

総括パネル・ディスカッション

低インフレ下における金融政策の役割

ヴィトール・ガスパール¹

Vitor Gaspar 欧州中央銀行調査総局長

1. はじめに

はじめに日本銀行に対し、「低インフレ下での金融政策の役割」というコンファランスを開催し、特に私をパネル・ディスカッションに招待してくれたことに、感謝の意を表したい。1990年代には、世界各国の中央銀行がそれぞれ金融政策をどう定義しそれを実行するかというフレームワークが、大きく収斂に向かった。1998年4月の日本銀行法改正を含め、多くの国で、金融政策の目的を設定し、(政策手段の)独立性を確立し、アカウンタビリティを規定するといった点について、中央銀行法の大幅な改正が行なわれた。その結果、幾つかの重要な違いは依然として残っているものの、各国の金融政策のフレームワークに多くの共通した主要な特徴がみられることになった。中でも最も重要なのは、明文化されているにせよされていないにせよ、金融政策の第一義的な目的が物価の安定とされたことである。これは、中央銀行法に明文化されていることもあるが、低位安定したインフレが持続的成長の必要条件であるという実践的な認識のかたちをとっている場合もある。こうした視点からみれば、金融政策のフレームワークは、信認されかつ長期的に持続可能な物価の安定を達成し、同時に経済全体の安定に貢献することを念頭において考え抜かれたものでなければならない。

金融政策は、物価安定のためにある。物価安定という場合、少なくともインフレ率が低くかつ安定していることが求められる。それゆえ低インフレは、われわれ中央銀行員にとって、職責の基本中の基本(“bread and butter”)である。この問題に、近年多くの関心が集まっている。そのことを示すいくつかの例を挙げると、低インフレは、1999年のカンザスシティ連銀主催のジャクソンホール・シンポジウムでの

本稿は、2000年7月3、4日に開催された第9回国際コンファランス「低インフレ下での金融政策の役割：デフレ・ショックと政策対応」において行われた総括パネル・スピーチ原稿を基に、日本銀行金融研究所が著者たちの同意を得て翻訳したものである(文責：日本銀行金融研究所)。

1 Sandrine Corvoisier, Patricia Kearns-Endres, Andrés Manzanares、そして特に Oreste Tristani の貴重な協力に感謝したい。なお本稿の見解は筆者個人のものであり、必ずしも欧州中央銀行あるいはユーロ・システムの公式見解を示すものではない。

主要な論点の1つであった。さらに、「低インフレ環境下での金融政策」という、同一の題名のコンファランスが2つ行なわれた。1つはボストン連銀により1999年10月に開催され、もう1つはNBER、CEPR、TCERの共催により、同年12月にここ東京で行われた。低インフレ環境についての関心がこのところ高まっているのは、少なくとも次の2つの理由からみて、当然のことといえる。第1には、数十年にわたるインフレとの戦いを経て、世界経済の多くの地域で満足いく水準の物価安定が達成されたことである。ユーロ・エリアでは、インフレ収束の過程が完了したのは最近のことである。すなわち、ユーロ・エリアに統合される11カ国の全てにおいて、インフレ率が最近の歴史では初めて2%を下回ったのは、1996年のことである。1990年には、これら11カ国は全て2%を上回るインフレ率を示していた。なかでも、ポルトガルは当時まだ2桁台のインフレ率にあり、その2年後には状況はさらに悪化した。しかし1990年代の終わりにはこれら11カ国は、インフレ鎮静化の成功を過去のものとして振り返ることができるようになった。第2に、低インフレの下で金融政策の有効性が制約され得ることへの関心が、再び高まってきたことである。特に、名目金利の非負制約が金融政策の実体経済への波及能力を現実に抑制するものかどうかについて、多くの議論が行われた。この議論は、名目政策金利をゼロにするという最近の日本の経験によって、一層の盛上がりを見ている。

当コンファランスのタイトルは、「低インフレ下での金融政策：デフレ・ショックと政策対応」である。私は、そこでの議論を通じて、金融政策のフレームワークを構築するうえで、極端な事象にどう対処すべきかについて熟慮しておくことが極めて重要である、ということが示されたと考える。スベンソン教授は特にこの点をうまく表現している。堅実な中央銀行は、たとえ生じうる可能性が低いとしても、極端なケースにどのように対処するかを考えておくべきだ、と彼は述べた。グッドフレンド氏とコーン氏も同じ考えを強調している。当コンファランスにおけるもう1つの重要な論点は、インフレおよびデフレという両方向のリスクを最小にするような予防的な金融政策は、いかにあるべきかという点であった。こうした予防的な金融政策は、金利が非負制約に直面する確率を低くする（全くゼロにはできないにしても）ことに寄与する。低インフレ下では、インフレ・リスクとデフレ・リスクのバランスをとることが求められる。

ユーロ・エリアにおける金融政策運営の初期の経験も、このことの重要性を明らかに示すものであった。そのため、以下では、1998年の終わりから1999年春にかけてユーロ・エリアで行われた金融政策の決定を振り返ってみることにする。

2. 物価安定に対するダウンサイド・リスク：欧州中央銀行の対応

欧州中央銀行（ECB: European Central Bank）による安定性重視の金融政策運営方針の主要点は、1998年10月13日に発表された（ECB [1998a] 参照）。そこでは、物価安定の定義が数値化されている²。当時、ユーロ・エリアの消費者物価指数（HICP: Harmonised Index of Consumer Prices）上昇率は0.9%であり、インフレ期待も同様に低かった。

アジア危機とロシア危機の後、世界経済の成長見通しは下方修正された。同年末にかけ、ユーロ・エリアでは第3四半期の生産低下を示すデータが発表され始めた。企業コンフィデンス指標（industrial confidence indicators）は、海外からの受注の減少を反映して、既に夏頃から弱まっていた。さらに、金融市場における混乱によって、潜在的なクレジット・クラッシュに対する懸念が広がった。

一方、M3は1998年を通じて、年率増加率が4.4%から4.9%の間で安定していた。

こうした動きを全体としてみると、既に低水準にあったインフレ率がさらに低下する可能性と整合的であった。1998年12月3日のECBの運営理事会（Governing Council）での各国中銀総裁による合意を受け、各国中銀は協調して、政策金利を3%にまで引き下げた。3ヵ月物金利の平均は、1998年8月から同年末にかけて70ベースポイント低下した。この低下の半分は、12月3日以降に生じた。12月22日の運営理事会では引続き政策金利を3%にすることを確認した（ECB [1998b] 参照）。ECB発足後最初の公開市場操作は、1999年1月4日、金利3%、期間2週間の固定金利入札方式による国債レポ・オペで行なわれた。

1999年初めには、ユーロ・エリアにおける名目金利は、第2次世界大戦後、最も低い水準にあった。3ヵ月物インターバンク金利から消費者物価指数の前年比上年率を引いて計算した短期実質金利は2%を下回り、1990年代の最低水準を記録した。当時、この低水準の名目（および実質）の短期金融市場金利は、一段の低下ではなく、上昇反転につながる可能性が高いものと受け止められていた。この見方は、限界貸付金利が4.5%に設定されている一方で中銀預け金金利を2%に設定することによって、3%の主要リファイナンス・オペ金利に対して上下方向に非対称的な金利幅を設けるといふ、12月22日に公表された運営理事会の決定にも反映されている。この非対称的な政策金利の設定は、金利が一層低下するよりも上昇する余地が大きいというシグナルを発するものであった。

こうした中、ECBは第2の政策変更を行った。1999年4月8日における主要リファイナンス・オペ金利の2.5%への引下げである。同時に中銀預け金金利を1.5%、

2 具体的には、「物価の安定は、消費者物価指数の前年比上年率が2%以下であることと定義」され、物価の安定は「中期的に維持されるべき」とされた。欧州中銀の金融政策運営方針の概要は、ECB [1999] ないし Angeloni, Gaspar and Tristani [1999] を参照されたい。また Issing [2000a] は、単一金融政策の初年度における、欧州中銀の金融政策運営方針の実行に関して議論している。

図1 1999年4月以前のユーロ地域におけるGDP成長率コンセンサス・フォーキャストの動き

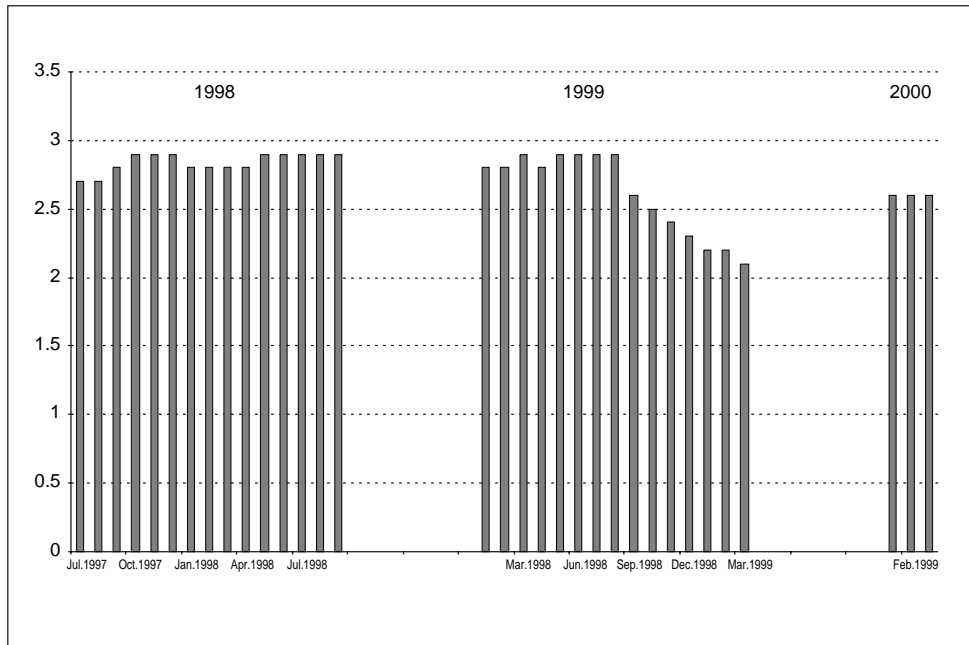


図2 1999年4月以前のユーロ地域におけるインフレ率コンセンサス・フォーキャストの動き



限界貸付金利を3.5%にすることで、対称的な金利幅が設けられた。ユーロ・エリアの経済情勢の現状と先行き予測に関する分析は、特に難しいものであった。当時の状況を完全に理解する上で最善の方法は、当時利用可能であった情報集合にのみ注目することであろうが、少々の後知恵を使えば、長い話を簡潔に整理することができる。以下の議論の目的は、4月8日の決定の背後にあった情報と分析を網羅的に解説することではなく、物価の安定に関するアップサイドとダウンサイドのリスクを比較考量する必要から政策変更が促されたことを示す点にある。私がこのエピソードに焦点を絞るのは、それによりダウンサイド・リスクの問題に重点をおくことができるからである。

