

Ⅲ. コメント論文

金融政策目標と中央銀行（コメント）

貝 塚 啓 明

1. 物価安定がほぼ実現しつつある最近の日本経済においては、やや軽視されがちな物価安定、さらには安定成長と金融政策目標との関係をサーベイし、阪神大震災などの最近の大きなショックと金融政策の対応を論じ、さらに、中央銀行の独立性を新しい文脈の下で検討した興味深い論文である。
2. 翁論文1.における論点は、名目 GNP ターゲッティングをめぐる有効性を論じてるが、もう少し明示的に名目 GNP ターゲッティングを維持する議論を出してもよかったのではないかな。もっとも、GNP 変動の安定化の困難性については、Feldstein and Stock [NBER Working Paper, 1993] などにもあるように困難さがあることは確かであるが。
3. ショックに対応する金融政策の裁量的運営の部分は、実例を含み興味深い。この点に関しては、中央銀行による最終的貸手としての役割にも含まれよう。したがって、元来ターゲッティングによって旨く理解できるかについては疑問が残る。いずれにしても、ミクロ的な経済効率性を阻害しない金融政策を運用するべきであるという主

張には全面的に賛成したい。

4. 中央銀行の独立性に関しては、金融政策の目標が有効に実現するのに役立つかが重要な視点となろう。この点からすれば、有効な中間目標がうまくとれるか否かが1つのポイントとなろう。なぜならば、中間目標が曖昧であると、どうしても政策目標が不透明にみえ、政治的に中立に中央銀行が独立的に政策運営がしにくくなるであろう。翁論文は、有効な中間目標が容易に見あたらない現在では、免責条項を入れたルールや、さらには「保守的中央銀行案」をいう方向もあると主張する。これらの主張は、もっともであるが、政策運営の実状からすると、果たして日本の場合説得的な提案たりうるかは、検討を要する。具体的に提案の有効性をみるには、個別的なケースについて、過去の歴史、現状などから分析が必要となろう。なぜ、ドイツ連邦銀行が、イングランド銀行が、連邦準備制度が、日本銀行がというわけである。

以 上

[中央大学法学部教授・金融研究所特別顧問]

翁 邦雄論文へのコメント

岩 田 一 政

1. 最近の中央銀行の役割、機能に関する包括的かつバランスのとれた展望論文であり、同感するところが多い。しかし、以下の点についてもう少し立ち入って述べた方が、論文の立場や論点がより明瞭になるであろうという観点からいくつかコメントしたい。

2. 持続的成長を確保するための代替的アプローチ（翁論文1.）において、資産価格と一般物価安定の目標について述べられているがやや物足りない。1980年代後半には円レートの上昇と国内資産価格の上方バブルが組み合わされたために一般物価の安定がもたらされたように思われる。後知恵的には金融引締めを早期に発動し、より大幅な円レートの上昇を甘受すべきであったということになるが、それは可能だったのであろうか。現在の国際通貨制度に内在する介入政策の非対称性や財政政策との政策割当てに関するアンバランスの問題も一向に解決していない。為替レートの水準を適正に保つためには、国内の金融政策の支援が不可欠である。中央銀行がどの程度介入政策について責任を負うべきかという問題は、中央銀行の独立性の問題とも関連している。ブンデスバンクのようにEU域外通貨に関する介入政策についてはすべて責任を負うという方法も財政政策とのバランス確保の上から必要であると考えられる。

さらに租税政策を資産価格のバブル対策

に割当ててことは理論的には考えられるが余り機動性がないであろう。租税政策は、政治の圧力をより受けやすく、したがって税務当局の機動的な政策変化は望みにくいので実際には困難と思われる。より現実的な対処方法は、不動産融資の抑制など選択的な金融政策の発動であろう。

3. コストと価格の関係を金融政策の追加基準とすること（翁論文2.）は、マークアップ率は様々な要因で変化しえるので余り適切な指標とは思われない。情報分野で技術革新の結果マークアップ率が上昇することもありえるからであり、規制の効果を反映する場合もあるからである。市場の競争促進、規制緩和の指標として活用すべきであろう。

