



Title	金融政策の有効性
Author(s)	金子, 邦彦
Citation	明治大学大学院紀要 商学篇, 10: 111-122
URL	http://hdl.handle.net/10291/11294
Rights	
Issue Date	1972-12-10
Text version	publisher
Type	Departmental Bulletin Paper
DOI	

<https://m-repo.lib.meiji.ac.jp/>

金融政策の有効性

THE EFFECTIVENESS OF MONETARY POLICY

博士課程 1年

金子 邦彦

KUNIHICO KANEKO

1. はじめに

金融政策は、一時ケインズ『一般理論』によって経済政策の主導的地位を財政政策に奪われたが、1950年代になるや、再び重要視されるようになった。いわゆる「金融政策の復活」である。それ以後金融政策の有効性に関する研究は、理論的にも、実証的にも急速な発展を遂げて今日に至っている。

さて、金融政策の有効性に関する問題としては、次のようなものを考えることができよう。(1)金融政策はどのような政策目標に対して有効か、(2)その他の政策(例えば、財政政策)と比べて、その有効性の程度は如何、(3)金融構造の変化、とりわけ国債を中心とする各種金融資産の累積、金融仲介機関の発達、金融政策の有効性に対してどのように作用するか、(4)政策目標を達成するため、金融政策はどのような行動を採るべきか(ルールか、自由裁量か)、(5)金融政策の指標は何か(貸手のアヴェイラビリティか、商業銀行の自由準備額か、貨幣供給量か、一般流動性か)、(6)金融政策は速やかに且つ確実に安定効果をもたらしうるか、などである。

(1)~(5)までは金融政策の有効性を、主として、その最終的效果との比較・考察によって検討しているのに対し、(6)はそれを、政策発動からその効果が生ずるまでのタイム・ラグ(time lag)と関連させているところに、違いがある。

本論文では、この(6)の金融政策の有効性に関する遅れ(lag)について検討していきたい。というのは、短期的な景気循環対策としての金融政策が、タイム・ラグの存在故に、かえって実体経済にとって不安定要因となる可能性が考えられるからにほかならない。

この遅れに関する問題、いわゆるラグ論争(Lag Controversy)は、フリードマン(M. Friedman)、カルバートソン(J. M. Culbertson)、ソロー=カレッケン(R. M. Solow and J. Kareken)⁽²⁾、メイヤー(T. Mayer)、ホワイト(W. H. White)、タッカー(D. P. Tucker)、ターナー(J. E. Tanner)、エイハーン(D. S. Ahearn)などによって、1960年代に入ってから本格的に展開されてきた。それは理論的、実証的両側面から研究されているが、本論文では理論的側面を中心に論じていきたい。

注 (1) この点に関しては〔18〕参照。以下〔 〕内の数字は本論文末の参考文献の番号を示すものとする。

(2) 〔2〕において、ソロー＝カレツケンが金融政策の遅れを、ブラウン＝アンドーが財政政策の遅れを担当している為、このように取扱った。

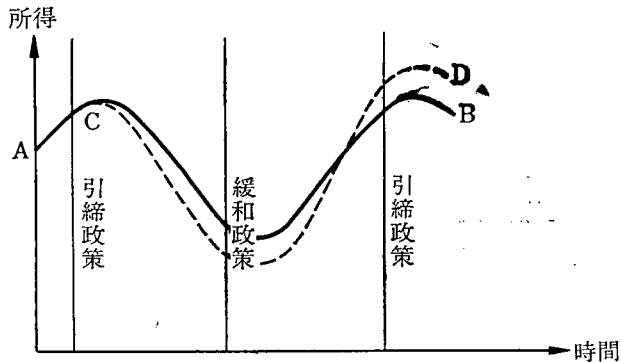
(3) ラッグ論争の経過や各論者の主張に関しては、〔17〕、〔21〕を参照されたい。

2. ラッグ論争

金融政策は、ストックとしての貨幣並びに貨幣に近い流動資産の需給に影響を与えることによって、間接的にフローとしての有効需要をコントロールするものである。このような金融政策の最も重要な特徴として考えられることは、それが機動性に富み、弾力的に実行せられうるということにある。それ故金融政策は、迅速に徐々に小刻みに適用しうるとともに、その時々⁽¹⁾の情勢の変化に応じて、容易に変換しうるものなのである。

