

Ⅱ. 導入報告論文

金融政策目標と中央銀行

翁 邦 雄

1. はじめに
2. 金融政策の究極的目標
3. 物価安定の具体的基準
4. 金融政策目標の達成と中央銀行の独立性
5. いかに政策への信認を確保するか：いくつかのアプローチ
6. おわりに

補論. 動学的分析の標準的モデル

1. はじめに

本論文の目的は、金融政策運営にあたって、中央銀行は何を目標として行動すべきか、そうした目標の効率的達成のためにはどのような仕組みが必要か、といった点についての論点整理を行うことにある。

現在、欧米先進国では70年代に有力であったマネーを中間目標とするアプローチが勢いを失うとともに、一部でインフレーション・ターゲティング導入の動きが広がりつつある。また、通貨統合と欧州中央銀行設立を一つの契機として、物価安定を確保するための中央銀行制度をめぐる議論が盛んに行われるとともに、フランス、イタリア、ベルギー、

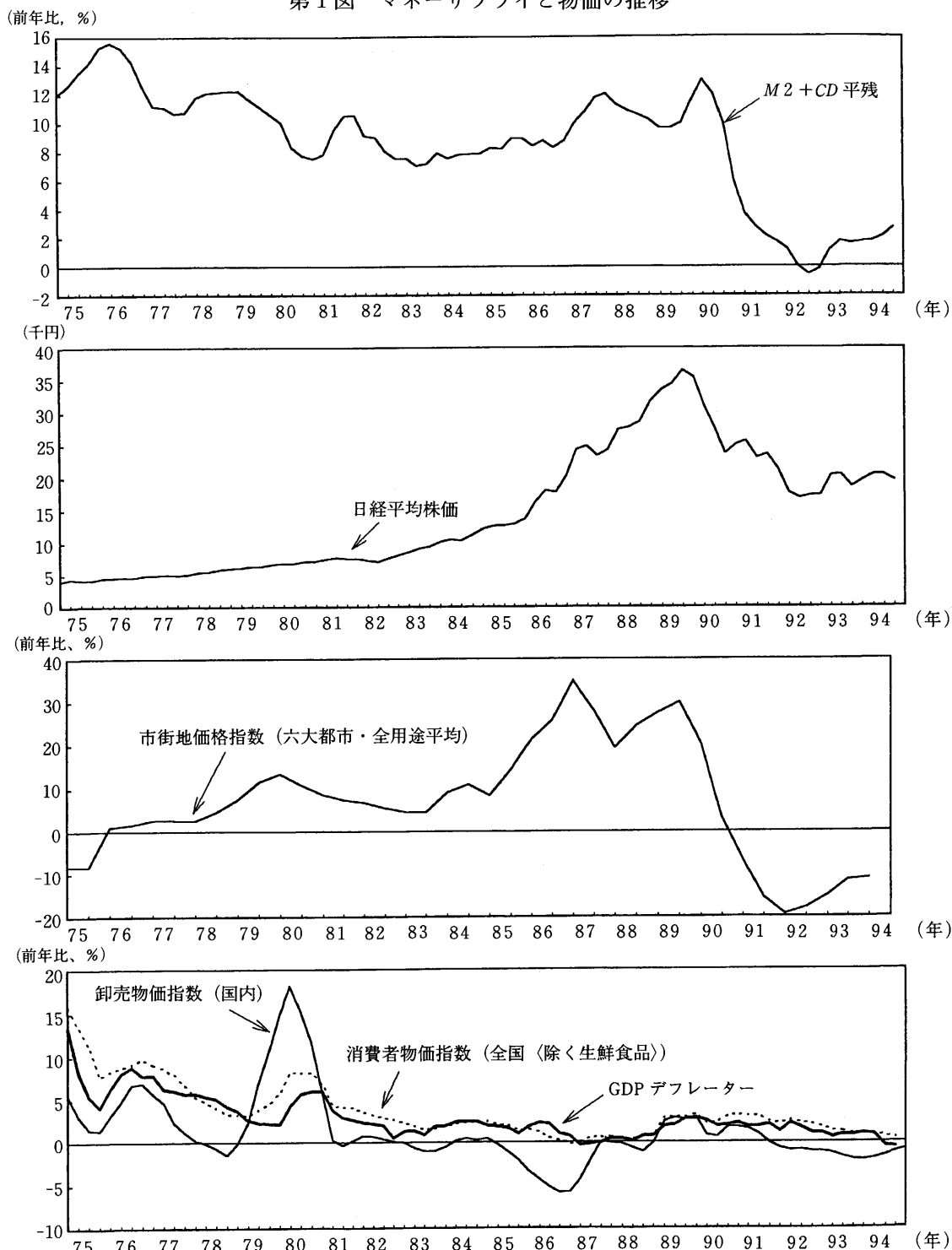
スペイン等で中央銀行法が改正され、中央銀行の独立性が確保されるに至っている。

他方、わが国では、80年代後半以降、物価安定は概ね保たれてきたものの、いわゆる「バブル」の発生と崩壊により景気循環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おり、この間のマネーサプライの振れの大きさとあわせ、バブル膨張期には物価下落を招いても、金融引締めを実施した方が良かったのではないか、という考え方すらみられる（第1図）。また、日本銀行法改正問題もしばしばマスコミで話題になっているが、金融政策目標を効率よく達成するためにどのような枠組みが望ましいかという視点からは、あまり議論されていないようにみえる。

本論文は、1995年6月1日に開催されたワークショップへの報告論文として翁 邦雄（日本銀行金融研究所研究第1課長）が作成した討議用資料である。本論文に示された意見はすべて筆者の個人的見解であり、必ずしも日本銀行の見解とは一致しない。

金融研究

第1図 マネーサプライと物価の推移



(資料) 経済企画庁「国民経済計算」、総務庁「消費者物価指数」日本銀行「経済統計月報」、日本不動産研究所「市街地価格指数」

II. 導入報告論文

しかし、中央銀行制度は、金融政策目標の選択と切り離して論じられない問題の筈である。このことは、中央銀行制度を巡る欧米学界での議論が、目標を達成する上で金融政策運営をルール主体で行うべきか、裁量的に運営すべきか、ルールをどの程度厳格なものとして捉えるべきか、といった文脈で論じられてきたことから明らかであろう。

本論文では、これらの問題を以下の順序で論じていくこととする。

まず、1.では、金融政策の中心的な目標である物価安定の意味づけを経済政策一般の究極的目標との関連で考察し、どのような意味で、物価安定が必要とされるのかを論ずる。ついで、2.では、1.で検討した物価安定の意味に即した具体的基準について検討し、応用例として、地震や価格破壊への対応の問題を取り上げる。また、こうした見方を対外均衡にあてはめ、内外価格差と金融政策の関連を検討する。以上が前半の話題であり、主として静学的な枠組みで分析を行う。

本論文の後半では、前半で論じた金融政策目標を達成するために、どのような中央銀行のあり方が望ましいかを、中央銀行の独立性の問題と関連づけ、付論で説明する期待への影響も考慮に入れたゲーム論的な動学的分析の枠組みを念頭に置きつつ直観的に考察する。すなわち、3.では、欧州における中央銀行の独立性の強化の動きを概観した後、中央銀行の独立性が主張される根拠を金融政策目標達成度と中央銀行の信認との関連で考察する。4.では、金融政策に対する信認を確保するためにどのような手当が必要か、また、議会制民主主義との調和をどのように考えるか、といった点を扱う。

最後に、全体の議論を簡単に要約する。

2. 金融政策の究極的目標

(1) 経済政策の究極的目標と物価安定

経済政策の究極的目標は国民の経済厚生向上と考えて良いであろう。この観点からみると、実質所得の増大、分配の公正さ、環境の保全、経済活動の利便性ないし効率性向上など様々な要素が公的当局の経済政策目標に含まれる。

ところで、経済活動の効率性・利便性が損なわれたり、分配の不公平が行き過ぎると、経済は持続的成長（通常、中・長期的な平均成長率が高いことを指す）を達成することができなくなる。逆に、持続的成長が実現されている場合には、資源の食い潰しを起こさず、分配面の対立も緩和され易くなるなどのかたちで経済厚生を高めることができる。そうしたかたちで経済が成長できるのであれば、経済政策はそれなりにうまくいっているといえよう。この視点に立てば、持続的成長は国民の経済厚生向上を反映する1つの有力な指標としてみることができる。

こうした観点をさらにおし進めると、物価安定や金融システムの安定はそれ自体として重要であるのみならず、国民の経済厚生向上ないしそれを反映した持続的成長を達成するための前提条件の一つとしても重要であるはずだということになる。ちなみに、三重野前総裁の「きさらぎ会」におけるスピーチは、中央銀行の使命について論じる際、以下のようなかたちで持続的成長の実現に言及している。

「いうまでもなく中央銀行の使命は「通貨価値の安定」と「信用秩序の保持・育成」

である。平たい言葉で言い換えると「物価の安定」と「金融システムの安定」である。この場合の「物価の安定」は物価指数の安定ではない。物価の背後にある経済の動きが、中長期的にみてバランスのとれた持続的な成長であって、はじめて真の物価の安定であるといえる。そうであるとすれば、金融政策の主たる目標の1つは、中長期的にみて『インフレなき持続的な経済成長』を実現するということである。¹⁾

後述のように、物価安定が成長率を高める効果を持っているとしても、むしろ、経済成長は様々な条件で決定されるから、物価が安定すれば直ちに持続的成長が実現できるわけではない。したがって、中央銀行が持続的成長に責任を持ち得る立場にあるわけではないが、三重野前総裁のスピーチは、日本銀行が物価安定の延長線上の目標として持続的成長を展望していることを示しているものといえよう。

(2) 金融政策の目標としての物価安定

他方、中央銀行が物価安定を唯一の目標とすべきとの考え方は、近年益々強まっており、とくにイギリス、カナダ、スウェーデン、ニュージーランド、フィンランド、オーストラリア、スペイン等の中央銀行ではインフレ率について目標レンジ（ないし目標値）を設定するインフレーション・ターゲティングを実行している。

こうした動きの背景は三つあると思われる

る。第一に、現実的背景としてインフレーション・ターゲティング採用国においては、それまで為替レート、マネーサプライ等を中間目標として標榜する金融政策運営の下で、必ずしも金融政策運営への信認が確保できず、結果として比較的高いインフレ率が持続してきたことである。

第二に、理念的背景として、「マネーは長期的には、実体経済に対して中立的であり、物価のみに影響を与える。この点からみて、本来、中央銀行が受け持つべきなのは、物価安定のみ。そうであれば、これに専念すべきである。」との、金融政策の効果に関する新古典派経済学の基本的認識があると思われる。²⁾

また、第三に、中央銀行が物価安定を目標として標榜することにより、政策決定プロセスにおいて目標間のバランスがとりやすくなり、そのことが国民の経済厚生向上ないし持続的成長という究極的目標を達成するうえで望ましい効果を持つという政治経済学的な見方もありえよう。

実際、選挙制度などの存在により、経済政策の意志決定プロセスがインフレ・バイアスを持ちがちであり、そのことが持続的成長を阻害するとすれば、中央銀行が物価安定に専念する立場をとることが、結果的に上記バイアスを中和し持続的成長にも資するということは、十分ありうると考えられる。この点の分析は中央銀行の独立性の問題とも絡むので本論文の後半で取り上げる。

1) 三重野[1994]参照。

2) そうは言っても、短期的には金融政策は雇用や生産水準といった実物変数にも影響を与えることは動かしがたい事実である。インフレーション・ターゲティングを導入している国々がこれらの問題についてどのように考えているかは後述する。

