の目的として物価の安定が必ずしも望ましくないケースがあることが明らかにされ、もう1つの立場として、中立貨幣論が展開される。第2節においては金融政策の効果についてモデルが提示され、第3節において、そのモデルから、物価を指標とする金融政策の方が国内生産物価格を指標とする金融政策よりも、経済を安定化する可能性が大きいという結論を導き出す。第4節ではその原因が金融政策のラグにあることを示し、最適な金融政策のあり方について検討する。

### 1. 貨幣価値の安定と物価

貨幣価値の安定と物価水準の安定とは、一般にまったく同じ意味として使われている。事実、貨幣が何らかの形の本位制度をとっている場合はともかく、そうでなければ、物価水準の逆数として貨幣価値を測る以外に、貨幣価値を測る方法はない。<sup>注1</sup>

貨幣の価値は対内的には物価に、対外的には為替レートに示されると言われるが、為替レートは外国の通貨との交換比率であり、外国の通貨を絶対的な価値の尺度とすることに何らかの必然性があればともかく、そうでなければ、為替レートの変動を、自国の貨幣の価値の変動であると決定することはできず、結局、貨幣の価値は物価で示す以外にないことになる。その意味では、われわれは、価値の尺度に絶対の基準というもののない相対性の世界に生きている。物価水準が上がった場合、これは貨幣の価値が下がったのか、それとも財の価値が上がったのかと考えることは無意味であり、この2つを区別することは本質的に不可能である。

金本位制の時代には、異なった議論が可能であった。貨幣の価値の安定とは金で測った貨幣の価値の安定であり、それはすなわち金の貨幣価格の逆数に他ならない。金の貨幣価格が安定している場合、金とその他の財の相対価格の変化による物価水準の上昇は、貨幣価値の下落ではなく、財の価値の上昇と判定される。これは先の議論における外国の通貨を絶対的な価値尺度とする必然性がある場合に当たるであろう。

ただ、この場合でも、財の価値が上昇したのではなく、貨幣と金の価値が下落したのであると主張がなされた場合、そのどちらが正しいか議論することはそれを判定する絶対的な価値基準のない世界では無意味である。その意味では、金本位制のもとにおいて、貨幣の価値を金によって測っていたのは、金を絶対的な価値尺度と定義した上で議論をしているにすぎず、その定義の仕方にはそれだけの理由があるのはもちろんであるが、絶対的な必然性があるわけではない。

そのように考えれば、金本位制のもとにおいても、貨幣価値の安定とは、すなわち物価の安定であるとする議論は可能である。金本位制のもとで、兌換がなされている限り、金の貨幣価格はある幅以上には変動しないが、このような場合にも、物価の上昇は生じうる。貨幣の価値を物価水準で測るように定義すれば、この場合、貨幣の価値が下落したことになるが、そのような議論が、金の貨幣価格が一定であるという理由から貨幣価値は変わっていないという議論に比べて特に根拠が薄弱であるということはない。

しかし、それにもかかわらず、貨幣価値の安定と物価水準の安定を分けて考えることには、金融政策の視点からは、それなりの意義がある。それは現実の経済においては、物価水準の維持が必ずしも望ましくないケースがあり、しかもそのような場合、物価変動のもとでも、なお貨幣価値の安定を主張しうる可能性があるということである。<sup>注2</sup>

<sup>注1</sup> なお、現行の制度を紙幣本位制と呼ぶこともあるが、そのような用語は、本位制度という言葉の本来の意味からみれば許されないものとみるべきであろう。あえて本位制度という用語を使うならば、現行制度は無本位制度と呼ばねばなるまい。

<sup>注2</sup> 金融政策の目標に関する議論として、田中他(1981)はイギリスでの論争を歴史的に整理している。また拙稿(久保田 1992)を参照。そこでは、Thornton(1802)、Ricardo(1810)の論争から、Keynes(1923)とカンリフ報告(Gregory 1929)、Hayek(1933, 1935, 1939)、Mundell(1968)が取り上げられている。また物価に資産価格の問題を組み込むという提案が、Alchian and Klein(1973)の議論を参考に、重原(1990)によってなされている。

