

第12回国際コンファランス 「望ましい経済政策を動機づける ための制度設計」

1. はじめに：今回のコンファランスの特徴

日本銀行金融研究所は、2005年5月30、31日の両日にわたり、「望ましい経済政策を動機づけるための制度設計（Incentive Mechanisms for Economic Policymakers）」というテーマで第12回国際コンファランスを開催した（ラウンドテーブル参加者は参考1を参照 所属はコンファランス開催時点のもの。以下、文責金融研究所）。

今回のコンファランスでは、経済政策担当者を適切に動機づけるためにはどのような制度設計が望ましいかという点に焦点を当てた。具体的には、以下の5つの研究領域におけるインセンティブ問題に対処するためのメカニズムについて検討した。5つの研究領域とは、中央銀行における金融政策委員会、プルーデンス政策、国内金融市場、国際金融市場、財政政策である。

コンファランスは、福井総裁の開会挨拶で始まり、次に金融研究所海外顧問のベネット・T・マッカラム教授とモーリス・オブストフェルド教授の基調講演が続いた。その後の5つのセッションで、経済政策担当者に対してどのように望ましい経済政策を動機づけるような制度設計を行うかという点に関する論文報告と討論が行われた。最後にマクロ経済政策と中央銀行に関するパネル・ディスカッションが実施された（プログラムは参考2を参照）。

具体的には、第1セッション「金融政策における委員会制とインセンティブ問題（The Monetary Policy Committee and the Incentive Problem: A Selective Survey）」では、独立した中央銀行において金融政策委員会を設立することに関連するインセンティブ問題と、金融政策委員会からの情報開示に関連するインセンティブ問題について焦点を当てた報告と議論が行われた。

第2セッション「プルーデンス政策（Prudential Policy）」では、金融監督担当者が直面するインセンティブ問題を考慮に入れながら、個別銀行の破綻処理（ミクロのプルーデンス規制）のみではなく、システミックな金融危機（マクロのプルーデンス規制）にも対処するための規制と監督のシステムを検討した。

第3セッション「時価会計、流動性と金融の安定性（Marking to Market, Liquidity, and Financial Stability）」では、時価会計がもつ外部効果と、その資産価格への景気同調的な影響について検討し、機関投資家に対して適用されているバランス・シート

規制は、時価会計のもとでは、その機関投資家に価格が上昇している金融資産をより多く購入するインセンティブを与える可能性が論じられた。

第4セッション「国際金融市場統合、外国主権免責とマクロ経済政策への制約 (International Financial Integration, Sovereignty, and Constraints on Macroeconomic Policies)」では、外国主権免責が国際資本流入と国々の債務の上限に対して与えるインセンティブ効果が検討された。

第5セッション「財政政策の非単調的効果を求めて：新しい実証結果 (Searching for Non-Monotonic Effects of Fiscal Policy: New Evidence)」では、財政政策に対する国内貯蓄の反応が非単調的であるかが実証的に検討された。

最後のパネル・セッション「マクロ経済政策と中央銀行 (Macroeconomic Policy and Central Banking)」では、金融政策の透明性、金融政策の継続性、金融政策と他の経済政策との協調関係の3つのトピックスに焦点を当てた議論が行われた。欧州中央銀行、サンフランシスコ連邦準備銀行と日本銀行を代表した3名のパネリストが意見を述べ、2名の金融研究所海外顧問が指定討論者を務めた。

今回のコンファランスにおける主要な論点を金融政策に関連した第1セッションとパネル・セッションの議論、主としてその他の経済政策に関連する第2セッションから第5セッションの議論に分けて整理すると以下のとおり。

(1) 金融政策に関する論点

中央銀行は物価の安定の任務を遂行するために、「金融政策に関する包括的な法的枠組み (overarching legislative guidance)」が必要であるとの意見は多くの支持を集めた。しかし、操作目標についての独立性や最終目標についての独立性など、中央銀行がもつべき独立性の種類については、参加者の見解は分かれた。また、一部の参加者は、物価安定の目標と中央銀行の他の政策目標との間に緊張関係が生じていないかと指摘した。

金融政策を決定する委員会の構成についての参加者の見解は、「金融政策委員会の最適人員は何人か」という問いに対する一意的な答が存在しないであろうという点を除いては、概ねさまざまな見解に分かれた。金融政策委員会の委員の経歴について、例えば中央銀行の部内者であるべきか、あるいは部外者で、例えば学識経験者であるべきか、委員が当該中央銀行の発行する通貨圏のうちの ある地域を代表すべきかどうか等の点について参加者の意見は分かれた。

一部の参加者は、金融政策委員会の委員の任期が有限のとき、金融政策の継続性を維持することは理論的に困難ではないかという問題を提起した。しかし、一部の参加者は、金融政策委員会の委員の任期が有限であっても、金融政策の継続性を保つことが可能かもしれないと主張した。その理由として挙げられたのは、以下の諸点である。第1に、政府は物価安定の追求を包括的に定める法的枠組みをつくることのできる。第2に、新しい金融政策委員会の委員の金融政策に関する見解は、現在の委員の見解と近いかもしれない。第3に、金融政策委員

会を構成する委員のうち、一度に交代するのはその一部にすぎない。第4に、中央銀行のスタッフが景気予測等において一貫した判断材料を委員に提供することで、金融政策の継続性が強まるかもしれない。

金融政策委員会の意思決定に関する情報の開示が金融政策委員会の国民に対するアカウンタビリティを高めることと、金融政策委員会に対する国民のオーナーシップの意識を高めるという見解には幅広い支持がみられた。しかし、一部の参加者は、将来の金融政策に関する情報の開示は実際に国民の期待形成に影響を与えることを指摘したうえで、その有効性を強調しすぎるべきではないとした。また、インフレ率のみに着目して将来の金融政策に関する情報を提供し、期待に影響を与えることによって、価格のシグナル機能に悪影響を及ぼし、例えば長期国債のようないくつかの資産価格を歪めるなどの問題を惹起するかもしれない点への注意を喚起した。

(2) 金融政策以外の経済政策に関連する論点

個別銀行の規制監督とシステミックな金融危機に対するマクロのブルーデンス政策を統合する新しい理論的枠組みが提案された。この提案は銀行をマクロの流動性ショックへのエクスポージャーによって分類し、自己資本比率規制を課す。同時に、マクロ・ショックに伴う金融危機における中央銀行貸出先をマクロの流動性ショックへのエクスポージャーが低い銀行に限定し、マクロ・ショックへのエクスポージャーが一定の閾値を超えている銀行は、金融危機時には破綻処理する。また、金融危機時の中央銀行貸出は預金保険機構によって保護する。この提案は新しい理論的枠組みとして熱心に議論されたが、一部の参加者からは、モデルの設定が非現実的な単純化を含んでいないか、例えば個別銀行のマクロ・ショックへのエクスポージャーが監督当局者にリアルタイムで観察可能かどうかといった意見が出された。

一定の条件のもとで、時価会計が金融市場の安定性を損なう可能性について問題提起が行われた。これは、市場価格が経済のファンダメンタルズのシグナルとして機能するだけでなく、市場参加者の行動にも影響を与える場合、市場参加者の行動と市場価格の間の相互作用がバブル的な資産価格のブームや、バブルの崩壊による市場価格低下といった困難な状況を惹起したり、増幅したりするという問題である。参加者は、時価会計がこうした困難な状況を作り出している点については、これを支持する見方が多かった。しかし、時価会計の是非という観点からは、さまざまな理由から時価会計の適用領域が拡大していることに照らして、時価会計導入に伴うコストとベネフィットを幅広い観点から比較考量すべきとする参加者が多く、関連するさまざまな論点が提起された。

国際資本市場において外国主権免責が政府債務に与える影響についてのモデルが提示された。もし貸し手が国内のファンダメンタルズに関するショックを観察できないなら、政府の外国・国内からの借入に関する債務の上限が課される。

これは、外国主権免責を念頭におくと、ある国の政府は債務再交渉を通して利払いの削減を行い、外国からの借入を停止することと債務契約を守って返済を継続することとの便益を比較して行動することが予想されるため、投資家が当該政府に対して投資してもよいと考える額は理論的にはその政府の支払いが自発的に行われる範囲に限られるからである。この債務の上限は、財政政策の遂行を制約する。このほか、政府債務の一部が自国通貨建てであれば、この債務の上限は金融政策をも制約しうる。これは、貸し手は拡張的金融政策が正当化されるものかどうかを区別できず、予期せぬインフレはデフォルトとみなされるためである。このモデルを巡る議論では、このモデルから予測される財政政策と景気予測の相関は現実に妥当するか、この点にも関連するがこのモデルの適用対象は、発展途上国に限られるのか、それとも先進国にも当てはまるのかといった点が参加者の大きな関心を集めた。

財政政策が国内貯蓄に与える影響に関する実証結果が報告された。これは、OECD加盟19カ国のデータを用いた実証結果によれば、財政政策に対する国内貯蓄の反応が非単調的であるというものである。報告者は財政政策に対する国内貯蓄非単調的反応は、財政政策の変更規模が大きく持続的な場合にみられるという傾向の存在を主張した。しかし、参加者の間には、この結果の頑健性について懐疑的な意見が多く聞かれ、これらの結果を政策提言に用いるのは尚早と結論した。

各セッションでの議論の概要は以下のとおりである（文中敬称略）。

2．オープニング・セッション（総裁・海外顧問スピーチ）

（1）福井（日本銀行）開会挨拶

福井は、経済政策の担い手に対するインセンティブ・メカニズムをどのように設計するかというコンファランスのテーマに関連して、以下のとおり述べた。

まず、制度のあり方とインセンティブ・メカニズムは、全体として経済のパフォーマンスに大きな影響を与え、この点について、最も大きな制度的枠組みである市場経済と中央集権的な計画経済という、2つの制度のパフォーマンスについて論じた。次に、市場経済に内在するインセンティブ・メカニズムが、かえって経済主体の効率的な行動を阻むこともあるとして、わが国銀行の不良債権問題処理の過程について論じ、インセンティブ・メカニズムが金融システムの安定性にも影響しうることを示唆した。さらに、中央銀行自体もその制度設計が生み出すインセンティブ問題の影響を免れないとし、歴史的経験に照らして、中央銀行にとって良好なパフォーマンスの鍵となる要素は、政府からの独立と、意思決定についてのアカウンタビリティであるとした。また、インセンティブの問題は中央銀行にとって、

マクロ経済的な政策目標というレベルだけではなく、よりミクロ的な、日々の意思決定においても重要であるとし、現在多くの中央銀行で採用されている委員会方式で金融政策を決定することにはさまざまな優れた点があると述べた。そしてそのメリットの1つとして、委員会方式のもとでは、各委員が多様な経歴をもっており、それを活かして徹底的に議論することが可能である点を挙げ、そうしたメリットを活かすうえで、反論や少数意見を歓迎する必要性等に言及した。最後に、適切なインセンティブ・メカニズムを組み入れるように組織や政策を設計することは、一国経済のパフォーマンスを決定するうえで決定的な役割を果たすことであり、政策決定に携わる人々は、中央銀行総裁も含めて、この点についてなお多くのことを学ぶ余地があると結んだ。

(2) マッカラム (カーネギー・メロン大学) 基調講演

マッカラムは、最適な金融政策ルールをどのように実践すべきかとの観点から、4つの運営方法を理論的に比較して以下のように論じた。

第1の方法は、完全なコミットメント (full commitment) である。この運営方法の問題点は、動学的不整合性と、政策運営開始時点に示された最適化の条件とは不整合な最適化の条件がその後の時点で生じるという意味で、戦略的矛盾 (strategic incoherence) があることである。第2の方法は、毎期の裁量的な最適化の繰返しである。この運営方法は、第1の方法よりも経済厚生が一般に低いが、戦略的矛盾はない。第3の方法は、タイムレス・パースペクティブ (timeless perspective) に基づく運営方法、すなわち、中央銀行が完全な条件付コミットメントによって示唆される遠い過去の最適な政策決定過程にコミットする政策運営である。この運営方法は、動学的不整合性があるものの、戦略的矛盾はなく、第2の運営方法よりも高い経済厚生を達成する。第4の方法は、完全なタイムレス・パースペクティブ (fully timeless perspective) に基づく政策運営であり、中央銀行の損失関数の毎期の無条件期待値を最適化することで、いわば動学的不整合性の原因となる初期条件の違いをも平準化する。この運営方法は、動学的不整合性があるものの、戦略的矛盾はない。

