

中央銀行員の経済学

大阪経済大学経済学部教授 (元日本銀行金融研究所長) 高橋 亘

中央銀行や政策当局で働く人間は経済学をどのように使っているのだろうか。本稿では、筆者個人の経験も踏まえ、中央銀行員が経済学をどのように使っているのかを紹介したい。とりあげるのは、精緻で難解な経済分析ではなく、中央銀行員が日常に経済の問題を考える際に用いている簡単な分析である。これは万国の中央銀行で共通する「経済学的な発想」にも通じており、ビジネスで活躍する方にも、中央銀行員の発想を理解するのに役立つと思う。以下では、簡単な需要と供給での分析が意外と役立つこと、人々の心理に訴える「期待」を用いた政策の是非、経済学からみたバブルの問題などを紹介していきたい。

はじめに

せっかく大学で経済学を学んでも実業界で活躍する方々には経済学は縁遠いものとなってしまっているのではないだろうか。筆者の場合、幸か不幸か日本銀行で長く調査研究部門でキャリアを積んだことから、経済学に比較的多く接する生活を送ってきた。日本銀行は、データや経済理論に囲まれ、経済学を現実に応用するには最適な職場である。その点大学は、経済理論を学ぶには適しているが、データは古く乏しい。大学にいると経済学には精通しても実際の経済の動きには疎くなりがちだ。大学の経済学教育がいまひとつ魅力に乏しくなりがちなのもこうした環境の違いがあるからかもしれない。筆者がもうひとつ経済学を磨きたと感じたのは、机やパソコンに面しているときばかりではなく、日本銀行の支店に勤務し、実際に企業を訪問し経営者をはじめ実業に携わる方にいろいろ教えていただいたときである。幸い国内では京都支店、大阪支店に勤務したため京都支店時代は京都府内、滋賀県内、大阪支店時代では、大阪府内をはじめ和歌山、奈良、兵庫各県内に出向いて工場・店舗などを

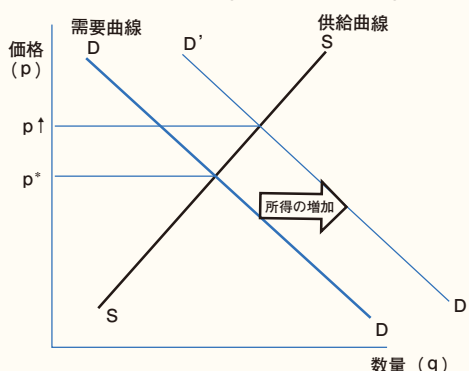
訪問させていただいた。筆者はその後、長く中国経済を担当することになったがその際も積極的に中国国内の中国企業を訪問した。その際も京都・大阪で培った体験が大いに役立った。企業の優劣は、数字ばかりでなく、実務に携わる方の口ぶり、工場や店舗のレイアウトなどから自然に察せられるようになった。そして経済学についても、本場に重要な点はどこなのか「実感」が養われ、経済学に磨きをかけることができたように思う。日本銀行では、経済学に助けられたと感じる別の大きな機会もあった。それは筆者が6年間ほど専門的に関わった国際的な会議の場である。経済学は文科系では珍しく世界共通の学問。このため国際会議の場では英語が流暢に喋れなくても共通の経済学に助けられコミュニケーションが深められる。むしろ英語が流暢でも経済学の素養がなければ、意思疎通がスムーズに行われない。部外者にとつてはなじみの薄い国際会議の場ではあるが、筆者の経験では、意外と簡単な道具立ての経済学を用いて重要な議論が戦わされた。おそらく今でもそうした傾向は変わらないうと思う。国際会議のこのような側面はそれほど知られていない。

そこで本稿では国際会議で経験した事例を中心に、中央銀行員であった筆者が経済学を用いて経済問題にどのように取り組んできたか紹介していきたい。つたない経験であるが、本稿が読者の皆様の興味を少しでも呼ぶことができれば幸いである。

ミクロ経済学を用いて

最初は道具立てから説明したい。図1は、中学校の教科書にもある需要・供給曲線である。これは主にミクロ経済学で用いられる道具立てである。縦軸には取引価格、横軸には取引数量をとる。需要曲線Dは、右下がり。価格が下落すると需要が増加することを表している。供給曲線Sは、右上がり。価格が上昇すると供給が増加

図1 需給曲線 (所得増加の場合)



することを表している。

ここで初学者が陥りやすい間違いをあらかじめ指摘したい。需要・供給曲線は、たとえば需要なら一定の所得、供給なら一定のコストを前提にして描かれている。需要では、所得が増加すれば、製品価格が同じでも需要は増える。支出できる金額が増えれば、買い物客は、製品の価格が同じでも、買物の点数を増やすのである。これは需要の側では、所得の増加による平行移動（シフト）として表される。一方供給の側では、コストが上昇すれば、同じ価格でも採算は悪化するため供給を減らす。これは供給曲線の左への平行移動（シフト）で表される。

