

日本金融經濟論

鈴木淑夫 著

東洋經濟新報社

著者紹介

鈴木淑夫

経済学博士(東京大学, 昭和51年)

昭和6年 東京生まれ。30年 東京大学経済学部経済学科卒業, 直ちに日本銀行入行。42年 同行ロンドン駐在。48年 東京大学経済学部非常勤講師(兼務)。49年 同行調査局特別調査課長。51年 同内国調査課長。52年 同行松本支店長。53年 信州大学経済学部非常勤講師(兼務)。56年 同行金融研究局次長。
現在 日本銀行金融研究所副所長。

著書

『経済成長と物価問題』(共著, 春秋社, 昭和37年), 『日本の通貨と物価』(東洋経済新報社, 39年), 『金融政策の効果——銀行行動の理論と計測』(第10回日経経済図書文化賞受賞, 同社, 41年), 『現代日本金融論』(第15回エコノミスト賞受賞, 同社, 49年), 『生涯設計計画』(共著, 日本経済新聞社, 50年), 『金融』(日経文庫, 55年), 『*Money and Banking in Contemporary Japan*』(エール大学出版会, 1980年), 『日本経済と金融』(東洋経済新報社, 昭和56年)ほか。

現住所 東京都杉並区上高井戸2-5-8

日本金融経済論

定価 3500 円

昭和58年3月31日 発行

著者 鈴木淑夫

発行者 高柳 弘

発行所 東京都中央区日本橋本石町1の4 東洋経済新報社

郵便番号 103 電話03(270)4111(大代表) 振替口座東京3-6518

© 1983 (換印省略) 落丁・乱丁本はお取替いたします。
Printed in Japan

3033-3722-5214

通貨を台なしにすることほど社会の基盤を覆す精妙，確実な手段は存在しない。この過程は，経済法則の一切の隠れた力を破壊の側に作用させ，しかもそれを百万人中の誰一人として予知できないような仕方でやってのけるのだ。—— J. M. ケインズ『平和の経済的帰結』より。

は し が き

日本経済は、昭和40年代後半を境に、大きく変わりつつある。それは、戦後史におけ高度成長期から低成長期への移行であり、また明治以来の西欧追従型近代化を辿る後進国、中進国から、海図なき先進国への転進である。この変革期は、世界史的にも大きな転換の時期である。ドルを基軸通貨とするブレトン・ウッズ体制が崩壊し、同時に資源使い捨ての南北跛行的発展期が終わった。その後に訪れたのが、フロート下の厳しいスタグフレーションである。

この事態に直面し、伝統的経済学は動揺した。戦後マクロ経済学の潮流は、成長と福祉を重視するポスト・ケインジアンに支配されてきた。その帰結が、大インフレと高失業の同時発生である。変動為替相場制が国際不均衡を解決するというナイーブな考え方も、為替レートの乱高下によって裏切られた。マクロ経済学は混迷に陥り、その中からいま、新しい摸索が始まっている。

この新たに胎動し始めた経済学に共通する一つの特色は、「マネー」、「期待」、および「供給サイド」の見直しである。本書は、この新しく発展し始めたマクロ経済学が、激動期の現代日本経済をどの程度説明できるかを、理論的、実証的に考えようとするものである。全体は、大きく分けて三つの部分から構成されている。

第Ⅰ部は、現代のインフレーションをマクロ経済学の潮流との関連で論じたもので、いわば本書全体の序論に当たる。この部分は二つの章からなり、第1章では、1960年代以降の世界的インフレーションを分析し、ポスト・ケインジアン経済学との関連を考える。第2章では、その間に日本のインフレーションがどのように進展し、国内の代表的経済学者達がそれをどのように論じてき