Ⅱ．導入報告論文

さて、上記のような論理構成に立ち、物価安定自体の重要性に加え、持続的成長達成の前提条件としての物価安定といった側面にも一定の位置づけを与えるとしても、検討すべき論点は残る。例えば、三重野前総裁のスピーチにもあるように、持続的成長をもたらす「安定的物価」とCPIないしGDPデフレータといった特定の指標で測ったゼロ・インフレが同一とは限らない。

そう考えると、そもそも中央銀行が問題とすべき物価の定義（生計費か、生産コストか、資産価格を含めるべきかなど）、あるいは安定的と考えるべきインフレ率（ゼロ・インフレか若干のインフレないしデフレか）自体について持続的成長の達成との関連をより明示的・具体的に考慮して選択すべきではないか、ということになる。

3. 物価安定の具体的基準

(1) コストと価格の関係

それでは、持続的成長との関連からみると、どのような状態が物価安定といえるであろうか。伝統的に有力な一つの考え方は、消費者物価など代表的物価指標についてゼロ・インフレを維持することにより家計・企業にインフレ期待が起きないようにし、インフレ率に変動することに伴う不確実性により企業・家計の行動が歪められるのを防ぐ、というものである。インフレ率に関する不確実性を回避

するというだけであれば、ゼロ・インフレでなく、例えば数パーセント程度のモデレートなインフレ率を保つことで良さそうであるが、実際には、モデレートなインフレ率をキープするのはきわめて難しいというのが一つの経験的事実であろう。したがって、現在でも代表的指標についてゼロ・インフレをめざすという考え方がきわめて有力である。³⁾

しかし、消費者物価が比較的安定していた下で「バブル」の発生と崩壊が起き、日本銀行が批判にさらされたという経験に照らしてみると、代表的物価指標についてゼロ・インフレを維持することのみで中央銀行の任務が十分果たされているという主張がわが国でコンセンサスを得ているとはいいにくい。実際、経済に加わるショックによっては、物価の上昇・下落を容認しても、そのショックの影響を相殺することが、中・長期的な持続的成長に資することもありうる。

成長率の振幅と成長の持続性との関係については、技術革新（イノベーション）が成長の源泉であればイノベーションを反映した振れは持続的成長につながる、という見方と、景気の振幅が大きいほど投資の不確実性の高さを示し投資率と成長率の低下を招く、という見方がある。実証的には後者がやや優勢であるが、だからといって、前者の要因で発生する景気の振れまでスージングしなければならないとはいえない。⁴⁾つまり、ショック

3) ただし、Goodfriend[1995]は、マークアップ率を基準とする金融政策運営において、モデレートなインフレ率を目標とすることが望ましい可能性もありうることを示唆している。

4) 変動性と成長率の関係についての実証研究としては、例えばRamey and Ramey[1994]参照。ちなみに、ボストン連銀コンファレンス（1994年6月）では、物価と生産量の分散についてのトレードオフを考え、「物価安定に固執すると、景気変動が増幅される可能性があり、多少の物価変動を認めた方が景気が安定する」との意見が出されている。ただし、同コンファレンスではこうした考え方がコンセンサスになった、というわけではない。Fuhrer[1994]参照。

の発生源が重要になる。

この点についての教科書的理解は、需要ショックと供給ショックを区別して政策対応を変えるというものである。ただし、需要ショックと供給ショックの区別は容易ではない。この点を補完するためには、幾つかの指標をみる必要があろう。

一つの考え方は、物価が安定していてもコストと価格の関係が大きく崩れている場合には、これを念頭において金融政策をとるべき、というものであろう。この基準を支持する一つの説明は、物価指標が安定していても、その背後でコストと価格の関係（マークアップ率）が大きく変わると、利潤の増減が激しくなり、これが景気の振れを大きくする結果、投資の不確実性を高め、持続的成長の基盤を損なうといったロジックである。⁵⁾

価格とコストの関係を重視する考え方によれば、例えば、円高によりコストが低下し、それが需要増による価格上昇圧力を相殺して、財・サービス価格の安定と利潤の増大および資産価格上昇をもたらしている場合、コストに見合うところまで物価を低下させるように対処すれば、「持続的成長に資する物価安定」が実現できると考える。

確かに、わが国の経験に照らしても、コストと価格の関係は一つの重要なポイントであ

るようにみえる。例えば、馬場[1995b]はHall[1988]の分析手法を拡張し、いくつかの仮定の下でプラザ合意後の円高局面で、非製造業の限界的マークアップ率がトレンドをかなり上回っていたとの試算結果を示している（第2図(1)）。この考え方は後述の内外価格差分析にも用いるなど、応用範囲が広い。

また、限界的マークアップ率は、平均概念である経常利益売上高比率に若干先行しているようにも見える（第2図(2)）。しかし、限界費用の迅速かつ正確な測定および容認すべきコスト上昇の識別は容易ではない。⁶⁾ またコスト変動について、一次的効果とその波及による二次的効果をどのように区別するかという、テクニカルではあるが重要な問題も残っている。⁷⁾

これと関連する伝統的な政策運営の考え方は、賃金インフレ（ないしデフレ）スパイラルの抑止である。すなわち、コストの一部である賃金と価格のスパイラルの上昇（賃金インフレ）はインフレの代表的な形態であり、こうした連鎖は断つ必要があるというものである。つまり、コストを高める外生的ショックが経済に加わった場合、それが、賃金に波及しかねない場合に引締めを行うと考える。デフレについても同様である。

5) 香西[1992]参照。また Goodfriend[1995]は、マークアップ率が高くなると雇用が減少し、実質賃金を目減りさせるために、人々は消費活動により多くのエネルギーを振り向けざるをえなくなってしまうというモデルのもと、マークアップ率が高ければ高いほどインフレーションのもたらす社会厚生上のコストは大きくなるという考え方を提示している。

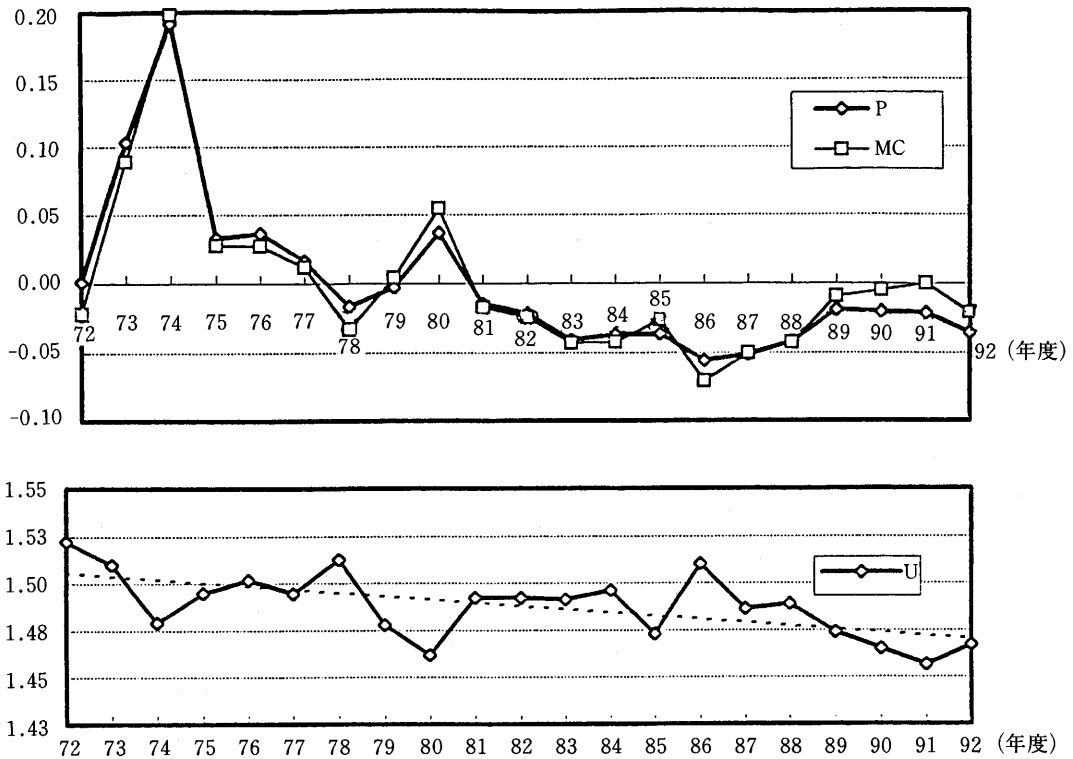
6) ここでのマークアップ率推計も業種別の資本ストック統計・国民所得統計を用いているため、速報性がない。

7) 価格硬直性がない部門では、コスト変化は瞬時的に価格上昇をもたらすだろうし、硬直性がある部門では、徐々に上がるだろう。また、コスト上昇率についての期待形成方式によってもマークアップ率の推移は変化する。また、マクロ的には分配率の測り方とその評価が問題になろう。

Ⅱ．導入報告論文

第2図

(1) 非製造業のマークアップ率の推移



P：価格

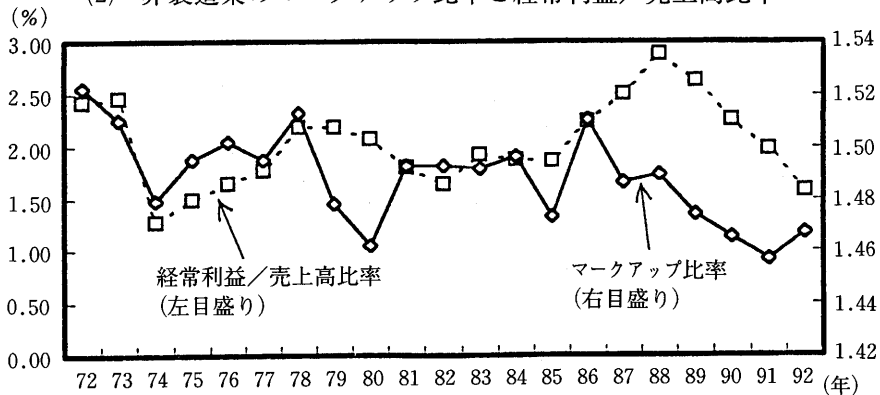
MC：限界費用

U：マークアップ率

(注) P (価格)、MC (限界費用) はともに期間平均値からの乖離率で表示してある。

(出典) 馬場[1995b]による推計

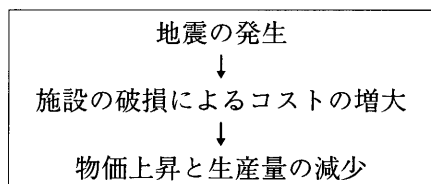
(2) 非製造業のマークアップ比率と経常利益／売上高比率



(出典) 馬場[1995b]による推計

(2) 地震の影響と金融政策：応用例

こうした点を念頭に置いたうえでコスト基準の考え方を典型的な供給ショックである地震と金融政策の関連に応用してみよう。いま、地震に伴う価格ショックを

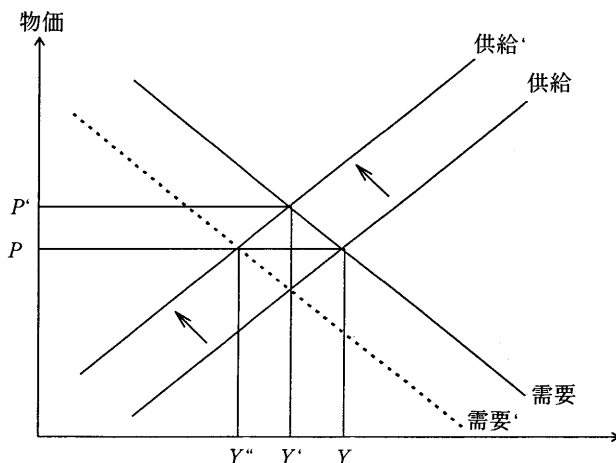


という図式で捉えてみる（第3図）。ここで物価安定を保つために金融を引締めると、生産および雇用は一層減少する。したがって、コスト増大による価格上昇の一次的効果をすべて総需要抑制（金融政策による需要曲線の