しかしながら、金融政策における上記の特徴も、政策の遅れ (policy lag) を考慮するようになると、はなはだあやしいものになってくる。短期的景気循環対策としての金融政策は、その遅れが長い場合には、安定的に作用するよりも、むしろ不安定効果をもたらすということが考えられるからである。第一図でそのことを考えてみよう。A B線は政策介入のない場合の所得の変動であり、C D線は政策を実施した場合にみられる所得の変動を示している。

第一図



図から明らかなように、遅れが長い場合、引締政策は景気の下降を加速し、緩和政策は景気の上昇を加速して、景気変動の振幅を(金融政策を採用しなかった場合よりも)増大させる危険性があるわけである。⁽²⁾

ラッグ論争の出発点も、正にここにある。それは論争の一方の当事者であるミルトン・フリードマンの論述に、端的に表現されている。フリードマンはFRBを中心とする当時の支配的見解、即ち、金融政策は機動性に富み、その効果は速やかに現われるので、景気循環の振幅を狭めたり、景気循環をひき起こす諸要因を取り除いたりすることができるという見解を、真向から批判した。彼によると、金融政策はそのような機動性をもっておらず、はなはだ長くして変わり易い遅れをもっ

て作用するものである。それ故、遠い将来の景気動向を予想して適切な金融政策を実行することは、現在の知識水準のもとではほとんど不可能であり、たとえ景気安定化をめざして金融政策を実行したとしても、その結果は所期の目的とは反対に、景気循環を一層悪化させることになる。したがって、景気循環対策としての金融政策は、かえって実行しない方が望ましい、と主張している⁽³⁾。

このようなフリードマンの主張は、ひとえに、金融政策の効果が長くして変わり易い遅れ (long and variable lag) をともなうという、彼の遅れの学説 (lag doctrine) に基づいているといえる。即ち、“しかしながら、実際には貨幣の変化は、かなりの遅れの後や長い期間にわたってのみその効果をもち、その遅れはむしろ変わりやすいものであるとの多くの証拠がみられる。私がシュワルツ夫人とともに共同研究した国家経済調査会の研究では、18循環の平均で貨幣残高の変化率のピークは約16カ月一般市況のピークに先んじており、貨幣残高の変化率の底は約12カ月だけ一般市況の底に先んじていることをみてきた。……個々の循環については、記録される先行はピークで6ないし29カ月、底で4ないし22カ月となっている”⁽⁴⁾と。また彼によると、遅れの学説は金融政策のみならず、財政政策にも妥当するから、“金融政策や財政政策は、あたかも水道の栓のようなものであり、いまそれをひねっても、6カ月後、9カ月後、12カ月後、16カ月後になってはじめて水が流れ出るようなものである。政策のめざした効果と正反対の効果がもたらされる傾向があるのは、正に政策に対する反応がこのように長い遅れをもっているからにほかならない”⁽⁵⁾というわけである。

ところで、ここにいう政策の遅れは、三つの部分に分けることができよう。第一に、政策行動の必要性と必要性の認識との間の遅れ、第二に、必要性の認識と政策行動の開始との間の遅れ、第三に、政策行動の開始とその効果が実体経済に影響するまでの間の遅れである。われわれはスミス (W. L. Smith) にならって、第一の遅れを「認識の遅れ (recognition lag)」、第二の遅れを「実施の遅れ (administrative lag)」、第三の遅れを「効果の遅れ (operational lag)」と呼んでおこ⁽⁶⁾う。

ラグ論争で問題になったのは、これら三つの遅れのうち、第三の効果の遅れである。というのは、認識の遅れや実施の遅れは、金融政策にとってそれほど重視しなければならない遅れではなく、今後統計技術や経済理論の発達によって、将来に対する予測が正確になるであろうし、行政機構の改善によっても短縮化されよう。またフリードマンの自動的ルールでは、これらの遅れが除去されると考えられるからである。

以上の点を要約すると、フリードマンが効果の遅れに関するラグ論争において主張したことは、(1)金融政策には長くして変わり易い遅れ (long and variable lag) が存在すること、(2)遅れの測定が貨幣残高の変化率と一般市況の水準との比較によってなされていること、(3)因果関係が貨幣的变化から一方的に経済活動に及んでいることである。