需要供給曲線については、曲線に沿って、たとえば需要については価格が上がると需要を減らす（価格↑↓需要↓）、供給については価格が上がると供給を増やす（価格↑↓供給↑）というメカニズムのみに注目されがちだが、所得が増加すると需要が増加し、この結果価格は上昇する（所得↑↓需要↑↓価格↑）、コストが上がると供給が減少し価格も上昇する（コスト↑↓供給↓↓価格↑）というメカニズムも重要である。結

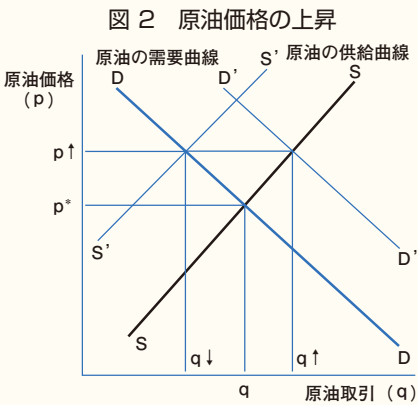
果だけ見ると、価格の上昇と需要の増加が併存する状態は、なじみの深い「価格が上がると需要が減少する」との結果と一見矛盾してみえるが、筆者の経験では、この需要曲線や供給曲線のシフトの方が分析に用いられることが多い。このことは初学者がまずきやすい点であるのであらかじめ紹介しておきたい。

原油価格上昇の分析

それではこの道具を用いて何が議論されたのか。世界経済にとって、原油価格の動向は重要である。かつて1970年代のオイルショックによって世界経済は、インフレと景気後退の同時進行というスタグフレーションの状態に陥り、先進国経済はその後10年間以上経済不振に苦しんだ。2000年代前半、同じように原油価格の上昇がみられた。筆者が参加したそのときの議論の結論は、当時の原油価格の上昇は世界需要の拡大によるところが大きく悪性ではないという結論であった。

この結論を図表を用いて説明していこう。図2は原油の市場を表している。ここでの問題は、原油価格の上昇をどのように理解するかである。原油価格の上昇が、オイルショックのような供給側の事

情であれば、供給曲線の左（上）へのシフトは、原油価格の上昇を実現させるが、取引量は減少する（図2 S'、S'）。一方、需要の増加であれば、需要曲線の右へのシフトで取引量が拡大した結果、原油価格も上昇する（図2 D'、D'）。当時の判断は原油価格の上昇は需要の増加が主因である。このため原油の需要は価格の上昇によってやがて減少するだろうがこれはむしろ好ましいことであり、いま人為的に原油価格を操作することは好ましくないという判断であった。この判断はこの時点ではおおむね正しかったと思われるが、実際には原油需要はその後、価格の上昇にもかかわらず増加を続けた。価格が上昇するのに需要がさらに増加するのは後述のようにバブル的な様相を呈してきたことでもあり、



数年後にリーマンショックを招く下地を形成していくことになった。当時そこまで読みきれなかったのは大きな反省である。

貸し渋りの分析

時期は前後するが、同じような分析を、わが国で1990年代に問題になった「貸し渋り」の問題でも用いたことがあった。当時貸し渋りといわれる現象があったことは間違いなかった。マスコミ等では、実例が報じられ銀行が悪者扱いされていたが、経済全体でみてその程度を客観的にみるべき必要がある。そこで今度は図3で銀行の貸出市場をみていこう。当時の銀行の貸出量の伸び率は低下していた。これは図では、横軸の取引量の減少として表される。取引量の減少は、原因として同じ金利でも貸し出しを絞り込む供給の減少

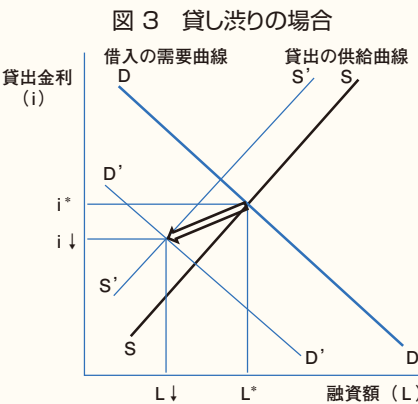
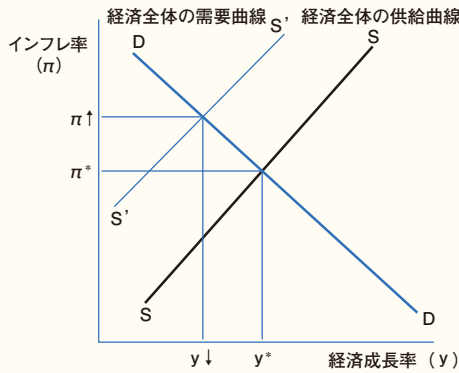


