

ワークショップ「金融政策目標と中央銀行」

I. 会議の概要

1. はじめに
2. 導入報告要旨
3. コメントおよびリジョインダー
4. 自由討議
5. 総括コメント

1. はじめに

日本銀行金融研究所では、1995年6月1日、「金融政策目標と中央銀行」をテーマにワークショップ（ラウンド・テーブル方式の討議）を開催した。

近年、欧米先進国では70年代に有力であったマネーサプライ・ターゲッティングが後退する中で、一部の国でインフレーション・ターゲッティング導入の動きがみられている。また、欧州通貨統合との関係で、物価安定を確保するための中央銀行制度を巡る議論が盛んに繰り広げられている。一方、わが国では、80年代後半以降、物価安定は概ね維持されてきたものの、いわゆる「バブル」の発生と崩壊によって景気変動が増幅されるとともに、金融システムにも負荷がかかっている。この間、マネーサプライが大きく変動していることもあって、金融政策運営のあり方について批判の声も聞かれている。

今回のワークショップの目的は、こうした主要先進国における金融政策運営の枠組みを

巡る動きを踏まえて、金融政策の運営に当たって、中央銀行は何を目標として行動すべきか、また、そうした目標の効率的達成のためにはどのような枠組みが必要かといった点について論点整理を行うことにあった。

ワークショップでは、まず、「金融政策目標と中央銀行」と題する導入報告によって、金融政策運営の枠組みを巡る論点が整理された。続いて、指定討論者からのコメントと導入報告者のリジョインダーが行われた。さらに、以上の議論を踏まえて自由討議が行われ、最後に議長による総括コメントで締めくくられた。

当日の議論の参加者は次のとおりである。

<導入報告者>

翁 邦雄（日本銀行金融研究所研究第1課長）

<指定討論者>

貝塚啓明（中央大学教授〈日本銀行金融研究所特別顧問〉）

岩田一政（東京大学教授）

植田和男（東京大学教授）

吉川 洋 (東京大学教授〈日本銀行金融研究所客員研究員〉)

〈一般討論者〉

稲葉延雄 (日本銀行企画局企画課長)

山口広秀 (日本銀行営業局金融課長)

吉国真一 (日本銀行国際局国際金融課長)

堀井昭成 (日本銀行調査統計局経済調査課長)

深尾光洋 (日本銀行調査統計局企画調査課長)

〈議長、総括コメント〉

黒田 巖 (日本銀行金融研究所長)

2. 導入報告要旨

導入報告¹⁾では、金融政策運営に当たって、中央銀行は何を目標として行動すべきか、また、そうした目標の効率的達成のためにはどのような枠組みが必要かといった点について以下のような論点整理を行った。

- 1) 金融政策の究極的目標は国民の経済厚生向上であり、そのためには、物価安定とともに持続的成長が達成される必要がある。物価安定は持続的成長のための重要な前提条件としても位置付けられるが、それだけでは十分条件でない。
- 2) このように考えると、大枠として物価安定を維持するだけでなく、物価安定の「中身」を吟味することが必要になる。例えば、表面上物価が安定していても、その背後で、大きなコスト低下と利潤増大(マークアップ率の上昇)が起き、行き過ぎたブームや資産価格

上昇が起きるといったことは避ける必要があり、仮にこうした事態が想定される場合には、物価低下を招いても金融引締めが発動される必要もある。また、これと逆の状況では、物価が安定していても、金融緩和が必要となる。

他方、震災などにより供給能力が低下し、価格上昇と産出量の減少が同時に発生する場合には、ある程度価格上昇を容認する必要がある。

- 3) 上記の考え方をより一般的にいうとすれば、物価安定の大枠の下で、経済に加わる需要ショックによる価格変化は相殺し、供給ショックによる価格変化はある程度容認するというものである。また、その判別がつきにくいときは、価格変動をもたらしているコスト動向を検討したり、マネーサプライなどの情報変数動向をチェックすることによって分析を補完する必要があることになる。
- 4) こうした考え方をもとに政策運営を行った場合の1つの問題は、供給ショックのもたらす価格上昇をある程度容認することにより、インフレーション・ファイターとしての中央銀行の信認が失われ、経済がインフレーション・バイアスを抱えるおそれがあるということである。
- 5) こうした問題を避けるためには、
①インフレーション・ターゲッティングないしマネーサプライ・ターゲッティングの採用、②免責条項付ルール