以上の比較を通じた結論として、タイムレス・パースペクティブと完全なタイムレス・パースペクティブは、いずれも戦略的矛盾がないことから、中央銀行の政策の継続性を向上させる観点で有益であり、両者の経済厚生の優劣はモデルの設定に依存すると結んだ。

(3) オブストフェルド (カリフォルニア大学バークレイ校) 基調講演

オブストフェルドは、まず、米国の経常収支赤字が歴史にもまったく前例をみない規模に達しており、これが、日本、ユーロ圏等の先進国だけでなく、産油国を含む途上国の対外余剰によってファイナンスされていることを指摘した。さらに、米

国の純対外債務は、GDPの25%に達しているが、追加的な米国の債務取入れを制約している証左はみられていないと述べた。

こうした状況のもと、流動的な国際金融市場は、大規模な経常収支不均衡に対する許容性を高めており、米国のように信用度の高い国は、経常収支赤字の長期持続可能に問題はないとする楽観的な見方が依然有力であることを紹介した。そのうえで、国際間の貸借関係は、資産・負債の両建てで拡大し、レバレッジが高くなっているため、経常赤字が累積し、潜在的なドル減価への揺り戻しが大きくなれば、市場センチメントの突然の反転による潜在的な影響はより深刻になると警鐘を鳴らした。

この間、経済大国としての中国の勃興に対応して、中国が「再興ブレトン・ウッズ」体制へ参加するアイデアがあることに言及した。そのうえで、こうした動きは、米国がさらに大規模な経常収支赤字を計上するうえで、必要なことでもないし、十分なことでもないとして、結局は、米国の対外調整という問題に戻らざるを得ないとした。

3．報告論文討議セッション

(1) 金融政策における委員会制とインセンティブ問題

藤木（日本銀行）は、なぜ立法者は独立した中央銀行を作ることを選択するのか、なぜ立法者は金融政策の運営を総裁個人にではなく、金融政策委員会に委任するのか、金融政策委員会の人員の大きさを制限する重要な要因は何か、金融政策委員会はその政策決定結果に加えて、委員個人の投票結果も公表すべきなのか、

現在の金融政策委員会の委員は、どの程度、将来の委員の意思決定を制限できるのかという5つの問いを提示し、既存の研究のサーベイを通じて、おのおのの問いには、以下のような暫定的な結論が得られるとした。

中央銀行総裁と政治家との長期契約による政策委任の結果、総裁がより多くの努力をするインセンティブを与えられ、政治家自らが政策運営するよりもよい政策運営ができる。

金融政策委員会による意思決定は、1人の中央銀行総裁が意思決定する場合よりもインフレ率を平準化すると考えられる点で好ましい。

委員会委員の人数が増加することに伴う意見の多様化という利点と、情報を得るための費用負担への「ただ乗り」の危険性が増加するという欠点を比較することが重要である。

投票結果公表に伴うインセンティブ問題は多様で、理論的には、投票結果に関する透明性向上が望ましい場合も、望ましくない場合もある。

理論的には、現在の金融政策委員会委員によってなされた集団的意思決定は

将来の委員の意思決定を拘束できないものの、日本の量的緩和へのコミットメントはこの理論的予測に反する。

指定討論者のグッドフレンド（リッチモンド連邦準備銀行）は、藤木の提起した5つの問いについて、次のようにコメントした。まず、中央銀行の独立性に関しては、紙幣の創造は政府の予算の必要性の圧力が及ばないところに託されなければならないという、「予算にとらわれない地位」の必要性が中央銀行に財務上の独立性と操作目標の独立性をもたらし、その結果、中央銀行がバランス・シートの大きさや構成を管理するうえでの大きな裁量を得ていると指摘した。そのうえで、法律によって明確に定められた目標をもたない独立した中央銀行は、政治あるいは民間部門からの圧力にさらされること、したがって、「金融政策を包括的に立法化する枠組み（overarching legislative guidance）」が必要であり、中央銀行の独立性は「外部の枠組み（external guidance）」を伴うべきと主張した。次に、委員会に委任する理由としては、多様な考えが政策判断には有益であることや、中央銀行を外圧から守ることを指摘し、委員会は「インサイダーと内部のアウトサイダー」で構成されるべきと主張した。委員会の人数を規定する重要な要因としては、当該中央銀行が発行する通貨が用いられる通貨圏の地理的な広さや、経済部門の複雑さ、政策レジームの性質、中央銀行に課せられている機能別責務の多様性に依存するとした。投票結果の公表については、委員に投票への責任感をもつインセンティブを与えること、より時間をかけて自らの陳述する意見や考えをまとめること、中央銀行スタッフにインセンティブを与えること、長期的には異なった意見を国民が受け止め、議論し、問題を解決するための唯一の方法であること、さらに情報漏れの危険性を最小化できることといったメリットを挙げ、望ましいと結論づけた。最後に、現在の金融政策委員会の委員は、将来の委員の意思決定を制限できるのかという問いについては、特に、任期が短く、各委員の任期の重複がほとんどない場合には、新委員の任命を通じて政策変更が生じやすくなるため、現在の金融政策委員会の委員が、直接的に将来の委員の意思決定を制限することはできないとした。そのうえで、中央銀行は、委員会メンバーの変更ににかかわらず、低インフレと雇用安定へのコミットメントを保障するような「包括的に立法化する枠組み」、例えばインフレーション・ターゲットリングの中で、政策運営を行うべきと主張した。

指定討論者のコーリ（スイス国立銀行）は、まず、他の可能性をすべて凌駕するような中央銀行の委員会構造は存在しないとしたうえで、藤木の提起した問題に関連して、スイスの経験に照らして以下のようにコメントした。まず、中央銀行の独立性の問題については、概ね解決済みであると述べた。委員会への委任についても、概ね解決済みとしたうえで、政治、歴史、地理、文化といった諸要因によって決められている側面もあると述べた。また、委員会の人数に関連して、藤木論文では言及の少なかった政策決定過程の差異、すなわち多数決（法規定が多数決を規定している、あるいは議長が決定権をもっている場合）と総意（consensus、集団的意思決定過程が明示的に規定されていない場合）について論じ、スイスには3、4の異な

る言語と明確に異なる文化があるため、一部の多数派の意思を多くの少数派に押し付けるような制度は成立せず、大多数が政策決定に賛成するまで議論を続けるのが普通であるとして、スイス国立銀行で行われている総意に基づく政策決定の根拠を説明した。そのうえで、中央銀行総裁あるいは政策担当者間に能力に違いが存在する場合において、多数決と総意による投票行動の違いについて藤木に追加的説明を求めた。また、委員会の構成メンバーについては、日々の業務を共に行っていく銀行内のインサイダーであるため、組織に貢献し、組織の文化を理解し、スタッフと交流し、長期間のコミットメントをもち、定期的に会合をもつ必要があると主張し、学者を短期間の外部委員に採用することへ懐疑的な意見を述べた。さらに、投票結果の公表についての問いに関連して、スイス国立銀行は投票結果や議事録を公表しておらず、その理由として、総意に基づく政策決定においては、投票結果の公表は追加的な意味をもたないこと、議事録の公表は、率直な議論を妨げる可能性があることを主張した。最後に、将来の委員の意思決定を制限できるのかという問いについては、スイス国立銀行では更新可能な任期6年の任命を行っているため、大きな問題ではないと主張した。

これらの意見に対するリジョインダーとして、藤木は、まず、金融政策を包括的に立法化する枠組みに関するグッドフレンドのコメントに対し、金融政策を包括的に立法化する枠組みが与えられるためにはインセンティブ問題の観点から、さらに検討が必要であると主張した。また、中央銀行総裁あるいは政策担当者間に能力に違いが存在する場合における多数決と総意による投票行動の違いについてのコーリの質問に対して、藤木は、委員会の投票行動についての理論モデルによると、委員の能力により投票を加重平均することが望ましいことが知られているものの、実際には、委員会を構成する委員の能力を正確に計測することは難しいと述べた。

一般討議では、他の参加者から、藤木によって提起された5つの問いとグッドフレンドとコーリによって示された論点について、多岐にわたる意見が出された。

中央銀行の独立性についての正当化について、オブストフェルドは、異なる種類の独立性（例えば、操作目標についての独立性や最終目標についての独立性）が経済パフォーマンスに実際のところ影響をもたらすのかと質した。さらに、選挙によって選ばれた政府が矛盾した最終目標を設定した場合にはどのようなことが生じるのかとの問題を提起した。ボーエン（イングランド銀行）も、複数の対立する目標間での緊張関係について、懸念を表明した。藤木は、ボーエンの懸念に対し、ホルムストロームとミルグロムによるマルチタスク・エージェント・モデル¹を紹介したうえで、こうした問題についての厳密な経済理論モデルをあてはめて明示的に検討した研究はないと述べた。パッシ（トルコ共和国中央銀行）は、高インフレ国では、中央銀行と政府が共同でインフレ目標値を設定すべきであると述べた。グッドフレンドは、最終目標についての独立性をもつ中央銀行は、適切な金融政策にはマイナ

1 Holmstrom, B., and P. Milgrom, "Multitask Principal-Agent Analysis: Incentive Contract, Asset Ownership, and Job Design," *Journal of Law, Economics and Organization* 7, 1991, pp. 24-52.

スとなる外部の圧力にさらされる可能性がある」と強調した。

総裁個人による政策決定に対する金融政策委員会による決定の優位性に関して、**マッカラム**は、ニュージーランド準備銀行は1つの異端的存在（outlier）であると述べて、アドバイザーを擁する総裁と、投票結果や議論の内容が公表されない金融政策委員会とは分析上の違いがあるのかと疑問を呈した。**コーリ**は、まず、カナダ銀行もそうした異端的存在であると答え、次に、金融政策委員会の委員は決定に最終的な責任を負うが、アドバイザーにそうした責任はないという違いがあると論じた。**ピッカリング**（カナダ銀行）は、藤木論文では委員会における投票の役割を検討するうえでかなり単純化した世界を扱っていることを指摘した。これに対して**藤木**は、多くの文献が陪審制度についての分析を踏まえたものであり、単純化したモデルのおかげで委員間の選好の集計問題という難問を回避していると応じた。

金融政策委員会に関連して、**白川**（日本銀行）は、金融政策委員会と他の集団的意思決定を行う組織、例えば裁判所や企業の取締役会などとはどの点が重要な違いかと質した。これに対し**藤木**は、マスキン＝ティロール論文²での議論を踏まえ、中央銀行はテクノクラートへの委任が望ましいとされる事例である点で、ユニークな組織であると答えた。**グッドフレンド**は、裁判所や企業の取締役会については、委員の任命の仕組みや過程が社会的に確立されているが、中央銀行の金融政策委員会についてはそれが確立されていないという点で違いが存在すると述べた。

投票結果や会合の議事要旨の公表に関して、**ゼッテルマイヤー**（国際通貨基金）は、他のコンファランス参加者は議事要旨の公表が委員間の率直な議論を妨げるとの**コーリ**のコメントに賛成するかという質問を行った。これに対し、**グッドフレンド**は、議事要旨の公表は議論を妨げないとの考えを示し、**ポーエン**は、議事要旨はコミュニケーション戦略で重要な役割を果たすと述べた。また、**コーティス**（経済協力開発機構 OECD）は、国民のオーナーシップ（の意識）を高めるために、金融政策委員会の会合には透明性を確保すべきと主張した。これに対し、**グッドフレンド**と**コーリ**の両者も、国民のオーナーシップ（の意識）の重要性について、**コーティス**に同意した。

有限で任期がずれた委員で構成される委員会によって決定される金融政策の継続性について、**白川**はスタッフが何らかの役割を果たす可能性について質した。**グッドフレンド**は、**白川**に同意し、組織の制度的継続性全般を考える際には、スタッフの管理も重要な側面と強調した。金融政策の継続性を保持するためにインフレーション・ターゲティングが有効であるとの**グッドフレンド**の主張に対して、**白塚**（日本銀行）は、政策目標の制度化は制約付きの裁量に基づいた枠組みでも完全なインフレーション・ターゲティングと同様に、適用可能ではないかと質した。**グッドフレンド**は**白塚**に同意し、自らが用いたインフレーション・ターゲティングという表現には、制約付きの裁量も含まれていると述べた。

2 Maskin, E., and J.Tirole, "The Politician and the Judge: Accountability in Government," *American Economic Review* 94 (4), 2004, pp. 1034-54.