図4 アベノミクス（円安による輸入インフレの場合）



最後に最近の話題として、同様の図を用いてアベノミクスの問題を指摘しておこう。図4は経済全

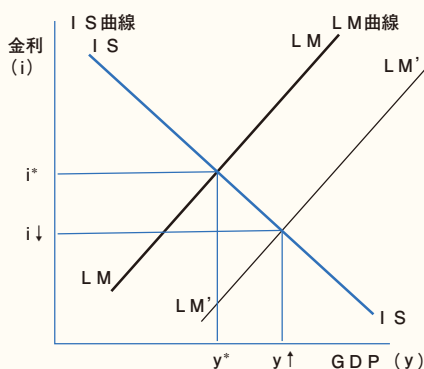
アベノミクスの評価

（貸し渋り・図3 S'・S'）と資金需要の減少（図3 D'・D'）の二つの場合がありうる。おそらく当時は両者が同時に起こっていただろうが、観察されたのは貸出金利の低下（↓）であった。これは、需要の減少の方が貸出の減少より大きいことを意味していた。当時銀行は貸し渋りで世間の批判を浴びていたが、貸出量の低下には銀行が主張するように需要の減少の影響が大きいたことが示唆された。これは無論不必要に貸し渋りに走る一部の銀行を完全に擁護するものではないが、経済学が客観的な判断を示してくれる一例でもある。

体を表し縦軸の価格はインフレ率、横軸は経済成長率を表しているでしょう。周知のように、アベノミクスはインフレ率を上昇させることで景気を回復させることを狙っている。これまでの説明で分かるように、インフレ率（価格）が上昇するには二つのケースがある。一つは需要の増加であり、もう一つは供給コストの上昇（図4 S'・S'）である。インフレが需要の増加の結果であれば、インフレ率の上昇と経済成長率の上昇は同時に生じるが、供給コストの上昇の結果であれば、逆に経済成長率は低下する。景気に対してインフレの影響は逆方向に働くことになる。供給コストの上昇の典型は、円安による輸入品の価格が上昇、価格を据え置いても中身を減少させるなどの実質値上げが行われてきた。日本経済ではインフレ率は目標の2%には及ばないものの、アベノミクスの下で徐々に上昇してきた。一方で景気回復がみられても経済成長率が目標（アベノミクスでは実質2%、名目3%の経済成長率が目標とされている）には届かないのも、じつはこれまでのインフレの上昇に

は景気回復に悪影響を与える性質があったことを示唆している。 **マクロ経済学を用いて** 上記のように、経済学の最も基本である需給曲線は、一つ一つの商品の需給から、産業全体、そして経済全体についても応用できる。ただし経済学では、景気やインフレの問題はマクロ経済学としてケインズ経済学で扱われてきた。これは短期的な景気のよしあしは、家計・企業の購買意欲（需要の大きさ）で決まるといって考え方で作る。最も重要な点は、いくら物を作っても、売れなくなれば仕方がない、需要（売上）で経済全体の大きさ（GDP）が決まるという考え方である。需要が増えれば、企業の売上が増え、企業は生産を増やし、雇用や賃金を増やす。雇用が増えれば所得が増え、需要が増えるというのが「経済循環」といわれるマクロ経済学の考え方である（需要↓売上↓生産↓雇用↓所得↓需要）。マクロ経済学のもう一つの特徴は、需要の大きさを決めるのに金利が重要な役割を果たしていることである。簡単にいえば、金利が低下すれば投資が増える。投資は、GDP全体では割合では消費に譲るものの（消費は

図5 マクロ経済（金融緩和の場合）



GDPの約6割、投資は2割程度）、最も増減が大きいことからGDPの変動を左右する。金利の低下は、投資需要の増加により需要全体を増やし、売上、生産、雇用、所得を増加させて景気をよくすると考えている。 **簡単なIS-LM分析** やや講義めくがこれをより教科書風に説明しておこう。図5ではマクロ経済学で用いられるIS曲線・LM曲線が描かれている。先の需給曲線とは違い縦軸には金利、横軸にはGDPが示されている。IS曲線は、財市場での金利とGDPの関係を表し、金利が上昇すると投資が減りGDPが減少するため、マクロ経済学での需要曲線のように、金利（価格）が上昇するとGDP（需要）が減少することを表し、右下がりになっている。