われわれは、以下このようなフリードマンの主張を詳細に検討しつつ、順次批判していこう。

注 (1) [17] P. 35

(2) [25] P P. 260—3

(3)〔7〕、〔8〕参照

(4)〔11〕P.156

(5)〔30〕P P.615—6

(6)〔24〕P.605 ちなみに、金融政策と財政政策とをこれら三つの遅れで比較してみよう。認識の遅れは両者にとって無差別であるが、実施の遅れは金融政策の方が短いといえよう。というのは、予算の変更は議会の承認を必要とするのに対し、金融政策は中央銀行当局の決意で即時に実行しうるからである。逆に、効果の遅れは財政政策の方が短いといえる。財政政策が直接有効需要に働きかけるのに対し、金融政策は金融市場を経由する間接的なものだからである。

3. 長くして変わり易い遅れ (long and variable lag)

ラグ論争の第一点、長くして変わり易い遅れは、また遅れ (lag) が長い (long) ことと、変わり易い (variable) ということが問題になってくる。遅れの長さについて、フリードマンは前述のように12~16カ月、カルバートソンは3~6カ月⁽¹⁾、ソロー=カレクセンは6~9カ月⁽²⁾と推定している。一般的にあって、遅れの長さが12カ月を越えるなら、それは長い遅れを意味し、それ以下なら短い遅れであるといえよう。この点から、フリードマンのそれは長い遅れであり、カルバートソン、ソロー=カレクセンのは短い遅れである。

だが遅れが長い、短いということとは別に重要な問題がある。各論者とも、程度の差こそあれ遅れの存在は認めているが、フリードマンとカルバートソン、ソロー=カレクセンとの違いは、この遅れが前者は可変的・攪乱的であるのに対し、後者は固定的・安定的であると主張していることにある。この点は重要である。たとえ遅れが長くとも、その影響が一様に実体経済に及ぶのであれば、それは攪乱的要因とはならない。しかしながら、遅れが長くて、しかも変わり易いとなると、その影響力は強くなったり、弱くなったりする為、金融当局にとって把握しにくいだけでなく、きわめて攪乱的なものとなって来るからである。

フリードマンとカルバートソン、ソロー=カレクセンとの間に違いが生じたのは、一つには遅れに対する取扱いが異なっていることに由来する。そしてフリードマンに対する批判もそこから生まれてくる。まず遅れの測定に関してフリードマンは、統計的便宜さから、貨幣残高の変化率と一般市況の水準の、それぞれピークとピーク、谷と谷とを比較し、このような方法が循環的分析にとってベターであるとしている⁽³⁾。しかしながら、変化率と絶対量とを比較した場合、一般的には、前者はきわめてフレキシブルであると同時に、後者に先行する変数だといえよう。したがって、どんななめらかな循環的系列においても、変化率のピークまたは谷は、常に絶対量のピークまたは谷に先行するはずであり、その上、循環的系列が不規則的ななら、遅れは必然的に変わり易くなって来るわけである⁽⁴⁾。これがフリードマンの比較が長くして変わり易い遅れを見出す理由の一つである。ちなみに、貨幣残高の変化率と一般市況の水準とを比較するフリードマンの方法が、貨幣残高と一般市況の水準とを比較した場合より、遅れが長くなることを具体的に示そう。アメリカにおいて、貨幣残高の変化率は1958年4月にピークに達し、絶対量のピークは1959年8月ないし9月であった。こ

れにひきかえ、一般市況の水準のピークは1960年5月であった。したがって、フリードマンの方法では遅れが25カ月、水準と水準との比較では8～9カ月となり、前者が後者の三倍程長くなっている。⁽⁵⁾

またフリードマンは、政策開始とそれにつづく時系列の循環的転換点との間の時間的間隔を、遅れの長さのみなしている。彼がそうしたのは、貨幣的变化がどのような経路を通じて経済活動に浸透していくかという、金融政策の波及メカニズム (transmission mechanism) に対する彼の考え方に基づいている。それはトービン (J. Tobin) 流の資産選択の理論を応用したものである。いまFRBが公開市場において買操作をしたとしよう。そのことは証券価格の引上げ、利回りの低下を招く。その過程において、一方では銀行の手元流動性が増加し、それ故銀行信用額が、そして最終的には総貨幣量が増加する。こうして名目貨幣量は増加される。他方では、買操作に応じた銀行以外の公衆 (個人並びに生産的企業) の手元には、所望量以上に現実の貨幣量が存在することになる。フリードマンによれば、公衆は自己の保有したいと思う実質貨幣量 (所望貨幣量) を熟知しており、もし現実の貨幣量と所望貨幣量とに違いが生じた場合には、ただちに両者を等しくさせるように行動すると考えられている。即ち、有利な資産利回りを求めて、富のストックを再調整しようとする。またその再調整は、貸借対照表を通じて行なわれている。これはピグー (A. C. Pigou)、ハーバラー (G. Harberler)、パティンキン (D. Patinkin) などの主張する実質残高効果 (real balance effect) の適用にはかならない。その場合、所望量以上の現実量は、貨幣と代替的な資産を購入することによって調整されるが、その選択範囲は富のあらゆる形態にまで拡大されて、その間の代替が考えられている。

