

Working Paper #01-04

「グリーンスパン議長の金融政策」

小谷野俊夫  
静岡県立大学

2002年3月

「本論文は筆者個人の見解であり、静岡県立大学の見解ではない。」

「グリーンSPAN議長の金融政策」

小谷野俊夫  
静岡県立大学  
2002年3月

目次

はじめに

1 経済動向と金融政策の推移

1.1 実体経済

1.2 金融政策の動向

2 金融政策の評価基準

2.1 イールド・スプレッド

2.2 実質金利

2.3 テーラー・ルール

2.4 マッカラン・ルール

2.5 両ルールによる評価の相違

3 バブル経済萌芽のきっかけはどのにあったか

3.1 96年9月『事件』

3.2 96年9月24日のFOMC

3.3 生産性の向上によるNAIRUの低下と金融政策の関連

3.4 資産効果

4 アメリカ経済の制約条件

おわりに

資料

実体経済 雇用；インフレ率

政策金利、イールド・カーブ、実質金利

ベース・マネーとマネーサプライ

テーラー・ルールとマッカラム・ルール

生産性・能力 GDP・NAIRU

株価、財政収支、対外債務・為替相場

1996年9月24日FOMC

資産効果

生産性の計測

米国経済の構図

Mr. Lawrence Slifman との面談

はじめに

米国は1990年代、景気拡大とインフレ率の低下を両立させニュー・エコノミーの到来といわれた。この間、連邦準備制度理事会のグリーンズパン議長の評価が高まった。しかし、2001年3月より景気後退に入り失業率も2000年10月の3.9%を底に上昇に転じた。本稿は、グリーンズパン議長の金融政策はどのような評価が妥当か、アメリカ経済はどのような制約条件下にあるか、について論考することを目的とする。

筆者は同趣旨ですでに、2000年12月2日に、日本金融学会中央銀行部会において『アメリカの金融政策の策定と実施について』、2001年9月22日に国際金融研究会において『グリーンズパン議長の金融政策』を報告している。前者では、アメリカ経済は逆資産効果が近い将来に実現し、金融緩和を予想した。実際2000年12月以降金融政策姿勢がインフレ警戒から経済成長鈍化を懸念する方向に転換し、2001年からは、相次いで利下げが実施された。後者では、アメリカ経済の停滞は予想以上に長期化しようとの見通しを示した。本稿はそれらをベースに現時点(2002年3月1日)で、アメリカの金融政策をどのように評価すべきかについて1つの見方を提示するものである。

冒頭で幾つか注釈を述べておく。第1は、グリーンズパン議長の金融政策上の活動は海外の債務危機・通貨危機にも大きな役割をはたしたが、ここでは、もっぱら国内の金融政策についてみることにする。

第2は、マクロ経済・金融のデータは主としてセントルイス連銀のホームページから入手できるものを利用し、番号を付して資料とした。本文ではその番号をリファーした。

第3は、金融政策の評価の意味についてである。金融政策はよく「科学でなくアートである」といわれる。それは、経済活動は多様な要因・誘因により営まれており、我々はその結果を統計によって把握しているが、経済活動を完全な形で把握することは不可能である。また、種々の経済現象は同時に生じており、経済変数間の因果関係を把握するのは、困難である。そうしたなかで、合議制で経済動向を診断し対応を処方するのであるから、それは科学とはほど遠いのは当然といえよう。金融政策が『アート』であるとしても、できるだけ客観的・共通の基準で判断すべきである。そうでなければ、今後の政策論議の糧となりにえないからである。本稿ではマクロ経済の基礎的な概念と統計を利用し、最近時の金融政策を客観的に評価しようと試みたものである。

## 1 経済動向と金融政策の推移

### 1.1 実体経済

(景気サイクルと成長率)

金融政策の評価に入るまえに、実体経済の動向を概観しておこう。資料 は、実質GDP成長率、失業率、消費者物価上昇率について1976年から最近時までの推移をみたものである。1990年代以降に焦点をあててみると、景気のサイクルは90年の7月にピークをつけ景気後退局面に入ったが、91年3月には景気の谷をつけ拡大に向かった。その後、2001年3月にピークをつけて景気後退局面に入るまで10年間の景気拡大局面であった。

(雇用)

この間の雇用動向をみると、第1に、雇用は景気の遅行指標であるので当然ではあるが、91年3月に景気の谷を付けて回復に向かったものの、雇用が回復にむかったのは92年央以降のことであることがあげられる。第2に、当時はブルーカラーだけでなく、ホワイトカラー、管理職も企業のリストラ策の対象になったことがあげられる。また、93年半ば以降景気回復感が出てきた折にも、大企業による雇用削減策が打ち出されていたのが特徴である。これは、景気サイクルのみならず情報通信技術の発達による企業の経営方式の変更をも反映したものであった。第3に、93年以降は雇用拡大が続き失業率は着実に低下した。

(崩れるフィリップス・カーブの関係)

次に、消費者物価指数をみると、90年代初の景気後退時にその上昇率は6%台から3%台に低下したのち、ほぼその水準で横ばいを続け97年から98年にかけては、さらに上昇率が低下した。2000年以降は上昇に転じた。

雇用と消費者物価の関係をみると1990年代はそれまでと比較し大きな違いがみてとれる。

時期	失業率	消費者物価上昇率
1976年から79年	8%程度 6%弱	6%程度 15%弱*
1979年から1982、3年	6%弱 11%弱	15%弱 3%程度 **
1982、3年から1990年	11%弱 5%程度	3%程度 6%弱
1990年から1992年	5%程度 8%程度	6%程度 4%弱
1992年から2000年	8%程度 4%程度	4%弱 2%台

(注) \* 1979年の第2次石油危機による原油価格高騰の影響も含まれている。

\* \* 物価上昇抑制のための強力な金融引締め時期

上表で、 から までは、失業率の変化の方向と消費者物価上昇率の変化の方向が負の相関関係にあり、フィリップス・カーブの関係にあることを示している。ところが、 の時期は失業率が下がると同時に消費者物価上昇率も低下しており、フィリップス・カーブの関係では説明できない状況が出現した。

(財政収支)

財政収支は1997年以降収支均衡から黒字に転じている(資料 )。1993年1月にクリントン政権が発足した直後にグリーンSPAN連邦準備制度理事会議長はクリントン大統領に会い、財政赤字削減の重要性を訴えた。同年2月17日の大統領年頭教書に財政赤字削減1,400億ドルが盛り込まれ、その趣旨は法案となり、同年8月にクリントン政権の財政赤字削減法案議会を僅差で通過した。これにより長期金利が低下に向かい、グリーンSPAN議長は金融政策運営上自由度を確保したのである。

## (対外収支)

長期の景気拡大を映じてアメリカの貿易収支は1992年以降ほぼ一貫して財・サービス収支の赤字幅を拡大させてきた。同赤字幅の対GDP比率は1992年の1%程度から2000年には10%に達した(資料 )。なお、アメリカの投資収益収支は1997年まで黒字を維持していたが、1998年に赤字に転じた。

## 1.2 金融政策動向

### (金融政策の推移)

この間の金融政策推移を資料 で確認しておこう。現在の連邦公開市場委員会はフェデラル・ファンズ金利の水準をもって金融政策の判断をあらわしている。したがって、金融政策姿勢を判断する最も単純な方法は同金利の推移を見ればよい。フェデラル・ファンズ金利は、1989年の3月に9.88%とかなりの高水準にあったが、その後緩和に転じ、1992年9月に3%の水準となった。その後、94年の2月以降引上げに転じ、95年以降は若干の変動はあるもののほぼ横ばいで推移し、98年秋には「貸し手の警戒感が高まり、金融市場の不安定な状況がより拡大したことで、将来の総需要が抑制される可能性がある」(1998年10月15日、連邦公開市場委員会声明文)として緩和に転じた後、99年から2000年にかけて利上げ、その後、2001年入り後は相次ぐ利下げとなっている。

## 2 金融政策の評価基準

次に、同期間の金融政策を評価する観点から金融政策の推移を再度みてみよう。

### 2.1 イールド・スプレッド <資料 >

先にみた の時期は、財務省証券、連邦債間のイールド・スプレッドは、ほぼゼロであったが、金利引き下げにより短期金利が連動して下がったのに対し、長期金利の下げ幅は小幅にとどまったため、イールド・スプレッドは拡大した。以降、フェデラル・ファンズ金利が引き上げられるのにもない、短期金利が上昇し、イールド・スプレッドは縮小に転じた。 の利上げ時には、短期金利の方が、長期金利より高い逆イールドとなり、その限りでは将来の景気後退を示唆する状況となった。 の時期は、相次ぐ利下げにより、順イールドに戻っている。

### 2.2 実質金利 <資料 >

次に、名目金利から消費者物価上昇率を引いた実質金利をみると、 の時期には、実質金利がゼロになるまで、利下げをしており、相当の金融緩和であることがわかる。その後、利上げにもない、実質金利は2%から4%の間で推移していたが、2001年入り後、ほぼゼロ近傍で推移しており、かなりの金融緩和であると判断できる。

### 2.3 テーラー・ルール <資料>

以上2つの観察方法は視覚的に金融政策がどの程度、緩和あるいは引締めであるかを判定する方法であるが、いずれも価格指標のみをみており、実体経済の成長度合いを勘案していない。そこで、経済成長率を織り込んだ判断基準でみてみよう。その第1は、テーラー・ルールによる判定である。テーラー・ルールは、政策として採るべきフェデラル・ファンズ金利は、ベースとなっている物価上昇率(2.5%)に政策目標とするインフレ率と現実のインフレ率の差および実質GDP成長率と潜在成長率の差それぞれに0.5のウエートをかけたものを加えたものとすべきであるとする考え方である。すなわち、政策目標としてより低いインフレ率を目標とすればするほど、金融政策金利は高くなる。また、現実の成長率が高ければ高いほど、金融政策金利は高くなる。両者にかかるウエートは0.5ずつというのが、テーラー・ルールである。さて、この基準で、政策目標インフレ率を0%、1%、2%、3%、4%として計算したものを図示したのが、資料である。インフレ率を低く抑制するのに必要な政策フェデラル・ファンズ金利は当然高くなっている。現実のフェデラル・ファンズ金利は1992年から93年にかけてインフレ目標4%に相応するほど緩和姿勢であったと判断できる。その後、引締めに転じ、2000年初近くまで、政策目標インフレをゼロ%に抑制するのに対応する高フェデラル・ファンズ金利を誘導していたと、評価できる。2001年には、インフレ率4%を許容する程度にフェデラル・ファンズ金利を引き下げる金融緩和政策をとっている、と読み取れる。

### 2.4 マッカラン・ルール <資料>

マッカラン・ルールとは、ベース・マネー（流通現金プラス金融機関部門が中央銀行に保有している準備預金）の増加率は、インフレ率に実質成長率を加えたものに等しい（貨幣の流通速度の変化分は調整する）という考え方である。目標インフレ率を低く抑えるにはベース・マネーの供給を抑制的にしなければならない。また、ベース・マネーの供給は経済成長率と同方向に動くと考え。こうした想定に基づき、実質成長率のトレンド（10年間移動平均を利用）に目標インフレ率を加えた伸び率でベース・マネーの増加率を判断しようというものである。1992年から1993年はかなり緩和基調であったと判断できる。ところが、1994年から1996年にかけては引締めに走り目標インフレ率ゼロ%に対応するよりもより厳しい引締めを実施したと読める。1996年から2000年初にかけては一貫してベース・マネーの供給を緩めにしたと判断できる。2000年初から同年末にかけては急速に引締め、2001年初からはそれまでの急速な引締めから緩和方向に転じていると読める。

