

名目 GNP 標的について

今 井 讓

- I はじめに
- II 中間目標変数の変遷
- III 名目 GNP 標的について
- IV おわりに

I はじめに

フリードマンは貨幣のみの名目所得への影響を強調したが、そのさいタイム・ラグが大きく、しかもその変動が大きいので、金融政策として貨幣量を調節するよりも毎年機械的に増加させる $k\%$ ルールを提唱したことは周知のことである。

現実の世界においては、このルール方式は採用されなかったが、フリードマンの影響を受け、またインフレーションのコントロールの重視のため、貨幣量が金融政策において中間目標として採用され、世界的に重視されるようになった。

しかし80年代に入ると金融自由化が進められ、また積極的な金融政策の実施により、貨幣の流通速度が不安定になり、貨幣量を標的とする金融政策を強調する傾向も弱まってきた。しかしそれにとってかわる政策運営の方法が確立しているわけではなく、標的あるいは指標として現在種々の変数が模索され、使用されている。そのようななかで、貨幣量よりも名目 GNP が標的として適切であるとする人達もみられる。本稿では、この名

目 GNP を中間目標とする金融政策について検討する。

II 中間目標変数の変遷

金融政策の運営に際し、二段階アプローチがとられるのが世界的趨勢である。すなわち金融政策においては、まず物価の安定とか完全雇用の達成とかいった最終目標がおかれ、この最終目標達成のために政策手段を利用して政策が行われるが、実際に実施してから効果を発揮して最終目標が達成される迄には長いタイム・ラグが存在し、非政策的要因が加わる可能性もある。したがって政策手段を利用して直接に最終目標を狙って金融政策を行うことは非常に難しいので、第1図にみられるように、政策手段の実施の直近の目標としてまず設定される完全にコントロール可能な操作目標と最終目標の達成までの間に、もう1つ中間目標を置き、この変数を絶えず注目しながら政策運営を行うといったいわゆる二段階アプローチがとられるのである。



第1図

したがって、このような役割を果たすべき中間目標変数として適切であるためには、次の条件が必要であると考えられる。

- 1) このデータの速報性、正確性
- 2) 政策手段によるこの変数のコントローラビリティが大きいこと
- 3) この変数から最終目標変数への安定した因果関係

中間目標として現実にこのような適格性をもつものとして採用された変

数は、経済状況・制度、金融理論の変化にともない時代とともに変遷してきた。わが国では、1960年代は銀行貸出額が中間目標変数であったが、1970年に入りマネーサプライが重視されるようになり、1978年以降は四半期毎のマネーサプライ（1979年4月～6月まで M_2 それ以降は $M_2 + CD$ ）見通しが公表されている。また米国においても、1970年代に入りマネーサプライが重視されるようになり、78年の「完全雇用と均衡成長法」（ハンフリー・ホプキンス法）の成立とともに、79年以降6カ月毎に目標値を見直すように変更された。

しかし1980年代に入り、金融自由化の進展とともにマネーサプライの定義も変更されるようになり、さらにインフレ抑制のための引締め政策及び景気対策のための緩和政策を通じて、マネーサプライが以前より積極的にコントロールされるようになったことにもより、マネーサプライと物価及び实体经济との間の相関関係に著しい低下がみられるようになった。つまり、マネーサプライを中間目標とするということは、貨幣の流通速度の安定性言い換えれば貨幣需要の安定性を前提として正当化される議論であり、その前提にたつて初めて、中間目標のマネーサプライをコントロールすれば、最終目標の名目所得がコントロールできることになる。したがってマネーサプライと物価・实体经济との関係に以前ほどの相関関係が得られなくなった以上、マネーサプライの中間目標としての価値が低下してしまったのは当然であろう。

それは例えば米国の金融政策の運営方法における変遷にも明瞭にうかがえる。¹ 1970年代にみられたフェデラル・ファンド・レート（FF レート）標的方式は、1979年秋にはよりマネーサプライのコントロールに重点をおいた非借入準備残高（NBR）標的方式へと変更された。しかし82年秋にはインフレも収束し、マネーサプライのコントロールよりも金融市場の安定

1 今井(12)参照。

性に重点をおいたFFレート方式により近い借入準備残高(BR)標的方式へと移り、マネーサプライのコントロールに以前ほど重点が置かれなくなった。事実、1984年には M_2 が中間目標からはずされてしまったのである。このようにマネーサプライの中間目標変数としての重要性が減少し、その適格性が低下していることに関し次のようなことが考えられる。