下方シフト）によって抑え込まずに、むしろ多少の一時的価格上昇を受け入れ、生産量の一層の減退を防ぐ一方、ある程度は物価上昇を抑制してコスト上昇の波及による物価のスパイラル的上昇（供給曲線の一層の上方シフト）は抑える、という対応が適当という処方箋が得られる。

また、施設の復旧に従ってコストが低下し、供給曲線が下方シフトするため、価格が高止まりしていれば利潤が増大する。⁸⁾ さらに、復興需要も起きるため、この面からも価格上昇圧力が働く。したがって、価格上昇に対する容認の必要性は一時的であり、あるところからは、本格的な総需要抑制が必要になる可能性もある。

第3図 震災の影響（一時的効果）



- 引締めで物価の安定を図ると生産量は Y'' まで減少。
- ただし、時間の経過とともに供給曲線はシフトバック、物価上昇要因は後退。

8) ちなみに、阪神大震災のケースでは、神戸地区の消費者物価はむしろ低下している。しかし、これは被災品の投げ売りや、物価指数作成上のディスカウント・ストアの扱い等の技術的理由による。この点については白塚[1995b]参照。

Ⅱ．導入報告論文

(3) コストと価格の関係を追加的基準とする ことの問題点

もっとも、地震のように純粋に外生的なショックはむしろ例外的で、一見外生的に見えるショックも国内的問題と関連しているケースが多いと考えられる。

例えば、石油ショック、円安、間接税導入は外生的価格ショックの例としてしばしば挙げられるが、①石油価格急騰が日本の石油消費急増による場合、②円安が低金利政策の反映である場合、③間接税引上げが放漫財政の尻拭いである場合、等を想定すると、各々の初発的効果による価格上昇を外生的供給ショックとして容認してよいのかどうかは疑問が残る。つまり、一次的ショックの性質についても、十分吟味することが必要になる。とりあえずの結論は、物価安定の大枠の中で、外的な供給ショックによる生産・雇用の大きな変動は避ける、マークアップ率や賃金の急激な増減は避ける、ということになるようにみえる。

こうした行動をとる中央銀行像は物価安定を前提としたうえで、各種のショックに対して何らかの対応をとるという意味で、きわめてフレキシブルで裁量的にみえる。しかし、中央銀行の裁量的な行動がインフレを助長するというのが、ルール派の経済学者の主張ではなかったか。この点は、本論文の後半の論題である。その問題に取り組む前に、価格破壊と内外価格差の問題をここでの視角から眺めるとともに、中間目標および情報変数についても簡単に触れておきたい。

(4) 価格破壊とデフレーション：事例研究 1

デフレーションはインフレと同じかそれ以

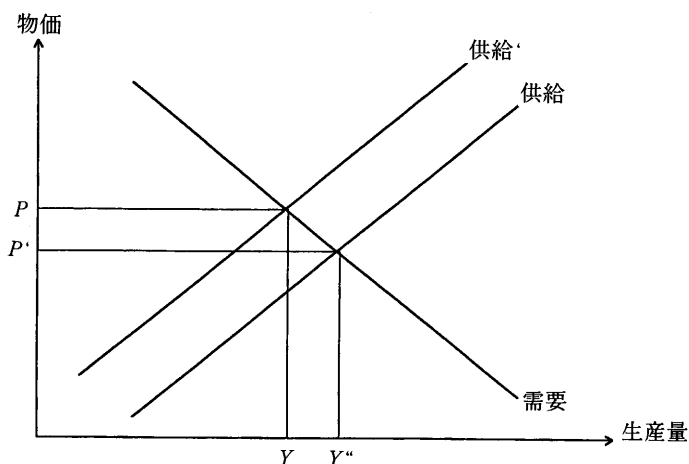
上に害があるというのが定説になっている。デフレーションが金融政策に投げかける固有の問題は銀行券・国債等の金融資産に負の付利ができない限り、名目金利をゼロ以下に下げられないため、短期的にも実質金利を左右できなくなり、対応が難しくなる点にあるとされる。

予期せざるデフレーションは債務者(企業)への課税に相当し、インフレは債権者(家計)への課税に相当する。したがって、①前者への課税が後者への課税よりも持続的成長を妨げる、②現に、デフレが起こっている、という2つの判断が成り立つのであれば、デフレ対策としての値戻し論は無視できない説得力を持つ。

しかし、企業部門において価格破壊が進行しているというだけではデフレーション的現象とは言えない。例えば、価格破壊が全般的な需要減退の下における投げ売りの反映であれば、デフレーション的現象になるが、流通簡素化の動きなど一種の技術革新(供給ショック)が背景にあれば、企業の利潤を維持させたまま供給曲線が下方にシフトしたことを意味するため、価格低下と利潤の増大は両立する(第4図)。したがって、債務の実質価値は増大するものの、利払い能力はむしろ高まるため、ネットの効果が成長阻害的とは言いきれない。

なお、現に、デフレが起こっているかどうかの判断に関しては、前述の賃金やマークアップの動向という視点の他に、価格指数の信頼度という視点からも検討しておく必要がある。アメリカでは①消費者物価に全体としてどの程度のバイアスがあるか、②バイアスの発生源は何か(新製品の登場、技術革新に

第4図 技術革新による「価格破壊」



よる品質変化、ウエイトの算出法、郊外店へのシフト、指数算式上の問題など)、といった点について詳細な検討の蓄積がある。価格指数の上方バイアスは実質成長率の過小評価傾向にもつながる。それだけに、こうした点について、わが国の現状に則した分析は急務である。⁹⁾

ただし、その金融政策上の含意については、別途慎重に検討する必要がある。例えば、上方バイアスが、新製品の登場や技術革新による品質変化によりもたらされている場合、価格低下と利潤の増大は両立するため、消費者の実質購買力を測るデフレーターとしては上方バイアスを持つとしても、そのバイアス分はデフレ的ではなく、これをカウントして金融政策を緩和的に運営する必要はない。したがって、消費者の購買力を測る物価指標の上方バイアスが直ちに金融政策に引締めバイアスをもたらすと考えるのは誤りであろう。

なお、物価指数のバイアスが投げかける政策的課題は多角的で国・時代によってそれぞれの重要度は異なる。例えばアメリカでも、消費者物価指数のバイアスが話題となっているが、むしろ物価指数と連動している税制・財政支出との関連に関心が集まり、財政赤字問題の文脈で論じられている。最近でも、上院財政委員会において、グリーンズパン議長は、現行のCPIには上方バイアスが存在するため、物価スライド条項付き財政支出項目については、CPI上昇率を機械的に適用せず、専門家による評価を加えるべきであると述べ、上方バイアス発生の具体的要因として、①価格代替効果を含まない固定ウエイトの使用、②ディスカウント・ストアの出現、③品質・サービス向上分の定量化の困難性、④パソコン・ビデオ等新商品の商品バスケットへの採り入れラグ、を指摘している。¹⁰⁾ また、オニール連邦議会予算局(CBO)局長は、

9) これらの点についての検討は、白塚[1994、1995b、c]、白塚・黒田[1995]等によって試みられている。

10) Greenspan[1995]参照。

Ⅱ．導入報告論文

CPI の上方バイアスを0.2～0.8%程度とみていると説明し、CBO としては、財政支出の抑制の観点からも物価スライド条項の決定方式見直しが望ましいと述べている。¹¹⁾ 財政面へのこうした影響は日本でもありうるものであり、検討に値する課題であろう。

(5) 内外価格差と金融政策：事例研究 2

これまでの議論は、円高の問題には言及したものの、主として国内価格体系を念頭に置いて金融政策の運営基準を論じてきた。次に、この考え方を内外価格差問題に関連させ、円の対外価値と金融政策という観点から分析してみよう。

内外価格差は、同じ品目かつ同量のバスケットを構成する財・サービスを購入するときの金額の差と考えられる。バスケットとしてよく用いられるのは家計の支出項目（生計費）である。同じバスケットの財・サービスを購入するのに日本で20万円、アメリカで1,000ドル、為替レートが1ドル＝100円であれば、アメリカでは同じバスケットを10万円で買えることになるので、日米の内外価格差は100%になる。

こうした内外価格差が存在する背景については、貿易財の価格差と非貿易財の価格差を区別して考える必要がある。¹²⁾ まず、貿易財についての内外価格差（一物一価の不成立）

の発生原因は、基本的には関税ないし何らかの非関税障壁の存在であると考えられる。¹³⁾ 一般的には、こうした障壁は可能な限り排除することが望ましい。その結果として価格が低下した場合、障壁によって保護されてきた輸入競争産業の超過利潤は失われ、場合によっては当該産業が消滅する可能性がある。しかし、その分は、当該産業の顧客（企業、家計）にコスト低下というかたちで還元されているため、金融緩和政策によるマクロ的対応で価格低下を阻止する必要はない。ただ、摩擦的産業調整の問題が深刻化する恐れがあれば、労働政策などで産業転換の円滑化を図ることは望ましいであろう。

逆に関税や非関税障壁の撤廃が物価低下にあまりつながらず、マークアップ率の上昇につながり、これが利潤の増大と行き過ぎた投資ブームを招くといったことがあれば、表面的に物価が下がってもむしろ引締めが必要になる可能性がある。

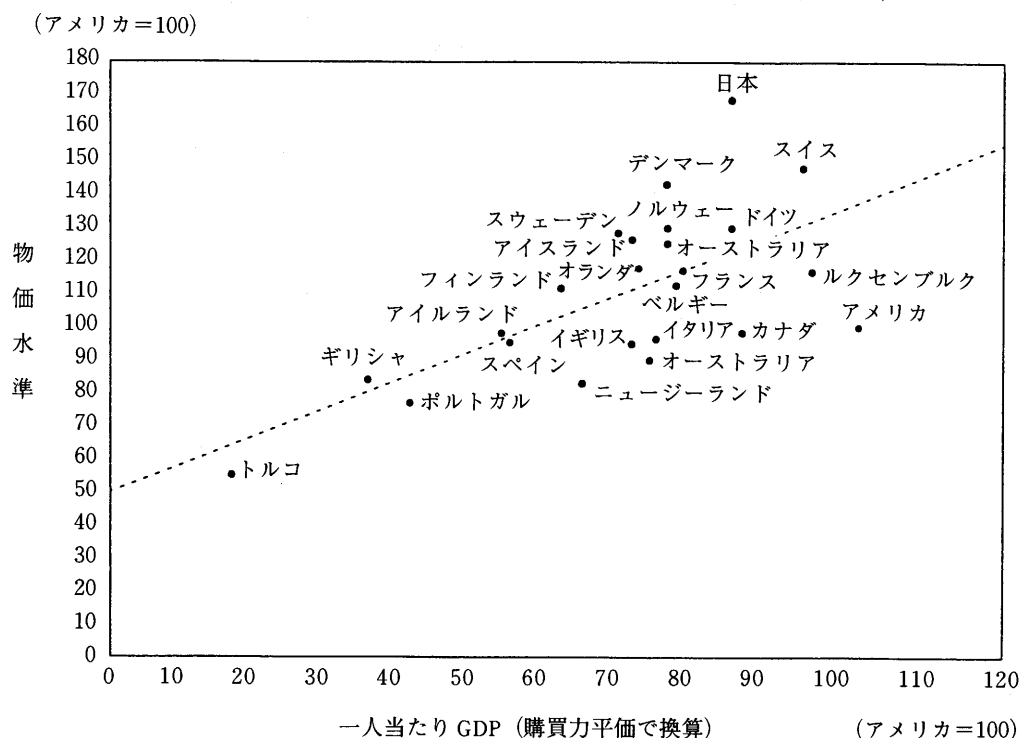
非貿易財については一般に内外価格差が存在し、通常は先進国は発展途上国比物価（購買コスト）が高く、こうした内外価格差は必ずしも問題とはいえない。これは、製造業における大きな生産性の違いが賃金格差に反映され、これが生産性に大差のない非貿易財（例えば、理髪サービスなど）の先進国における価格を相対的に高くすることによる。しかし、