再調整過程は次の通りである。公衆は現実の貨幣量を所望量に等しくするように行動する。つまりその他の資産を購入しようとするから、当該資産の価格は騰貴しよう。このことは、政府証券の売買には直接関係のなかったその他の資産保有者にも影響を与えることになる。危険回避者 (risk averters) は保有資産を手放し、危険愛好者 (risk lovers) は一層資産を購入しようとするから、両者の間にも売買が行なわれることになる。こうして選択の対象となる資産は拡大されていき、最終的にはすべての資産にまで拡大され、活発な売買が行なわれる。この場合、実物資産とて例外ではない。実物資産の需要の増加は生産の拡大につながり、原材料や労働の需要を増加させ、また消費役の需要をも増加させる。したがって、現実量と所望量との貸借対照表を通じる再調整は、経済のあらゆる局面にまでその影響を波及させることになるから、支出、所得、物価などにも影響が波及するわけである。フリードマンによれば、このような金融政策の変化によってもたらされる再調整は、すべての資産にまで波及するにはかなり長い時間がかかり、それはまた支出に対する影響にもみられるという。⁽⁶⁾

フリードマンのこのような主張は、ラグ論争の第三点、貨幣的变化と経済活動との因果関係の分析からもうかがえる。彼によれば、景気循環過程における両者の関係は、長期的変動ほど明白ではなく、複雑であって、二面的な因果関係も存在する。だが、景気循環過程においてさえ、貨幣量

が大いに独立的彼割を演ずるといふ、多くの実証的証拠がある⁽⁷⁾。そして両者の間に存在する二面的な因果関係は、金融政策の効果の遅れが長くして変わり易い理由の一つであるといふ。何故なら、主たる直接効果 (direct effect) が総効果 (total effect) にはほぼ等しいなら、3～6 カ月という短い遅れが存在するかもしれないが、景気状態から貨幣へのフィードバックは間接効果 (indirect effect) をひき起こし、誘発された貨幣的变化は次々にその影響を及ぼし、たとえその強さは恐らく次第に弱くなっていくとしても、永久に継続しがちである。このようなフィードバックが重要であればある程、ますます間接効果は大きくなるであろう。また貨幣的調整とその効果の全体との間の平均的遅れも、一層長くして変わり易くなるであろう、といふわけである。⁽⁸⁾

フリードマンが関心を寄せるのは、それ故、支出に対する影響がいつ始まるかではなくして、貨幣的变化とその影響との間の加重された平均的時間間隔にある。だから彼のいう遅れは、貨幣的变化とそれが金融市場に与えるインパクトとの間の遅れ—その遅れはある金融市場にとって、実際には短いかもしれない—ではなく、貨幣的变化とそれが所得フローに及ぼすインパクトとの間の遅れであるから、金融市場の変化や支出の変化の影響が貨幣それ自体にフィードバックすることによつて、遅れは一層長くなると考えられている。⁽⁹⁾

要するに、金融政策の波及メカニズムにおけるフリードマンの主張は、安定的貨幣需要函数を背景に、貨幣量の増加が実体経済の攪乱をひき起こし、それが再び貨幣へフィードバックすることによつて、遅れが長くして変わり易くなると考えられているのである。だがこれには、(1)貨幣需要函数は果して安定的なのか、(2)因果関係が貨幣量から実体経済へのみ及ぶのかといふ、二点が問題になってくる。(2)の因果関係の問題から考えてみよう。フリードマンはそれを実証的に証明している。だがそのことは、彼の別の実証的研究と矛盾していないであろうか。即ち、両者の関係は“相互に原因であり結果であるが、しかし貨幣はむしろ長期変動や大きな循環変動においては、明らかに先導のパートナーであり、短期のゆるやかな変動においては、貨幣所得や物価水準と対等のパートナーである。これがわれわれの検証によつて示される結論である”⁽¹⁰⁾と。われわれの分析視点が短期のゆるやかな変動にあるのだから、その点から考えると、両者の関係は二面的な因果関係にあると、この結論からいえるであろう。二つの実証的研究は、明らかに矛盾している。後者の結論を採用すれば、フリードマンの波及メカニズムは、それが貨幣から経済への一面的因果関係の実証的証拠に依拠しているのだから、全く意味をなさなくなってくる。貨幣と実体経済との関係は、やはり二面的な因果関係にあると考えなければならない。