むしろ、マークアップ率は、望ましい長期インフレ率を算出する場合に何らかの参考になる可能性がある。かりにインフレ率一定（ただしマイナスは排除する）という長期目標を採用する場合、日本において何%を目標とすべきなのかコンセンサスは存在していない。Fischer *et al.* [1994] は、1～3%を望ましいと考えているようであるが理由は必ずしも明確ではない。日本ではとりわけ貿易財部門と非貿易財部門での生産性格差が大きいのでこの格差から発生する内外価格差の縮小を具体的に目標値の中で考慮する必要があるであろう。非貿易財の内外価格差、とりわけ非貿易財のマークアッ

ブ率の正常な水準への復帰（それは価格下落を意味するが）との関連で、どこまでが容認しえるインフレ率なのか実証的に検討する必要がある。

4. 金融政策の運営において一時的供給ショック（ただし賃金ショックは除く）は容認して、需要ショックはスムーズ・アウトするという政策はおおまかには正しいと考えられる。ただし、この場合も総需要曲線の傾き（それは例えば、貨幣需要の所得弾力性、利子弾力性、投資の利子弾力性などに依存している）によって価格安定が達成されやすい場合と産出量の安定が達成されやすい場合があることにも留意すべきである。名目 GNP を中間目標とする場合も、その有効性は、総需要曲線の傾きに依存する場合があることは、Bean[1983]の論文以来よく知られている。過去の日本経済において総需要曲線や総供給曲線の傾きがどのようなであり、またそのシフトの大きさがどのようなであったかという点についての実証的な裏付けが必要であろう。

さらに長期的目標と短期的な目標（とりわけ金利や為替レートのスムーズ・アウト）との整合性はどのように確保するのであろうか。過去の経験によれば、両者は必ずしも整合的ではなかったように思われる。中央銀行が金利のターゲティングに強く固執する場合には、総需要曲線の傾きを急にする効果をもたらすばかりでなく、価格水準の非決定性の問題が発生する可能性があるからである。

5. 中央銀行の独立性と成長率、インフレ率の実証研究（翁論文3.）は興味深い。しかし、第6表において何故、日本は成長率に

ついて例外国なのだろうか。何らかの説明が必要であろう。また日本の中央銀行は、イギリス、フランスよりも独立性が高いとされているがそれは本当だろうか。金融政策を実際に実行するうえでは、日本銀行の裁量に委ねられている部分が多いことは確かであるにしても、法律の上での独立性は同程度なのではないだろうか。ちなみに Grilli, Masciandaro and Tabellini [1991] の論文では、日本の中央銀行の独立性は、イギリス、フランス並みかそれよりも低いとの分類が行われている。独立性をどのように計測するべきかもう少し議論する必要があるように思われる。何故なら将来の日本銀行のあり方を考えるうえで、現在日本銀行が置かれている位置を確認することは必要不可欠な作業と思われるからである。

6. この中央銀行の独立性の問題は、民主主義社会における自らの行動とその結果についての説明可能性（アカウンタビリティ）と密接に関連している。独立性を強調するのであれば、それだけ国民に対する納得の行く説明が必要とされるからである。また、説明可能性（アカウンタビリティ）は、中央銀行のガバナンスの構造、政策に対する信認確保の問題とも密接に関連している。

中央銀行のガバナンスの構造について依頼人（国民）と代理人（中央銀行）の間の契約関係としてとらえる見方がある（例えば、翁論文で引用されているウォルシュ・モデル）。日本においてドイツのブンデスバンク型のモデルを参考にすべきなのか、ニュージーランド・カナダ型モデルを参考にすべきなのか、または日本独自のモデルを開発すべきであるのかきわめて興味深い

Ⅲ. コメント論文

問題である。

国民と中央銀行との間の契約関係は、中央銀行による民間銀行に対する「プルーデンシャルな規制」と類似した側面を持っている。そして、中央銀行や規制当局による民間銀行に対する「プルーデンシャルな規制」は、銀行と企業とのローン契約と類似した特徴を持っている (Dewatripont and Tirole[1993])。それは、中央銀行や規制当局が銀行の債権者である預金者 (とりわけ小口預金者) の代理人として「プルーデンシャルな規制」を行う必要があるからである。国民と中央銀行との間の契約がどの程度守られているか点検するためには、中央銀行の行動とその成果に関する情報公開と説明が必要とされる。投資家、債権者にとっての企業会計 (アカウンティング・システム) と同じくその説明は明瞭であるほど望ましい。