相対性理論の世界においても、通常のわれわれの地上の行動は、地球を絶対空間としてとらえて議論できる。それと同じように、金融政策を考えるのに都合のいいように、貨幣の価値の上昇と財の価値の下落を区別することができるような価値の尺度を設定することは不可能であろうか。

たとえば金本位制の場合を考えてみよう。先に述べたような金本位制のもとにおける物価上昇は、金の貨幣価格が維持されているという理由から、一般に貨幣価値の下落ではなく、財の価値の上昇と見なされるのであるが、その物価上昇がゴールド・ラッシュによってもたらされたものであった場合、この物価上昇が財の価値の上昇ではなく、金価値の下落だという議論に、それなりの説得性が生じよう。

同様に、たとえば不作に基づく農産物価格の上昇が物価上昇を生み出した場合、これを貨幣価値の下落と見て金融引締をするよりは、財の価値の上昇であって、貨幣価値の下落ではないととらえて、金融引締を避ける方が、このような事態に対する対応としては現実的であろう。

このように考えると、問題とすべきは価値の基準ではなく、どのような貨幣量が最適かという金融政策のあり方にあることがわかる。これまでの貨幣の問題に関するアプローチは、まず何らかの価値基準を決定することが先行した。そして貨幣の価値をそこで定義された価値基準と一定の関係に維持するのに必要十分な貨幣を最適な貨幣量と考えてきた。しかし、ここで逆のアプローチが可能なのではないであろうか。すなわち、まず最適な貨幣量を設定するのである。そして、その貨幣量が達成されているときに、貨幣の価値の安定が達成されていると見なす。そうすれば、そのときの貨幣が価値尺度となって、財の価値を測ることができる。

ここで、その最適な貨幣量の基準として、ハイエクの「中立貨幣」論を援用したい。すなわち、経済の活動に貨幣面から与える影響を最小にするような貨幣量を最適な貨幣量とするのである。その意味では、逆説的ではあるが、物価安定を主張する「安定貨幣」論は、決して貨幣価値の安定を意味するものではなく、「中立貨幣」こそ真の意味での貨幣価値の

安定を達成するものであると言うこともできる。

もちろん、この基準は、ハイエクが彼自身の「中立貨幣」論で述べているように、物価安定のような基準と比べれば、操作可能性という点で決定的な問題を抱えている。その意味では、このような金融政策論は実行可能ではなく、「安定貨幣」論に対する批判としての意味しかないということもできる。しかし、そのような反論に対しては、批判としての意味だけでも十分に存在意味があると答えることができよう。物価安定は必ずしも金融政策の目的としては適切ではない場合もあるという主張の重要性は、議論するまでもなく、非常に大きい。

物価の安定が金融政策の目的として適切でないケースの例として、日本の1980年代後半のバブルがあることは、すでに拙稿(久保田 1992)において明らかにした。金融政策の目的が物価安定に縛られているときに、不適切な金融政策がなされる可能性があることが明確に示されたのである。

その意味では、インフレーションという言葉の使い方には注意が必要である。インフレーションは貨幣の膨張を意味するが、現在では、物価上昇と同義に使われている。しかし、「中立貨幣」論に立つならば、インフレーションと物価上昇は同義ではない。貨幣が増発により最適より多く流通する場合をインフレーションと呼ぶことにすれば、インフレではない物価上昇が存在することになる。なお、この定義では、物価が上昇していないがインフレであるというケースも存在することになる。それはそれでよいと思うが、そのような用語法を不自然だと考えるならば、「貨幣が増発により最適より多く流通したために物価が上昇すること」と定義してもよいであろう。

このような立場からすれば、「インフレはいつでもどこでも貨幣的な現象である」という主張は、インフレが貨幣の増発という意味で使われておれば正しいが意味のない命題であり、物価上昇という意味で使われておれば、この命題は正しくない。