1) 導入報告の詳細については、Ⅱ. 導入報告論文「金融政策目標と中央銀行」を参照。

I. 会議の概要

の採用、③独立制を付与された保守的中央銀行への金融政策の委任、④議会ないし政府の指揮によるルールからの逸脱、などのアプローチがある。これらの4つのアプローチは必ずしも相互に矛盾するものではないため、これらの混合形態もありえよう。これらのうちインフレーション・ターゲティングと中央銀行の独立性はこのところ欧州等で着々と強化されており、また一部の国では、これに免責条項が組み合わされている。これらの方策の有効性は注目に値しよう。

- 6) いずれのアプローチをとるにせよ、中央銀行が無謬の存在でない以上、無条件の信認が国民から与えられることはありえない。したがって、中央銀行はその行動基準を何らかの方法で公開していく努力が不可欠である。中央銀行の行動の背後に確固とした思想と分析的裏付けがあるならば、その情報公開は、あたかも資本市場で適切なディスクロージャーを行った優良企業に資本コストの低下などの利益が与えられるように、中央銀行に利益をもたらすものと考えるべきであろう。

また、本報告で十分検討されていない問題として、次のような点を挙げた。

- 1) 本報告は中央銀行の独立性の問題を、外生的ショックの影響緩和とインフレ・バイアス解消のトレード・オフの観点のみから考える現代経済学的アプローチに絞って論じているが、こうした問題の捉え方はいかにも狭いように思われる。中央銀行の独立性は欧州で

もはるかに幅広い文脈で論じられている。

- 2) マネーサプライ・ターゲティングにはインフレーション・ターゲティングなどが持ち合わせていない利点がある。それは、マネーサプライが多くの人々の利害に直結しないターゲットたりえるため、政治からの圧力を和らげる防波堤の役割を果たしうるという点である。
- 3) インフレーションの弊害の一つとして、経済主体の投機性の助長という側面があるはずである。例えば、土地のような生産要素が投機的値上がり期待のみで買い占められ、その後、価格下落により不稼働化するといった現象は、資源配分の誤りを引き起こし、持続的成長の基盤を損なう。だからこそ、中央銀行はこういった投機性の高まりを警戒し、期待の安定化に心を砕くのではないか。

最後に、金融政策の効率的運営のため、ここで指摘した様々な点について、現実的な問題意識と理論的分析の距離をさらに縮めることを心掛け、より現実的な議論を構築していくことが今後の課題であろうとして導入報告を締めくくった。

3. コメントおよびリジョインダー

(1) コメント

イ. 貝塚中央大学教授コメント

最初に、貝塚（以下敬称略）は、導入報告の問題意識に賛意を示したうえで、以下のようコメントした。

まず、金融政策の透明性を確保するために

は、有効な中間目標の設定が重要であることを指摘し、したがって導入報告では、マネーサプライ・ターゲティングに代わるものとして、名目 GDP ターゲティングを支持する議論がなされるべきであったと述べた。第2に、導入報告が、現状では有効な中間目標は見当たらないことを根拠に、免責条項付きルールや保守的中央銀行案を政策運営のあり方として紹介している点について、ルールと裁量という枠組みの中で政策運営手法を議論するだけでは不十分であると批判し、やはり、中間目標を設定したうえでショック時の対応をどの程度ルール化するかが政策運営の本質であるとの見方を示した。また、現状日本では、日本銀行と大蔵省の分担でうまく金融政策が遂行されていると思われるので、細かいルールをわざわざ作る必要があるのかとの疑問を呈した。最後に、代替的な政策運営手法のうちどれがわが国にふさわしいかを検討するに当たっては、歴史・現状分析が欠かせないとの見解を披瀝した。

