

固定及び変動相場制下における 日米の経験からの教訓

アラン・H・メルツァー

訳者解説

1. はじめに
2. 金融政策の推移
3. 予測誤差の分析
4. 結 論

訳者解説

本論文は、アラン・H・メルツァー米国カーネギー・メロン大学教授（昭和59年12月より約3か月間、日本銀行金融研究所海外客員研究員、現在当研究所海外顧問）による論文“Lessons from the Experience of Japan and the United States under Fixed and Fluctuating Exchange Rates”（1986年6月）の翻訳である。同論文では日米を対比し、固定及び変動相場制の下において物価と景気がいかに変動したか、また特に金融政策のあり方とそれがいかに関連していたかについて実証分析を行うとともに、変動相場制下における金融政策の役割、とりわけ為替レートをも中間目標とする政策運営のあり方につき興味深い見解を提示しているのでここに訳出、紹介することとした（なお、本論文は1981年1月、Cato Conferenceにおいて同教授が行った講演草稿に加筆して作成されたもので、原文は当研究所英文機関誌 Monetary and Economic Studies Vol. 4 No. 2, October 1986 に掲載）。

本論文において特に注目される結論を予め要約すると次の通りである。

- ① 産出量及び物価についての人々の予測誤差

（予測時点までの動きによっては説明できない不規則な振れ）を計測すると、日本では、変動相場制への移行及び日本銀行によるマネーサプライ増加率見通しの公表開始以降著しく低下したのに対し、米国では逆に増大した。

- ② 日本でこのような動きがみられたのは、フロート制の下で通貨供給量が適切にコントロールされるようになったことから、金融政策に対する信頼度が固定相場制下と比べても、また米国と比較しても大きく高まり、これが経済諸変数の予測可能性を高めたことに大きな原因がある。
- ③ 2国間の為替レートに対して政策的に影響を与えようとする試みが最近みられるが、これは、金融政策の目標を多数化する動きともいえるものであり、もしそれが現実に実施されるとした場合、日本の経験に照らしていえば物価や産出量の変動を拡大するとともにその予測可能性を低下させ、ひいては経済厚生を低下させることになる。

1. はじめに

戦後間もない頃から1971年8月まで、日本は

対ドル固定相場制を維持してきた。しかし、1971年8月以降、特に1973年2月以後はドルと円は共に変動相場制に移行し、一般的には為替レートは日米両国において自由に変動することとなった。ところが、こうした自由変動相場制度は、1985年9月、5大国の蔵相が為替相場に影響を与えるべく介入を行うことで合意に達した時点で修正を受ける、ないしは変更されることになった。この9月合意（いわゆるG5合意）については、その内容がおそらくは意図的に不明確のままとされているので、そこで生じたことが何であれ、その効果を評価することは時機尚早であると思われる。

そこで、以下で言及するのは、こうしたG5合意による変化以前における固定及び変動相場制の分析に限定されている。また、ここでの議論は、以下に述べる4つの理由からその大部分が日本に関するものである。まず第1に、日本の金融面における経験は米国のそれに比べ我々にはなじみが薄いことである。日本の経験は、政策面における米国との相違を反映した面もあって、米国のそれとはかなり異なったものとなっている。

第2に、より重要な点であるが、ここにおける政策立案に携わっている方々が日本の辿った経験を十分研究することによって、我々全体の利益になるいくつかの教訓を引出し得るからである。日本は、1974年における20%を超えるインフレ率（GNPデフレーター）を近年では0%ないし2%の間まで鎮静化することに成功した。また、第1次オイルショック直後の1974年にこそ実質産出量が落ち込んだものの、経済成長率はその後のインフレ減速過程を通じて概ね3ないし5%を維持した。この間日本は通貨成

長率を一貫して、しかも漸進的に低下させる政策を遂行するとともに、成長率の大幅低下をみることなくインフレ率について比較的着実な低下を達成したのである。

第3に、日本の経験は経済学におけるいくつかの命題について証拠を提供していることである。その一例は既に言及した通り、日本の実質成長率は各年のインフレ率の動きから独立した動きを示しているように窺われる点である。また日本の経験は、ポリシーミックスの役割についての証拠を提示するものである。すなわち、日本の政府は、金融引締めと財政拡大を組み合わせたのではなく、財政赤字と通貨成長率を同時に低下させた。日本は、事前に公表した政策を安定的に遂行することによってインフレの減速化、比較的安定的な成長、そして高水準の雇用を達成し得た訳である。アメリカでは、頻繁な政策変更によって景気の上昇・下降及びインフレ率の上昇・下落を繰り返して引き起こしたという経験があるが、日本の経験はこれとは際立った対照をなすものである。

第4に、日本での経験によれば、物価及び産出量の変動は固定相場制の下においてよりも変動相場制の下における方がはるかに小さなものとなっている点である。この事実は、これまでに公けに（そして非公式にも）主張されてきた変動相場制が持つコストに関する多くの見解に疑問を投じるものである。¹⁾この点は、比較的効率的な事前予測と実績値との誤差をみることによって、よりの確な証拠を得ることができる。すなわち、これらのデータによれば、日本では、物価及び産出量に関する予測誤差の分散は固定相場制の下におけるよりも変動相場制の下における方がより小さかったことが示される。以上

1) 変動相場制に対する批判の中には、実質（すなわち物価水準調整済の）為替レートの水準を問題にするものもあるが、多くの批判は、物価及び産出量のいわゆる行き過ぎた変動を問題としている。

の証拠を全体としてみると、産出量及び物価の動向は、変動相場制に移行するに伴い、より安定的かつ予測可能になったことを示唆している。

2. 金融政策の推移

日本の戦後金融史をひもといてみると、金融市場の規制のあり方及び金融政策遂行のルール・手順は大きな変化を遂げている。戦後間もない時期には、金利水準は中央銀行により決定されるとともに、1ドル360円の為替平価が維持されていた。消費者にとっての金融資産の選択幅は極めて限定されたものであり、これらの資産から得られる金利はその時のインフレ率を下回ることもしばしばあった。借入金利は投資促進の見地から低水準に抑えられ、また、対外取引によって高利回りを得ようとする試みは為替管理により禁止されていた。中央銀行は、信用割当を行うとともに、市中銀行に対しては有利なレートで貸出を実行することによって、これらの銀行に補助金支給を行ってきた訳である。²⁾

戦後の最初の10年間は、日本は経済的自由よりも経済発展を優先していた。比較的高かった貯蓄率は、優先順位の高い部門における資本形成のために利用された。日本はある省庁の中心的な政策立案者等により一枚岩的に運営されていたとする見解は、戦争直後の時期に関してすら誤解を含んだ誇張された見方であるが、過去においては、量的割当と政府規制の重要性がそれ以後の時期よりも大きかったことは事実である。現在の日本は、規律正しく運営されかつ効果的に作用する金融政策を備えた市場経済の国である。過去においては、日本銀行は金利の効

果を補完ないし代替するための影響力と説得（窓口指導として知られている）並びに公定歩合政策に大きく依存していたが、最近では、金融政策を実施する上で公開市場操作の重要性が次第に増してきており、“窓口指導”の役割は過去に比べ低下している。

日本銀行は、最近10年間、次第に通貨供給のコントロールに重点を置くようになっている。日本銀行関係者は、通貨コントロールの運営に関して議論を行う場合、“目標 (targets)” という用語を避け、“見通し (projections)” という用語を好んで用いている。³⁾ 日本銀行の見通しは、1975年から79年にかけては M_2 の増加率についてであったが、79年以降は $M_2 + CD$ についてそれがなされている。日本銀行は四半期ごとに1四半期先の $M_2 + CD$ 前年比増加率の見通しを公表している。見通しの計数は、ただ1個あるだけである。日本銀行は幅を持った見通しを公表するのではなく、また見通しのベースとなる時期の計数が改訂されることに伴って見通し計数を改訂するといったことも行っていない（米国では、通常、見通し策定のベースを変更することに伴って目標値が改訂されるので、あたかも金融政策のスタンスが変更されたかの如き幻想を与える）。この見通し計数の値は、概して低下傾向を示しており、また実際の通貨成長率は殆どの年について見通しに近いものとなっている。

これに対し連邦準備制度は、数多くの目標値を各々上限及び下限付きで発表している。ベース、すなわち増加率見通し算定の起点は毎年変更され、また年央においても時々調整が施される。その場合の公表文や通貨目標値に関する解釈は、連邦準備制度が実際達成し得る以上の正