また、何人かの参加者が、藤木論文が焦点を当てなかった論点について、意見を述べた。**ジアパツィ**（ボッコニー大学）は、委員会を構成する各委員について、その経歴と選出過程が重要であると示唆した。**フリッシュ**（ドイツ・ブンデスバンク）は、中央銀行の政策意思決定を行う部署のメンバーに対して、迅速かつ十分な情報フローを保証することが重要であると主張した。**ピッカリング**は、中央銀行は政策の枠組みや政策が決定された経緯については、国民への説明に多大な時間をかけるべきであると主張し、藤木論文においても、投票結果の公表以外のコミュニケーション戦略、例えば、総裁講演についての議論が必要なのではないかと論じた。

（２）ブルーデンス政策

ロシェ（トゥールーズ大学）は、シンプルな銀行産業のモデルを用いて個別銀行の監督政策とマクロのブルーデンス政策を統合した分析を行った。モデルでは、銀行の貸出対象先に対する監視努力次第で、貸出からの収益と銀行経営者の私的利益が変化することが想定され、さらに各銀行のマクロの流動性ショックへのエクスポージャーが異なるという形でマクロ・ショックが導入されている。

ロシェは、このモデルにおける事前に最適なマクロ・ブルーデンス政策は、マクロ・ショックへのエクスポージャーが境界値より小さい銀行はエクスポージャーに応じて自己資本比率を高める自己資本規制が適用され、マクロ・ショックによる金融危機が発生した際には最後の貸し手である中央銀行から信用供与を受けることができる。他方、エクスポージャーが境界値より大きい銀行に対しては一定値の自己資本比率規制が課され、金融危機の際には最後の貸し手から信用供与を受けることができず破綻処理されるとの命題を示した。さらに、この最適な政策を民間部門だけで実施すると、事後的に必要以上の破綻処理が行われるが、他方で、政府が介入した場合、政府はその銀行がもつ金融システム全体に対する存続価値も考慮するため、事後的に必要以上に多くの銀行が救済されるとの結果を示した。この結果から、近年の銀行危機への対応の失敗の主因が、政府が事前的政策に十分コミットできず、事後的に必要以上に多くの銀行を救済してしまうという、政府のコミットメント能力の欠如にあった可能性を指摘した。最後に、**ロシェ**は、上記の事前的に最適なマクロ・ブルーデンス政策を実現するためには、監督当局は政治から独立し、各銀行のマクロ・ショックへのエクスポージャーを推定する必要があることや、中央銀行貸出は監督当局からの情報によって政治から独立して実施され、その貸出は預金保険機構によって保護される必要があることを主張した。

指定討論者の**ポーエン**は、ロシェの既存研究の展望と解釈においては、個別銀行に対する監督政策とマクロのブルーデンス政策の間に単純な二分法がとられていることや、情報開示による市場規律の役割が軽視されていることなどを指摘した。さらに、ロシェのモデルにおけるいくつかの仮定について、単純化のために現実妥当性を欠いているのではないかと疑問を呈した。特に、モデルの政策含意に決定的な影響を与えるマクロの流動性ショックについては、ショック発生時に処理のため

の実質的な費用が生じない点や、プロジェクトの収益性と関係なくショックが発生する点などが不自然であるとした。また、マクロ・ショックへのエクスポージャーによって事前に銀行を分類すべきという政策含意については、イギリスの大手銀行のリスク指標の順位が年々激しく入れ替わっている事実を紹介し、現実的には困難であると主張した。一方、プルーデンス政策についても金融政策と同様に監督当局の独立性を確保すべきという含意に対しては、現在イギリスで最後の貸し手機能が中央銀行ではなく財務省に委ねられている事実を紹介しつつも、さらに検討を進めるに値すると評価した。

指定討論者のベン（香港金融管理局）は、ロシェのモデルを銀行規制理論への有用な貢献として評価しつつも、その政策含意については、香港での最近の経験を振り返りながら、いくつかの疑問点を提示した。まず、香港ではアジア通貨危機や不動産価格のバブル崩壊といった大きなマクロ・ショックが起こったにもかかわらず、ほとんどの銀行が収益を維持したことや、不動産抵当貸出が他の貸出に比べると相対的に安全な資産であったことを紹介した。そのうえで、こうした事実は、不動産価格変動へのエクスポージャーが高い銀行ほど収益の打撃は大きいという、ロシェのモデルの含意に反すると述べた。また、固定為替相場制のもとで独立した金融政策が行えない香港においては、資産価格バブルなどのマクロ・ショックが銀行部門に与える影響への対応策としてプルーデンス政策が重要な役割を果たしてきたことを強調するとともに、その中で銀行のローン・資産価値比率（LTV）に上限を課したことが効果的であったことを紹介した。さらに、規模の大きな銀行は破綻すると金融システム全体の安定性を揺るがす可能性（too big to fail）があるため、中央銀行が緊急流動性支援の判断を行う以前の問題として、政府が資本注入を実施する必要性も生じること、あるいは、ある種のマクロ的ショックに対しては、緊急流動性支援は個別の銀行に対してではなく市場全体に対して行うほうが効果的な場合もあることなどを、1998年の株式市場介入を例示しながら指摘した。

指定討論者からのコメントに対して、ロシェは、報告論文のモデルがマクロ・プルーデンスの問題を扱う最初の試みであることを強調し、政策目的上有用となるためには、さらに多くの要素が考慮に入れられなければならないことを認めた。ロシェは、特に、現行のモデルでは、銀行への補助金や流動性ショック発生時のコストとしてのリスク・プレミアムを意図的に捨象したことを認めた。政策含意の現実妥当性について、ロシェは、監督当局が大規模で複雑な銀行組織と継続的に交渉し、時間を通じて変化する各銀行のエクスポージャーに応じて異なった自己資本規制と預金保険料を課するような状況を想定しているが、そのような政策は急進的でなく漸進的であれば実行できると主張した。さらに、市場規律について、ロシェは、その役割に懐疑的ではないが、流動性危機の状況下では悪い方向に働く可能性もあるので公的当局による監督によって相補されるべきとの見解を示した。最後に、“too big to fail”の問題について、ロシェは、事後的ではなく事前に対処するほうがよいと述べた。

一般討論では、コーティスが「マクロ・ショックへのエクスポージャー」の具体

的な意味を質問した。**パッシ**は、マクロの流動性ショックへのエクスポージャーの指標として、短期資産の短期負債に対する比率を提案した。**グリック**（サンフランシスコ連邦準備銀行）は、ロシェのモデルで焦点が当てられている流動性ショックと、銀行のソルベンシーへのショックとを区別すべきであると主張した。**ロシェ**は、報告論文のモデルで区別しているのは、分散可能ナリスクと分散不可能ナリスク、あるいは、個別銀行へのショックと共通のショックであると応答した。**ロシェ**は、流動性ショックを共通のショックと仮定しているのは、単に中央銀行の緊急流動性支援という特定の役割を描写するためであって、ソルベンシー・ショックと区別するためではないと述べた。

ピッカリングは、銀行部門が直面しうる幅広いショックによって起こりうるすべての状況を、危機が発生する以前に定義することの必要性と実行可能性に対して疑問を表明した。**白塚**も、マクロ・ショックへのエクスポージャーに応じて事前に銀行を分類することの実行可能性に疑問を呈し、個々の銀行が自ら進んで事前にエクスポージャーを申告するような誘因整合的（incentive compatible）な自己選択メカニズムの可能性を提案した。**ロシェ**は、こうしたインセンティブ・メカニズムを活用する提案に賛意を示し、その導入可能性は、バーゼル 作成の際と同様に、銀行と監督当局との間の議論にかかっていると述べた。

中央銀行の役割について、**コーリ**は、支払不能に陥った銀行を救済するのは政治的な意思決定によるべきであり、中央銀行はかかわるべきでないと主張した。**ポーエン**は、多くの中央銀行が危機に陥った証券会社を救済しないのは証券会社の資産・負債が流動的であることに起因すると指摘し、この事実はロシェのモデルの含意を支持しうると述べた。**藤木**は、集計ショックの存在する状況での中央銀行の役割に焦点を当てたフリーマンの決済システムのモデル³と、ロシェのモデルとの類似を指摘し、互いのショックが相関しうる2つの経済において2つの規制当局が存在する状況へ、ロシェのモデルを拡張することを提案した。

ジアバッツィは、ペンの議論に基づき、開放経済においては、マクロの流動性ショックを受けた国内銀行は、海外銀行との間にクレジット・ラインを設定しているため、流動性の問題は中央銀行の最後の貸し手機能がなくても解決されうるとを指摘した。**レモロナ**は、ロシェが提言した景気循環と正の相関をもつ救済政策、すなわち、その政策のもとではマクロ・ショックへのエクスポージャーが高い銀行ほど不況期に破綻しやすい には、不況期に銀行を救済しないと事態をさらに悪化させかねないという意味で、問題があるのではないかと指摘した。

平野（日本銀行）は、政治家にはそもそも金融の問題にかかわることを避けるきわめて強い誘因があるかもしれないこと、また、監督当局にはたとえ政治圧力からの独立性を有していたとしても実際の重要な問題解決を先送りさせる誘因があるかもしれないことを指摘した。**ピッカリング**は、金融危機の初期段階においては、金

3 例えば、Bruce Champ and Scott Freeman, *Modeling Monetary Economies*, Cambridge University Press, 2001, chapter 11を参照。

融自由化に伴う銀行員の能力不足や会計上のごまかしが生じていた可能性を指摘した。**ロシェ**は、たとえ完全に透明性をもった民主主義国家においても、あるいは、銀行員や監督当局が有能であっても、動学的不整合性の問題は存在すると応答した。

コーリは、何百もの小銀行と2つの大銀行が存在し、預金保険の枠組みが存在しないスイスの状況を説明した。そのうえで、**コーリ**は、ブルーデンス政策における「建設的明確さ (constructive clarity)」、すなわち、中央銀行から貸出を受ける銀行は支払能力を有すること、システムに重要であること、および良質な担保に基づいて貸出を受けることが必要との原則を提唱した。**フリッシュ**は、「建設的曖昧さ (constructive ambiguity)」は昔ドイツの監督当局によって作られた用語だが、現在はドイツでもスイスと同様の監督政策が取られていると述べた。**ロシェ**は、「建設的曖昧さ」よりも「建設的明確さ」を支持するとしつつも、報告論文のモデルにおけるマクロ・ショックへのエクスポージャーの最適な境界値を一度限りで定めることは実際には難しいといった意味で、柔軟性が必要とされることにも理解を示した。