ロ. 岩田東京大学教授コメント

次に、岩田は、導入報告の内容については共感するところが多いが、以下の論点についてより詳細な検討が必要であろうとコメントした。

まず、長期的目標である物価安定と、短期的な為替レート、金利の平準化という目標が対立する場合、どのような政策運営が可能かとの問題を提起した。またこれに関連して、80年代後半における資産価格上昇に対し、金利政策の割り当てが本当に可能であったのかとの疑問を表明した。第2に、金融政策の追加的な判断指標として、翁の指摘したマークアップ率は様々な要因で変化するため、あま

り適切とは思えないと述べた。第3に、需要・供給ショックのいずれを平準化すべきかについて論ずる前提条件として、実証的に総需要・総供給曲線の傾きを計測することが必要であると指摘した。第4に、政策への信認を確保するための代替的アプローチの1つとしてウォルシュ論文に代表される契約アプローチの紹介が必要ではないかと提案した。

ハ. 植田東京大学教授コメント

植田は、翁の導入報告は、今回のワークショップで取り上げられたトピックについての学界における議論のみならず、それらの政策に対する応用可能性にも踏み込んだ興味深いものであるとしたうえで、金融政策目標の効率的達成のための枠組みを中心にコメントした。

まず、バーナンケとミシュキンの研究を引用し、各国中央銀行は物価安定以外にも多様な目標を追求しているが、その優先順位は時期によって異なっており、機械的なルールに基づいて政策運営を行っている国はみられないと報告した。次に、現実の中央銀行が物価安定以外にも様々な目標を指向しつつある反面で、学界の関心がインフレ・ファイターとしての中央銀行の役割を分析することに集中しつつあるのはなぜかという問題を提起した。

さらに、中央銀行の政策運営が、需要・供給ショックが発生する度毎に、インフレを進行させないように何らかの手段を講じるというフィードバック・ルールに従うことについては、以下のような問題点が指摘されているとした。すなわち、第1に、フリードマンが指摘したように、中央銀行は経済について完全な知識を持っているわけではないため、フィードバック・ルールによる政策運営はか

I. 会議の概要

えて経済を混乱させるという伝統的な批判がある。第2に、最近の学界では、フィードバック・ルールがいわゆるタイム・インコンシステンシー²⁾をもたらすという問題がクローズアップされており、これを解決する枠組みを検討することが流行している。ただし、第2の点についてみると、中央銀行は評判に留意して中長期的な政策を決定しているので、タイム・インコンシステンシーの問題が、本当に中央銀行にとって重要であるのか否かについては、検討の余地が残ると指摘した。

二. 吉川東京大学教授コメント

吉川は、①金融政策運営のあり方としては裁量しかありえない、②中間目標は不要であり、政策運営に当たっては、あらゆる情報を利用すべきだと論じた。

まず、金融政策は幾つかの目標をもって運営されており、しかも、これら目標間の関係は刻々と変化しているため、硬直的なルールに則った政策運営は望ましくないと指摘し、裁量に変わるべきルールは存在しないと主張した。その理由として、潜在GDPの成長経路がスムーズでないため、安定化政策を指向する政策ルールは有効であるとは考えられない点を指摘した。また、時々刻々変動する経済成長経路を評価するに当たっては、当然利用できる情報はすべて利用すべきであり、そうした意味で中間目標は不要であると述べた。

次に、翁が提示した「供給ショックはアコモデートするが、需要ショックはアコモデートしない」というルールについては、以下の

ように批判した。すなわち、現実のGDPは潜在GDPよりも低水準にとどまっていることが多いため、景気の上昇局面であっても必ずしも引締めが必要という訳ではないが、翁の枠組みに従うと、景気の上昇局面では常に引締めを実施するという硬直的な政策運営が行われることになってしまう。

最後に、「80年代後半において、マネーサプライの安定化を企図していれば、金融システムの不安定化を回避できたのではないか」との問題提起に関しては、資産価格上昇に対しては、不動産業向けなど業種別貸出動向をチェックするといった対応策が考えられたはずであり、必ずしもマネーサプライという単一指標の安定化のみにこだわる必要はないとの見解を披瀝した。