次に、(1)の安定的貨幣需要函数について考えよう。安定的貨幣需要函数に対しては、(1)富並びに恒常所得の概念が不明確なこと、(2)一般的交換手段、支払手段としての貨幣のなかに、有期預金が含まれていること、(3)利子率の役割が軽視されていること、(4)貨幣需要函数が個人と生産的企業とは同一であり、ただ一個の方程式で代表されていること、などが反論としてあげることができよう。

貨幣需要函数の安定性の問題を金融政策の波及メカニズムと関連させて考える場合、特に問題に

なってくるのは(3)と(4)である。われわれはこの二つを取り上げ、批判していきたい。(4)から考えていこう。フリードマンは貨幣需要函数を一個の式で代表し、それが予備的動機に基づくとしている。個人の場合、そのようにしてもあまり無理があるとは思われないが、企業の場合には若干異なる。企業にとって、売掛金の増大や短期流動的な運転資金需要は取引動機に基づく貨幣需要を、長期固定的な設備投資資金需要は予備的動機に基づく貨幣需要を形成する。企業にはどちらも不可欠であるから、個人と同一の貨幣需要函数式で考えることは無理である。フリードマンの欠点は、貨幣需要函数が経済主体によって異なることの無視と、資本主義経済において重要な位置を占める企業の貨幣需要が、その他の経済主体とのいろいろな違いを無視されて、簡単に同一線上にくつわを並べるといふ、二つの誤った単純化にある。一步譲って貨幣需要函数をただ一個の式で表わす場合でも、企業の行動に注目して、取引動機による貨幣需要を考慮に入れなければならない。するとその式は、一層实体经济の影響をうけることになり、安定的なものとはいえなくなってくるし、フリードマンの主張とは逆に、实体经济から貨幣へのルートが考えられてくる。

次に、(3)の利率の役割を軽視していることを考えよう。フリードマンのそういう態度は、次のような一文からも明らかである。“利率や資産価格は、貨幣的变化の影響が何ら変えられることなく支出に伝えられる一種のパイプのようなものである。それは正に、湖に注ぐより大きな流れが、湖自体の水位を変えることなく一定期間の後流出量の割合を増加させていくようなものと同じものである⁽¹¹⁾”と。ここでは、利率は単なる調整変数としての役割しか与えられていない。彼がこのように利率の役割を過小評価している根拠は、彼の実証的研究によるところが大である。即ち、計算計測流通速度と観測された計測流通速度との残差を利率の変動で説明しようとして、利率の効果はきわめて小さいとしている⁽¹²⁾。だがそれは、推計方法それ自体に誤りがある。利率は所得と相関して変動するものである。富の割引率としての利率がフレキシブルに変動するならば、当然所得もまた影響をうける。(Wを富の総額、rを利率、Yを所得とすると、 $\frac{W}{r} = Y$ となる。)所得で説明できない残差だけを利率で説明しようとするから、利率の影響が過小評価されてしまうのである。フリードマンの主張が根拠のないものであることは、同じマネタリストの陣営であるメルツァー (A. H. Meltzer) の実証的研究によって、利率が貨幣需要函数において十分有意な独立変数であることが判明した⁽¹³⁾ことでもわかるであろう。

さて、これまで利率は経常利率として取り扱ってきたが、期待利率をも考慮に入れなければならない。フリードマンは、期待利率が貨幣需要に対して一定と解釈している。この点にも異議がある。公開市場における買操作によって資産価格は上昇し、市場利率は下落しよう。市場利率の下落は、ある程度のタイム・ラグをともなって期待利率に影響を与え、それを下落させる。だから、貨幣需要に対する期待利率の影響が一定だとはいえなくなり、それは重要な役割を演ずることになる(特に企業にとってはそうである)。

