

合理的期待形成と金融政策の有効性

A Formation of Rational Expectation and the Effectiveness of Monetary Policy

岸 野 文 雄

Fumio KISHINO

1. はじめに

マクロ経済において金融政策の効果は十分ではないにしても、その役割は広く支持されている。金融政策の効果が意図するように働かない原因としてはさまざまなものがある。たとえば、金融当局が操作しうる金融変数と最終目標としての実物変数の波及経路の関係、政策効果のラグの問題、中央銀行の行政による介入の問題、さらには国際的な経済環境の影響等、実際問題として金融政策の効果を削減するような要因は極めて多い。

また、中央銀行の金融政策に期待される役割もさまざまであり、それぞれが競合しあう可能性もある。金融当局としては物価の安定を第一義としながらも金融システムの安定も要求される。景気の安定を意図しつつ、民間経済主体の資金需要に内生的に応じなければならぬ。また、経済大国としての金融政策としては、通貨価値の安定のため国際協調の要請も存在する。そのため、これらの問題はマクロ経済を考える場合の基本的な課題として、これまでさまざまな角度から研究が行われてきた。

ところで、わが国をはじめ先進主要国の金融政策において行われている景気安定化政策

としての裁量的金融政策はどの程度の有効性と限界をもつものであろうか。わが国でも通常における金融政策の舵取りは極めて有効に機能しているといえる。しかし金融政策がほとんど機能しないような歴史的時期もいくつか見られる。

こうした特異な時期の金融政策を少々掘り下げて観察すると、明らかな金融政策上の判断のミスとして指摘される事態とともに、マクロ経済における期待の変化と投機的大幅な動きが見られる。経済主体の期待の形成や錯覚にもとづく異常な投機の行動は経済に大きな影響を及ぼし、通常金融政策を無効にしてきた。

この小論では、マクロ経済における期待の形成と投機的行動を金融政策の有効性との関係から検討を行なっている。現在のマクロ経済理論では期待に関する理論仮説として「合理的期待仮説」が広く議論されているが、金融政策の有効性との関係ではどのような意味を持つかを論じてみた。「期待」の経済に及ぼす影響の理論的な解明は未だ完成されていないが、マクロ経済の動向を捉えるにあたっては最も基礎的な要因の一つとあってよいであろう。

2. 期待の形成と錯覚

家計や企業といった経済主体はもちろん、マクロ経済政策の一端を担う中央銀行の金融政策において、将来に対して的確に予想を立てることは重要なことである。しかし、予想の重要性にもかかわらず、その作業は極めて困難であることも事実である。

1980年代後半から起こった日本経済におけるバブルの生成とその崩壊過程は、ある種の心理的な要因によって左右された期待および投機によって発生した「バブル現象」として捉えられている。このバブルの崩壊に伴う経済現象は、実体経済にも深刻な影響を及ぼし、日本経済はその後長い低迷をつづけている。このようなバブル現象はひとり中央銀行だけの責任とはいえないが、経済主体全体の予想(期待)の大きな変化であったことはいまでもないであろう。

経済の活動にあって、期待および投機の果たす役割については古くから注目されているが、期待や投機といった心理的な側面については客観的に把握することが極めて困難なこともあって、有効な理論体系はこれまでのところ完成されていない。そこで金融政策の有効性を検討するにあたっては、期待の形成に関する議論は避けて通れない要因でもあるので、以下では期待と錯覚に関する理論的分析を展望しながら検討を進めたいと思う¹⁾。

期待の形成に関する理論的・実証的研究は、これまで景気循環の分析において積極的に行われてきた²⁾。期待の形成に関する有力な仮説としては、(1)定常的期待、(2)適応的期待、(3)合理的期待の3つが代表的である。このうち(1)は現在の値が将来もつづく想定す

る考え方であり、(2)は過去および現在の値の加重平均によって将来の値を予測するという仮説である。

さらに(3)は、現在利用可能な情報の下での客観的な将来の条件付き期待値が将来の予測値となるというものである。言い換えれば「合理的期待」とは、例えば現時点において向こう1年間の物価上昇率を予想するといった場合、個々の予想値は人によって異なるであろうが、人々の予想値の平均値は利用可能なあらゆる情報に基づくマクロ経済モデルの物価上昇率の予測値に一致するというものである。

合理的期待のもとでは、経済主体は経済の構造パラメータをすべて知っていることが前提とされる。すべての経済主体は過去の十分な観察により、経済の構造を知り尽くしており、その知識を将来の予測に役立てていると捉える。そこでこうした前提のもとでは、自らがある予測 p_{t+1}^e のもとで行動したときの将来の予想価格の客観的期待値 $E(p_{t+1}|p_{t+1}^e)$ も知ることができる。そこで、この両者が一致し、

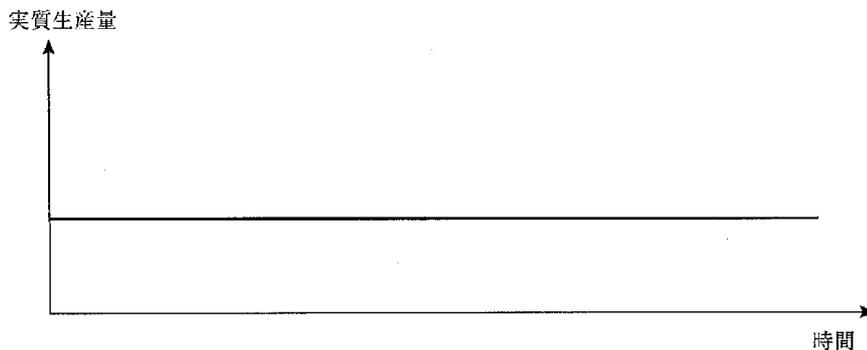
$$p_{t+1}^e = E(p_{t+1}|p_{t+1}^e)$$

となるように、将来価格の期待 p_{t+1}^e を決定すると考えるのが合理的期待形成というわけである。

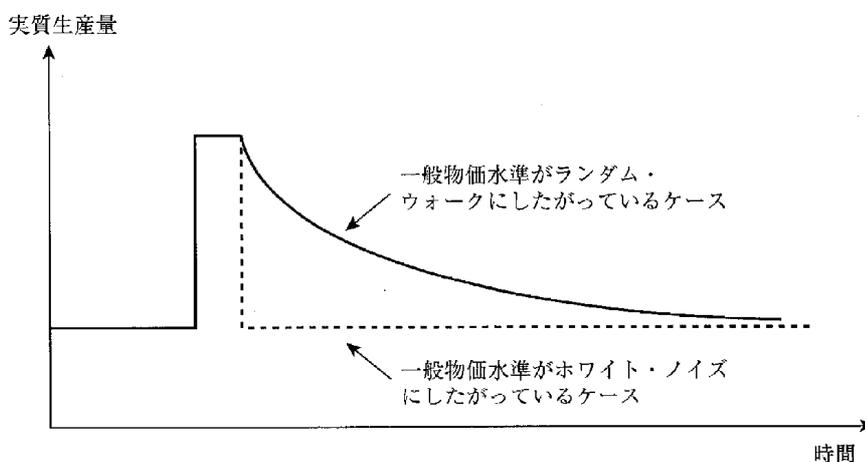
ところで、このような合理的期待のもとでも、将来に関する不確実性や錯覚がある限り、予想値 p_{t+1}^e は結果的にはその実現値 p_{t+1} とは一致せず、誤った結果をもたらすことになる。そこで、このような合理的な期待形成のもとでも経済主体の「錯覚」が経済変動をもたらすと解釈すれば、合理的期待がより一般的な期待形成仮説として位置づけられること

図1 相対価格と一般物価水準の錯覚がある場合とない場合の貨幣供給量の変化の影響

(i) 錯覚のないケース



(ii) 錯覚のあるケース



[出所] 福田慎一 [17] P. 29 より引用.