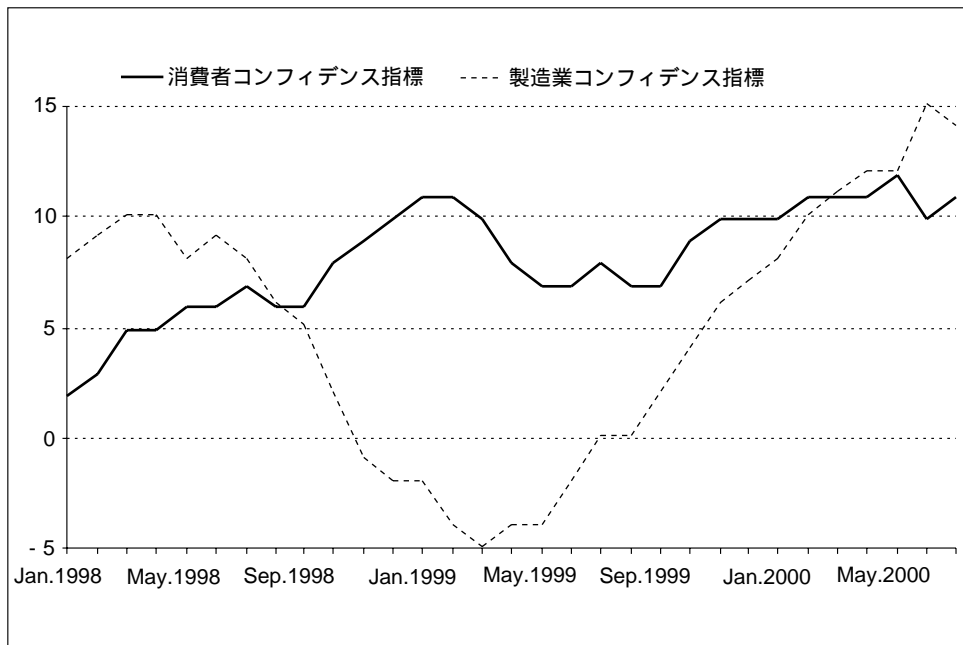
四半期ベースの実質GDP成長率は、1997年の第4四半期から1998年の第4四半期まで低下を続けた。消費者物価指数（HICP）で測ったインフレ率は、1997年12月には0.8%になり、1999年2月までその水準を維持した。1999年4月8日の運営理事会の時点では、この2月のインフレ率が利用可能な最新のユーロ・エリアの月次インフレ指標であった。

1998年のユーロ・エリアの景気動向は、ユーロ・エリア以外の世界の動向と密接に関係したパターンを示した。IMFや欧州委員会、OECD等の国際機関を含む、ほとんどの分析者および予測者は、ユーロ・エリアの景気鈍化は穏やかで、一時的なものであると予想していた。これらの分析者は、世界経済は先行き改善するという見通しと、ユーロ・エリアの経済規模が大きく相対的に閉鎖的な経済地域であるとの想定の下、ユーロ・エリアの景気は1999年中には回復し、物価は1999年から2000年にかけて緩やかながらも持続的に上昇すると予想した。1999年から2000年を通じて、インフレ率は2%の天井を十分に下回るレベルで安定的に推移するであろうと考えられていた。この見方は、ECB内部の標準シナリオの分析と概ね整合的であった。しかしこれまで何度も、景気の先行きに関する予想は下方修正されるパターンが続いていたことには注意する必要がある。これは、ユーロ・エリアのGDPとインフレ率に関するコンセンサス・フォーキャストからみてとれる。

いくつかの指標が相反するシグナルを発していた。例えば、企業コンフィデンス指標は1998年中頃以降一貫して低下を続けていた一方、消費者コンフィデンス指標は上昇し、運営理事会の時点で利用可能な最新のデータであった2月には1985年の統計開始以来の最高水準となっていた（図3参照）。こうした消費者コンフィデンス指標の上昇は、民間消費が今後数カ月間は強含みで推移することを示唆するものであった。しかし、これら2つの指標がこのような顕著な乖離傾向を示すことは稀だということを認識する必要がある、という別の見方もあった。これらの統計を作成するための質問事項を詳細に検討していくことが重要であり、そうすることにより、企業コンフィデンス指標のほうがよりフォワード・ルッキングであるらしいことがみてとれる（しかしこの指標は、世界経済の動向と先行き見通しにより敏感でもある）。

興味深いことに、この頃、原油価格が大きく上昇していたのである。原油価格は2月に上昇し始め、3月には、2月の平均に比べUSドル・ベースで既に約40%高く

図3 ユーロ地域のコンフィデンス指標の動き

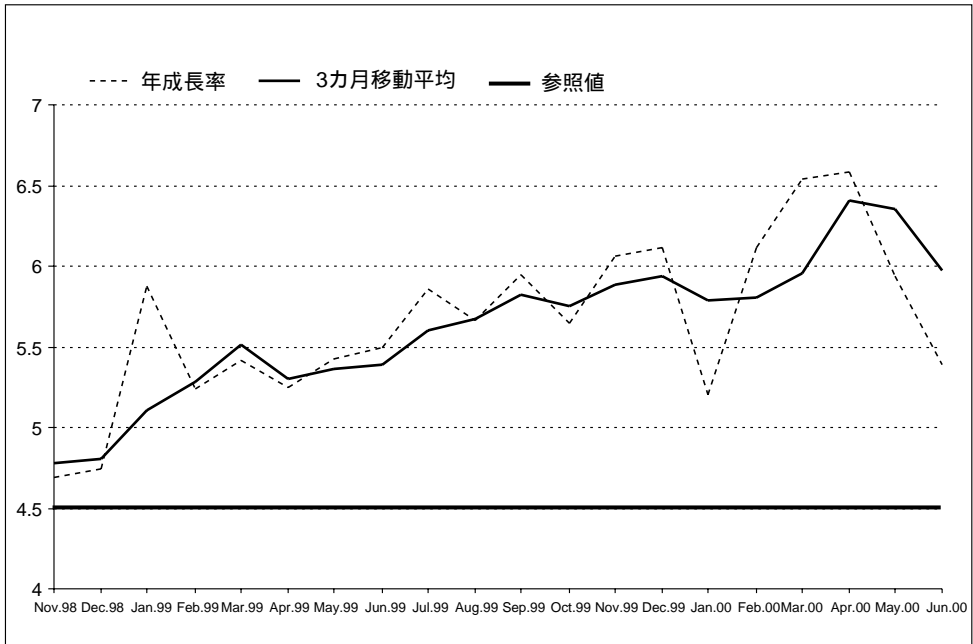


なっていた。しかしこれは、それ以前のエネルギー価格の変化がユーロ・エリアのインフレ率を押し下げた後のことであった。1999年2月には、総合指数でみたインフレ率は、非加工食料品とエネルギー価格を除いたコア・インフレ率よりも顕著に低かったのである。

金融面の動向をみると、1999年1月、2月のM3増加率は、それぞれ5.6%、5.2%と、参照値の4.5%を大きく上回っていた（図4参照）。マネーの高い伸び率は、物価の安定に対してダウンサイド・リスクよりもアップサイド・リスクを示すものである。しかし、M3動向の解釈は一本化された金融政策への移行という要因から、難しい時期にあった。特に、次の3つの要因が重要と考えられよう。すなわち、新しい短期金融市場環境に習熟する過程で、経済主体の流動性選好が上昇したかもしれないこと、統計徴求システムが完全施行されたこと、付利された準備預金制度の新たな枠組みに移行したこと、である。年初におけるマネーサプライの増加と一本化された金融政策への移行との関係は、ECB [1999] で明確に強調されている。この間、民間部門への与信額は、1999年1、2月には年率約10%で増加していた。こうした金融面の動向は、経済活動の減速とインフレ圧力の低下という見通しとは相容れないものであった。

あらゆる中央銀行は不確実な世界の中で決定を下しているが、ECBがEMUの第3段階移行後の当初数ヶ月間に直面した不確実性の状況は、特に深刻であった。一本化された金融政策への移行は、ほぼ教科書的なレジーム・シフトの事例であった。1999年の初めの数ヶ月、「新しく」一本化された金融政策の波及メカニズムは、ま

図4 M3の成長率



だその輪郭が理解されていたに過ぎず、また銀行業と金融システムのリストラクチャリングと変革の進展につれ変化していくとみられていた。データに関する不確実性は、ユーロ・エリア全域ベースの時系列データが整備されてないことにより、一層増幅された³。

以上をまとめると、最も標準的なシナリオに基づいた物価動向の見通しは、インフレ率が物価の安定と統合的な範囲に収まる、というものであった。しかし、(あまり可能性は高くないが)考慮されるべき他のシナリオも存在した。特に、インフレ率と経済活動のさらなる低下という可能性については考慮しておくことが重要と考えられた。

特に、ユーロ・エリアの経済活動の予想された回復パターンは、世界経済全体の成長が見込まれるという文脈に沿って得られたものである。ほとんどのアジア諸国で回復の兆しがみられていた。しかし、日本においては、1998年第4四半期のGDP速報値が前年比2.8%の減少を示していた。また、ロシアの景気後退はさらに深刻化するとみられていた。さらに、ブラジルでの金融危機は不確実性を高める方向に作用していた。全体的な認識としては、世界経済の先行きからくるリスクはダウンサイド方向に傾いている、というものであった。さらに、消費者コンフィデンス指標は急速に悪化する可能性があった。