(3) 時価会計、流動性と金融の安定性

シン (ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス) は、バランス・シートの時価会計 (mark-to-market accounting) および資産と負債のデレートを一致させる規制が、金融市場を不安定化させてしまう場合があることを理論的に示した。シンのモデルでは、まず、バランス・シート上、資産に家計への不動産担保貸出、負債に社債をもつ金融仲介機関、資産に不動産と年金、負債に不動産担保借入をもつ家計、資産に現金と金融仲介機関の社債、負債に年金債務をもつ年金基金が存在する経済を考える。年金基金はバランス・シートを時価評価し、資産 (社債) と負債 (年金債務) のデレートを一致させることが義務づけられていることを想定する。このモデルのもとで、金融緩和により社債価格が上昇すると、年金債務のデレートは社債のデレートよりも金利感応的なため、年金基金は現金需要を減少させ、社債需要を増加させる。また、金融仲介機関は社債需要の増加に見合う新規発行を行い、そこで得た資金は家計に対する不動産貸出に回るとする。その結果、不動産価格が上昇するため、不動産を担保にもつ金融仲介機関の信用リスクが低下する。ここで時価会計が行われると、金融仲介機関の純資産価値が上昇するため、社債価格はさらに上昇する。以上のモデルをもとに、**シン**は、バランス・シート規制と時価会計が同時に実施されると、ここでみたように社債価格の上昇が不動産価格の上昇をもたらし、その不動産価格の上昇がさらなる社債価格の上昇をもたらすという循環が発生し、金融市場が不安定化する可能性があるとした。

指定討論者の**レモナ** (国際決済銀行) は、クレジット・スプレッド・パズル⁴

4 クレジット・スプレッドは、理論的にはデフォルトに伴う期待損失に等しいとされる。しかし現実には、理論的に説明できるスプレッド幅よりも何倍も大きいスプレッド幅が観察されることがあり、これをクレジット・スプレッド・パズルと呼ぶ。

を例に挙げながら、資産価格は、経済のファンダメンタルズを反映しているだけでなく、その他のノイズも多く含むため、資産価格からファンダメンタルズを把握することは難しいと指摘した。さらに、時価会計で経済のファンダメンタルズを把握することも難しいと主張した。これら2つのよく知られた理由に加え、シン論文の貢献は時価会計の導入がバランス・シート規制と合わさった場合、資産価格の変動を増幅させ、金融安定を阻害する作用として働きうることを示したことだと指摘した。さらに、モデルの単純化として、コンソリ債の代わりにゼロ・クーポン債を用いること、拡張として、金融仲介機関が発行する債券と、年金基金が時価会計に用いる債券を区別し、クレジット・スプレッドを明示的にモデルに組み込むことを提案した。このほか、金融市場で現実起こった複数のエピソードを盛り込むことにより、より論文を充実させることができるのではないかと述べた。

指定討論者の**ピッカリング**は、シンのモデルでは、家計が受動的な立場で描写されているが、現実の金融システムにおいては家計が金融機関の株主や年金基金への投資家となりうることを指摘した。また、金融機関の経営者と株主の利害が一致しないとき、株主が経営に影響を及ぼすうで会計制度は重要な役割を果たすことも指摘した。このほか、モデルの拡張として、「利回りの追求 (reach for yield)」を描写するために、危険資産と安全資産を区別することや、貸出チャネル等を通じた金融政策の波及メカニズムを具体的に描写することなどを提案した。最後に、カナダが新たな会計制度の導入を実施した際、金融市場の安定と効率化のために、カナダ銀行が他の政策当局と連携し、新制度が金融システムや金融市場に及ぼす影響について詳細に検討したというエピソードを紹介した。そして、制度変更には一時的に混乱が生じるものの、そうした混乱は政策当局の努力によって概ね回避できるため、混乱への懸念が、透明性を向上させるための新たな会計制度導入の妨げになるべきではないとの見解を示した。

指定討論者のコメントを受けて、**シン**は、限界的に達成できるであろう価値（つまり、現在の価格で資産を1単位販売する場合得られる限界収入に全資産量を掛けたもの）と、業務から退出する時にバランス・シート全体を処理した場合に実現できるであろう価値総額を評価することとは異なると強調した。**シン**は、限界部分かバランス・シート全体かという問題は、例えば前者よりも後者のほうが金融危機においては重要かもしれないとして、大変重要な論点であると主張した。しかし、会計の関係者の間ではこの違いは明確にされていないとした。さらに、そうした金融危機のような状態では、非常に原始的な簿価会計は、実現できるであろう価値がいくらかという点について、よりよい近似となるだろうと強調した。

他の参加者からは、シンのモデルの性質と含意についていくつかのコメントが出された。**馬場**（日本銀行）は、「利回りの追求」を描写するために、デフォルトの可能性のある社債を発行する非金融部門をモデルに組み込み、モデルを拡張することはできないかと質問した。**パッシ**は、年金の完全積立方式のように、資産と負債のデュレーションにミスマッチがない場合、シンのモデルでは複数均衡が生じる可能性があるとは指摘した。馬場の質問に対して、**シン**は、厳密にモデルを作るとした

ら、デフォルト・リスクを適正に評価して、利回りの追求をより詳細に考察することができると考えてみたいと述べた。バッシの指摘については、もしデュレーションの長い資産が存在するならば、資産と負債のデュレーションを一致させることで問題は解決できるが、現実には年金基金の巨額の負債と一致するような、長いデュレーションの債券を大量に発行することは難しいのではないかと返答した。もっとも、最近のフランスの50年物財務省証券や米国の30年物財務省証券の発行について言及し、これらは上述の観点から正しい方向への一歩であるとして、バッシの指摘に同意した。

時価会計制度の望ましさについては、参加者から多くのコメントが寄せられた。**グリック**は、シン論文が示したように、銀行貸出の時価評価がショックを増幅させる作用として働くのであれば、例えばミューチャル・ファンドやエクイティ・ファンドに保有されている証券の取引のように、既に時価会計が義務づけられている金融市場のその他の取引についても、同様の増幅効果が起こるはずであると指摘した。そのうえで、既に他の取引で時価会計を義務づけている一方で、ある取引では時価会計をすべきではないと主張するのは、理念的に整合的ではない（philosophical inconsistent）と述べた。**グッドフレンド**は、従来の考え方では、時価会計は、株主や規制当局が経営を監視するための手段と捉えられていたと指摘した。そして銀行破綻を例にとると、時価会計の意義は、債務超過に陥った銀行の閉鎖を遅らせることに伴う費用と、早期に破綻処理してしまうことの便益とを比較考量する際に、客観的な指標となることであると述べた。そうだとすると問題は、時価会計を実務で導入すべきか、導入する場合はどう用いるべきかであると指摘し、シン論文ではこうした従来からの考え方をどのように捉えられるのかと質問した。**藤木**は、シンのモデルの3部門に任意の社会的なウエイトを置き、異なる会計制度のいずれが社会厚生を最大化するかという厚生評価を行うことは有益であると提案した。**コーリ**は、不動産価格の上昇が家計にとってより高い帰属家賃（imputed rent）を支払うことであるとするならば、不動産価格の上昇が実際に富の増大を意味するかどうかは定かではないと指摘した。さらに、もしこの富の増加が単なる錯覚であるならば、実際は富が増えていないにもかかわらず、支出を増加させてしまうことは非常に問題であると述べた。

これらのコメントに対して**シン**は、時価会計をめぐる議論は、二者択一ではなく、時価会計をより有意義に使える中間的な方法があるはずだと強調した。そして、自分のモデルは、市場価格に2つの作用、すなわち経済のファンダメンタルズを反映するシグナルとしての作用と、市場参加者の行動に影響を及ぼす作用がある場合、非効率性が生じうることを描写したものであると説明した。そのうえで、時価会計を導入すべきかどうかは、時価会計が市場参加者の行動にどの程度影響を及ぼすかに依存し、時価会計により市場参加者の行動が歪められる度合いが強いほど、時価会計の導入は望ましくなくなると述べた。不動産価格の上昇が実際に富の増大を意味するかどうかという**コーリ**の指摘に対しては、根底にはリカードの等価定理が成立している、ないしは錯覚が起こっている可能性があるとして、純粋な思考実験を

通じて追加的に検討する余地があると返答した。

また、時価会計の政策的な含意についても、いくつかのコメントが出された。**オブストフェルド**は、利子率が他の資産市場にもシンのモデルで描写されているような影響を及ぼすのであれば、中央銀行にとって金融政策と資産価格の関係を無視することは難しくなるであろうと指摘した。そして、インフレ率のみに着目している金融政策は、さまざまな歪みが存在するもでは金融政策がバブルの醸成や崩壊を直接的に引き起こす役割を果たしうるとの事実を無視していると警告した。**マロ・デ・モリナ**（スペイン銀行）は、時価会計は金融システムを不安定にさせうるものの、これに対処するために、中央銀行や銀行監督当局は、引当制度（adequate provision system）や自己資本規制（capital adequacy rule）などの手段を有していると述べた。**シン**は、金融政策と資産価格は分離して考えられないという主張に同意した。また、規制当局が時価会計の潜在的危険性についてよく認識していることや、それらの影響を緩和しうることには同意した。しかし、時価会計をより徹底的な形で導入した場合には、規制当局の仕事は今よりもずっと困難なものになるであろうと主張した。

（４）国際金融市場統合、外国主権免責とマクロ経済政策への制約

クレツァー（カリフォルニア大学サンタクルーズ校）は、各国政府は国際金融市場の統合により内外の多くの投資家から債券で資金調達できるようになったことを指摘したうえで、政府のもつ外国主権免責（sovereign immunity）のため、ある国の政府は債務再交渉を通して利払いの削減を行い、外国からの借入を止めることと債務契約を守って返済を継続することとの便益を比較して行動することが投資家にも予想され、その結果、外国主権免責に由来する異時点間の借入制約が発生すると主張した。こうした外国主権免責に由来する借入制約を考慮に入れると、その政府が自発的に返済する限度額に由来する債務残高の上限が発生するため財政政策が制約される。このため、例えば、債務残高が上限近くにあって、経済状況が大幅に悪化した場合は、債務の再交渉が発生することが示される。また、金融政策についても次のような制約が生じる。すなわち、政府の経済状況に関する私的情報が存在する場合、予期せぬ金融緩和が景気の悪化のため採用されたのか、自国通貨建て名目負債の実質残高削減のために採用されたのか投資家には区別がつかないため、金融政策が負のショックに対応しにくくなる。この問題を回避するには、外国通貨建て債券を発行することが考えられるが、その場合は均衡で債務のリストラと減免が発生すると指摘した。

指定討論者の**ゼッテルマイヤー**は、エマージング市場諸国で観察される財政政策の景気循環との正の相関を説明できるとして、クレツァーの論文に一定の評価を与えた。その一方で、G7先進国の財政政策が景気循環と逆相関であることや、1930年代以降債務不履行に陥った事例がないことを指摘し、モデルは先進国にはあてはまらないとした。さらに、エマージング市場諸国への応用を念頭においた場合、モデルで仮定されている国際金融市場統合の利点である消費の平準化と国際的リス

ク・シェアリング以外にも、資本が豊富な国との資本統合で経済成長が早まる、あるいは政府が略奪的な政策を行わないことにコミットするといった利点が多く存在することを指摘した。また、モデルでは債務再交渉は常に効率的とされており、国際金融市場統合のコストが事実上捨象されているが、実際には債務再交渉のコストが大きく、国際金融市場統合のコストは無視できないこと、また、金融政策の産出量安定化の効果が考慮されていないことなども指摘した。こうしたことから、金融市場統合がエマージング市場諸国に与える便益と費用の比較に当たっては、本稿が考察している非常に限定された便益と費用よりも広い観点から検討されるべきと述べた。

指定討論者の**キアーンズ**（オーストラリア準備銀行）は、クレツァーのモデルを用いると、政府の債務残高や各国の経済ファンダメンタルズに応じて借入制約やリスク・プレミアムが生じていることや、債務不履行が同じ国で繰り返し起きていることなど、現実に観察される事象や先行研究で示された実証結果を整合的に説明できると評価した。次に、モデルの限界として、負のショックが発生した時に政府が外国から借入を行うというモデルの仮定については、エマージング市場諸国において資本流入が景気循環と正の相関をもつという定型化された事実と反すると指摘した。また、モデルでは債務再交渉は効率的な1回限りの行動であるとされている点についても、動学的なゲームとして考えると、実際には債務不履行が生産、投資、金融市場や政治体制への信認に与えるコストが大きく、1930年代のオーストラリア政府のように、政府は大規模な緊縮財政を行ってでも債務不履行を可能な限り回避しようとするものであるから、非現実的と主張した。最後に、予期せぬ金融緩和による実質債務削減の可能性についても、外国で自国通貨建て債券を発行している国はもともと少なく、デフォルトの経験がある国は、自国通貨建てで、インフレに連動するか、短期金利に連動する金利設定の債券しか発行できていないとした。