になるわけである。こうした点でその重要性は現代のマクロ経済学の分野において広く承認されている。

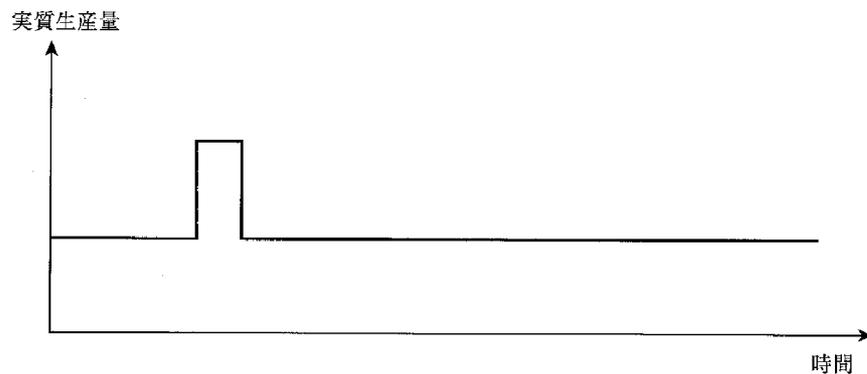
さて、不完全情報のもとで「錯覚」が経済変動を生み出すことを扱ったマクロ経済学の研究について簡単に展望しておこう³⁾。その一つは、Lucas [28] や Sargent and Wallace [30] らによる研究である。この研究では次のような理論分析を試みている。すなわち、民間の経済主体が一般物価水準の動きと相対価格の動きを区別することができない場合、予想されない貨幣供給量の増加が雇用量や産出量を増加させる可能性があることを明らかにしたものである。

例えば、労働者が一般物価水準の上昇と相対価格の上昇を区別できないような場合には、労働者は名目的賃金の上昇を実質賃金の上昇と錯覚し、労働供給量を増加させることになるというものである。とくに一般物価水準が確率的に変動している場合には、名目貨幣供給量はその一時的な増加によって労働供給量を長期間にわたって増加させ、インフレ率と失業率との間に短期的な負の相関関係を生み出す可能性を指摘したものである。

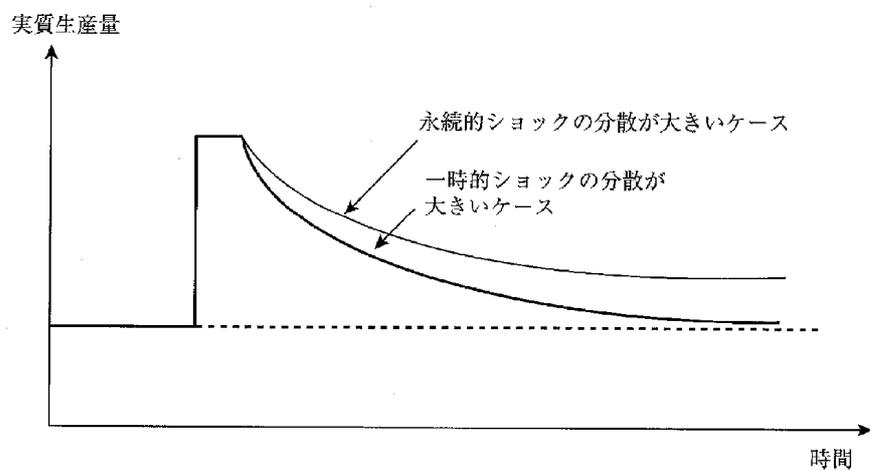
このような錯覚による貨幣供給量の変化の影響をグラフによって表したものが図1である。図に示されるように、錯覚がないケースでは、貨幣供給量は一定の水準となる。しか

図2 永続的ショックと一時的ショックの錯覚が起こっている場合の一時的生産性ショックの影響

(i) 錯覚のないケース



(ii) 錯覚のあるケース



[出所] 福田慎一 [17] P.30 より引用.

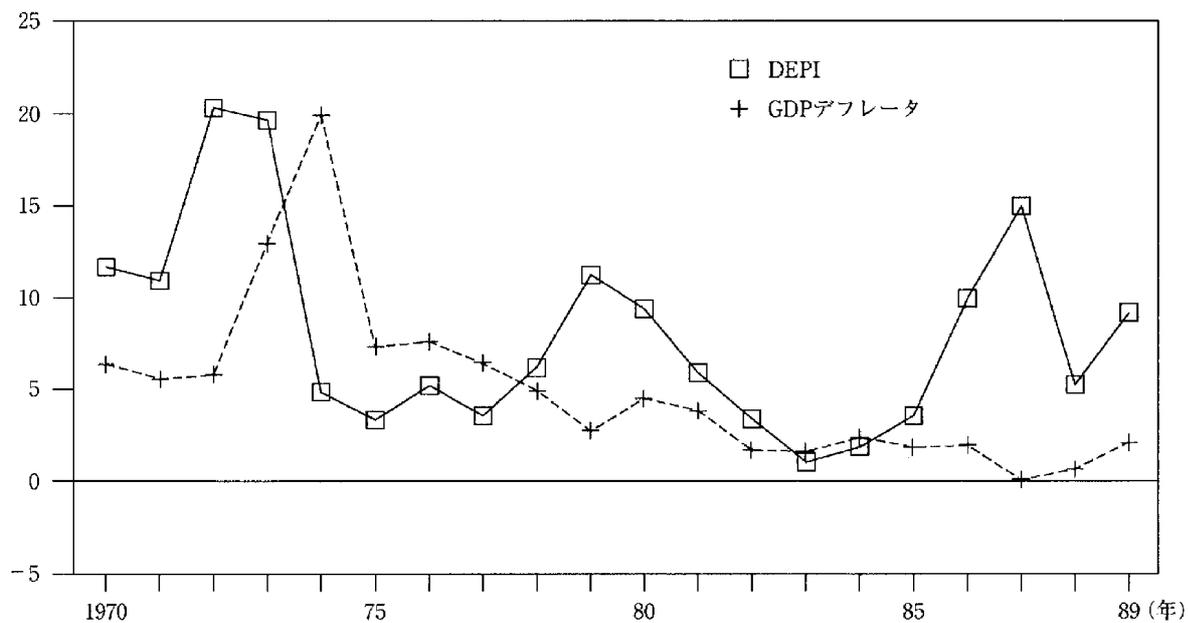
し、錯覚が存在する場合には、その時点で一般物価水準は上昇する。その後の経路は、一般物価水準がランダム・ウォークにしたがっている場合とホワイト・ノイズにしたがっている場合とは経路は異なる。ホワイト・ノイズにしたがっている場合には単なるパルスの影響にとどまる。

錯覚が経済変動をもたらすことを分析したもう一つの研究は、Brunner et al. [24] によるものである。この研究では、民間の経済主体が一時的なショックと永続的なショックを区別することができない場合について分析し、一時的なショックによって長期にわたる

経済変動が引き起こされることを論じたものである。このような場合の期待形成は、合理的な期待であっても形式上は適応的期待となることが指摘される。そしてこの場合、たとえ外生的ショックが一時的なものであっても、民間の経済主体がそれを永続的なものと錯覚して行動してしまうことを明らかにしている。そのため、図2に示されるように、一時的ショックが終了した後でも、民間がその錯覚を修正するまで長期にわたって経済変動が続くことを示しているのである。

さて、現実の世界はつねに不確実に満ちているので、いかに合理的な経済主体であって

図3 DEPIとGDPデフレーター（パーセント変化率）



[出所] 渋谷 浩 [13] P.33 より引用。

も将来を正確に予測することは不可能である。そこで、各経済主体はその予測誤差ができるだけ小さくなるように、常に最適な予想を形成しようとするが、期待に錯覚が発生するような場合には、将来の実現値は異なることになる。また、現実に予期せざるショックが発生すると人々の期待は大きく外れ、大幅な経済変動が発生することになる。

ところで、金融政策の効果の観点からは、期待は「期待物価変化率」の議論において極めて重要な役割をもつ。特に、資産価格とインフレーションとの関係では、「動学的均衡価格指数」(DEPI: Dynamic Equilibrium Price Index) による試算が注目される⁴⁾。「動学的均衡価格指数」とは、CPI等の物価指数を特種ケースとして含むもので、「一定の経済厚生水準を得るために必要な異時点間にわたる生計費の上昇(動学的通貨価値の低下)」を捉えるものであり、最終的には、財・サービスの現在価格の変化(フロー・インフレ)と期待将来価格の現在値を反映する

資産価格の変化(ストック・インフレ)の加重平均として導出される指数である。

DEPIは、1期間の価格変動だけを捉えたものではなく、現在の市場価格体系のなかに含まれている将来にわたるインフレ動向の変化を捉えるものである。こうした点で、金融政策運営のための情報変数として優れた予想機能を持っているといえる。このDEPIによって試算を行なったものが図3である。

試算されたDEPIとGDPデフレーターの変動を検討してみると、前者が後者を大幅に上回った時期が1970年から89年までの間に3回あったことが見られる。とくに、1972年から73年にかけてのDEPIの急上昇はインフレ動向の急速な進展を予告している典型的なケースと見られる。

1979年から80年にかけては、第1次石油危機の経験に基づいた金融政策による対応が行われたため、物価上昇率(GDP)は比較的穏やかなものにとどまっている。1989年以降の乖離についてもDEPIは的確な指標を示し