### 2.5 両ルールによる評価の相違

ここで、明らかとなるのは次の点である。すなわち、テーラー・ルールでは、1996年から2000年にかけては、目標インフレ率ゼロ%に対応する金融引締めと理解できるが、マッカラン・ルールによれば、同期間はインフレ抑制目標レート4%をも上回るベース・マネーの供給を許したことになる。これは、金融引締めを金利指標にのみ頼って実施していると判

断を誤ることを示唆している。確かに、フェデラル・ファンズ金利の誘導レンジは高めに引き上げられていった。しかし、その金利を前提として、企業の期待成長率がより高まり、当該金利で借入れをしても採算がとれると判断すれば、企業の借入れ(銀行の貸し出し)は行われ、結果としてベース・マネーの伸び率が高まってしまったと考えることができよう。ここに、金融政策の難しさがあるのである。

### 3 バブル経済萌芽のきっかけはどこにあったか

さきに、1996年から2000年までの金融政策の評価は金利(価格)を基準にしてみると、十分引締めの政策であったが、ベース・マネー(量)を基準にみると非常に緩和的であったことをみた。本章では、この量的緩和がアメリカの株価を押し上げ、バブル経済の萌芽となったのではないかとの問題意識のもとに、まず、生産性の向上とインフレの上昇を伴わない失業(non-accelerating inflation rate of unemployment; NAIRU)が金融政策決定にどのような影響を与えたかをみてゆく。次いで、資産効果についてみることにする。

#### 3.1 96年9月『事件』

本問題の導入として、1996年9月の『事件』を紹介しよう。1996年9月17日にロイター通信社が、連銀筋として「8地区連銀が利上げを理事会に申請した」と報じた。また、「サンフランシスコ、ミネアポリス、リッチモンドの3連銀は0.5%、それ以外は0.25%を求めている」と報じた。12地区連銀総裁の多くは労働市場が逼迫し、インフレが昂進するリスクを懸念し利上げを求めた。これに対して、グリーンズパン議長と6人の理事は経済構造が改善し、インフレを伴わずにより高い成長が可能になったとして利上げを拒否した。この『事件』はビジネス・ウィーク誌1996年9月16日号はじめ9月20日の日本経済新聞等で報道された。同月24日に開催されたFOMCでは、連邦準備制度の調査・統計局のスタッフが生産性について産業別に分析した結果をグリーンズパン議長が発表し、生産性が従来比向上しており、インフレを加速しない失業率は従来より低下しているとして、利上げする必要なしと主張した。FOMCの票決は11対1で利上げを見送っており、グリーンズパン議長の説得を大多数が受け入れた形となった。

#### 3.2 96年9月24日のFOMC <資料>

1996年当時のFOMC逐語議事録は2002年になって公表された。その概要は資料に示したとおりである。連邦準備制度の理事はインフレの懸念は指摘しつつも、現時点では行動する必要なしとの判断に傾いている。地区連銀総裁は各地区の経済情勢から労働市場のタイト化、インフレ懸念を感知し、金利引上げを示唆した。

次いで、グリーンズパン議長は、生産性の計測に誤りがある(統計はサービス部門の生産性が実体を反映せずマイナスとなっていると指摘) 現時点で株式のバブル問題があることは認識している 金融政策は一つの分野で成功であれば、他の分野で失敗することを意味する、インフレを抑制するには25ペーシスポイントの引上げでは不十分、

今は需要圧力のピークにはない、したがって、現状維持を提案する、将来はインフレリスクに対応する必要に留意するとの発言をした。つまり、生産性が向上していることから、景気がよくなり賃金上昇圧力がでて企業は製品価格を引き上げることなく、採算を維持できる状態になっている。したがって、今後、インフレが昂進することを現時点で懸念するよりは成長の持続を選択するとの発言である。

この発言後、投票権を持つ6理事および5地区連銀総裁ならびに投票権を持たない7地区連銀総裁の意向を確認した。理事は全員議長提案支持、投票権を持つ5地区連銀総裁のうち、4地区連銀総裁は議長提案支持。議長提案を支持せず利上げを主張したのは、ミネアポリス連銀のスターン総裁のみであった。なお、投票権をもたない、7連銀の総裁のうち、議長提案支持者は1名。議長提案に妥協できるとした者2名、利上げを主張したものの4名であった。

前記の報道からみると、投票結果には違和感が残る。これは次のように解釈できよう。

グリーンSPAN議長の金融政策がそれまでのうまくいっていたことから、彼の説得力が強まった。政策選択のうち、先行きリスクについてはインフレに傾いていることを確認し、今後引締めがありうることとしたことから、妥協する余地が生じた。前記の報道によりFOMCが一致した行動をとることが必要との意識が生じた。それぞれの要因について若干補足しよう。については、実際、同議長のこれまでの実績を評価して賛成と述べた者もいる。リンゼイ理事は明確にそう述べている。モスクワ・シカゴ連銀総裁、レブリン理事は議長の生産性についての議論を賞賛している。については、FOMCのカルチャーとしてミュレンダイク(1998)は次のようにのべている。「政策立案者の多くは、金融政策のプロセスは徐々に調整していくものと考えているので、政策処方箋の方向が自分の考えに合致しているのであれば、実施のペースが自分のかんがえよりいくぶん速かったり遅かったりしても、それを喜んで受け入れる。したがって、通常は大半の委員の支持を得ることができる調整案を見つけることが可能である。」当該会合ではFOMCのこうしたカルチャーを前提に、グリーンSPAN議長の強い意向と先行きリスクはインフレとすることによって妥協が成り立ったものと推察される。については、副議長のニューヨーク連銀総裁が暗黙裡に報道リークを遺憾とする発言をし、FOMCの一致した行動の必要性を訴えた。

### 3.3 生産性の向上とNAIRUの低下と金融政策の関連 <資料、>

以上が議事の推移であるが、ここで、経済理論的に議論を整理しておこう。FOMCは1994年7月時点では、1994年、95年の生産性上昇率を年1%程度とみていた。労働力の増加率は同時期に年1.3%程度であるので、潜在成長率は両者の合計である2.4%と推定していたのである。この傍証として、オーカンの法則を援用し、失業率の増減と実質成長率の関係を図示し、失業率が増減ゼロの時に実現する実質成長率は2.4%であることをあげている(1994年7月開催FOMCの逐語議事録のなかにスタッフが説明に使用した図がある)。

ところが、1997年のFOMC議事録(逐語議事録は未公表)では、「・・・経済は既に



持続可能な能力に近い、あるいは、多分それ以上のペースで運営されている」と表現している。当時の実質 GDP 成長率は 4%程度であった。この間、労働力が急激に増加していないので、潜在成長力の上昇推計は生産性の上昇によることになる。つまり、この間に、FOMC は生産性が年率 1.5%程度上昇したと判断し、それにともない NAIRU は低下したとみなして金融政策を運営したと考えられる。その最初が 1996 年 9 月の FOMC である。図 1 にみるように、生産性は 95 年以降上昇傾向にあり、96 年半ばにはこうした傾向に気がついたと思われる。その後、生産性の計測についての論文があいつで出されるが、それらについては、図表 を参照されたい。(なお、96 年 9 月時点で、連銀のスタッフサイドで主要な役割を果たした Lawrence Slifman ( Associate Director、 Division of Research and Statistics ) に筆者は面談した。その概要は資料 として付した。)

従来の目安で判断すれば当然、金融を引締めなければならないほどの好況時に金利が据え置かれたのであるから、株式市場が好感したのは当然であろう。96 年 12 月にグリーンSPAN 議長は講演で株価の急騰を「根拠無き熱狂」と呼び警告を發した。バブルは金融政策のみによって発生するわけではないが、金融政策がタイトな時にはバブルは発生しにくいこのような経緯をみると、96 年 9 月はバブル発生の際機となった可能性が高い。

#### 3.4 資産効果について <資料 >

1990 年代の後半に株価が上昇するにつれて、米国の個人部門の資産は 90 年代前半の年収の 4.7 倍程度から上昇し、2000 年には 6 倍を超えるにいたった。この間、個人の貯蓄率は 90 年代前半の数%から 2000 年にはゼロ%にまで低下した。このように、米国では資産効果はかなり大きかったと思われる。

問題は、株価が上昇していた、プラスの資産効果もさることながら、2000 年に株価が頭打ちになった以降のことである。2001 年に入り、連銀では資産効果についての研究論文が次々と発表された。それは、2000 年春に IT 関連株が暴落し、主要株価も軟調となったことから、それまでのプラスの資産効果がマイナスとなり、経済にどの程度のデフレ圧力をもたらすことか、見当をつける目的で行われたと想像するのはあながち的外れではあるまい。これらの概要は付録としたが、結論的には 1 ドルの資産増加は数セントの消費増加効果があるとの推計を示している。

#### 4 アメリカ経済の制約条件 <資料 >

グリーンSPAN 議長は 1996 年の 12 月のスピーチで株価の急騰を「根拠無き熱狂」と呼び警告を發していた。一方で、1997 年 7 月の議会報告では、我々は現在新技術が生産性を向上させている 100 年に 1 度か 2 度の時代にあるかもしれないと述べ「ニュー・エコノミー」に理解を示すような発言もしていた。グリーンSPAN 議長や FOMC のメンバーはアメリカ経済をどのようにとらえているのか。

これを読み解く鍵は同議長が 2000 年 1 月 13 日にニューヨークで行った『技術と経済』と題するスピーチにある。その論旨を要約すると次のようになる。 通信・情報技術の進

歩が普及すれにつれビジネスでの意志決定が迅速で不確実性がより少なくなり生産性が上昇する。この結果、より多くの生産が行われるようになり、所得も増加する。所得増加に見合って需要が増加し、生産が増加している限りは、経済運営上アンバランスは生じない。しかし実際には、この結果をみて株式市場が上昇し、株価上昇による資産効果により需要が増加し経済が加速する（グリーンズパン議長はそれまでの米国経済の4%成長のうち1%は資産効果によるものだと述べている）。この部分は生産増がないわけで需要増は輸入の増加に依存する。こうした需要増に米国経済がどこまで持続して対応できるかは、海外諸国が現行の金利・為替水準で米国に積極的に投資し続けてくれるか、米国の労働力のプールからどれだけ新たに労働力を市場に参加させることができるか、の2つにかかっている。これを、敷衍すれば、米国経済の供給サイドでは、情報・通信技術の発展により生産性が上昇した。また、需要増もあり、雇用も増加している。一方、需要は供給増（生産増）による所得の増加を越えて資産効果による増加が経済を刺激している。このような図式で米国経済を捉えているのである（資料は筆者が図示したもの）。これは、景気拡大が資産効果によって支えられている構図であり、株価が下落に転じ資産効果がマイナスになれば、それまで拡大してきた経済は成長率が鈍化することは必至であり、場合によってはマイナス成長になる。こうした事態をグリーンズパン議長はシナリオとして当然考えていたと思われる。彼が、その懸念を明確に表明したのが2000年12月5日のスピーチである。そのなかで彼は『成長の勢いが幾分衰えた経済にあっては、人々がより慎重になったり、金融市場における資産価格が軟化することが家計や企業の支出を過度に縮小する前触れとなる、あるいは、そうした事態が急速に展開する可能性があることに我々は十分留意しなければならない。』と述べている。それが、12月19日のFOMCでの将来のリスク懸念を「インフレ」から「中立」を通り越して一気に「景気後退」の判断につながった伏線であった。2001年年初から現在まで、12回にわたりフェデラル・ファンズ金利を6.50%から1.75%に引き下げてきた。（過去にも90年7月から92年9月にかけて、18回（このうち12回は予定されていた会合での決定でなく電話会議によるものであった）で計5.25%の引下げを実施した経験がある。）