- (1) 金融自由化の進展に伴い、マネーサプライの定義の中身が変化してきたので、それらに応じてマネーサプライの定義を修正して、より実物経済との強い相関関係が得られるいわゆるディビジア・マネーを中間目標としておく。
- (2) 実物経済とより密接な関係が得られる広義の貨幣或いは流動性といった定義の拡大を行う。(しかし貨幣の定義を拡げる程、そのコントロール性は弱まる。)
- (3) 中間目標を置かずに、商品価格指数、金利スプレッド、外国為替相場、地価、株価といった情報変数をおく。これらの変数を参考にしたがら景気を予測し、金融政策のスタンスをきつめ、ゆるめなどに決める。
- (4) 中間目標として、マネーサプライのかわりに名目GNPをおく。つきに、これらのうち、とくに(4)の名目GNPを中間目標とする場合を検討していこう。

III 名目GNP標的について

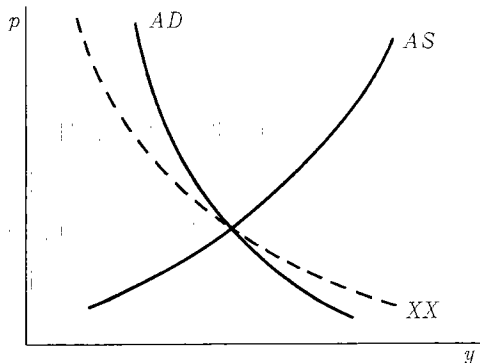
金融の自由化の進展により、同じ貨幣の定義のもとで中身が変れば、或いは貨幣の定義自体が変れば、貨幣量を中間目標としてそれ以前と同じように置き続けることに問題が生じるであろう。さらに何らかの理由で貨幣需要関数が不安定化して、貨幣の所得流通速度が大幅に変化した場合、や

はり以前と同じように貨幣量を中間目標とする政策をとり続けることにも問題が生じるであろう。このような場合、名目 GNP を標的としていれば、経済の実体に合わせて貨幣供給量が調整されるので、景気の過熱、落ち込みは軽微にとどまると考えられる。本節では、中間目標として貨幣量のかわりに名目 GNP を置いた場合の検討を、総需要・供給曲線のフレームワークのなかで行ってみよう。

貨幣量と名目所得の関係は次のように示される。

$$MV = Y = py$$

貨幣の流通速度 V が安定していれば、 M を標的とする金融政策により、 Y を適切にコントロールできるとするのが、貨幣量を中間目標とする考え方の根拠である。それに対し V が不安定であれば M を標的として固定した場合、 Y は不安定になり、目標から大きく乖離する可能性がある。したがって V が不安定であれば、貨幣量を中間目標とするのは名目所得をコントロールするための手段であるにもかかわらず、それが最終目標の如く扱うことにより Y が目標より乖離しても M を固定したままで Y を一層不安定にしかねないわけで、中間目標として貨幣量を置くよりも名目 GNP を置いた方が良いということになる。