3 Issing [2000b] は、ユーロ導入に伴う政策決定者にとっての不確実性について、明快に解説している。

インフレ率は0.8%という低水準にとどまっていたため、インフレ率がさらに大幅に下落すれば、物価の安定と整合的と考えられるレンジを下回ることになる。運営理事会による物価の安定の定義は、インフレと同様にデフレも排除するものである。消費者物価指数（HICP）の（上方）バイアスの可能性を考えると、これは特に重要である。デフレ・ショックが、経済を未知の領域へ押しやる可能性が意識されていたのである。

その意味で、利下げの決定は、デフレを予想して行われたものではなかった。ユーロ・エリアに関しては、デフレ期待やデフレ予測はなかった。しかしながら、物価の安定に対して重大なダウンサイド・リスクがあることは認識されていた。従って、利下げの決定はダウンサイド・リスクに対する保険と考えられるべきものである。この決定は、「最悪のケース」のシナリオが現実のものとなった場合の状況を改善するためのもの、と解釈できる。この意味において、上述した一連のエピソードは、特にマックレム氏のコメントの視点から、ハンセン＝サージェントの論文に関連したものである。

結局のところ、ユーロ・エリアの経済は1999年を通じ、最も標準的と考えられていたシナリオに沿うかたちで回復を遂げたのであった。

参考文献

- Angeloni, Ignazio, Vitor Gaspar and Oreste Tristani, "The monetary policy strategy of the ECB," in D. Cobham and G. Zis, *From EMS to EMU*, London: Macmillan, 1999, pp 3-42.
- ECB, "A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB," ECB Press Release, 13 October, 1998a.
- _____, "The ECB interest rates to be applied at the start of Stage Three," ECB Press release, 22 December, 1998b.
- _____, "The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem," *ECB Monthly Bulletin*, January, 1999, pp 39-50.
- Hansen, Lars and Thomas Sargent, "Wanting Robustness in Macroeconomics," paper presented at the 9th International Conference, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2000.
- Issing, Otmar, "The ECB's monetary policy: Experience after the first year," *Journal of Policy Modeling* 22, 2000a, pp 325-343.
- _____, "The Monetary Policy of the ECB in a World of Uncertainty," in Ignazio Angeloni, Frank Smets and Axel Weber (eds.), *Monetary Policy-Making under Uncertainty*, ECB and CFS, 2000b.
- Macklem, Tiff, "Discussion of Wanting Robustness in Macroeconomics," comment presented at the 9th International Conference, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2000.

低インフレ下における金融政策の役割

ドナルド・コーン⁴

Donald Kohn 米国連邦準備制度理事会金融政策局長

はじめに、日本銀行がこのコンファランスを主催され、私に参加の機会を与えて頂いたことに対し、感謝の意を表したい。現在、いかなる中央銀行よりも困難な状況に直面しているが、こうした状況の下における政策や対処策についての多岐にわたる議論の場を、数年後にはなく、深刻な状態が続いている最中に設けられたことは、日本銀行が自信に満ちかつ開かれた組織であることの表れであろう。

同時に私は、金利のゼロ制約に直面した金融政策という実験（experiment）が、米国以外の実験室で行われていることにも感謝したい。米国の金融政策の運営を巡る諸問題の対応で多少なりともストレスを感じる際、私は日本銀行の山口副総裁が直面される問題を思い浮かべて、自分を鼓舞するくらいである。

むろん、この状況に直面していない他の中央銀行が果たさなければならない第1の責務は、山口副総裁が抱える問題に直面するリスクを最小化すべく政策を考えることであろう。その意味で、日本の状況分析やそれに対する政策提言を聞くことができたことは有益であった。金融政策がいかなる問題に直面しようとも、答えはいつでもインフレーション・ターゲティングであるという提言については、他の多くの参加者ほどには確信を持ってないが。一方、米国がこれまで直面してきた問題は、デフレを回避するというよりは、主としていかにインフレ率を低い水準に維持するかであり、これまであまり経験のない、低インフレ下における金融政策に関して、私が付け加えられることは少ないように思えた。どのような政策デザインであっても、それが必ず成功するという保障はない。100年に一度の大洪水や史上最大の嵐（the perfect storm）といった様々な外的ショックが重なったり、そうした事態に対する政策判断ミスが発生したりすることはありうるのである。同様に、世界全体が低インフレになりつつある近年においては、あらゆる中央銀行が名目金利のゼロ制約問題に直面する可能性があるのではなかろうか。

そこで、私はこの機会を捉えて、ゼロ金利という状況に直面した際の諸問題の一側面を、自分自身の問題として考えてみようと思った。このコンファランスに限らず、ここ数年の間、日本銀行に対しては、数多くの政策提言がなされている。日本銀行と日本銀行に対する批判者 特に米国学界からの批判者 の間におけるフラストレーションの大きさを考えると、心苦しさを覚えるほどである。これらの批判者達は、こうした状況でも、2つのチャンネルが利用できるとしている。どちら

4 本稿の見解は筆者個人のものであり、必ずしも米国連邦準備制度理事会の公式見解を示すものではない。

も、主として資産価格を動かすことにより政策波及メカニズムをより景気刺激的な方向に作用させるというものである。1つ目のチャンネルは、将来の金利、資産価格、インフレ率もしくは物価水準に対する期待に働きかけるものである。2つ目のチャンネルは、資産間の代替の不完全性を利用し、資産間の相対的な供給量を変化させることを通じて資産価格に働きかけるものである。

しかし、いったんゼロ金利に至ってしまったあとの金融政策にとって、こうしたチャンネルの効果は、最大限に見積もっても、おそらく弱くかつ一時的なものにとどまり、その有効性には疑問が残るという点については、われわれのほとんどが同意するのではないか。期待を変化させるような政策手段の発動は、信認されていなくてはならない。これらの多くの政策提言が本当に効果をもたらすうえで重要なのは、ゼロ金利がもはや必要なくなった後の時期に対する期待が（現段階で）変化することである。しかし、中央銀行が例えば、「望ましいインフレ率よりも高い水準に誘導する」といった、いったん目的が達成された時点では最善とはいえない政策を本当に行うであろうと人々に信じ込ませるのは難しい。流動性が高くグローバル化した資本市場において、資産間の代替の不完全性を利用する政策は、あまり有効ではないであろう。少なくとも、効果が不確実でないにもかかわらず、大規模な資産の売買を実施せざるを得なくなる可能性がある。そして、こうした非正統的な政策手段の行使には、多くの場合、金融政策当局と財政当局の間の相互理解と協力をこれまで以上に必要とするものであり、政治的にも困難であるかもしれない。

それでも、批判者達は、こうした政策に挑戦してみる価値はある、と主張するであろう。それに対する日本銀行の答は、次の3点である。第1は、それらの政策は有効でない、ということである。第2は、それらの政策は必要ではない、経済はうまく行っており、もうすこしの辛抱だ、という答えである。第3は、これらの政策には、やや長い期間が経過後でしか顕在化しないかもしれないが、提言では考慮されていない潜在的な副作用がある、というものである。私は、この機会に、この3番目の点、すなわち潜在的な副作用の問題について考えてみることにした。仮に現在の日本経済にはこれらの非正統的な政策が不必要であるとしても、他の国がいつか必要とするかもしれない。その意味で、これらのやっかいな問題について理解しておくことは重要である。以下で述べることは、日本銀行が折にふれて指摘してきた、政策提言の実行により発生し得るコストの全てを網羅しているとは思わないが、主要な論点については含んでいると思う。日本銀行員の立場に立って考えてみたつもりであるが、同時に、自分が実際に日本銀行員ではないことに、正直ほっとしている。私は、議論を正確に理解、あるいは公平に評価していないかもしれない。しかし、これは日本の特別な状況 政治的かつ経済的なものを把握していない部外者（アウトサイダー）にとっては不可避のことである。私は部外者として、議論を評価しようとしており、政策の行使の有無を予測しようとしていないことを強調しておきたい。結論から先に述べておくと、非正統的な政策の行使にはその潜在的な効果と比較考量すべきコストが伴うとする日本銀行の懸念はもっともだとは思いますが、その他の論点については、私は必ずしも十分に理解できなかった。

非正統的な政策の潜在的コストとしてしばしば指摘される1つは、そうした政策が将来制御不可能なインフレの素地となりうるとの主張である。政策にはラグが伴うこと、そして提案されたいくつかの政策によって中央銀行のバランスシートが大幅に膨張することを考えると、マネタリー・ベースの増加、低金利もしくは自国通貨の減価によるインフレが将来のある時点において顕在化するリスクはあるし、これを事前に予測したり未然に防いだりすることは難しい。政治的圧力を考えると、国債の売却は国債の購入よりも、また自国通貨の増価は自国通貨の減価よりも、はるかに困難である。さらに、提言された政策によっては、現在の期待に働きかけるために、将来の政策対応の柔軟性を放棄するといったものもある。

こうした問題のいくつかは、実際に政策が実行される前に対処されるべきか、あるいは少なくとも認識はしておくべきものである。引締め策は、政治的に容易なものではあり得ないし、国債や外貨の大量売却は、それまでの価格支持政策の転換であり、投資家にキャピタル・ロスを強いるものであるため、やはりかなり難しいものである。当初から中央銀行の意図を明確にし、現在実行している（国債や外貨の）購入策が、将来のいずれかの時点で転換されるであろうことを人々に警告しておけば、転換後の反動を軽減し得る。しかし、こうした事前の警告は、このところのゼロ金利策解除のシグナルに関して批判が出ているように、政策の効果が人々の期待の変化に依存している以上、その効果を減じることになる。そして、周知のように、中央銀行が将来の政策の経路について誓約する、プリコミットメント戦略の中には、例えば、インフレをやや高めの水準まで許容する等、将来その時が訪れたときには、必ずしも好ましくなくなっていると思われるものもある。こうした政策が実際に効果を持つかどうかは、とりわけ、その政策の信認に依存するが、（中央銀行にとって）コミットメントを反故にするインセンティブは大きい。

