

第7回国際コンファランス ——「より有効な金融政策を目指して」——

1. はじめに——今回のコンファランスの特徴
 2. 各セッションの概要
 3. 総括コメント
- 参考

1. はじめに——今回のコンファランスの特徴

金融研究所は、1995年10月26、27日の両日、「より有効な金融政策を目指して」（“Toward More Effective Monetary Policy”）をテーマとして内外有力学者、中央銀行関係者等を招いて第7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リストは参考1.参照）。

今回のコンファランスは、近年の金融市場の環境変化や各国の制度的対応を踏まえて、金融政策をより有効なものとするために、運営上あるいは組織上のフレームワークはどうあるべきかとの点について、議論することが主な目的であった。具体的には、①近年、厳格なインフレーション・ターゲティングの導入などルール重視の政策運営に移行する国が増加している中で、こうした政策運営への経済理論面の論拠はどこに求められるか、②デリバティブズの発展に代表される金融市場環境の変化は、政策対応のあり方にどのような影響を与えるか、③最近議論が高まっている中央銀行の独立性やアカウンタビリティといった問題を金融政策の有効性確保という観点からどう考えるべきか、といった点について議論を深め、今後の政策運営に供することが企図された。

こうした問題意識に基づき、コンファランスでは、まず松下総裁の開会挨拶、金融研究所海外顧問のキーノート・スピーチおよびパドア・スキオッパ イタリア銀行副総裁の特別スピーチが行われ、その後、以下の三つのセッションに分けて討議が行われた（プログラムは参考2.参照）。

第1セッション「有効な金融政策のためのフレームワークの探究」（“Exploration of a Framework for Effective Monetary Policy”）では、まず、コンファランスの導入部として、デリバティブズの発達など最近の金融環境の変化や経済理論の変遷を踏まえ、金融政策運営におけるターゲティングのあり方、中央銀

行の制度改革の方向について、基本的な考え方が議論された。続く第2セッション「ガイドラインに基づく金融政策運営の実情」(“Experience with Monetary Policy Guidelines”)では、金融政策運営のルール等について、主要国の実情が概観された。さらに、第3セッション「中央銀行の独立性とアカウンタビリティ」(“Central Bank Independence and Accountability”)では、金融政策運営を巡る制度的な枠組みの中で、最近の論点である独立性とアカウンタビリティについて、理論および各国の実情を踏まえた議論が展開された。

今回のコンファランスでは従来に増して多くの論点にわたり活発な議論がなされたが、その主要なポイントを整理すると以下のとおり。

- ① 金融政策の目標に関しては、物価安定が大前提であるという点について、会議参加者の間で意見の一致をみた。
- ② ルールと裁量の問題については、最近の経済理論の貢献を評価しつつも、現実の政策運営においては、両者は単純に対立軸となしうるものではないとの意見が中央銀行関係者を中心に多くみられた。例えば、ドイツのマネタリー・ターゲティングは、ショックに対して裁量的に対応する余地を残したものであることが指摘された。
- ③ また、近年、物価上昇率の目標を公表するインフレーション・ターゲティングに移行する国が増加している。そのパフォーマンスは、現状良好なものの、インフレーション・ターゲティングの有効性について最終的な判断を下すには、時期尚早との意見で一致をみた。このほか、中央銀行関係者を中心に、インフレーション・ターゲティングは、政策運営の透明性を高め、信認確保に寄与する広報機能を持つことが実践的な利点であるとの意見が多数出された。
- ④ わが国の政策運営については、1970年代以降二度誤りを犯したが、これは為替レートと経常収支に対する過剰反応によるとの指摘がなされた。こうした指摘については、主に中央銀行関係者から資産価格のバブルを中央銀行の責任に帰することはできないとの意見が聞かれた。なお、資産価格については、それ自体を政策目標とすることは不適切であるが、情報変数として活用するべきとの意見も聞かれた。
- ⑤ この間、デリバティブズの発展に代表される金融市場環境の変化については、その金融政策波及経路への影響の解明、市場参加者の期待に関する情報提供のあ