11) CPI の上方バイアスについては、CBO の試算値の他に、+0.5～+1.5%程度、1%弱～最大1.8%との試算もある。白塚[1995b]参照。

12) 内外価格差についての論点整理を試みたものとして、馬場[1995a]参照。

13) このような貿易財の裁定機会の阻害は、貿易財セクター内での各国間における生産性格差の存続を許し、中長期的に内外価格差を持続させることになる。また、この他、輸出企業による市場毎の差別的価格設定（Pricing-to-the market）も、貿易財についての内外価格差の発生原因としてあげることができる。

第5図 一人当たり名目 GDP と物価水準の関係 (1993年)



(注) 1. OECD “Main Economic Indicators” により作成。

2. 一人当たり名目 GDP、物価水準はともにアメリカを100としたときの値。

(資料) 加藤 雅(編)「規制緩和の経済学」

日本はこうした点を勘案しても物価が高い
(第5図)。¹⁴⁾

日本の物価が際だって高いことに対する有力な説明は、①規制による競争不足に伴う超過利潤の発生、および、これと密接に関連する②流通機構の非効率性にある。¹⁵⁾例えば、馬場[1995c]は、金融などいくつかの業種で規制による競争不足に伴うマージンの高止ま

りを示唆する実証結果を示している。

内外価格差の拡大と機を同じくしている規制緩和圧力の高まりと流通効率化の動き(価格破壊)は、こうした実証結果と符合しており、内外価格差対策としては基本的には規制緩和を進めていくことが必要であろう。こうした方向に沿った価格低下も前述の関税・非関税障壁撤廃のケース同様、超過利潤消滅に

14) もっとも、購入する財・サービスの質を同一に揃えるのは至難であることに加え、技術進歩や国際化にともない、非貿易財が貿易財化したり、消費バスケットが劇的に変化したりということが起きている(CNNの視聴、海外観光の爆発的拡大など)。購買力統計がこれらの点を正確にフォローしていることはあまり期待できず、ごく粗い比較である点には留意しておく必要がある。

15) もちろん、プラザ合意後の急激な円高傾向も、貿易財・非貿易財を問わず、内外価格差を拡大させる要因の一つである。

Ⅱ．導入報告論文

より分配関係の変化はもたらすものの、マクロ的なデフレ効果は伴わないため、価格低下自体をくい止めるために金融緩和政策で対応する必要はないであろう。

(6) 持続的成長を確保するための代替的アプローチ

物価安定と持続的成長を両にらみする立場からは名目 GDP ターゲティングも提唱されている。名目 GDP ターゲティングの考え方に立つ論者は、①長期的に望ましいインフレ率に見合う名目総支出の伸び率はマネーの望ましい伸び率よりも計算が容易、②名目 GDP の安定成長維持はある種の外生的ショックに対して経済を安定化させる機能を持っている、③金融革新や規制の変化に影響されにくい、などの点から、マネーサプライに変わる誘導指標として名目 GDP を使用することを提唱している。¹⁶⁾

他方、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、結果的にインフレ的なターゲットになりかねないこと、③ GDP 統計は速報性に乏しいこと、などの問題点も指摘できる。ただ、かりに名目 GDP を誘導指標とするとしても、マネーが果たすべき役割が失われるとはかぎらない。わが国のケースでは、マネタリストが重視してきた「マネーサプライと物価の安定的関係」は崩れたものの、M2+CD と名目 GDP の関連性は、1990年代にむしろ回復しているという可能性もある。その場合には、速報性のある名目 GDP の代理変数としてマネーを補完

的にみていくというかたちで名目 GDP ターゲティングがむしろマネーの復権につながる可能性もある。

また、名目 GDP ターゲティング的考え方を採らない場合にも、物価安定だけが金融政策の究極的目標でないとすれば、マネーを安定させ、金融面からの攪乱を防ぐこと自体が重要であるという見方も成立しうる。

例えば、80年代後半のわが国の経験は、表面的物価安定下で資産インフレがおきた場合、円高による一般物価の低下を許容しても、マネーの伸び率を抑えるような金融政策が望ましい可能性を示唆している。この点については、当時副総裁として金融政策の責任者の一人であった三重野前総裁は次のように回顧している。

「マネーサプライも増えていたから、『乾いたまきの上に座っているような』という、個人的な意見は持っていたが、実際問題として引締め政策がとられなかった。もちろんバブルの発生は金融だけでコントロールできるものではないが、あの時にもう少し早目に引締めをやっておけば、バブルとはいいながら、いわゆる投資ブーム、消費ブームの上がもうちょっと抑えられた。今はその落差が非常に大きいというところで調整が長引いているし、テンポも遅れている。だからその時にもう少し早くすればもうちょっと楽な展開になったろうという悔いは、今でも日本銀行としては持っている。しかし、あの時は卸売物価はマイナスだった。あの当時は私どもが言っても、資産価値に関して金融政策を発動するのはおかし

16) 例えばマッカラム[1993]参照。

いという議論が政府や民間にも非常に多かったということもあった。それに『ブラックマンデー』が発生したということもあった。¹⁷⁾」

もっとも、金融技術革新の影響を考えると、先行指標として用いるべきマネー指標は移り変わっていくと考えられるので、特定のマネー指標を中間目標として公表し、これにコミットする政策運営方式は、特定のマネー指標に固執した結果として政策運営を誤ったり、コミットするマネー指標をしばしば切り替えて政策当局に対する信認を低下させるなどのリスクも大きいであろう。この点については、インフレーション・ターゲティングを採用している多くの中央銀行がこうした見方に傾き始めているほか、学界でも、例えば、Taylor[1995]などが同様の指摘をしている。

なお、地価などの資産価格は一般物価の先行指標となることもあるが、80年代後半以降のわが国のように、両者が異なった動きをすることもあるため（第1図）、一般物価と資産価格を両にらみするという場合、その具体的内容について明確にする必要がある。一般に、金融政策という一つの手段で独立に動く2つの目標をコントロールすることはできないからである。したがって、金融政策上の望ましい対応は、税制など他の手段も加味して、両者の安定を同時に達成することであろう。仮に、他の手段が全く発動できず、金融政策にすべての負担がかかってくるような状況で、かつ持続的成長が究極的目標とされているのであれば、この目標に照らして物価安定

下でも引締めないし緩和を行うという判断が必要となることもありえよう。

資産価格と一般物価の關係に類似した問題は物価安定と金融システムの安定の間にもみられる。物価安定と金融システムの安定は本来相互に支え合う關係にあるが、短期的には両者が矛盾しないという保証はない。¹⁸⁾ 前述の考え方に立てば、こうした事態が発生し、どちらかを優先する必要が生じた場合の評価も、抽象的にはどちらが持続的成長という究極目標の達成により不可欠か、という視点からなされるべき、ということになる。

4. 金融政策目標の達成と中央銀行の独立性

本論文の前半では、金融政策の究極的目標として持続的成長の実現を挙げ、これを達成するためには、中央銀行が大枠として物価安定を目指しつつ、外生的ショックによる攪乱が持続的成長の基盤を損なうことが無いような政策運営を行うべきこと、その際、物価とコストの關係や情報変数の動向をチェックすることが有用でありうることにについて述べた。

仮に、こうした考え方に立ったとして、上記の政策目標はどのようにすれば効率的に達成できるであろうか。この点について、従来、学界では、ルールに基づく政策と裁量的な政策の比較というかたちで議論されることが多かったが、近年、金融政策の達成度は中央銀行の在り方（政府からの独立性の程度）に依存しているとの実証結果が大きな関心と呼ん

17) 「金融財政」[1993年5月14日]のインタビューより。

18) 翁[1993]第8章参照。

II. 導入報告論文

でいる。¹⁹⁾ 典型的な議論は、成長率が同じ場合、中央銀行の独立性が高い国ほど物価上昇率が低いというものである。

もし、こうした事実が存在し、それが、例えば、中央銀行の独立性の高さが中央銀行の信認を高め物価上昇率引下げコストを軽減する、といったなんらかの因果関係を反映しているとすれば、中央銀行への独立性付与はコストをかけずに金融政策目標の達成度を高める「魔法の妙薬」になる。

他方、実務家の間でも、中央銀行の独立性は大きな関心と呼んでいる。

まず、欧州中央銀行設立を控えた欧州諸国ではマーストリヒト条約の調印を一つの契機として、すでに、いくつかの国で中央銀行の独立性が確立されている。また、ERM から脱退したイギリスでも、ロル委員会（1993年10月）、下院大蔵委員会（同年12月）の二つの委員会からイングランド銀行の独立性についての報告書が公表されている。さらに、米国でも、FOMC の議事録公開問題等とも関連して連邦準備制度のあり方について議論が高まっている。

こうした議論のなかで、問われるべきは、金融政策目標の達成度を高めるうえで中央銀行の独立性付与が有効である場合、それが従来からのルール対裁量という議論とどのように関連しているのか、また、中央銀行に独立性を付与するとして、独立な中央銀行をどのように議会制民主主義の枠組みに調和させるか、ということであるようにみえる。

以下では、本論文前半で考察した金融政策

運営目標である「物価安定下での持続的成長」を達成するうえで効率の良い金融政策の運営方式および中央銀行の独立性の問題を考える。

(1) 欧州における中央銀行法改正の動き

まず、現実に中央銀行のあり方についての見直しが進んでいる欧州諸国の状況についてみてみよう。²⁰⁾

EU（欧州連合）は、経済・通貨統合を3ステップで進めることとし、その第三段階で本格的に導入される欧州中央銀行は金融政策決定に関し政府等からの独立性を確保することが予定されている。このため、同制度の執行機関となる各国中央銀行に対し、これと同等の独立性を備えることを求めている。具体的には、EU 加盟各国に対し、遅くとも欧州中央銀行の創設までに、中央銀行法を含む国内法について以下の4点を満たすよう改正することを求めている。

- ①中央銀行の第一義的な目的を「物価安定の維持」とすること。
- ②中央銀行の政策決定に際して、EU 諸機関、政府等からいかなる指令も受けないこと。
- ③中央銀行の政府、その他公共機関に対する信用供与（債券の直接引き受けを含む）を禁止すること。
- ④中央銀行総裁の任期が5年を下回らないよう定め、政府等による裁量的な罷免権を排除すること。

以下、1994年7月時点のEU 12カ国における中央銀行制度改正作業の進捗状況を整理す

19) 例えば Cukierman [1992] などの一連の研究参照。

20) 以下、本節の記述は日本銀行月報 [1994] に依拠している。

ると次のようになる。

まず、欧州連合条約上、第三段階への移行が留保されているイギリス、デンマークを除くと、抜本的な法改正が実施されたフランス、イタリア、ベルギー、スペイン等を始めとして、各国で順次中央銀行の独立性を強化する法律・制度改正が行われている。