たかをサーベイする。

第Ⅱ部は、1970年代以降に力を得てきた新しいマクロ経済学が、現代日本経済をどこまで説明しきれるかを検討したもので、いわば本書の中核をなす。まず第3章では、「マネー」が経済主体の支出活動にどの程度影響を与えているかを、さまざまな検証方法で吟味する。次に第4章では、その名目総支出が、物価と生産にどのように分かれるかを理論的、実証的に分析する。その際、「期待」の果たす役割、とくに「供給サイド」への影響に十分な注意が払われる。その上で、日本における通貨の物価と景気に対する効果を最終的に評価する。第5章では、為替相場の決定理論が円相場の経験則を踏まえて実証的に検討される。ここでも、金融資産残高と「期待」に十分な注意を払う新しい為替理論がクローズ・アップされる。第6章では、日本の「マネー」サプライ重視政策を、主要国のそれと対比しながら整理する。これは、第3～5章で検討した物価、景気、為替相場に対する通貨供給の効果を前提としており、いわば第Ⅱ部全体の分析結果から導かれる政策的インプリケーションである。

最後に第Ⅲ部では、通貨、信用を供給する金融システムそのものを採り上げる。日本の金融システムもまたいま大きな変革期にあるが、それが日本経済全体とどのように関わっているかを考えようとするものである。まず第7章では、高度成長期の金融を支配してきた人為的低金利政策の功罪を問い直し、金利規制の限界、金利自由化の歴史的必然を論ずる。第8章では、その新しい流れを金融革新の視点からとらえ、金融政策の有効性との関係を検討する。

以上が本書の構成であるが、その中で明らかにされる著者の判断のうち重要なポイントを要約すれば、以下の通りである。日本経済は、賃金、価格の伸縮性が高いので、ほぼ自然失業率仮説の世界に近いと考えてよい。そこにおけるインフレ期待の形成には、強い意味の合理的期待仮説を適用することはできない。しかし、単純な適合的期待でもなく、通貨供給が直接インフレ期待に響くという程度の弱い意味で合理的期待形成の側面をもつ、通貨供給に関する著者の政策的立場は、ポスト・ケインジアン「裁量的微調整」と、マネタリストの「 $x\%$ ルール」の双方を否定するものである。それはグラデュアルな調整の

余地を残しているという意味で「裁量」的であり、予測値公表の形で政策情報を提供すべしという点で「ルール」的である。いわば両者の「折衷的グラジュアリズム」とでも言えようか。将来を展望すると、金融革新の進展につれて通貨を含む各種金融資産の変質と資産選好の変化が進むので、通貨供給政策の現状に安住する態度は許されない。常に変化を先取りし、金融システムと金融政策の在り方を前向きに検討することが大切である。

このような本書の考え方は、著者が日本銀行の金融研究所（前金融研究局、元特別研究室）に籍を置き、学界の先生方や行内の若いエコノミスト達の研究成果を学び、また討論を交わす過程で培われた。事実、本書のかかなりの部分は「展望（survey）論文」の色彩を帯びている。しかし、ここに述べられた見解は、あくまでも著者個人のものであり、日本銀行や金融研究所の見解ではない。文中、「日本銀行は（が、の、……）」とあるのは、すべて日本銀行の政策行動や政策思想に関する著者の個人的解釈である。批判があるとするればすべて著者個人に向けられたい。

本書執筆の過程で、館龍一郎、小宮隆太郎、浜田宏一の先生方と折に触れて討議の機会を持ちえたことは、大変有益であった。また日本銀行の若手エコノミスト、とくに黒田巖、黒田晁生、白川方明、折谷吉治、瀬尾純一郎、深尾光洋、大久保隆の諸氏の研究が手許になれば、本書執筆の動機は失われたろう。更に黒田晁生氏は第4章、深尾光洋氏は第5章の原稿に目を通し、詳細なコメントを加えてくれた。以上の先生方と後輩エコノミストの諸氏に対し、この場を借りて深く敬意と謝意を表したい。