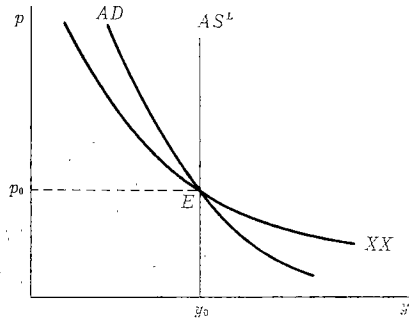


第2図

名目所得を中間目標とする場合、目標とされる名目 GNP は $Y=py$ として平均価格水準 p と実質 GNP である y の組み合わせとして表わされ、縦軸に p 、横軸に y をとった図表においては、第2図のごとく XX 線として描くことができる。また総需要曲線に関しては、価格が低い程実質貨幣残高が増加し、消費が増加すると考えられるし、さらに価格が低い程名目貨幣需要が減少し、名目貨幣量一定のもとでは利子率が低下し投資も増加すると考えられるので、より低い価格水準はより高い生産水準と均衡し、したがって総需要曲線 AD は右下がりの曲線として表わされる。それに対し総供給曲線に関しては、例えば価格が上昇したとき即座に賃金契約が調整されない場合、実質賃金の低下となり、労働需要が増加すると考えられる。或いは賃金が価格水準の上昇と同時に調整されたとしても、価格の上昇の情報が労働者に完全に伝わらない場合、つまり労働者は不完全情報のため価格の上昇に伴う賃金の上昇を実質賃金の上昇と受けとめ、労働供給を増加させようとするので、より高い価格水準はより高い生産水準と均衡すると考えられる。したがって短期的には総供給曲線 AS^s は右上がりの曲線として表わされる。しかし時間の経過とともに賃金契約或いは不完全な情報は調整されるので、それにつれて価格水準が高かろうが低かろうが、元の生産水準つまりいわゆる自然失業率水準或いは完全情報生産水準となり、長期的には総供給曲線 AS^L は垂直となる。

以上の枠組において名目 GNP を中間目標とするということは、名目 GNP が政策変数となることであり、貨幣量を中間目標として独立的に AD 曲線が決定されるのとは、均衡点の決定プロセスが全く異なる。つまり第3図にみられるように、 XX 線と AS^L 曲線の交点で p と y の均衡値が決まり、その均衡点で AD 曲線が交わるように、マネーサプライが決定されることになる。

つまり、名目 GNP が標的とされれば、実質生産量は長期的には完全情



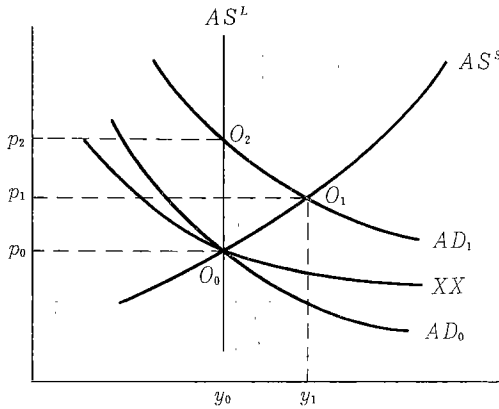
第3図

報生産水準 y_0 に自動的に決まるので、物価は p_0 の水準に決まることになり、そのような実体経済の状態を金融政策にフィードバックしながら、マネーサプライを AD 曲線がその交点 E を通るよう決定することになる。したがって標的を名目 GNP とするのか貨幣量にするのかという相違は、金融政策の標的として XX 線を決定するのか、 AD 曲線を決定するのかの相違ということになる。つまり名目 GNP を標的とするということ具体的に言うならば、金融政策として貨幣量を重視する限り、現実の名目 GNP がそれ以下ならより大きい貨幣増加率とすることを意味し、反対に現実の名目 GNP が標的のそれ以上であればより小さい貨幣増加率或いは負の増加率を意味し、フィードバック・マネールールを意味することになる。

次に総需要曲線側及び総供給曲線側に各々ショックがある場合を分けて、名目 GNP 標的について検討しよう。

(1) 総需要曲線側にショックがある場合

総需要曲線側に何らかのショックがあった場合、すなわち貨幣需要に何らかの理由で変化がおきるか、投資・貯蓄関係に変化がおき、その結果総需要曲線が AD_0 から AD_1 にシフトしたとしよう。



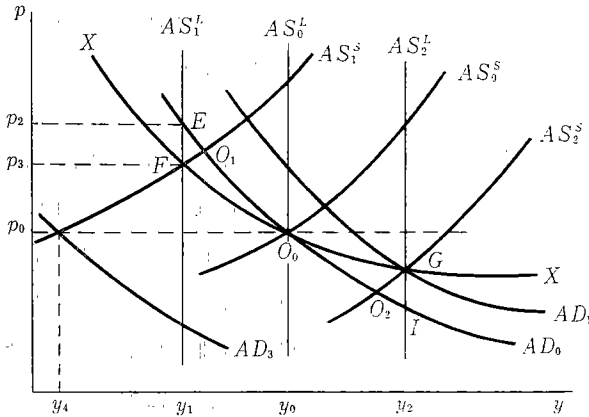
第4図

このような総需要曲線のシフトにもかかわらず、マネーサプライを標的としてそのまま維持する政策がとられた場合、均衡点は $O_0 \rightarrow O_1 \rightarrow O_2$ と移動し、生産水準は最終的に自然失業率に戻るが、物価は $p_0 \rightarrow p_2$ に上昇することになる。