ている。このときにも、従来の1期間価格指数にはほとんど変化がみられないのに対して、DEPIは資産価格の高騰を反映した上昇を示している。

このような試みからも推測されるように、人々の合理的期待という理論仮説は長期的観点から実際にもかなり妥当性をもった仮説といえることができる。

3. 市場の効率性と投機行動

これまで見てきたような経済主体の「期待」の形成とともに、経済の変動に関しては「投機」の果たす役割も市場を攪乱する要因として重要である。特に異常な投機の動きは「バブル」として、実体経済に大きな影響を及ぼしてきた。資産価格の値上がり期待が資産価格の上昇をもたらし、それがさらに資産価格の値上がり期待に拍車をかけるといった自己増殖的な投機の行動は、経済の大きな不安定化要因といえる。

1985年以降のわが国の資産価格の高騰とその崩壊は、近年のわが国が経験した顕著なバブル現象であった。地価と株価といった資産価格が明らかにファンダメンタルズから逸脱し、投機的熱狂が価格変動の中心的要因となって異常な価格高騰をもたらし、そして、やがてこうした投機的期待の崩壊によって生じた価格の大暴落が経済全体に深刻な打撃を与えた⁵⁾。

バブル現象は、経済全体の期待形成の結果として発生しやがて崩壊していくという性格を持つため、加害者は特定できない。そのため、経済に及ぼす影響が深刻なものであっても十分な究明は行われず、やがて時と共に忘れ去られがちである。

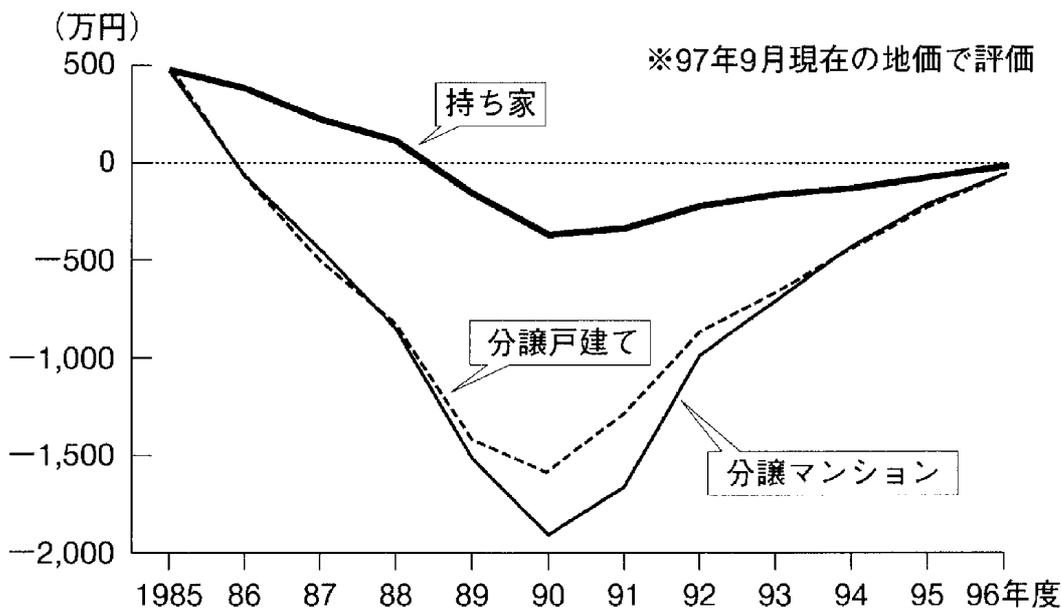
金融政策に関しても、確かにバブルの発生に関与してきたとしても、実体経済におけるそれぞれの経済主体の自己増殖的な投機の行動がその主因であることは間違いない。こうした点で経済主体の異常な投機行動が十分に検証される必要がある。

経済主体における投機的行動は結果として社会的に好ましいものではないにしても、個々の経済主体の経済的行動としては合理的な行為といえる。しかし、このような社会的な期待の形成ないしはバブルの発生は単なる「錯覚」といえるであろうか。とくにバブル現象は、結果としては広い意味で錯誤といえるが、バブルの生成の過程では、投機的行動は経済的な利益を生み出してきたことは確かである。

こうした点で一つの興味深い実証研究がある。これは、バブル経済における住宅市場の効率性を扱ったもので、マイクロデータを丹念に分析することによって、バブル期における高いキャピタル・ゲインの存在を報告している⁶⁾。本報告は日本の土地問題の本質が、実は地価の絶対的水準の高さではなく、価格・賃貸料比率の高さにあることを指摘している。価格・賃貸料比率が高いということは、将来の賃貸料について高い上昇率を見込まない限り、将来に期待されるキャピタルゲインが高い水準である必要がある。そこで、現在の価格・賃貸料比率から求められる期待キャピタル・ゲインが「異常に高い」とすれば、それは土地の価格がバブルに基づくものであることを示すというわけである。

このような観点からこの研究では、マイクロデータから得た繰り返し売買物件の超過収益率、ヘドニック関数による超過収益率の計測、

図4 住宅購入年度別・1軒あたり平均含み損益



[資料] 第一生命経済研究所より。

あるいは将来のキャピタル・ゲイン期待の計測を行った。そしてこの計測によると、住宅の超過収益率は短期的には大きな変動を示しつつも、長期的には高い収益をもたらしてきたことを指摘している。80年代には明らかに異常な価格上昇期待と投機的行動が推察され、事実、住宅取引において高い収益を得た可能性を指摘している。しかし、本研究では、取り上げた計測期間との関係から、バブルの崩壊過程については詳しい分析はなされなかった。

さて、バブルの発生過程においては、住宅市場の高い収益率の期待と実際の投機的行動が見られたわけであるが、バブルの崩壊による住宅市場の資産価格の下落の影響はどのようなものであったのであろうか。バブルの生成過程においては住宅資産において含み益が形成されるわけであるが、その崩壊過程においては逆資産効果が当然予想される。そこで、住宅資産の含み損を見ることによってバブルの崩壊過程の一端が観察されることになろう。

97年9月末、第一生命経済研究所は、バブル崩壊に伴う不動産価格の下落による個人住宅の含み損についての推計を行なった。その推計によると、個人住宅の含み損は日本全体で約32兆8,000億円にのぼることが明らかにされている。これは、実に1年間の住宅投資額を上回る規模に相当する⁷⁾。

図4は住宅購入年度別の1軒当たりの平均含み損益を推計したものである。この図は通常知られているわが国のバブルの発生とその崩壊の過程と明らかに一致した軌跡を示している。やや詳細に見ると次のような内容となっている。

各年度の住宅着工戸数をもとに、年度ごとの含み損を計算すると、90年度の8兆6,000億円を筆頭に、86年度以降の累計では約32兆8,000億円となる。96年度の住宅投資額が名目で28兆円規模であるのでそれを上回る額となる。さらに、含み損を抱えている家計の住宅ローン残高は約135兆5,000億円にも達している。特にこの図に明らかに見られるように、

分譲マンション、分譲戸建てにおける含み損は顕著な変動を示している。

異常な投機行動の究極であるバブルは、その生成の過程においては本来の投機による利得を得ることができるが、バブルの崩壊過程においては極めて大規模な損失が発生する。では、このような期待の形成、投機の発生はなぜ起こるのであろうか。こうした点に関するより本格的な研究のためには経済分析の領域を離れ、大衆心理学等の知見が求められるであろう。

単純に考えれば合理的期待仮説に見られるように、多くの経済主体の長期にわたる期待形成では、過去および現在に関する的確な情報の利用によって、確率的にはこうした錯誤は避けられるはずのものである。しかし、社会的な規模での傾向的な動向のなかでは得られる情報にも偏りが生じ、強い投機期待とも相まってバブル過程に傾斜していくのであろう。

さて、このようなバブル過程において自己増殖的な投機の特徴はどのように捉えられるであろうか⁸⁾。

第1には、バブル発生の一つの重要な要因は経済主体の「投機的行動」ということである。これは、投機の過程で投機家の関心が投機対象資産のファンダメンタルな価格を離れ、純粋にキャピタル・ゲインを目指した取引が市場で広がることによるものである。わが国の土地・株価といった資産インフレは、いずれも当初はより高い収益を目差しての投機的行動がきっかけであった。しかし、ある段階から純粋にキャピタル・ゲインを目指した行動に移される。経済活動において投機的行動がなくならない限り、バブル発生の条件は