説明可能性 (アカウンタビリティ) をどのようにして高めるかという点については、三重野前日銀総裁 (Capie, Goodhart, Fischer and Schnadt[1994]) も述べておられるように総裁の記者会見、議会での証言、不言実行で物価安定を常に確保することなど様々な方法がある。日本の現状に照らしてみるともう少し情報公開を行うことによって国民との対話を深める必要があるように思われる。例えば、日銀政策委員会議事録の公表がその1つであり、また政策委員の任命方法の変更 (一般有識者の採用) などが考えられる。戦後直後の占領軍による日銀政策委員会を日本銀行の外におくという提案は、当時の一万田日銀総裁によって拒否されたが、説明可能性 (アカウンタ

ビリティ) を高めるという意図があったように思われる。

6. 最後に、契約アプローチを採用する場合の免責条項の中には信用秩序維持も当然含まれると考えられる。信用秩序維持のための最後の貸手機能発動については、「計算された (建設的) 曖昧さ」を保つことがモラル・ハザードを防止する上で有効であると論じられることがある。しかし、「プルーデンシャルな規制」における「自己資本比率規制」のように、最後の貸手機能についてもあらかじめ定めたルールに基づく決定を行うことが望ましい。現行の BIS 規制には多くの問題点があるが、裁量的な規制をルールに基づく規制に改めようとする点、ならびにインセンティブ規制として活用しえる点にメリットがある。

最後の貸手機能に関するルール形成の問題は、公的資金の導入による金融機関の救済に関する情報公開や政策決定過程の透明性とも関わる重要な論点であるが、論文では立ち入った論及はなされていない。私見では最後の貸手機能についてももう少し曖昧さを除く努力をした方が、国民の理解を得やすいのではないかと考えている。例えば流動性、資産の質、経営状態に応じて銀行を分類し、その結果を公表する「早期警報制度」の速やかな採用は検討に値する。いずれにしても「計算された曖昧さ」は、中央銀行が民間部門よりも多くの情報を持っていることを暗黙の前提にしている。そして、中央銀行が多様な解釈が可能な曖昧な行動をとることは、明確なコミットメントを自ら放棄することであり、時間的に非整合的な行動を誘発させやすくする結果、終

局的には中央銀行の信認を低下させる可能性
性がある。「計算された曖昧さ」の問題は、
短期の金融政策運営、公定歩合変更の意味
などに関する市場と中央銀行との対話につ
いてもある程度あてはまると考えられるの
で、より立ち入った分析が必要である。

以 上

[東京大学教養学部教授]

【参考文献】

- Bean, C.R., "Targeting Nominal Income: An Appraisal", *Economic Journal*, Vol.93, Dec. 1983.
- Capie, Forrest, Charles Goodhart, Stanley Fischer, and Nobert Schnadt, *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press, 1994.
- Dewatripont, Mathias and Jean Tirole, *The Prudential Regulation of Banks*, The MIT Press 1993.
- Grilli, Vittorio, Donato Masciandaro and Guido Tabellini, "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policy in the Industrial Countries", *Economic Policy*, Vol.13, Oct. 1991.

金融政策目標と中央銀行 コメント

植 田 和 男

1. 本論文は中央銀行の政策目標とその達成方法に関する中央銀行家からみた最近の議論の包括的なサーベイであり、学界の議論の要領よい紹介になっているだけでなく、その現実への適用可能性が随所に意識されている点で興味深いものとなっている。

サーベイの中心は、最近の学界の議論に合わせて、金融政策の最終目標としてインフレのコントロールをとりあげ、それを達成するためのルール重視の政策運営方法の是非に関する議論となっている。本コメントでは、特に翁論文の3. 4. を中心に議論してみたい。