(3)と(4)とを考察してわれわれが気付くことは、フリードマンにおいては企業行動に関する分析が貧弱だということである。企業は再生産過程において資本を循環させることによって、利潤を獲得

することが彼らの目的であって、資産を保有するか否かという資産選択行動がその本来の目的ではない。だから、金融政策の変化を企業サイドから考える場合でも、それが現在及び将来の企業行動に与えるインパクトを中心にして考えていかなければならない。また企業にとって利子率は、（正常利子率であれ、期待利子率であれ）単なる調整変数ではなく、投資を決意する上での戦略的変数となっていることも指摘しておかなければならない。したがって、利子率のみならず、金融政策の変化が具体的な形となって現われてくる金融市場の役割が、重要性を帯びてくることになるのである。フリードマンにおいては、この金融市場の分析が欠除している。

ここで金融市場の役割を考えていこう。その場合効果の遅れを二分して、新しい金融政策が金融市場にその影響が及ぶまでの時間的間隔と、金融市場の変化が産出高の変化となって現われるまでの時間的間隔としよう。前者を「信用市場の遅れ (credit market lag)」、後者を「産出高効果の遅れ (output lag)」と呼んでおこう。⁽¹⁴⁾ 信用市場の遅れにおける中心的論点は、各種の金融政策手段の有効性を精密に比較・検討することによって、最良の政策手段を見出すことにある。だが、われわれにとってこの点を検討することは、本論文の目的ではない。一般的に言って、アメリカのように広範な政府証券市場が存在する国では、公開市場操作が最も有効な政策手段であるとだけ付け加えておこう。

産出高効果の遅れの分析に進もう。フリードマンがいうように、金融政策の波及メカニズムは、貸借対照表の調整を通じてのみ行なわれるのではない。金融政策の変化は、個人や企業の行動に影響を与えるが、即時的にその行動が規制される部分もあれば、徐々にゆっくりと規制される部分もあるわけである。いわば、金融政策の効果が速やかに現われる経路と、徐々にしか現われない経路とを分けて考えるべきである。したがって、フリードマンのように、創出された貨幣増加額が総額として、貸借対照表の調整を通じて实体经济に影響を与えていくと考えるより、金融政策の影響がそれぞれ異なる各セクターを、個々に分析していくことがまず必要である。

さて、金融政策の主要な波及経路としては、次の四つが考えられよう。⁽¹⁵⁾

- (1) 金融政策それ自体、並びに金融政策がただちに影響を及ぼす諸変数（例えば、利子率や金融市場の状態）のビヘイビアーが、期待、計画、投機活動にもたらす効果
- (2) 金融政策がもたらす銀行の信用供給の変化に基づき、債券価格やその他の資産価格が変化することによって生ずる資本利得や貸借対照表の圧力を通じての所得への効果
- (3) 一時的にせよ遊休残高を増加させるために貯えられることのない、このような銀行の限界創出信用の支出フローに与える効果
- (4) そのような銀行の限界創出信用が保有者にとって望ましい水準あるいは均衡水準を超過すると考えられ、一時的に遊休残高として保有されることによって生ずる金融拡張傾向や好ましい支出態度への持続的圧力

このうちフリードマンが考慮に入れているのは、金融政策の効果が最も長い遅れをもち、しかも持続的に現われる(4)の経路のみであり、それより速やかに効果の現われる(1)~(3)の経路を無視して

いる。ここに、金融政策の効果にともなう遅れを考える場合、(1)～(3)がほとんど重要性をもたないとし、(4)の経路のみを重視する態度（フリードマンの態度）が最良の方法なのか、それとも(1)～(4)のすべての経路を採り上げていくべきかの選択が問題になってくるわけである。

われわれが資産保有者の視点に立って公衆を考えるなら、フリードマンの態度の方がベターであろう。というのは、上に述べたような企業行動の特徴が消失してしまい、企業の行動も単なる資産選択行動が中心となってくる上に、個人の消費行動が金融政策の変化によってうける影響が無視されてしまうからである。企業の投資行動や個人の消費行動を重視して考えるなら、当然(1)～(4)のすべての経路を考えていかなければならない。また、(4)より(1)～(3)の経路の方が当該国の金融政策の波及メカニズムにとって重要であると考えられるなら、フリードマンの態度を採用することはできないであろう。(1)～(3)の経路を重視するにせよ、(1)～(4)のすべての経路を考えるにせよ、その場合の遅れは加重平均化されたとしても、当然短い遅れとなるろう。