ここで、図にしたがって、現状を整理しておこう。

ア：バブル破裂は実現したが、これまでのところあまり大きな影響を及ぼしていない。FOMCが大幅利下げを実施して景気浮揚を図っていること、財政政策も景気対策を打ち出しているからである。しかしながら、株価水準は株価収益率でみると過去にくらべ異常に高い水準にあり、今後とも株価下落のリスクは無視しえない（資料参照）

イ：労働力制約は景気が後退期に入り懸念が遠のいた

ウ：海外貯蓄制約はアメリカ以外の経済圏が相対的に不調であり、アメリカが経常収支赤字を継続してもドル暴落のシナリオには当面つながりそうにない。

エ：上記、ア～ウまでを勘案すると、インフレ懸念はかなり小さくなっていると考えられる。

おわりに

これまでのポイントを要約すればつぎのとおりである。

- ・ まず、金融政策の引締め・緩和の度合いは価格指標のみでは判断できないということを明らかにした。
- ・ NAIRU が低下したか十分確認できないうちに金融政策を緩和することは、景気の過熱や資産価格の高騰を招くおそれが強い。
- ・ FOMC による協議は、意見がわかれた場合でも、必ずしも決定的な対立関係にはいたらず妥協点が探られる。
- ・ アメリカ経済は、海外貯蓄に依存した拡大を続けているが、いずれ、持続可能でなくなる時期がこよう。それを判定するのは、本論の枠を越えているが、連邦準備制度でもその点は突き詰めて考えていないようである。アメリカの成長期待と金利・為替相場の組み合わせ如何で資金が流入すると考え、そのような経済状態を維持することを心がけるので精一杯のようにみえる。それは、制度としての FOMC の限界からきているように思われる。

以上

参考文献

藤木 裕 (1998) 『金融市場と中央銀行』、東洋経済新報社。

日本経済新聞 96年2月20日号 『FRB、情報漏れにゆれる、「地区連銀、利上げ要請」  
- ロイターが報じる。』

Beckhart, Benjamin Haggott (1972) *Federal Reserve System*, New York: Columbia University Press. (矢尾 次郎監訳 (1978) 『米国連邦準備制度』、東洋経済新報社。)

Blinder, Alan S. (1998) *Central Banking in Theory and Practice*, Massachusetts Institute of Technology. (河野 龍太郎・前田 栄治訳 (1999) 『金融政策の理論と実践』、東洋経済新報社。)

Greider, William (1987) *Secrets of the Temple*, Touchstone

Meulendyke, Ann-Marie (1998) *U.S. Monetary Policy and Financial Markets*, Federal Reserve Bank of New York (立脇 和夫・小谷野 俊夫訳(2000) 『アメリカの金融政策と金融市場』、東洋経済新報社。)

Woodward, Bob (2000) *Maestro :Greenspan's Fed and the American Boom*, Simon & Schuster

Browne, Lynn Elaine (1999) "U.S. Economic Performance: Good Fortune, Bubble, or New Era?" *New England Economic Review*, May/June 1999

Corrado, Carol and Lawrence Slifman (1996) "Decomposition of Productivity and Unit Cost", FRB Staff Paper, November 18, 1996, pp328-332

Corrado, Carol and Lawrence Slifman (1999) "Decomposition of Productivity and Unit Cost", AEA Papers and Proceedings, May 1999, pp328-332

Davis, Morris A and Michael G. Palumbo (2001) "A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects", Staff Working Papers, Finance and Economics Discussion Series, Division of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, January 2001

Dynan, Karen E. and Dean M. Maki (2001), "Does Stock Market Wealth Matter for Consumption?" Staff Working Papers, Finance and Economics Discussion Series, Division of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, May 2001

Maki, Dean M. and Michael G. Palumbo (2001), "Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s", Staff Working Papers, Finance and Economics Discussion Series, Division of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, April 2001

Oliner, Stephen D. and Daniel E. Sichel (2000) "The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?" Staff Working Papers, Finance and Economics Discussion Series, Division of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, May 2000

Gust, Christopher and Jaime Marquez (2000) "Productivity Development Abroad", Federal Reserve Bulletin, October 2000, pp665-681

Lettau, Martin, Sydney Ludvigson and Nathan Barczi, (2001)"A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects: A Comment", [http://www.newyorkfed.org/rmaghome/staff\\_rp/2001/sr131.pdf](http://www.newyorkfed.org/rmaghome/staff_rp/2001/sr131.pdf) - 05-23-01

Ludvigson, Sydney and Charles Steindel (1999) "How Important Is the Stock Market Effect on Consumption?" Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 5, no 2, July 1999,pp29-52

Federal Reserve Board, Federal Reserve Bulletin, various issues

Federal Open market Committee, Statements; Minutes; Transcripts,

<http://federalreserve.gov/fomc/>

Federal Reserve Bank of St. Louis, Monetary Trends; National Economic Trends

<http://www.stls.frb.org/publications/index.html>

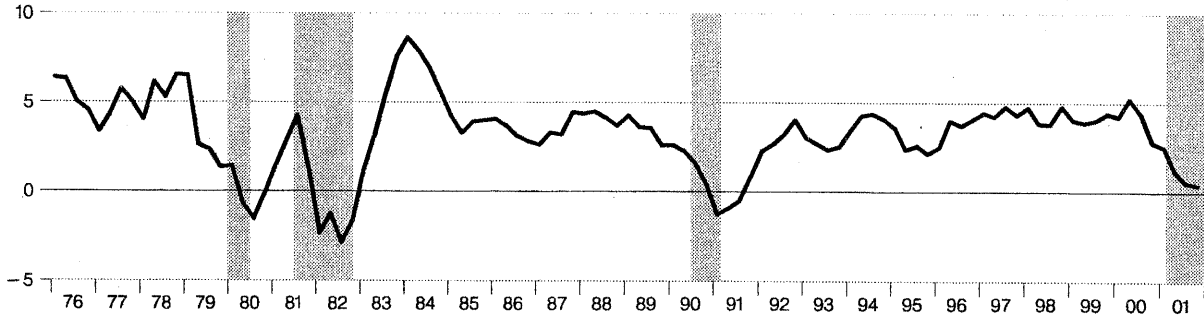
Business Week, "A Tag-of-War Inside the Fed" pp40-41, September 16,1996