(2) リジョインダー

以上4氏のコメントに対して翁から、①政策目標、②ルール対裁量、③中央銀行の動機付け、の3つの論点に絞ったリジョインダーが行われた。

イ. 政策目標

まず、植田が紹介した中央銀行がその時々でさまざまな目標を追求している、という実証結果について以下のように論じた。中央銀行の目標間の関係について、通常経済学のモデルがトレードオフの関係と捉えているのに対して、中央銀行はレキシコグラフィック(普遍的・絶対的)な序列が存在すると捉えている可能性が強い。伝統的には物価安定が絶対序列の最上位にあると考えられているが、持

2) タイム・インコンシステンシーとは、事前には望ましいと考えられていた政策が、実際に実行される段階になると必ずしも最適ではなくなってしまうという矛盾のことである。

続的成長が最上位とも考えられると指摘した。この場合、持続的成長を危うくする要因は時によって変わりうるから、みかけ上多様な目標を追求しているようにみえることもありうる」と述べた。

岩田が質問した、中長期的なインフレ抑制という目標と、短期的な為替レート平準化という目標とが矛盾した場合における政策対応の具体例である80年代後半の政策運営については、80年代後半は円高がそれほど進行しておらず、実質為替レートは88年初からは円安に振れており、引き締めが不可能な状況であったとは言い切れないことに留意すべきだと述べた。さらに、現在の政策思想から言えば、仮に、為替レート的大幅な上昇が起きたとしても、デフレ・インパクトが大きくなければ、為替レート自体にこだわる必要はなかったはずであると主張した。

次に、「金融政策の透明性を確保するためには中間目標の設定が欠かせない」との貝塚の主張に答えるかたちで、インフレーション・ターゲティングの採用は中間目標の設定では信認を確立できなかった中央銀行が最終目標に直接コミットする動きであり、この場合、別途中間目標が必要になるとは思えないと述べた。あわせて、中間目標として名目GDPを採用することに対しては、以下に示される理由により、否定的な立場を表明した。すなわち、①名目GDPは金融政策によるコントロールになじみにくいこと、②政府が高めの成長率見通しを出した場合、結果的にインフレ・バイアスが生じかねないこと、③GDP統計は速報性に乏しいこと、である。

なお、マークアップ率はいろいろな理由で変化するため、これを見ることの意味に懐疑

的な立場を表明した岩田のコメントに対しては、マークアップ率変動の原因が規制の変化であれ、技術革新の結果であれ、マークアップ率が上昇することが行き過ぎた投資ブームにつながるような限界利潤の増加をもたらすのであれば、価格が安定していてもむしろ引締める必要があると主張した。ただし、マークアップ率を追加的な政策判断の指標とするに当たっては、速報性に劣るなどの問題点があることをあわせて指摘した。

ロ. ルール対裁量

次に、吉川の表明した硬直的ルールに対する懸念に関して、 $k\%$ ルールのような硬直的ルールは好ましくないということと、ルールの要素を全面的に否定してすべて裁量的に決めるということとは次元が異なると主張した。実際に、インフレーション・ターゲティング採用国では、免責条項の導入により目標を条件依存的なものにしたり、場合によってはターゲットの棚上げもありうることを定めることにより、ルールの硬直性を回避する工夫がいろいろなかたちで試みられていることを指摘したうえで、こうした努力を払ってもルールの要素を取り入れることが必要なのは、何らかの形で中央銀行の基本的思想を示し、信認を確立することが目標達成上必要であるという認識があるからであり、最も高い信認を得ているとされるブンデスバンクですら、マネーサプライにこだわることを信認の拠り所にしてしていると論じた。こうした観点からみると、吉川はすべての中央銀行に中間目標なきブンデスバンクになれと提言しているようにみえるが、どうすれば中央銀行が信認を確立できるかを考えると、結局、信認確保の手立てとして、ルールやディスクロージャーにつ

I. 会議の概要

いて詳細に検討することになると述べた。

ハ. 中央銀行の動機付け

また、岩田がウォルシュのモデルを紹介すべきであると提案したことに対しては、以下のような理由からこのモデルの有用性に否定的な考えを示した。すなわち、ウォルシュ・タイプのモデルは、中央銀行総裁の報酬がインフレ率に反比例するように設計すれば、インフレ・バイアスの問題を回避できることを主張するもので、学界で評判が良いことは承知している。しかし、こうした対応はあまり現実的とは言えない。その根拠として1989年のニュージーランド準備銀行法改正に先立ち、インフレ・ターゲットを達成した総裁にボーナスを与えるとの提案が出されたところ、新聞が「総裁、50万人の失業者により50万ドル獲得」という見出しを掲げたらどうするのかという反対論が出されこうした提案が否決された、というグットハートの体験談³⁾を引用し、インフレ率と報酬を結びつけるこうした仕組みが政策運営をやりにくくする効果は極めて大きいと思われる述べた。