り方等が今後の検討課題として示された。

- ⑥ 独立性とアカウンタビリティに関しては、法律上の独立性と事実上の独立性とを明確に区別して論じていくことが重要であること、金融政策に対する信認を確保し、その有効性を高めるうえで、政策目標を開示する意義は大きいこと等の点につき幅広いコンセンサスを得た。ただし、政策運営上の意志決定にまつわる詳細な情報を公開していくことには、中央銀行関係者を中心に慎重な見解が多かった。
- ⑦ アカウンタビリティの金融政策に与える影響については定量的な国際比較分析を行うためのアカウンタビリティ指数の試算値が示された。これについては、興味深い試みながら、改善の余地が多いとの向きが大勢で、今後の課題として残された。
- ⑧ 中央銀行の独立性を巡る議論の中では、中央銀行に対し独立性を賦与することに反対する意見は出されず、物価安定と金融システム安定の二つの政策目標の達成にあたって独立な中央銀行がどの程度ブルーデンス政策に関わるべきかについて、意見が大きく分かれた。

各セッションでの議論の概要を要約すると以下のとおりである（以下敬称略、文責 金融研究所）。

2. 各セッションの概要

(1) 総裁・海外顧問・招待者スピーチ

今回のコンファランスでは、会議の冒頭、松下総裁、メルツァー、テイラー両金融研究所海外顧問、およびパドア・スキオッパ イタリア銀行副総裁から、会議のテーマに則したスピーチが行われた（松下総裁のスピーチ、およびその他スピーチの要旨については参考3.参照）。

イ. 松下総裁スピーチ

松下総裁は、開会挨拶を兼ねたスピーチのなかで、今日金融政策運営の枠組みを検討するに当たっては、①金融環境の変化、②民間部門の期待形成、③政策立案に際して経済に内在する不確実性、の三点が重要であると指摘した。そして、今回の国際コンファランスの議論を通じて、中央銀行が金融環境の変化により的確に対応できるようになると同時に、理論と現実のギャップが少しでも縮まることを期待すると述べた。

ロ. メルツァー顧問(カーネギー・メロン大学教授) キーノート・スピーチ

次に、メルツァー顧問(カーネギー・メロン大学教授)が、「金融政策を国内的・国際的により有効なものとするために」(On Making Monetary Policy More Effective Domestically and Internationally)と題するスピーチを行った。メルツァーは、近年の歴史的な事例と、経済理論の発展の双方に触れながら、金融政策をより有効なものとするための世界的なフレームワークとして、主要3カ国(米・独・日)が、インフレ期待の安定に向けてルールに基づく金融政策運営を行い、小国は、自国の為替レートをこれらの国の為替レートに連動させ、中間の国々はそのいずれかのアプローチを選択することにより世界的な物価安定を実現する枠組みを提案した。

ハ. テイラー顧問(スタンフォード大学教授) キーノート・スピーチ

テイラー顧問(スタンフォード大学教授)は、「より有効な金融政策のための政策ルール」(Policy Rules as a Means to a More Effective Monetary Policy)と題してスピーチを行った。テイラーも、金融政策をより有効なものとするための政策運営上の枠組みとして、操作目標誘導のガイドラインとなるようなルールが最も重要であると述べ、①政策運営上のルールに関する研究の展望、②ターゲットを決定し、ルールを設定することが金融政策をより有効なものとするうえで役立つ理由、③マネーを操作目標とする政策ルールと金利を操作目標とする政策ルールの差異と類似点について論じた。