最後に、本書出版に際して示された東洋経済新報社渡辺昭彦氏のいつに変わらぬご好意に対し、心からお礼を申し上げる。

1983年2月14日 フロート制移行10周年記念日に

東京・上高井戸の書齋で

鈴木 淑 夫

資料費などの高騰により、定価を改定する場合があります。ご了承ください。

現代日本金融論

第15回エコノ
ミスト賞受賞

鈴木淑夫著

A 5 判
四五六頁
三五〇〇円

金融政策の効果

——銀行行動の理論と計測——
第10回日経経済
図書文化賞受賞

鈴木淑夫著

A 5 判
三一二頁
二三〇〇円

日本の金融政策

——金融メカニズムの実証分析——
第23回日経経済
図書文化賞受賞

堀内昭義著

A 5 判
三一二頁
三八〇〇円

日本経済と金融

——その転換と適応——

鈴木淑夫著

四六 判
二九八頁
一七〇〇円

日本の金利構造

——国債利回りの理論と実証——
第25回日経経済
図書文化賞受賞

黒田晃生著

A 5 判
三一二頁
四〇〇〇円

日本経済の金融的側面を歴史、制度、政策にわたり分析し、日本金融の実態と特質を体系だてて叙述。インフレ、高金利等転換期にある日本経済の中で新たな金融政策の課題を探る。金融政策の波及効果を精密な計量モデルにより分析し、中央銀行・市中銀行・企業の三者の行動様式と相互連関を解明して、日本の金融政策に対する実質的提言を行なった力作。

日本銀行が執る金融政策は、金融市場、経済全体にどのような影響を与えるのか、その政策の仕組みを実証的に分析。従来の金融政策の定説に新たな波紋を投げかける画期的な書。

わが国の代表的な金融エコノミストが高度成長から安定成長への歴史的転換と適応の本質を分析し、これからの金融・財政・経済の展開方向を新しい理論を駆使して大胆に示唆。

従来の金利構造論が様々な規制金利相互の關係についての規範的な体系論であったのに対し、本書は自由市場で決定される自由金利の決定メカニズムを実証的に分析・解明する。

目 次

は し が き

第Ⅰ部 現代インフレーションと経済学

第1章 世界的広がりをもつインフレーション	5
1 問題の所在——何故世界中でインフレが悪性化したのか.....	5
1.1 1972年迄のクリーピング・インフレーション	5
1.2 1973年以降のインフレ加速と失業増大	7
2 ブレトン・ウッズ体制下の世界インフレーション.....	10
2.1 世界的規模の需給逼迫	10
2.2 過剰な国際流動性の形成	12
2.3 米国の国際収支悪化とブレトン・ウッズ体制の欠陥	15
2.4 インフレーションの世界的拡散	16
2.5 成長、雇用最優先の政策姿勢	17
2.6 ケインジアン経済学の影響	19
3 変動為替相場制下の世界インフレーション.....	21
3.1 ケインジアン経済学の破綻	21
3.2 インフレ加速と失業増加の併存	26

3.3	サプライ・ショックとインフレーション	28
3.4	賃金、生産性、石油節約と経済パフォーマンスの違い	31
3.5	マネタリー・コントロールとホームメイド・インフレ	34
第2章 戦後日本の物価論争		39
1	概観——戦後日本のインフレーション	39
2	高度成長期のインフレ学説	42
2.1	消費者物価と卸売物価の大幅乖離	42
2.2	インフレ学説の争点	44
2.2.1	マル経コスト・プッシュ派	44
2.2.2	近経コスト・プッシュ派	45
2.2.3	日銀ディマンド・ブル派	47
3	インフレ学説の新局面	50
3.1	通貨変動の先行性の指摘	50
3.2	国際収支の黒字と物価上昇の同時発生	52
3.3	輸入インフレ論と不胎化政策	54
3.4	大インフレーションと下村説	57
3.5	輸入インフレか国産インフレか	59
3.6	マネー・ダズ・マター	61
第Ⅱ部 日本の通貨と物価、景気、および円相場		
第3章 通貨供給の総支出に対する影響		69
1	マネーサプライは総支出の「原因」か「結果」か	69
1.1	高度成長期のマネー軽視	69
1.1.1	ケインズ垂流のマネー軽視	69
1.1.2	マネー軽視のインフレ的帰結	71
1.2	通貨供給と総支出の因果関係	74
1.2.1	時差相関係数による先行・遅行関係の検証	74
1.2.2	シムズ・テストによる因果関係の検証	77
1.2.3	パワー寄与率による因果関係の検証	80