また、現実の中央銀行が評判を気にすること自体が、タイム・インコンシステンシーとインフレ・バイアスの問題を緩和しようとする植田の指摘に対しては、賛意を示した。

4. 自由討議

以上の導入報告・コメント・リジョインダーを受けて、自由討議では、金融政策は何を目標として運営されるべきか、また、それを効率的に達成するための金融政策運営の枠

組みはどうあるべきかといった論点について、踏み込んだ議論が展開された。

(1) 金融政策の目標

イ. 金融政策の最終目標

まず、金融政策の目標について、稲葉は、物価安定は持続的成長のための基盤であるとする翁による導入報告の主旨に賛同し、現実の政策運営においては、物価安定を唯一の目標としている訳ではないとの見解を示した。物価安定との関係で資産価格をどう位置付けるかという点については、資産価格自体をコントロールできるとも、コントロールしようとも考えていないとした。ただ、そこで問題になるのは、資産価格の大幅な変動は实体经济に大きな影響を与えうることであると指摘した。したがって、資産価格変動が、实体经济に与えるインパクトについては注視する必要があると述べた。また、為替レートについても、80年代後半には、為替レート安定が重要であるというメッセージを主要先進国が発したことがあったが、現在では、為替レートを安定させようとして金融政策を運営することは現実的ではないし、有益でもないと考えているとした。ただし、そのように考えることは金融政策運営上、為替レートは問題にならないということではなく、為替レート変動についても、实体经济に与えるインパクトについては注視する必要があると補足した。

また、深尾は、金融政策の目標について、あまり守備範囲を広げることは望ましくない

3) Goodhart, C. [1994] "What should central banks do? What should be their macroeconomic objectives and operations?" *The Economic Journal*, 104, p1432.

との見方を披瀝した。すなわち、責任回避は論外であるが、あまり安請け合いをすることは避けるべきであるとして、金融政策手段である短期金利水準の操作によって実現できることとできないことを明確にすべきであるとした。したがって、植田が指摘したレキシコグラフィックな選好を文字とおり適用し、物価安定を第一義として、他の政策目標は、物価安定が達成されている範囲内で考慮していくべきであると主張した。ただし、その場合、金融政策だけでは実現できない問題について、経済政策全体としてどのように対処していくべきかを提案していく必要があると補足した。

この間、物価安定と金融システムの安定という2つの政策目標間にトレードオフが発生する可能性について、吉国は、信用秩序の維持が金融政策運営上の免責条項となりうるとの岩田の指摘に関連して、80年代後半において、ブラック・マンデーの発生が金融政策に影響を与えた可能性があることは否定できないとの見方を示した。

さらに、吉国は、翁による導入報告の「供給ショックと需要ショックとを識別し、前者はアコモデートし、後者は相殺する」との議論について、供給ショックをアコモデートすると言っても、ショックの前後で金利水準を一定に保つような形でアコモデートする政策は、結果としてオーバー・アコモデーションになる可能性があるとコメントした。

物価安定の意味について、稲葉は、物価指数の上下だけをみている訳ではなく、物価の中身が大切と考えていると述べた。したがって、基本は翁の導入報告にもあったようにゼロ・インフレ率ということになるだろうが、これ

も、必ずしも物価指数だけで判断している訳ではないと述べた。また、昨今の円高の動きの中で、世間一般は依然として為替レートの安定を金融政策に求めているようであるが、現実の政策運営はこうしたニーズとは合致させえない面があるとの認識を示した。さらに、インフレのコストとして、価格変動の分散拡大に伴う相対価格変動のシグナル機能を問題にするのであれば、最近の物価低下傾向について、それがたとえ生産性改善に起因するものであったとしても、これを放置することが望ましいといえるのかについては疑問が残るとした。