すなわち、まず第二段階開始時点（1994年1月）より実施される中央銀行の対政府信用供与の禁止については、93年末にかけて国内法・制度改正が相次いでいる。一部の国では94年7月時点でいまだ法改正は未了であるが、運用上は94年1月以降、全12カ国で対政府信用供与が停止されている。

次に、中央銀行制度の整備については、1994年7月時点までに、フランス、スペイン等で「物価安定の達成」を金融政策の主要目的とする法改正が行われている。また、中央銀行の金融政策決定に関する政府等からの独立性や総裁の身分保障についても、フランス、イタリア、ベルギー、スペイン等が法改正を実施し、中央銀行への独立性付与が完了している。他の国々についても、順次改正法案作成等の準備作業が進められている。また、前述のように、現時点では法改正の義務を負わないイギリスでも、BOEの独立性をめぐる議論が高まりを見せている。

国別にやや詳しくみると、まず、ドイツでは、従来可能であったブンデスバンクによる公共機関向け信用供与が、1994年7月のブンデスバンク法改正により禁止された。なお、その他の項目（中央銀行の政策目的、金融政策決定上の政府からの独立性、総裁人事）については、ブンデスバンクが欧州中央銀行のモデルとなっていることから、すでに欧州連

合条約の要請を満たす状態となっている。

フランスでは、93年1月に成立した改正フランス銀行法により、金融政策の決定権限が政府から同行に委譲されるとともに、同行の政策目的が「物価の安定確保」と規定され、金融政策決定に際しては政府等から一切指示を受けないこととなった。また、総裁人事についても、従来は明示的には定められていなかった任期を6年と明定し、政府等の裁量により任期途中で罷免されることはないことが保証された。

イタリアでは、1992年1月に、公定歩合の決定権限を全面的にイタリア銀行に付与する法改正が実施され、続いて93年11月には、対政府信用供与の禁止とあわせて、準備預金制度に関する決定権限を同行に委譲する法律が成立した。

ベルギーでは、中央銀行の政策目的を除き必要な法改正はおおむね完了したとみられている。すなわち、ベルギー国立銀行の公共機関向け信用供与は、1993年3月の法改正で禁止された。また、金融政策上の独立性についても、93年3月の法改正により、金融政策の決定・遂行に関しては政府が拒否権を行使できないこととなった。

スペインでは、1994年5月に成立した新中央銀行法により、スペイン銀行は「物価安定の達成」を第一義的な目的として、政府から独立して金融政策を策定・遂行することとなった。また、総裁人事についても、任期が延長された（4年→6年）ほか、罷免事由を限定し、政府等による裁量的な罷免権が排除された。

この間、イギリスでは、大蔵省がBOEに対する指令権を有しており、金融政策の決定

II. 導入報告論文

権限は政府に属している（ただし、1993年11月以降、政策金利変更の具体的な実施時期については約1カ月の範囲内で同行が決定）が、このところ同行の独立性をめぐる議論が高まっていることは前述したとおりである。²¹⁾

(2) 中央銀行の独立性を必要とする根拠

中央銀行が独立性を必要とする根拠にはさまざまなものがある。例えば、昭和30年代における日本銀行法改正を議論した金融制度調査会において日本銀行の松本専門委員は、次のような基本的考え方を示している。²²⁾

「国民経済の長期にわたる健全な発展のためには、通貨価値の安定が不可欠の前提であるが、現実には通貨価値の安定が当面の要求から犠牲にされた例が多く、将来もその可能性は少なくない。内外の歴史的教訓に照らして、統一性が間違った方向に発揮されると、独裁政治の例のように弊害は大きい。したがって、政府と中央銀行との関係は、チェック・アンド・バランスの考え方でゆくのが、結局は全体として間違いを少なくし、国の発展に資するゆえんである。金融政策の中立性およびこれと相表裏する中央銀行の独立性は、通貨価値の安定

という目的の面からも、また高度の技術性を必要とする政策手段の弾力的引用という面からも必要である。」

この当時の論争に限らず、中央銀行の独立性は本来、幅広い観点から検討されるべきものであるが、ここでは最近の経済学界における議論に焦点を絞って考えてみたい。

最近の経済学において中央銀行の独立性を支持する基本的論点は、前述のように、中央銀行の独立性が高い国ほど物価上昇率が低い、という「経験的事実」にある（第6図）。ロル委員会報告では、この点と同時に中央銀行の独立性と成長率の高さは関連が小さい、という点を指摘し（第7図）、中央銀行の独立性はコストをかけずに物価上昇率を引き下げるといふ利益をもたらす、としている。

ただし、こうした命題を厳密に実証するのはきわめて難しい。この点、第7図の解釈に当たっても、いくつかの留保が必要であるようにみえる。

第一に、定量的な中央銀行の独立性指標を客観的につくるのはなかなか難しいことである。

第二に、中央銀行の独立性が高い国ほど物価上昇率が低いとして、それが因果関係を現

21) なお、BOE では、以下のような対応を通じて金融政策に関する対外説明の充実に努めている。

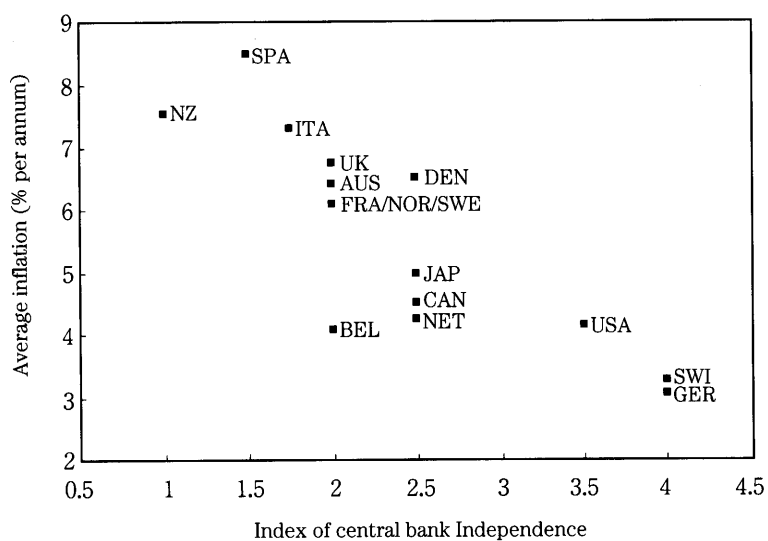
①1993年2月以降、四季報（インフレーション・レポート）において、物価動向に関する同行独自の見解・判断を公表し、政府の設定する物価安定目標の達成状況等を評価。

②1994年4月以降、同行総裁と蔵相の月例協議の議事録を公開し、総裁独自の政策判断等を公表。

22) 日本銀行百年史編纂委員会[1985]参照。ちなみに、政府委員の下村治氏は次のように述べている。

「金本位制度停止以来、日本銀行券は国の貨幣高権の発動として発行されるものとなり、したがってその価値を維持する最終責任は政府にある。また、中央銀行が通貨の管理に任ずるといっても、管理通貨制の下での通貨管理は、国の経済政策のさまざまな目標遂行上の有力な武器であり、中央銀行の行動は、政府の経済政策あるいは財政金融政策に即応したものでなければならない。経済政策の統一性保持のためには、中央銀行を政府の最終的統制下におくべきであり、この点から現行日本銀行法のたて前はむしろ是認されるべきである。」

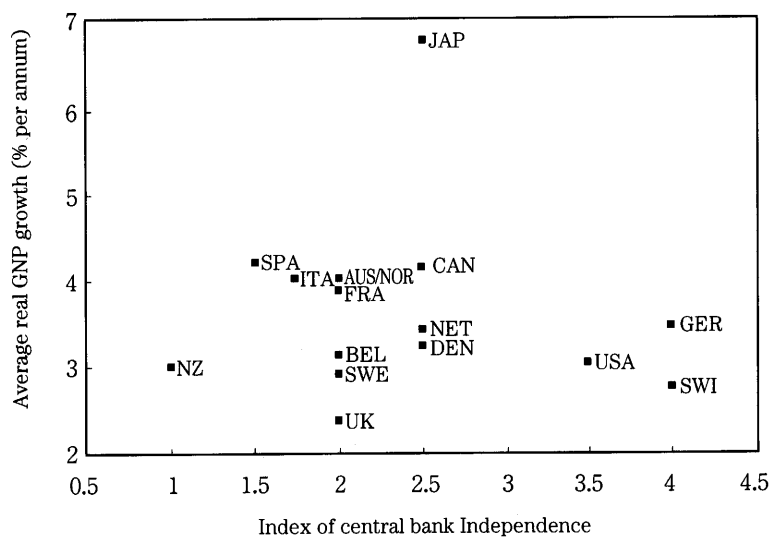
第 6 図 インフレ率と中央銀行の独立性



Source : Alesina and Summers (1993)

(注) サンプル期間は1955-88年

第 7 図 経済成長率と中央銀行の独立性



Source : Alesina and Summers (1993)

(注) サンプル期間は1955-88年

II. 導入報告論文

している保証はない。例えば、インフレーションに対する国民の警戒心が強い国では、中央銀行に高い独立性を与えると同時に物価上昇率を抑えるような政策をとる政府を選んでいるかもしれない。この場合にも、中央銀行の独立性が高い国ほど物価上昇率が低くなるだろう。

第三に、ロル委員会のロジックでは、物価上昇率ないし金融政策と成長率は関係がないという三段論法が成立しそうに見えるが、その妥当性にも注意が必要である。まず、金融政策について、仮に、経済に対するショックを選別して、技術革新などの供給ショックによる価格変動は容認し、需要ショックによる価格変動は相殺する、という政策をとる中央銀行と、何れのショックもある程度相殺するという政策をとる中央銀行があった場合、インフレ率は同一だが、成長率は異なるということはあるだろう。実際、最近の実証研究によれば、インフレ率が高いほど生産性、一人当たり所得の伸び率が低いとの実証結果が得られている。また、単純な単相関でなく、教育や交易条件など成長率に与えるいくつかの要因をコントロールした分析では、中央銀行の独立性が高いほど、経済成長率が高いとの結果も得られている。²³⁾

(3) 独立な中央銀行の任務

いずれにせよ、中央銀行の独立性を高めた方がよいかどうかという問題は、結局、本論文前半で問題にした中央銀行の政策目標のバランスないし任務規定に立ち返って検討すべ

きものである。

ロル委員会報告およびイギリス下院大蔵委員会報告では、金融政策の主要目標ないし唯一の目標をインフレーションの抑制（一般物価水準の安定）とすべきである、としている。欧州等でインフレーション・ターゲティングを行っている多くの国の考え方もこれと同様である。

仮に、中央銀行の目標ないし任務をインフレーションの抑制に絞れるなら、中央銀行制度は、その目標に沿ってもっとも効率的な制度であればよい。例えば、ロル委員会報告が提案するように、物価安定を中央銀行の唯一の目的とし、インフレーション・ターゲティングを行い、これを達成するような金利政策の運営は金融政策の専門家である中央銀行に委ねる、といったかたちが一つの選択になる。

こうした方法がインフレーション抑制コスト削減に有効と考えられる一つの理由は、中央銀行がインフレーション退治のみを目標としていることが誰の目にも明らかな結果、人々がその目標を信じていることができるという点である。つまり、インフレーション抑制に対する中央銀行の熱意が乏しいとみられれば、長期的には同じ雇用しか達成されないのにインフレーションは高水準になる。こうした疑惑を払拭するには、中央銀行は、雇用面で一時的に大きな犠牲を払う過度に強い引締めでインフレーション抑制にかける熱意を示し、インフレーション期待をおさえこむ必要が生じる。中央銀行がインフレーション抑制