ニ. パドア・スキオッパ(イタリア銀行副総裁) 特別スピーチ

最後に、パドア・スキオッパ イタリア銀行副総裁が、「金融政策の運営スタイルについて」(Styles of Monetary Management)と題して特別スピーチを行った。まず、様々な環境の下で、十分継続性を持った金融政策運営方法を「スタイル」と命名し、「スタイル」には、マネーサプライなど特定の政策目標に事前的にコミットするスタイルと、総合判断に基づく政策運営を通して信認を獲得しようとする「古典的なスタイル」(“classic style”)があると述べた。そして、マネタリー・ターゲティングをスタイルにまで高めたのはブンデスバンクのみであること、古典的なスタイルも、具体的な政策目標にコミットするスタイルの教訓を吸収しつつ、理論と経験の両方に基づく修正を施すことによって、効果的な手法へと発展してきていること等を指摘し、物価の安定を実現しうるスタイルは単一ではなく、重要な点は政策運営の透明性を確保することによって信認を獲得したうえ、柔軟性のある金融政策によって評判を高めていくことである、と締め括った。

(2) 第1セッション：有効な金融政策のためのフレームワークの探究

第1セッションでは、コンファランスの導入部として、これまでの経済理論の変遷や最近の金融環境の変化を踏まえ、金融政策運営におけるターゲティングのあり方、中央銀行の制度改革の方向について、基本的な考え方が議論された。

イ．政策目標と政策ルール

レイドラー (カナダ・ウエスタン・オンタリオ大学) は、提出論文「インフレーション・コントロールと金融政策ルール」 (Inflation Control and Monetary Policy Rules、各提出論文の要旨は参考 3. 参照) に沿って、学界における金融政策を巡るこれまでの議論を整理・展望した報告を行った。本報告については、主に①政策目標の選択とアカウンタビリティ、②ルールと裁量の二点が議論された。

まず、政策目標の選択に関してレイドラーは、民間部門は政策手段や中間目標と最終目標の関係について十分な知識を持っておらず、中央銀行が政策運営に対する信認を獲得するうえでは、政策運営の考え方やその結果に対するアカウンタビリティを負うことが必要とされると指摘した。また、フリードマン (ハーバード大学教授) も、インフレ率の目標設定に当たっては、インフレのコストがどれほどのものか民間に説明する必要があるとこれを補足した。これらの意見には、基本的には賛同が得られたが、中央銀行関係者を中心に、いくつかの留保点が示された。まず、リック (スイス国民銀行経済局長) が、政策手段と最終目標のリンクやインフレのコストについては中央銀行自体も不十分な知識しか持っていないのではないかと疑念を示したほか、政策目標の設定・表明は、政策当局が目標からの短期的な乖離に過剰反応し、中期的な目標達成にマイナスとなる側面もあるとした。またキング (イングランド銀行理事) も、イングランド銀行総裁の記者会見での発言が曲解されたエピソード¹⁾を紹介し、一般大衆の信認を得ることは必ずしも容易ではないことを指摘した。

また、政策目標として具体的に何を選べどどのように設定すべきかという点についてレイドラーは、物価水準のターゲティングを主張したのに対し、ミシュキン (ニューヨーク連銀調査局長) は、物価水準をターゲットとした場合、物価の計測に伴う誤差の累積が中長期的に大きくなる危険性を指摘し、インフレ率ターゲティングの方が望ましいと述べた。この点については、ビービー (サンフランシスコ連銀上級副総裁兼調査局長) は、物価水準ターゲティングでは一時的なショックにより物価がターゲットから乖離する毎にターゲットの修正・アナウンスが必要になるが、インフレ率ターゲティングではその手間が必要ないとしてイ

1) イングランド銀行総裁が金融政策のトランスミッション・メカニズムは未だ十分に解明されていないと記者会見で漏らした翌朝、この発言が新聞に「総裁は何も分かっていない」 (“Governor says he hasn't got a clue.”) との見出しで掲載されたとの経緯。

ンフレ率ターゲティングの利点を強調した。他方、メイズ (ニュージーランド準備銀行経済局長) は、インフレ率ターゲティングでは、中央銀行がインフレ抑制失敗を一過性のものとしてしまう可能性があり、中央銀行に対する信認を獲得するという観点からは問題があることを指摘し、意見の一致をみなかった。