常に内含されているといえよう。

第2には、いわゆる「バンドワゴン効果」と呼ばれる動きである。これはもともと政治学の用語で、人々が優勢な勢力につく動きとして捉えられる効果である。つまり、経済のなかで投機が自己増殖的な拡大の過程を始めると、市場の大勢が強気となり、その流れに加わる行動として捉えられる。このような期待の形成が現在の情報の基本的枠組みを形成し、資産価格は本来のファンダメンタルズから離れることによって、やがてバブルへと突入することになる。

株価と異なり地価というファンダメンタルズの比較的捉えやすい資産についても、こうしたバンドワゴン効果が市場全体としての錯覚を引き起こすのであろう。

第3には、巨大な投機を支える「豊富な資金供給」ということがあげられる。インフレーションは常に貨幣的な現象であるが、投機を増殖させるエネルギーとして豊富な資金供給の存在があげられる。今回のわが国のバブル経済では、一般物価水準は安定的に推移しているなかで、地価と株価といった資産価格への強い資金需要が見られた。中央銀行による受動的な資金の供給も資産インフレを加速したといわれる。もちろん一国の金融資産が巨大となった経済のもとでは、一般物価水準を引き締めるような伝統的な金融政策のみでは、このような場合に有効に機能したかどうかは不明である。

第4には、経済成長の継続的な進展による人々の期待形成があげられる。日本経済は景気の変動による波はあるにしても、70年代後半以降は低水準ながら実質的に安定した経済成長を続け、ファンダメンタルズも常に上向

きの経済状況にあった。デフレ経済ということに関しては、理論上は考えられるとしても実際上は経験外のこととみなされてきた。したがって、投機的行動は強気の行動が正当化され、自己増殖的な経済行動が進行しがちであった。

しかし、バブルの崩壊は突然に発生する。過去のいずれのバブルの経験でも崩壊は予見されずに起こっている。そしてその結末は多くの損失を招くのであるが、その原因の究明や失敗の分析は曖昧にされ、経験は生かされずに推移するという経過をたどる。

昨今の日本経済に見られるように、バブルの崩壊の当初の強気の投機期待は大きく挫折し、逆な期待形成が行われ、必要以上の経済の停滞が見られる。現在の公定歩合の超低金利⁹⁾にもかかわらず投資が一向に促進されない状況や、金融機関の過度の貸し渋り現象など、経済における期待の果たす役割は極めて大きいといえる。

4. 合理的期待形成と裁量的政策

1960年代までの学界の経済政策観は、ポリシー・ミックスによる経済の微調整の可能性を前提としたものであった。こうした考え方が「裁量的政策」運営の理論的根拠であった。しかし、アメリカでは70年代になると、スタグフレーションが出現し、従来のマクロ経済学の枠組みでは対処し得なくなってきた。こうした問題を契機として、マクロ経済学の分野で多くの論争が行われてきた。

このような論争において、70年代以降のマクロ経済学を特徴づける一つの重要な概念が「合理的期待形成仮説」であった。合理的期待形成とは、人々が把握する経済構造や外的

なショックの実体に関する完全な情報をもとに、将来の価格に対する期待を最適に決定する時の経済現象を分析する一つの理論仮説である。このような考え方は極めて抽象度が高く非現実的な仮説と見られるが、確率的な概念を導入した理論形成によって、多くの批判を受けながらもやがて広く承認されるようになった¹⁰⁾。

合理的期待形成という考え方は、1961年にミューズによって考案された考え方であったが、こうした概念をマクロ経済モデルに導入したのがルーカス、サージェント、ウォリス等であり、その頭文字をとって「LSW 命題」として知られている。ルーカスやサージェント、ウォリス等は、金融政策の中立性もしくは無効性を主張したが、その論点は次の2点に要約される¹¹⁾。

第1に、金融政策が実物生産に影響を及ぼすのは、民間経済主体の予期しなかった金融政策によってのみである。つまり、民間経済主体が予期していた金融政策は、実物経済には影響を及ぼさないというものである。第2に、金融政策のあり方を決めるメカニズムは民間経済主体に既知であり、民間は金融政策に関する主観的な期待を形成する際に、客観的な数学的期待値を適用する。そのため、どのような金融政策が採用されようとも、それが民間に知られている限り、生産に関しては効果を及ぼし得ないということである。

このサージェント＝ウォリス命題によって金融政策の無効性が主張されることになる。しかしながら、以上の2つの仮説のうちのいずれかの仮説が妥当しない場合には、中立命題は成立しなくなり、積極的金融政策の有効性が復活することになる。

このような合理的期待形成の考え方は、当初、マネタリストの考え方をさらに推し進めた古典的な考え方として捉えられた。とくに、金融政策の無効性という従来の経済政策観を真っ向から否定する立場に対しては、伝統的な考え方からは受け入れ難い考え方であった。しかしその後、人々の将来に対する期待がマクロ経済変動に大きな影響を与えるとき、どのようなマクロ的政策が有効かを検討する枠組みとして、その一般的妥当性が広く認められるようになってきた。

このような70年代の合理的期待形成論の展開のなかで、マクロ的政策運営に関して重要な意義を持つのがいわゆる「ルーカス批判」である。ルーカスは、「政策当局が計量分析により捉えた民間の行動パターンを利用しようとして、その政策ルールを変更しようとするれば、民間部門はそれを知って行動パターンを変えてしまうため、政策当局が想定していた構造方程式が変わり、結局、当局は所期の目的を達成することができない可能性がある」と論じた。

このルーカス批判は、必ずしも合理的期待の仮定を前提とせず、民間部門の対応が政策ルールの変更に対し変化すると考える限り成立するもので、合理的期待形成仮説やLSW命題と比べてはるかに一般的妥当性が高いとみられる。

ところで、ルーカス批判に見られるように、金融政策の無効性は必ずしも強く妥当するとはいえないが、その逆の金融政策の有効性に関しても確たる理論的根拠があるともいえない。金融政策といったマクロ的な経済政策においては、その政策効果は複雑な経済経路を経て機能するものであり、その影響の仕方は

間接的なものである。したがって、金融政策の有効性が認められるにしても、さまざまな条件によってその効果は違ったものになる可能性が高い。

前節で検討したように、民間経済主体の期待の形成に大きな錯覚がある場合には、民間部門が入手し得る将来に対する情報は偏りをもたらす可能性がある。また、金融当局にとっても裁量の度合は100%とはいえないであろう。季節的変動や実体経済の動向を考慮した内生的な政策対応も必要とされるからである。

以上のような合理的期待形成に基づく経済政策では、民間部門と政策当局との対応的行動として捉えられるため、理論分析においては「ゲーム理論的アプローチ」として研究が進められてきた¹²⁾。今日の金融政策研究においては、ゲーム理論的アプローチは重要な理論的枠組みとして定着しつつある。

ところで、「ルーカス批判」の観点に立って経済政策の効果を分析する場合には、「ゲーム理論的アプローチ」が有効な理論的枠組みを提供することになる。このような枠組みのもとでは「動学的不整合性(time inconsistency)」の問題が発生する¹³⁾。動学的不整合性とは、事前に最適である政策が、実際に政策を行なう段階では必ずしも有効ではなくなるという不効率の存在を明らかにしたものである。

経済問題に関して動学的不整合性の問題に関する重要な例が「フィリップス曲線」の例である。これは金融政策の有効性に関する議論において、金融当局と民間のゲームという形で分析する場合に重要な問題といえる。この点に関しては、Kydland=Prescott [27]

や Barro=Gordon [22] 等によって精力的な分析が行われてきた¹⁴⁾。

これらの研究は、金融政策の効果に関して極めて興味深い分析となっている。単純なゲーム理論的な分析の枠組みの中で、「動学的不整合性」という概念を導入すると、金融政策の在り方に関していくつかの有用な情報が得られることを示している。

Kydland=Prescott 等の研究の結果によると、政府と民間の経済主体がそれぞれ自らの利益を最大化するように戦略的に行動するとすれば、その均衡においてはかえってインフレ率を必要以上に高めてしまうという非効率が生ずるというのである。そして、このような非効率を避けるためには、例えば政府のマネー・サプライのあり方に一定のルールを課し、民間の期待を欺くようなインフレ政策を行わないことを公約させることが必要であるという。つまり、この点では「ルール」による政策運営が「裁量」による政策運営よりも望ましいということになる。

しかしながらこの結果は、動学的不整合性という点を考慮すると、M. フリードマンの提唱する単純なルール方式を金融当局に課すことの難しさも意味することになる。すなわち、金融政策にルールを課すということは、金融政策当局にインフレ政策は行わないという公約をさせることを意味する。しかし、動学的不整合性を考慮すると、金融政策当局はこうした公約を破るインセンティブを持っている。

