

金融政策の目標と効果^{*}

釜 国 男

(創価大学助教授)

日本の金融政策はどのような目標を追求してきたのか、政策はどの程度有効であったのかを統計データに基づいて検証した。まず政策変数を被説明変数、政策目標を説明変数とする回帰式（政策当局の反応関数）を推計した。昭和37～48年においては、有効需要（景気）関連の変数だけが有意で、物価や国際収支の影響は検出できない。変動相場移行後は卸売物価の影響が認められるものの、為替レートや景気の影響も無視できない。

次に変動相場期についてマネーサプライ、コール・レート、為替レート、生産、物価からなるVARモデルを推計し、相対分散寄与率を求めた。マネーサプライやコール・レートを生産、物価に対する寄与率は低く、この意味で金融政策は有効ではなく、所期の目標を達していない。為替レートの寄与率は高く、為替の動きに左右される金融政策の姿が浮き彫りにされている。

1. はじめに

現在わが国は巨額の貿易黒字をかかえ、黒字削減をめざした内需拡大と為替の安定のために日銀の公定歩合はついに開業以来最低の2.5%にまで引き下げられ、もう一段の利下げが取りざたされている。財政再建という制約のもとで大幅な財政支出の拡大が困難な状況のなかで、日銀の政策運営が内外の注目をあびている。国際不均衡是正のための超金融緩和政策は、今のところ円高による輸入物価の下落や原油価格の低下に助けられて消費者物価や卸売物価の上昇をもたらすに至っていないが、既にストック・インフレの傾向がみられる。政策当局はいま、為替の安定か物価安定かという古くて新しい問題に直面しているわけである。

こうした金融政策の目標をどこにおくかとい

う問題は、各国の中央銀行をたえず悩ませてきた問題であるが、今日では一般に、国内物価の安定、国際収支の均衡、完全雇用の維持、の3つが主たる目標としてあげられる¹⁾。長期的にはともかく、短期的にはこれらの目標はしばしばトレード・オフの関係にあるので、優先させるべき目標をめぐる意見が分かれることがある。

ところで現実の政策運営にあたって、日本の政策当局はどのような目標を追求してきたのであろうか。問題はあるものの、政策当局の意図を知る手がかりとして、表—1の日銀政策委員会議長談話を利用できる。

いまこの表をもとに公定歩合変更の理由を振り返ってみると、昭和43年8月の引き下げまでは国際収支が主たる目標で、有効需要は従たる目標となっている。翌44年9月の引き上げに際

* 本稿作成に際しては、創価大学貨幣経済研究会のメンバーの方々より有益なコメントをいただいた。

しては、有効需要とならんで、初めて物価の安定が登場している。国際収支黒字下の金利引き上げとして諸外国の批判をあびたのはこのときである。46年1月から翌年6月にかけて連続して5回引き下げられたが、これは円の切り上げを回避し、あわせて金融緩和による景気の回復をねらいとしていた。48年にはおりからの過剰流動性インフレーションに対処して合計5回、通算4.75%引き上げられた。50年から53年3月にかけて行われた8回の引き下げは、第1次石油危機による長期不況の克服を意図したものである。53年3月の利下げに際して、初めて為替相場の安定が掲げられた。54年4月からは第2次石油危機によるインフレーションの発生を防止するため矢つぎ早に引き上げられ、公定歩合は9%のピークに達した。その後55年8月からは下がる一方で、61年11月にはついに戦後最低の3%を記録、62年2月にはその水準さえ切ってしまった。こうした急激な利下げをもたらししたのは、為替相場と物価と有効需要の動向であった。大観すると、30年代後半から47年までは国際収支と有効需要が重視されていたが、50年代に入ると物価と為替相場のウエイトが高まっていることが分かる。

その時々々の経済情勢に応じて日銀は主観的には以上のような目標を追求してきたのであるが、だからといって客観的にも日銀がそれらの目標を追求してきたということには必ずしもならない。政策委員会議長談話は単なるリップサービスで、真のねらいは別のところにあるかもしれないからである。中央銀行の独立性という概念が希薄なわが国ではとくにこのことがいえる。

かくして、日銀は客観的にも上述の目標を追求していたか否かが問題となるが、この問題に最初に取り組んだのは貝塚〔1〕である。貝塚は Dewald=Johnson〔5〕や Reuber〔7〕にならって日銀の反応関数を推計し、どのような変数がマネーサプライその他の政策変数に有意な影響を与えていたかを調べた。それによると、中心的な政策手段はコール・レートであり、日銀はコールのコントロールを通じて経常収支の不均衡是正をはかってきた。こうした対

表一 政策委員会議長談話にうかがわれる公定歩合変更の理由

年月	変化幅	国際収支	為替相場	物価	有効需要
37.10	△0.36	◎			
11	△0.37	◎			
38.3	△0.36				
4	△0.37				
39.3	0.73	◎			
40.1	△0.36	◎			○
4	△0.37	◎			○
6	△0.36				◎
42.9	0.36	◎			○
43.1	0.37	◎			○
8	△0.37	◎			
44.9	0.41			◎	○
45.10	△0.25			◎	○
46.1	△0.25	○			◎
5	△0.25	○			◎
7	△0.25	○			◎
12	△0.50	○			◎
47.6	△0.50	◎			○
48.4	0.75			○	◎
5	0.50			○	◎
7	0.50			○	◎
8	1.00			○	◎
12	2.00			◎	
50.4	△0.50				◎
6	△0.50				◎
8	△0.50				◎
10	△1.00				◎
52.3	△0.50				◎
4	△1.00				◎
9	△0.75				◎
53.3	△0.75	◎	○		○
54.4	0.75	○	○	◎	
7	1.00			◎	
11	1.00		○	◎	
55.2	1.00		○	◎	
3	1.75		○	◎	
8	△0.75				◎
11	△1.00				◎
56.3	△1.00			◎	
12	△0.75			◎	
58.10	△0.50		○		
61.1	△0.50				◎
3	△0.50		◎		○
4	△0.50		◎		○
11	△0.50		◎		○