クレツァーは討論者のコメントに賛意を示し、2つの点について強調した。1つは、モデルの非エマージング市場諸国に対する適用可能性についてであり、もう1つは金融政策に関連する論点についてである。非エマージング市場諸国に対する適用可能性について、**クレツァー**はまず、財政政策が景気循環と正の相関をもつというモデルの特性がエマージング市場諸国にあてはまるようにみえることを認めたものの、この特性は消費平準化モデルから導出することは難しく、また、本稿の主眼点ではなかったと述べた。**クレツァー**は、本稿の目的の1つが、むしろ先進国にソブリン債に関するこれまでの研究とは違った観点から焦点を当てることであったと強調した。

金融政策に関連する論点について、**クレツァー**は、モデルで採択した不完全情報の構造によって、政府による財政的誘因が金融面の安定への誘因と整合的なものとなったとし、これは先進国ではよく見受けられる特徴であると述べた。

キアーンズのコメントに対して、**ゼッテルマイヤー**は、エマージング市場諸国は非常に変動の激しい外部からのショックに直面しているため、債務を上限近くまで累積させている可能性があるとして付け加えた。さらに、これら外部からのショックが

観察可能であることを指摘したうえで、**ゼッテルマイヤー**は、なぜ外部からのショックに条件づけされた債券が存在しないのか、そして情報の非対称性はどこから発生するのかと質問した。**キーンズ**は、主に政治的な理由により、政府の財政および課税政策には情報の非対称性が生じる傾向があると返答した。

一般討論において、**エバンス**（シカゴ連邦準備銀行）は、キーンズによる私的情報に関する説明を評価したうえで、市場参加者により財政政策や金融政策に関する重要なすべての情報が絶えず注視されている米国や他の経済大国において、私的情報の源泉とはどのようなものであるかと質問した。**クレツァー**は、米国については、私的情報はそれほど多くは存在しないだろうとした。エマージング市場諸国については、政府当局者が意図する、市場参加者には公表されていない将来の政策経路が私的情報の源泉の例として挙げられるだろうと述べた。**藤木**は、本稿で提示されたモデルの枠組みで「原罪（original sin）」の概念について説明を試みれば興味深いのではないかと提案した。**クレツァー**は、名声による均衡（reputational equilibrium）を達成しない限り、モデルで仮定されている政府は外国通貨建て債務もしくはインデックス債務で負債契約を締結することを余儀なくされると返答した。そのうえで、**クレツァー**は、外国通貨建て負債契約を再交渉することやインデックス化された国内債務を反故にするには多大なコストを必要とする可能性があるので、外国通貨建て債務もしくはインデックス債務で負債契約を締結することによって、政府は名声を得ることができるとも述べた。

政府が発行する債券の利回りに関連していくつかの質問がなされた。**馬場**は、モデルでは、政府による債務不履行のリスクが存在するにもかかわらず債券利回りと割引率が同水準となっていることに注目し、モデルの設定上、債権者はリスク中立的となっていると指摘した。そのうえで**馬場**は、リスク回避的な債権者が存在する場合では、モデルの含意がどのようになるかと質問した。**ボウマン**（米国連邦準備制度理事会）は、エマージング市場諸国の政府が短期債務の借換えに制約を受けていることや、ソブリン債のスプレッドが常に変動していることは、モデルの含意と整合的に考えることができるのかと質問した。**クレツァー**は、自己強制制約（self-enforcement constraint）が存在しなければ、一般均衡のもとで、政府が発行する債券の利回りは割引率を下回り、政府が両側制約（two-sided constraint）⁵に直面していれば、利回りと割引率は同水準になると述べた。また**クレツァー**は、特にエマージング市場諸国において、頻繁に借換えの生じる政府債券の利回りの変動が激しい点を指摘した。利回りの変動が政府による情報開示と連動していることにかんがみ、**クレツァー**は、債務支払いに関する情報の開示を表現するような確率過程を情報の非対称性がないモデルに組み込むことで、利回りの変動をよりうまく説明できるかもしれないとコメントした。

5 政府と債権者の双方が事後的に契約履行できないことを前提として書かれた契約に課せられた制約条件を指す。

エマージング市場諸国の財政政策が景気循環と正の相関があることに関して、**バッシ**は、プライマリー・バランスの黒字が債務比率についての増加関数になるであろうと述べるとともに、債務不履行のコストを導入すれば、財政政策と景気循環との正の相関はモデルから導出されるのではないかと推察した。**クレツァー**は、財政政策と景気循環の正の相関は、政府が状態条件付きでない債券による負債契約に頼っている状況で、返済が確実に行われている時に発生するとし、債務不履行のコストを導入するという考え方には賛意を示したものの、そのような考え方を実現させるのは想像以上に難しい作業であると付言した。

(5) 財政政策の非単調的效果を求めて：新しい実証結果

ジアバッツィは、非ケインジアン効果に関する自身の研究をアップデートし⁶、1964～2003年のOECD諸国を対象として、財政政策が貯蓄に与える影響に関する分析結果を報告した。まず、いくつかの理論モデルの間では、純税収や政府消費の増加が貯蓄に与える影響に関する予想が異なるため、どのような条件のもとで、財政政策がケインジアンあるいは非ケインジアンの効果をもつのかを明らかにする必要性を指摘した。そのうえで、分析の結果から、何も条件を課さない場合には純税収と政府消費はケインジアン効果を有するとした。財政政策の変更の規模が大きく持続的な場合には非ケインジアン効果を有しており、財政政策と貯蓄の間には非単調的な関係があるとした。

指定討論者の**グリック**は、まず、財政政策の指標として当期の財政余剰が使われていることに伴う問題を指摘した。財政政策は将来にわたり課税が傾斜的に行われる場合があることや、年金改革などその時点の財政収支には影響を与えない財政改革パッケージとして実施されることがある。また、パネル・データ推計値の頑健性について、クロス・カンツリーで回帰係数が同質との仮定、財政政策の自動安定化機能や財政の政策反応ルールなどに起因する内生性などの問題が影響している可能性を指摘した。さらに重要な論点として、生産性の成長、金融政策、為替レートなど貯蓄に影響を与える他の要因をコントロールする必要性を指摘し、特に1980年代のアイルランドやデンマークでは為替レートの切下げ後に財政引締めが実施され、その後に経済成長が上昇していることを示した。また、1996年以降のデータ追加により財政政策の影響が小さくなったことについて、サンプルの過半数を占めるEU諸国では1990年代初頭以降、域内の為替レートの伸縮性が大幅に制限され、金融政策の自由度が狭まったことが関連している可能性を示唆した。このほか、米国での2001～03年にかけての大規模な減税と政府支出拡大が景気刺激であったことを例にとり、米国や日本では非ケインズ効果はそれほど強くないのではないかと述べた。

6 Giavazzi, Francesco, Tullio Jappelli and Marco Pagano, "Searching for Non-Linear Effects of Fiscal Policy: Evidence from Industrial and Developing Countries", *European Economic Review*, 44 (7), 2000.

指定討論者の**ラッシェ**（セントルイス連邦準備銀行）は、分析結果の頑健性に疑問を呈し、以下の点を指摘した。まず、完全雇用財政余剰と貯蓄の関係について、外れ値を除外するとサンプルに規則性は見出せず、非単調性は観察されないと指摘した。また、推計式の説明変数はすべて内生変数と考えられるほか、どのような構造モデルを想定しているのか不明であるとした。さらに、政府消費の推計パラメータに注目すると、サンプル期間の延長によって、それぞれのパラメータが標準誤差と比べて大幅に変化していること、同様に、両辺から政府貯蓄を差し引き、左辺を民間貯蓄にした定式化で分析を行うと、純税収や政府消費のパラメータがサンプル期間によってはほぼ有意とならないことを指摘し、推計式の定式化に誤りがある可能性を示唆した。最後に、定義・出所の異なる3種類の米国の貯蓄率データの間には、変動や水準に乖離があるほか変化率の相関も低いことを例に挙げ、分析目的に合致した定義による貯蓄率データを使用することの重要性を指摘した。

指定討論者からのコメントに対して、**ジアバッツィ**は、誘導形の実証モデルについて、暗黙的に標準的な消費者行動モデルを想定しており、非ケインジアン効果をもたらす可能性のある他の条件をコントロールすることを意図していると述べた。次に、特にEU諸国では、財政政策ルールにより整合的に財政政策を運営する傾向が強まったことを反映して、サンプルの第2期に内生性の問題が強まった可能性に同意した。

さらに、**ジアバッツィ**は、1980年代のデンマークやアイルランド、1990年代半ばのイタリアで観察されたように、為替レートが景気刺激に重要な役割を果たしたことに同意した。しかしながら、現在のユーロ圏ではそうしたメカニズムが機能することは期待できないと付け加えた。また、米国では、海外からの資本流入が長期金利の低下をもたらしており、それによってケインジアン効果が強まっていることに同意した。しかしながら、日本では、政府投資による莫大な拡張財政によっても、過去にみられたような経済拡大効果が得られておらず、あまりケインジアン効果を支持しているとは思われないとした。

ジアバッツィの指定討論者への返答に続いて、何人かの参加者が、民間部門の期待の役割を強調した。**コーリ**は、政府消費の変化を一時的なものと恒久的なものに区別すべきであると述べた。そして、もし政府消費の増加が一時的であると予想されれば民間消費は変化せず、国全体の貯蓄は減少するため、政府消費に関する推計パラメータの符号が負になっていることは必ずしもリカードの等価命題と矛盾するわけではないと付け加えた。**イエレン**（サンフランシスコ連邦準備銀行）は、財政政策のある時点での変更と、将来予想される変更が産出に対して正反対の効果をもつ可能性に言及した。具体的には、ある時点の財政引締めは経済活動を抑制するはずであるが、将来に財政引締めが起こるとの期待は、将来の短期金利の予想を低下させ、それによってその時点の長期金利も低下させるため、経済活動を拡大させるかもしれないとした。また、**ルービノ**は、将来にわたって漸進的に強化された財政引締めの見通しが景気刺激的に作用したというシナリオによって、最も首尾一貫して説明されると述べた。**マロ・デ・モリナ**は、リカード効果は、公的

部門の長期的な支払能力制約に対する民間部門の認識に主として左右されるのではないかと示唆した。そして、実証モデルは、財政刺激の大きさや持続性ではなく、財政赤字・黒字の大きさや政府債務残高の規模といった公的部門の初期条件を取り込むべきであるとした。

ジアバツツィは、一時的な財政政策変更と恒久的な財政政策変更の違い、あるいは将来に向かって強化された財政調整に関するコメントに対して、そうした点の重要性に同意した。そして、政策がアナウンスされた時点では、その政策が実際に恒久的かどうかかわからないため、その時点で利用可能な財政政策パッケージに関する情報からわかる将来の財政政策の経路がどのようなものであるかが最も重要であるとした。さらに、そうした情報の内容は小規模な政策変更と大規模な政策変更では異なってくるだろうと付け加えた。政府債務の大きさに関するコメントに対しては、オリバー・ブランチャードのモデルは、政府債務の大きさがある境界水準を超えると、家計の期待が変化し、それによって正反対の効果がもたらされることを明確に説明しているにもかかわらず、そうしたメカニズムを支持する実証結果は見出せなかったと応答した。

白塚は、財政政策の非ケインジアン効果について、貯蓄の待ちオプション動機に基づく別の解釈を提案した。すなわち、財政事情が悪化し経済の不確実性が高まるときには、家計は不確実性が解消するまで不可逆的なコミットを回避し、消費支出の意思決定を先送りするという解釈である。**ジアバツツィ**は、将来に対する見通しや待ちのオプション価値は重要であると同意した。

藤木は、1980年代後半と比較して1990年代に財政政策ルールがより厳格になった影響をコントロールするための変数として財政政策ルールの質を考慮するためのユルゲン・フォン・ハーゲンによって提案された予算制度に関する指標を提案した⁷。

米国と日本におけるケインジアン効果に関して、**白塚**は、都道府県別のパネル・データによって日本で非ケインジアン効果が観察されることを示した伊藤・渡辺の研究を紹介した⁸。**白塚**は、このほか、1990年代の日本における財政乗数低下について、多くの研究があることを指摘した。**コーティス**も同様に、長期と短期の動学的変動を明確に分離することのできるエラー修正モデルによる最近のOECDの研究で、米国について民間貯蓄が財政赤字の変化を相殺することはないとの結果を得ている反例を示した。

最後に、**ジアバツツィ**は、他の関連する研究と同様に、彼の研究の実証結果から政策含意を引き出す際には注意が必要であると強調し、政策当局者は実証結果を一般化し、財政再建が経済にとって常に有益であると結論づける傾向にあるとの懸念を示した。

7 Jürgen von Hagen, "Budgeting Procedures and Fiscal Performance in the European Union," *European Commission Economic Paper* 42, Luxembourg, 1992.