この間、深尾は、翁が示した物価安定の中味をチェックするうえでマークアップ率をみるとの考え方に対して、物価安定の尺度としては、理論的に正しくとも複雑で分かりにくい指標の利用は避けるべきであるとした。したがって、コア・インフレ率やGDPギャップといった、ある程度わかりやすい指標の活用をまず考えるべきであり、政策判断上考慮すべき特殊要因はその都度説明することで十分ではないかとした。

植田は、ここまでの議論を踏まえて、金融政策目標について、日本銀行スタッフの意見は、物価安定の重要性の根拠について、微妙な見解の相違があるように思えると質問した。これに対し、堀井は、政策目標としての物価安定の意味付けについては、物価安定そのものを第一義的目標とするのか、中・長期的経済成長の基盤として重要と考えるのか、各国中央銀行の内部でも2とおりの考え方があるとした。更に、中央銀行の任務として何を担当させるのか、そしてそのために制度的枠組みをどうするのかといった点について

I. 会議の概要

は、国によって考え方や実際の対応が異なっていることを指摘した。すなわち、ニュージーランドでは、中央銀行は物価安定に特化しているので、インフレーション・ターゲティングを採用することによって政策運営上の独立性を保証するという枠組みを採用している。これに対して、経済政策主体間のチェック・アンド・バランスを重視している米国では、連邦準備制度は複数の政策目標を追求している。したがって、どちらが正しいということではないと述べた。

ロ. 情勢判断と経済成長・物価

次に、金融政策運営の基礎となる経済情勢の判断について、植田は、日本銀行が、経済の実態をどの程度正確に把握しているのかを情勢判断資料等で事後的に検証することはできるのかとの疑問を提示した。これに対して、堀井は、四半期毎の情勢判断資料では、物価上昇率や経済成長率といった経済指標の具体的な予測値自体は示していないが、その時々の方見方は偽り無く記述しており、これによって、事後的にどの程度正確に日本銀行が経済の実態を把握していたかを跡付けることはできようと回答した。

また、深尾は、金融政策はあらゆる情報を見て裁量的に運営していくしかないとした吉川のコメントに対して、中央銀行員が全能でない以上、ある程度情報をウエイト付けしたうえでみていく必要があると主張した。この点について、吉川は、金融政策の目標が、インフレ無き持続的成長であり、物価と経済成長を両睨みしている以上、あらゆる情報を分析しなくては、実際の政策運営はできない筈であると主張した。したがって、そうした経済情勢の判断に多少のコストがかかるのは

止むをえず、だからこそ、日本銀行が、調査統計局や支店の調査機能を活用して全国津々浦々のマクロ・ミクロ情報を収集・分析しているものと理解していると述べた。堀井は、日本銀行で行われている経済情勢の判断作業に関して、吉川の認識は基本的に正しいとしたうえで、マクロデータの分析をミクロ情報で補足し、過去との局面比較を交えて、あらゆる情報を総合して、現在起きていることや近未来のシナリオを分析していると述べた。

深尾は、吉川のコメントに関して、潜在GDPが不連続的に変動しているとの主張が直感的には理解できないとしたほか、現実のGDPが潜在GDPの水準を下回っているケースが大半であるとするのは、物価が上昇トレンドを有していることと整合的でないとして、追加的な説明を求めた。これに対して、吉川は、まず前者については、中長期的には潜在GDPをトレンドと捉えることが可能であるとしても、実際の政策判断は、1か月程度のタイムスパンで行われるため、そうしたタイムスパンではGDPギャップはかなり不連続な動きを示す筈だと主張した。また、後者については、実際のGDPが潜在GDP水準に近付いてくると部分的なボトルネックといった要因から物価が上昇し始めるため、現実のGDPが潜在GDPの水準を下回っていることと、物価上昇トレンドが観察されることとは必ずしも矛盾しないと反論した。この点について、黒田が、ボトルネックにより物価が上昇するのであれば、部分的な超過供給によって物価は下落するはずで、物価に関する上昇と下落の非対称性をどう説明すべきかとの追加的な疑問を投げ掛けた。吉川は、価格