注) ◎…主目標, ○…従属的目標

出所) 55年までは幸村千佳良『経済学事始』多賀出版, 58年, p.130による。56年以降は筆者による。

外均衡重視の政策はまた、卸売物価の安定と有効需要の維持にも貢献するという幸運な結果をもたらした。以上の結論は、公定歩合の変更はほとんど常に国際収支の情勢と結びついていたという事実と整合的であり、かなり説得力がある。ただし貝塚の研究は38年で終わっている点に注意する必要がある。その後、40年代に入って国際収支の黒字基調が定着しはじめ、国際収支の赤字→金融引き締め→国際収支の改善→引き締め解除、というそれまでのパターンは完全にくずれてしまった。国際収支に代わって、インフレーションと為替相場が金融政策の新たな課題として登場した。

こうした事情を考えると、その後の期間について貝塚の研究をフォローアップして、上述の結論を修正する必要があるのか否か、新たな目標は何であるのか検討してみる価値がありそうである。本稿の目的は、2つの角度からこの問題を検討することである。第1に、36年以降のデータを用いて日銀の反応関数を推計し、金融政策へ影響を及ぼした変数を割り出す。第2に、多変量自己回帰モデルを用いて政策変数と主要なマクロ経済変数との因果関係、および政策の波及効果を調べる。

2. 反応関数のモデル

わが国の金融政策手段についてみると、公定歩合政策、債券売買操作、支払準備率操作、貸出増加額規制（窓口指導）、と一応形の上では整備されているが、実質的な政策効果という点では、公定歩合政策と貸出増加額規制だけが重要である。債券の売買といっても、それは日銀と市中金融機関の間の相対売買であり、しかも対象が国債や政府保証債に限られていることから、本来の公開市場操作からはほど遠く、その効果にも自ずと限界がある。準備率操作には法的強制力が伴うが、準備率の水準が低く抑えられ、変更幅も小さいので大した効果をあげていない。したがって以下では、金利政策としてのコール・レートおよび公定歩合の変更、並びに都市銀行の窓口規制をとりあげ、併せてマネー

サプライのコントロールも検討する。

政策当局は、物価その他の経済指標を予測しながら政策手段を調整するものとみなし、予測に関して完全予見を仮定してその行動を以下のような形で定式化する。まずコール・レートに関しては、有効需要、物価、国際収支、為替相場、および景況を勘案しながらその調整がなされる。式で表すと

$$r_t^* - r_{t-4} = a_1 (X_t - X_{t-4}) + a_2 (P_t - P_{t-4}) + a_3 B_t + a_4 (E_t - E_{t-4}) + a_5 D_t \quad (1)$$

ここで r_t , X_t , P_t , E_t はそれぞれ t 期におけるコール・レート、実質 GNP、物価、為替相場の自然対数値を表し、 B_t は国際収支、 D_t は業況判断指数である。政策委員会議長談話は企業の業況判断には触れていないが、業況判断指数は日銀の作成した指数であり、しかも景況を敏感に反映することから含めることにした。

右辺第1項は実質 GNP の前年同期比増減率を表し、経済安定のためには生産の増加はコールの引き上げ、減少は引き下げを必要とするので、 $a_1 > 0$ 。第2項の物価については、インフレには金融引き締め、デフレには金融緩和政策が望ましいので、 $a_2 > 0$ 。次に第3項の国際収支については、 B_t が正（黒字）のときは金利引き下げ、負（赤字）のときは引き上げを必要とするので、 $a_3 < 0$ 。為替相場が円安となると国内金利を高め誘導して資本流出を抑え、逆に円高となると金利は低い方が望ましいので、 $a_4 > 0$ 。最後に、 D_t が正で企業の景況観が楽観的なときはコールの引き上げ、負で悲観的なときは引き下げを要するので、 $a_5 > 0$ 。

(1)式はコール・レートの望ましい変化率を表すが、実際の調整は次の部分調整モデルにしたがって行われる。

$$\Delta r_t - \Delta r_{t-1} = \delta (\Delta r_t^* - \Delta r_{t-1}) \quad (2)$$

$$0 \leq \delta \leq 1, \Delta r_t = r_t - r_{t-1}$$

(1)を(2)に代入すると計測式

$$\Delta r_t = \phi_0 + \phi_1 (X_t - X_{t-4}) + \phi_2 (P_t - P_{t-4}) + \phi_3 B_t + \phi_4 (E_t - E_{t-4}) + \phi_5 D_t + \phi_6 \Delta r_{t-1} \quad (3)$$

が得られる。ここで定数項 ϕ_0 は原データに含まれる季節性を考慮したものである。

以上、コール・レートを政策変数とした反応関数について説明したが、公定歩合の場合にも

(3)式が適用される。また、マネーサプライや都銀貸出の場合にも(3)式の形の計測式を使用する。ただしこの場合には $\psi_1 \sim \psi_3$ の符号はすべて逆になる。

なお計測にあたっては、有効需要を表す変数として実質GNPまたは鉱工業生産指数(IIP)を用いた。物価については日銀は卸売物価指数(P_w)を重視しているが、他に消費者物価指数(P_c)も考慮した。国際収支の均衡に関しては、経常収支(B_p)または外貨準備高(R)をとりあげた。

3. 推定結果

本節では(3)式の計測結果を検討するが、計測にあたって期間を昭和37年第2四半期～48年第1四半期(固定相場期または前期)と48年第2四半期～61年第3四半期(変動相場期または後期)に分けた。これはこの間金融政策をとりまく環境が大きく変化したからである。データには季節末調整月次データの四半期平均値を用いた²⁾。