2) Suzuki (1980) においては、こうした仕組みに関して一層完璧な議論が行われている。

3) Suzuki (1985) は、1985年9月のG5合意以前に実施されていた政策運営の実際の方法を論じている。

確さをもってコントロールを行い得るかのよう
な印象を与えるために用いられている。⁴⁾ これ
ら一連の手続き及び公表文は、金融政策及び連
邦準備制度の政策意図についての不確実性をか
えって増大させる結果になっている。

日米両国間で対照的ないまひとつの点は、こ
うした通貨情報の公表に対する民間の対応の仕
方である。連邦準備制度による公表が行われ
ると、これをうけていわゆる連銀監視者 (Fed
watcher) と呼ばれる人々によって投機と解釈
が行われる。この投機の大部分は、連邦準備制
度の政策意図及び公表された内容の信頼性を疑
問視することから起こっている。⁵⁾ 一方日本銀
行による公表は、日本銀行の将来の行動をより
正確に示唆するものであり、このため公表後
にあらわれる投機ははるかに小さなものに止ま
っている。

日本銀行の公表に対する信頼度がより高いこ
との主因は、日本における金融政策がはるかに
一貫性を持っていたことと関連しているのはま
ず確実である。日本はこのシステムを1975年、
物価が前年比20%に達した直後に採用した。通
貨成長率についてこのように見通しを公表し、
またその増加率を漸進的かつ継続的に低下させ
るという政策の下で、インフレ率は、成長率の
大幅低下をみることなく約1%にまで低下し
た。⁶⁾ このインフレ率減速の期間中に日本は、
米国同様、1979年のイラン国王追放の後発生し
たオイル・ショックや80年のカーター大統領に
よる信用規制の導入に伴う需要ショックを経験
している。また日本は、米国よりは緩やかにで

はあったが、米国同様、より規制の少ない金融
システムに移行してきている (Suzuki (1986))。
さらに日本は、米国同様、これらの出来事が発
生するより早い時期に固定相場制から変動相場
制へと移行していた。日本銀行は、1985年9月
までは恒常的に外国為替の売買を行っていた
が、その売買は、一般的には通貨の成長率を変
化させるとか、通貨の見通しと実際の増加率を
大きく乖離させることを目的として行われたも
のではなかった。こうした事実は、別途行った
より詳細な研究結果 (Meltzer (1986)) と同様、
日本銀行は自国通貨の価値に影響を与えるため
の介入は行わなかったことを示している。これ
に関して主要な例外であるのは、カーター政権
及びより最近のレーガン政権から対ドル円レ
ートを上昇させるように圧力を受けた期間であ
る。

第1表は、通貨成長率の現実値及び事前公表
値を1979年から84年までの日本及び米国につ
いて示したものである。本表で示される年にお
いては、日本の通貨成長率はいずれも見通しに
近く、また概して低下傾向を辿っている。これ
に対し米国では、実際の通貨成長率が目標幅内
に収まったことは殆どなく、通常は目標値を上
回っている。但し、米国の通貨成長率は1年前
に見通しが策定されるのに対し、日本の見通し
は1年のかなりの部分が過ぎた段階で行われて
いる。

Suzuki (1985) は、30年間にわたる日本の実
績についての事実を提示している。第1図は、
同論文所載の通貨成長率、名目及び実質産出量

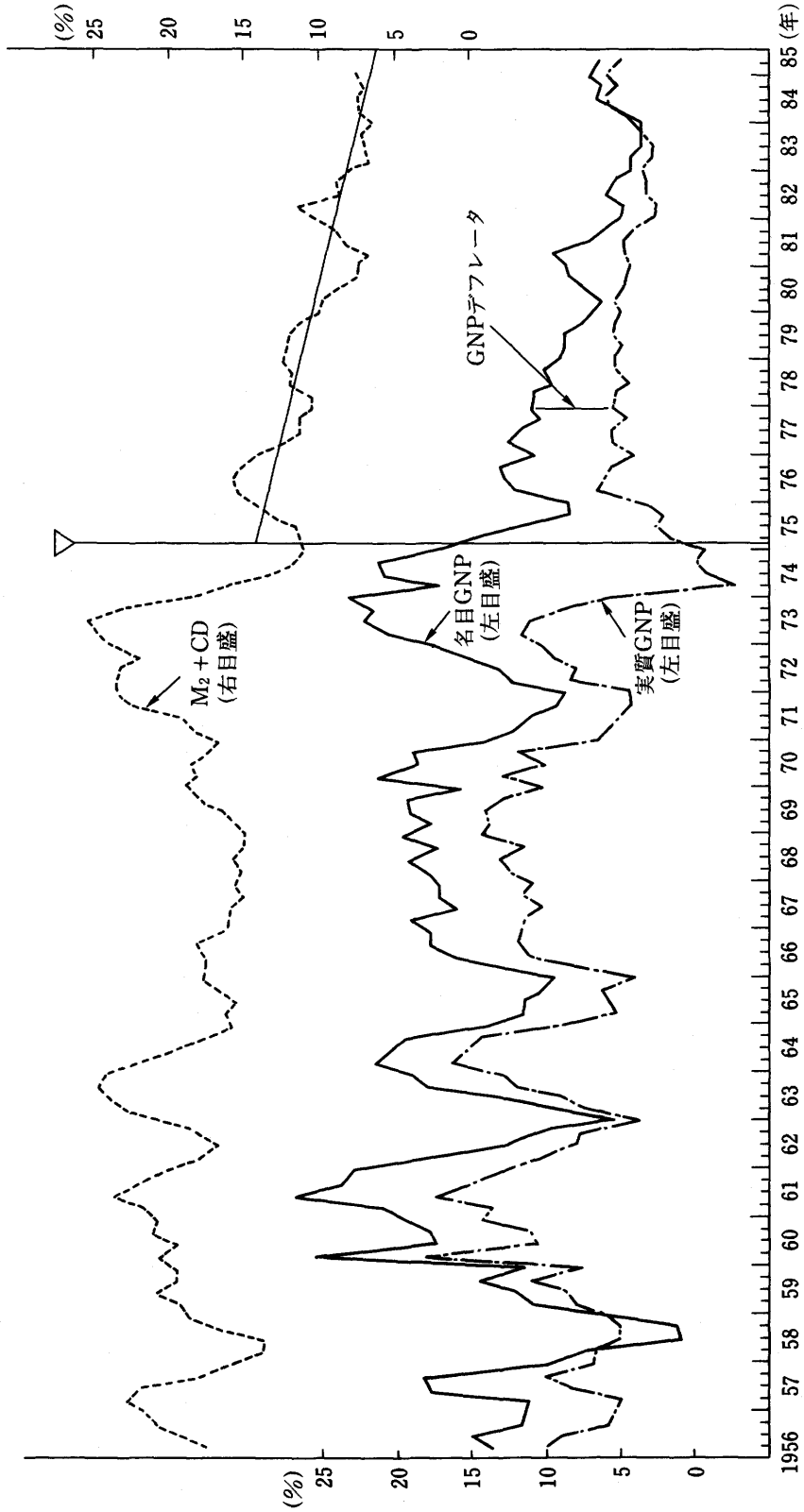
4) この例としては、公表文の中に政策が目標幅の上限 (または下限) を目標としていることを記述したくだりがあることを挙げるができる。

5) 公表された目標値が存在する場合の政策当局に対する信認の問題は、Cukierman-Meltzer (1986) において分析されている。

6) この点について日本が成功したことは、漸進的なディスインフレ政策がかなり小さいコストで実施し得ることを示す証拠になっている。

第1図 日本のマネーサプライ ($M_2 + CD$) とGNP (名目・実質)

(前年同环比%)



注) $M_2 + CD$ は月末残の平均値 (1979以前は M_2)

出典) Suzuki (1985)

固定及び変動相場制下における日米の経験からの教訓

第1表 通貨成長率の見通し及び実績値

(単位：%)

年	日本 (M ₂ または M ₂ +CD)		米 国 (M ₁ または M ₁ B)	
	見通し	実績	見通し	実績
1979	11	11.2	3 - 6	7.5
1980	8	7.8	4 - 6.5	7.3
1981	10	10.6	6 - 8.5	5
1982	8	8.1	2.5- 5.5	8.5
1983	7	7.2	5 - 9	10.4
1984	8	7.9	4 - 8	5.2

資料) 日本銀行及びI.M.F.