注 (1) [4] P P.476—7

(2) [2] P P.2—7、14—96

(3) [12] P P.243—7

(4) [3] P.620

(5) [21] P.159注37

(6) [12] P P.255—6

(7) [9] P.179

(8) [12] P.256

(9) [12] P.256

(10) [16] P.695

(11) [12] P.256

(12) [10] 参照。

(13) [23] 参照。

(14) このような名称は、メイヤーによって与えられている。[22]参照。なおソロー＝カレッケンは、前者を“intermediate lag”、後者を“outside lag”と呼んでいる（[2] P P.3—4）。

(15) [4] P.476

4. おわりに

以上われわれは、金融政策の有効性における遅れの問題を、遅れの測定や金融政策の波及メカニズムを中心に検討してきた。最後に遅れの始期、終期を考えていこう。フリードマンが遅れの始期を政策開始としたことには異論はないが、遅れの終期を循環的転換点に採っていることは批判の対象となる。彼はそうすることによって、金融政策の効果を直接効果のみならず、間接効果も含めた総効果で考えている。だが間接効果は、貨幣的变化によって誘発された実体経済の影響が、そのみが再び貨幣へフィードバックされたものだといえるであろうか。間接効果には、金融政策以外の各種の政策がもたらした効果や、その他のファクターの変化によって生じた効果などが混入されていることが考えられる。するとその効果は、いろいろな影響が加重平均化されているから、遅れは

当然長くして変わり易くなるであろうし、間接効果のうちどれだけが純粋に金融政策によってもたらされた効果であるかが計測できなくなってくる。したがって、金融政策の効果を総効果で考えている循環的転換点を、遅れの終期とみなすべきではない。というのは、総効果のなかには、金融政策の純粋の効果のみならず、ことさら長い遅れの原因となりそうなその他のファクターの影響も入りこんでいるからである。金融政策の効果は、理論的にも計測的にも、直接効果に限定すべきである。とするならば、遅れの始期は貨幣量の変化率が変化し始める政策の開始に、遅れの終期は貨幣的变化が経済活動の水準に影響し始める時点、即ち、経済活動の水準の変化率が変化し始める時点に採らなければならないであろう。この場合、変化率と変化率との比較であるから、遅れはそれほど長くなってはこないし、不明瞭な間接効果を除外してあるから、変わり易くもならないであろう。それ故、短期的な景気循環対策としての金融政策の効果は、直接効果に限定すべきであり、そして貨幣量の変化率と経済活動の水準の変化率との間の時間的間隔をその遅れの長さとして計測すべきだというのが、われわれの結論である。

だがこのような金融政策の効果の選択とは別に、金融政策がどの程度政策目標を達成した場合にそれが有効であるか（あったか）という、金融政策の効果の実現度の問題も考えていかなければならない。たとえ金融政策の影響が短い遅れで経済活動に及んだとしても、その効果があまりにも小さいなら、金融政策が有効な政策だとはいえなくなってくるからである。この点は重要であり、是非早急に解決しなければならない問題だといえよう。

さて、金融政策は短期的な景気循環対策としてのみ活用されるわけではない。それはまた経済構造の基調を変えるような長期的な目標、例えば高度経済成長の持続的達成にも役立つ。金融政策が短期的目標を採るか、あるいは長期的目標を採るかは、その有効性と関係してきわめてむずかしい問題である。また金融政策や財政政策を含むいくつかの政策が、複数個の政策目標に対してどのように割当てられるかという、政策割当て（policy rationing）の問題も残っている。これらの問題は、はじめにわれわれが金融政策の有効性に関する問題として採り上げた(1)～(5)までの問題と並んで、金融政策の総体としての有効性に関する問題として包含されると同時に、個々の問題として考えていかなければならない。本論文が採り上げた金融政策の有効性における遅れの問題は、金融政策の総体としての有効性を検討する上での、一助となるに過ぎないのである。

注 (1) 直接効果を目標とする金融政策を短期的金融政策、総効果を目標とする金融政策を長期的金融政策とし、両者の関係を論じている歙田邦夫氏の見解は興味深い。〔20〕P.23参照。