なお回帰推定にあたっては、重複共線性をさけるために、まず説明変数を1個だけ含む式を推定し、次に符号条件をみたす有意な変数だけでもう一度推定した。

表—2と表—3は、コール・レート(無条件物、平均)を政策変数としたときの推定結果である。前期においては一応、実質GNP、消費者物価、鉱工業生産、および業況判断が通常の水準で統計的に有意であるが、このうち消費者物価は符号条件をみたしていない。残り3変数のうち残差の標準誤差が最小となるのは業況判断である。これらの変数を同時に含めると鉱工業生産だけが有意となる。いずれにしても有意となるのは生産に関連した変数ばかりであり、これより政策当局は有効需要に大きなウエイトを置いていたことが分かる。後期においては卸売物価、鉱工業生産、業況判断、および為替相場、が有意である。しかし全変数の同時回帰では物価と業況判断だけが有意性をもつ。変動相場制へ移行したあと、物価重視の政策姿勢が強

まっているものの、有効需要の維持は引き続き金融政策の重要な目標となっている。つまり変動相場制への移行を契機に、政策当局はそれまでの“景気一本やり”から“景気と物価の両にらみ”へと政策スタンスを変更したわけである。

次に表—4と表—5は、公定歩合に関する推定結果である。前期では実質GNP、鉱工業生産、業況判断など有効需要に関連した変数が有意性を持ち、国際収支関連の変数は有意ではない。30年代の日本の国際収支調整メカニズムを分析したM・Michaely〔6〕によると、当時、公定歩合の変更は外貨準備の増減と密接にリンクしており、金融政策はもっぱら対外均衡の維持に向けられていた。ところがその後43年頃から国際収支の黒字基調が定着しはじめ、公定歩合と国際収支とのリンクは弱くなった。推定期間の大半は40年代に属することから、経常収支も外貨準備もともに有意とならないのであろう。表—5では米国の公定歩合(USdis)を説明変数のひとつとして加えた。米国の公定歩合が引き下げられると、金利差が縮小して為替が円高となるのを防ぐために、しばしば日本の公定歩合も引き下げられるからである。表をみると卸売物価、鉱工業生産、業況判断、為替相場、米国公定歩合、と多くの変数が有意で符号条件をみたしている³⁾。これらを同時に含めると、卸売物価と業況判断が有意である。

表—6と表—7は、マネーサプライを政策変数とした場合の結果である。固定相場制のもとでは実質GNP、外貨準備高、鉱工業生産が有意で、経常収支の影響も多少認められる。これより、通貨当局は国際収支の均衡を主目標に、有効需要にも配慮しながら、マネーサプライをコントロールしていたことがうかがえる⁴⁾。他方、変動相場制のもとでは卸売物価だけが有意である。為替相場は政策委員会議長談話にしばしば登場するが、マネーサプライとの相関は高くない。為替安定のための市場介入は貨幣供給の変動をもたらすが、貨幣供給は他の要因にも依存しているために、為替との相関は見かけ上低くなるのかもしれない。

最後に、表—8と表—9は都市銀行の貸出に

表—2 コール・レート (固定相場期: 37/II~48/I)

const.	GNP	Pw	Bp	Pc	R	IIP	DI	Call(-1)	\bar{R}^2 (S.E)	D.W. (ρ)
-20.3592 (-2.954)	2.0060 (3.070)							0.7017 (7.230)	0.6048 (10.161)	1.714 (0.462)
-2.3704 (-0.534)		0.9399 (0.866)						-0.6919 (5.988)	0.4404 (10.875)	1.508 (0.615)
0.7035 (0.154)			-3.7896 (-1.039)					0.6626 (5.652)	0.4371 (10.823)	1.465 (0.629)
15.5669 (1.996)				-2.7894 (-2.487)				0.7286 (6.554)	0.4969 (10.219)	1.394 (0.631)
-0.7396 (-0.166)					-0.6017 (-0.510)			0.6728 (5.701)	0.4207 (10.925)	1.450 (0.639)
-16.5112 (-3.123)						1.2894 (3.426)		0.6565 (6.758)	0.6226 (9.939)	1.568 (0.461)
-16.6041 (-3.108)							0.5833 (3.507)	0.3964 (2.942)	0.6277 (7.743)	1.496 (0.649)
-27.9659 (-3.864)	0.01612 (0.019)					1.7422 (2.151)	0.1175 (0.494)	0.4325 (3.518)	0.7242 (7.244)	1.552 (0.557)

注) GNP: 実質国民総生産, Pw: 卸売物価, Bp: 経常収支, Pc: 消費者物価, R: 外貨準備高, IIP: 鉱工業生産, DI: 莫況判断, E: 為替相場

\bar{R}^2 : 自由度調整済決定係数, S.E: 残差の標準誤差, D.W.: ダービン・ワトソン比, ρ : 誤差項の1階の自己回帰係数推定値 () 内はt値。

DIを含む式のサンプル期間は35/II~48/I。

表—3 コール・レート (変動相場期: 48/II~61/III)

const.	GNP	Pw	Bp	Pc	R	IIP	DI	E	Call(-1)	\bar{R}^2 (S.E)	D.W. (ρ)
0.7947 (0.098)	-0.08622 (-0.065)								0.6983 (6.728)	0.4745 (13.333)	1.731 (0.710)
-7.8110 (-1.311)		1.7319 (4.060)							0.4173 (3.792)	0.5900 (11.587)	1.737 (0.731)
3.1449 (0.507)			-0.6702 (-1.132)						0.6718 (6.591)	0.4959 (13.174)	1.775 (0.699)
-7.5048 (-0.843)				1.1914 (1.380)					0.6004 (5.227)	0.4644 (13.090)	1.654 (0.749)
1.0950 (0.194)					-0.6417 (-0.872)				0.6995 (7.138)	0.4973 (13.246)	1.713 (0.691)
-5.8593 (-1.615)						1.4811 (3.779)			0.8664 (11.328)	0.7072 (12.164)	1.913 (0.504)
3.6743 (1.064)							0.5494 (4.524)		0.6882 (8.980)	0.7145 (11.511)	1.983 (0.544)
3.1800 (0.515)								0.4622 (2.015)	0.6664 (6.853)	0.5031 (12.829)	1.801 (0.724)
0.3611 (0.078)		0.9261 (2.306)				-0.1191 (-0.216)	0.5175 (3.115)	0.1979 (1.042)	0.5095 (4.476)	0.7882 (10.561)	1.925 (0.485)