第二に、ルールと裁量の問題を巡っては、レイドラー が、中央銀行が経済動向やそのメカニズムについて民間より熟知しているといえない場合は、ルールによる政策が望ましいと主張し、メルツァー もこれに賛同する意見を述べた。こうしたなかで、キング は、中央銀行が十分な知識を有し必要に応じてより適切なルールが設定できたとしても、ルールの機械的な適用だけでは、中央銀行の任務は果たしえないとし、中央銀行が持つ知識や経験を活用して政策遂行に当たるべきとの意見を述べた。また、ホワイ ト (BIS 金融経済局長) も、実際の政策運営に当たっては、現実にはルールと裁量の折衷が望ましいのではないかと述べた。

この間、ムッサ (IMF 調査局長) は、長期にわたりゼロ・インフレが達成されたのは金本位制時代のみであったという歴史的事実を指摘し、管理通貨制度のもとでゼロ・インフレを目指すことは非現実的であり、より現実的な低インフレを目指すべきとした。さらに、インフレ抑制スタンスの強さはその時々民意を反映するものであり、先進国における 1980 年代以降のインフレ鎮静化の背景としては、民間部門が低成長をインフレを抑えるためのコストとして受け入れたことも重要であるという意見を述べた。これに対し、ジョーダン (クリーブランド連銀総裁) は、1970 年代のインフレの進行が中央銀行に対する信認の喪失とインフレ期待の上昇をもたらし、これらの間の悪循環が生じたことによりインフレに拍車がかかったことを考えると、物価の安定には、中央銀行に対する信認が厚く、人々がインフレを一時的なものと受けとめることが必要条件であると反論した。

ロ. 環境変化と金融政策

マリ ンズ (前 FRB 副議長、現 ロングターム・キャピタル・マネジメント社長) は、提出論文「変貌する金融環境下における金融政策の課題」(Challenges for Monetary Policy in the Evolving Financial Environment) に沿い、近年の金融市場を取り巻く環境変化として、①財政バランスの悪化と、②デリバティブズの発達やグローバル化の進展などの金融資本市場の変化、をとりあげ、その金融政策に与えるインプリケーションについて報告した。

まず第一の点について マリ ンズ は、先進国の持続不可能な財政不均衡が、金利上昇という金融市場の反応を招くと指摘し、近年、金融市場の財政赤字に対する感応度は特に高まりつつあり、金融危機の発生を抑えるために、中央銀行は財政状況の悪化を注視していく必要があるとした。この点については、フリードマン から、資本市場の財政赤字に対する感応度は大きくないのではないかと疑問が投

げかけられたが、これに対して、マリンスは、金融市場が何らかのきっかけで突然極端な反応をみせた実例として、最近のメキシコ通貨危機を挙げ、中央銀行は自国に限らず金融危機の萌芽となる財政不均衡の拡大に目を配る必要があることを主張した。

第二の論点であるデリバティブズ取引の経済効果については、マリンスから、デリバティブズの発展は、①金融市場を複雑にした一方で、金融取引費用の削減やリスクの分解・価格付けを可能とし、トレーディングやリスクヘッジの投資機会を増大させたことで市場の効率性を高めたこと、②しかしながら、中央銀行にとってはシステミック・リスクに対する懸念が生まれ、企業内部でのリスク管理や決済システム、ネットティングなど法律・制度面での整備が求められていること、が指摘された。こうした点についてはモスコウ（シカゴ連銀総裁）も、デリバティブズのリスク分解・再配分機能が経済全体の厚生を高めること、デリバティブズのネットティング機能が決済システムにかかる負担を軽減すること、というマリンスの指摘に同意するとともに、すでに FRB や BIS では、自己資本規制の他にもリスク管理能力・体制の整備を指導するなどデリバティブズの発展への対応に注力している点を紹介した。