参考文献

- 〔1〕 D. S. Ahearn, "Federal Reserve Policy Reappraised, 1951—1959", New York, 1963
- 〔2〕 A. Ando, E. C. Brown, R. M. Solow, and J. Kareken, "Lags in Fiscal and Monetary Policy," A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit, Stabilization Policies, Englewood Cliffs, 1963
- 〔3〕 J. M. Culbertson, "Friedman on the Lags in Effect of Monetary Policy," Journal of Political Economy, December, 1960, PP. 617—21

- { 4 } do. "The Lag in Effect of Monetary Policy : Reply," *Journal of Political Economy*, October, 1961, PP. 467—77
- { 5 } do. "The Use of Monetary Policy," *Southern Economic Journal*, October, 1961, PP. 130—7
- { 6 } do. "The Use of Monetary Policy : Reply", *Southern Economic Journal*, April, 1963, PP. 330—5
- { 7 } M. Friedman, "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability," *American Economic Review*, June, 1948, reprinted in *Essays in Positive Economics*, Chicago, 1953, PP. 133—56
- { 8 } do. "The Effect of a Full-Employment Policy on Economic Stability : A Formal Analysis," reprinted in *Essays in Positive Economics*, Chicago, 1953, PP. 117—32
- { 9 } do. "The Supply of Money and changes in Prices and Output," U. S. Congress, Joint Economic Committee, *The Relationship of Prices to Economic Stability and Growth : Compendium*, 85th Congress, 2nd Session, 1958, reprinted in *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago, 1969, PP. 171—87
- { 10 } do. "The Demand for Money : Some Theoretical and Empirical Results," *Journal of Political Economy*, August, 1959, reprinted in *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago, 1969, PP. 111—39、『貨幣の需要—若干の理論的ならびに経験的結果—』水野正一・山下邦男監訳『現代の金融理論Ⅰ—流動性と貨幣需要—』勁草書房、昭和40年、P P. 88—123
- { 11 } do. "A Program for Monetary Stability," New York, 1960、三宅武雄訳『貨幣の安定をめざして』ダイヤモンド社、昭和38年
- { 12 } do. "The Lag in Effect of Monetary Policy," *Journal of Political Economy*, October, 1961, reprinted in *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago, 1969, PP. 237—60
- { 13 } do. "Note on the Lag in Effect of Monetary Policy," *American Economic Review*, September, 1964, PP. 759—61
- { 14 } do. "A Theoretical Framework for Monetary Analysis," NBER Occasional Paper 112, New York, 1971
- { 15 } M. Friedman and A. J. Schwartz, "Money and Business Cycles," *Review of Economics and Statistics*, February, 1963, reprinted in *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago, 1969, PP. 189—235
- { 16 } do. "A Monetary History of the United States, 1867—1960," Princeton, 1963
- { 17 } 一谷藤一郎「現代金融政策の基本問題」『金融政策の基礎理論』清明会叢書4、昭和40年
- { 18 } 伊東政吉『アメリカの金融政策』岩波書店、昭和41年
- { 19 } E. J. Kane and D. G. Lockett, "The Use of Monetary Policy : Comment," *Southern Economic Journal*, April, 1963, PP. 326—30
- { 20 } 鎌田邦夫『金融理論と金融政策』大阪府立大学経済研究叢書14、昭和39年
- { 21 } 町永昭吾『アメリカ金融政策論』有斐閣、昭和46年
- { 22 } T. Mayer, "The Inflexibility of Monetary Policy," *Review of Economics and Statistics*, November, 1958, PP. 358—74
- { 23 } A. H. Meltzer, "The Demand for Money: The Evidence from Time Series," *Journal of Political Economy*, June, 1963, PP. 219—46
- { 24 } W. L. Smith, "On the Effectiveness of Monetary Policy," *American Economic Review*, September, 1956, PP. 588—606

- [25] 館竜一郎・浜田宏一『金融』岩波書店、昭和47年
- [26] J. E. Tanner, "Lags in the Effect of Monetary Policy: A Statistical Investigation," *American Economic Review*, December, 1969, PP. 794—805
- [27] D. P. Tucker, "Dynamic Income Adjustment to Money-Supply Changes," *American Economic Review*, June, 1966, PP. 433—49
- [28] W. H. White, "The Flexibility of Anticyclical Monetary Policy," *Review of Economics and Statistics*, May, 1961, PP. 142—7
- [29] 矢尾次郎・川口慎二編『金融政策入門』有斐閣、昭和42年
- [30] U. S. Congress, Joint Economic Committee, Hearing, Employment, Growth, and Price Levels, Part 4, 1959