の推移の図を再掲したものである。物価デフレータの変化率は、図に示されている名目及び実質経済成長率の間の縦の距離として読みとることができる。図示されている変化率は前年同期比増減率として計算した年率であり、前期比変化率の年率換算表示ではない点に注意しておこう。

第1図において上に小さな三角形をつけて示した縦線は、日本銀行の政策が通貨供給量の慎重なコントロール及びその後の通貨成長率の事前公表という政策に移行した1975年初の時期を示している。この図によれば、政策手順の変更後は以下の3つの主要な変化が明確に表われている。すなわち第1に、通貨及びGNP成長率の変動が小幅化したこと、第2に、前述したように実質GNP成長率には顕著な変化を伴うことなくインフレ率が低下したことである。そして第3には、Suzukiがトレンド線で示しているように、通貨成長率が一貫して低下傾向にあることと関連している。すなわち、実質成長率

がほぼ一定に止まる一方、名目GNP成長率は通貨成長率と概ね同じ傾向的低下を示していることである。このことは、通貨の成長率と物価の上昇率がほぼ同じペースで低下したことを明らかに物語るものである。

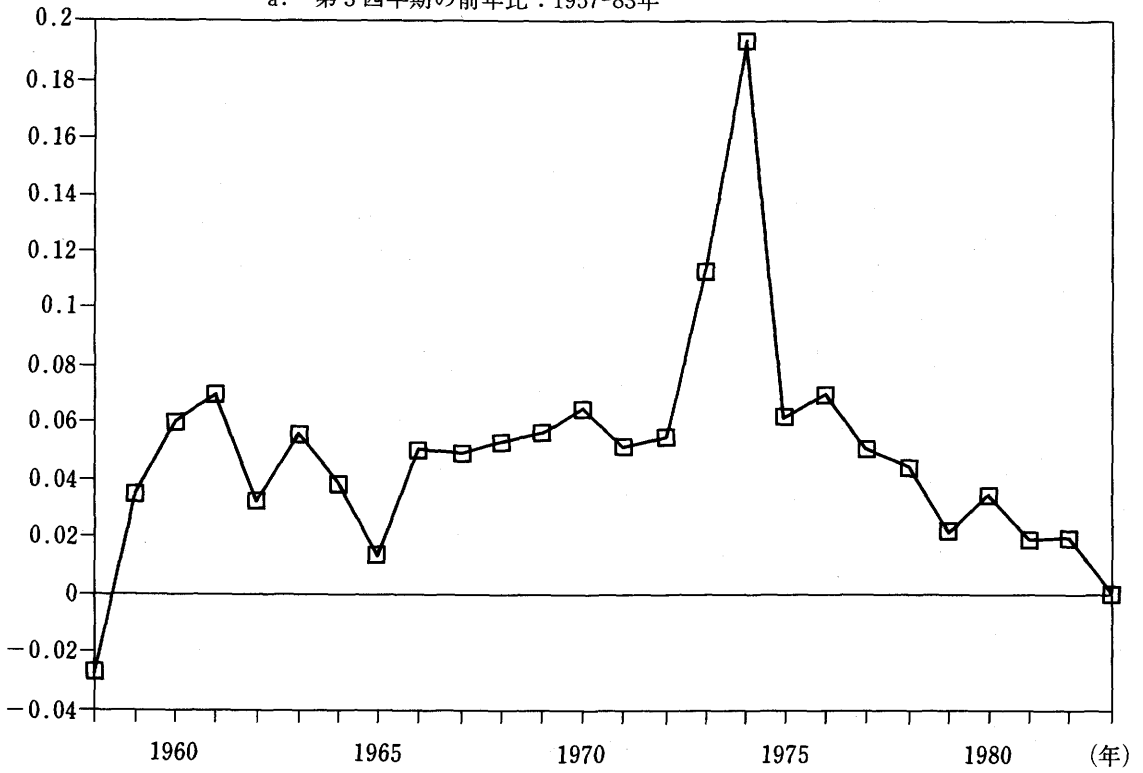
一方、第2図はインフレ率の低下傾向をより鮮明に表わしている。ここで示されている物価変化率は、各年の第3四半期(第2図a)または第4四半期(第2図b)における前年同期比騰落率である。前年比でみた物価の上昇率は、第1次オイルショック後の1974年第3四半期に20%というピークに達した。1度限りのショックが終焉し、かつ通貨の成長が急速に低下するのに伴い、インフレ率は1年足らずのうちに過去の平均的なインフレ率にまで再び低下した。その後は、通貨成長率の着実な低下がインフレ率の着実な低下をもたらし、1983年末に至って物価安定が定着した。隠れた公開市場委員会(Shadow Open Market Committee)^{訳注1)}が提唱してきたような政策の処方箋は、日本に

訳注1) 本論文の執筆者であるアラン・H・メルツァーとK・ブルンナーによって1973年に結成された民間組織。通常、年2回会合を開き、当面の経済政策、特に連邦準備制度の公開市場委員会(FOMC)が行う金融政策のあり方に関して提言ないし批判を行うこと(プレスに対して見解を公表)を目的としており、特に通貨を適切にコントロールすることの重要性を一貫して主張している(メンバーには上記の2人のほか、W・プール(ブラウン大)、R・ラッシュ(ミシガン州立大)、A・シュウォーツ(NBER)等がいる)。