2. 本論文のテーマについて論じるにあたっては、主要国の中央銀行において本論文の問題意識から見てどのような金融政策運営が行われてきたかを知ることが有益である。これについては Bernanke and Mishkin [1992] が要領良いサーベイを行っているので、主な結論を以下に紹介しよう。

(1) 中央銀行は、インフレだけでなく様々な目標を追求している。インフレ以外の目標としては、景気は言うまでもなく為替レートや金利などが選ばれている。さらに、こうした多様な目標間には“lexicographic”的な順序付けが観察される。すなわち、その時危機的な状況にあると考えられる変数のコントロールに

中央銀行の関心が集中する一方で、他の変数は無視されることが多い。

(2) インフレが最重要変数とされるときには貨幣供給量に関する何らかのターゲットが採用されることが多い。貨幣供給量ターゲットの使用は、インフレコントロールに対する強い意志を示すこと、金融政策に対する政治的介入を避けること等が重要な根拠と見られる。

(3) 金融政策運営にあたっては、中長期的なルール採用と短期的な裁量重視の混合型が典型的に見られるパターンである。

このように、中央銀行は多様な目標を追求しているし、インフレ制御に際しても機械的なルールを採用しているわけではない。

3. 中央銀行にとって政策目標の多様性について米国連邦準備制度理事会（以下 Fed）の経験を振り返ってみるのも有益である。¹⁾ Fed は、1914年の設立から1930年代前半まではドルと金の交換比率を一定に保つことを第1の政策目標とした。1940年代から50年代にかけては、戦争による財政赤字の増大に伴って、政府の国債発行を容易にするための低金利維持が政策目標の第一位を占めることとなった。その後、1960年代から70年代後半にかけてのインフレ率の上昇によって、1980年代前半にはインフレ

1) 以下は、Garber and Weisbrod[1992], p.605 の叙述を参考にしてている。

抑制が最大の課題となるとともに、貨幣供給量重視の政策が採用された。しかし、インフレ沈静化とともに、1982年以降は景気、インフレ、為替レート等様々な目標を重要度をかなり短期的にシフトさせつつ、注視しているようにみえる。さらに、金融システムの安全性の維持のための介入がしばしば実施されてきた。

4. 以上の議論から当然発生する疑問は、なぜ現実の中央銀行はインフレ・コントロールに加えて様々な目標を追求するのかということであり、他方なぜ学界の議論は最近特にインフレ・ファイターとしての中央銀行の役割に集中してきたのかという点である。翁論文でも、この点に関する若干突っ込んだ議論があれば興味深かったと思われる。

私自身は、この二つの問題に対する解答を持ち合わせていないが、とりあえずの感想は、第1点については、マクロ・金融問題に関する多様な市場の失敗が存在すること、また財政政策の機動性が低いために、金融政策の発動が期待される局面が多いというものである。

第2点については、長い目でみればケインズ政策が発動されるようになって、平均的なインフレ率が高まったこと、特に1960年代後半以降の米国におけるインフレ率上昇と、1980年代前半のデスインフレ局面が、学界におけるインフレ論議を刺激したこと、またこれに答える形で、dynamic inconsistency に関する文献を中心に、金

融政策とインフレの関連に関する研究が進歩したことを指摘出来るように思われる。

5. ルールとの対比で裁量的な政策のあり方を論じるには、その定義を明確にすることが必要である。ある意味で、両者の間に位置する政策のあり方として、いわゆる feedback policy を考えることができる。これは様々なショックにそれぞれ必要に応じて反応するという意味では、裁量的だが反応のあり方が前もって定められていると考えれば規則的でもある。

翁論文の2. では、feedback policy が議論されており、供給ショック・需要ショック双方に金融政策が反応すべきこと、しかし、反応の度合いが異なるべきことが論じられていると思われる。

6. 裁量的政策あるいは feedback policy に対する反対論は2種類ある。一つは古典的な Friedman の論議であり、経済にたいするわれわれの知識の不完全さゆえ、feedback policy はかえって経済を不安定化させてしまうというものである。筆者はこの議論がもう少し見直されても良いと思うが、数学的モデルの土俵にはのりにくい。