インフレ発生を懸念するその他の理由については、私にはあまりよく理解できていない。マネタリー・ベースを拡大したとしても、人々が突然預金や現金を使い出すといったかたちでインフレ圧力が前触れもなしに発生するものではない。インフレ圧力の高まりは、設備稼働率や資産価格の上昇、もしくはその他の先行指標の変化に反映するかたちで顕在化することが多い。むしろ、フォーワード・ルッキングな金融政策を行うことはいつの時代も難しいものであり、ましてデフレというこれまで余り経験のない経済状態のもとでは、変数間の基本的な関係の不確実性がより一層拡大するであろう。しかし、政治的な問題が政策実行をより複雑にさせる可能性はあるにせよ、中央銀行のバランスシートの規模拡大や、ある特定の債券や外貨の価格に対してコミットすることが、必要な政策手段についての判断をなぜ通常時よりも難しくすることになるのか、私にはあまり理解できなかった。

非正統的な政策を実行することの2つ目の問題点としては、こうした政策の実行によって、財政政策的な側面と金融政策的な側面とがしばしば一体化されてしまうことが挙げられる。（中央銀行による）長期国債や外貨建て資産の大量購入は、中央銀行を、景気回復時に多額のキャピタル・ロスを被るリスクにさらすことになる。国内の社債の購入も、信用リスクを伴うし、補助金的な側面もあわせ持つである

う。通常、中央銀行は納税者の負担が不用意に増えるような事態を回避しようとする。財政政策を財政当局に一任する代わりに、金融政策も同様に金融政策当局に任せて欲しいと考える。この意味で、この問題は私にとっては、たやすく見過ごすことはできないものである。こうした非正統的な政策を実行しようとする中央銀行は、少なくともその政策によって想定されるリスクと生じうる帰結について、財政当局と明確に合意しておきたいと思うであろう。

金融政策と財政政策の一体化と、こうした非正統的な政策のいくつかが中央銀行のバランスシートに及ぼす影響は、別の角度からみると、その中央銀行の独立性をどう考えるか、という問題でもある。概念的には、中央銀行の財務状態悪化は、中央銀行に対する信頼を損なうことになるろうし、予算上の支援を得るために財政当局に依存せざるを得なくなるかもしれない。これが、どの程度深刻な問題かどうかの鍵は、通貨発行権（シニョレッジ・フランチャイズ）にある。通貨発行権を有する中央銀行は、その負債のほとんどが無利子となるため、安定した収入を確保できるはずである。こうした収入がある限り、極端な事態を除いては、バランスシートがいかなる状態になるろうとも、中央銀行の財務状態は安全なはずである。

中央銀行の独立性に関するもう1つの問題は、非不胎化介入政策が日本では大蔵省、米国では財務省の管轄となっていたり、国債発行による減税額が財政当局に決定権があったりするため、非正統的な政策は、他の政府当局が金融政策に深く関与させることになりかねない。こうした政策を実施する場合には、政策が一時的なものであること、どのような状態になればこうした政策を打ち切るのかといったことについて、合意しておくことが不可欠となる。

独立性を長期にわたって維持し、インフレを抑制するためには、こうしたさまざまな理由から、非正統的な政策の多くは、中央銀行と他の政府当局との間で、政策の終結方法について事前に合意しておくことを必要とするといえよう。昨日（コンファランス初日）議論されたように、インフレーション・ターゲティングは、どのような状況になれば通常時の政策に戻れるかについての論理的根拠と経済情勢に関し、相互理解のために必要な枠組みを提供し得るものである。それでも現実には、これら非正統的な政策は、インフレが発生するか、2年程度先のインフレ予測値がターゲットに近づき始めるよりもはるか以前の段階で打ち切られる必要があることを考えると、政治的な困難を完全に回避することはできないであろう。

カーギル教授が指摘したように、中央銀行は、採用した政策が一国にとって最善のものであったとしても、政治的圧力に屈したととらえられる結果、長期的にみて金融政策の有効性が損なわれる可能性についても、懸念しているかもしれない。当然のことながら、仮に正しい政策に関して明確な合意が得られているのであれば、政治的圧力なるものはそもそも必要ないであろうし、中央銀行はその合意策を実施に移せばよい。好ましくない状況が発生し、政治的圧力が加えられ、こうした圧力に応じることに対する批判がでてくるのは、合意が得られていない場合である。中央銀行は、どのような状況のもとであれば、たとえ中央銀行の独立性と信託を犠牲に晒すリスクをとっても、一国全体の利害のために、その効果について遍く合意さ

れているわけではない緩和策について踏み切るべきか、判断を求められる。とくに、米国について言えば、最も独立性が脅かされたのは、金融引締局面ではなく、金融緩和が遅すぎたと思われるときであった。

非正統的な政策に対するもう1つの懸念は、中央銀行の名声とその政策に対する信頼に関するものである。中央銀行は、なぜその政策を実行するのかということについて、筋が通りかつわかりやすい、しかも信頼性の高い説明を行わなくてはならない。こうすることで初めて、ブリックス氏のいう「シグナリング」機能が効果を発揮するのである。中央銀行は、ばくちを打つような政策をとっているとみられることを嫌がるものである。仮に事前の説明が説得的でなければ、政策が効果をもたらさなかった場合、失敗が政治問題化したり、将来の政策に対する人々の信頼に影響を及ぼし、おそらく金融政策の効果を減じることになる。私は、この懸念についても、ある程度の共感を覚える。米国においても 深刻度という意味ではもっと低いものだが 証拠金率 (margin requirement) に関して、似たような状況に直面したことがあった。多くの評論家は、株式市場における投機行動を抑制し、そして引締策に代わり得る手段として、証拠金率の引上げを求めてきた。われわれは、理論と経験から証拠金率の引上げ自体は効果がないと判断しており、効果がないと考えている政策を試すことには抵抗してきた。効果がないと思われる政策を試すことのリスクは、直面している問題の深刻度と、非正統的な政策を行わなかった結果その問題を解消できなかった場合の帰結と比較考量すべきである。長期的な景気低迷といった、潜在的に深刻な悪影響がある状況で、他の政策が有効でない場合には、中央銀行が名声という大きなリスクをかけることも値するかもしれない。

非正統的な政策もしくはゼロ金利策を維持し続けることに関する最後の問題点は、それらの政策が、中央銀行のその他の目標にもたらす影響である。テイラー教授は、操作変数が1つであっても、中央銀行は両立し得る1つ以上の目標を、それらが整合的である限り、同時に達成することが可能であることを示した。テイラー・ルールに従うことで、金融政策当局は、インフレ率目標値と潜在産出量近辺での産出量の安定化を同時に達成することが可能である。しかしながら、テイラー教授は同時にこの2つの間にはトレードオフがあることも指摘している。何らかのショックに反応する際、インフレの変動をより小さくしようとすれば、産出量の変動の拡大を許容せざるを得なくなる。

こうした標準的なマクロ経済政策運営上の目標に加えて、日本銀行は、経済厚生観点からは重要であると同時に、非正統的な政策を含む政策の選択にも影響を与えるような、それ以外の目標もしばしば持ち出してきたようである。その1は、財政規律の問題のようである。政策当局者は、国債を大量に引き受ける(monetize)ことは、赤字支出の継続を促すことになるとの懸念を示している。2つ目の補助的な目標、法人企業や企業経営のリストラへの影響が考えられているようである。政策当局者の中には、超低金利の維持は、企業と日本経済をより効率的かつ競争的にするうえで必要な改革へのプレッシャーを弱めるとして、問題視している人もいるようである。そして第3の目標は、資産価格の持続可能な水準である。1990年代前半

に金融緩和のペースが遅れた一因は、バブルの再燃に対する懸念であった。このところの、ゼロ金利解除が間近であるとの警告の背後には、金利上昇によってキャピタル・ロスが発生するリスクについて、投資家が誤解することに対する懸念があるからであろう。

これらは、日本経済が最高のパフォーマンスを発揮するために、必要不可欠ではないにしても、重要であり、究極的には両立しうる目標である。問題は、金融政策がこれらの目標を達するうえで最も適した政策なのか、そしてこれらの目標が、中央銀行の基本的な使命とどのように調和するのか、ということである。これらの目標は、長期的には補完的な関係にあるとしても、中期的には、産出量の増大とインフレ率変動の拡大というかたちのトレードオフが生じ得ると思われる。また、財政規律や企業のリストラ、資産価格が金融政策にどう反応するかを評価することが難しいこともあって、これらのトレードオフについて正確に把握することは、極めて困難である。

ここで、ややわき道にそれて、金融政策における資産価格の位置づけについて、少しばかり付け加えたい。金融政策の中で、資産価格の変動は、必然的に重要な位置を占める。資産価格は、その情報価値について分析される。例えば、資産価格の突然かつ大幅な変動は、金融の安定性や将来予想される経済的帰結の分布に関する情報を提供しているとみることができるし、過去に生じた、ないし将来予想される資産価格変動は、経済予測に重要な影響を及ぼす。それでも、数多くの理由から、一般的に中央銀行は、資産価格の妥当な水準に関する見解を持つことや、その見解が政策手段の設定に影響を及ぼしたりすることを拒み、資産価格がマクロ経済全体のバランスに及ぼす影響についてのみ注視してきた。しかしながら、エコノミスト誌やさまざまな国際金融機関は、そうは考えていないようだ。FRBは、株式保有者以外の誰にとっても明白な株式市場のバブルを破裂させるための引締策を講じなかったばかりでなく、過去13年間を通して、経済を安定化させるために資産価格下落に抗する政策を行うことでモラル・ハザードを醸成してきた、と批判されている。私の見解では、バブルを破裂させる、もしくはバブルを予防する目的で引締を行うこと、あるいは資産価格の下落に対して用心深く対応しないことは、マイナスのショックに対して迅速かつ強力に緩和することが重要であるような低インフレ経済においては、特にやっかいな事態を引き起こすことになる。モラル・ハザード問題は、時間を経て資産価格が調整される過程で、自ずと解消されるであろう。モラル・ハザード問題を懸念する中央銀行は、金利のゼロ制約という誰もが避けたいと思う実験室での実験を余儀なくされるかもしれない。