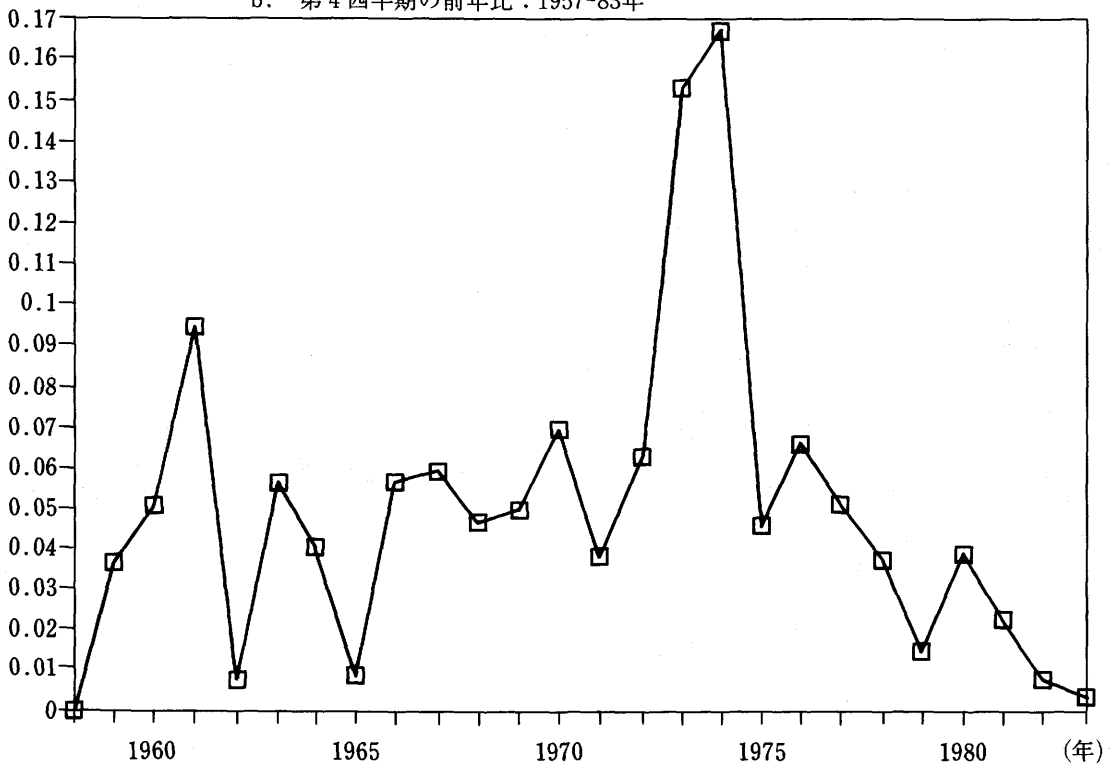
固定及び変動相場制下における日米の経験からの教訓

第2図 日本の物価上昇率

a. 第3四半期の前年比：1957-83年



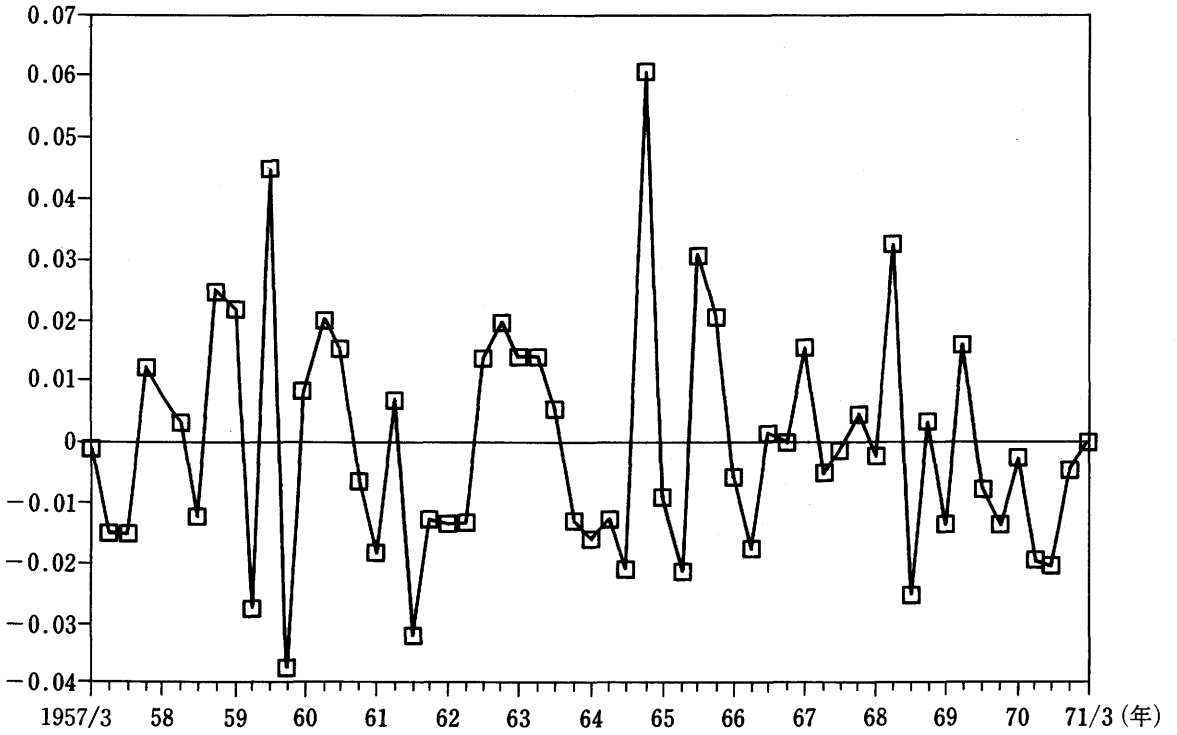
b. 第4四半期の前年比：1957-83年



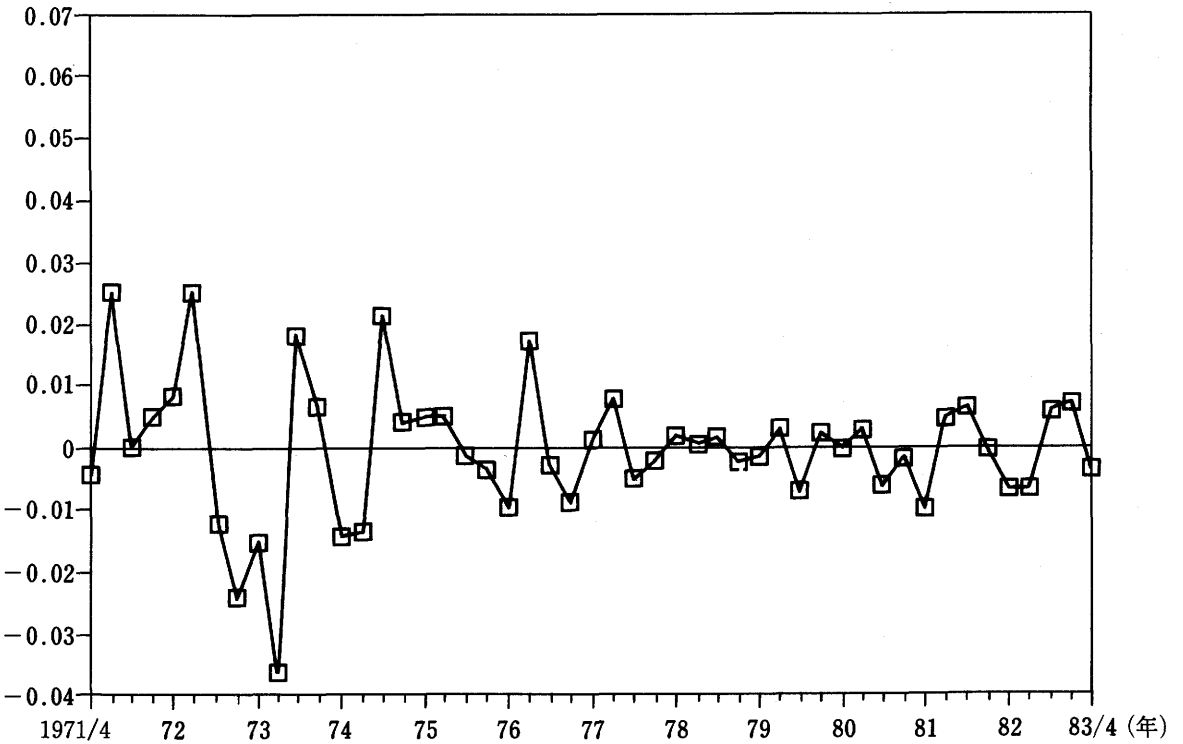
固定及び変動相場制下における日米の経験からの教訓

第3図 日米の実質国内総生産の予測誤差

a. 日本：1957年3月-1971年3月

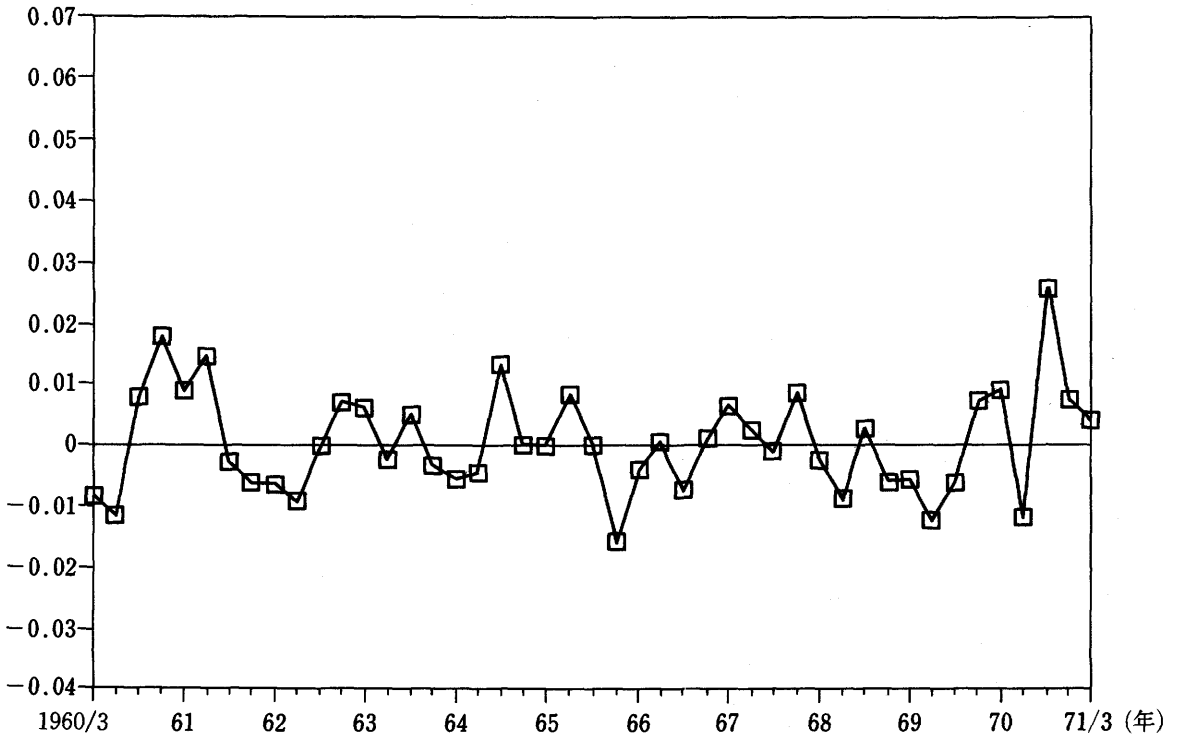


b. 日本：1971年4月-1983年4月

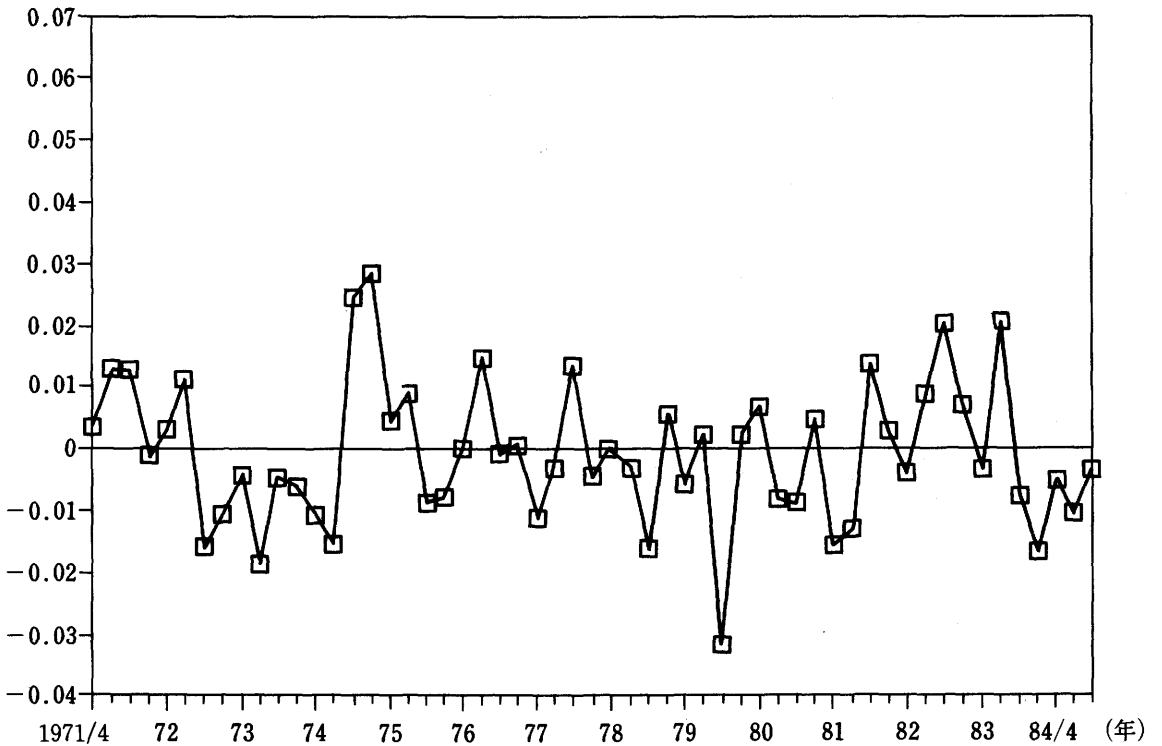


固定及び変動相場制下における日米の経験からの教訓

c. 米国：1960年3月-1971年3月



b. 米国：1971年4月-1985年2月



においてこれまで奏効していると言えよう。

3. 予測誤差の分析

公表統計における各種の変化率を比較すれば、日本では変動相場制の下でその変動が小幅化しているという証拠が得られる。しかし実績値の変動が小幅化することは、消費者及び生産者が直面する不確実性が低下していることを必ずしも意味している訳ではない。固定及び変動相場制下における相対的な不確実性を比較する場合には、両制度の下における物価及び産出量の予測の質を対比することがより適切な尺度になる。そこで本章では、日米両国の固定及び変動相場制下における予測の誤差の分散を対比することにする。

予測に当たっては、1変数カルマン・フィルタ⁷⁾を用いて1四半期先の物価、産出量及びその他変数の水準を推定する。対象期間は、日本が1957-83年、米国は60-85年である。予測モデルには、予測誤差が明らかになる都度、四半期ごとに統計モデルが修正されるベイジアン学習過程を採用する。予測は、予測時点より後のいかなるデータにも依存しない。この意味において、これらの予測は統計モデルが仮に利用可能であったとした場合、その時点でなされ得たであろう真の予測である。⁷⁾ こうした予測モデルについては、Bomhoff (1983) が解説を行っている。

(1) 実質産出量についての予測誤差

第3図 a-d (前出) は、対数で表わした両国の実質産出量につきその予測の誤差を2つの為替相場制度の下で比較したものである。ここでは、固定相場制の終焉は米ドルの金兌換が停止された時期、すなわち1971年第3四半期とする。変動相場制は1973年第1四半期に至るまで始まらなかったとする見方も正当であると思われるが、ここでは1971年第4四半期をもって変動相場制の開始とみる。日本については実質国内総生産をもって産出量の尺度とし、一方、米国については実質国民総生産をもってそれに充てる。

これらの図を比較すると、日本における予測誤差は変動相場制への移行後、著しく低下していることがわかる。日本についての予測誤差の上にも達していたのに対し、通貨成長率見通しの事前公表及び変動相場制への移行が行われた以降の時期においては、米国に関する標準偏差の60%以下にまで低下している。⁸⁾ 変動相場制の期間全体としてみると、予測誤差の標準偏差は日本の方が米国よりも若干小さい。