の上昇・下落の非対称性について、物価変動は非線形性に起因する上方バイアスを有しているとの考えを示した。

(2) 金融政策運営の枠組み

イ. ルール対裁量と中央銀行に対する信認

ルール対裁量という問題に関しては、「ルールか裁量かといった場合、何が起こるかわからない現実経済の中で、硬直的なルールに則った政策運営はありえない」とする吉川⁴⁾の主張を手掛かりとして議論が展開した。まず、岩田は、ルールを明示することは、国民が金融政策運営をモニタリングするという観点からも重要と指摘した。例えば、信用秩序維持政策について、最後の貸し手機能を金融政策運営上の免責条項付きルールと位置付けるとの議論もありえようが、やはり米国で採用されている CAMEL⁴⁾をはじめとした早期警告システムのように、ある程度、国民にわかりやすいルールが必要なのではないかと主張した。この点に関連して、貝塚は、金融政策の中立性を確保するためには、やはり何らかのルールが必要であるとしたうえで、さらに、金融政策運営の枠組みは、世間を説得し、信認を確保するために、わかりやすいものである必要があると指摘した。そして、こうした観点からは、ルールは制度までも包含する広い意味で考えていく必要があると述べた。

次に、具体的な政策運営ルールに関して、深尾は、貝塚が検討に値するとコメントした名目 GDP ターゲティングには、翁が既に指摘した政府との関係等のほかにも、重大な

問題があることを指摘した。すなわち、名目 GDP 成長率は、高いことが望ましい実質成長率と、低いことが望ましい物価上昇率との和になるため、政策運営上は、やはり両者を分けてみていく必要がある。したがって、実際に名目 GDP 成長率を政策運営に適用することはかなり難しいと主張した。

この間、稲葉は、金融政策運営を企画する立場から、中央銀行に対する信認の程度はどのようなかたちで測ることができるのかという疑問を日々抱いているとの心境を吐露した。すなわち、政策手段の発動に当たって、常に信認が確保されていれば独立性は問題にならないが、短期的には十分に情報を公開できないケースも多く、国民に疑念が生じるケースもある。また、金融政策の判断に当たっては、毎回異なる外生的ショックに直面している訳で、これらに対しては、異なる批判が生じうるものである。こうした状況の下で、どういう状態であれば信認が確保されていると言えるのかという判断基準は、なかなか見出しえないとした。

こうした理念的な議論を踏まえて、討議は最近の政策運営の考え方にも発展した。植田が、金利自由化が完了し、金融政策の中で、市場の予想という要因が重要性を増していると考えられるため、異なる政策手段の発動が市場の予想に及ぼす影響（シグナル効果）の相違を、ルールの中でうまく活用していく必要性が高まっているとの考えを示した。こうした観点から3月末の政策運営を振り返ってみると、コールレート誘導と公定歩合変更

4) 金融機関経営の健全性を自己資本 (Capital adequacy)、資産内容 (Asset quality)、経営能力 (Management quality)、収益力 (Earnings ability)、流動性 (Liquidity position) を基に5段階評価するシステム。

I. 会議の概要

についてはルールの変更があったため、市場は、日銀が期待していたシグナル効果とは異なる反応を示したのではないかと指摘した。これに対して、稲葉は、3月末のコールレートの低め誘導は、全体の景況感の改善が緩やかになっており、景気回復の腰折れを回避するため、緩和措置の実施が適当との判断を受けたものであると述べた。その後、一段の円高進行や株価下落を受けて、景況感の更なる悪化が生じたため、コールレートの更なる引下げが必要との判断を下し、そのために公定歩合を引下げたものであるとした。この間、いずれの措置に対しても、金融市場では、市中の長短金利が速やかに反応しており、コールレートの低め誘導は、所期の影響を及ぼしたと評価していると述べた。