したがって、金融当局と民間とのゲーム論的分析においては、民間の金融当局に対する「信認」が厚く、かつインフレ期待が安定しているような場合において、「ルール」的政

策運営が効果を発揮することになる。

マネタリストの考えによれば、金融政策は短期的には景気の変動に対して有効な影響力を持つが、長期的には実物経済には影響を及ぼさないとの立場に立ってきた。しかし、合理的期待形成の展開を経た後でも、積極的金融政策の有効性は完全には否定し得ない。例えば、価格や賃金が各期ごとに市場の需給を一致させるようには調整されず硬直的である場合には、合理的期待形成を利用して積極的金融政策は有効に機能しうると考えられる。

合理的期待形成下での金融政策の有効性は、Taylor [31]、Fisher [25] 等により指摘されてきた。テイラーは期待インフレ率を説明変数に含む総需要関数と期待総需要額を説明変数に含むインフレ決定式からなる単純なモデルを作成し、理論分析を行なった。そして、テイラーは米国の1953Q1~1975Q4の時期のデータについてモデル式を推計し金融政策ルールを求めた。その結果、積極的金融政策によってフリードマンのk%ルールによるよりも優れた成果を報告している。

テイラーはこのような考察において、合理的期待形成を仮定した場合でも、ルーカス、サージェント=ウォリス型の供給関数とは違った定式化を行なうことによって積極的金融政策の有効性を論証した。

以上に見られるように今日、合理的期待形成に基づく金融政策の有効性の議論は、単純な無効性の結論を排除しているのである。しかし、実際問題として金融政策における裁量の運営は必ずしもすべて有効な政策効果をもたらしてきたとはいえない。歴史的に見られるいくつかの大きなインフレーションの経験

は、裁量政策の問題点を残しているからである。

5. 予想された金融政策と予想されない金融政策

現代の金融政策の効果に関する問題の一つに「予想された金融政策」と「予想されない金融政策」の議論がある。つまり金融政策の当局にとって、政策発動の行動が民間経済主体にとって予想された場合と予想されない場合とでは、政策効果が異なるという観点からの議論である。

このような点が問題とされる背景には、合理的期待形成仮説の立場からの裁量的政策批判として生まれてきた。合理的期待形成仮説の観点からは、予想された金融政策はすでに経済主体の予想に織込み済みであり、それが行われたときに経済主体の行動に実質的な影響を与えるのは、人々の予想を裏切るような金融政策に限られると考える。

こうした理論仮説をアメリカの経済にあてはめ実証的に示したのが Barro [21] である。Barro は、アメリカの貨幣増加率を「予想された部分」と「予想されない部分」に分け、予想されない貨幣量の変化は、失業や生産量に有意な影響を与えること、逆に予想された貨幣量の変化は、失業や生産量に有意な影響を与えないことを明らかにした。

こうした議論は金融政策の運営にとって根幹となる問題であるだけに、その後多くの研究者によってさまざまな角度から実証的な研究が行われてきた。しかし、こうした理論仮説やアメリカでの実証分析にもかかわらず、日本経済での実証分析ではこれらの仮説を支持しない結果が多く出ているようである。確

かに、予想されない貨幣供給率の変化は、実物変数にかなり明確で有意な変化を示しているが、予想された貨幣供給量の変化は弱くかつ不安定ではあるものの、依然として実物変数になんらかの影響を及ぼしていることが報告されている¹⁵⁾。

ところで、これらの議論はインフレの分析とも裏腹の関係にある。「予想されたインフレ」と「予想されないインフレ」との区分について、インフレの実物経済への影響が検討される。ただし、現実には観測されるインフレはこの2種類に明確に分離できるわけではない。インフレ期待をこのように区分することの重要性は、実物経済に与える影響がこれらの2種類のインフレによって異なるか否かが問題となる。

例えば、予期されたインフレは労働市場における賃金契約にすでに反映されているが、予期せざるインフレが起こる場合には、労働者の実質賃金は低下することになる。また、予期されたインフレは債務契約が結ばれる時点で考慮され、名目利子率に反映されるが、予期せざるインフレが起こった場合には、契約の債権者は不利になり債務者は有利になる。このような債権者と債務者が民間どうしである場合、インフレは不公平な所得の再分配をもたらすことになる。また、現金通貨の供給は中央銀行にとっては債務であり、高度なインフレは民間部門の大幅な損失を招くことになる。

ここで、インフレーションの実物経済への影響をより広い観点から少々検討してみよう。すなわち第1に、インフレのコストに関する問題、第2に「インフレの成長抑圧効果」に関する問題、第3に金融政策の「アナウンス

表1 中南米諸国のハイパーインフレーション

	マネーサプライ 増加率(対前年比)	財政赤字額	消費者物価上昇率 (対前年比)
メキシコ		10億ペソ	
1986	78%	10,406.9	86%
1987	147%	18,160.0	132%
ブラジル		100万クルザード	
1984	262%	18,779	173%
1985	338%	154,257	202%
アルゼンチン		千アウストラル	
1985	414%	2,923,801	672%
1988	437%	—	343%

(注) マネーサプライは M2.

[資料] 日本銀行『外国経済統計年報』1988年.

[出所] 岩田規久男『インフレとデフレ』講談社, 29頁より.

メント効果」に関する問題である。

第1の問題は、インフレーションが実体の経済に関してコストを及ぼすか否かという問題である。つまり、インフレが予期される場合あるいは予期されない場合において、なんらかのコストを伴うかどうかである。この点に関しては、現代のマクロ経済においていずれの場合にも、インフレの社会的費用を認めている¹⁶⁾。

インフレが少なくとも実体経済になんらかの社会的コストを及ぼすという限りでは、インフレが実物経済に無縁ではないということの証左ともいえよう。また、予想されたインフレ以上に予想されなかったインフレも有害な影響が指摘されている。

表1は1980年代半ばにおける中南米諸国におけるハイパーインフレの実態を示したものである。財政赤字とマネーサプライおよび消費者物価上昇率が連動し、極めて大幅なインフレが観察される。自国通貨がドルに対して下がると国内物価がドルにスライドして上がり、物価上昇と賃金上昇の悪循環が起こっている。これは高度のインフレが明らかに実体

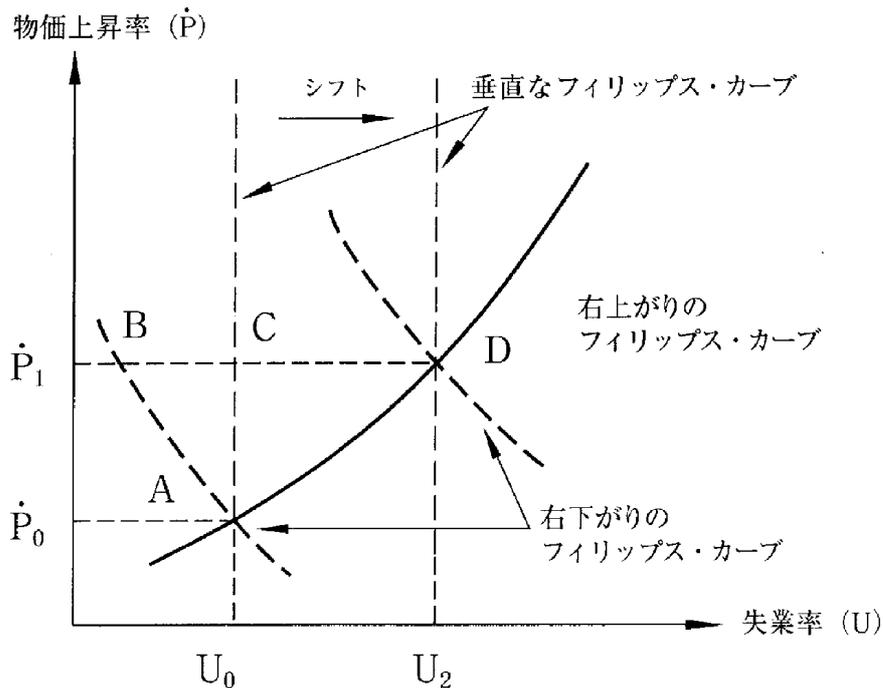
経済に影響を及ぼしている姿とってよいであろう。

第2の問題は、インフレが「成長抑圧効果」を持つかどうかにかかわる問題である。この点についてのわが国の研究では、折谷吉治がマネーサプライと物価、実質GNPとの関係から詳しい実証的な分析を行なっている¹⁷⁾。

従来、ケインジアンのマクロ経済政策に関する議論においては、右下がりのフィリップス曲線が想定されてきた。つまりインフレと失業の間にはトレード・オフの関係が存在し、高い物価上昇を容認すれば実質生産活動を引き上げることができると考えられてきた。これに対して1960年代後半以降、このようなトレード・オフの関係は、短期的にはともかく長期的には成立せず、物価を上昇させても生産活動を引き上げることができないとの主張が見られるようになった。

ところがさらに、こうした考え方すら不十分であって、実際には物価を上昇させると、逆に生産活動を低下させてしまうという主張がなされてきた。図5はこうした右上がりの

図5 右上がりのフィリップス・カーブ



[出所] 折谷吉治 [6] P. 4 より引用.