現在の日本にとって、産出量とインフレ率の変動という政策目標に、さらに目標を追加することは、ゼロ金利をいつ解除すべきかという既に十分複雑な決断を、より複雑なものにしてしまうであろう。ゼロ金利解除というステップに関する手順をまとめ、実行することは、目的関数をマクロ不均衡に限ったとしても、極めて難しいように思える。日本銀行は、デフレ懸念が払拭するまで待つと述べている。しかしながら、ここ数年の需給ギャップと価格の関係はかなり特異なものであり、大規

模かつ持続的な需給ギャップの存在にもかかわらず、デフレは悪化していない。かつてないほどの長期間にわたる景気低迷とデフレにより、歴史的な関係が崩壊してしまったと考えてもおそらく不思議ではないだろう。従って、デフレを回避しただけでは、需給ギャップの縮小にはつながらないかもしれない。特に財政支出が減少するにつれて、需給ギャップの縮小が民間需要の拡大に依存するとなれば、なおさらのことである。

総括すると、日本銀行は、非正統的な政策を行うことによって生じるであろう、多くの批判者が十分に考慮していない、長期的な問題を指摘してきたと思う。しかしながら、そのうちのいくつかの問題は、理解が難しく、おそらく日本銀行はそれらをより説得的なかたちで説明する必要がある。

およそ意味のある政策判断というものは、すべからく選択とトレードオフの問題である。通常の変数では可能な限りの景気刺激を行っていると考えている中央銀行にとっての問題は、非正統的な政策を実行することで、保守的な中央銀行としての役割や責務を放棄するリスクをとり、短中期的な便益の可能性と引替に、どの程度の長期的なコストの可能性を負うべきか、というものである。当然のことながら、こうした決断は、費用と便益の発生確率がどの程度であるかということと、これらが潜在的にどの程度深刻なのかに依存してくる。そして、当然生じ得るいくつかの長期的な懸念に対しては、中央銀行以外の政策当局の協力を必要とするとしても、それを減じる手立てはあり得るのである。同様の検討は、どの時点でゼロ金利を解除すべきかを判断する際にも求められている。これらの判断は単純でも明解でもなく、日本銀行は、これまで公式な会見の場や研究、さらにはこのコンファランスを通じて、これらの問題を明確化しようとし試みてきた。

最後に冒頭で述べたことを繰り返したい。私は、日本銀行員ではなくてよかったと思う。そしてわれわれが一生直面しなくてもよいと願うような問題について、十分に考える機会を与えてくれたことに感謝すると同時に、将来、われわれがこうした問題に絶対に直面しないと保障がない以上、日本銀行が先に経験してくれていることにも感謝したい。

ゼロ金利下の金融政策：日本の経験

やまぐち ゆたか⁵
山口 泰

日本銀行副総裁

1. はじめに

日本銀行が、300年にもおよぶ中央銀行の歴史でも前例のない、政策金利のゼロへの引下げを実施してから、既に1年4カ月が経過した。ゼロ金利は、それに先立つ

5 本稿の見解は筆者個人のものであり、必ずしも日本銀行の公式見解を示すものではない。

超低金利の自然な延長であるが、今日は主としてゼロ金利のもとでの経験についてお話ししたい。日本銀行は引続ゼロ金利政策を継続しているので、政策委員会はそれを過去のものとして振り返るような雰囲気にはない。したがって、以下でお話しすることは、あくまでも私自身の「個人的な」意見である。

2. ゼロ金利政策導入の際の懸念

まず、ゼロ金利政策導入にあたって、われわれが実務的な観点から懸念した技術的な問題から話を始めたい。

第1の懸念は、金融市場において金利は資源配分のシグナルとして機能するが、ゼロ金利はそうした金融市場の機能を阻害することになりかねないのではないか、という点である。実際、公開市場操作部署に対するディレクティブで、政策委員会が「市場機能の維持に十分配慮しつつ実施すること」と明示的に指示したのは、そうした懸念を踏まえたものであった。

第2の懸念は、日々、膨大な超過準備が注入される結果、金融機関が流動性リスクを適切に管理しようとするインセンティブが弱められ、ある種のモラル・ハザードを招くのではないか、という点であった。

これら2つの懸念のうち、前者については、われわれが懸念していたよりも問題は軽微なものにとどまった。コール市場残高は1999年2月初の約35兆円から最近では20兆円程度と半分近くまで減少した。しかし、コール市場では2~3ベース・ポイントという、取引コストを控除すれば実質ゼロの金利で取引が継続されている。今までのところは、実質ゼロの金利のもとでも基本的な市場機能は、とりあえず維持されている。

他方、モラル・ハザードに対する懸念は現実のものとなった。市中金融機関は、慎重かつ効率的な資金管理を行うインセンティブを急速に失ってしまった。金融機関は「コストはただのようなものであるから、少しでも流動性リスクの懸念があるのであれば、日銀当座預金をいくら抱えてもよい」と考え始めることになった。たとえば、年末年始の潜在的なY2K問題の際には、超過準備は24.4兆円と所要準備の6倍以上の規模に達した。もちろん、これは金融機関にとって合理的な行動であり、ゼロ金利の下ではいかに柔軟に資金を供給することが可能であるかをも示しているといえる。

上述した技術的な問題に対して、金融市場局長はおそらく、神経をすり減らしてきたことであろう。しかしながら、私の現時点での暫定的な結論としては、ゼロ金利のマイナスの効果は、実務的な困難さ、モラル・ハザードのいずれの問題からみても、ゼロ金利政策を見直すほどの問題にはならなかった、というものである。

3. ゼロ金利政策の経験

1999年2月12日のゼロ金利決定に続き、4月13日には、速水総裁が、日本銀行は「デフレ懸念が払拭されるまで」ゼロ金利政策を継続することを明確にした。この表明は、ゼロ金利政策をかなりの期間継続する日本銀行の意思を示したものと金融市場に受け取られた。こうした市場の期待を反映して、ターム物金利が急速に低下し、イールド・カーブは著しくフラット化した。この時点に至って、われわれは、将来の政策運営に対するコミットメントを伴ったゼロ金利が、経済活動が鈍化したときに、強力かつ自動的な緩和効果を発揮することを確認した。

この間、翌日物コール・レートを実質ゼロに維持するため、日本銀行は、5月下旬以降一貫して約1兆円の超過準備を日々供給した。概ね1兆円の余剰幅が数週間維持されると、一部の市場参加者は、余剰幅の多少の変化を、将来の金融政策を示唆するシグナルである、と考えはじめた。超過準備額について、政策委員会はなんら特別な指示を出していなかった。超過準備が1兆円にとどまったことは、ゼロ金利を達成し、維持するための金融調節の単なる結果に過ぎなかった。こうした技術的な側面が、政策意図に関する予想外かつ根拠のないシグナルを発することとなったのは、われわれ自身にとって意外であった。いずれにしても、日本銀行が何らかの「量的緩和」に動くのではないか、という点についての市場の関心を示すものであったといえる。

4. ゼロ金利下での発見は何か？

次に、実際にゼロ金利政策を実施してみて気づきたいいくつかの点について述べてみたい。

私が印象づけられたことは、ゼロ金利の緩和効果が予想以上に強力であった、ということである。初期の段階で、ゼロ金利は、株式、債券、外国為替の各市場が経済を収縮させる方向に動くのを阻止する効果を持った。ゼロ金利の効果の大きさは、当時の金融システムと金融市場が極めて脆弱で、流動性が枯渇していたこととある程度関連している。不十分な自己資本しか有しない銀行は、深刻な流動性不足に直面していた。ゼロ金利政策は、その強力な流動性効果によって、公的資金を使った自己資本強化策を効果的に支援した。オーバーナイト物金利に上昇圧力がかかった場合、たとえそれが相対的に脆弱な金融機関の流動性需要によるものであったとしても、抑え込まれることになった。この結果、金融政策は、公的資金投入とあいまって、金融市場の期待形成を変え、金融システム面からのデフレ圧力を食い止めることに成功した。これは、「ジャパン・プレミアム」が1999年3月にはほぼ解消されたことに、最も明確にあらわれている。これにひきかえ、短期金利25ベーシスポイント引下げの「コスト効果」自体はそれほど大きなものではなかった。これらコスト、流動性、そして自己資本増強策の効果については、将来詳細な分析によって識別し

ていく必要がある。

ゼロ金利政策のもう1つの側面は、需要がある限り、どのような水準の準備金をも供給し得る柔軟な対応力を有しているということである。Y2Kの際、準備金の予備的需要が文字どおり爆発的に増加したが、これに対しても容易に対応可能であったことについては、すでに触れたとおりである。重要なインプリケーションは、ゼロ金利の下では、本日、議論されたような政策（言い換えれば、無制限為替市場介入）が選択された場合でも、政府の巨額の資金需要に対応可能であるということである。

さらに別の側面として強調されるべきことは、デフレ懸念が払拭されるまでゼロ金利を続けるとのコミットメントの重要性である。ゼロ金利政策は、十分な超過準備を供給することなしには維持できないため、将来にわたって潤沢な資金供給を行うとのコミットメントに相当する。これは、現在のイールド・カーブに反映され、それがさらに、現在の経済活動を刺激することになる。曖昧に「量的緩和」と呼ばれる政策が、将来の数量指標の拡大にコミットすることで、現時点での景気刺激をもたらすことを意図しているのであれば、われわれが現在採用している戦略により、そうした効果の大部分はすでに取り込まれていると考えることもできる。このコミットメントはわれわれの政策が効果を発揮するうえで十分役立っている。このゼロ金利政策の特徴を踏まえると、市場参加者のなかで「デフレ懸念」を明確に定義して欲しいとの声が強まっていったのも、もっともなことである。

