

(「経済セミナー」2000/1月号掲載、書評)

黒木祥広「金融政策の有効性」東洋経済新報社、1999年

評者 岡部光明(慶應大学総合政策学部)

金融政策は、マクロ経済政策の手段の中でも、機動的かつ弾力的に発動できる点に大きな特徴がある。このため、それが適切に運用されるか否かは経済全体の動向にとって直接的に大きな影響を与える。本書は、1960年代から現在までの日本の金融政策と経済動向の関連を取り上げ、主として3つの観点から検討を行った大著である。すなわち、第1に金融政策の足跡を資料的に跡付けること、第2に金融政策の効果波及過程において基本的重要性を持つ設備投資への影響について立ち入った統計的分析を行うこと、そして第3に政策運営主体である日本銀行の制度的あり方を検討すること、が中心テーマとなっている。

全体は二つの部分から成る。第1部では、まず1960年代以降の日本の金融政策の変遷がトレースされ、次いで政策効果の波及メカニズムが詳細に検討される。そこでは、投資資金調達にかかわるミックス変数(各種資産と対比した場合の銀行貸出の相対的大きさ)が定義され、その動向やそれを含んだ企業投資関数の計測により、小規模企業を中心とした銀行貸出しの経路(通貨の経路ではなく)が政策効果波及にとって重要性を持ったことが主張される。次に、これをさらに進め、銀行信用経路の存在は信用割当を伴うものであるか否かが周到な計量分析によって検証される。その結果、こうした信用割当は実物投資への影響を持ったこと、その重要性は1970年代に顕著であったが80年代には低下したこと、などの結論を得ている。また、銀行信用が最近閉塞状態に陥っている理由は、日本経済が流動性のわなの状況にある一方、わが国金融機関の構造的問題が波及経路を分断させていることにある、との認識が提示される。

第2部では、政治圧力の問題、国際政策協調の問題が主として日本銀行の公表資料に基づいて整理され、次いで金融政策とバブル発生に関係に統計的分析が加えられる。その結果、バブル発生には、国内外からの政治的圧力・要請によって金融政策スタンスにひずみが生じ、それによって民間金融機関が積極的な与信活動をしたこと、その一方でストック(株価・地価)の価格動向が軽視されたこと、が重要な影響を持ったと結論し

ている。最後に、新しい日本銀行法でもなお日本銀行の法的独立性が不十分であることなどが指摘される。

以上のように、本書の扱うテーマは、時間的にみても、分析の対象や手法としても多様である。また、主要な結論はほとんどが納得的であり（あるいは一般的にみられる主張であり）大きな違和感はない。このうち、特に銀行信用の経路の分析は、統計手法も斬新であり、本書の核心をなしているといえよう。

ただ、その半面、各章とも大きなテーマを扱っているだけに、分析枠組みがやや一面的、ないし記述がやや平板な箇所も散見される。例えば、金融政策の効果波及過程としては、銀行信用かマネーかという論点が中心になっている（米国学界等での議論もこうした設定が少なくない）が、それだけでなく金利の経路、為替レートの経路、資産価格の経路の3つの経路を無視することはできない。むしろ、これらを含めた各種経路の相対的重要性やその変化を論じる必要があるだろう。また、金融政策は物価安定を至上目標とすべきとしている点は理解しやすいが、為替レートや資産価格を政策運営上どのように位置づけるのか。この点、単に「物価安定の中に資産価格の安定も含まれることに留意すべき」というだけでは説得的とはいえない。本書が「日本銀行自身に対する助言を提示すること」を意図する以上、これらの点についての積極的記述がほしい。そのためには、本書の続編を期待したい。