リップス曲線を表している。このようなケースについてみると、物価の上昇と失業率との上昇というスタグフレーションを適切に説明できることになる。

図5における、右下がりのフィリップス・カーブによると、物価の \dot{P}_0 から \dot{P}_1 に上昇する場合、失業率はA点からB点へと移り減少する。垂直なフィリップス・カーブの場合には、物価は上昇しても失業率はA点からC点に移るだけで U_0 の水準で不変にとどまる。しかし、右上がりのフィリップス・カーブを想定すると、物価の上昇はA点からD点に移り、失業率も U_0 から U_2 に増大してしまうことになる。

折谷によると、わが国経済データについてみると、単純な時差相関係数やいわゆるマネタリスト・モデルによってもインフレの「成長抑圧効果」を示す結果を得ることができるとしている。しかし、こうした結果は必ずし

も強固な実証結果として確立されてはいないようである。

しかし、物価水準の顕著な上昇が経済成長を低下させるであろうという点に関しては、常識的な見解とも整合的であり、明らかに否定的な論証が行われな限りは受け入れられる主張といてよいであろう¹⁸⁾。

第3の問題は金融政策の「アナウンスメント効果」がどのような効果を及ぼすかに関する問題である。これは従来、常識とされてきた安定化政策の効果・役割に対して、期待の役割を考慮する立場から見直しが主張されてきたことに基づくものである。これまで見てきたように、合理的期待形成仮説に立つラショナリストの側からは、「予知された政策は経済の実体面にはなんら効果を及ぼさない」という主張に対して、「予知された政策はそれのみによって好ましい効果をもたらす」あるいは「予知された政策はそうでない場合に比

してより効果が大きい」というケインジアン
の立場からの主張である¹⁹⁾。

このアナウンスメント効果は、政策担当者の
施策態度に決定的な違いを要求する。その
ため、理論的にも実証的にも明らかにされる
べき重要な課題といえるが、両者の見解はい
ずれも極論であり、ある理論的枠組みのなか
でしか成立しない。いずれの立場が実際の経
済をよりもっともらしく説明するかは、今後
のマクロ経済分析の研究を待たなければなら
ないといえるが、現実はいずれの単純な両極
端にないことだけは確かなようである。

アナウンスメント効果の存在を認める立場
に関して注目されることは、その効果が必ず
しも予期される方向に働くとは限らないとい
う点である。アナウンスメント効果によって、
むしろ意図する方向とは逆の反応が起こる可
能性もある。事実、実際の経済政策運営の歴
史の上でも政策公表による政策の失敗がみら
れる²⁰⁾。

アナウンスメント効果による政策効果を考
える場合、政策効果のラグとともに、タイミ
ングの問題も重要とされる。例えば、アナウ
ンスメント効果が政策発動後の効果と逆に働
くケースを想定すると、政策の公表は安定化
政策としては失敗に帰してしまう。このよう
な場合には、将来の政策発動を控えるかもし
くは発動するタイミングを早める必要がある。
それとは逆に、アナウンスメント効果が意図
する政策を支持する形で働く場合には、早期
の政策公表は望ましいことになる。

しかし、アナウンスメント効果は微妙な影
響を及ぼすケースがある。例えば、意図され
た政策が支持される場合でも、政策が公表さ
れた途端に全く逆の反応が現われる場合があ

る。また、将来の政策発動が事前に察知され
たり、あるいは事前に公表したために、当初
予定していた政策を変更せざるを得ない状況
になる場合がある。こうした例に見られるよ
うに、アナウンスメント効果を考慮すると裁
量政策は無条件で支持されなくなる。

6. 資産価格の変動と大衆心理

物価水準を安定させるということは中央銀
行の金融政策にとって極めて基本的な政策目
標である。物価の安定は短期のみならず長期
においても経済の安定・成長にとって望まし
いことである。現代の先進主要国の通貨制度
は管理通貨制度がとられており、物価水準の
安定という点では不安定な制度的な枠組みと
なっている。管理通貨制度のもとで、物価水
準が不安定になりがちなことは、次のような
歴史的な経緯を見れば明らかである。

表2は金本位制下における欧米諸国の卸売
物価指数(WPI)の推移を示したものである。
これは1913年を100としたものであるが、こ
の間およそ1世紀にわたって物価の変動が極
めて安定していることがわかる。

これに対して表3は、第2次世界大戦後の
管理通貨制度下における消費者物価指数
(CPI)の対比を行なったものである。この間
およそ35年に過ぎないが、その変化の倍率は
約3倍から13倍となっている。特にイギリス
についてみると、金本位制下では百数十年に
わたってWPIがほぼ同水準を示し安定して
いたのに対して、戦後は高々30年間に10倍も
の物価変動(CPI)を示している。

これらの制度比較から直ちに金本位制度の
有用性が肯定されるということではないが、
物価を安定させるうえで制度的な制約が存在

表2 金本位時代における卸売物価指数

年	ベルギー	イギリス	フランス	ドイツ	アメリカ
1776		101			84
1793		120		98	100
1800		186	155	135	127
1825		139	126	76	101
1850	83	91	96	71	82
1875	100	121	111	100	80
1900	87	86	85	90	80
1913	100	100	100	100	100

Source: Data from B. R. Mitchell, *European Historical Statistics*, Columbia University Press, New York, 1979; and U. S. Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, U. S. Government Printing Office, Washington, D. C., 1975.

^a Indices equal 100 in 1913.

[出所] McCallum, B. T. [29] Table 12-1, P. 247 より.

表3 第2次世界大戦後の消費者物価指数

国	1950年のCPI ^a	1985年のCPI ^a	倍率
ベルギー	30.1	140.5	4.7
フランス	15.6	157.9	10.1
ドイツ	39.2	121.0	3.1
イタリア	13.9	190.3	13.7
オランダ	23.9	122.7	5.2
イギリス	13.4	141.5	10.6
アメリカ	29.2	130.5	4.5

Source: International Monetary Fund, *International Financial Statistics* 60 (Yearbook, 1987).

^a The index is 100 for 1980.

[出所] McCallum, B. T. [29] Table 12-2, P. 247 より.

したということは、経済にとって好ましいこととあってよい。

ところで1980年代後半の日本経済が経験した地価や株価の急騰は、こうした物価指数の変動には現われない資産価格の変動であった²¹⁾。これは一般物価水準が変動していないという意味では、通常インフレとはみなされないが、明らかな資産価格インフレという性格のものであった。日本経済は資産ストックの規模においても巨大化したため、資産インフレという現象は一部の現象にせよ実体経

済に大きな影響を及ぼすことになった。

資産価格としての為替レートの変動も、ストック経済のもとでは、実体経済に大きな影響を及ぼしてきた。とくに変動相場制に移行して後は、為替レートは予想をはるかに上回る乱高下を見せ、わが国のような輸出依存型の経済にとっては実物経済を攪乱する一大要因となっている。当初、変動相場制のもとでは為替レートの変動によって国際収支の不均衡が解消されると予想されたが、現実にはかえってその不均衡は拡大した。そのため、金融政策は為替レートの変動や国際収支の不均衡に大きく制約されるという状況が生まれ、国内物価の安定という面で一層の困難をもたらしている。

ところで資産価格としての株価についても、物価水準と直接的にリンクするものではないが、物価水準や景気の動向に影響を及ぼす。株価水準の上昇がファンダメンタルズの動向に基づいたものである限りは、経済にとって好ましいことである。しかし、ファンダメンタルズを離れて変動する場合には、人々の異常な期待によるバブルとなり、その崩壊は金

融面のみならず実体経済にも大きく影響を与える。

しかし、為替レートにしても株価にしてもその変動は極めて投機的な性格からの理由から変動しているのが実状である。したがって、この点でも多くの経済主体の期待の果たす役割は少なくない。ここで、株価の異常な変動としての過去のできごとを振り返って、投機的変動の一側面をみてみよう²²⁾。