○ 資料

① 実体経済 雇用；インフレ率

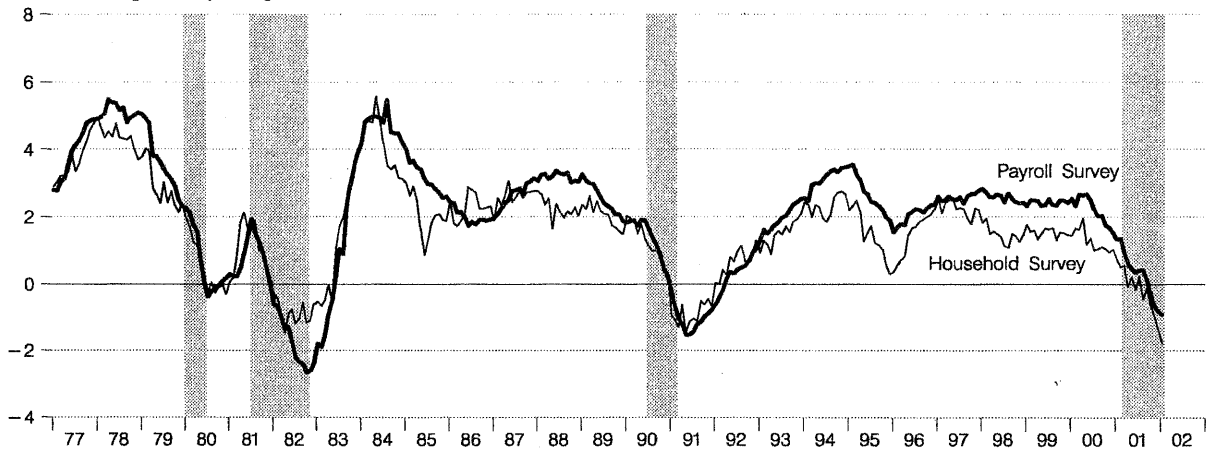
### Real Gross Domestic Product

Percent change from year ago



### Employment

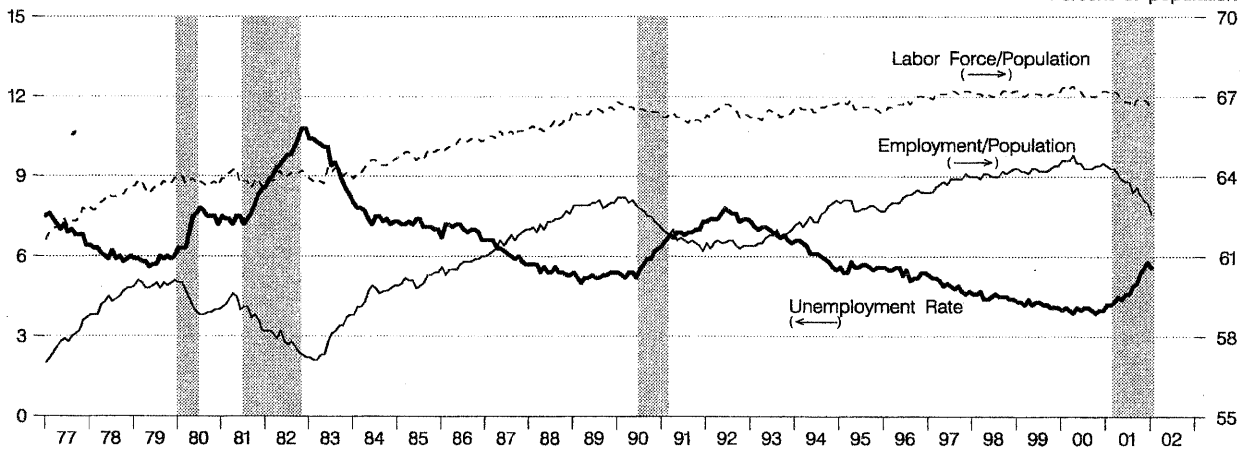
Percent change from year ago



### Unemployment, Labor Force Participation and Employment Rates

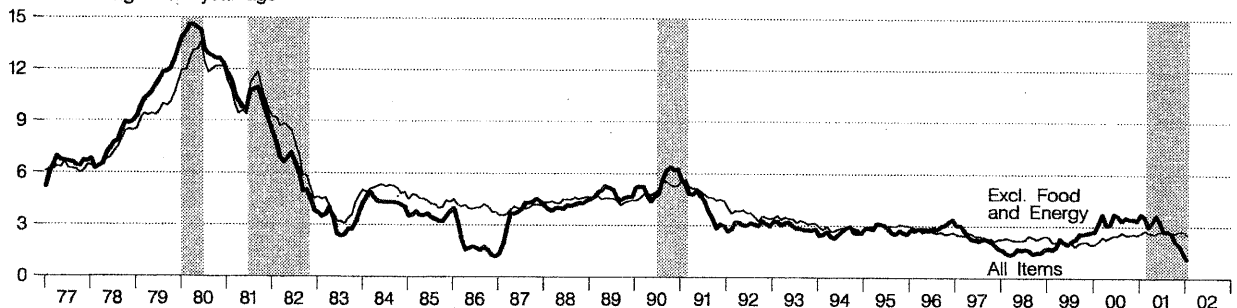
Percent of labor force

Percent of population



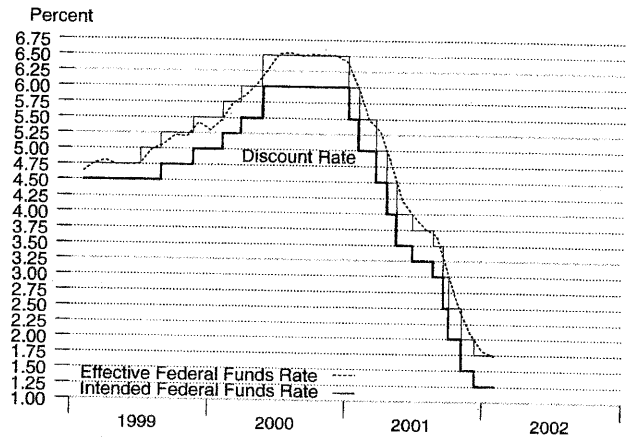
### Consumer Price Index

Percent change from year ago

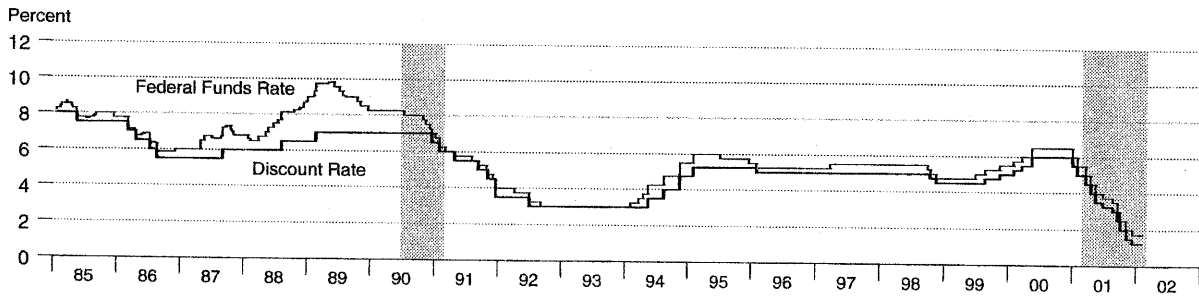


② 政策金利、イールド・カーブ、実質金利

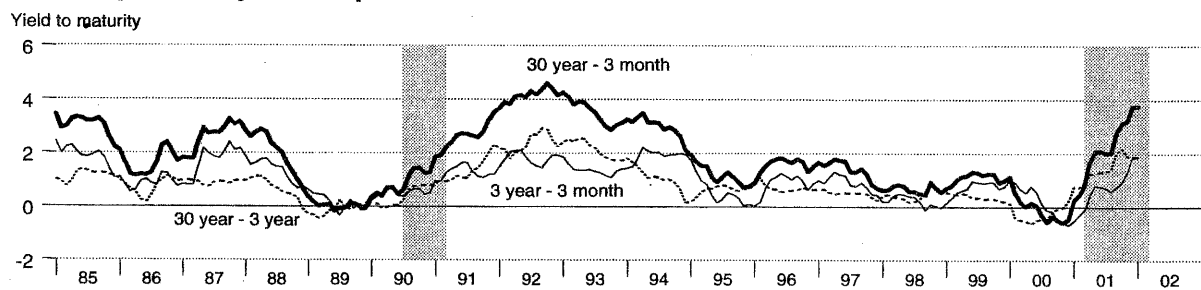
Reserve Market Rates



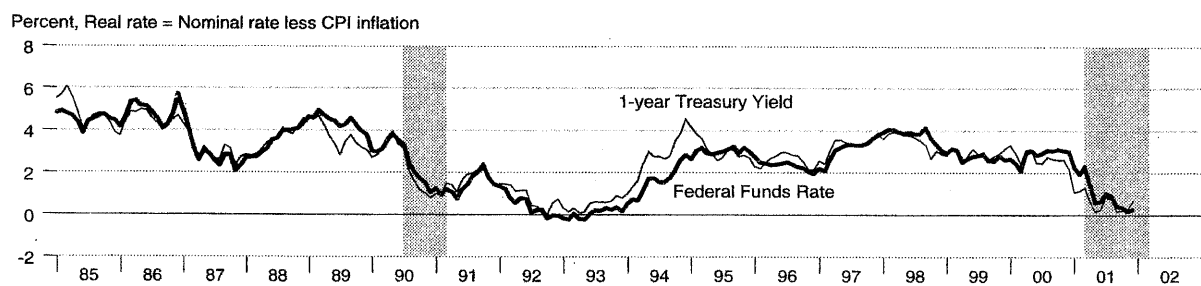
FOMC Intended Federal Funds Rate and Discount Rate



Treasury Security Yield Spreads

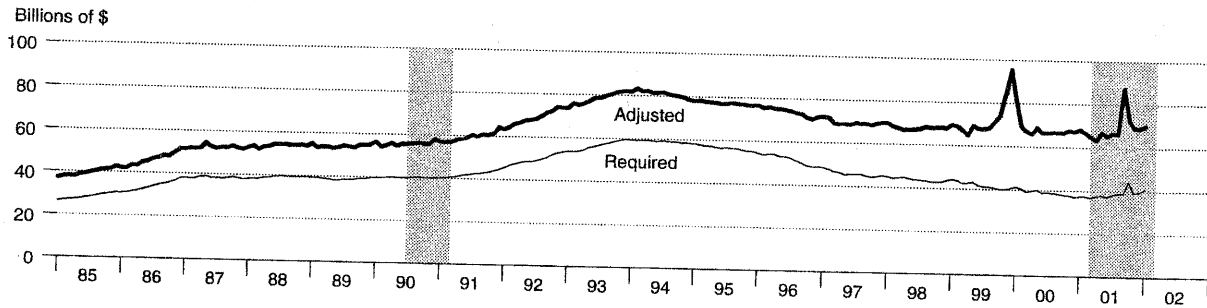


Real Interest Rates

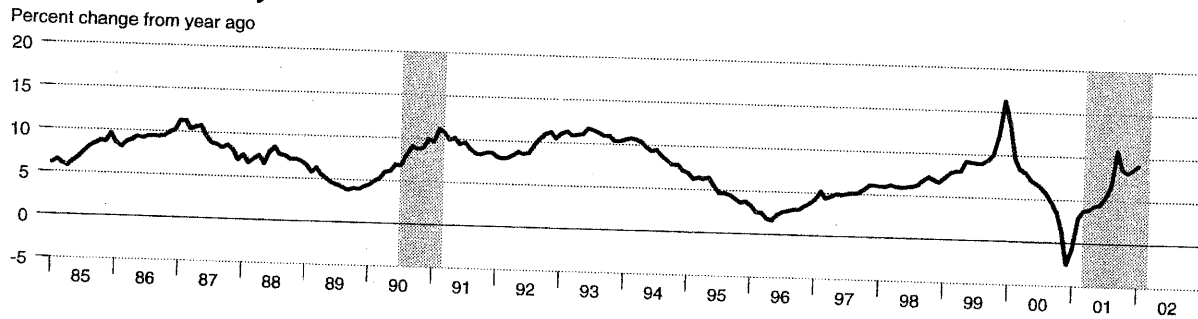


③ ベース・マネーとマネーサプライ

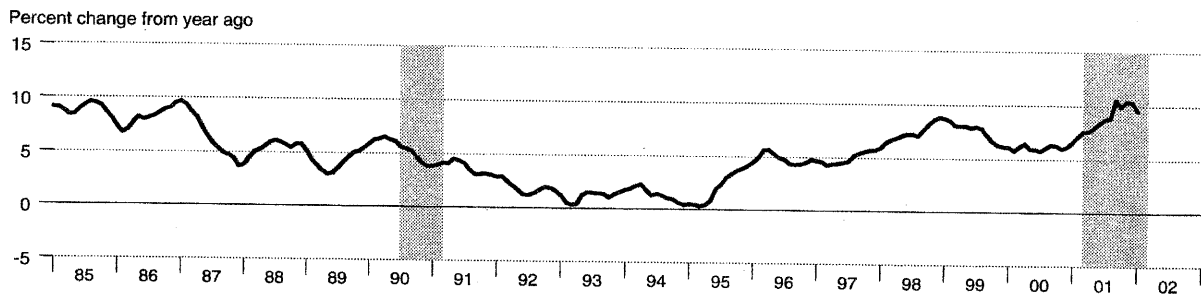
**Adjusted and Required Reserves**



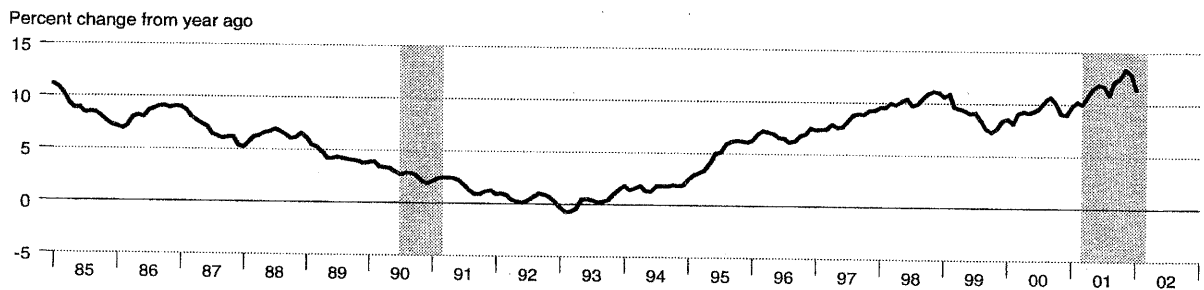
**Adjusted Monetary Base**



**M2**

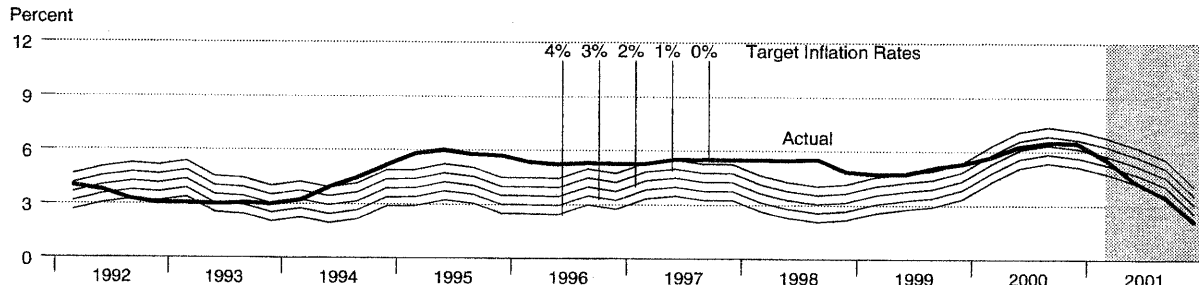


**M3**





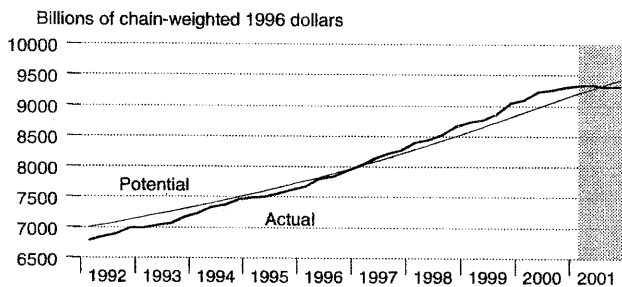
**Federal Funds Rate and Inflation Targets**



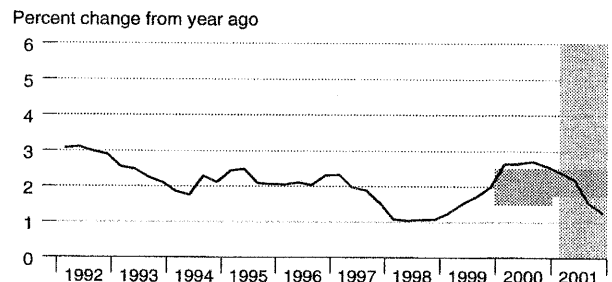
Calculated federal funds rate is based on Taylor's rule. See notes on page 19.