日本は、他国と同様の多くのショックに直面した上、米国やその他諸国と同様、金融自由化や変動相場の諸影響も経験している。しかし、こうした出来事は、実質産出高の成長率の変動を増大させることにはならず、また予測の困難さを増加させることにもならなかった。それどころか、日本は自国の過去と比べても、また米国との対比においても産出量の変動を低下させることに成功している訳である。日本における

7) 計量経済学的モデルやその他の手法によって行った各種の予測と対比してみると、この予測はかなり効率的なものであることがわかる。この予測モデルでは、成長率が変化する確率、水準についての永続的な変化並びに一時的な変化が推定され、これらの予測が統合される。

8) 米国は1975年4月に通貨供給の目標値の公表を開始したが、これは日本銀行が通貨に関する見通しを開始したのとはほぼ同じ時期である。

訳注2) 新しい観測値が利用可能になる度に変数の変動パターンを捉え直すひとつの手法。

産出量の動きの予測可能性が高まるにつれて、消費者及び生産者が直面していたリスクは減少したのである。

一方、米国についての図は、1971年以降同国における予測誤差の変動が増大したことを示唆しており、実際計算してみれば予測誤差の標準偏差は40%方上昇していることが確認される。従って、日本について予測誤差の変動が相対的に低下しているのは、日本についての標準偏差の低下及び米国についての標準偏差の上昇の双方によるものである。

2つの異なる通貨制度の下において、両国の産出量の変動が相対的に変化したことに対するひとつの説明としては、まず通貨制度の変化が両国に与えた影響が異なっていたと考えることが可能である。すなわち日本については、固定相場制から変動相場制へ移行するに伴って通貨残高のコントロールビリティを高めることが可能となり、現にこれによって変動の小幅化と予測可能性の増大がもたらされた。日本銀行は、通貨について見通しを公表し、また概して見通しに近い通貨成長率を実現することによって金融政策に対する信頼度を高めてきた訳である。日本では、信用割当という直接的な政策から市場による資金配分に重点を置く方式に次第に移行し、また米国との対比では財政赤字は比較的小さいが、これらの事情もおそらく金融面での変化が及ぼす影響を強めるものであった。これに対し米国では、変動相場制への移行ははるかに小さい重要性を持ったに止まった。すなわち連邦準備制度の政策は、いずれの通貨制度の下においても主として国内金利に焦点を当てたものであった。変動相場制の下において連邦準備制度は、第1表に示されるように、自ら公表した目標を大抵の場合無視したのである。これは、ちょうど固定相場制下において為替相場の安定を重視するあまり資本流出への対応を怠ったの

と同様である。1971年以前には、国際収支の資本勘定及びドル残高の累増は、連邦準備制度の声明文には大きな影響を与えたものの、その行動には殆ど影響するところがなかった。75年以降においては、連邦準備制度は通貨供給の目標について語ることをしたものの、概して短期金利、自由準備または連邦準備制度加盟銀行の借入れをコントロールするという政策を継続していたのである。