一方、金融政策との関連では、マリンスが、①デリバティブズの発展は金融政策の伝播を弱める可能性があり、政策の発動に際してはその影響を十分検討することが求められるが、一方では、②従来得ることのできなかった市場参加者の期待に関する情報を与えてくれること、また③オプションの利用によって、機動的かつ低コストな為替市場への介入や金融市場調節が可能となることなどを指摘した。これらの点については、グッドフレンド（リッチモンド連銀調査局長）が、リスクの移転が金融政策の伝達速度を低下させるならば、急速な引き締めが必要が生じたとき問題となるのではないかと指摘したほか、ケーニツヒ（ドイツ・ブンデスバンク経済局長）も、中央銀行が市場の期待に関する情報を知りえたとしても、それをどう利用すべきか、また、市場の期待を変えるべきか、それともこれを追認すべきかについて、十分検討が進んでいないと指摘した。また、デリバティブズの金融調節手段としての活用についてもモスコウから、現実のオペレーションでは時々刻々変化する資金需給に応じる必要があるため、従来の手法をデリバティブズでは完全に代替することはできず、両者を補完的に利用していかなばならないとの指摘があった。なお、マリンスは、中央銀行は金融市場を通じて金融政策を行っている以上、デリバティブズ取引を含めた市場に対する理解を深めることが信認を得る上でも不可欠であると述べた。

(3) 第2セッション：ガイドラインに基づく金融政策運営の実情

第2セッションでは、金融政策運営のルール等について、先進主要国の実情が概観された。

イ. 米国におけるマネタリー・ターゲティングの盛衰

フリードマンは提出論文「米国金融政策のガイドラインとしての通貨供給量ターゲット政策の興亡」(The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidelines for U. S. Monetary Policy)に沿って、米国におけるマネタリー・ターゲティング政策(通貨供給量伸び率を目標とする政策)に関する過去20年間の経験を主に時系列モデルによる実証結果から概観した。この報告に対しては、①実証結果の解釈、②推定方法、を巡って議論がなされた。

まず実証結果の解釈について、フリードマンは、連邦準備制度がマネタリー・ターゲティングを採用していた時期は、通貨供給量と生産量あるいは通貨供給量とインフレ率との関係が安定していた時期とほぼ重なり、1993年にマネタリー・ターゲティング政策を放棄したのも、通貨供給量と生産量あるいはインフレ率との関係が希薄化してきた時期に対応している。したがって、連邦準備制度の政策変更は経済環境の変化に応じて適切になされたものである、との解釈を示した。また、各国毎に最適な政策は異なることが当然であって、マネタリー・ターゲティングについて世界共通の結論が得られている訳ではなく、またその必然性もないと主張した。これに対し、ロングワース(カナダ銀行金融経済分析局長)は、①通貨供給量と物価・生産量の間の短期的な関係が希薄化したとしても、長期的な均衡関係が成立しなくなったことは意味せず、通貨供給量の情報変数としての価値は排除されない、②しかしながら、金融革新などにより通貨需要関数が不安定となったことから、通貨供給量を中間目標とする国は更に少なくなるだろうと指摘した。

また、コーン(連邦準備制度理事会金融政策局長)も、連邦準備制度は、通貨需要関数に関して研究・観察を重ねていると指摘し、通貨供給量と実体経済、物価に関しては短期の関係は観察されなくとも、より長期の均衡関係があると考えられるとの意見を述べた。

次に、推計方法を巡る問題に関しては、ロングワースから財政ショックなどで変化している可能性がある長期均衡実質金利を説明変数として含まない関数の特定化には問題があるのではないかと指摘があったほか、リックもVAR(多変量自己回帰モデル)²⁾を対数階差データ³⁾に当てはめた場合、通貨供給量の伸びは実体経

2) VAR(Vector Autoregression)モデルとは、複数の経済時系列データの変動を記述する統計的手法の一つで、経済データの間の関係について事前的な関係を特定化せずに、各データの変動をそのデータ自身の過去の値と他のデータの過去の値によって説明する多変量の自己回帰モデル。