一方LM曲線は、金融市場での金利とGDPとの関係を表し、貨幣量を一定としたときGDPが増加すると借入量の増加など貨幣への需要が増え金利が上昇することからミクロ経済学の供給曲線のように右上がりになっている。ケインズ経済学では、金融市場と財市場の相互関係でGDPの大きさが決まり、それはIS曲線とLM曲線の交点で決定される。金融緩和による投資の増加で景気が拡大することは図5では次のように表される。金融緩和により中央銀行が貨幣の量を増やすことは、LM曲線の右へのシフト(図5 L_{M1}→L_{M2})として表される。これまで仮定してきた貨幣量一定という前提を離れて、貨幣量を増加させたことからLM曲線が移動(シフト)するのである。この結果IS曲線との交点も右下に移動する。つまり金融緩和による貨幣量の増加で、金利が低下し、投資の増加によりGDPが増加することになる。

ただここ20年間、こうしたモデルは現実にあてはまらなくなっている。金利がゼロとなってそれ以上下げにくくなり、金利の低下によって投資を増加させることができなくなったからである。そこで日本をはじめとした多くの国で

は、金利の低下に代わって大幅に貨幣量を増やす「量的緩和」が実施されたが、同時に「期待」を重視した政策が採用され注目されている。これは人々の予想を変え、ことにより経済活動にも影響を与える政策である。

期待を通じた政策

たとえば日銀は「2%インフレが実現するまでは強力な金融緩和を執行する」としている。日銀は現在、インフレ期待の上昇により実質的な金利負担を減少させ、支出を増加させる効果を重視しているが、ここでは、当初日銀が言及していたより簡単な政策効果を紹介しておく。それは日銀の目標インフレ率が発現すると人々が信じて、値上がり前に早めにものを購入するとの行動が生じ、現在の消費行動が活発化するという効果である。「将来への約束」によって「現在の経済」に影響を与えるという仕組みである。これは図5では期待によりIS曲線が右にシフトすると表される。この場合は、(名目の)金利の低下が必要とされているのが特徴である。従来の経済学ではこうした「期待」を積極的に考慮していなかったため、IS曲線のシフトは財政支出の拡大で行うことを想定していたが、

現在のマクロ経済学は「約束」により期待を変えるだけで投資の増加によってIS曲線を動かし、景気に影響を与えられることを示した。

このように現在の経済政策では「期待」の役割が重視されてきている。ただ、「期待」は一方では経済学にとって厄介なものでもある。図6は再び、需要と供給を表している。ここで需要曲線に注目しよう。通常需要曲線は、需要は価格が上がると減少する右下がりの曲線を想定している。ここに期待の要素を入れてみよう。世の中には、価格の上昇が予想され、さらには需要が増大することがある。値上がり予想されると購入を急ぐというバブルの時期にみられる現象である。この状況では、価格が上昇すると需要が増える右上がりの需要曲線が描ける。通常の状態では、価格が本来あるべき均衡価格を上回ると、供給が需要を上回り(超過供給)

価格は低下し、均衡価格に復帰する。こうして売買が釣り合う経済の安定が得られる。一方バブルの状況では、価格が均衡価格を上回ると、

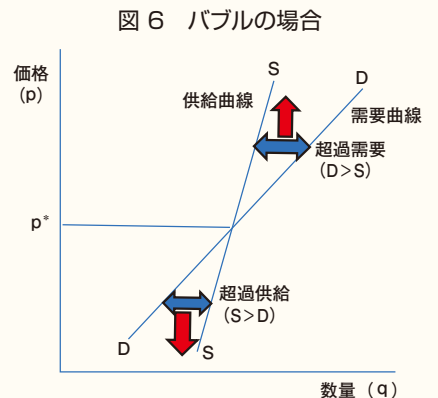


図6 バブルの場合

需要が供給を上回り(超過需要)、価格はますます上昇する。経済が不安定化してしまうのである。経済学は、価格が上がれば買いを控えるという合理的な人間が想定され、現在の政策も合理性を前提としている。だが、実際には、人々は経済学の想定のように行動するとは限らない。日銀がバブルに手を焼き、現在ではなかなかインフレ目標を達成できないのも、こうした問題がありそうである。



高橋 亘 (たかはし わたる)

大阪経済大学教授、神戸大学経済経営研究所リサーチフェロー。1978年日本銀行入行。国際局審議役、金融研究所長。Oxford大学経済学修士。東京女子大学、東京大学公共政策大学院、京都大学公共政策大学院、政策研究大学院大学(GRIPS)講師、慶応義塾大学経済学部教授、神戸大学経済経営研究所教授を経て、2013年より現職。専門分野は、中央銀行制度、金融論。