貨幣の最適発行量という問題は、貨幣が金から自由になって、いわば自由に増やすことができるようになったときに、いやでも直面せざるを得ない問題として現れた。しかし、貨幣量が金量によって制約される

## T. Kubota, The Reappraisal of the Neutral Money Policy

ことから表にはあまりでなかったが、実は金本位制のもとにおいても、その問題は存在していたのである。

たとえば、現在では、インフレーションは物価上昇と同義であると述べたが、金本位制のもとでは、インフレーションとは通貨の発行の増加による通貨価値の低下であり、それは金の貨幣価格の上昇をとまなう物価上昇を意味したのであるから、物価上昇には、インフレーションによるものと、そうでないものの2つがあることになる。そして兌換が維持されている金本位制のもとにおいてはインフレーションは存在しない。

しかし、では貨幣量をコントロールする必要がないのかと言えば、その点については、通貨論争をはじめとして多くの論争がおこなわれてきたところである。金融政策の論争において、銀行券の過剰発行の可能性についてのこの通貨論争は、非常に重要な論点を含んでおり、現在まで、この論争は形を変えて続けられていると理解されるべきである。

この点において、「インフレーション」といい、「過剰発行」というが、金本位制のもとでその用語の意味をどうとらえるかは非常に重要である。定義的にとらえれば、そのような問題は存在しないということになるが、金融政策の問題は明らかにならず、金融政策の問題を明らかにしようと思えば、定義を再検討しなければならなくなる。

定義の再検討とは、すなわち最適な貨幣量という概念の再検討である。そして、その議論は、現在の無本位制の時代にこそ重要な意味を持つてくる。すなわち金融政策はどのような目的を持つておこなうべきかという議論と直結するのである。

これまで述べてきたことから明らかなように、その目的は物価水準の安定と単純に理解することはできない。金融政策の目的は、物価水準の安定ではなく、貨幣面からの実物面への攪乱をもっとも少なくするように貨幣量を調整することであり、その意味で、安定貨幣から中立貨幣への転換が要求されるのである。

## 2. モデル

このような議論から、金融政策の目的は経済に対

して影響が中立的になるよう貨幣量を保つことであるという結論が得られる。しかしながら、そのことは、必ずしも金融政策を実施するに当たって物価を見る必要はないということにはならない。

単純なモデルでそのことを明らかにしよう。今、輸出入は最終財のみで、原材料の輸出入のないような経済を考える。その場合、物価は国内財と輸入財の加重平均となる。ここで国内財の価格、物価指数、為替レートをそれぞれ指標として金融政策を行う場合に、どのような結果が生じるか考えてみよう。

国内の財市場における需要は、次のようにあらわされる。

$$O^d = \gamma(O) + \psi(r) + \chi(\theta) - \theta \mu(\theta, O) \quad (1)$$

ただし、 $O^d$  = 財市場需要、 $O$  = 実質国民総生産

$\gamma$  = 実質消費、 $c$  = 限界消費性向(=  $d\gamma/dO > 0$ )

$\psi$  = 実質投資、 $\iota = d\psi/dr < 0$

$\chi$  = 実質輸出、 $\mu$  = 実質輸入、

$m$  = 限界輸入性向( $d\mu/dO > 0$ )