$$f_t^* = 2.5 + \pi_{t-1} + (\pi_{t-1} - \pi^*)/2 + 100 \times (y_{t-1} - y_{t-1}^p)/2$$

**Actual and Potential Real GDP**

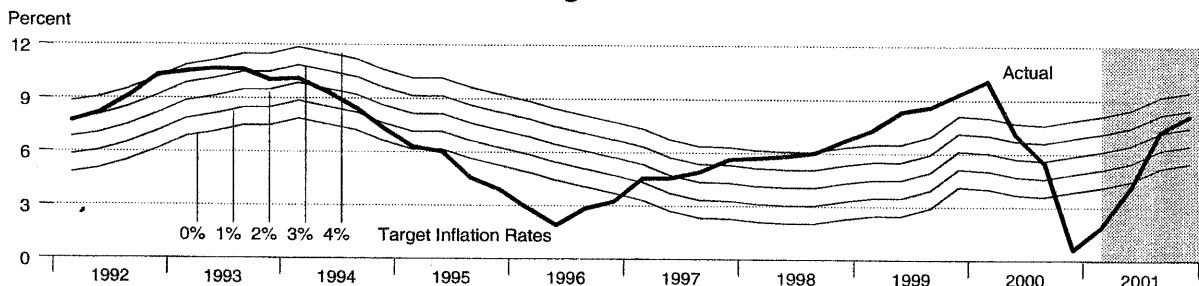


**PCE Inflation and Projections**



The shaded region shows the range of projections published in the Monetary Policy Report to Congress. See page 19 for information.

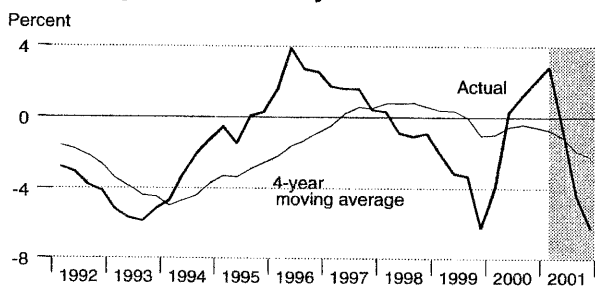
**Monetary Base Growth\* and Inflation Targets**



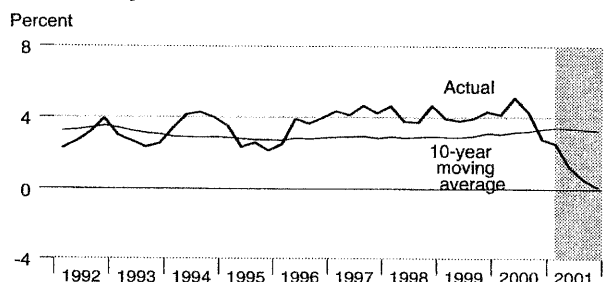
\*Modified for the effects of sweeps programs on reserve demand.

Calculated base growth is based on McCallum's rule.  $\Delta MB_t^* = \pi^* + (10\text{-year moving average growth of real GDP}) - (4\text{-year moving average of base velocity growth})$

**Monetary Base Velocity Growth**



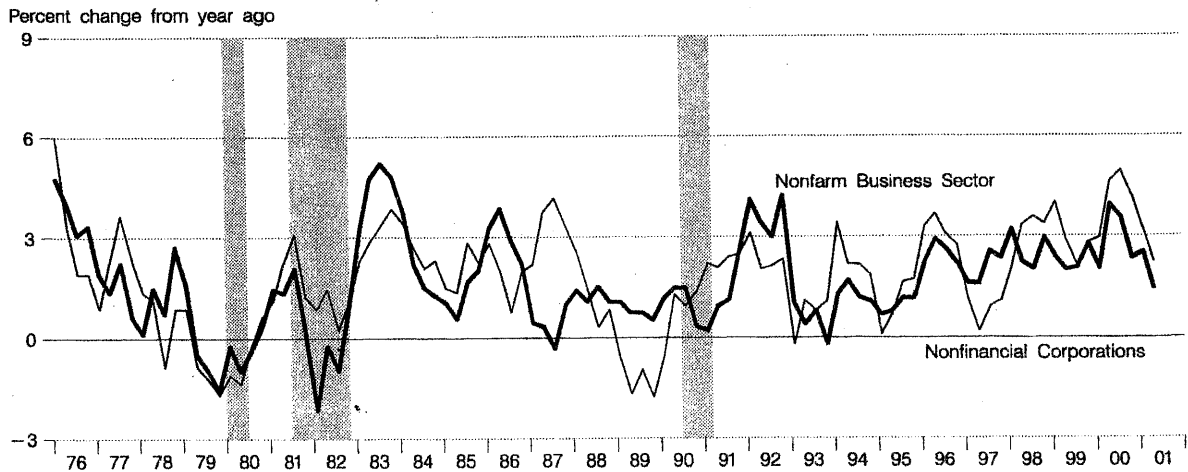
**Real Output Growth**



⑤ 生産性・能力 GDP・NAIRU

⑤-1

Output per Hour, Nonfarm Business and Nonfarm, Nonfinancial Corporations



⑤-2 潜在成長率について(1997年8月FOMC 議事録)

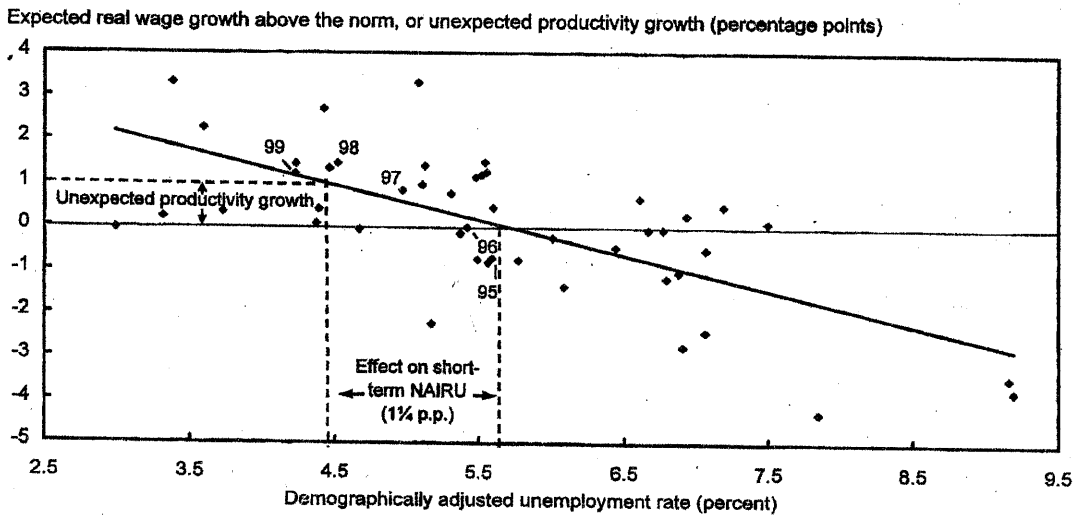
Nonetheless, the members remained concerned about the risks of rising inflation, especially if somewhat faster than projected growth in economic activity were to occur and add to pressures on resources in an economy that already seemed to be operating close to, or perhaps even above, its sustainable potential.

当時の国内総生産の年率成長率 4%

⑤-3 2000年大統領経済報告

Chart 2-17 The Phillips Curve, Productivity, and the NAIRU

If productivity grows 1 percentage point faster than expectations, the short-term NAIRU falls by 1/4 percentage point.



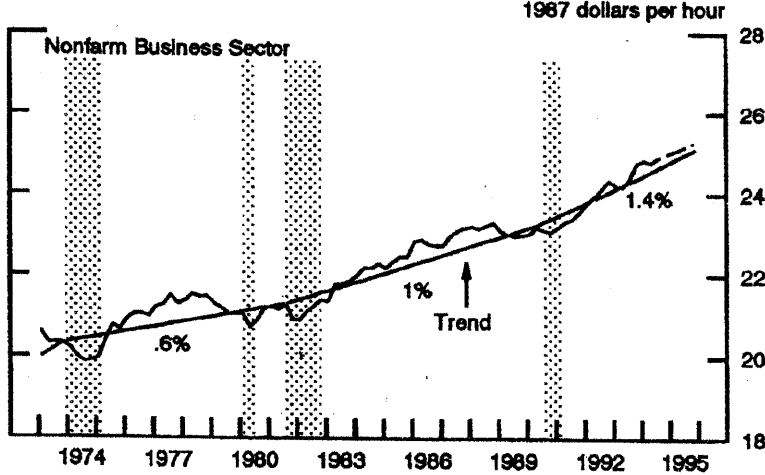
Note: Fitted 1953-99 data with fourth quarter-to-fourth quarter percent changes in hourly compensation and the price deflator for the nonfarm business sector. Wage and price inflation in 1999 are estimated based on the first three quarters. Annual average unemployment rate uses fixed (1993) labor force weights for six age-sex groups. Sources: Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis), Department of Labor (Bureau of Labor Statistics), and Council of Economic Advisers.