(2) 物価についての予測誤差

次に示した第4 a-dの4つの図は、両国における対数表示の物価の予測誤差についてその標準偏差を示したものであるが、ここでも同様の事実が表われている。第4図cの尺度の取り方が他の図と異なっていることに留意しつつこれらの図をみると、米国における物価の予測誤差の変動は、変動相場制の下でよりも固定相場制の下の方がはるかに小さいことが分かる。予測誤差の標準偏差は、変動相場制への移行に伴い現に約2倍に拡大している。一方日本に関しては、これとは正反対の結果となっている。すなわち固定相場制の時期を、変動相場制でありかつ通貨見通しを公表した時期と比較すると、後者の期間における予測誤差の標準偏差は前者の期間のそれに比べ約半分に低下している。この時期の日本についての標準偏差は、米国において変動相場制が採用され通貨目標の公表が行われた時期の米国の水準にまで低下している。外部環境の数多くの変化にもかかわらず、日本は米国との対比において絶対的にも相対的にもより小幅の物価変動とより高い予測可能性を達成し得たのである。

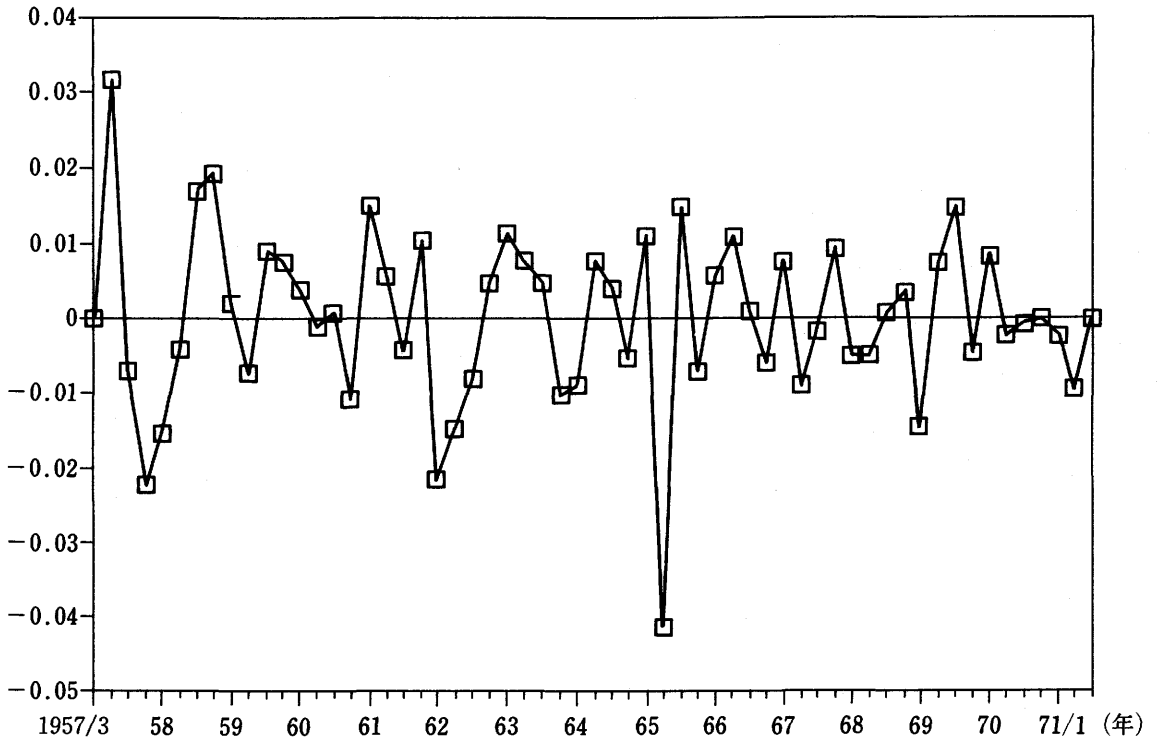
(3) 通貨供給と流通速度についての予測誤差

日本において物価及び産出量の変動が減少したのは通貨供給の変動が減少した結果ではな

固定及び変動相場制下における日米の経験からの教訓

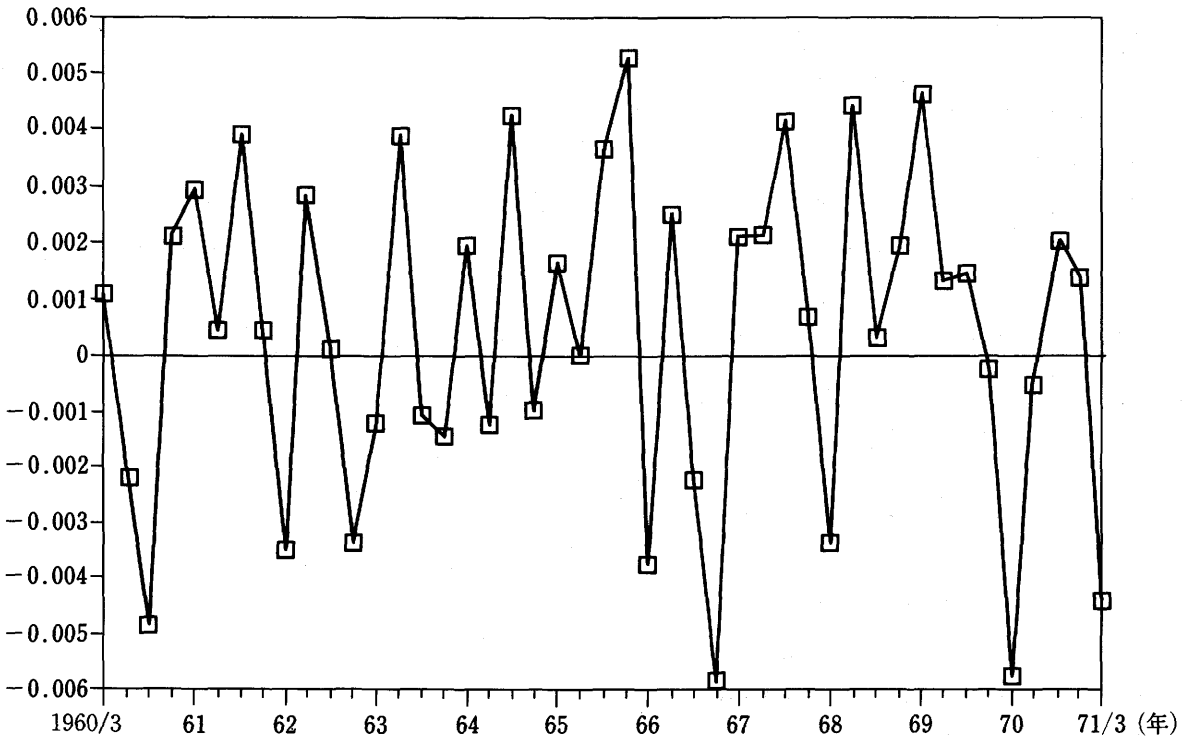
第4図 日米の物価の予測誤差

a. 日本：1957年1月-1971年3月

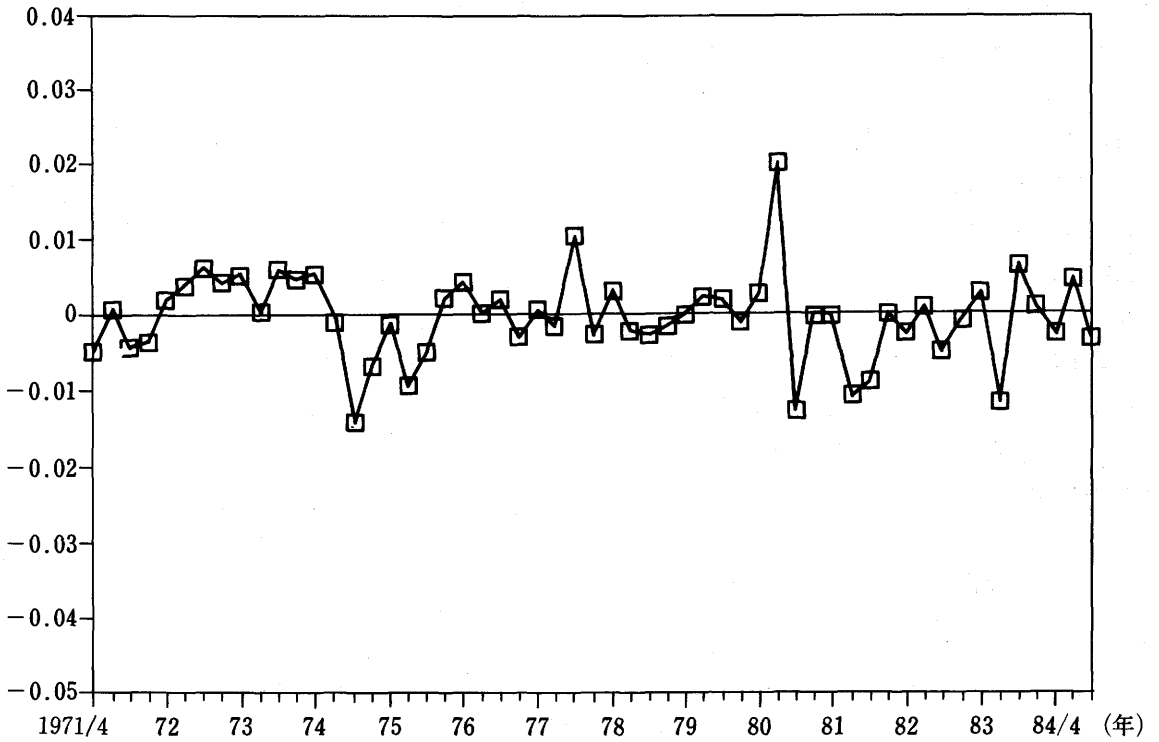


固定及び変動相場制下における日米の経験からの教訓

c. 米国：1960年3月-1971年3月



d. 米国：1971年4月-1985年2月



い。日本銀行が公表する通貨の見通しは確かに M_2 ないし $M_2 + CD$ についてであるが、ここでは米国との比較を行うために M_1 を用いることにする。こうすることは、両国にとって通貨の概念をより近いものとするということになるという利益を持っているものの、実際に日本銀行によって用いられている通貨の尺度ではない尺度を強調してしまうという欠点がある点には留意しておきたい。

M_1 に関する四半期ごとの予測誤差の標準偏差をみると、変動相場制への移行は日米いずれの国にとっても何の変化をもたらすものではなかった。標準偏差の値は、固定及び変動相場制下においていずれも米国についての方が日本についてよりも小さかった。しかし、両国間における相違はさして重要なことではない。というのは、米国のデータが平均残高に基づいた四半期データであるのに対し、日本のデータはそうではないからである。