表-4 公定歩合(固定相場期)

const.	GNP	Pw	Bp	Pc	R	IIP	DI	Dis(-1)	R ² (S.E)	D.W. (ρ)
-11.1129 (-3.987)	1.0205 (3.823)							0.7437 (8.949)	0.6920 (4.4334)	1.905 (0.367)
-2.2232 (-1.237)		0.6106 (1.265)						0.7288 (6.670)	0.4867 (4.8583)	1.754 (0.565)
-0.5657 (-0.295)			-2.080 (-1.281)					0.6681 (6.058)	0.4704 (4.8461)	1.696 (0.591)
-0.7273 (-0.198)				-0.1286 (-0.240)				0.6831 (6.073)	0.4359 (4.9335)	1.701 (0.611)
-1.2090 (-0.647)					-0.6726 (-1.279)			0.6744 (6.111)	0.4583 (4.8418)	1.641 (0.609)
-9.1722 (-4.532)						0.6518 (4.528)		0.6931 (8.607)	0.7214 (4.2160)	1.815 (0.367)
-7.8544 (-3.592)							0.2289 (3.413)	0.3993 (3.165)	0.6332 (3.2956)	1.458 (0.614)
-12.1826 (-3.749)	0.2268 (0.593)					0.4213 (1.157)	0.09516 (0.890)	0.4313 (3.497)	0.6665 (3.2197)	1.451 (0.592)

表-5 公定歩合(変動相場期)

const.	GNP	Pw	Bp	Pc	R	IIP	DI	E	USdis	Dis(-1)	R ² (S.E)	D.W. (ρ)
3.0091 (0.397)	-0.7154 (-0.659)									0.6564 (6.291)	0.4562 (10.814)	1.678 (0.773)
-8.3811 (-1.552)		1.6256 (4.367)								0.3575 (3.170)	0.6057 (9.264)	1.547 (0.764)
3.2013 (0.605)			-0.7965 (-1.631)							0.6540 (6.566)	0.5152 (10.605)	1.783 (0.719)
-8.0170 (-0.997)				1.1721 (1.610)						0.5852 (5.237)	0.4713 (10.596)	1.559 (0.784)
0.6929 (0.138)					-0.6144 (-1.028)					0.6924 (7.158)	0.5010 (10.768)	1.762 (0.718)
-5.2755 (-1.413)						1.3072 (3.782)				0.7945 (9.775)	0.6524 (9.725)	1.916 (0.630)
2.5367 (0.762)							0.4506 (4.082)			0.6685 (8.227)	0.6741 (9.589)	2.029 (0.612)
2.9576 (0.523)								0.4793 (2.539)		0.6348 (6.645)	0.5197 (10.232)	1.797 (0.762)
-0.9038 (-0.226)									0.3280 (2.716)	0.7134 (8.146)	0.5901 (10.229)	1.767 (0.663)
-0.8541 (-0.185)		0.8033 (2.011)	-0.2880 (-0.667)			0.2670 (0.622)	0.3818 (2.354)	0.2138 (1.182)	-0.05663 (-0.402)	0.4808 (4.042)	0.7773 (8.598)	1.909 (0.534)

注) USdisは米国の公定歩合。

関する結果である。前期においてはどの変数も有意性が低く、意味のある結果はみあたらない。当時日銀は窓口指導を通じて都市銀行の貸出を直接規制しており、窓口指導は金融引き締

めの中心手段、「日本の金融政策の大宗」（館〔4〕p.135）とまでいわれたことを考えると、これはいささか意外な結果といえよう⁵⁾。後期においても卸売物価以外の変数はいずれも

表-6 マネーサプライ（固定相場期）

const.	GNP	Pw	Bp	Pc	R	IIP	DI	M ₂ (-1)	R ² (S.E)	D.W. (ρ)
2.9609 (2.070)	-0.1495 (-2.705)							0.9169 (11.230)	0.7655 (0.8805)	2.031 (0.414)
9.0865 (3.789)		0.2158 (2.105)						0.4606 (3.439)	0.5753 (0.8879)	1.865 (0.840)
2.9343 (1.750)			0.4855 (1.638)					0.8276 (8.861)	0.7099 (0.9155)	1.951 (0.505)
2.7946 (1.522)				0.1298 (1.294)				0.7996 (7.932)	0.6799 (0.9217)	2.033 (0.569)
2.8152 (1.800)					0.2821 (3.007)			0.8347 (9.315)	0.7381 (0.8533)	1.982 (0.533)
2.7722 (1.984)						-0.07754 (-2.573)		0.8975 (11.451)	0.7728 (0.8925)	2.005 (0.377)
1.7362 (1.063)							-0.01396 (-1.415)	0.9239 (10.081)	0.8399 (0.8502)	1.895 (0.168)
2.8855 (2.044)	-0.07257 (-0.884)		-0.09156 (-0.280)		0.2539 (2.313)	-0.03222 (-0.724)		0.8961 (10.861)	0.7779 (0.8435)	2.031 (0.435)