⑤-4 1994年7月開催FOMC議事録中のチャート・ショウ

Chart 3

Growth Of Potential Output

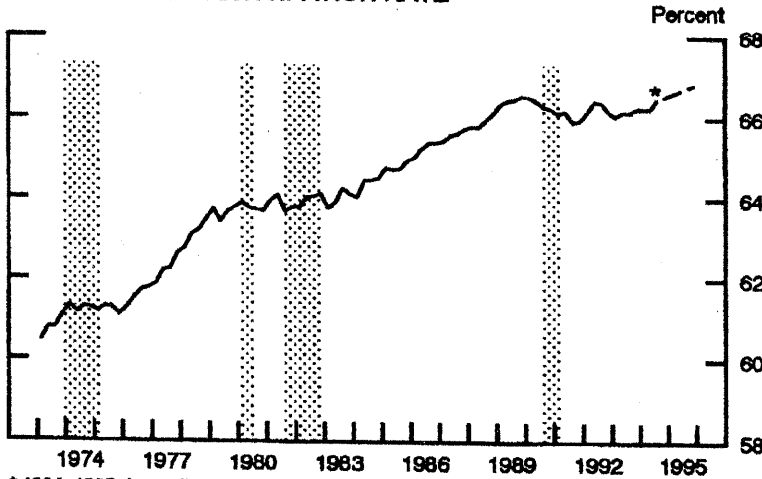
LABOR PRODUCTIVITY



PRODUCTIVITY GROWTH

Percent change, Q4 to Q4	
1990	.4
1991	2.2
1992	3.3
1993	1.7
1994	.9
1995	1.1

LABOR FORCE PARTICIPATION RATE



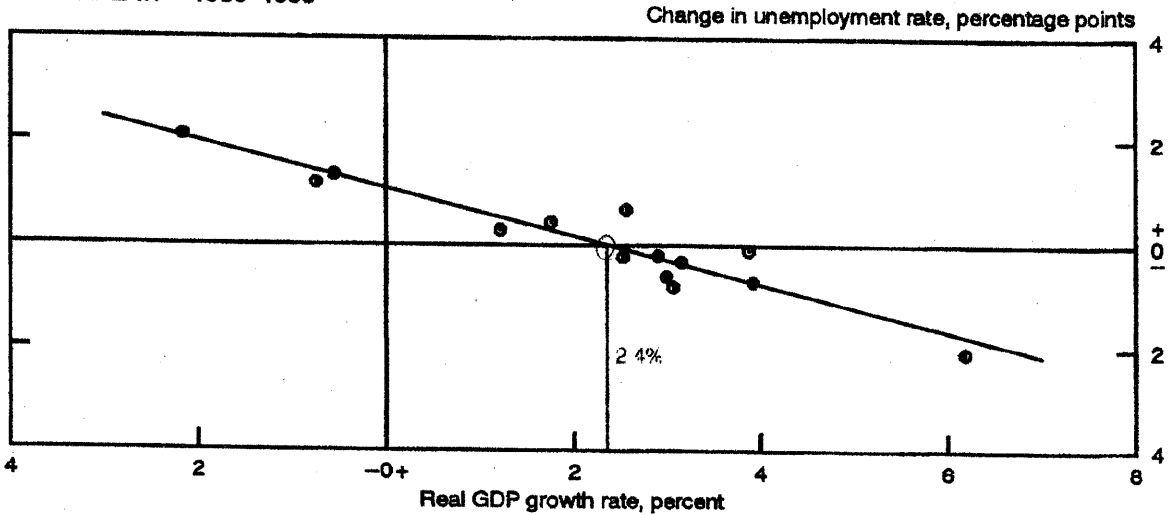
LABOR FORCE GROWTH

Percent change, Q4 to Q4	
1990	.4
1991	.5
1992	1.3
1993	1.2
1994	1.3 *
1995	1.3

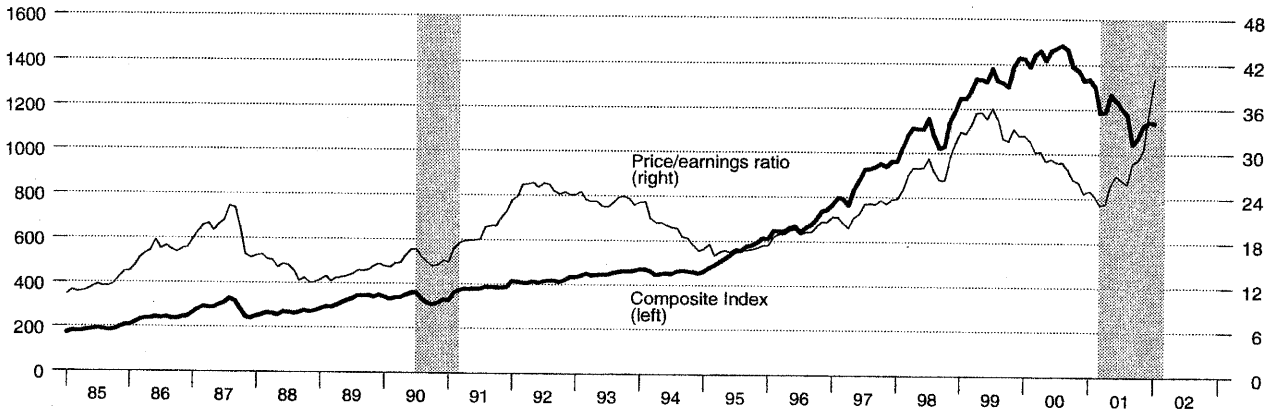
\* 1994-1995 data adjusted to be consistent with old CPS.

\* Adjusted for Jan. 1994 break in series.

OKUN'S LAW - 1980-1993

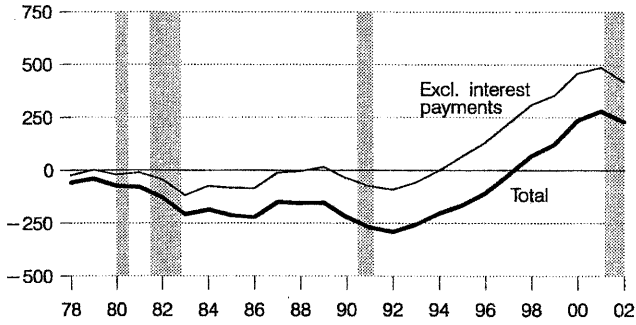


Standard and Poor's 500



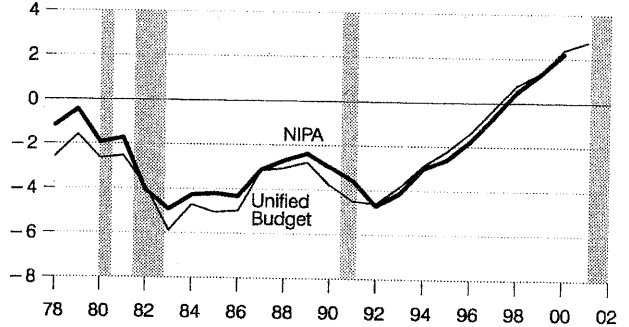
Federal Surplus (+) / Deficit (-), Unified Basis

Billions of dollars, fiscal years



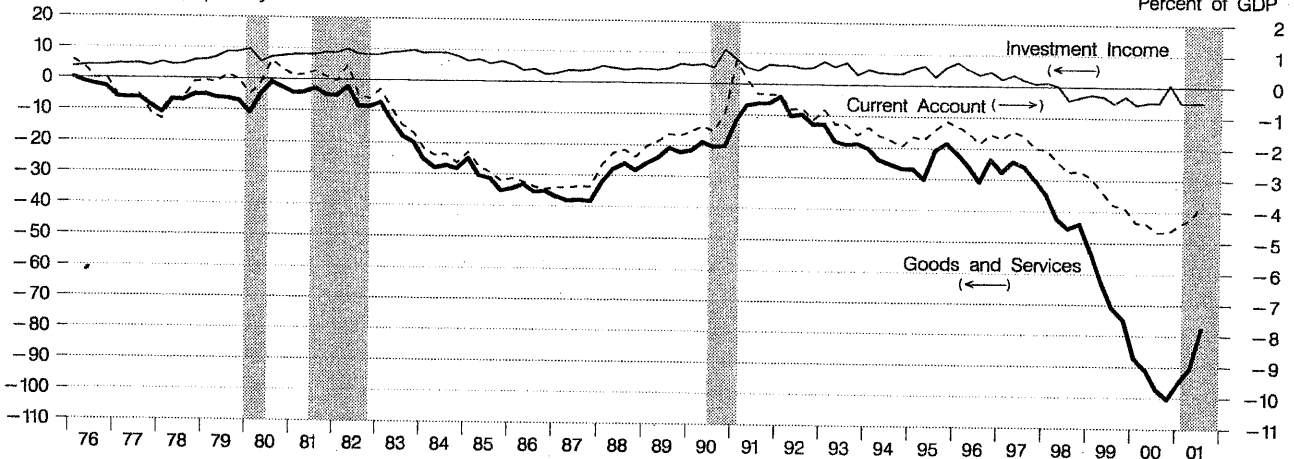
Federal Surplus (+) / Deficit (-)

Percent of GDP



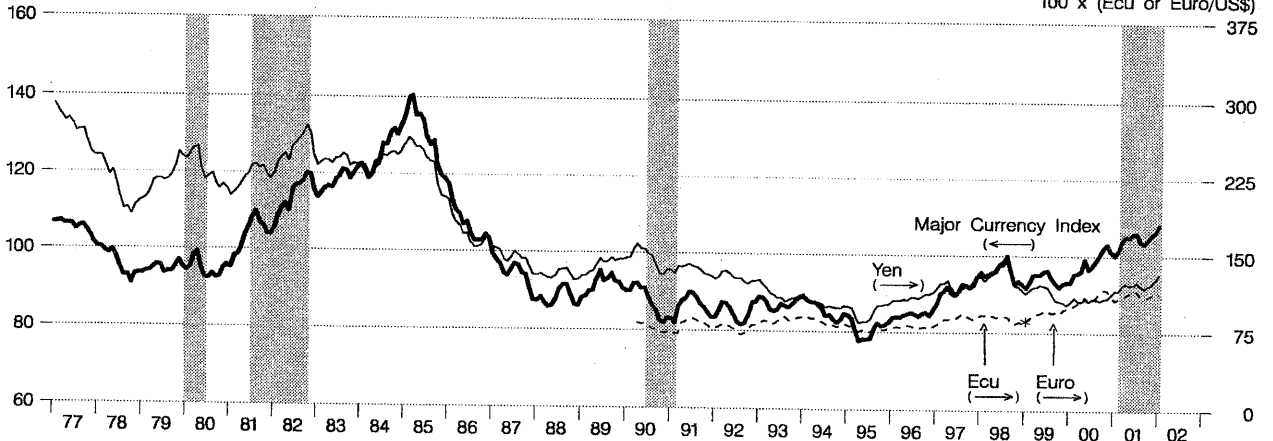
Current Account, Trade and Investment Income Balances

Billions of dollars, quarterly rate



Exchange Rates

Index, March 1973=100



Chairman	Greenspan	⑦1996年9月24日FOMC	議論(ラウンドテーブル)	議論(ラウンドテーブル後)	投票
			①生産性の計測に誤りがある、②現時点で株式のバブル問題があることは認識している③金融政策は一つの分野で成功であれば、たの分野で失敗することを意味する、④インフレを抑制するには25ペーシスポイントの引上げでは不十分、⑤需要圧力のピークにはない、⑥したがって、現状維持を提案する		○
Vice Chairman	McDonough	2区(ニューヨーク)	高成長と低インフレの素晴らしい現象が現れている	議長提案を支持	○
Governor	Kelley		安定した政策が必要	議長指示	○
Governor	Lindsey		インフレについてのツギを失うかもしれない	議長提案を支持	○
Governor	Meyer		インフレが早進するとの見通しに基づいて政策を決めるのはインフレの状態が確認されてからすべきだ	議長提案を支持	○
Governor	Phillips		インフレのリスクは上向き、したがってインフレ圧力には注意する必要あり	議長提案を支持	○
Governor	Rivlin		Yellen理事に同意するが、実際にインフレが早進しているわけではない	議長提案を支持	○
Governor	Yellen		経済はインフレが危険なゾーンで動いている	議長支持	○
President	Boehne	3区(フィラデルフィア)	インフレ懸念は高まっているが、注意深く見守る余地はある	議長支持	○
President	Jordan	4区(クリーブランド)	将来物価上昇圧力は少なくなる。生産性上昇に言及。	議長支持	○
President	McTeer	11区(ダラス)	リスクはインフレ、成長とも上向き	議長支持	○
President	Stern	9区(ミネアポリス)	インフレがより早進するリスクを指摘	小幅引上げが必要	×
President	Broadus	5区(リッチモンド)	実体、インフレともに上向きリスク	以下投票権なし	
President	Guynn	6区(アトランタ)	労働市場タイトの挿話を紹介するも、賃金上昇までには至っていない	Parry 総裁と同意見。即行動してインフレリスクを削減すべきだ。金利引上げは0.50%。	
President	Minehan	1区(ボストン)	インフレ懸念あり、有名な経済学者も十分に引締め的でないとできてきていることを紹介	政策を今変更しないことを指示できる。しかし、今年投票権があるのであれば、行動することに賛成する	
President	Moskow	7区(シカゴ)	現在のリスクはインフレサイドに大きく傾いていると指	金利を25ないし50ペーシスポイント引き上げるべき	
President	Parry	12区(サンフランシスコ)	失業が明らかに自然失業率の下にあり、賃金は上昇しつつあり、物価圧力は高まっている。	議長提案を支持	
President	Hoening	10区(カンザスシティ)	土地投資に投機的な動きがあることに留意すべきだ	金利25ペーシスポイント引上げが賢明な政策である	
President	Melzer	8区(セントルイス)	インフレ見通しシナリオに対して行動を起こさないでほしい	投票権があれば行動すべきだと思う。しかし、議長提案を受け入れる。準備抑制をすべきだ	