最近、経済企画庁は1999年4月を景気後退局面のボトムであると判定した。年末年始頃から、日本経済がようやく水面上に浮上してきたことが次第に明らかになってきた。世間の関心も現時点では追加的な金融緩和策の可能性ではなく、ゼロ金利の解除のタイミングに移ってきている。

5. ゼロ金利政策は十分な効果を挙げたのか？

では、ゼロ金利政策は十分なものであったか、という問題を考えてみたい。日銀に対する政策提言の多くは、マネタリー・ベースの一層の拡大によるよりアグレッシブな「量的緩和」を行うべきであるというものであった。

まず指摘しなくてはならないのは、いったん短期金利がゼロに到達してしまうと、短期金融市場における「通常の」公開市場操作では、マネタリー・ベースを拡大させるのは簡単なことではない、という点である。Y2Kのときのように、流動性に対する懸念から短期的な準備需要が盛り上がったケースは例外的である。しかし、それ以外のときには需要は極めて限られたものであった。実際、1999年夏頃から日本銀行の買オペ・オファーに対する札割れ（under-subscription）がしばしば観察された。日本銀行がほぼゼロ金利で資金を追加供給しようとしても、金融機関はそれに食指を動かさなかったのである。

こうした悩みに対しては、外国為替市場での無制限介入や長期国債買切りオペの大幅な増額といった、通常の金融政策手段を超えた緩和手段を使って追加的緩和をすればよい、という提言もあった。1999年春の時点で、日本経済が直面していた不確実性ないしダウンスайд・リスクはかなりの大きさであったことを考えると、よりアグレッシブな政策を求める議論があったことは理解できた。しかし私自身は、ゼロ金利政策を超える追加的な金融緩和策の実施には賛同できなかった。

ここでは、多岐にわたる追加的緩和策のメニューの中で、主として日本の学者から提唱されている長期国債買切りオペに焦点をあてて考えてみたい。私自身、この政策に賛同できない理由は主として次の2つである。第1に、提案された政策を有効なものとするには、極めて大規模なオペレーションとならざるを得ない、そして第2に、こうした政策は、将来の政策運営について、過度に広範囲なコミットメントを行うことを意味する。このため、こうした政策の長期的な影響やそれに付随するリスクがあまりにも大き過ぎると思われた。

意味のある政策措置が必然的に大規模なものとならざるを得ないのは、現在行われているゼロ金利政策がすでに巨額の疑似通貨資産を作り出していることによる。2000年3月末時点で日本の短期国債（TBとFBの合計）の残高は約78兆円である。この金額は、3月中のマネタリー・ベースの平均残高66兆円を上回っている。ゼロ金利政策は、こうした無リスクの短期国債をマネタリー・ベースとほぼ完全代替なものとしている。加えて、ゼロ金利政策の効果は、デフレ・ショックが発生した場合、市場が期待するゼロ金利解除時期が先送られ、イールド・カーブが一段とフラット化することを通じ、自動的に強化される。

こうしたマネタリー・ベースとそれに代替的な金融資産の規模を考慮すると、論点は通常の短期金融市場オペレーションをはるかに超える規模で、長期債の購入を継続的に実施することにコミットするか、ということになる。こうした非常に大規模のオペレーションは、（不確実なタイム・ラグを伴うとしても）市場の期待形成を変えることができるかもしれないが、その内包するリスクも極めて大きい。

第1は、経済見通しに高い不確実性が存在するもとの、大規模なオペにコミットすることのリスクである。振り返ってみると、日本経済は1999年初以降、予想以上に順調な景気回復をたどっている。例えば、1998年末頃における民間調査機関による1999年度の平均的な見通しは、実質GDP成長率と消費者物価上昇率は若干マイナス、消費者物価よりも需給に敏感に反応する卸売物価指数は-2%程度の上落、というものであった。しかし、実績は、消費者物価上昇率はほぼ見通しどおりとなったものの、卸売物価は1999年春頃から安定に向かい、実質GDP成長率は+0.5%とわずかながらプラスとなった。予測と現実の帰結の最大の相違は、大方の予想に反して回復を始めた民間設備投資の動向である。大規模なオペレーションおよび将来の政策への強いコミットにより意図的にインフレを創出することが望ましいかは、深刻な景気後退のボトムにあっても、こうした上方への振れの可能性も十分考慮して評価する必要がある。

第2は、中央銀行による大規模な長期国債購入は、財政政策スタンスの形成に織り込まれ、より巨額の財政赤字と潜在的な長期金利高騰圧力につながりかねない。確かに、中央銀行のオペレーションの財政政策に対するインプリケーションは、異なる国の異なる風土の下では、異なり得る。私は、こうしたリスクが、わが国においては現実のものであると考えた。

もし中央銀行が、米国の大恐慌のように激しいデフレ・スパイラルに対応する必要にせまられたのであれば、私が述べたような留意事項は相対的にあまり重要ではないであろう。われわれは、常に、経済の抱えるリスクが明らかにコストを上回るようになれば、「例外的な(“unusual”）」政策手段に踏み切るであろうと述べてきた。実際には、1999年初の日本経済は困難な状況にはあったが、決して大恐慌に近いようなものではなかった。物価水準は概ね安定し、財政赤字はすでに巨額にのぼり、財政のサステナビリティに市場の関心が高まっていた。アグレッシブかつ巨額な長期国債購入という案は、経済の現実には照らして評価される必要がある。

6. ゼロ金利政策の暫定的な評価

議論の結びとして、これまでのゼロ金利政策の経験を基に、感想を4点、手短かに述べておく。

第1は、デフレへの対応はインフレへの対応よりも困難であるという、極めて単純な事実である。われわれの政策は、まずはデフレ的な状況へ陥らないよう、最大限の努力を払うべきである、との議論に全く異論はない。

第2に、将来に対するコミットメントを組み合わせたゼロ金利政策の枠組みは、われわれが当初考えていた以上に強力であることがわかった。その潜在的な効果は、更なる検討に値しよう。

第3に、ゼロ金利政策に加えて、一層の緩和手段が仮に必要な場合、どのような手段が適当であるかは、事前には明らかではない。それぞれの政策オプションの効果とリスクは、直面している金融・経済情勢に照らして検討されなくてはならない。この点に関連して、学界の議論は、追加緩和策から期待される(ポジティブな)効果に注目しがちであり、リスクあるいは(マイナスの)副作用を十分考慮していないように思われる。

最後に、(テイラー教授の言葉を借用して)「ゼロ金利政策の後にくるものは何か(“What comes after the zero interest rate policy”）」を考え、議論する中で、われわれは、物価あるいはインフレに関する一連の問題を再検討しているということである。われわれは、そこで多くのパズルを発見している。このコンファランスの議論との関係で最大のパズルは、物価と成長あるいはGDPギャップの動きが、非整合的にみえることである。1999年には、大きくかつ緩やかに拡大するGDPギャップの下で、物価水準は極めて安定的なものであった。2000年に入り、経済成長が盛り返し、GDPギャップが縮小しはじめ、企業利益が拡大しているにもかかわらず、CPIはゆ

るやかに下落している。

私自身が感じていることを申し上げれば、

- (1) 物価あるいはインフレについて何らかの参照基準（reference）を設けることはおそらく建設的であろう、
- (2) しかしながら、日本経済の現在のパフォーマンスを考えると、ターゲットとしてであれ、見通し、あるいはスタッフの予測であれ、特定の数値を公表すべきかという点に結論をだすためには、更なる研究が必要である。

われわれは、今後、こうした論点についてさらに検討を深めていく考えである。

総括コメント

アラン・H・メルツァー

私は、与えられた時間を、本コンファランスの主要な論点に対するコメントに費やすこととしたい。いくつかの例外を除くと、提出論文は2つの大きなグループに分かれ、対立点が鋭く引き出されたため、本コンファランスは総括が容易である。

コーン氏（ならびに個人的な見解を示した他の参加者達）は、議論の場を提供した日本銀行が評価に値する開放性を示したとしたが、この点には、私も大いに共感を覚える。日本銀行は、あえて同行に批判的な人々の意見を聞かなければならなかったわけではない。別のトピックスを選ぶこともできたはずである。また、この会議で提示された意見に、驚きもしなかったであろう。

なかでも山口副総裁には、その丁重さと、会議の論点に対し注意深く耳を傾けられたことに、特別の敬意を表したい。この点については、私よりも他の多くの参加者の方々にとって、驚きが大きかったのではないか。私にとって、日本銀行の開放性と他の人の意見に耳を傾ける姿勢は、1984年の12月に妻と私がはじめて来日したときに、田口氏とその同僚達が出迎えてくれた時以来、16年間にわたり繰り返し経験してきた多くの事例の1つにしか過ぎない。ただし、今回はそのもっとも顕著な例ではあるが。

同様に、私は日本銀行と主催者である翁氏および彼のスタッフの伝統的で完璧なもてなしに感謝したい。寛大で伝統的なもてなしに感謝の意を表すに際し、私は、それがすべての参加者の思いを代弁していると確信している。

私は、「非伝統的」と呼ばれる政策に対し、日本銀行から示された基本的見解に返答することに若干の時間を費やしたい。ここで「伝統的」と呼ばれる政策は、「低リスクの」政策と表現することが、より適切であろう。中央銀行の歴史に照らしてみると、中央銀行がごく短期の政府証券だけを購入するとの考え方が支持され

ているわけではない。すべての国について把握しているわけではないが、米国では、短期政府証券が政府の通常の資金調達手段となったのは、ようやく1930年代になってからのことである。

短期金融市場に影響を与える手段としての公開市場操作は、1920年代までは行われていなかった。日本銀行も、その設立以降の50年間は、基本的に政府証券を購入していなかったのではないかと推測している。少なくとも米国では、1950年代においても、FRBがビルズ・オンリー（bills only）政策をとるべきか否かについて、まだ決着をみていなかったことは確かである。

伝統的な中央銀行は何を購入していたのであろうか。中央銀行は為替手形、コマーシャル・ペーパー、金、外国為替といったものを購入していた。戦争時には、政府の資金調達に手を貸していた。イングランド銀行が設立されたのはそのためである。フランス中銀は、政府に対する臨時貸付け（*avances provisoire*）を幾度となく実施しており、法改正が行われた際、その義務を放棄した。こうした事情はどここの国でもほぼ同様だったのではないかと推測している。