済にほとんど影響を与えない結果になりやすいとの点を指摘し、誤差修正項(水準データ)⁴⁾を加えることを提案した。さらに、レイドラーは、通貨供給量が安定している場合には、生産量の変動やインフレ率に対する通貨供給量による説明力はほとんどなくなってしまうと論じ、また、マッカラム(カーネギー・メロン大学教授)も、たとえインフレ率が完全に金融政策に依存して決まってくるような場合であっても、通貨供給量の目標値と実績値がほぼ一致しているのであれば、VAR モデルによって金融政策の効果はほとんど明らかにならず、ここでの分析アプローチは不適切であると指摘した。

こうした実証方法を巡る批判に対してフリードマンは、金融政策により通貨供給量が完全にコントロール可能であればマッカラムの指摘は正しいが、実際の通貨供給量の変動は大きかったので VAR モデルでその影響は捕捉できるはずであると反論したほか、一般論として、通貨供給量とインフレ率あるいは生産量の間の安定した関係を求めるあまりに、通貨の定義やラグ構造を頻繁に変えたりするこれまでの実証方法を批判し、自己の手法の正当性を主張した。

ロ. ドイツにおけるマネタリー・ターゲティング

ノイマン(ドイツ・ボン大学教授)は、提出論文「ドイツにおけるマネタリー・ターゲティング政策」(Monetary Targeting in Germany)に沿って、ドイツにおけるマネタリー・ターゲティング政策を、理論的枠組み、具体的政策、および実証結果の三点に分けて報告した。本報告に対しては、主に、何故ドイツはマネタリー・ターゲティングに成功しているのかという点を巡って議論がなされた。

すなわち、ノイマンは、ドイツにおけるマネタリー・ターゲティングの枠組みについて、貨幣数量説に基づいて、許容できるインフレ率(2%)、均衡生産量の変化率、均衡流通速度よりターゲットが決定され、またターゲットの公表がインフレ期待の抑制に好影響を与えていること、他方、具体的な政策運営に当たっては、短期の物価変動、為替レート変動、通貨需要変動などに応じて目標伸び率からの乖離を認めるなど弾力的な対応が行われていること、を報告した。

VAR モデルを利用すると、経済データ間の相互依存関係を統計的に解析することができる。

- 3) VAR モデルによる分析では、経済データが時間を通じて一定の平均、分散、共分散を持つこと(いわゆる定常性の仮定)が必要である。このため、実際の分析に当たっては、こうした仮定を満足させるため、通貨供給量等のトレンドを持ったデータについては、自然対数に変換し、前期との差をとった上で分析を行うことが多い。因みに、この操作は前期比をとることとはほぼ等しい。
- 4) 長期的にみて通貨供給量、物価、生産量の間に存在する統計的關係からの乖離を表現する変数のこと。誤差修正項を用いた統計手法の詳細については、吉田知生、「通貨需要関数の安定性をめぐって——ECM(Error Correction Model)による計測——」(『金融研究』第8巻第3号、日本銀行金融研究所、1990年)を参照。

こうした報告に対して、ジョーダンは、ブンデスバンクのターゲティング政策成功の背景として①金融政策の最終目標としての物価安定、②ブンデスバンクによるターゲットの自律的な決定、③国民からの信認、を挙げ、ドイツと米国の違いとして、ブンデスバンクは短期の名目生産量の変動に対して反応しないことを指摘し、これがドイツの政策当局が信認を勝ちえている理由かもしれないと述べた。

また、レイモン（EMI 事務総長）は、ドイツの金融革新の遅さも、物価の安定、通貨需要関数の安定性に寄与していると指摘し、貝塚（金融研究所特別顧問、中央大学教授）も、ブンデスバンクの金融政策が成功しているのは、ドイツでは債券市場や株式市場は未発達であり、銀行が金融市場で中心的な役割を果たしているため、ブンデスバンクの金融政策スタンスが浸透しやすいためであろうと指摘した。