23) Fischer [1993]、Englander and Gurney [1994]、Cukierman et. al [1994]等。この問題についての短いサーベイは藤木 [1995] に含まれており、ここでの記述はこれによっている。

に専念する存在であることがあきらかであれば、こうした疑いが解消されるため、過度に強い引締めは必要でなくなる。

この問題は、従来、経済学では、ルールと裁量のいずれが望ましいか、という文脈で取り上げられてきた。ルール派の経済学者によれば、中央銀行に対する信認が厚くインフレーション期待が鎮静している場合、中央銀行は低いインフレ率にコミットしたうえで、裁量的政策とおなじ失業率を実現することができる。もし、中央銀行が近視眼的に雇用と物価安定を両にらみする存在であったとすれば、この場合、当初コミットしたインフレ率より、それが信じられたあとの最善のインフレ率は事後的には高い。信じられたインフレ率より高いインフレ率をもたらす政策をとることにより、失業を減らせるからである。こうした政策は、事前的にコミットした最適政策と事後的に採用する最適政策が異なることから、「タイム・インコシステントな政策」と呼ばれる。²⁴⁾

しかし、こうした政策を繰り返せば、インフレーション・ファイターとしての中央銀行に対する信認は失われ、結局、同じ失業率の下で高いインフレ率に甘んじるという好ましくない状態が出現する。したがって、中央銀行の「行動ルール」を定めることにより、インフレーション抑制に明確にコミットさせ、タイム・インコシステントな政策をとる余地がない状態にする方が、結局よい結果が得られる。これがルール支持派の主張である。また、中央銀行がタイム・インコシステントな

政策を採りえないよう手を縛る技術を「コミットメント・テクノロジー」と呼ぶ。インフレーション・ターゲティングの法制化や中央銀行総裁の政府ないし議会との契約はそうしたコミットメント・テクノロジーの一つとして解釈することができる。

インフレーション・ターゲティングを打ち出すかどうかは別として、インフレーション抑制のみが目標であれば、金融政策の達成度は目標インフレーション率からの乖離で測れるから、計測誤差の問題は残っているとはいえ、中央銀行の業績評価も比較的容易であり、その意味で政策運営の透明度も高い。この場合、持続的成長の達成を政府の責務と位置付けてしまえば、政府は与えられた物価指標による物価安定を所与としてこれを達成させることが仕事になり、インフレーションの指標として何を選ぶべきかという本論文前半の章で指摘した問題は中央銀行にとっては比較的マイナーになるかもしれない。

しかし、ロル委員会報告でも、政府は議会の同意を得たうえで中央銀行に対し物価安定追求を一時的に停止させることができるようにすることを提案している。このことは、インフレーションが長期的には成長率に影響を与えないとしつつも、外生的ショックが経済に加わった場合、そのショックの性質を吟味して金融政策の舵取りを行うことの必要性が認識されていることを意味する。実際、大きなショックに遭遇しても絶対ほどけないかたちで中央銀行の手を縛ることに誰でも躊躇するだろう。

24) これに対し、民間部門の事前的な予想を的中させるような政策を実際に採ることをタイム・コンシステントな行動と呼ぶ。Kydland and Prescott [1977]、Barro and Gordon [1983] 等が基本的文献である。

II. 導入報告論文

例えば、いま異常気象で世界的な大凶作が発生して農産物価格が大暴騰し、金融引締めにより農産物を含む物価水準を安定させようとすれば、景気・雇用に甚大な悪影響を及ぼすことは避けられないでしょう。この場合、物価目標は一時停止されるのが望ましい。ただし、中央銀行が自由自在に目標を棚上げできるのでは、コミットメント・テクノロジーが役に立たない。

5. いかに政策への信認を確保するか： いくつかのアプローチ

以上の問題を、本論文前半の主張につなげて整理し直してみよう。供給ショックによる価格変化を無理に抑え込むと、生産の振幅を大きくし、投資の不確実性を高めて持続的成長を阻害する可能性があるとする。この場合、供給ショックの価格に対する影響はある程度受け入れ、需要ショックによる価格変動は完全に平準化することが望ましい。こうした状況を前提とした場合、金融政策への信認を確保しインフレーション・バイアスを緩和しながら持続的成長の達成をはかる手段としては、どのようなものがあるだろうか。以下では、この点を念頭に置いて①金融政策運営指針としてのインフレーション・ターゲティングや中間目標の利用、②免責条項、③保守的中央銀行の確立、④議会ないし政府の指揮によるルールからの逸脱、などのアプローチについて検討してみよう。²⁵⁾

(1) ターゲティング・アプローチ

考えられる一つの方向はあえて無条件でインフレーション・ターゲティングを貫徹することである。この場合、インフレーション・ファイターとしての中央銀行に対する信認は守られる。しかし、供給ショックによる価格上昇ないし下落を全く容認しないことに伴い、実体経済が攪乱されるリスクないしコストは場合によってはきわめて大きくなりうる。

最終目標でなく中間目標にコミットすることもある。典型的にはマネーサプライ・ターゲティングがこれにあたる。

中間目標にコミットする利点の一つは一定のマネーサプライの伸び率を保つことで中央銀行に対する信認を確保し、各種のショックは市場の調整に任せることで中央銀行の判断の誤りによる事態の悪化を防ぎうる、という点にあるようにみえる。

現に、最も高い信認を国民から得ているとみられる中央銀行であるブンデスバンクは引き続きマネーサプライにコミットする姿勢を示し続けている。また、スイス国民銀行も比較的ブンデスバンクに近い姿勢をとっている。これらのことは中央銀行の信認にとってのマネーの特別な重要性を示唆している可能性があるように思われる。

また、日本についてみても、すでに述べたようにプラザ合意以降、マネーサプライをもう少し安定させる政策を採っていれば、資産

25) 以下、本論では、数式を一切用いず、直観的に議論するが、以下の分析をモデルで考えるにあたっては補論およびそこで引用されている文献を参照されたい。

価格の乱高下と景気循環の行き過ぎ、そして金融システムの不安定化を回避できたという指摘がある。

しかし、ここで注意すべきことは、マネーサプライ重視というドイツの選択と、もっとマネーサプライを重視すべきであったという日本での批判は異なる前提に立脚している可能性があるということである。まず、マネーサプライと物価の関係が安定している場合には、マネーサプライを目標にすることと物価を目標にすることは中・長期的には同じだということになる。²⁶⁾ ブンデスバンクの立場などはこれを前提にしているように思われる。これに対し、上記の日本の経験は物価動向とマネーサプライ動向が大きく乖離した下で起きている。

前者の場合には、マネーの伸び率を一定に保つことはインフレーション・ターゲティングと等価であり、供給ショックを自動的に緩和してくれる役割はあまり期待できない。

他方、日本を含む多くの国で、物価とマネーサプライの長期的関係の安定性には疑問符がつけられている。わが国のマネーサプライと物価等の長期的関係について経済の構造変化を考慮しつつ検定を行った研究としては、副島[1994、1995]があるが、その結果は、いずれも長期的関係の安定性を否定するものである。また、程度の差こそあれ、金融革新の進行とともに通貨需要関数が短期的にも不安定化しているとみられること（したがって、

誘導指標とすべき通貨集計量が変わりうること）、短期金利操作によるマネーサプライ・コントロールの即効性が低下していること、などは各国で共通に観察されている。通貨需要関数の不安定化は、見方を変えれば、外生的ショックには、金融技術革新などインフレ率と通貨集計量の関係自体を変えてしまうものも含まれることを意味しよう。

以上の点を総合すると、以下ようになる。インフレーション・ターゲティング至上主義には、場合によっては持続的成長を阻害しかねない大きなリスクがある。また、マネーサプライについてもその目標値に強くコミットする政策運営は問題があるように思われる。ただし、この論文の前半で指摘したように、名目 GDP に対する先行性をチェックしつつ、その大幅な変動が発するシグナルについてはそれが利用価値を持つ限り、重要な情報として大いに参考にする必要がある。

(2) 免責条項アプローチ（ステート・コンティンジェント・ルール）

ルール派の主張を貫徹して、政策のタイムコンシステントな性格を守りつつ、供給ショックによる攪乱に備えるためには、論理的には事前にありうべきショックについて対応を定めておくこと（ステート・コンティンジェント・ルールの作成）によりルール化を徹底させることが考えられる。

そこで、インフレーション・ターゲッティ

26) 短期的なメカニズムについては、補論のモデルにも含めた King[1995]を参照。ただし、実際の政策判断にあたっては、国および指標によりインフレーションの方がマネーサプライに遅行する可能性があるから、マネーと物価の関係が安定している場合にも、マネーは物価の速報指標として意味を持ちうる。極端な場合、インフレ率とマネーサプライの伸び率に恒等的関係があっても、マネーサプライ・ターゲティングとインフレーション・ターゲティングはオペレーショナルには同一ではない。

II. 導入報告論文

ングをとっている国について、外生的ショックの扱いをみると、食料、燃料など外生的ショックにより大きく振れる項目を目標物価指標から外す、免責条項を設ける、などにより対応している国が多くみられる（第1表）。²⁷⁾

例えば、ニュージーランドでは、間接税率変更・交易条件変化の一次的影響、危機的状況（天災・家畜の疫病）などによる目標物価からの一時的乖離による価格上昇は容認される。ただし、速やかに新たな目標レンジを設定する義務がある。

また、カナダでは、需要・供給面での大きなショック（天災・原油価格の急激な上昇）の直接的影響によるターゲットからの乖離は許容される。

こうした免責条項の導入は魅力的なアイデアではあるが、事前にありうるべきすべてのショックを限定列举し、免責対象を特定しておくことは現実には不可能であろう。もう少し実行可能性の高いルールとしては、ありうるべきショックを例示し、それらについて対応を示しておく、ということであろう。

免責条項を例示する場合には、当然、ショックの性質について本論文前半で議論したような分類を行うことが必要となる。金融政策は総需要管理政策であるから、大まかに言えば、供給ショックによる価格上昇はある程度容認する一方、需要ショックは相殺する、という方針で、おのおののショックを例示するという対応が考えられる。²⁸⁾

ただ、上記の分類を行う際、供給ショック

は機械的に容認してよいと受け止められることは避けねばならないだろう。例えば、賃金はコスト要因であるが、賃金・物価スパイラル型インフレーションの抑止は中央銀行の重要な任務であることは、本論文の前半で述べたとおりである。

なお、免責条項に関連して上記のカナダの例でやや不可解なのは、天災・原油価格の急激な上昇など、供給サイドのショックを免責するのみならず、大きな需要ショックの直接的影響も免責範囲に含まれるようにみえることである。これはカナダの免責条項がステート・コンティンジェント・ルールの記述というより、後述のエスケープ・クローズに対応していると解釈すべきことを意味しているのかもしれない。いずれにせよ、これらの点は、海外における中央銀行の考え方に対する研究をさらに深める必要があることを示唆していると思われる。

しかし、すべてのショックを供給ショックないし需要ショックと割り切ることには、大きな困難が残ろう。例えば、為替レートの変動が物価への直接的ショックだった場合、これが供給要因か需要要因かは、何が為替レート変動の原因であるかによって異なるし（例えば、円安が国内のデマンド・プル・インフレーションによるなら需要要因、異常気象によるなら供給要因）、そもそも原因が特定しにくいこともありうる。また例示方式である限り、個々の事例をどう解釈するかという問題は残る。こうした場合、例えば、前述の価格とコストの関係のチェックなどショックの