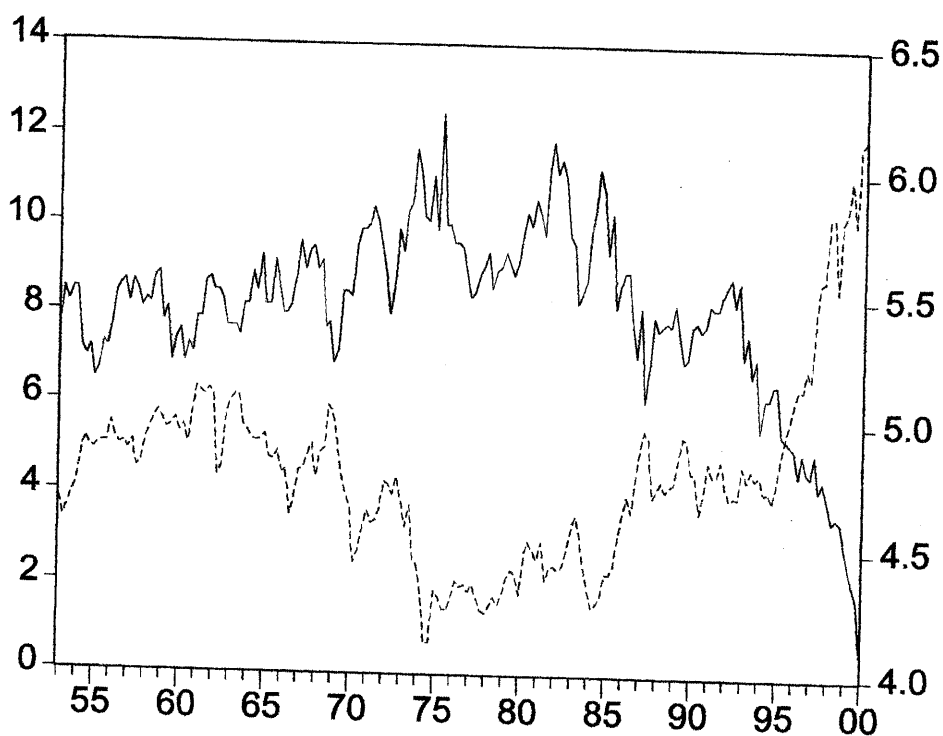
## ⑧資産効果

### 要旨

1.FED より 2001 年に入って発表された 3 本の論文からは、①株価上昇に伴う資産効果は、株価を資産として保有する家計がその増加に合わせて消費支出を増やすことにより発生する、②資産効果は、資産増加後すぐに効き始めるが、その効果はその後数年にわたって続く、③資産が 1 ドル増加することにより、消費支出は 3~5(6)セント増加するといった共通認識を見出すことができる。

2.ニューヨーク連銀が「資産効果の表れるタイミングは資産の増加したその四半期にほぼ集中するのではないか」と反論している点が興味深い。

(図) 資産・所得比率と個人貯蓄率 1953 年第 1 四半期～2000 年第 1 四半期



(1) A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects  
(January 2001)

- ・ 1ドルの資産増加は、消費を3セントから6セント増加させる。
- ・ 資産効果は、数年かけて徐々に表れてくる。

1月に発表されたこの論文では、90年代に見られた資産の対可処分所得比率の上昇と貯蓄率の下落が単なる偶然ではなく資産効果によってもたらされたことを証明し、この関連性を把握することで、今後の資産効果に伴う消費動向の予測に役立てようとしている。

ここではまず90年代の資産増加のほとんどが株価上昇によってもたらされたこと(95~99年にかけての資産増加の91%は株価評価益による)、この株価上昇はそれまでの経験からは予測できなかったものであることを確認している。その上で、ライフサイクル仮説にしたがって、家計は今回の予想していなかった株価上昇によって資産が膨れたため将来に向けての貯蓄意欲を低下させて消費を増やしたとして、その仮説に従ったモデルで資産効果を算出している。そこで得られた結論としては、①1ドルの資産増加は消費支出を約3セントから6セント増加させてきた(95年から99年にかけて消費支出は2,500億ドル~5,000億ドル押し上げられた)、②資産が増加したのち数年かけてその資産に見合った形で消費性向が変化していくということである。②の資産効果がゆっくりと発現される理由として、ここでは株価上昇による資産増加が一時的なものでなく永続的なものと認知されるまで時間がかかること、年金基金やミューチュアルファンドなど間接的投資の場合は資産増加を把握することに時間がかかることなどを挙げている。

(2) Disentangling the Wealth Effect : A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s (April 2001)

- ・ 資産効果は、上位20%所得層で集中的に表れている。
- ・ 1ドルの資産増加は消費を3.2セントから5.0セント増加させる。

4月に発表されたこの論文は、FRBが発表している2つの統計 Survey of Consumer Finances と Flow of Funds Accounts を用いて、90年代における所得階層別及び教育水準別の資産変化とそれに伴う消費支出、貯蓄率の変化(資産効果)を検証している。

ここで得られた第1の結果としては、①上位20%の所得階層で資産の対可処分所得比がもっとも高まり、貯蓄率がもっとも大きく落ち込んだ、②上位20%の所得階層は92年までは貯蓄率が最も高かったが、2000年には最も低くなり、所得階層別で見ると唯一マイナスとなった、③一方で資産の増加が緩やかにとどまった中所得者層では貯蓄率はあまり変化がなく、低所得者層にいたっては貯蓄率は上昇しているということである(図表1)。すなわち、90年代において所得階層間で貯蓄率の入れ替えが行われ、米国全体の貯蓄率の低下はすべて上位20%の所得階層によってもたらされた。上位20%所得階層は、90年代後半の株価上昇で自らの資産が急速に拡大したために、消費性向を大きく増やして、所得を上回る消費を行うようになったのだ。なおこの上位20%所得階層を高学歴者に置き換えれば、まったく同じことが最終学歴別でもあてはまる。

またこのレポートでは、限界的な消費性向の変化を全体及び所得階層別に推計したのも第2の結果として出している。ここでは、①資産が1ドル上昇するごとに3.2セントから5.0

セント消費が増加する、②資産効果が90年代に発生しなかったならば、2000年の貯蓄率は92年のそれよりも高かったとの結論を出している。

(表)所得階層別に見た資産効果

所得階層		資産/所得比率(倍)			貯蓄率(%)	
	1992年(A)	2000年(B)	(B)-(A)	1992年(C)	2000年(D)	(D)-(C)
全体	4.686	6.127	1.441	5.9	1.3	-4.6
上位20%	6.395	8.692	2.297	8.5	-2.1	-10.6
61~80%	3.322	4.171	0.849	4.7	2.6	-2.1
41~60%	3.267	3.649	0.382	2.7	2.9	0.2
21~40%	3.282	4.145	0.863	4.2	7.4	3.2
下位20%	4.113	5.123	1.010	3.8	7.1	3.3

(注) 1.年金プラン及び非営利企業を含めたベース。

2.下位20%の変動幅は大きい、全体の変動幅に対する寄与度は小さい。

### (3) Does Stock Market Wealth Matter for Consumption? (May 2001)

- ・ 資産効果は早期に表れるだけでなく、その後も数年にわたって効果が続く
- ・ 1ドルの資産増加は5~15セント消費支出を増加させるが、その下限近くの可能性が高い

5月に発表されたこの論文では、労働省が発表している Consumer Expenditure Survey を用いて、株価上昇による資産増加がどのような経路で消費支出の押し上げにつながっていくのか、を確認したのち、資産効果が表れるまでのタイムラグの長さについて検証している。

ここで明らかとなった結論としては、①株式保有者は自らの資産増加に伴って消費支出を押し上げた一方で、株式非保有者は同時期に消費支出を変化させておらず、米国家計全体で見ると資産の増加とそれに伴う消費支出の増加はもっぱら株式保有者によってもたらされたものであること、②資産効果は比較的早期に表れ、かつその後も数年にわたって効果が続くこと、③家計の資産が1ドル増加することに個人消費が5~15セント増加することが導かれている。以上は、これまで議論が続き決着のついていなかった資産効果に対する認識への回答として用意されたものであり、例えば①では経済全体の資産増加が自らの資産に変化がない者までも将来の所得増加期待などといった間接的な経路で消費を押し上げたのだとする考え方を否定している。②では資産効果が表れるタイミングについて、比較的早期に表れるだけでなく、その押し上げ効果が長期にわたって続くことを確認している。一方で、③では資産効果の規模がこれまでのコンセンサスであった「1ドルの資産増加につき3~5セント増加する」よりも高い数字となったが、これは利用した統計の制約上、消費性向の高い中・低所得者中心の分析結果となっているため、米国家計全体では実際にはこのレンジの下限近くになるだろうと述べており、コンセンサスと大きなかい離がないことを強調している。



(4) A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects : A Comment (May 2001)

- デヴィスとパラボはマクロの消費、家計純資産、労働所得の均衡関係に変化が生じた際に、消費が均衡回復への調整の全てを負担し、そのプロセスは数四半期から何年にも及ぶとしているが、計測によると、均衡への調整は消費や労働所得でなく純資産である。
- 消費の調整は1四半期で終了する。

FEDの1月の論文へのコメントという形で出されたニューヨーク連銀のレポート(5月発表)では、同じ統計を使っても推計手法を変えれば、資産効果はより早く出てくると捉えることができるとし「資産効果は資産の増加したその同じ四半期内にほとんど出てしまう」と述べている。ニューヨーク連銀はこれまでも資産効果のラグはほとんどないとの研究を発表している。

参考文献については本文末尾を参照。

⑨生産性の計測

- (1) 1994年7月時点  
資料⑤ 生産性上昇トレンド 1.4%
- (2) 1996年9月時点 生産性上昇の確認→96年9月24日FOMCでの説明の基礎→**(A)**  
概要は労働生産性の統計が実態を把握していない。非農業・非企業部門の生産性が20数年低下を続けていたという計測はおかしい。→非金融企業部門でみるべきだ。  
Carol Corrado and Lawrence Slifman "Decomposition of Productivity and Unit Cost" November 18, 1996; FRB Staff Paper  
Carol Corrado and Lawrence Slifman "Decomposition of Productivity and Unit Cost" AEA Papers and Proceedings May 1999
- (3) 1997年8月  
資料⑤FOMC時点 潜在成長力を4%程度にみていると推察される記述あり。
- (4) 1999年5・6月  
Lynn Elaine Browne of Federal Reserve Bank of Boston  
"U.S. Economic Performance: Good Fortune, Bubble, or New Era?" New England Economic Review  
1990年代後半、失業率とインフレ率の低下が同時に生じた理由について検討  
① 一時的な幸運が重なった  
a ヘルス・ケアー その他労働手当の上昇率が低下  
b 世界金融危機→世界の需要低下→物価下落  
② ニュー・エラ  
a グローバリゼーション →価格下落圧力  
b 情報・通信技術の発達に支えられた経営手法の革新  
③ バブル 日本の事例を参照している
- (5) 2000年初 大統領経済報告  
資料⑤ 1995年以降、生産性が従来のトレンドより1%上昇していたとすればNAIRUは1.25%低下するとの計測を紹介。
- (6) 2000年5月  
Stephen D. Oliner and Daniel E. Sichel of FRB  
"The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?" →**(B)**
- (7) 2000年10月  
国際比較をしているが、米国が1990年代半より生産性が上昇したことを示している。  
Christopher Gust and Jaime Marquez  
"Productivity Development Abroad" Federal Reserve Bulletin
- (8) 2001年6月

産業別に生産性の上昇を計測している

IT生産産業、IT集約産業（IT関連投資の比率を産業ごとに比較し、同値が中位数以上の産業と定義）、その他産業の3分類について生産性上昇を比較。IT生産産業の生産性上昇が最も大きく、次いでIT集約産業となっている。その他産業では生産性の上昇は限られている。→(C)

(A) TABLE 1—SECTORAL DECOMPOSITION  
(PERCENTAGE CHANGE, ANNUAL RATE)

Line	Sector	1959- 1973	1973- 1989	1989- 1997
<i>Output per Hour:</i>				
1	Nonfarm business sector	2.9	1.1	1.2
2	Income-based	2.8	1.1	1.3
3	Nonfinancial corporations*	2.4	1.6	1.8
4	Manufacturing	3.3	2.7	2.9
5	Nonmanufacturing	1.6	0.9	1.4
6	Nonfarm noncorporate business	3.5	-0.6	-0.3
<i>Unit Labor Costs:</i>				
7	Nonfinancial corporations*	2.8	5.1	1.5
8	Nonfarm noncorporate business	2.1	8.2	4.2
<i>Unit Profits:</i>				
9	Nonfinancial corporations*	0.1	3.8	6.4
10	Nonfarm noncorporate business	3.1	3.8	15.1

Source: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, and authors' calculations.