それに対し、名目 GNP を標的とする政策をとるということは、 $AD_0 \rightarrow AD_1$ と総需要曲線がシフトしても、政策的には XX 線上にいくように政策がとられることを意味する。したがって一時的に $O_0 \rightarrow O_1$ に均衡点は移動するが、長期的には総供給曲線は AS^L になるので均衡点が O_0 に戻るようにマネーサプライを抑えることになり、結局名目 GNP を中間目標とする金融政策は総需要曲線が $AD_0 \rightarrow AD_1 \rightarrow AD_0$ という経過をたどり、物価水準も生産水準も元に戻ることになる。このように総需要曲線側にショックがあった場合、名目 GNP 標的の方がマネーサプライ標的よりも明らかに優れていることになる。

(2) 総供給曲線側にショックがある場合

例えば、何らかの理由で生産性に変化が生じ上昇した場合、短期総供給



第5図

曲線 AS_0^S は右に AS_2^S にシフトする。そのさい完全情報の生産高水準も AS_0^L から AS_2^L にシフトする。逆に何らかの理由で生産性が低下した場合は、短期総供給曲線は AS_1^S にシフトし、完全情報水準も AS_1^L にシフトする。それらの交点 O_0, G, F は第5図に示されるように同一名目 GNP 水準 XX 線上にあると想定される²。つまり金融政策実施のさい、政策担当者はショックの後新たな完全情報水準を知る必要なしに名目 GNP だけを標的としておけば、自動的に完全情報産出高水準を達成できることになる。

マネーサプライを標的とする政策がとられると、短期総供給曲線が AS_0^S から AS_2^S にシフトした場合、均衡点が O_0 から O_2 に移り生産高は増加し、価格は低下する。さらに長期的には賃金調整が行われ、短期総供給曲

2 Bean (1), Bradly(3)のモデルでは、総供給曲線側にショックがあった時、賃金がある程度まで調整されない場合には、完全情報生産水準に行くには労働供給が完全に非弾力的のときのみ達成される。そのときの完全情報生産水準では、生産量の増加、減少は同率の価格の下落、上昇をひきおこし、完全情報生産水準と短期総供給曲線の交点 O, G, F を同一の名目 GNP 曲線が通ることが示されるわけで、これはモデルにおける労働市場の特定化に依存した結果であり、総需要・供給曲線のフレームワークから導出されるものではない。

線がシフトして最終的には I 点に達するのであるが、名目 GNP 標的の場合には賃金調整が行われることなく、総需要曲線の AD_1 への調整によって G 点に到達することになる。

すなわち、名目 GNP を標的とする場合、ショックの結果均衡点は $O_0 \rightarrow O_2$ と移るが、政策は名目 GNP を標的として XX 線上去るように行われると、最終的な均衡点 G は短期総供給曲線上にあり、したがって賃金調整はそのまま新しい完全情報生産水準に達することになる。すなわち特定の条件の下ではあるが、短期総供給曲線はそのままであるから賃金調整は行われなくて、そのときの総需要曲線が調整されて AD_1 となるようにマネーサプライが増加され、政策立案者は完全情報生産水準を知らなくとも名目 GNP を標的とするだけで比較的迅速にそこに達することができるのである。

しかし名目 GNP 標的のもと、すでに述べたようにある条件の下で上述の如くなるわけで、短期的に常に賃金調整が行われずに完全情報生産水準に到達するわけではない。そのような場合名目 GNP 標的でも賃金調整を伴いつつ、完全情報水準に近づいていくのであり、マネーサプライ方式と名目 GNP 標的方式といずれがより好ましいかは明確ではない。それらは総供給曲線の定式化において労働市場の仮定が異なると、両者の相対的優位性の結論は異なることになる⁴。

さらに中間目標に価格安定がおかれた場合、生産性にショックがあった結果例えば生産性が低下して総供給曲線が $AS_0^s \rightarrow AS_1^s$ にシフトしたとすると、価格を元の p_0 に下落させるためには引締め政策がとられ、 AD_3 曲線になるまでマネーサプライを抑える必要が生じ、生産水準を y_4 まで低下させてしまうことになる。こういった意味で名目 GNP 標的は価格安定