8 伊藤新・渡辺努、「財政政策の非ケインジアン効果」、『経済研究』第55巻第4号、一橋大学経済研究所、2004年、313～327頁。

4．総括パネル・ディスカッション

(1) 導入報告

前原（一橋大学）は、総括パネル・ディスカッションにおける具体的な論点として、金融政策の透明性（なぜ透明性の度合いが各国間で異なるのか、議事要旨や経済見通しに関する透明性が金融政策委員会の委員にもたらすインセンティブは何か）、金融政策の継続性（金融政策委員会は将来の政策にコミットできるか、現在の政策決定は将来の政策決定を制限しうるか）、中央銀行とその他の政策当局との協調（金融政策委員会が他の政策担当者と協調することは、他の意思決定の形態よりも行いやすいか、意思決定は多数決で行うべきか、誰が委員会全体の意見を代表すべきか）の3点について、問題提起した。

(2) パネリスト報告

イ．シル報告

シル（欧州中央銀行 ECB）は、金融政策委員会の組織構造の影響を比較するための一般的な分析枠組みは存在しないとしたうえで、欧州中央銀行の理事会（Governing Council）の構造と関連づけながら、透明性、将来の経済見通しの公表、コミットメントの継続性、他の政策当局との協調の4点について論じた。

まず、透明性について、欧州中央銀行の透明性の目的は、アカウンタビリティの達成と、金融政策や中央銀行の政策決定に関する理解の促進であるとした。また、透明性は、中央銀行の使命とそれを遂行するためのアプローチを明確にする「戦略的透明性（strategic transparency）」と、戦略的透明性を補強するために継続的に取り組む、経済情勢や政策判断に関する定期的で包括的な説明からなる「反復的透明性（recurrent transparency）」に分類できると主張した。さらに、欧州中央銀行の「反復的透明性」へのアプローチの特徴として、議事要旨や投票結果を公表していないことに言及し、その背景として以下の3点を説明した。第1に、透明性向上には、定例の理事会直後の記者会見などでリアルタイムの情報を提供することのほうが有用である。第2に、理事会での各理事の発言や投票結果が仮に公表されれば、ユーロ圏経済全体に関する見解の妥当性よりも個々の意見の出発点がより重要視されるリスクを高めてしまうリスクがある。第3に、欧州中央銀行は設立してまだ間もない組織であり、また、理事会は政策目標に対して集団的責任を負うため、理事会では「合意に至らないことのコスト（cost of not agreeing）」が存在し、合意が得られやすい。そして、欧州中央銀行は同一の見解を述べることと意思決定における意見の一致（consensus）を重視する一方で、基礎をなす議論を明確かつ首尾一貫して説明することにも重きをおいているとまとめた。

次に、将来の経済見通しの公表について、欧州中央銀行は4半期ごとに、定例の理事会直後の記者会見の後に経済見通しを公表しているが、これらはすべて、理事

会ではなく欧州中央銀行等のスタッフによるものであるため、理事会がこれらの経済見通しに応じた政策にコミットすることはないと説明した。こうしたことから、欧州中央銀行では、経済見通しの公表と政策のコミットメントの間にトレードオフ関係は存在しないと主張した。

コミットメントの継続性については、欧州中央銀行では政策目標が明確に定められていることに加えて、理事会の理事の任期が重複していることから、理事会は、政策指針を維持するという意味において、高い信認を得ていると述べた。ただし、金融政策のスタンスに関する理事会の見解は、すべて条件付きであるため、新しい情報が利用可能となった際には、政策スタンスの変更も可能であると付け加えた。

最後に、財政政策当局との協調に関して、ユーロ圏では、欧州連合条約に従って、金融政策と財政・構造政策はそれぞれの主要目標に基づいて実施されるため、明示的かつ裁量的な協調の必要はないと主張した。その一方で、財政当局をはじめとする関係組織とは、政策に関する定期的な意見交換を実施していることを強調した。また、この点に関連して、財政・構造問題といった国家レベルの情報がすべて利用可能となる点で、理事会の組織構造が意見交換に貢献していると述べた。

ロ．イエレン報告

イエレンは、連邦公開市場委員会（FOMC）の最近の経験を踏まえながら、金融政策委員会の透明性と継続性について論じた。

まず、金融政策委員会の透明性について、連邦公開市場委員会が過去10年間行った多くの取組みを振り返り、最近では、将来の政策に関するフォワード・ルッキングな表現を声明に加えたことや議事要旨の公表を早期化したことを紹介した。そのうえで、こうした透明性の向上にはコストとベネフィットが存在し、連邦公開市場委員会で十分に認識・議論されてきたと述べた。具体的には、議事要旨の公表早期化のコストとして、金融市場参加者の誤解によって混乱を招く可能性や、憶測をおそれるあまり委員会での議論が不活発になる可能性などを挙げたほか、そのベネフィットとして、時宜を得た政策対応の根拠に関する微妙な説明が提供できることや、金融市場参加者の期待が政策目標に沿って形成されるようになることなどを強調した。また、議事要旨から委員の意見の相違が明らかになることで、委員会の合意形成の妨げになる可能性については、連邦公開市場委員会内部での合意形成への協力的な雰囲気足を踏まえて、楽観的な見方を示した。さらに、透明性に関連する論点として、物価安定目標の数値化についても言及し、長期的な物価安定目標を数値化することは、インフレ期待の安定化に寄与し、金融政策が負の実質ショックに対応するための柔軟性を高めるとの私見を示した。

次に、金融政策委員会の継続性については、同一委員の見解の変化や委員の交代によって継続性が確保されないとの理論的可能性を取り上げ、インフレ目標の水準に関しては実務的に問題ないと主張した。すなわち、同一委員の見解の変化については、自らが10年前に連邦公開市場委員会で推奨した2%というインフレの長期目標が、その根拠となる経済要因は変化したものの現在でも適当と考えていることを

例にとり、実際には、経済要因による委員の見解の変化は小さいとの考えを示した。さらに、連邦公開市場委員会内でインフレ目標値に対する見解の相違が小さいことを踏まえると、委員の交代に伴う見解の変化も小さいこと、これに連邦公開市場委員会内部の合意形成への協力的な雰囲気をも考慮すると、金融政策委員会のインフレ目標の水準に関する継続性は確保されると述べた。最後に、連邦準備制度の理事としてのグリーンSPAN議長の任期が終わりに近づいていることに触れ、新しい議長に交代する過程において、連邦公開市場委員会の議長以外の委員やスタッフの広い経験が委員会の継続性を確保するのに役立つと主張した。

八．白川報告

白川は、まず、日本銀行が2001年3月19日以降採用している量的緩和政策について触れ、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和政策を続けるという政策は、期待インフレ率ではなく、インフレ率の実現値に将来の金融政策を連動させる点において、諸外国にも例をみないものであると説明した。この特異な政策が採用された背景には、ゼロ金利制約下においても何とか有効な政策を遂行しようという日本銀行の決意があり、このコミットメントによって、テイラー・ルールに従った政策運営が示唆するよりも長期間にわたってゼロ金利環境が維持されとの期待を醸成し、中・長期金利の低下をもたらす「時間軸効果」がもたらされたと主張した。

続けて、インセンティブ問題に関連して、以下の個人的見解を述べた。第1に、金融政策が民間の期待に働きかけるうえでコミットメントは有効な手段であるとしたうえで、信認の得られないコミットメントは動学的不整合性を招くおそれがあるため、その有効性を過度に強調することに対する懸念を述べた。第2に、現在の金融政策委員会の委員が将来の委員の意思決定を拘束できるのかという論点を取り上げ、新しい委員がコミットメントを遵守することのベネフィットと破棄することにより信認を傷つけてしまうことのコストを慎重に見極めることによって、金融政策委員会の継続性が達成できる可能性を論じた。第3に、金融政策委員会の議事要旨による情報発信について、委員会内部の多様な意見の存在を伝える利点と、委員会の中心的意見が隠れてしまうリスクがあることに触れ、わが国のケースがそうであるように非伝統的な金融政策のオプションが議論される場合は、政策に対する多様な意見が生じるのは当然のことであり、金融政策委員会での議論の内容を忠実に公表することと、金融政策に対する委員会としての首尾一貫した見解を伝えることのバランスをとることが重要であると指摘した。

最後に、金融政策を運営するうえでの制度設計の重要性を強調しながら、適切な制度設計のあり方は中央銀行を取り巻く経済的・社会的・法的環境によって変わらうため、唯一の正解は存在しないと述べた。また、日本経済が直面しているさまざまな問題に照らし合わせて、日本銀行は最善と考えるコミットメントを行っており、新しい政策委員もこうしたコミットメントを支持していると述べた。

(3) 指定討論者報告

イ・マッカラム報告

指定討論者のマッカラムは、まず、シルに対し、欧州中央銀行が財政政策において果たすべき役割についてコメントした。具体的には、欧州中央銀行が各国財政当局と明示的な政策協調を行っていないことを中央銀行の独立性の観点から評価したうえで、ユーロ圏では国債の発行金利が各国で同一となっているため、財政当局への市場規律が働きにくくなっており、欧州中央銀行が何らかの対応をとってはどうかと提案した。

次に、イエレンに対しては、連邦公開市場委員会が金融政策の透明性向上の一環として2003年8月にポリシー・ステートメントにフォワード・ルッキングな表現を用い始めたことについて、その内容は短期金利水準を一定期間維持することを表明しているにすぎず、政策決定の前提となる政策ルールを明示していないと批判した。こうしたことから、2003年8月のフォワード・ルッキングな表現の追加は、透明性向上よりも、むしろ市場期待の操作が主眼となっているのではないかと指摘した。

最後に、白川に対しては、日本銀行のコミットメントは消費者物価指数で測った将来のインフレ率の動向に基づくもので、連邦公開市場委員会のコミットメントよりも政策ルールの要件を満たしていると評価した。そのうえで、日本銀行が当座預金残高目標の下限割れを容認する政策決定を（5月20日に）したことと言及し、今回の決定は日本銀行が性急に量的緩和政策を終了させようとしているシグナルと市場が捉え、市場の期待に悪影響を与えた可能性があるとした。

ロ・オブストフェルド報告

オブストフェルドは、各パネリストの見解に対して、以下のようにコメントした。まず、中央銀行のインセンティブ問題としては、以下の2点が重要であると述べた。第1は、中央銀行の政治的な普及活動や国民に対する教育であり、ブンデスバンクは、長期にわたって物価安定の重要性を国民に説いてきた。この成功により、国内外におけるブンデスバンクの立場は、極めて強力なものになったといえるとした。第2は、市場との対話であり、市場の脅威は、中央銀行人事に関する政府の決定事項等に対して、市場が拒否権を発動することを通じ、政治家を規律づける重要な要素となりうるとし、中央銀行は、市場との対話を深めることを通じて、市場との関係を強固なものにしておくことが有効であると述べた。