では、通貨制度の変更後、日本において物価や産出量の変動が減少したことや、日米両国間に差がみられたことはどのように説明したらよいのであろうか。ここで用いた手法では、この問いに対して完全な回答を与えることはできない。なぜならば、1変量による推定は通貨供給、通貨の流通速度、物価及び産出量についての予測値が相互に整合的となるように制約を加えるものではないからである。とはいえ、計算を行った結果によれば、日本においては2つの変化があったことが分かり、これが物価及び産出量についての予測誤差の減少をもたらすとともに、その変動幅を小幅化させる上で寄与したと考えられる。

第1に、通貨の流通速度に関する予測誤差の

変動が日本では20%以上減少している（第5図 a、b）が、米国では25%上昇していることである。日本について予測誤差の変動がこのように減少しているのは、日本では金融政策に対する信頼度が上昇したことと整合的である。信頼度が高まる場合、人々の行動も変化してくる。すなわち、人々は、日本銀行が通貨見通しの線に沿って金融政策を運営し、また物価の安定ないし低いインフレ率を達成することを前提として行動するようになる。日本銀行の行った行動は、予想されるこうした動きを補強するものであり、また日本においては政府支出の対GNP比率が低下したことも多分これに一役買うこととなった。信頼度が上昇する場合には、通貨残高の変動やその他の攪乱が生じて、産出量1単位当たりの通貨需要の変化はより小幅でかつシフトする頻度もより小さいものとなり、このため通貨流通速度の変動やその予測誤差の変動が小さくなる。⁹⁾ 米国においては、金融政策に対する現在の信頼度は、1970年代後半よりは多分高まっていようが、1960年代の低インフレ期におけるよりはおそらく低くなっている。インフレやデイスインフレの時期においては、連邦準備制度を監視する (Fed watching) ために一層多くの資源が投入される事態が発生したが、その後現在に至っても、これらに伴うコストは依然として重くのしかかっている。政策行動が仮により安定的かつ予測可能になるならば、流通速度の振れが減少し、また流通速度の予測可能性も高まることになって何ら驚くには当たらない。

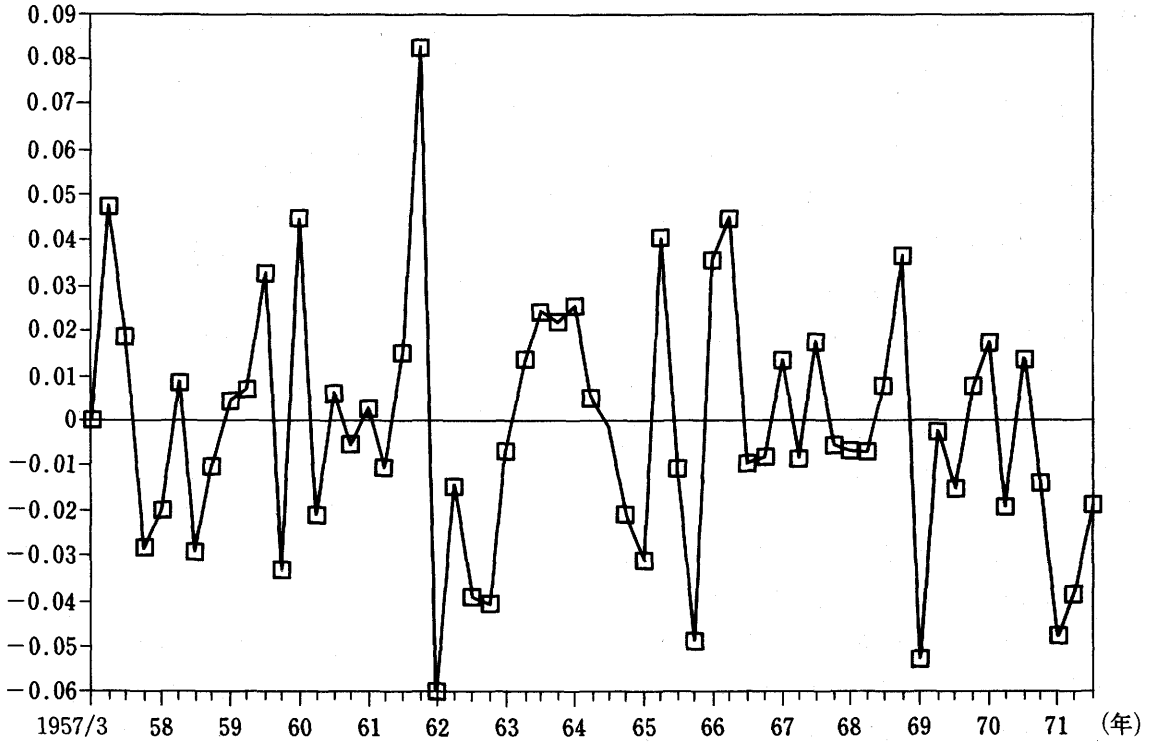
第2には、日本については、物価と産出量の間の誤差の共分散は、1971年以降大幅なマイナスに転じていることである。1971年以前及びそ

9) 日本銀行の鈴木淑夫氏は、「人々は、ホームメイドインフレを回避し、物価の安定を維持しようという日本銀行の意志と能力を一層信頼するようになった」と述べている。Suzuki (1985, p.8) を参照。