表-7 マネーサプライ（変動相場期）

const.	GNP	Pw	Bp	Pc	R	IIP	DI	E	M ₂ (-1)	R ² (S.E)	D.W. (ρ)
0.8736 (1.678)	0.1401 (1.948)								0.8442 (19.385)	0.9015 (0.9039)	1.995 (0.255)
0.6625 (1.522)		-0.04833 (-3.303)							0.9387 (22.333)	0.9230 (0.8680)	1.937 (0.121)
1.1853 (1.843)			0.01051 (0.347)						0.8643 (16.483)	0.8839 (0.9317)	1.981 (0.337)
1.1570 (2.219)				-0.03999 (-1.234)					0.8956 (16.746)	0.8932 (0.9208)	1.989 (0.290)
1.2685 (2.227)					0.01167 (0.227)				0.8593 (17.479)	0.8837 (0.9323)	1.978 (0.338)
1.3645 (2.380)						0.01119 (0.408)			0.8473 (15.952)	0.8813 (0.9312)	1.983 (0.355)
0.8947 (1.642)							-0.01128 (-1.593)		0.8868 (19.067)	0.8978 (0.9134)	1.917 (0.268)
1.2721 (2.376)								-0.003689 (-0.700)	0.8563 (18.255)	0.8876 (0.9288)	1.975 (0.317)
0.4435 (1.031)		-0.04496 (-3.146)					-0.008261 (-1.503)		0.9514 (23.574)	0.9293 (0.8588)	1.899 (0.069)

有意ではない（外貨準備は符号が逆）。

表—2～表—9の結果を要約すると表—10および表—11のようになる。この表から直ちに明らかかなように、大半が高度成長期に属する37～47年においては、実質GNPや鉱工業生産、業況判断等の有効需要に関連した変数が金融政策に影響を与えていた。国際収支の黒字を背景にひたすら景気刺激策にはしる日銀の姿がここにかがえる。2度の石油危機にみまわれ激しい

インフレーションを経験した48年以降は、さすがに政策当局も物価重視の姿勢を強め、全部の変数について卸売物価の影響が認められる。しかし同時に金利に対する生産や業況判断の影響も認められるのである。かつての有効需要という単一の目標から、いまや日本の通貨当局は為替相場、物価、景気という複数の目標に目を向けざるをえなくなっている。これだけ金融政策の運営も難しくなっているわけである。

表—8 都銀貸出（固定相場期）

const.	GNP	Pw	Bp	Pc	R	IIP	DI	Bl(-1)	\bar{R}^2 (S.E)	D.W. (ρ)
4.5846 (2.253)	-0.01441 (-0.136)							0.7299 (6.671)	0.5558 (1.4979)	1.578 (0.690)
5.2072 (2.562)		0.1163 (0.689)						0.6720 (5.578)	0.5373 (1.4885)	1.511 (0.726)
3.882 (2.161)			0.5494 (1.112)					0.7488 (7.256)	0.5922 (1.4797)	1.599 (0.652)
4.1721 (2.045)				0.1684 (1.056)				0.6855 (6.149)	0.5465 (1.4772)	1.493 (0.723)
4.4168 (2.357)					0.08902 (0.561)			0.7294 (6.796)	0.5628 (1.4930)	1.577 (0.684)
4.3889 (2.436)						-0.07139 (-1.080)		0.7852 (7.419)	0.5970 (1.4821)	1.638 (0.643)
3.5863 (1.828)							-0.01436 (-0.659)	0.7970 (6.933)	0.6732 (1.2133)	1.499 (0.681)

表—9 都銀貸出（変動相場期）

const.	GNP	Pw	Bp	Pc	R	IIP	DI	E	Bl(-1)	\bar{R}^2 (S.E)	D.W. (ρ)
1.2932 (2.499)	0.06388 (1.081)								0.8299 (18.387)	0.9135 (0.6603)	1.780 (0.459)
1.3991 (3.371)		-0.02541 (-2.114)							0.8567 (22.517)	0.9273 (0.6512)	1.618 (0.327)
1.4545 (2.560)			-0.009246 (-0.377)						0.8416 (16.806)	0.9028 (0.6654)	1.770 (0.540)
1.5066 (3.384)				-0.03645 (-1.618)					0.8577 (20.849)	0.9220 (0.6571)	1.670 (0.375)
1.6260 (2.946)					-0.1178 (-3.590)				0.8323 (17.463)	0.9167 (0.5963)	1.944 (0.587)
1.5055 (2.753)						0.01545 (0.697)			0.8282 (16.508)	0.9072 (0.6633)	1.749 (0.509)
1.2699 (2.013)							-0.003991 (-0.545)		0.8533 (15.785)	0.9063 (0.6644)	1.738 (0.514)
1.3901 (2.507)								0.008530 (0.822)	0.8482 (17.161)	0.9058 (0.6619)	1.743 (0.524)

4. VAR モデルによる分析

前節では金融政策の目標となる変数と政策変数との関係について、前者が後者を決定するという反応関数を想定して、分析を試みた。ところが現実の経済では、政策変数は様々な経路で目標となる変数に影響を及ぼしており、これなくして政策の存在理由はないともいえる。このため反応関数の分析だけでは不十分であり、政策効果も考慮した別のアプローチが必要である。そこで以下では、最近わが国でも使用されるようになったVARモデルを用いて政策目標と政策変数との複雑な相互依存の関係を分析する（なお紙幅の都合で以下の分析は変動相場期に限定した⁶⁾）。

先に表—11で示したように、後期において金融政策への影響が認められるのは、卸売物価、鉱工業生産、業況判断、為替相場、の4変数であるが、このうち業況判断は鉱工業生産との相関が高いので除くことにした。政策変数としてコール・レートとマネーサプライの2変数を取りあげる⁷⁾。

まずコール、為替、生産、物価から成る2次の自己回帰モデルを推定すると、図—1のようなインパルス応答図がえられる。コール・レートが独立に1%上昇したとすると、当初為替レートは円安となるが、次第に円安は修正され11期以降は逆に若干の円高となる。生産はしばらく減少したあと増加に転ずるが、全期間通じたネットで見ると金利の上昇によって生産は減少する。物価もやはり循環的な反応を示すが、長期的にみるとコールの影響は認められない。