$B_e = d\chi/d\theta - d\mu/d\theta - \mu d\theta > 0$

$r$  = 実質利子率(=  $i - \rho$ )、

$i$  = 名目利子率、 $\rho$  = 物価上昇率(=  $dP/P$ )、

$P$  = 物価水準(=  $\beta p + (1 - \beta)p^*$ )、

$p$  = 自国財物価水準、

$\beta$  = 総需要量に占める国内財の比率、

$\theta$  = 交易条件の逆数(=  $ep^*/p$ )、

$e$  = 邦貨建為替レート

アスタリスクは外国の変数を表す。

ここで、財市場における需給の不一致が、生産量の変化と財価格の変化を生み出すと想定する。すなわち、需要超過の場合には生産量が増大傾向を示す。

$$dO = h_1(O^d - O) \quad (2)$$

ただし、 $h$  ( $> 0$ ) は調整係数(以下同じ)。

ここで、完全雇用を賃金、およびその結果として物価が変動しないような雇用水準と定義し、そのときの生産量を完全雇用水準の生産量と呼ぶことにする。生

産量がその水準を超えれば、賃金が上昇を始め、その結果として国内財価格が上昇する。

$$dp = h_2(O - O^F) \quad (3)$$

ただし、サフィックスFは完全雇用を表す。

貨幣市場の均衡は次式で表される。

$$L^s = L^d(Y, i) \quad (4)$$

ただし、Y=名目国民総生産(=pO)、

L=貨幣量、

サフィックスs, dはそれぞれ供給と需要を表す。

$$L_Y = dL^d/dY > 0, L_i = dL^d/di < 0$$

両国の債券は不完全代替であると仮定し、為替レートは両国の利子率だけでなく、両国の物価上昇率予想にも影響されると考えよう。同時に、予想物価上昇率が現実の物価上昇率とほぼ変わらないものとするれば、為替レートは両国の実質利子率の差の関数で示される。

$$e = e(r - r^*) \quad (5)$$

ただし、 $e_r = de/dr < 0$

このようなモデルのもとにおいて、貨幣量をどう決定するかという形で設定される金融政策のあり方として、3つの形が可能であろう。すなわち、物価水準の安定、国内財物価の安定、為替レートの安定の3つである。

ただ、現在の金融政策は、その水準の安定を追求しているわけではなく、変化率ゼロを目標としている。ここでもその形で設定するならば、何らかの外生変数が変化した場合の比較静学の結果は、物価水準がどこに落ち着くか不明という結論が容易に出てくる。もちろん、そのときの貨幣量と物価の関係、輸入財と国内財の相対価格などは一義的に決定されるが、絶対価格がどうなるかは通常の分析手法では分析できない。

もちろん、(3)式から、新しい均衡水準では国民総生産水準が不変であることは明らかであり、(2)式か

ら、財市場の需要がその水準に調整されることが分かるので、このようなモデルにおける比較静学は、あまり重要な意味を持たない。この点についてはこれ以上言及せず、動学分析に話を進めて、均衡の安定性に議論を移そう。

### 3. 金融政策の指標と安定性

金融政策の指標として、国内財物価水準、物価水準、為替レート3つを採用した場合のモデルを設定し、そのようなモデルの均衡の安定条件を分析してみよう。

まず国内財物価水準を指標にして貨幣量を変更する場合、そのような金融政策は次式で表される。

$$dL^s = -h_3(dp/p) \quad (6)$$

この体系の特性方程式は次式のようになる。

$$\Omega_1 \lambda^2 + \Omega_2 \lambda + \Omega_3 = 0 \quad (7)$$

ただし、 $\Omega_1 = L_i < 0$

$$\Omega_2 = h_1 h_2 L_i B_e e_r + h_1 L_Y B_e e_r + h_1 (1 - c + m) L_i$$

$$+ h_1 \epsilon L_Y + h_1 h_2 \epsilon L_i$$

$$\Omega_3 = h_1 h_2 B_e e_r (h_3 + O L_Y) < 0$$

この体系が安定であるかどうかは、一次の項の係数の正負にかかっているが、この項が負と確定しないのは、 $h_1 h_2 L_i B_e e_r$ と、 $h_1 h_2 \epsilon L_i$ が正だからである。その意味では、 $h_2$ が十分に小さければ、すなわち国内物価水準が雇用状況にあまり感応的でなければ安定であることがわかる。