27) 以下、各国の免責条項の詳細については、白塚[1995a]参照。

28) ニュージーランド連銀スタッフは、こうした見方をかなり明確に示している。Archer[1995]参照。

第1表 主要国におけるインフレーション・ターゲットイングの枠組み

移行時期	ニュージーランド	カナダ	イギリス	スウェーデン	フィンランド
対象指標	1990年4月 CPI	1991年2月 CPI(除く食料、エネルギー)	1992年11月 RPI(除く住宅ローン金利支払い)	1993年1月 CPI	1993年2月 CPI(除く税金・補助金、住宅価格・住宅ローン金利支払い)
現行目標レンジ	前年比0-2%	前年比1-3%	前年比1-4%	前年比1-3%	前年比2%
現行目標レンジの設定期間	1994年から	1998年まで	当面の目標(遅くとも1997年中央までには1-2.5%へ移行)。	1995年から。	1995年から。
免責事項	以下の要因を例示。 ・間接税率の変更 ・交易条件の急激な変動 ・危機的状況(天災、家畜の疫病等) 一 大蔵省に通知後、30日以内に新たな目標レンジを設定。	以下の要因を例示。 ・間接税率の変更 ・原油価格の急激な上昇 ・天災 一 具体的な手続きの詳細は明示的な規則はない。	政府がコントロールできない事情によりレンジを一時的に超えることを容認。ただし、その背景および目標レンジへの復帰時期を説明する義務を政府(大蔵省)に課す。	特に明示的な取り決めはない。ただし、目標レンジは年次ベースで評価するため、月次での一時的な乖離は容認する模様。	特に明示的な取り決めはない。ただし、1995年までの間は、為替レート的大幅減価の影響による一時的な乖離を容認。
財政政策との関係	政府は財政赤字削減目標を設定。	政府は財政赤字削減目標を設定。	財政・金融政策全体の運営フレームワークに沿ったもの。	特に明示的な取り決めはない。	不 明
政策運営の対外的な説明	適宜のタイミニングでの議会への報告義務。	年次報告等により適宜、公表。	四半期毎の "Inflation Report" の公開。	年3回、"Inflation and Inflation Expectations in Sweden" を公開	不 明
根拠	NZ 連銀法第9条に基づき、Policy Target Act(PTA)による中央銀行総裁と大蔵大臣との契約(就任時に締結)。	カナダ中銀と大蔵省の共同宣言。	大蔵省が発表した「ERM からの一時離脱後の経済政策の基本方針」(1992年10月)、および「財政演説」(1992年11月)。	理事会のプレスリリース(法律的根拠は有せず)。	フィンランド中銀のプレスリリース(1993年3月に政府が支持を表明)。
背景	NZ の経済パフォーマンスの悪さを改革するために実施された物価安定プログラムの信認確保のため。	80年代後半の裁量的政策運営がインフレ抑制に十分な効果を挙げていないとの認識に基づくもの。	ERM 離脱後の金融政策運営の信認確保を図るため。	変動相場制移行後、中間目標を特定するのが困難な状況の中、金融政策への信認確保を図るため。	同 左
備考		目標レンジは、「物価安定」と整合的な CPI 上昇率を1988年までに決定する間の過渡的なもの(「物価安定」を意味する CPI 水準派より低い)。	長期的には、RPI(除く住宅ローン金利支払い)を2%以下とし、欧州最低レベルにまで収斂させることを目指す。		

(出典) 白塚[1995b]

Ⅱ．導入報告論文

性質についての診断が必要になろう。中央銀行はこうした診断結果によって目標への対応を変える裁量性を確保したいと考えるだろう。こうしてみると、免責条項アプローチも結局、程度問題であって、裁量部分について中央銀行の信認を損なわないためには、どうしたらよいか、という問題は残る。

一つの理想的状況は、中央銀行の過去における判断が常に適切で、国民および政府がその判断に全幅の信頼を置いている場合である。その場合、中央銀行がその行動原理が不変であることを特に説明しなくとも、国民は過去の実績（名声）から判断して、その裁量を尊重し信認も与えるだろう。

しかし、現実には中央銀行は全能ではない普通の人々から成る組織であり、しばしば誤りを犯しうるため、そうした全幅の信頼を得ることは想定し難い。それに、仮に、これまで一度も誤りを犯していなくとも、最初の誤りで、それまでの名声は失われてしまいかねない。

この場合、一つの対応策として、中央銀行の診断根拠ないし政策決定過程について極力公開し、特定のショックに対する中央銀行の対応が、雇用の一時的拡大に目を奪われた基本的な政策運営方針の変更（タイム・インコシステントな政策の採用）でないことを示すことが考えられる。

つまり、中央銀行に独立性を認めるべき根拠が、中央銀行のインフレーション・ファイターとしての信認による金融政策の目標達成度の向上にあるとすれば、同じ理由から、中央銀行は政策決定の裁量的部分についても透明性を高めなければならないことになる。そのためには、中央銀行行動を理解するうえで

必要な情報が十分ディスクローズされることが必要となる。こうした説明の実施は、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、中央銀行に利益をもたらすものである。こうした裏付けのある中央銀行は手のうちをさらけだすことによりその立場が弱まる、と考えるよりも、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が正しく評価され資本コストの低下などの対価を得るように、情報公開から信認の利益を得られる、と考えるべきであろう。

ただし、伝統的に中央銀行は「行動すれども弁明せず」という立場をとることが多かった。こうしたプラクティスは、上記の主張と大いに異なる。考えられる一つの理由には、多くの中央銀行がその生い立ちにおいて「金融政策の担い手」より「最後の貸し手」であったために、取り付けを起こしかねない情報公開に慎重であったのかもしれないことがある。こうした要素は現在でも存在するため、中央銀行がすべての情報を公開できるとまでは考えにくい。他方、学界においても中央銀行の秘密主義のメリットを説く文献も存在する。例えば、Cukierman and Meltzer [1986] は、景気刺激と物価安定のどちらを重視するかについて、中央銀行自体の座標軸が振れているが、そのことを知っているのは中央銀行のみ、という状況の下で、中央銀行が景気刺激重視に振れているときには、そのことを民間セクターに知らしめずにすむような調節方式をとる誘因があることを示している。もっとも、この論文に限らず中央銀行が民間を出し抜いて景気を刺激しようとする、という発想は、中央銀行サイドの実感とはかなりかけ離れているように思われる。

(3) 保守的中央銀行アプローチ

(2)でみたように、インフレーション・ターゲティング採用国では、ニュージーランドのように供給ショックと需要ショックを区別した免責条項付ルールを指向している国も現に存在しているものの、現実の経済は予測不能な様々なショックや構造変化に晒されており、適切な類型をすべて例示した免責条項付ルールなどは考えられないから、金融政策は、結局、比較的単純なルールに従うか、裁量的に運営せざるをえない、というのが条件付きルール派に対する基本的反論である。このように、ステート・コンティンジェント・ルールが完備できないという想定の下ではどのような方策がありえるだろうか。

まず、物価安定維持の大枠についての信認を確保しつつ、持続的成長を損なうようなショックに中央銀行自体が柔軟に対応しうるような仕組みを内在させる工夫が考えられる。その1つはロゴフによる「保守的中央銀行案」である。²⁹⁾ Rogoff [1985] は、政府（ないしその背後にある国民の選択）よりも、より物価安定を重視する保守的な中央銀行に金融政策運営を委ねることにより、経済厚生を高めるかたちでインフレーション・バイアスを小さくすることができることを示した。ここで注意すべきことは、ロゴフのモデルでもインフレーションにしか目を向けない、超保守的中央銀行は実体経済の振れを大きくすることにより、持続的成長の基盤を損ない、経済厚生を低下させる可能性があることである。したがって、ロゴフの保守的中央銀行は反インフレ至上主義を肯定するものではない。

い。

この場合に、国民自身の選好を反映した議会ないし政府の物価重視度よりも、より高い物価重視度が結果的にはプラスに働く可能性があることから中央銀行の独立性が必要となる。

(4) 議会ないし政府の指揮によるルールからの逸脱

他方、ロル委員会報告では、最終目標について政府が選択し、操作目標は中央銀行の裁量に委ねることで、ルールと裁量の調和を図る枠組みを想定しており、経済に大きなショックが加わった場合の評価は政府のオーバーライドの有無によって決定されるべきことを主張している。これも一種の免責条項であるが、むしろルールからの逸脱条件を規定したエスケープ・クローズ的なものと位置づけられよう。この場合、ロル委員会の提案は、インフレーション・ターゲティング放棄の責任を政府が負うことにより、中央銀行の責任範囲を明確にさせ、その信認を保つことが期待されていると考えられよう。³⁰⁾

中央銀行が議会制民主主義の下における存在である以上、議会ないし政府のなんらかのオーバーライドに服するのは当然として、この場合の問題は、どの程度大きなショックに対して、どのようなかたちでこれを行わせるかという点である。保守的中央銀行へ政策を委ねることの有用性を説くロゴフの経済理論の観点からすると、もともと議会・政府の選好より中央銀行は反インフレ的であるべきであるから、オーバーライド権があまり頻繁に

29) Rogoff [1985] 参照。この視点は、補論の各タイプのモデルに共通に含まれている。

30) 補論では、Lohmann [1992] 型がこれに対応している。

Ⅱ．導入報告論文

発動されるのは好ましくない。むしろ、オーバーライド権発動を大きなショックが顕現した非常時にのみ中央銀行の決定を凍結させる仕組みにする必要があることになる。なぜなら、政府が最適と考える金融政策は中・長期的にインフレーション・バイアスを大きくしかねないからである。ロル委員会報告もこうした考え方に沿っているようにみえる。そうした観点からは、必ずしも中央銀行法自体にオーバーライド条項を明示的に書き込む必要はなく、必要があれば法改正によって中央銀行に対する指揮権を発動するといった考え方もありうるように思われる。

6. おわりに

これまでの本論文の検討結果を簡単に要約してみよう。

- (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。物価安定はそのための重要な前提条件としても位置づけられるが十分条件ではない。
- (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の増大が起き、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、この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、物価が下落していなくとも、金融緩和が必要となる。

- (3) この点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ことが金融政策の基本であり、その判別が付きにくいときは、価格変動をもたらしているコスト動向の検討や情報変数のチェックなどによって分析を補完する必要があるということになろう。³¹⁾
- (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・バイアスを抱える恐れがあることである。
- (5) こうした問題を避けるうえでは、①インフレーション・ターゲティングないしマネーサプライ・ターゲティングの採用、②免責条項付ルールの採用、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。これらの四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

31) 上述のように、ニュージーランドのインフレーション・ターゲティングは、こうした点を意識したもののといえる。

有効性は注目に値しよう。

- (6) いずれの行き方をとるにせよ、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なん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、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得られるように中央銀行に利益をもたらす、と考えるべきであろう。

最後に、本論文の未定稿初稿に寄せられたコメントのうち、改訂の際に取り入れられなかったものを、今後の検討に資するために付記しておきたい。

- (1) 本論文は中央銀行の独立性の問題を外生的ショックの緩和とインフレ・バイアス解消のトレード・オフ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。その意味で、これが独立性問題のすべてであるように受け取られない方がよいだろう。
- (2) マネーサプライ・ターゲティングにはインフレ・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うるため、政治からの圧力を和らげる防波堤の役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1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。この点は、標準的なマクロ理論では欠落している視点だが、多くの中央銀行は心に留めているのではないか。例えば、資産価格の値上がりが問題というより、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が引き起こす資源配分の誤りは、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。