表—12は、24四半期先の予測誤差を分散分解した結果である。コール自身の寄与率は16%と低く、為替が40%、生産と物価がそれぞれ20%のウエイトを占めている。したがってコールの外生性は低く、為替によってグランジャーの意味でcauseされているのが分かる。他方、為替自身の寄与率は86%で為替は外生変数と考えられる。生産の行をみると為替の影響が認められるが、コールの寄与率はネグリジブルである。

同様に物価の行でもコールの割合は10%にもみえない。全体的に為替が大きなウエイトを占

めているのは対照的に、コールの寄与率は極端に小さい。

次にコールの代わりにマネーサプライを用いると、インパルス応答図は図—2のようになる。貨幣供給の増加は一時的に円高をもたらすが、長期的には円安の方向に作用する。生産は当初増加するがやがてマイナスに転じ、ネットでみるとほとんど増加しない。マネーサプライの増加に最も敏感に反応するのは物価であり、物価は一時低下したあと急騰して6期目にピークに達する。生産と物価のプロファイルから、マネーサプライの増加は長期的には物価上昇をもたらすだけで、生産にはほとんど影響しないことが分かる。

表—13は相対分散寄与率を表している。コールに比べると貨幣の外生性は高いが、やはり為替の影響を受けている。為替、生産、および物

表—10 政策目標の影響（固定相場期）

	GNP	Pw	Bp	Pc	R	IIP	DI
コール・レート	○					○	○
公 定 歩 合	○					○	○
マネーサプライ	○				○	○	
都 銀 貸 出							

注) ○印はt値の絶対値が2より大きく、しかも符号条件をみたすことを示す。

表—11 政策目標の影響（変動相場期）

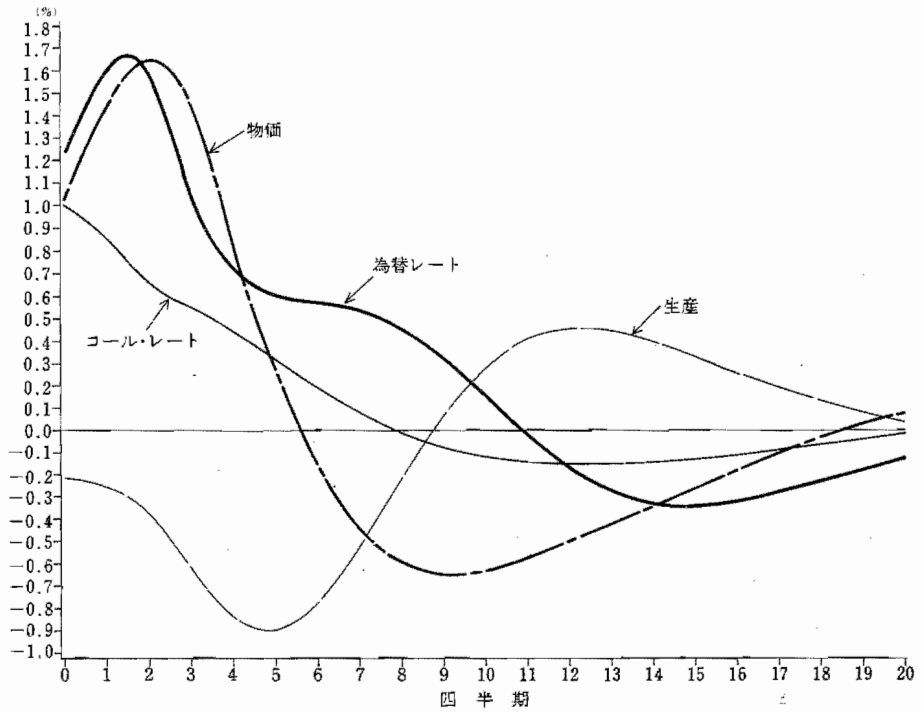
	GNP	Pw	Bp	Pc	R	IIP	DI	E
コール・レート		○				○	○	○
公 定 歩 合		○				○	○	○
マネーサプライ		○						
都 銀 貸 出		○						

表—12 予測誤差の分散分解(コール・レートの場合)

被説明変数	説 明 変 数			
	Call	E	IIP	WPI
Call	15.6	42.1	22.2	20.1
E	1.9	86.0	7.0	5.1
IIP	3.3	26.5	55.2	15.0
WPI	5.6	41.0	33.2	20.2

注) 単位はパーセント

図—1 コール、為替、生産、物価のコール・レートに対する反応



図—2 マネー、為替、生産、物価のマネーサプライに対する反応

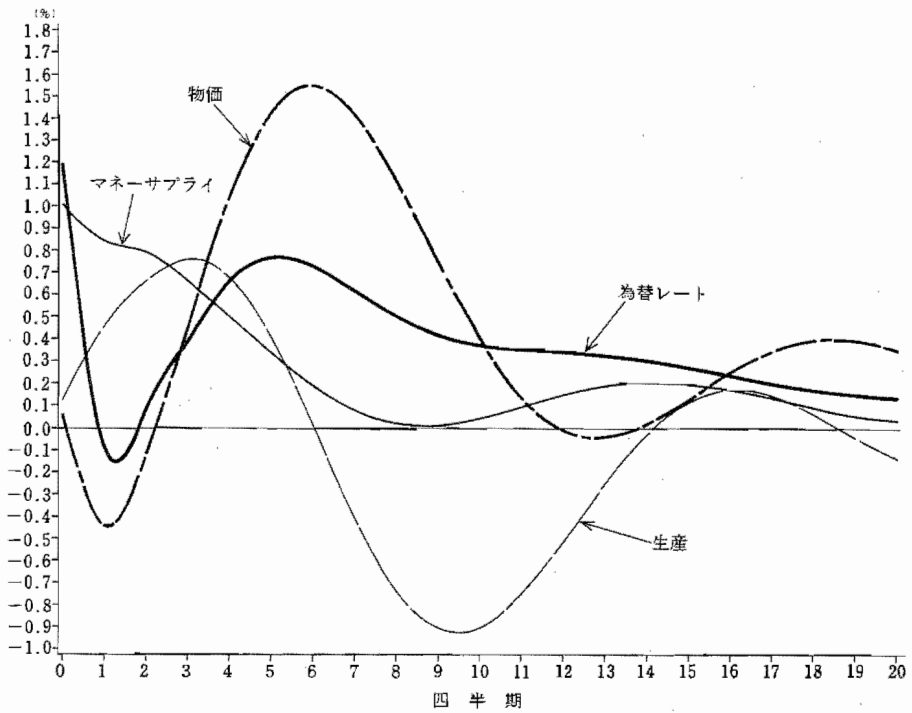


図-3 コール、為替、生産、物価のマネーサプライに対する反応 (5変数の場合)