ウォルター・バジヨットが著した中央銀行業務に関する偉大な古典は、不況や危機に際し、中央銀行が何を購入すべきかを議論している。ここで正確に引用できるわけではないが、バジヨットは、イングランド銀行が何を購入したのかに関する同行総裁の説明を記している。それによると、大蔵省証券やコマーシャル・ペーパーを挙げた後、彼はイングランド銀行が従来まったく見たこともなかった種類の証券まで購入したと付け加えている。バジヨットは明らかに、国家的な必要がそれを求めるときには、イングランド銀行はリスクをとるべきであると信じていた。バジヨットは、イングランド銀行がその準備金を保全しようとする政策をとることに対し、警鐘を鳴らしていた。

こうした若干の歴史的事実と伝統を、より単なる伝統の問題として片付けるのではなく、もう少し広範な論点と結び付けてみたい。本コンファランスの参加者の見解が分かれた中心的論点は、中央銀行がとるべきリスクの種類とその限度についてであった。

一方の見解は、山口副総裁のコメントや、翁・小田論文、白塚・森・田口論文にもっとも端的に示されているが、日本銀行の予防的行動に言及した速水総裁の冒頭スピーチからもうかがえる。いずれも、中央銀行がより積極的な行動をとり、現時点ではあまり一般的でない手段を用いることのリスクを指摘している。

反対に、テイラー、グッドフレンド、スベンソン、カーギルらの論文は、日本銀行が短期証券以外の資産を購入したり、インフレ率や物価水準の目標値を公表したりするなど、より大胆になるべきだと提案している。極めて抽象的なハンセン＝サージェントの論文ですら、この論点について、より厳密な方法で論じたものと解釈すべきであろう。

この論点を巡る私の立場は、コンファランス参加者や日本銀行には十分理解してもらえていると思うので、あえてここでは繰り返さない。そのかわり、まだ議論されていない論点を論じることに時間を費やしたい。

中央銀行が存在する理由は、中央銀行が公共財を提供していることにある。それら公共財のうちの1つは、全体的な取組みにより回避可能なリスクを管理することにある。中央銀行家は、市場に流動性危機が迫っている場合には、進んで貸出を実行しなくてはならない。資金需要が、マネーサプライの過剰な拡大をもたらす恐れがある場合には、金利を引上げ、引締めを図るべきである。これらは、公共財の2つの例に過ぎない。安全で、安定的な通貨・決済システムを提供することも、その1例である。

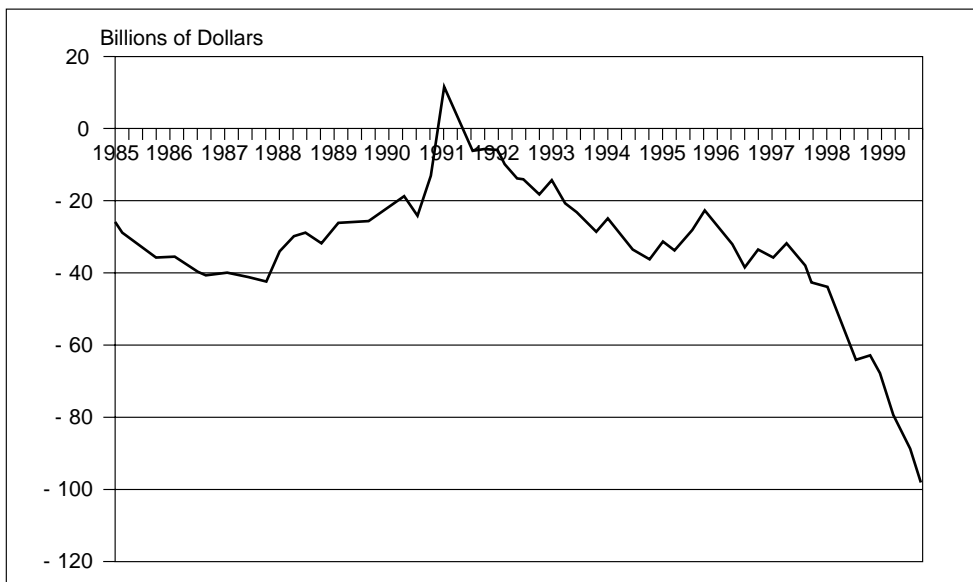
これらは、利潤最大化を目指す銀行家達では適切に解決すると見込めない、全体問題であるがゆえに、現代の中央銀行は、それらの前身の多くがそうであったような民間機関ではなくなっているのである。政治的な便宜主義と適切な判断の間には矛盾があるため、多くの国の中央銀行は直接的な政治的圧力から独立しており、これが中央銀行の独立性と呼ばれているものである。

この独特の構造は、中央銀行家に対して、その目的関数が自らのリスクの最小化ではないことを利用して、特別な責任を果たすことを求めている。彼らの目的は、社会にとってのリスクを、固有成り取引慣行に照らして最低限度なものとするところにある。

その役割につき、具体例を示してみよう。本コンファランスの出席者は、アジア危機についてよくご存知であろう。いくつかのアジア諸国で問題は依然残っているものの、危機の最悪の局面は過ぎている。

次の図は米国の経常赤字の四半期値を示したものであり、4倍すると、年率の数字が得られる。この表は非常に明快な事実を示している。FRBは米国経済を拡大させ、それによって米国は2つのことを成し遂げた。

図 米国の経常収支：1985 / ~ 99 / （四半期データ）



- (1) 米国は、約2,500億ドルの輸入を新たに吸収した。
- (2) 米国は、主に民間投資家の資本を誘引した。

その過程で、米国は、数回にわたる金利引下げにもかかわらず為替相場が増価するのを容認した。

細かな点、あるいは国内経済拡大の規模や政策転換までの長期のラグといった点に不満を述べることもできよう。しかし定性的には、これらは適切な行動であった。もしFRBが何もしなかったときの結果を想像して頂きたい。彼らが1998年にとった行動は、昨日カーギル教授が議論した1929～33年の経験と対比されるべきであろう。

FRBは世界経済に対して公共財を提供したのである。今朝の議論でも言及され、また、マックレム氏が明らかにしたように、FRBがこうした行動をとった主たる要因は国内的なものであった。それでも、FRBは、何がFRBにとってのリスクか、とは問わなかった。FRBが問うたのは、何が米国の金融システムと米国経済にとってリスクか、という点である。

これらの行動の結果を、そろそろ反転させる時期になっている。対GDP比で4%（全世界の輸出のおよそ4%）にもものぼる米国の経常赤字は、維持不可能である。今は亡き、私のAmerican Enterprise Institute (AEI) の同僚スタイン氏は、しばしば「持続不可能な現象には、必ず終わりが来る」と述べていた。

問題は自然に消滅するかもしれない。米国への資本流入が、その（純）輸入削減と同じペースで減少するかもしれない。しかしこうした楽観的なケースでも、アジア諸国の総需要のうち、何が米国への輸出を代替するのであるだろうか。何がアジア諸国の経済拡大を維持させるのであろうか。

スペンソン教授が極めて明快に主張したように、日本は、景気拡大により、自国経済のほかに、アジア地域、そして世界に対して貢献できるであろう。しかし、彼も私も、これがアジア諸国への公共サービスとして提供されるべきである、と主張しているわけではない。日本経済の拡大は、

- (1) 不動産価格を含む資産価格を上昇させ、
- (2) それにより、銀行、企業、家計のバランスシートを改善させ、
- (3) 国内需要を増大させ、
- (4) 大きなコストを伴う、賃金と物価のデフレーションを終息させ、
- (5) 政府支出・債務に対する過度な依存を縮小させる

ことになろう。

これは、コスト面とともに、ベネフィットの面も考慮すべきことを示している。

2年前、そして過去何度か、私は日本銀行に為替減価に替わるものは、デフレであることを説得しようと試み、失敗した。為替減価は、隣国や貿易相手国に短期的なコストを課すことになるかもしれないが、日本の低成長とデフレもまた、それと同じ効果をもたらす。

最後に、いくつかの発言に暗示されていた、日本銀行がゼロ金利政策を解除するであろう、との問題を論じておきたい。より高い金利は、デフレの深刻化を強いることとなるだろう。何が次にくるのかを考えること自体は正しいが、時期尚早に行動することのコストは大きい。

私は、1997年後半の金融危機の際、日本銀行が現金通貨への殺到を鎮めたこと、また翌日物金利をゼロに設定するとの大胆な行動をとったこと、という山口副総裁の指摘には同意する。特に后者は、1930年代のFRB以降、これを実施したものはいなかったという点のみならず、短期金融市場や準備保有への影響が未知であったという意味で、大胆である。しかし、デフレは続いており、ゼロ金利は十分に低いとはいえない。デフレとは、民間部門が、日本銀行が供給している以上の実質貨幣残高を求めていることを意味する。デフレを強要することで、民間部門は、その実質貨幣残高をデフレという大きなコストをかけて入手している。デフレの終結はあらゆる人に利益をもたらすが、とりわけ、日本および日本銀行にとっての利益となるはずである。

総括コメント

ジョン・B・テイラー

1. はじめに

日・米・欧の著名な金融政策当局者の参加するこのパネル・ディスカッションにお招き頂いたことに、心より感謝の意を表したい。金融政策当局者は、人々の生活に影響を与える非常に難しい意思決定を行わなければならない。彼らはリアルタイムで、かつ多くの非経済的な問題 時には政治的あるいは官僚的な問題 もかかわるような状況のもとで決定を行わなければならない。一方、私は単なる経済アドバイザーにしか過ぎない。しかし、こうした役割において、私は、政治的、官僚的、そしてその他の非経済的な問題を切り離し、純粋に経済学的な助言を行うように努める責任があると感じている。時には、ストレートな経済学的助言は、あまりにも直接的過ぎる、あるいは、ややナイーブにさえ聞こえることもあろう。しかし、そうすることが、そうした状況において私のなすべき、もっとも有用なことであろう。