次に、中央銀行とその他の政策当局との関係性について、金融政策と財政政策との相互関係を取り上げ、以下のように述べた。すなわち、不換紙幣を発行している今日の中央銀行にとって、最大の資産は中央銀行に対する国民の信認であるため、中央銀行が物価安定に強くコミットすることは極めて重要である。しかし、中央銀行の独立性が保証されていても、財政政策と金融政策は極めて密接な関係にあり、名目政府債務の存在が、例えば物価水準の財政理論が想定する経路を通して物価に影響を及ぼす場合もある。そこで、中央銀行の独立性を強化することを目的として、

すべての政府債務を物価インデックス化することは検討に値すると主張した。

さらに、この点に関連して、ゼロ金利政策を継続している現在の日本銀行は、政府が抱える膨大な債務の存在によって、政治的に複雑な立場におかれていると指摘した。そのうえで、日本銀行は、物価安定について数値的な定義を明示することによって、中央銀行のアカウンタビリティと信認を強化することが可能であると、インフレ目標値の上限として、マイルドなインフレ率、例えば1.5%程度が現状では許容範囲であるとの明示的なステートメントを発することを提唱した。また、この方法は、早期の引締め政策への転換が起こる可能性を排除し、市場の期待を誘導するうえで極めて有効であると説明した。

(4) パネリストからのリジョインダー

シルは、中期的な物価安定の数値化の利点として、インフレ期待に錨（anchor）を与える、政策決定を規律づけるといった点を挙げ、マッカラムとオブストフェルドのコメントに同意した。財政・金融政策当局間の協調に関して、シルは、欧州全体では「国家」や「政府」が存在しないことが欧州中央銀行の金融政策運営上の立場を複雑にしているという事実⁹に注意を促した。また、欧州における国債の利子率に関するマッカラムの議論に対して、シルは欧州中央銀行の公開市場操作における担保受入れの仕組みについて説明した。すなわち、リスク・プレミアムが小さい国債は高い価格で受け入れるというように、欧州中央銀行による政府債券の担保受入れは市場価格に基づいて行われていると述べた。このように欧州中央銀行は市場を信頼しており、市場の役割を取って代わることを望んでいないと強調した。

マッカラムのコメントに対してイエレンは、一般に金融政策のコミットメントは無条件であるべきではないという点で同意した。例えば、最近の2004年6月30日の連邦公開市場委員会後に発表されたステートメントにおけるフォワード・ルッキングな表現は、「現在の緩和的な政策は、おそらく慎重なペースで解除していくことができる。ただし、委員会は物価安定を維持するという義務を果たすため、必要に応じて経済見通しの変化に対応する」といったように、条件付表現（conditional language）を特別に含むものであったことを強調した。そのうえでイエレンは、マッカラムが指摘した、連邦準備制度が初めてフォワード・ルッキングな表現を導入した2003年8月当時の状況を振り返り、連邦公開市場委員会にとって2003年8月12日のステートメントは、連邦準備制度の政策のありうべき経路に関する当時の金融市場の誤解に起因するとみられる、長期金利の過剰反応への不可避的な対応であったとの見解を示した⁹。さらにイエレンは、当時の連邦準備制度の緩和的な政策は、「修

⁹ 2003年8月12日に連邦公開市場委員会が公表したステートメントには、「連邦公開市場委員会は緩和的（accommodative）な政策を相当な期間にわたって続けることができると考えている」という、フォワード・ルッキングな表現が含まれていた。

正版」テイラー・ルールに従ったシステマティックな政策対応であったとの解釈を示した。実際、インフレ率が相当低い水準にまで下がった際の最適な政策反応は、通常のテイラー・ルールに従った場合よりも長期間にわたって相当低い水準の金利を継続する非線形ルールに従うことであると示唆するいくつかの研究が存在すると述べた。そのうえで、8月のステートメントは連邦準備制度がこのような行動をとること、つまり、あえて通常よりも緩和的に行動することを意図している点を捉えたものであると付け加えた。

最近の日本銀行の金融政策をめぐる議論に関して白川は、2005年5月20日の金融政策決定会合で議決された、日本銀行当座預金残高が30～35兆円程度の目標額から一時的に下回ることを認める決定について詳細に説明した。すなわち白川は、日本の金融システムが安定性を回復するとともに、金融機関の流動性需要は目にみえて弱まっていると述べた。こうした背景を踏まえて、白川は、一定水準の残高目標を維持しつつ市場を正常に機能させるためには、微妙なバランスが必要となっていて、と主張した。こうした観点から、最近の政策決定は公開市場操作にながしかの柔軟性を取り入れることによって、正しいバランスをとることを意図したものであると述べた。さらに白川は、今回の修正が日本の金融政策の重要な変更を示すシグナルではないと断ったうえで、日本銀行は消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、現行の量的緩和の枠組みを継続することにコミットしていることを強調した。物価安定の数値化に関して白川は、連邦準備制度の2名の著名な高官が近年の米国の金融政策について異なる解釈を行っていることを引用し、1人は、連邦準備制度が暗黙のインフレーション・ターゲティングを実践していると発言し、もう1人は、連邦準備制度はインフレーション・ターゲティングについて、その言葉のもついかなる意味でも実践していないと発言したことを紹介した。そして、インフレーション・ターゲティングを採用するということの正確な意味が必ずしも明らかでなく、その厳密な定義について統一見解は存在しないようにみえると述べた。例として、欧州中央銀行はインフレーション・ターゲティングを採用していないとの公式見解にもかかわらず、しばしばインフレーション・ターゲティングを採用した中央銀行に分類される事実を挙げた。さらに白川は、ゼロ金利政策によって特徴づけられる現在の日本において、単にインフレ目標値を公表することが透明性の向上につながるかどうか疑問であると述べた。そのうえで白川は、現在は長期的なインフレ目標値よりもむしろ短期金利の経路のほうが、金融市場参加者が期待を形成するうえで重要であると強調した。

（５）全体討論

イ．透明性向上の手段としてのインフレ目標

ゼッテルマイヤーは、3大中央銀行（日本銀行、連邦準備制度、欧州中央銀行）が他のより小さな経済の先進国中央銀行よりも、明示的なインフレーション・ターゲティング採用に消極的にみえるのはなぜかと質問した。これに対し、

グッドフレンドは、欧州中央銀行は、明示的かつマーストリヒト条約と立法上整合的な物価安定目標を有しており、事実上、インフレーション・ターゲティングを採用していると主張した。加えて、連邦準備制度も、過去10年間にわたる実際の政策行動にかんがみれば、暗黙的にはインフレーション・ターゲティングを採用しているとの解釈を示した。**ピッカリング**はグッドフレンドに同意しつつ、連邦準備制度や欧州中央銀行と他の中央銀行との間に大きな相違はないと述べた。また**ピッカリング**は、特定の数値目標を公表することは確かに有益だが、2つの中央銀行は既に物価安定を達成しているので、数値目標の価値は限定的にみえると論じた。

マッカラムは、ゼッテルマイヤーの質問に対し、歴史的観点からの回答を試みた。すなわち、欧州中央銀行は、インフレーション・ターゲティングではなくマネーサプライ・ターゲティングを政策枠組みとして採用してきたブンデスバンクの伝統を受け継いでいる。連邦準備制度については、インフレーション・ターゲティングを立法化するための議論が米国議会で行われるようになると、連邦準備法が現行よりも望ましくない方向へ変更される政治的な危険性が存在するようにみえる。日本銀行がインフレーション・ターゲティングを導入しなかった理由としてマッカラムは、第1に、インフレーション・ターゲティングが各国で広まった頃には、既に日本銀行は何年にもわたってインフレを回避してきたという顕著な実績を有していたこと、第2に、ゼロ金利制約の状況がインフレーション・ターゲティングに関する議論を著しく混乱させたことを挙げた。マッカラムは、以上の3大中央銀行すべてのケースについて、現在あるいは過去における成功が、他の国と比べてやや変則的な状況につながったと結論づけた。

イエレンは、連邦準備制度が既に暗黙的にインフレーション・ターゲティングを採用しているとのグッドフレンドの見解に同意した。加えて、政治的な理由により、米国には明示的なインフレーション・ターゲティングへの移行に対し抵抗があるとのマッカラムの見解に賛意を示した。**イエレン**は政治的なリスクの例として、連邦準備法において物価安定を明示的に定義しようとすると、最大雇用水準の定義をめぐって複雑な議論も生じる可能性があることを挙げた。にもかかわらず**イエレン**は、明示的なインフレーション・ターゲティングに移行することの利点は存在すると述べた。そのうえで、その利点を生かすには、物価安定と最大雇用という連邦準備法の2つの任務を達成するために連邦公開市場委員会が最適と考える長期的なインフレ目標を数値化するだけでよいと提案し、これは、議会における連邦準備法の変更を経ずともインフレ目標に移行できる方法であるとした。

シルは、金融政策の枠組みとしてインフレーション・ターゲティングを採用していないとする欧州中央銀行の公式見解が成立した歴史的背景について説明した。すなわち、欧州中央銀行の金融政策の包括的枠組みは、将来のある時点で機械的に数値目標を達成することを要求する「旧式の (old-fashioned)」インフレーション・ターゲティングと大きく異なると述べ、欧州中央銀行のスタッフは、域内の金融政策の波及メカニズムについては詳細な知識を有していないため、そうした旧式のインフレーション・ターゲティングがユーロエリアにおいて機能するとは考え

なかったことを説明した。しかしながら一方で、**シル**は、「インフレーション・ターゲティング」の定義が時間を通じて変化しているとの印象を示した。すなわち、旧式の見方とは異なり、現在のインフレーション・ターゲティングの定義は、物価の安定と呼ばれるものを目指すすべての中央銀行の政策を事実上包含しているようにみえると述べた。また、そうした定義の変化がインフレーション・ターゲティングの議論を混乱させ複雑なものにしているとの見解を披露した。

ロ・望ましい目標インフレ率

白塚は、物価指数の上方バイアスが時間を通じて変化することが数値的な物価目標に与える含意について質した。とりわけ、米国では1996年にボスキン報告が公表されて以来、消費者物価指数の上方バイアスが縮小している事実を指摘した。そのうえで**白塚**は、消費者物価指数の上方バイアスの可変性を所与とすると、中央銀行が単に数値的な物価目標を公表することに利点があるかどうか疑問があると述べた。**白川**は**白塚**に同意し、バイアスは時間の経過と共に変化するものであり、観察されるインフレ率から安易に一定の上方バイアスを除去するといったことは容易にできないかもしれないと述べた。**白川**は、また、ITバブルの崩壊後の景気後退の深刻さと持続性という両方の点で日本と他の先進工業国の間には明確に認識できる違いはないこと、消費者物価指数のデフレーションは加速しなかったという点を指摘した。**白川**は、日本の経験はインフレ率の糊しろに関する一般的な議論を再検討する必要性を示すものとした。

平野は、欧州中央銀行が物価の安定を、例えば「2%プラス・マイナス1%」の物価上昇率とせず、「2%に近いが、それを下回る」物価上昇率と定義している理由を質した。また**平野**は、近年の国内価格が、産出量ギャップや投入価格といった変数に感応しなくなっているようにみえることの政策含意を考察する必要性を指摘した。これに対し**フリッシュ**は、以下のように返答した。すなわちブンデスバンクには、1～1.5%の範囲内の物価上昇率を物価安定の定義としてきた長い伝統がある。これは、1～1.5%の範囲内の物価上昇率は、財の長期的な品質改善を反映したものであり、インフレと考えるべきではないとの考えに基づいている。欧州中央銀行理事会も、欧州中央銀行発足当初は、このブンデスバンクの定義を受け入れていた。しかしながら、数年前に欧州中央銀行がデフレのリスクを考慮した際に、ゼロ金利制約を回避するためのセーフティー・マージンが付け加えられ、結果として現在の物価安定の定義が確立したと述べた。**シル**は**フリッシュ**に同意しつつ、欧州中央銀行がプラス・マイナスの範囲を物価安定の定義として採用しなかった理由を付け加えた。すなわちそのような範囲の許容が不確実性を増大させ、中長期的なインフレ期待の錨としての物価安定の定義の役割が弱まる可能性を指摘した。