3 注2参照。

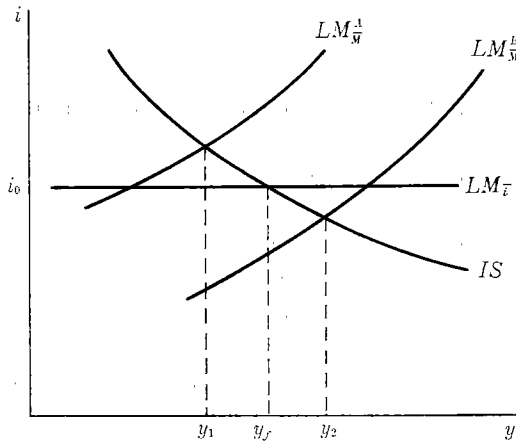
4 Bean(1)と West (10) とでは、その結論は全く異なっている。

の標的よりも価格や生産高の極端な調整をおこなわずに済むというメリットを持つであろう。

以上より総需要曲線側にショックがある場合は貨幣量標的よりも名目 GNP 標的の方が明らかに優れており、総供給曲線側にショックがある場合は条件次第でどちらともいえないことになる。また名目 GNP 標的は価格安定標的よりも極端な調整をしないという意味で優れているであろう。現在の現実の経済において、主として貨幣需要関数の不安定性に問題があるとすれば、名目 GNP 標的は明らかに優れているということになる。

IV おわりに

以上名目 GNP を標的とすることについて、マネーサプライを標的とする場合との比較で検討し、少なくとも貨幣市場に攪乱要因がある場合は名目 GNP 標的が優れていることが示された。しかし名目 GNP を標的とする政策運営は、名目 GNP が何らかの方法でコントロールできるという前提



第6図

にたった議論である。プール(W. Poole)流に考えれば、貨幣市場に攪乱要因がある場合、第6図に示されるように利子率標的($LM\bar{i}$)の方がマネーサプライ標的($LM\bar{M}$)より優れているということである。つまり、貨幣市場に攪乱要因がある場合、利子率を操作目標としながら名目GNPを中間目標として、最終的に物価の安定なり生産量の目標を達成するのが良いということになる。

いずれにしても、名目GNPを中間目標とする場合、操作標的として貨幣量をコントロールすべきなのか、利子率をコントロールすべきなのかというより詳細な議論が当然必要であろう⁵。

さらに以上の議論には当然その構造モデルをどう考えるのか、さらにそこにおいて名目GNPが標的として達成されるまでのタイム・ラグをどう考えるのかという問題が残ったままである。さらにマネーサプライが標的として使用されてきた理由として情報の速報性、正確性が挙げられるが、名目GNPを標的とするのはその点で劣るのは明かであろう。また名目GNPを標的とすると、マネーサプライを標的とするよりも政治介入を招き易いということも現実的には問題点として指摘されるであろう。

参 考 文 献

- 1 Bean, Charles R., Targeting Nominal Income ; An Appraisal, *The Economic Journal*, Dec 1983.
- 2 Bradley, Michael D. and Jansen Dennis W., Understanding Nominal GNP Targeting", *Review, The Federal Reserve Bank of St. Louis*, Nov/Dec 1989.
- 3 ———, The Optimality of Nominal Income Targeting When Wages are Indexed to Price, *Southern Economic Journal*, July 1989.
- 4 Fellner, William, Criteria for Useful Targeting, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Nov 1982, Part 2.
- 5 Friedman, Benjamin M., Targets and Instruments of Monetary Policy, *Handbook of Monetary Economics*, Vol 2 edited by B. M. Friedman and

5 McCallum(7)ではこの検討がなされている。

- F. M. Hahn 1990.
- 6 McCallum, Bennett. T., On Consequences and Criticism of Monetary Targeting, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Nov. 1985.
 - 7 ———, Targets, Indicators, and Instruments of Monetary Policy, *NBER Working Paper*, No. 3047 July 1987.
 - 8 Poole, W., Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model, *Quarterly Journal of Economics*, May 1970.
 - 9 Tobin, James, Monetary Policy : Rules, Targets, and Shocks, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Nov 1983.
 - 10 West, Kenneth, Targeting Nominal Income ; A Note, *The Economic Journal*, Dec. 1986.
 - 11 加藤健吾「金融政策上の中間目標と情報変数について—米国における議論のサーベイと我が国への若干の応用」『金融研究』9巻4号, 1990, 12.
 - 12 今井讓「米国の金融政策における最近の操作方式について」『商学論究』38巻4号, 1991, 3.