私は、このパネルディスカッションで政策当局者がふれ、またこのコンファランスを通じて同様に議論されてきた、4つの点について簡潔に言及したい。第1点は、主要国が、インフレについて共通の目標値と物価の安定という目標を持つことの重要性である。第2点は、金融政策の決定と結果におけるGDPギャップの役割である。第3点は、政策の分析に量的金融指標を用いることである。そして、第4点は、ゼロ金利政策である。

2. 共通のインフレ・ターゲット

このパネル・ディスカッションに出席している政策当局者は、世界のGDPの約3分の2を占める最も大きな3つの単一通貨地域に責任を持つ中央銀行から参加している。それは、非常に重大な責任である。そのため、このパネル・ディスカッションは、これら各国の金融政策の相互関係について、少し考えてみる機会を与えてくれる。このコンファランスの中でも、一国がインフレーション・ターゲティングを採用することのメリットについて、多くの議論が行われてきた。各国間の為替レートと通貨（価値）の変動を考えると、特に世界の3大通貨地域がインフレに関し、共通のターゲットを持つことにはさらに追加的なメリットが存在すると私は考える。

欧州中央銀行（ECB: European Central Bank）は、概ね1～2%近傍のインフレ率が適当な目標であるとしているが、議論の都合上、単純に2%であると仮定しよう。連邦準備制度（FRB: Federal Reserve Board）では、何人かの公開市場操作委員会（FOMC: Federal Open Market Committee）のメンバーは2%（のインフレ率）が適当な目標であるとしているが、明示的な数値は公表していない。インフレ率は、個々の消費者や企業の意味決定を妨げない位の低さであるべきだ、という見解は、2%程度のインフレ率を示すものとして解釈されるようになってきている。インフレの計測誤差を考慮すると、2%が物価の安定の妥当な定義に近いかもしれない。

いずれにせよ、そうしたインフレ目標値を所与とすれば、もし、第3の大国として、日本がこうした値に近いインフレ率をターゲットにすれば、それは望ましいことと思われる。もちろん、それは近年の日本のインフレ率をかなり（約3%ポイント）上回っており、大きな開きがある。

私は、もし、中央銀行がそういった目標を明示することができればそれが最善であると思うが、このコンファランスでなされてきた議論を踏まえると、インフレ目標を発表するに際してどのような「枠組み」を採用すべきかについては、正確にはわかっていないと思う。明示的で、透明性をもち、ルールに基づいた枠組みというこのコンファランスでのコメントは、極めて説得的である。ここで重要なことは、物価の安定に関する目標を持つことであり、枠組みは異なっても、米国と欧州では約2%のインフレ率であると思われる。

もし、3つの地域すべての目標が信頼に足るものになれば、私がこのコンファランス冒頭のスピーチで議論したような、非常に長期にわたり持続している一貫した円高期待は解消するであろう。物価の計測精度がそれほど異ならないとすれば、同程度のインフレ目標をもった国々の間の為替レートは大きくは変化しない、との期待が形成されるだろう。もちろん、為替レートは（均衡レートの周りで）変動するであろうが、日本が一貫した円高圧力やデフレ圧力を受けるということはないであろう。

共通のインフレ目標を持つもう1つのメリットは、その他の国々が、カレンシーボード制あるいは何らかの固定為替レート制を導入するかどうかを決定するに際して、どの主軸通貨にペッグすべきかについて、余り悩まなくてもよくなることで

ある。したがって、物価の安定とインフレに対する共通の政策は、世界経済にとって、非常に大きな長期的利益があると思われるし、短期的には、日本経済にも、直接的な利益をもたらすであろう。

3. 不確実性とGDPギャップ

私が議論したい第2の点は、GDPギャップ、あるいは、FRBの何人かが総需要と潜在産出量の差として言及しているもの、の役割である。GDPギャップは、このコンファランスで何度も、明示的に言及されてきた。速水総裁はGDPギャップにふれ、ゼロ金利政策がどの程度続くかを決定する要因の1つと述べた。コーン氏も、GDPギャップがゼロ金利政策における1つの要因であると発言した。グッドフレンド氏は、予防的な政策（preemptive strikes）におけるGDPギャップの役割を強調した。また、日本の1980年代後半についての議論では、コンファランス参加者の中の幾人かは、金利の変化が必ずしも時宜を得たものでなかったと考えており、そうした論者は、（少なくとも全てがわかっている現在からみれば）（正の）大きなGDPギャップが存在していたことを、その論拠として挙げている。GDPギャップに関する問題は、もちろん、それが非常に不確実であるという点である。しかし、この不確実性は、政策当局者がこのギャップを無視すべきであることを意味するものではない。おそらく、（金融政策のGDPギャップに対する）反応係数が、不確実性が存在しない場合よりも若干小さい、ということになる。ECBのスメッツ氏は、広く引用されている論文の中で、数年前に、この点を示した。一方、当コンファランスで発表されたハンセン教授の論文では、（われわれが正しいモデルを知らないという意味での）不確実性は、（金融政策のGDPギャップに対する反応）係数を上昇させる、すなわち、総需要と潜在GDPとのギャップに対する一般的な（政策の）反応を大きくさせることが示された。しかし、不確実性が政策反応係数にどのように影響を与えるかについては、依然としていくつかの疑問が残っている。最も重要なことは、ギャップに関する最良の推定値を得ようとすることである。これは、潜在GDPの適切な推定を得ることを意味している。

4. 量的金融指標の役割

私が言及したい第3点目は、金融政策の量的な尺度 あるいは量的金融指標の活用である。この2日間のコンファランスの間、2人のキーノート・スピーカーは、M2+CDであれ、マネタリー・ベースであれ、現在のあるいは近年の日本における貨幣増加率の重要性について、コンファランス参加者の多くを説得するには成功しなかったといってよいだろう。われわれは、もっと努力すべきかもしれない。しかし、私は依然として、金利がゼロの局面では、量的金融指標が非常に重要な意味

をもつと考えており、この点に再度ふれたい。M2+CDの変化率を用いて、私が適切であったと考える量的金融指標の計数を示してみよう。ここで再び、物価安定の尺度として2%のインフレ目標をとり、不合理ではないと思われる潜在GDP成長率が3%であると仮定し、また、流通速度は2~3%程度の割合で低下するとしよう。これによって得られるM2+CDの増加率は、日本の1980年代後半の実績値よりもいくぶん低く、1990年代の実績値よりもはるかに高い、7~8%の範囲内になるはずである。もし、こうしたM2+CDの成長率が数年間維持され、日本経済がより健全な状態でなかったとすれば、それは非常に驚くべきことであろう。

山口副総裁は、この種の量的政策運営を実行することの難しさについて、いくつかの非常に重要な点を指摘した。彼の見解を聞けば、ゼロ金利のもとで金融市場においてオペレーションを行うことについて、注意深く考えてみる必要がある。山口副総裁の指摘した1つの問題は、ゼロ金利の下でハイパワード・マネーの供給をこれ以上増やすことは非常に困難だ、という点である。例えば、準備預金の供給（短期国債の購入）は、札割れ（under-subscribed）を起こしているようである。しかし、こうした場合でも、別の債券を買い入れることにより、より多くの流動性を供給する、といった方法が存在する。私が外国為替の買入れを支持するのは、この観点からである。山口副総裁が指摘したもう1つの点は、ゼロ金利下においては、短期国債をマネーサプライの一部として考えてもよいかもしれないということである。ゼロ金利政策が近い将来解除されれば、これら2つの主張はもはや成立しなくなるということについて、注意を喚起したい。

5. ゼロ金利政策：緊急措置(emergency measure)か、あるいは（伝統的な金融緩和の）延長か？

第4に私がふれておきたいのは、ゼロ金利政策についてである。われわれはこのコンファランスでゼロ金利政策について多くのことを学んだ。そして、このパネル・ディスカッションでの先程の山口副総裁のスピーチを聞き、さらに多くのことを学んだ。私は、ゼロ金利政策について、2つの代替的な視点で考えることが有用だと考えている。1つは、ゼロ金利政策がこの数年間の日本の危機的状況に対処するための緊急措置であるというものである。この意味では、0.02~0.03%の金利水準は非常に特別な意味をもち、0.1~0.15%の金利に比べると大幅な金利の下方ジャンプである。もう1つの見方は、私にとってはより自然であり、このコンファランスに参加するまで私が考えていたものであるが、インフレが低下したとき、あるいはGDPギャップが拡大したときに行われる金利低下策の延長として考えるものである。こうした延長によれば、金利にゼロの下限がなければ金利はマイナスになることもあるが、金利はマイナスになり得ないので、金利をゼロに設定することになる。

もし、ゼロ金利政策をこのように考えるならば、妥当なベンチマークとなる金融政策ルールから求められる金利設定は、いずれも依然として大きなマイナスである。

私がキーノートスピーチで使った図は、このことを示している。日本は、現在、ゼロ金利線の下にある。この線を超えてから、金利をゼロ以上に引き上げ始めることになる。そのため、この線は、ゼロ金利政策と非ゼロ金利政策の転換点を示している。日本経済の現状についての私の理解では、GDPギャップは少なくとも（マイナス）5%であり、依然としてややデフレの状態にある。このため、ゼロ金利政策を従来の政策の延長とみなせば、金利を引き上げるには程遠い状況にある。

しかし、特別なケースではあるが、ゼロ金利政策を緊急措置と考えれば、（従来の金融政策の延長線上で考えるよりも）0.02%の金利は0.2%の金利と大きく異なる意味を持っており、連続的な変化というよりは大幅な非連続的な変化である。しかし、そうであっても、新しい（非ゼロの）金利政策は、将来における政策意図を明確に伝える方法で行われる必要がある。例えば、金利水準を「0.2%」にする政策が実行されたとしよう。その時、0.2%の金利政策は、デフレ懸念が払拭されるまで継続することを明らかにすべきである。政策についてこのように考えることは少し変わった見方と捉えられるかもしれない。しかし、それが、メルツァー教授が懸念したような引締効果の顕現化を、結局は防ぐことになると、私は考える。