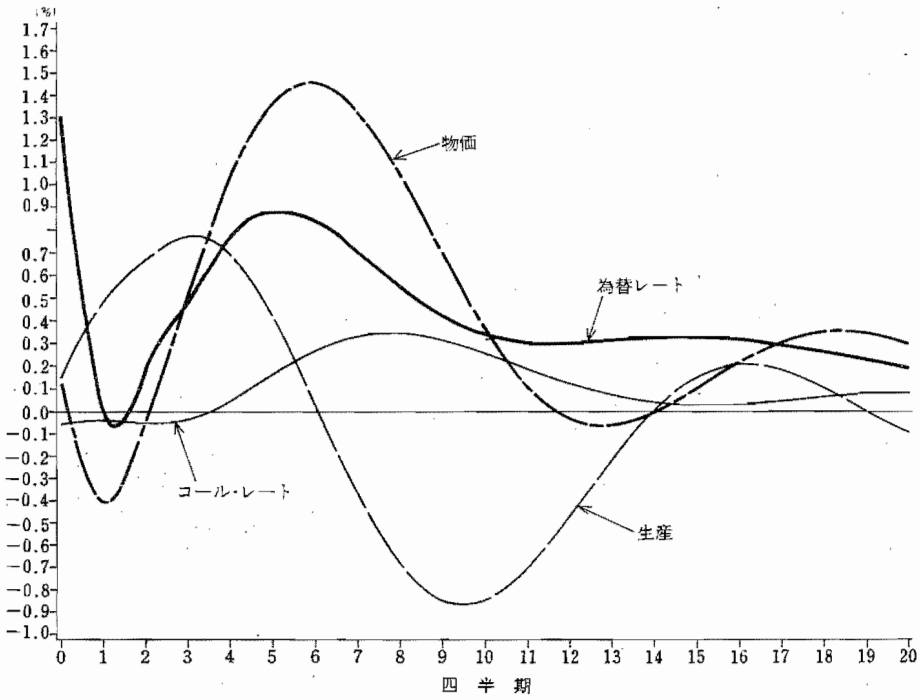
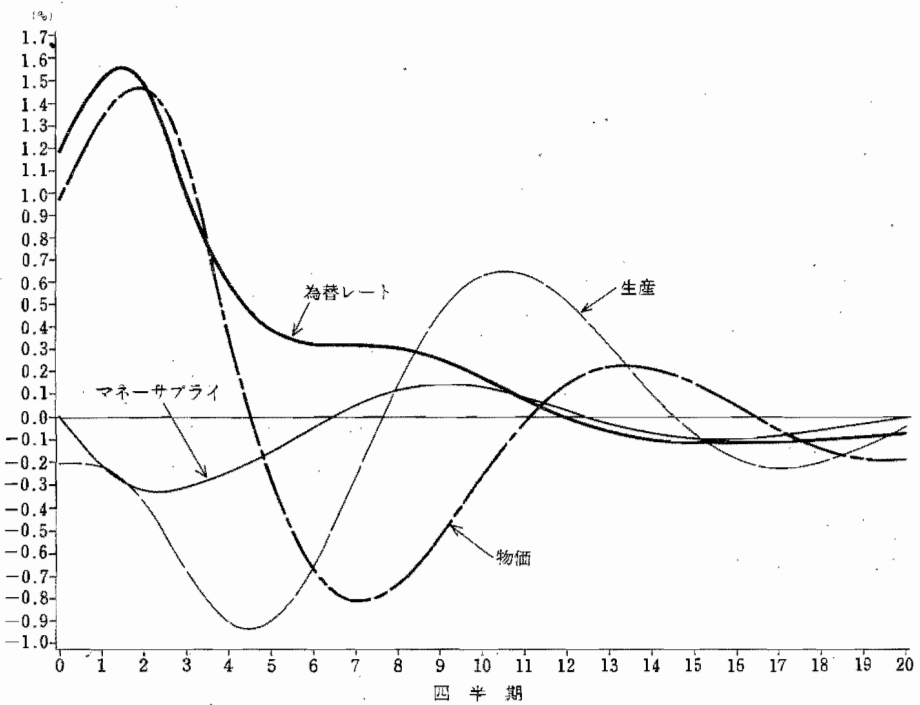


図-4 マネー、為替、生産、物価のコール・レートに対する反応 (5変数の場合)



表—13 予測誤差の分散分解
(マネーサプライの場合)

被説明 変数	説明変数			
	M ₂	E	IIP	WPI
M ₂	43.1	29.6	16.4	10.9
E	0.8	89.6	3.2	6.4
IIP	6.2	25.4	56.0	12.4
WPI	7.9	54.8	24.6	12.7

表—14 予測誤差の分散分解 (5変数の場合)