では、物価水準を指標にして金融政策をおこなえば、安定条件はどう変わるであろうか。金融政策をあらわす式は、

$$dL^s = -h_4(dP/P) \quad (8)$$

であるから、この体系の特性方程式は次式のようになる。

## T. Kubota, The Reappraisal of the Neutral Money Policy

$$\Omega_4 \lambda^2 + \Omega_5 \lambda + \Omega_6 = 0 \quad (9)$$

$$\text{ただし、}\Omega_4 = h_4 e_r (1 - \beta) + L_i < 0$$

$$\begin{aligned} \Omega_5 = & h_1 h_2 L_i B_e e_r + h_1 L_Y B_e e_r \\ & + h_1 (1 - c + m) L_i \\ & + h_1 \iota L_Y + h_1 h_2 \iota L_i \\ & + h_1 h_4 e_r (1 - \beta) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Omega_6 = & h_1 h_2 B_e e_r (h_4 \beta + OL_Y) + h_1 h_2 L_i B_e \\ & + h_1 h_2 \iota (h_4 \beta + OL_Y) \\ & + h_1 h_2 h_4 B_e e_r (1 - \beta) < 0 \end{aligned}$$

この特性方程式から明らかなように、体系の安定はやはり一次の項の係数に依存するが、その係数は、先の(7)式とほぼ同じであり、ただ最後の項がつけ加わっているだけである。この項は負であるから、安定条件は(7)式の場合よりも緩いことになる。

最後に為替レートを指標に金融政策をおこなう場合はどうであろうか。金融政策をあらわす式は次式のようになる。

$$dL^s = -h_5 (e - e^T) \quad (8)$$

ただし、サフィックス $T$ は目標値をあらわす。

この体系の安定条件をそのまま計算しようとするとは非常に複雑な形となるので、(2)式の反応係数 $h_2$ を無限大とにおいて、財市場におけるタイムラグをないものと仮定しよう。その場合の特性方程式は次式のようになる。

$$\Omega_7 \lambda^2 + \Omega_8 \lambda + \Omega_9 = 0 \quad (9)$$

$$\text{ただし、}\Omega_7 = h_2 \iota L_i + h_2 L_i B_e e_r + (1 - c + m) L_i \\ + L_Y B_e e_r + \iota L_Y$$

$$\begin{aligned} \Omega_8 = & h_2 L_i B_e + h_2 B_e e_r OL_Y \\ & + h_2 \iota OL_Y + h_5 (1 - c + m) e_r < 0 \end{aligned}$$

$$\Omega_9 = h_2 h_5 B_e e_r < 0$$

この式の安定性は、今度は2次の項の係数の正負に依存することが分かる。しかしながら、その係数を見てみると、実は安定条件が国内物価水準を指標にとった場合と全く同一であることが分かる。すなわ

ち、安定性という観点からは、この2つの金融政策は同じであると考えることができる。

## 4. 金融政策の指標と目標

すでに述べたように、「安定貨幣」論の立場に立つと、1980年代後半の日本において、輸入物価の下落による物価下落期においては、物価を安定させるために金融をゆるめるのではなく、物価の下落を放置する政策がとられることとなる。物価を安定させるためには国内財の価格を上げなければならず、それは国内経済に不必要な攪乱を与える。国内産業に与える影響をできる限り少なくするような形で政策を行うためには、輸入原材料の下落を考えれば、国内財の価格の下落すら視野にすえる必要がある。

ところが金融政策の目的という議論ではそれでよいが、現実の政策を行うための指標という側面から議論すると、この結論にある程度の留保が必要になる。なぜならよく知られているように、金融政策は、その必要が認識され、実施されてから、その効果が生じるまでにラグがあるからである。

輸入物価の下落は当然のことながら輸入の増加を生み、国内財に対する需要の減退を生じさせる。その結果は、国内経済活動水準の低下であり、そのような影響を弱めるには緩和政策が必要となる。その意味では、その後が生じてくるであろう不景気に対処するために早めに金融緩和をおこなって行くことは、金融政策におけるラグを考えれば、有効な手段であることは確かである。

為替レートの変動による物価水準の変化に対応することは、物価水準の安定を目的にするからではなく、将来おこるであろう景気後退を先取りして対策を講じるところにその根拠がある。