2	総支出をめぐるケインジアン対マネタリストの対立	84
2.1	所得乗数か貨幣乗数か	84
2.2	総支出関数の計測によるクラウディング・アウトの検証	85
第4章	通貨供給の物価と景気に対する総合的效果	91
1	物価上昇を許容すれば生産は増えるか	91
1.1	物価上昇と生産増加が併存する世界	91
1.2	需要増加がすべて物価上昇に向かう世界	94
2	インフレ率と生産の循環的変動	96
2.1	自然失業率仮説によるインフレーションとスタグフレーションの説明	96
2.2	自然失業率仮説の検証	100
2.3	自然失業率仮説と日本経済	104
3	通貨供給の総供給に対する影響	107
3.1	ルーカス型総供給関数と合理的期待	107
3.2	マクロ合理的期待仮説と通貨供給	109
3.3	予想インフレ率形成の実態	111
3.4	マクロ合理的期待仮説の検証	114
4	通貨供給の物価と景気に対する影響	117
4.1	貨幣論的景気循環論	117
4.2	3変数時系列モデルによる検証	119
第5章	通貨供給と円相場	125
1	変動為替相場制の経験と理論	125
1.1	フロート制移行後の金融政策の独立性	125
1.2	フロート制移行後の新しい問題点	129
1.3	為替理論の新たな発展	131
1.3.1	フロー・アプローチからアセット・アプローチへ	131
1.3.2	マネタリー・アプローチからポートフォリオ・バランス・アプローチへ	133
1.3.3	為替相場が購買力平価から乖離する理由	135

2	円相場変動の実証分析	138
2.1	短期の乱高下と市場介入	138
2.2	中期的な円相場の水準と変動	142
2.2.1	マネタリー・アプローチ	142
2.2.2	ポートフォリオ・バランス・アプローチ	145
3	マネーサプライと為替相場	148
第6章 マネーサプライ重視政策		153
1	中間目標の選定とターゲティング	153
1.1	金融政策の目標	153
1.1.1	最終的な政策目標	153
1.1.2	中間的な運営目標	155
1.2	中間目標は金利から通貨へ	157
1.2.1	欧米の場合	157
1.2.2	日本の場合	159
1.3	ターゲティングの在り方	161
1.3.1	通貨指標の選択	161
1.3.2	目標実現の期間	164
1.3.3	目標値の決め方と公表の是非	167
1.3.3.1	欧米の場合	167
1.3.3.2	日本の場合	169
2	通貨のコントローラビリティと操作変数	173
2.1	操作変数の選択	173
2.2	日本の操作変数とマネーサプライのコントローラビリティ	175
2.2.1	操作変数としてのインターバンク金利	175
2.2.2	インターバンク金利のマネーサプライへの影響	177

第Ⅲ部 金融革新と日本経済

第7章 人為的低金利政策の功罪と金融システムの展開方向

1	高度成長と人為的低金利政策	184
---	---------------	-----

1.1	輸出・投資最優先の経済戦略	184
1.2	金利体系の二重構造	185
1.2.1	規制金利と自由金利	185
1.2.2	金融コスト引下げの限界	188
1.2.3	民間金融仲介機関の過保護	189
2	存立基盤を失った人為的低金利政策	191
2.1	輸出・投資主導型高度成長の終焉	191
2.2	新しい歴史的条件	194
2.2.1	成長減速の金融的側面	195
2.2.2	金融国際化の要請	197
3	新しい金融システムを求めて	200
3.1	金融社会化の危機	200
3.2	民間金融仲介機関の経営圧迫	203
3.2.1	シ団引受国債の圧迫	203
3.2.2	規制金利体系の圧迫	205
3.3	新しい直接金融と間接金融の調和	210
第8章	金利自由化，金融革新および金融政策の有効性	215
1	金融システムと政策効果の波及経路	216
1.1	金融資産の種類	216
1.2	直接金融の世界	219
	—— $IS = LM$ モデル——	
1.3	間接金融の世界	222
	——高度成長期の日本——	
1.3.1	高度成長期の金融システム	222
1.3.2	間接金融のみのモデル	223
1.4	直間金融混在の世界	226
	——現代日本のシステム——	
2	規制か金利機能か	230
2.1	規制に依存する金融政策	230
2.1.1	金融仲介閉塞のメカニズム	230
2.1.2	銀行信用の重視と弾力性ベシミズム	232