いま1つは、dynamic consistency の議論である。

7. 民間のインフレ予想を所与とした中央銀行が、dynamically inconsistent な行動をとる誘因を持ち、これが平均的なインフレ率を上げ、社会厚生水準を低下させる可能性がある点は翁論文でも明快に説明されている。²⁾ したがって、dynamically consistent

2) この文献が多くに関心を呼んでいる一つの背景は、実物的景気循環論の流行にも関わらず、理由はどうであれ、短期的には右下がりのフィリップスカーブが存在するという認識がマクロ経済学者の間で強まりつつあるという点をあげられよう。例えば、Fischer[1995]は、短期フィリップスカーブの存在をはっきりと認めている。

Ⅲ. コメント論文

な行動を強制する手段としてルールを採用という話となる。

翁論文に誤解はないと思うが、もう少し強調されても良かったと思われるのは次のような見方である。すなわち、Rogoff[1985]以後の一連の文献の一つのポイントは、dynamic consistency の達成と、feedback policy の是非とは別の問題だという点である。実際、翁論文の付録に示されているように、dynamic inconsistency を避けるような“ルール”に基づいた政策は、供給ショックに反応するような feedback 的な部分を含んでいる。しかも、需要ショックに対する裁量的な反応を含んだルール解も考えるようである。この意味では、翁論文は供給ショック対需要ショックという図式をやや強調しすぎているように思われる。以上の点は、Bernanke and Mishkin[1992]が、サーベイしたように現実の中央銀行がルールと裁量の両方を用いているとみられる点と対応しているかもしれない。

dynamic inconsistency を避けるための工夫は、Rogoff[1985]では社会平均以上にインフレが嫌いな中央銀行であるし、Walsh[1993]、Persson and Tabellini[1993]では、中央銀行職員の給与をインフレの目標値から乖離に逆比例させるような政府と中央銀行の契約である。

このような dynamic inconsistency 解決

の方向は、中央銀行の独立性や accountability を高めるべきだという議論と大まかには対応していよう。Fischer[1995]は、政策目標についてはインフレをしっかりと制御すべきだというような明示的な目標を設定し、他方その達成方法については中央銀行に任せつつ、accountability を高めることにより目標達成の責任を負わせるべきだと主張している。以上は、翁論文の4.の整理と大まかには対応している。

8. 7. でまとめたような dynamic consistency を中心とした最近の議論の発展は有益なものと思われるが、現実の中央銀行の行動の最も重要な部分についているとは言えないかもしれない。

すでに関連文献には存在するが、現実の中央銀行は reputation を気にして中長期的な行動をとるとも考えられるので、dynamic inconsistency の問題がそれほど重要かどうか検討の余地があろう。

上で述べたように、現実には中央銀行の政策目標は多様であり、しかもどのような“事件”が発生するか事前には予想しがたいことが多い。したがって、本質的な意味で規則的な政策は採用しがたいという面があるように思われる。³⁾

以 上

[東京大学経済学部教授]

3) 5. でまとめたような“ルール”と“裁量”の混合型の政策における“裁量”とは、事前に予想されるタイプのショックへの、事前に決めた規模での反応であり、本来の意味での裁量の余地はないとも言える。

【参考文献】

- Bernanke, B. and F.Mishkin, "Central Bank Behavior & The Stability of Monetary Policy: Observations From Six Industrialized Countries," NBER Working Paper, No.4082, 1992.
- Fischer S. "Modern Approaches to Central Banking," NBER Working Paper, No.5064, 1995.
- Garber & Weisbrod, *The Economic of Banking, Liquidity, and Money*, D.C.Health and Company, 1992.
- Persson, T. and G.Tabellini "Designing Institutions for Monetary Stability," *Carnegie—Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993.
- Rogoff, Kenneth, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target," *Quarterly Journal of Economics*, C4, 1985.
- Walsh, C., "Optimal Contracts for Independence Central Bankers: Private Information, Performance Measures and Reappointment," Working Paper, 1993-02, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1993.