1987年10月19日、ニューヨークのウォール街で史上空前の株価の大暴落が発生した。これは「暗黒の月曜日（ブラック・マンデー）」として有名なできごとである。この株価の下落は直ちに東京、香港、シドニー、シンガポール、ロンドン等に波及し、世界的な株価の大暴落を誘発した。

ところで問題はこのような株価の大暴落をもたらした原因である。そのきっかけとなったのは、ベーカー米財務長官の「ドル安容認」発言であるといわれる。現代の経済は外貨市場をはじめ株式市場など広く国際的な規模で連携している。これらの市場では金融的要因だけではなく、世界の政治経済等の動きに敏感に反応している。したがってそこでの価格形成は極めて浮動的な様相を示している。政府高官の経済問題への発言が為替レートや株価に影響を及ぼす事実はよくみられるところである。

これらの株価の下落に関してさらに興味深い問題点が指摘されている。それは株価の単なる下落を大暴落まで加速した要因として、コンピュータによる「プログラム売買」という問題である。各証券会社の開発するプログラムは類似したものになる可能性が高く、株価変動に応じて行なう売買はほぼ同様ものと

なり、プログラム売買が株価下落を急速に加速させたというのである。

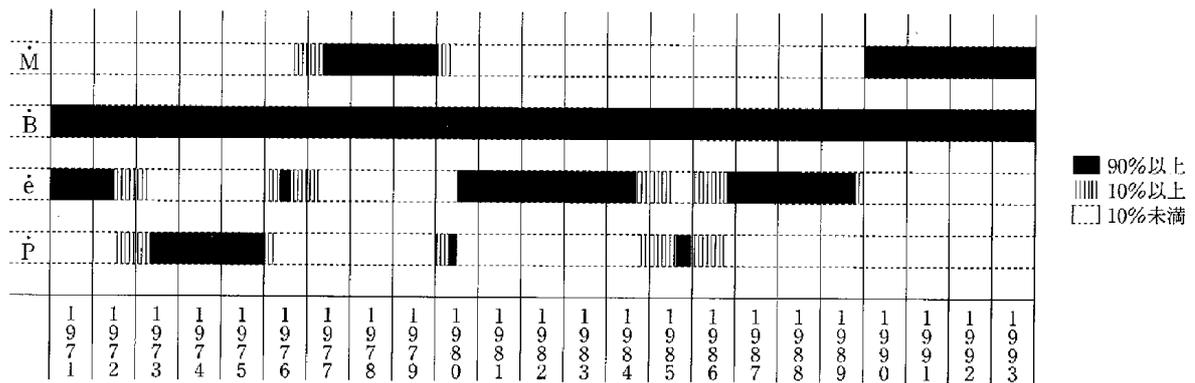
プログラム売買という行為はそれ自体では期待の形成要因とはいえないけれども、心理的な投機的要因を増幅させる働きをもっている。さらに、昨今の情報通信技術の驚異的な発展は、わずかな不安を一大パニックに発展させる要因を秘めている。わが国の昭和48,9年の狂乱物価時の買いだめパニックや米の不作による外国米輸入騒動は、実物面における大衆心理の大規模なパニック状態を引き起こした。マスコミによる不安扇動的な報道もパニックを引き起こす大きな要因ともなっている。

ところで、わが国における物価水準は円高要因もあって、長期にわたって低水準で安定した推移を示してきた。このためインフレ問題はそれほど問題視されてこなかった。むしろ、現在の日本経済に関してはむしろバブルの崩壊後の「デフレ経済」が危惧されている状態である。

しかし、通貨価値の安定はマクロ的に見た場合、それほど安定的なものとはいえない。これまで見てきたように大衆心理に基づく不安定要因は常に内在しているからである。現在では経済が国際的な連動を持っているため、不安定の加速化も少なくない。その一つの事例を現在のインドネシアにおける「ルピア」の暴落にみることができる。

インドネシアでは国民通貨ルピアのインフレ傾向に伴い、企業、銀行を初め国民もドル通貨へのシフトを強めた。そのためルピアの大規模な減価をもたらしたのである。かつてのインフレの場合には、多くの国民は通貨価値の低下への対処として実物面への退避を行

図6 金融政策目標の変遷の推計



(注) ここで、 \dot{P} はGNPデフレーター変化率(前期比)、 \dot{e} は為替レート(円/ドル)変化率、 \dot{B} は経常収支(対GNP比)、 \dot{M} は M_2+CD 変化率を表す。

[出所] 田中 敦 [14] P.65より引用。

なっていた。しかし、国際的な経済連関のもとでインドネシア国民の多くがドルへの転換という選択が可能となった。こうしたことがルピアの更なる低下をもたらしたと思われる。

これらの通貨不安は、日本経済にとっても無関係なできごとではない。国際化が進展し、さらに金融ビッグバンが施行されようとしているとき、一般大衆にとって外貨の調達が日常的な環境となる場合には、通貨危機の危険度は格段に増してくると考えられる。このような危険性の可能性は従来型の金融政策運営からは識別し難い事象といえる。大衆心理に基づくパニック現象は少なくとも経済学的な理論から洞察される性格のものではないので、今後いっそう広い観点からの理論的・政策的な研究が必要となろう。

さて、わが国の中央銀行は物価水準の安定を第一義として、金利水準やマネーサプライの動向に注意を払っている。同時に経済大国として国際的な経済関係の強まりから国際収支や為替レートの動きにも配慮しなければならない。さらに昨今では実体経済の景気低迷から景気拡大への役割も期待されている。

中央銀行の金融政策の運営をマクロ経済的

に捉える一つの計量的分析枠組みとしては、金融政策の反応関数を計測する方法がある。これは政策目標と結びつく主要な経済変数の適応過程として計量的に計測する手法である。金融政策の運営はいわば期待における適応仮説を前提として政策運営が行われているとみなしている。この場合、通常取り上げられる経済変数は主要な政策目標との関係から決められている。

しかし、通常の反応関数では調整の割合は知ることができるが、それぞれの経済変数をどれほど重視して政策対応をしているかは不明であった。こうしたなかで、政策目標の程度を推測した興味深い研究結果(図6)がある²³⁾。

この図では、各変数についてそれぞれが政策目標とされたレジームの確率を示している。この推計によると「為替レート」は70年代にはあまり目標とされていなかったが、80年代に入ると重要な目標となっていることがわかる。「マネーサプライ(M_2+CD)」は70年代後半と90年代以降において注目されていることがわかる。わが国ではむしろ利率の調節が基本であることを推計のうえからも裏付け

ている。

この推計において興味を惹かれることは、物価水準への目標としての対応が予想以上に少ないこと、また経常収支への配慮が一貫して行われてきたことである。わが国の金融政策がいずれにしても経常収支や為替レートという外国経済との関係を重視した運営になっていることは、こうした推計からもうかがわれる。

7. むすび

期待と投機に関する現象は実際の経済活動において相当古くから観察されていた。期待と投機に関する経済分析も古くから行われていたが、内容が「期待」といった心理的な要因に基づくだけに、経済学の世界での考察には限界があったことも事実である。期待と投機に関する経済分析を論じた翁邦雄 [5] の著書が刊行されたのは1985年夏のことであった。

この著書は専門的な学術書ということもあって、読者対象も限られていたと思われるが、わが国でいわゆるバブル経済がスタートしたのはまさに本書が上梓された年のことであった。実際のわが国の経済がバブルと判定されたのは、数年後のことになるが、本書では外国為替市場の分析が主体ではあったにしても、「自己実現的な投機」「バブル現象」について広く論じられていた。

本稿でこれまで見てきたように、期待の形成、国民大衆の錯覚、投機的行動はマクロ経済の変動に強力な影響を及ぼす。経済の安定化という観点からはこうした要因を的確に捉え対処していく必要があるが、それは極めて難しい課題であるといえる。現代の学問的知

見では、群集心理や大衆の期待に関しても、単に大衆の衝動的・感情的な行動としてではなく、「状況合理性」として理解される。

現代のような情報過多の社会にあっては、過剰な情報に大衆はかえって状況の全体像を把握できず、個々の経済主体にとって合理的な行動であっても集団としては強い非合理性を示すことがありうる。バブル期における土地への過剰な投機的行動は現実の情報としては収益をもたらす合理的行動であり、単なる衝動や感情的な行動とばかりいえないものであった。

また、マクロ経済における金融政策の理論的分析に関しても、金融当局と民間経済主体とのゲーム理論的な分析が注目を集めてきている。こうした分析においては、金融当局の機械的な操作観は見直されている。いわゆる「動学的不整合性」といった状況などが起こりうるからである。