2.2	金利機能を活用する金融政策	233
2.2.1	金融資産重視と弾力性オプティミズム	233
2.2.2	金融仲介閉塞のデメリット	235
3	金融革新と金融政策の有効性.....	236
3.1	金融革新の進行	236
3.1.1	金融革新の原因	236
3.1.2	決済a/cの節約	237
3.1.3	市場金利付投資a/c安全資産の登場	239
3.1.4	支払準備制度と窓口指導の回避	240
3.2	将来の金融システム	241
3.2.1	現金の節約と存続	242
3.2.2	預金通貨残高消滅の可能性	243
3.2.3	投資a/cの将来	244
3.3	金融革新と金融政策	246
参 考 文 献*		249
事 項 索 引.....		259
人 名 索 引.....		266

* 本書において〔 〕で示されるナンバーは、すべて巻末参考文献のナンバーを指す。

表 目 次

I. 1	OECD加盟諸国のインフレ率（消費者物価）……………	6	II. 2	マネーサプライの「見通し」と実績……………	160
I. 2	自由諸国の国際流動性……………	12	II. 3	日本と米国におけるマネーサプライ伸び率の振れ……………	166
I. 3	日本，米国，西独の物価，生産性，所得の比較……………	32	III. 1	限界能力資本係数の推移……………	193
I. 4	昭和40年代の輸入インフレ関連指標……………	54	III. 2	公的金融仲介の肥大化……………	201
I. 5	わが国のインフレ率，GNPとマネーサプライ残高の伸び率，および為替相場……………	62	III. 3	金融資産の種類……………	217
II. 1	マネーサプライ，名目総支出，および財政支出に関するシムズ・テストのF値……………	79	III. 4	直接金融モデルのマネー・フロー勘定(ストック表)……………	220
			III. 5	間接金融モデルのマネー・フロー勘定(ストック表)……………	224
			III. 6	直間金融混在モデルのマネー・フロー勘定(ストック表)……………	228

図 目 次

I. 1	世界的な需給ギャップの推移……………	11	II. 1	わが国のマネーサプライと金利の関係（2変数時系列モデルによる条件付予測）……………	73
I. 2	主要8カ国のフィリップス曲線（1960～81）……………	22	II. 2	マネーサプライと各目総支出の時差相関係数……………	76
I. 3	日本，米国，西独のマネーサプライ増加率比較……………	35	II. 3	パワー寄与率によるマネーサプライと名目総支出の因果関係分析……………	82
I. 4	日本，米国，西独のGNPデフレーターによるインフレ率比較……………	37			

Ⅱ. 4	パワー寄与率による金利と総支出の 因果関係分析.....83	100)..... 127
Ⅱ. 5	総支出関数のラグ・パターン.....88	Ⅱ. 14
Ⅱ. 6	総需要曲線と総供給曲線 (その1)92	主要国通貨の対ドル実質為替レートの 推移..... 129
Ⅱ. 7	総需要曲線と総供給曲線 (その2)96	Ⅱ. 15
Ⅱ. 8	期待で拡張されたフィリップス曲線99	マネタリー・アプローチによる円相 場の変動要因分析..... 144
Ⅱ. 9	パワー寄与率による実質所得と物価 の因果関係分析..... 102	Ⅱ. 16
Ⅱ. 10	マネーサプライ増加(または減少)の 物価と生産に対する代替的な政策効 果..... 120	ポートフォリオ・バランス・アプロ ーチによる円相場の変動要因..... 147
Ⅱ. 11	マネーサプライと物価および生産の 関係 (時系列モデルによる条件付予 測) 121	Ⅱ. 17
Ⅱ. 12	1970年代のマネーサプライ, 物価, および生産のシミュレーション... 122	実質 GNP 成長率および構成要素別 寄与度 (半年(年度)ベース, 季調済 み前期比年率) 172
Ⅱ. 13	主要国の物価水準の推移 (1973=	Ⅱ. 18
		インターバンク金利およびマネタリ ー・ベースとマネーサプライとのパ ワー寄与率 (1963. Ⅱ ~81. Ⅳ)..... 178
		Ⅲ. 1
		金利体系の二重構造(57年6月)... 186
		Ⅲ. 2
		人為的低金利政策の基盤喪失..... 194
		Ⅲ. 3
		部門別資金過不足の推移..... 196
		Ⅲ. 4
		既発国債市場利回りと規制金利の利 回り曲線 (54年3月(緩和期)と55年 3月(引締め期)) 208

第 I 部

現代インフレーションと経済学