\* Includes farm corporations.

(C) IT Producers and Users Show Largest Productivity Gains

	Number of Industries	Average Annual Productivity Growth (Percent)		
		1987-95	1995-99	Change
<i>Unweighted averages</i>				
IT-producing industries	2	8.53	12.22	3.69
IT-intensive industries	26	1.18	3.16	1.99
Other industries	29	1.87	2.30	0.43
<i>Weighted averages</i>				
IT-producing industries	2	8.24	11.90	3.66
IT-intensive industries	26	1.24	2.61	1.37
Other industries	29	0.98	1.11	0.13

Source: Author's calculations.

Notes: Unweighted values for each group of industries are calculated as the mean of the industries' annual productivity growth rates for each period. Weighted estimates use the share of private employment to weight the productivity growth rates of each industry. The IT-producing industries are industrial machinery and equipment and electronic and other electric equipment. IT-intensive industries have a 1995 IT capital share above the 1995 median. Four industries are excluded because detailed capital stock data are not available.

(B) Contributions to Labor Productivity Growth in the Nonfarm Business Sector, 1974-1999

	1974-90	1991-95	1996-99
1. Growth rate of labor productivity: <sup>a</sup>	1.37	1.53	2.57
Contributions from: <sup>b</sup>			
2. Capital deepening			
3. Information technology capital	.81	.62	1.10
4. Hardware	.44	.51	.96
5. Software	.25	.23	.59
6. Communication equipment	.09	.23	.27
7. Other capital	.09	.05	.10
	.37	.11	.14
8. Labor quality	.22	.44	.31
9. Multifactor productivity	.33	.48	1.16

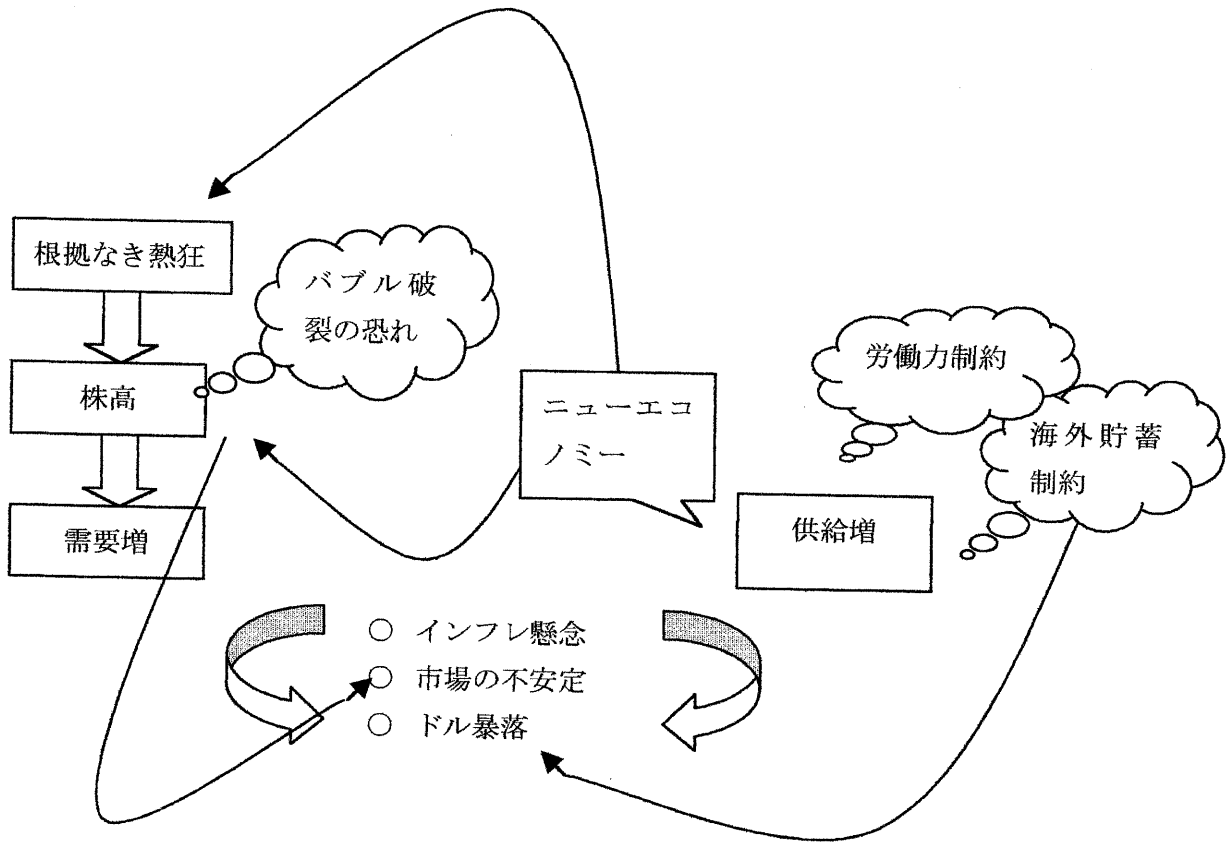
<sup>a</sup> Average annual log difference for years shown multiplied by 100.

<sup>b</sup> Percentage points per year.

Note: Detail may not sum to totals due to rounding.

Source: Authors' calculations based on BEA and BLS data.

⑩ 景気拡大が続いていた当時のアメリカ経済の構造



⑪ Mr. Lawrence Slifman との面談記録

Mr. Lawrence Slifman

Associate Director

Division of Research and Statistics

Federal Reserve Board

面談日時 2001年7月19日 午前11時から12時

3点質問したい。第1は、ボブ・ウッドワード著『マエストロ』に、貴方は、1996年9月にグリーンSPAN議長の依頼を受けて生産性を見直し、それが金融政策に影響を与えたと記されているが具体的にどのようなことをしたのか教えて欲しい。第2は、グリーンSPAN議長の金融政策の評価である。96年秋に生産性を見直し、NAIRUが従来より低くなったと評価し好況下に金融を緩和した。その結果もあって、96年末には株価は6,000ドルをつける。それに対して『根拠なき熱狂かもしれない』と警告を発する。その約半年後、議会証言では『100年に1度か2度の出来事』としてニュー・エコノミーであることを示唆した。それは、『根拠なき熱狂』であれば是正しなければならないが、株価はさらに高くなり、それを是認せざるをえなくなった面もあると考えられる。その後、『市場の判断を越えることはできない』との発言をしているが、これはバブルを見逃したことに対して将来に向けてのヘッジではないか。第3は、昨年後半なぜ景気判断を間違えたか、連銀の経済モデルによる予測についてである。

○ 第1の質問について：

当時のグリーンSPAN議長の問題意識は企業収益が好調であった。このとき、物価は落ち着いていた。とすると、企業は値上げをして収益増を図ったのではない。コスト削減かという賃金・報酬は上昇していた。これらの結論として企業の生産性が上昇していたはずである（他の要因として、金利コスト、減価償却コストの低減などが考えられるが）。そこで、部門別に統計をみていったのだが、国民所得統計では部門別生産性の伸びがでていますが、生産性の計測に問題があることが判明した。非金融企業部門の生産性は上昇しているのに、非企業部門（自営業、建設、小規模小売り、サービス業、弁護士等）では過去20年間生産性が低下しつづけている。計測上の問題があるわけで、国全体の生産性の傾向は非企業部門と同一の傾向でみるべきだ、というのが結論である。

これは、論文として次の2つに書いた。

“The Reliability of Aggregate Statistics Decomposition of Productivity and Unit Costs”  
by Carol Corrado and Lawrence Slifman, The American Economic Review Vol.89 No.2  
May 1999 pp328-332

Working Paper, Occasional Staff Studies November 1996

○ 第2の質問に対して。

FOMC では株式市場をターゲットにして金融政策を策定しているわけではない。インフレ率、総需要、総供給をみている。『市場の判断を超えることはできない』との発言が将来に対するヘッジかもしれない、という見方はそうかもしれない。

我々はいろいろな指標をみている。実質金利もみているし、自然金利、NAIRU もみている。→なぜ量的指標目標でなく、金利目標なのか。

我々がコントロールできる唯一のものは準備量である。かなりコントロールできるのがフェデラル・ファンズ金利である。そういう実務上の理由がまずある。理念的に自然金利かというところではなくそれは考えかたの 1 つのことになるろう。量的指標目標については、量的指標は流通速度があまりにも不安定であることから、その採用は実際的でない。テーラー・ルールも 1 つの参考としてみている。

### ○ 第 3 の質問について：

FOMC はなぜ景気低迷を予測できなかったか？に対して。

インフレ圧力が強かったので我々は金利を引き上げた。その結果、GDP は予想以上に急降下した。この間、ハイテク・バブルは破裂した。ドルが堅調を続けたことは輸出産業にマイナスに影響した。そうしてこうしたプロセスが自己増殖し、在庫調整となった。

FRB/US モデルでは、フェデラル・ファンズ金利の低下が長期金利の下落、株高、ドル安をもたらし、そうした金融市場での効果が実物経済に影響を及ぼすということになっているが、今回はフェデラル・ファンズ金利の引下げが本年初からこのような効果をもたらしていない。とすると経済回復の効果も期待できないのではないか？

長期金利の低下（いつとくらべるかはあるが）により金利感応度が高い部門の経済活動を刺激する効果はある。ただし、設備投資は金利以外にも加速度原理、在庫調整などの問題もある。

そもそも金融政策だけが効果があるわけではなく今回は財政政策の効果も期待できる。政策はすでにパイプラインに入っておりいずれ効果が出てくるという考えかたを支持したい。その後、生産性の計測についての論文は多数で、米国における労働生産性は 1990 年代後半、それまでに比較し 1% 強上昇したという見方が定説になったようである。

**Working Paper Series**  
**Graduate School of International Relations**  
**University of Shizuoka**

- # 01-01 Hirohisa Kohama, **Misunderstandings on Japan's Economic Development: Japan's Experience and its Lessons for Transition, September 2001**
  
- # 01-02 Yasuyuki KOKUBO, **The EU Enlargement: Its Implications for Europe and Asia, September 2001.**
  
- # 01-03 小浜裕久「日本の ODA - その歴史的展開」(Japan's ODA: A Historical Overview) 2001 年 11 月
  
- # 01-04 小谷野俊夫「グリーンズパン議長の金融政策」( An Evaluation of US Monetary Policy by Chairman Greenspan ) 2002 年 3 月