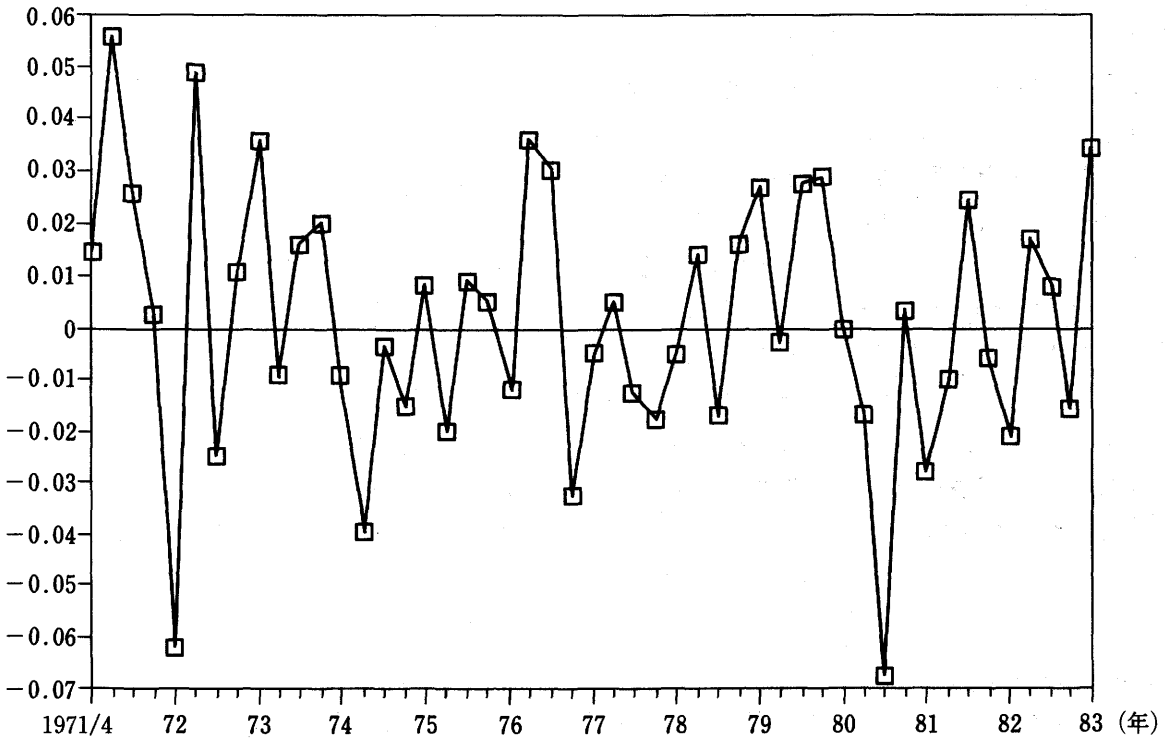
固定及び変動相場制下における日米の経験からの教訓

第5図 日本の通貨 (M₁) 流通速度の予測誤差

a. 1957年1月-1971年3月



b. 1971年4月-1983年4月



れ以後の2つの期間について誤差項の間の相関係数をみると、日本がそれぞれ0.04及び-0.37であるのに対し米国では0.08及び-0.08となっている (Melzer (1985))。共分散がこのように負となっているのは、まぎれもなくオイルショックの影響によるものである。物価及び産出量のショック (または予測誤差) についての負の共分散が拡大していることは、通貨及び流通速度のショックの分散が不変である場合には、物価及び産出量のショックの変動がともに低下していることと整合的ではないことになる。¹⁰⁾ところが実際には、流通速度のショックの変動は、日本では前述したように低下している。

もし日本銀行がオイルショックに対し通貨及び総需要について拡張的な政策で対応していたならば、物価及び産出量の予測誤差についての共分散の値は、よりゼロに近い負の値になっていたであろう。共分散の変化があったと仮定した場合、その変化幅が果たしてどの程度のものになるかを明らかにすることは不可能であるが、次のように考えても妥当でないとはいえない。つまりオイルショックの後、通貨面を通じて総需要を喚起しようとしていたならば、それは通貨、物価及び産出量の変動をより大きくし、その結果、予測誤差の変動を拡大していたであろうということである。米国の経験は、現にこうした解釈と整合的である。この意味においては、日本では、金融政策が比較的安定的かつ予測可能なディスインフレーションの径路を堅持することによってショックを通り抜けさせ、これによって、観察される共分散を負とすることになったのである。

4. 結 論

固定及び変動相場制下における日本及び米国の経験は、全く様相を異にするものとなっている。日本においては、物価及び産出量の予測誤差の変動は、変動相場制への移行後小幅化した。これらの変動は、日本銀行が通貨の成長率について見通しを公表しそれを達成するという政策を採用した後は、さらに小さくなった。一方米国では、物価及び産出量の予測誤差は、固定相場制の下でよりも変動相場制の下における方がより大きかった。連邦準備制度は公表した通貨成長率の目標値を概して達成しておらず、また目標値の公表開始後も変動は低下をみなかった。

両国のこのような異なった経験を比較することによって2つの結論が示唆される。第1は、変動為替レートが物価及び産出量の変動に与える影響及び政策の選択に与える影響に関するものである。第2は、政策運営方式の差異及び政策当局に課された役割の差異によって結果にどのような差異が生じるかに関するものである。

もし消費の変動が、期待通り所得の変動と正の相関を持っているならば、変動相場制へ移行したことは日本においては消費者の厚生を増大するものであった。一方米国にとっては、厚生は同様の理由により減退したことになる。日米両国は、同様の大きないくつものショックにさらされてきた訳であるから、こうした相違が発生したことの説明はショック以外の要因に求めなくてはならない。本論文は、これに関して次のような示唆をするものである。すなわち、日本においては金融政策の信頼度がより高かった

10) 通常の記号を用いることとし、対数で表示すると $M+V=P+Y$ となる。各辺の分散は、各々の項の分散に共分散の2倍を加えたものに等しい。ここで各辺の平方根をとれば、本文で述べた命題を導くことができる。

ことから通貨需要や通貨流通速度の変動が幾分か小幅化することになり、このことによって物価や産出量の変動幅の小幅化と予測可能性の向上がもたらされた、ということである。これとは逆に、米国では、比較的移ろいやすい政策が採られたことから、予測可能性が低下するとともに不確実性が増大したのである。

日本は、資源配分の面では中央銀行の力を減退させてきているが、マクロ諸変数に対してはそのグリップを強化してきている。戦後間もない時期や固定相場制の大部分の時期においては、日本銀行は信用の割当て、広範な資産についての金利の統制、外国為替の割当て、さらには金融活動についての詳細な規制に関し責任を持っていた。しかし、金利の自由化や金融活動の多様化は、こうした割当て面での日本銀行の力を弱めることになった。近年、変動相場制の下においては、日本銀行はインフレ率を低めないし物価の安定を維持することを目的として、然るべく定義された通貨をコントロールする努力をしてきている。通貨の成長を徐々に引下げることによって、日本は成長率の大幅低下を経験することなくインフレ率を低めることが

できたのである。財政拡張と金融引締めを組合せることを試みる代わりに、日本は、金融及び財政両面から抑制的な政策を採った。この結果、産出量は、比較的安定的な経路を辿って成長を続けるとともに、物価及び産出量はともに、かつてみられた直接統制的な制度の下におけるよりも予測可能性が高まり、また変動幅が小さくなった。

日本は、米国から要求される、より積極的かつ安定性が比較的乏しい政策の採用に対しては、大抵の場合、抵抗し得てきた。最近は、2国間の為替レートに対して何らかの影響を与えようという努力が多国間でなされているが、これは、金融政策が多目標化するとともに不確実性が高まる方向に変化しつつあることを表わすものかもしれない。日本での過去の経験によれば、為替レートをコントロールする、ないしそれに影響を与えようと再び試みることは、もしそれが実行されるならば、物価及び産出量に関して変動を増大させるとともに予想可能性を低下させ、そして厚生を低下させることになる。

(山川哲史・訳)

以上

【参考文献】

Bomhoff, Eduard J., *Monetary Uncertainty*, North Holland, 1983.

Cukierman, Alex and Meltzer, Allan H., "The Credibility of Monetary Announcements" in M.J. M. Neumann edited, *Monetary Policy and Uncertainty*, 1986, forthcoming.

Meltzer, Allan H., "Variability of Prices, Output and Money Under Fixed and Fluctuating Exchange Rates: An Empirical Study of Monetary Regimes in Japan and the United States," *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, Vol.3, No.3, December 1985.

Suzuki, Yoshio, *Money and Banking in Contemporary Japan*, Yale, 1980.

——— "Japan's Monetary Policy Over the Past 10 Years," *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, Vol.3, No.2, September 1985.

——— "A Comparative Studies of Financial Innovation, Deregulation and Reform in Japan and the United States," *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, Vol.4, No.2, October 1986.