「金融政策目標と中央銀行」コメント

吉 川 洋

1. 金融政策の究極的目標は、本論文でも述べられているとおり、「国民の福祉向上」

(分配上の公平も含む)である。具体的には、「物価の安定」と「持続的成長」(=実質 GNP の「潜在的成長率」)を実現することにある。こうした目標との関連で状況に応じて、為替レート、資産価格等も政策目標のメニューに入ることになるであろう。複数の目標を持てば、金融政策のみですべての目標を達成することは一般的には不可能であり、中央銀行がトレード・オフに直面することもあるはずである。いくつかの目標の間のトレード・オフの関係、そしてそこからどの状態を選択するかという政策選好関数、いずれも時間とともに変化しているから、その意味で硬直的なルールは望ましくない。

2. 「ルール」か「裁量」かという問題について、すでに述べたとおり私は「裁量」に代わるべき「ルール」は存在しないと考えている。金融政策にルールを課すことが望ましくない、と考える最大の論拠は、現実の経済において「潜在」成長経路が「トレンド」という言葉でイメージされるようなスムーズなパスである必然性はないということにある。もし「潜在」成長経路が極めてスムーズな経路であるならば、金融政策に関するルール、例えばマネー・サプライ成長率の安定化といったルールは、現実にもそうであるよりも遥かに望ましい性質を

持つであろう。マネー・サプライの成長率を一定に保てば、現実の成長率が高くなった時には金利への上昇圧力が働く(逆は逆)。こうした「ビルト・イン・スタビライザー」としての機能を望ましいと考える根拠は、そのまわりで安定すべき「潜在」成長経路がスムーズである、とする前提にある。

しかし現実には、マクロ経済について足下の実際の動き y と並んで、それぞれの時点における潜在成長経路 y^* もはっきりとはわからない。様々な生産要素の需給関係を調べながら、「インフレなき成長」を模索するということは、 y 、 y^* 両者についてベストのインフォメーションを集めるよう努力しているということであろう。日銀の全国支店における情報収集、調査統計局の業務は、 y 、 y^* に関するそれぞれの時点の情報収集活動なのだと私は理解している。政策目標が「物価」と「実質 GNP」という2変数であるとしても、その「実体」を理解するためには、数多くの変数について情報を収集・分析しなければならない。

3. すでに述べたとおり、 y^* が安定している必然性は全くない。そうした状況の下で y が y^* を上回らない限り、いかなる y の上昇もアコモデートするのが自然である。一般的に y の上昇はマネー・サプライの上昇を副産物として生み出すであろうが、そうした場合のマネー・サプライの変動に拘泥

すべき理由はない。

翁論文では、「サプライ・ショック」はアコモデートするのに対して「ディマンド・ショック」はアコモデートしない、という立場が紹介されている。この立場は、ある意味で私が上に述べたことに近い。しかし、現実にはほとんどすべての時点で y が y^* を下回っている（例えば、1970～94年の25年間で y が y^* を上回ったのは70年代初頭の1、2年ではないか）。そうした場合には、（正の）ディマンド・ショックがアコモデートされるのは当然である。現実の日銀による金融政策は基本的には私がここで述べていることを行っているのではないと思われる。その場合には金融政策は裁量的な金利政策にならざるをえない。

4. マネー・サプライ安定化との関連では、「バブル時代」への反省が一つの論点になっている。翁論文にあるとおり、「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、資産価格の問題については、マネー・サプライの高成長もさる

ことながら、その内訳、つまり、銀行による不動産向けなど資産購入への貸出が急増したところにあったのではないか。日銀は、マネー・サプライの統計と同じ速報性を持って貸出内容についても知ることはできるはずである。この点でも、マネー・サプライという一つの統計にあまり拘泥する必要はないのではないかと考える。

5. 最後に「物価安定」の基準（翁論文3.）について：高度成長期はもちろん、1980年代以降においても、依然、製造業・非製造業間の生産性上昇率格差を反映したCPI/WPI間のギャップが存在する。CPIゼロインフレ/WPIデフレという組み合わせより、CPIインフレ/WPIゼロインフレという組み合わせの方が政策目標としてはリーズナブルだと考える。ただしその根拠については、私自身（デット・デフレーションによる不況を避けるといったことの他に、）未だははっきりとした理論的根拠を持っていない。

以 上

[東京大学経済学部教授・金融研究所客員研究員]