バッシは、欧州のエマージング市場諸国におけるインフレーション・ターゲティングについて、開放度の高いこれらの国において、妥当な物価安定の定義を考える際には、バラッサ＝サミュエルソン効果と、ドル化に伴う為替レート変動の国内物価への波及度合いの高さが考慮に入れられるべきであるとした。

八．日本の金融政策の現況

マッカラムのコメントに対して、**福井**は、日本銀行は消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、現在の金融緩和政策を続けると述べた。また、最近の短期金融市場における金利機能の復活や自律的な銀行間取引の復活の芽を摘まないよう、十分注意深く緩和政策を継続する必要があると付言した。**貝塚**（中央大学）は、最近の日本銀行のポリシー・ステートメントの変更は単に技術的な点にすぎず、あまり強調されるべきではないとの見解を披露した。

岩田（日本銀行）は、たとえ短期金利がゼロであったとしても、マネタリーベースと完全代替的でない資産を公開市場操作で買い入れることによって、金融政策は経済を刺激しうるとのマッカラムの主張にコメントし、実際に日本銀行が当座預金残高目標を引き上げるにつれて、公開市場操作で買い入れた資産の満期が相当長期化してきていることを説明した。**岩田**はまた、数値的なインフレ目標を明確化することの重要性についてオブストフェルドに同意した。**岩田**は、インフレ目標の数値化は、とりわけゼロ金利下の日本経済において、物価水準に錨を与えることに寄与するだろうとの自身の見解を披露した。

インフレーション・ターゲティングに関する白川の議論に対し、**ピッカリング**は、日本銀行が数値的なインフレ目標を公表した場合、人々が日本銀行に対し常に目標を達成していることを望むようになるリスクは存在しないと主張した。カナダ銀行の経験を踏まえ、**ピッカリング**は、インフレーション・ターゲティングを採用した場合でも、実際にはインフレ率がさまざまな供給ショックに対応して中期的な目標値の周りで変動することは許容されると論じた。**オブストフェルド**は、物価の安定を数値的に明確化することと、将来の短期金利に関する市場の期待を誘導することの間に相克は存在しないと述べ、コミュニケーション改善の手段として物価安定の定義をより明示的に公表することを日本銀行に対し推奨した。これらの議論に対するリジョインダーとして、**白川**はまず、日本銀行法は日本銀行の金融政策運営における主たる目標が物価の安定であると明確に述べているとし、そのうえで、もしインフレーション・ターゲティングの最重要部分が物価の安定を金融政策の目標として認めることだとするならば、日本銀行はすでにインフレーション・ターゲティングを採用していると述べた。しかし、**白川**は、中央銀行が明示的なインフレーション・ターゲティングを採用するための1つの重要な条件は、イエレンがパネル・スピーチで強調したように、インフレ目標値は長期的な目標としてのみ機能するということ、人々が正しく理解すること、また、中央銀行がインフレーション・ターゲティングをそのように運営することを人々が受け入れることであると述べた。それに加えて、**白川**は、現段階でのインフレ目標の採用は、ゼロ金利下において目標を達成するための信頼に足る手段を欠いていることから、適切とは思われないと述べた。

二．期待の管理と透明性の限界

シンは、金融政策をより効果的にする手段として、中央銀行が透明性を利用する

ことに對し警告を發した。すなわち、シン自身がセッション3の報告論文で明らかにしたように、市場価格には、ファンダメンタルズを反映するシグナルとしての機能と、状態間および時点間の取引条件としての機能という2つの役割がある。中央銀行は取引条件に影響を与えるため、しばしば将来の政策意図を透明にしようと努める。しかしながら、そうした政策介入は、中央銀行自身がファンダメンタルズの情報を得るために必要としている、価格のシグナルとしての機能を阻害してしまう可能性がある。シンは、このように一方で価格に影響を与えることと、他方で価格から情報を得ることの間には、緊張関係が存在すると論じた。シルは、シンが指摘した問題を、中央銀行のステートメントやコミットメントが長期金利に強い影響を与えることによって、債券市場の価格形成を歪める可能性の問題と要約した。しかしながら、シルは欧州中央銀行による物価安定の定義の明確化は、インフレの不確実性から生じるリスク・プレミアムを縮小させることによって、むしろ市場の正しい価格づけの一助になってきたと論じた。その意味で、欧州中央銀行の物価安定の定義は、長期金利の短期的な変動に影響を与えることを意図したものではなく、むしろ期待インフレ率の過度な変動を抑える構造的要因として捉えられるべきものであると強調した。加えてシルは、実際にユーロエリアにおいて、期待インフレ率が2%近辺で安定していることを示すサーベイ調査結果が存在することを説明した。一方、白川は、透明性そのものは重要であるが、中央銀行が透明性を向上させて市場価格に直接影響を与えるようなことまですると、市場価格のシグナル機能を抑圧するリスクがあるとして、シンの主張に同意した。

ピッカリングは、原則としては、中央銀行は戦略と目的について可能な限り透明であるべきと述べる一方で、政策金利の予測に関する透明性の限界にも注意を促した。すなわち、金融市場や報道機関はしばしば中央銀行から発せられるメッセージを過度に詳細に分析する傾向があるため、中央銀行が多くの情報を提供することに伴う問題も少なからず存在すると述べた。

エバンスは、中央銀行のコミュニケーション手段には、互いに排他的でない形式が少なくとも3つ存在するとし、インフレ目標値の公表、政策ルール of 公表、将来にわたる政策手段の条件付き期待経路の公表を挙げた。そのうえでエバンスは、実際の中央銀行がなぜ第3の形式を採用しないのか質した。白川は、政策委員の各メンバーが予想するさまざまな短期金利の経路が多様であることを所与とすると、1つの金利経路に集約することは簡単ではないと応答した。シルは、中央銀行の職員は正確な金利の経路を公表できるほど、金融政策の波及メカニズムについて十分な知識を持ち合わせていないと付け加えた。

グッドフレンドは、アドホックなアナウンスメント 例えば、さらなるインフレの上昇あるいは低下は好ましくないと中央銀行が発表すること は、中央銀行のコミュニケーションの手段として明示的なインフレ目標のレンジの代わりとはなりえないことを指摘した。すなわち、合理的期待理論によれば、そのような裁量的なアナウンスメントは、体系的でないランダムな政策と本質的に変わりはないとの解釈を提示した。

ホ．欧州中央銀行の金融政策と為替レート政策

フリッシュは、ユーロエリアにおける金融政策と為替政策の関係について論じた。すなわち、**フリッシュ**は、一般論として、両政策は1つの独立した中央銀行のもとで遂行されるのが望ましいと主張した。もっとも、マーストリヒト条約のもとでは、欧州が世界的な固定為替相場制度に復帰する可能性が残されている。この可能性は、**オブストフェルド**がコメントで指摘したように、潜在的には欧州中央銀行の独立性を阻害するようにみえる。しかしながら、**フリッシュ**は、欧州中央銀行の同意を得なければ欧州諸国の政府はそのような制度への参加を決定できないと強調した。さらに、現在の変動為替相場制度のもとでは、欧州中央銀行のみが為替政策の責任を担っており、そうした点で欧州中央銀行の独立性は問題となっていないとも強調した。これに対し**オブストフェルド**は、**フリッシュ**が言及した欧州中央銀行の独立性に関する保護規定はマーストリヒト条約に明記されているものではなく、この潜在的な問題はマーストリヒト条約以外の別の枠組みにおいて処理されてきたと応じた。

(参考1：ラウンドテーブル参加者一覧 アルファベット順)

Naohiko Baba

Bank of Japan

James Harrigan

Federal Reserve Bank of New York

Erdem Başçı

Central Bank of the Republic of Turkey

Hideo Hayakawa

Bank of Japan

Alex Bowen

Bank of England

Eiji Hirano

Bank of Japan

David H. Bowman

Board of Governors of the Federal Reserve System

Nobuo Inaba

Bank of Japan

Jean-Philippe Cotis

Organisation for Economic Co-operation and Development

Kazumasa Iwata

Bank of Japan

Charles L. Evans

Federal Reserve Bank of Chicago

Keimei Kaizuka

Chuo University

Wolfgang W. Fritsch

Deutsche Bundesbank

Jonathan Kearns

Reserve Bank of Australia

Hiroshi Fujiki

Bank of Japan

Myung Kee Kim

The Bank of Korea

Toshihiko Fukui

Bank of Japan

Kenneth Kletzer

University of California at Santa Cruz

Francesco Giavazzi

Università Bocconi

Ulrich Kohli

Swiss National Bank

Reuven Glick

Federal Reserve Bank of San Francisco

Yasuhiro Maehara

Hitotsubashi University

Christopher B. Gomez

Bangko Sentral ng Pilipinas

José Luis Malo de Molina

Banco de España

Marvin Goodfriend

Federal Reserve Bank of Richmond

Bennett T. McCallum

Carnegie Mellon University

Atsushi Mizuno

Bank of Japan

Toshiro Muto

Bank of Japan

Hiroshi Nakaso

Bank of Japan

Kiyohiko G. Nishimura

Bank of Japan

Maurice Obstfeld

University of California at Berkeley

Kunio Okina

Bank of Japan

Wensheng Peng

Hong Kong Monetary Authority

George Pickering

Bank of Canada

Robert H. Rasche

Federal Reserve Bank of St. Louis

Eli M. Remolona

Bank for International Settlements

John C. Robertson

Federal Reserve Bank of Atlanta

Jean-Charles Rochet

University of Toulouse

Hartadi A. Sarwono

Bank Indonesia

Wolfgang Schill

European Central Bank

Hyun Song Shin

London School of Economics

Masaaki Shirakawa

Bank of Japan

Shigenori Shiratsuka

Bank of Japan

Miyako Suda

Bank of Japan

Kenichiro Watanabe

Bank of Japan

Hirohide Yamaguchi

Bank of Japan

Janet L. Yellen

Federal Reserve Bank of San Francisco

Jeromin Zettelmeyer

International Monetary Fund

(参考2：プログラム)

日 時	セッション		議 長	報告者およびパネリスト	指定討論者
5/30 (月)	午前 9:00- 12:10	オープニング 総裁スピーチ 海外顧問キーノート・スピーチ	岩田一政 (日本銀行)	福井俊彦 (日本銀行) Bennett T. McCallum (カーネギー・メロン大学) Maurice Obstfeld (カリフォルニア大学バークレイ校)	
		1 The Monetary Policy Committee and the Incentive Problem: A Selective Survey	Charles L. Evans (シカゴ連邦準備銀行)	Hiroshi Fujiki (日本銀行)	Marvin Goodfriend (リッチモンド連邦準備銀行) Ulrich Kohli (スイス国立銀行)
	午後 13:30- 15:10	2 Prudential Policy	稲葉延雄 (日本銀行)	Jean-Charles Rochet (トゥールーズ大学)	Alex Bowen (イングランド銀行) Wensheng Peng (香港金融庁)
		3 Marking to Market, Liquidity, and Financial Stability	水野温氏 (日本銀行)	Hyun Song Shin (ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス)	Eli M. Remolona (国際決済銀行) George Pickering (カナダ銀行)
5/31 (火)	午前 9:00- 12:35	4 International Financial Integration, Sovereignty, and Constraints on Macroeconomic Policies	平野英治 (日本銀行)	Kenneth Kletzer (カリフォルニア大学サンタクルーズ校)	Jeromin Zettelmeyer (国際通貨基金) Jonathan Kearns (オーストラリア準備銀行)
		5 Searching for Non-Monotonic Effects of Fiscal Policy: New Evidence	Jean-Philippe Cotis (経済開発協力機構)	Francesco Giavazzi (ボッコーニ大学)	Reuven Glick (サンフランシスコ連邦準備銀行) Robert H. Rasche (セントルイス連邦準備銀行)
	午後 14:00- 17:00	総括パネル・ディスカッション	前原康宏 (一橋大学)	Wolfgang Schill (欧州中央銀行) Janet L. Yellen (サンフランシスコ連邦準備銀行) 白川方明 (日本銀行)	Bennett T. McCallum (カーネギー・メロン大学) Maurice Obstfeld (カリフォルニア大学バークレイ校)