これらのコメントに共通しているのは、実務家としての中央銀行スタッフの実感が本論文のような経済学的議論の枠組みのみでは十分代弁されていないということだろうと思われる。ちなみに、グリーンズパン議長は、BOE 三百周年記念コンファランスにおいて、近視眼的な選挙民のインフレ・バイアスという経済学の常套的な定式化について、選挙民の考えと行動は区別しなければならず、選挙民は実世界では実現不能な矛盾した希望（例えば、増税や支出カットを伴わない財政赤字削減）を持ちうるものであり、そうした矛盾が現実的にはどうやって解決されていくか、というプロセスについて語ることから、議論の再構築を試みている。³²⁾ この例にみられるようなかたちで、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がけることにより、より現実的に議論を構築していくことが今後の課題であろう。

32) Greenspan[1994]。

補論. 動学的分析の標準的モデル

本論文の3.4.で、直観的に説明した代替的アプローチの背後にある標準的な動学的マクロモデルは以下のような方程式体系を想定している。³³⁾

まず、総供給関数は、実質賃金率と供給ショックの関数

$$y_t = (\pi_t - w_t) + \varepsilon_t \quad (\text{A-1})$$

として、定式化される。ただし、 y_t は生産量、 π_t は t 期のインフレ率、 w_t は t 期の名目賃金上昇率で、いずれも対数表示である（以下同じ）。また、完全雇用生産量が1（対数値はゼロ）になるように単位の取り方を選ぶ。 ε_t は t 期における供給ショックを表す攪乱項である（通常は単純化のため正規分布が仮定されている）。

次に、名目賃金上昇率は $t-1$ 期の情報に基づき、合理的期待に基づき交渉により形成されるが、契約期間中の見直しは行われない。すなわち、

$$w_t = E_{t-1} \pi_t \quad (\text{A-2})$$

ただし、 E_{t-1} は $t-1$ 期における期待値を表す。

金融政策について明示的に考える場合は、金利などの操作変数をもとにマネーサプライ m_t^s を決定するものとする。

$$m_t^s = m + \lambda \varepsilon_t \quad (\text{A-3})$$

ここで、パラメータ λ の大きさが、供給ショックに対するアコモデーションの程度を

示す。 m はショックなかりし場合のマネーサプライの伸び率を示すパラメータである。

また、通貨需要を m_t^D とすると、

$$m_t^D = \pi_t + y_t - \gamma_t \quad (\text{A-4})$$

となる。ただし、前期の物価指数は1になるように単位の取り方を選ぶ。 γ_t は流通速度である。これは金利の関数であり、金融イノベーションをシフトパラメータとして含む変数であるが、金融政策のゲーム論的動学分析では、単純化のために定数として扱われることが多い。

通貨市場の均衡条件は、

$$m_t^d = m_t^s \quad (\text{A-5})$$

である。

政府の損失関数は

$$L_t^G = (y_t - y^*)^2 + \alpha \pi_t^2 + \beta c_t \quad (\text{A-6})$$

とする。ただし、 y^* は政府の目標とする産出量水準で $y^* > 0$ とする。 α はインフレ率の相対評価を示すパラメータ、 c_t はインフレーターターゲット $\pi = 0$ にコミットしていたときにこれを取り消す（中央銀行のルールをオーバーライドする）ことのコストで β はこれを評価するパラメータである。同様に、保守的中央銀行の損失関数は、

$$L_t^{CB} = (y_t - y^*)^2 + (\alpha + \Delta \alpha) \pi_t^2 \quad (\text{A-7})$$

と書ける。ここで、 $\Delta \alpha$ は保守的中央銀行であることに伴うインフレ率に対する評価の追加的強さを示すパラメータの場合である。

33) ここでの標準的モデルは、Rogoff[1985]、Lohmann[1992]、King[1995]を包括する体系を想定している。

4.で取り上げたいいくつかのアプローチは、このモデルを特定の関心に沿って単純化する一方、攪乱項の分布についての仮定を加えることにより得られる部分モデルにより解かれている。

まず、標準的なルール対裁量の議論は、(A-1)、(A-2)に加え、(A-7)で $\Delta\alpha = 0$ とおいた3式からなる体系で、中央銀行が(A-7)を満たすインフレ率を選択すると想定する。この場合、長期的には、労働組合は賃金契約に政府のインフレによる景気刺激の程度を織り込む結果、生産量はいずれにせよ自然失業率に見合う水準($y = 0$)に落ちつく一方、インフレ率は、金融政策を景気刺激に用いる裁量解では

$$\pi_D = -\varepsilon / (1 + \alpha) + y^* / \alpha$$

となる。これに対し、中央銀行がゼロ・インフレーション・ルールに基づいて行動するルール解では、

$$\pi_R = -\varepsilon / (1 + \alpha)$$

となることから、ルールに基づく行動が優れているという結論が主張される。

次に、Rogoff[1985]タイプの標準的説明では、(A-1)、(A-2)、(A-7)のような体系を考え、中央銀行がインフレ率を直接選択すると考えたとき、均衡生産量は同一になるが、政府の損失関数より多少インフレ回避的($\Delta\alpha > 0$)な中央銀行に政策を委ねることにより、社会厚生を高めうることを主張している。

他方、Lohmann[1992]は、(A-1)、(A-2)、(A-6)、(A-7)という4式からなる体系の下で、中央銀行がインフレ率

を選ぶというモデルを考える。その際、中央銀行はステート・コンティンジェント・ルールを採用することはできず、単純なルール(コミットメント)の下で行動せざるをえないとする。この場合、ショック(ε)が小さいときに政府は保守的中央銀行に政策を委ね、ショックが大きいときに、クレディビリティを失うコストを払って中央銀行に課したルールからのエスケープ・クローズを発動してショックをアコモデートするという解が最適になる。

しかし、現実にはLohmann[1992]が執筆されていた当時、いくつかの中央銀行ではステート・コンティンジェント・ルールを導入する方向に動いてきた。King[1995]は、こうした現実を念頭に置いて、(A-1)、(A-2)、(A-3)、(A-4)、(A-5)、(A-7)という6本の式からなる体系の下でルール解、裁量解、ステート・コンティンジェント・ルール解を比較している(ただし、通貨需要関数は $\gamma_t = 0$ のかたちに単純化されている)。

そして、この場合、 ε をすべての主体にとって共通の情報と仮定し、反応関数(A-3)において最適なパラメータ(m, λ)を選べば、ステート・コンティンジェント・ルールがもっとも望ましく、保守的中央銀行がこれに次ぐが、その次にルール解、裁量解、反インフレ至上主義のいずれがくるかは一概にいけない、と主張している。

本論文の本論3.、4.の議論は、これらのモデルによる分析と、現実の各国中央銀行の動向を照らし合わせて書いたものである。

以 上

[日本銀行金融研究所研究第1課長]

Ⅱ．導入報告論文

【参考文献】

- 翁 邦雄、『金融政策』、東洋経済新報社、1993年
- 加藤 雅（編）、『規制緩和の経済学』、東洋経済新報社、1994年
- 香西 泰、「バブルの発生と金融政策」、『日本経済研究センター会報』、1992年2月1日号
- 白塚重典、「物価指数に与える品質変化の影響——ヘドニック・アプローチの適用による品質調整済みパソコン物価指数の推計——」、『金融研究』第13巻第4号、日本銀行金融研究所、1994年12月
- 、「インフレーション・ターゲティング対象物価指数を巡る論点整理」、未定稿、日本銀行金融研究所、1995年a
- 、「消費者物価指数と計測誤差」、『金融研究』、第14巻第2号、日本銀行金融研究所、1995年b
- 、「乗用車価格の変動と品質変化」、『金融研究』第14巻第3号、日本銀行金融研究所、1995年c
- ・黒田祥子、「ビデオカメラ価格のヘドニック分析」、未定稿、1995年
- 副島 豊、「日本のマクロ変数の単位根検定」、『金融研究』第13巻第4号、日本銀行金融研究所、1994年
- 、「実質GDP、貨幣残高、物価の長期的関係——共和分検定の批判的再検討——」、未定稿、1995年
- 日本銀行、「経済・通貨統合に向けたEU各国の動き」、『日本銀行月報』、1994年10月
- 日本銀行百年史編纂委員会、『日本銀行百年史 第五巻』、日本銀行、1985年
- 馬場直彦、「内外価格差について——サーベイを通じた考え方の整理——」、『金融研究』第14巻第2号、日本銀行金融研究所、1995年a
- 、「マークアップ・プライシングと金融政策」、日本銀行金融研究所、未定稿、1995年b
- 、「内外価格差の発生原因について——マークアップ・プライシングの実証分析を通ずる検討——」、『金融研究』第14巻第2号、日本銀行金融研究所、1995年c
- 藤木 裕、「新しい成長理論（New Growth Theory）の実証研究——クロスカントリーデータによる実証研究のサーベイ——」、未定稿、日本銀行金融研究所、1995年
- マッカラム、ベネット、「金融政策ルールの定式化と分析——日本への応用」、『金融研究』第12巻第4号、1993年
- 三重野 康、「日本銀行の金融政策の運営」、『日本銀行月報』、日本銀行、1994年6月号
- Alesina, A., and L.H. Summers, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 25, No. 2, May, 1993.
- Archer, D., "Rules for Monetary Policy: The Rationale Underlying the New Zealand Approach," a paper presented at a conference held by the Swiss National Bank at Studienzentrums Gerzensee on March 16-18, 1995.
- Barro, R. J. and D. B. Gordon, "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, 12, 1983.
- Cukierman, A., "Central Bank Strategies, Credibility and Independence: Theory and Evidence," MIT Press, 1992.
- , and A. H. Meltzer, "A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation under Discretion," *Econometrica*, Vol. 54, No. 5, September 1986.
- , et al., "Central Bank Independence, Growth, Investment and Real Rates," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 1994.
- Englander, A.S. and A. Gurney, "Medium-Term Determinants of OECD Productivity," *OECD Economic Studies*, No. 22, 1994.
- Fischer, Stanley, "The Role of Macroeconomic Factors in Growth," *Journal of Monetary Economics*, 32, 1993.
- Fuhrer, J. C., "Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers: An Overview," *New England Economic Review*, Sept./Oct., 1994.
- Greenspan, A., Discussion on the presentation by C. Goodhart, "The Development of Central Banking," in

- F. Capie, *et.al.* eds., *The Future of Central Banking, The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, 1994.
- , "Testimony before the Committee on Finance of United States Senates," March 13, 1995.
- Goodfriend, M., "A Framework for the Analysis of Moderate Inflation," presented at the Swiss National Bank Conference on "Rules versus Discretion in Monetary Policy," Mar. 1995.
- Hall, R., "The Relation between Price and Marginal Cost in U.S. Industry," *Journal of Political Economy* 96, Oct. 1988.
- King, Mervyn, "Changes in UK Monetary Policy: Rules & Discretion in Practice," presented at the Swiss National Bank Conference on "Rules versus Discretion in Monetary Policy," March, 1995.
- Kydland, Finn E., and E. C. Prescott, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, 85, 1977.
- Lohmann, S., "Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility," *The American Economic Review*, March 1992.
- Ramey, G. and V. A. Ramey, "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth," NBER Working Paper No. 4959, 1994.
- Roll, Eric *et al.*, "Independent and Accountable: A New Mandate for the Bank of England," The Report of an Independent Panel Chaired by Eric Roll, CEPR, 1993.
- Rogoff, Kenneth, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target," *Quarterly Journal of Economics*, C4, 1985.
- Taylor, J. B., "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework," presented at the CEPR/Federal Reserve Bank of San Francisco Conference, "Monetary Policy in Changing Financial Environment," Feb. 1995.
- The Treasury and Civil Service Committee, *The Role of the Bank of England*, 1993.