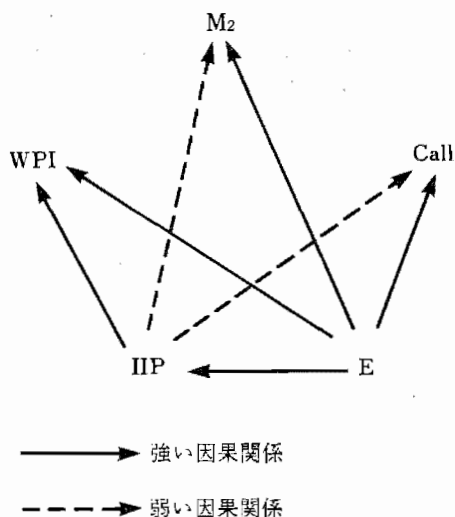
被説明 変数	説明変数				
	M ₂	Call	E	IIP	WPI
M ₂	42.8	5.5	28.2	16.1	7.4
Call	5.6	25.2	51.3	12.9	5.0
E	1.0	1.5	88.0	3.8	5.7
IIP	5.9	5.1	25.5	55.0	8.5
WPI	7.1	8.5	50.6	25.6	8.2

価に対する貨幣の寄与率はいずれも10%以下であり、貨幣は思ったほど重要な変数ではない。対照的に為替の影響はドミナントであり、為替レートに大きく左右される日本経済の姿が浮き彫りにされている。

最後にコールとマネーを同時に含む5変量システムを推定すると、インパルス応答は図—3および図—4のようになる。図—3を図—2と比較すると明らかなように、為替と生産および物価のマネーサプライに対する反応はコールを含めてもほとんど変わらない。同様にコールに対する反応はマネーを含めても変わらない。さらにマネーとコールの間ではほとんど反応はみられない。これより、マネーとコールは互いに独立に他の変数に影響を及ぼしていることが分かる。

表—14は相対分散寄与率を表し、変数間の因果関係をまとめると図—5のようになる。コールとM₂に注目すると、為替からの一方方向の因果関係が存在し、生産の影響も認められる。したがって因果関係という意味では両変数ともアクティブな変数ではない。

図—5 因果関係図



5. むすび

日本の金融政策はこれまでどのような目標を追求してきたのであろうか。前節までの結果によると、昭和48年以前においては適正な有効需要水準を維持することが金融政策の唯一の目標であった。48年に変動相場制に移行したあとは、物価重視のスタンスが強まっているものの、有効需要の維持という目標は依然日本の金融政策を支配している。「物価、景気の両にらみ」という姿勢は今日でもなお改まっていないわけである。

日銀法は第1条で日銀の任務として「通貨の調整」、「金融の調整」、および「信用制度の保持育成」を列挙するのみで、物価の安定には直接触れていない。しかし、インフレーションは社会的不平等をもたらし、経済の安定成長を阻害することを思えば、物価安定を最優先した政策が強く望まれるのである。

〔注 釈〕

- 1) この他に、経済成長の促進がしばしば金融政策の目標とされてきた。高度成長期には金利コストを引き下げるため「人為的低金利政策」がとられ、金融面から成長の促進が図られた。しかし、経済成長という長期的な目標は金融政策よりむしろ金融制度のあり方と深いかわりがあるように思われる。このためここでは取り上げないことにする。
- 2) 実質GNPのデータは経企庁『国民経済計算報告』(上巻, 昭和61年) および同『国民所得統計年報』(昭和62年版)による。その他のデータはすべて日銀の『経済統計年報』からとった。
- 3) 為替相場と米国公定歩合の影響を資本取引が原則自由化された55年第1四半期以後の期間についてみると

$$\Delta r_t = 0.3151 + 0.5530 \Delta E_t + 0.7836 \Delta r_{t-1}$$

(0.082) (3.143) (7.613)

$$\bar{R}^2 = 0.735, D.W. = 1.832, S.E. = 8.968, \rho = 0.565$$

$$\Delta r_t = 1.7608 + 0.3733 \Delta USdis_t + 0.7558 \Delta r_{t-1}$$

(0.259) (2.191) (5.857)

$$\bar{R}^2 = 0.568, D.W. = 1.349, S.E. = 9.561, \rho = 0.753$$

フィットが若干改善されるものの、表一5の結果と大して変わらない。
- 4) 物価の係数はともにプラスであるが、これはマネーサプライの増加による物価の上昇が、それとは逆方向の政策効果を相殺するためとみられる。統計的には誤差項と物価の間に同時方程式バイアスが生じているためとみられる。
- 5) もっとも、窓口指導には「含み貸出」等の抜け穴があったことからすると、これは当然の結果かもしれない。
- 6) VARモデルと応用例については、国友=山本〔3〕や拙稿〔2〕を参照されたい。
- 7) 原系列のままでは定常性の仮定を満たさないので、コール以外の変数は自然対数値の前年同期との差に変換した。

〔参考文献〕

- 〔1〕 貝塚啓明「安定政策の目標と金融政策」、貝塚啓明編『金融政策』(リーディングス・日本経済論)日本経済新聞社, 昭和47年, pp. 353—373。
- 〔2〕 釜国男「VARモデルによる米・英経済のマクロ経済分析」『創価経済論集』第16巻, 第4号, 昭和62年3月。
- 〔3〕 国友直人・山本拓「多変量時系列における因果序列と仮説検定及びマクロ計量分析への応用」(1), (2)『経済学論集』第51巻, 第4号及び第52巻, 第1号, 昭和61年1月, 4月。
- 〔4〕 館龍一郎「金融政策の有効性」『経済学論集』第31巻, 第2号, 昭和40年7月。
- 〔5〕 Dewald, William G., and Harry G. Johnson. "An Objective Analysis of the Objectives of Monetary Policy," in Dean Carson (ed.), *Banking and Monetary Studies*, pp. 171-189. Homewood, Ill. Richard D. Irwin, 1967.
- 〔6〕 Michaely, M. "Balance-of-payments Adjustment Policies: Japan, Germany and the Netherlands," *NBER Occasional Paper 106*, Columbia University Press, 1968.
- 〔7〕 Reuber, G. L. "The Objectives of Canadian Monetary Policy, 1949-61: Empirical "Trade-offs" and the Reaction Function of the Authorities," *Journal of political Economy*, vol. 72 (April 1964), pp. 109-132.