## おわりに

本稿において、金融政策を考える場合、目的(Object)と指標(Target)をわけて議論する必要があることを明らかにした。そして、金融政策の目的は貨幣価値の安定であり、それは必ずしも物価の安定を意味せず、ハイエックの言う「中立貨幣」政策こそ重要であること、しかしながら金融政策の指標として

は、やはり物価を使うことに理由があることを示した。

もちろん、物価水準のデータは、かなり時間がたたなければ出てこないものであるから、金融政策の2段階アプローチの議論におけるような「中間目標」としては不適切なものであり、その意味ではここでの結論は現実の政策決定における実用性はあまりない。しかしながら、金融政策の実施にあたって、現在考えられているような政策手法の問題点を明らかにするという点で、このような議論の意味は非常に大きいと考えられる。

### 【参考文献】

- Alchian, A.A., and B. Klein(1973), "On a Correct Measure of Inflation," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.5, No.1, Part 1, 173-191, February.
- Committee on Currency and Foreign Exchange after the War (1918), *First Interim Report*, H.M.S.O.(rpt. in Gregory 1929).
- Committee on Currency and Foreign Exchange after the War (1919), *Final Report*, H.M.S.O.(rpt. in Gregory 1929).
- Gregory, T.E.(1929), *Select Statues, Documents and Reports Relating to British Banking 1832-1929*, in 2 vols. London.
- Hayek, F.A.(1929), *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, Wien, Translated by N. Kaldor and H.M. Croom, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, London, 1933. (古賀勝次郎訳『貨幣理論と景気循環』、『ハイエク全集』第1巻所収、春秋社、1988年。)
- Hayek, F.A.(1933), "Über 'Neutrales Geld'" *Zeitschrift für National-ökonomie*, vol.4, pp.659-61, translated as "On 'Neutral Money'," in R. McCloughry(ed.), *Money, Capital and Fluctuations*, Routledge and Kegan Paul, 1984.
- Hayek, F.A.(1935), *Prices and Production*, 2nd ed., London. (谷口洋志他訳『価格と生産』、『ハイエク全集』第1巻所収、春秋社、1988年。)
- Hayek, F.A.(1939), *Profits, Interest and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, London. (加藤寛他訳『利潤、利子および投資』、『ハイエク全集』第2巻所収、春秋社、1989年。)
- Keynes, J.M.(1923), *A Tract on Monetary Reform*, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol.4, Macmillan, 1971. (中内恒夫訳『貨幣改革論』、『ケインズ全集』第4巻所収、東洋経済新報社、1978年。)
- Keynes, J.M.(1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol.7, Macmillan, 1973. (塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』、『ケインズ全集』第7巻所収、東洋経済新報社、1983年。)
- 久保田哲夫(1988a)『為替レートと金融政策』日本評論社。
- 久保田哲夫(1989b)『国際金融論入門』昭和堂。
- 久保田哲夫(1992)「安定貨幣・中立貨幣論争のもう一つの視点」『経済学論究』第45巻第4号、1月。
- Mundell, R.A.(1968), *International Economics*, Macmillan. (渡辺太郎他訳『国際経済学』ダイヤモンド社、1971年。)
- 日本銀行(1990)「わが国における近年の地価上昇の背景と影響について」『調査月報』(日本銀行)、第41巻第4号、4月。
- Ricardo, D.(1810), *The Works and Correspondence of David Ricardo*, Vol.3, ed., P. Sraffa, Cambridge U.P., 1951. (末永茂喜監訳『リカード全集』第3巻、雄松堂書店、1969年。)
- 重原久美春(1990)「資産価格の変動とインフレーションについて」『金融研究』第9巻第2号、7月。
- 田中金司・内橋吉朗・山崎蒼雄(1981)『公定歩合政策の生成と発展』清明会新書。
- Thornton, H.(1802), *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, ed. by F.A.v. Hayek, London, 1939. (rpt., A.M. Kelly, 1978, 渡辺佐平・杉本俊朗訳『ソーントン紙券信用論』実業之日本社、1948年。)