ロ. 中央銀行の独立性

中央銀行の独立性を確保するための制度的枠組みについては以下のような議論が展開された。まず、岩田が、一口にルールといっても様々な次元のものがああり、マネタリスト的な $k\%$ ルールだけでなく、中央銀行法もまたルールの1つであると指摘した。これは、不当な圧力から中央銀行を守ることや、中央銀行自身がインフレ・バイアスを持つことを防止するといった、やや消極的な意味でのルールにもそれなりの意味があると考えからであり、日本銀行にも法的な観点からの独立性があったほうが良かったのではないかと述べた。これに対して、山口は、中央銀行にとっては、実績こそが独立性を保証する最大の要因であろうと指摘した。こうした観点からいえば、わが国でも昨秋に預金金利規制が完全に撤廃され、短期金利を政策手段とする政策運営上のしがらみが無くなったので、漸く日

本銀行が適宜適切な政策手段の発動によって実績を築いていける素地が整ったといえたと述べた。さらに、吉国は、中央銀行の独立性を議論する場合に、単純に法律上の規定をみて判断することはミスリーディングであると述べた。実際、欧州やアジア等他国の中銀の例を見ても、形式的な法律上の独立性の程度が事実上の独立性に必ずしも直結している訳ではなく、その関係は各々の国の金融制度の歴史的、社会的な背景を反映して微妙に異なるものとなっている。こうした事例をみると、日本銀行も含め法的側面の検討のみで、中央銀行の独立性の実態を推し量ることが不十分なことは明らかであると主張した。

この間、貝塚は、中央銀行の独立性は、政治的圧力を受けやすく、インフレ・バイアスを持ちやすい行政府との関係で重要な意味を持つと述べた。具体的には、経済政策の遂行に当たって、行政府と中央銀行との間で適切な分業体制を築くといった観点も重要であり、したがって法律の規定のみならず、法律の具体的な運用といった側面も併せて検討していく必要があるとした。そうした観点からみると、わが国の場合、第1次石油危機勃発後の金融引締めが遅れは、その後の金融政策運営上の大きな教訓になっていると指摘した。第1次石油危機に際しての政策運営について、山口は、政治的なプレッシャーの影響が大きかったのか、それとも、日本銀行内部における政策目標の設定が不十分であったのかは、一概には断定できないと指摘した。これに関連して、フロアーから細谷（調査統計局参事）が、日本銀行は、既に当時から物価と雇用のトレードオフは存在しないとの見方に立って、政策目標としては物価安定が第一

義であると認識していたほか、当時の日本銀行の経済見通しは、ゼロ成長論が強い中であって、第1次石油危機後も中期的には実質数%の成長が続くという将来像を把握しており、不的確なものであったとは言えないとコメントした。

5. 総括コメント

以上の議論を踏まえて、黒田は、今回のワークショップを通じて、ルールに様々な次元があるように、政策目標にも様々な次元があり、中央銀行自身が金融政策の目標は何かという点について強い問題意識を持たざるをえない事情が明らかになったこと、および、これからの検討課題と考えられる論点が多数あることが明確になったことを大きな成果と考えたいと総括した。また、中央銀行の独立性を検討するに当たっては、種々の角度から徹底した議論が必要とされることが判明したが、現時点では、十分議論し尽くされていない点も多いとの見方を示した。

とりわけ、今回のワークショップの中で取り上げられた論点の中で、今後の検討課題となりうるものとして、以下のような論点を示した。

まず第1に、中央銀行の独立性の根拠については、セントラルバンキング・ビジネスは

専門の人に任せた方が良いという考え方と、政府・政治とのチェック・アンド・バランス上必要との考え方がありうるが、個人的には両方ともその論拠とすべきと考えているとの見解を示した。

第2に、植田の提起した3月末の金融政策の運営については、どの程度の緩和を行うべきであったかという問題と、今後各種の政策手段をどう位置付けて利用していくかという問題とは切り離して論ずべきであると指摘した。

第3に、吉川等の主張するように、中央銀行はあらゆる情報をみることによって判断しようとしているが、中央銀行の行動を律するものとしてのルールのあり方は別途議論する筋合いではないかと述べた。

第4に、金融政策の目標が、インフレ無き持続的成長にあるにしても、中央銀行は「経済の消防署」的な安定化装置の役割を果たしてきたとみることもできよう述べた。こうした観点からは、貝塚が指摘するように、中央銀行の真価は平時よりも、石油危機といった大きなショックが経済に加わった時に、そこそこの成果が示せるかという形で問われるものではないかと強調した（文責：金融研究所）。

以 上