いずれにしても、期待の形成と投機行動は経済主体の内面的な要因であり、それらの集合体としてのマクロ経済にとっては、常に不確実な要因といってよい。こうした観点にたってみると、マクロ的な金融政策としては、期待や投機といった行動原則を理論的に解明する努力がもっと本格的になされてよいと思われる。

注

- 1) 期待と投機に関して系統的に分析を行なった文献として翁 邦雄 [5] が優れている。また、「合理的期待仮説」については加藤寛孝 [7]、志築徹朗・武藤恭彦 [12] などが優れた展望的な解説を行なっている。
- 2) 大瀧雅之 [4] PP. 22-26参照。
- 3) 以下の説明では福田慎一 [17] PP. 28-31の論述に多くを負っている。

- 4) 渋谷 浩 [13] PP. 27-40参照.
- 5) 日本経済におけるバブルの生成と崩壊, その経済に及ぼす影響等について, 野口悠紀雄 [15] が包括的な解説を行っており, 全体像をつかむには便利である. 資産インフレに関する専門的研究はさまざまな側面からなされているが, 研究すべき課題は多い.
- 6) 伊藤隆敏・廣野桂子 [3] PP. 17-50.
- 7) 『毎日新聞』1998年2月13日.
- 8) ここでは, 翁 邦雄 [5] の洞察を含めて検討を進める.
- 9) 平成11年1月の時点で, わが国の公定歩合は史上最低の0.5%となっているが, これは平成7年9月以来のもので, 異例の長期にわたる低金利である.
- 10) 合理的期待形成論に関する批判・反批判については, 黒坂佳央・浜田宏一 [9] PP. 241-242に簡潔な紹介がある. 筆者らは, 合理的期待形成に基づく金融政策無効論に対しては「真空状態における思考実験」であり, 「その政策的意味を現実の経済にそのまま援用するわけにはいかない」との意見を表明している.
- 11) 理論モデルによる説明については, 幸村千佳良 [10] P. 115-120にその紹介がある.
- 12) 今日のマクロ経済学はミクロ的基礎に基づく理論形成が積極的に行われているが, ゲームの理論によるマクロ経済への適用はそのような展開への顕著な事例の一つといえる. 国際経済の研究においては経済主体間のゲーム論として早くから応用研究されてきた.
- 13) その初期の代表的な研究は, Kydland, F. E and Prescott, E. C [27] である.
- 14) 動学的不整合性の問題例のうち, フィリップス曲線に関する事例の説明として, 福田慎一 [17] PP. 53-57において簡潔な紹介が行なわれている.
- 15) この点については, 黒坂佳央・浜田宏一 [9] PP. 242-243に実証研究の展望とその主要な結論が要約されている.
- 16) 例えば, N. G. マンキュー [18] PP. 139-140参照. 本書ではさらに, 『ウォールストリート・ジャーナル』の記事を引用して, 「ボリビアのハイパー・インフレーション下での生活」がいかに社会を痛めつけているかを象徴的に紹介していて興味深い.
- 17) 折谷吉治 [6] PP. 1-25参照.
- 18) 福田慎一 [16] は, 景気の後退を回復させる方法の一つとしてバブル(資産価格の高騰を望む声)に対して, バブルの再現が景気の回復に結びつく可能性を否定している. 資産価格の上昇もファンダメンタル・バリューからの乖離である以上, 景気の上昇には結びつかないことを明らかにしている.
- 19) こうしたケインジアン立場に立つ代表は, M. N. Baily [19] である. また, 「アナウンスメント効果」については, 浅子和美 [1] が展望的に紹介を行なっている.
- 20) 浅子和美 [1] PP. 50-51参照.
- 21) 資産価格の変動と金融政策の運営に関する詳しい議論については, 拙稿 [8] において触れているので, 参照していただきたい.
- 22) このエピソードについては佐和隆光 [11] の第1論文「高度情報化社会のパラドックス」PP. 1-34に紹介されている.
- 23) 詳細については, 田中敦 [14] PP. 60-69を参照されたい.

参考文献

- [1] 浅子和美「金融・財政政策の『アナウンスメント効果』と安定化政策—合理的期待仮説の下でも有効な裁量的政策」『週間東洋経済』昭和55年10月9日号, 44-53頁.
- [2] 我孫子勇一・早川英男「政策当局に対する『信認』とその意義—金融政策の有効性確保のための基礎条件」『金融研究』第5巻第3号, 1986年7月, 81-106頁.
- [3] 伊藤隆敏・廣野桂子「住宅市場の効率性—ミクロデータによる計測」『金融研究』第11巻第3号, 1992年10月, 17-50頁.
- [4] 大瀧雅之『景気循環の理論—現代日本経済の研究』東京大学出版会.
- [5] 翁 邦雄『期待と投機の経済分析—「バブル」現象と為替レート』東洋経済新報社.
- [6] 折谷吉治「マネーサプライと物価, 実質GNPとの関係—インフレの成長抑制効果の検証」『金融研究資料』第7号, 1981年2月, 1-25頁.
- [7] 加藤寛孝「経済理論における予想形成仮説の検討(上・中・下・続・続2)」『週間東洋経済』1979年3月—1980年10月.
- [8] 岸野文雄「1980年代後半の資産価格変動と金

- 融政策の運営』『創価経済論集』第26巻第3・4号, 1997年6月, 27-48頁.
- [9] 黒坂佳央・浜田宏一『マクロ経済学と日本経済』日本評論社.
- [10] 幸村千佳良『日本経済と金融政策—時系列モデルによる理論と実証』東洋経済新報社.
- [11] 佐和隆光『経済学における保守とリベラル』岩波書店.
- [12] 志築徹朗・武藤基彦『合理的期待とマネタリズム』日本経済新聞社.
- [13] 渋谷 浩「動学的均衡価格指数の理論と応用—資産価格とインフレーション」『金融研究』第10巻第4号, 1991年12月, 27-40頁.
- [14] 田中 敦「金融政策の反応関数—レジーム・シフトの計量分析」『金融経済研究』第13・14号, 1997年11月, 60-69頁.
- [15] 野口悠紀雄『バブルの経済学—日本経済に何が起こったのか』日本経済新聞社.
- [16] 福田慎一「新しい経済環境の下での金融政策の課題について」『金融研究』第12巻第1号, 1993年3月, 37-50頁.
- [17] 福田慎一『価格変動のマクロ経済学』東京大学出版会.
- [18] マンキュー, N.G. 著, 足立英之他訳『マクロ経済学 I』東洋経済新報社.
- [19] Baily, M. N., “Stabilization Policy and Private Economic Behavior,” *Brookings Papers on Economic Activity* (1:1978), PP. 11-50.
- [20] Barro, R. J., “Unanticipated Money Growth and Unemployment in the United States,” *American Economic Review*, Vol. 67, No. 2, PP. 101-115, 1977.3.
- [21] Barro, R. J., “Rational Expectations and the Role of Monetary Policy,” *Journal of Monetary Economics* 2, PP. 1-32, 1976.
- [22] Barro, R. J., and D. B. Gordon, “Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy,” *Journal of Monetary Economics* 12, PP. 101-121, 1983.
- [23] Barsky, R. B., “The Fisher Hypothesis and the Forcastability and Persistence of Inflation,” *Journal of Monetary Economics* 19, PP. 3-24, 1987.
- [24] Brunner, K., A. Cukierman and A. II. Meltzer, “Stagflation, Persistent Unemployment and the Performance of Economics Shoks,” *Journal of Monetary Economics* 6, PP. 467-492, 1980.
- [25] Fisher, S., “Long - Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Policy Rule,” *Journal of Political Economy* 85, PP. 191-206, 1977.
- [26] Hamada, K and F. Hayashi, “Monetary Policy in Postwar Japan,” in Ando, A. et al, eds., *Monetary Policy in Our Times*, The MIT Press. 1985.
- [27] Kydland, F. E. and E. C. Prescott, “Rules Rathe than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans,” *Journal of Political Economy* 85, PP. 473-491, 1977.
- [28] Lucas, R. E. Jr., “Expectations and the Neutrality of Money,” *Journal of Economic Theory* 4, PP. 101-124, 1972.
- [29] McCallum, B. T., *Monetary Economics: Theory and Policy*, Macmillan, 1989.
- [30] Sargent, T. J. and N. Wallace, “Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Lule,” *Journal of Political Economy* 83, PP. 241-254, 1975.
- [31] Taylor, “Estimation and Control of Macroeconomic Model with Rational Expectations,” *Econometrica*, Vol. 47, No. 5, PP. 1267-1286, 1979.9.