一方、ジョーダンは、東西ドイツ統一によって、西ドイツの通貨需要に変化は生じなかったのかと質問した。これに対して、ケーニツヒは、東西ドイツ統一後の通貨需要は、金利変動、税制改革、ヨーロッパ通貨制度の動揺などから、短期的に不安定化することもあるが、早い時期に金融自由化を行い、また金融革新が比較的ゆっくりと進行していることもあって、長期的通貨需要関数はかなり安定しているとの見方を示した。さらに、レイモンも、東西ドイツ統一後の物価安定は特筆すべきものであり、これは多分にブンデスバンクに対する信認によるものであるが、物価安定に関する政府および国民の広い支持の結果でもあると述べた。また、こうしたドイツの経験は、ヨーロッパ諸国にとっても、物価安定を達成するための見本となっていると指摘した。

ハ．インフレーション・ターゲティングの経験

マッカラムは、提出論文「インフレーション・ターゲティングの実践と理論：カナダ、ニュージーランド、スウェーデン、英国での経験を踏まえて」（Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in General）に沿って、1990年代にインフレーション・ターゲティングを採用した4カ国（カナダ、ニュージーランド、スウェーデン、英国）の政策運営の実状を概観したうえで、インフレーション・ターゲティングを支持する論拠として、実践的および経済理論的な二つの観点を指摘した。また、従来からの持論に基づき、インフレーション・ターゲティングに比べて名目 GDP ターゲティングが、技術的な観点から望ましい可能性があるとも指摘した。

すなわち、マッカラムは、インフレーション・ターゲティングを採用している各国の現状評価として、各国とも、インフレ率が低下し、またインフレ期待が小さいスイスとの長期金利差が大幅に縮小していることから、インフレ期待も鎮静

化しているとみられるが、一方では失業率が依然改善していないこと等もあって、その評価に当たっては今少しの経験が必要との判断を示した。

マッカラムのこうした評価については、あと数回の景気循環を経たうえでないと政策パフォーマンスの判断は難しいとの意見で一致をみたが、レイドラーは、インフレーション・ターゲティング採用国とスイスとの間の長期金利格差は、財政制度の脆弱性に対する市場の評価の結果であると考えるべきと指摘したほか、ノイマンも、インデックス債発行国については、物価インデックス債⁵⁾と名目債の金利から期待インフレ率に関する情報が得られるから、これを利用して分析を試みてはどうかと提案した。

次にマッカラムは、インフレーション・ターゲティングを支持する論拠として、①金融政策は中・長期的に物価には大きな影響を与えるが、生産・雇用には影響を与えることはできないため、中央銀行は中・長期的な物価安定にコミットしていることを明示すべきであること、②裁量的金融政策においては、近視眼的な政治圧力が中央銀行に加わり、インフレ・バイアス⁶⁾がもたらされやすいこと、を指摘した。

これに対しては、インフレーション・ターゲティングを採用している中央銀行関係者を中心として、インフレーション・ターゲティングが民間部門とのコミュニケーションを強めるメリットがある点を強調する意見が多数聞かれた。まず、キングは、インフレーション・ターゲティングは、物価安定を達成するうえでの魔法の妙薬ではありえないと述べたうえで、物価上昇率の目標値を設定するだけでなく、これに付随する様々な政策運営枠組みの変更が重要であるとの見方を示したこうした枠組みの中では、インフレーション・リポートを発行すること等を通じた広報機能の拡充によって、政策運営の透明性を高め、アカウンタビリティを改善し、民間部門の金融政策に対する考え方に影響を与えていくといったプロ

5) 物価インデックス債は、金利と元本を物価指数に連動させ、その実質価値を保証する債券で、英国、フランス、イスラエル、スウェーデン等の政府が実際に発行している。この物価インデックス債の流通市場の情報を利用すると、実質金利と期待インフレ率を導出することができ、金融政策運営上、極めて有益な情報が得られるため、各国で注目を集めている。物価インデックス債から実質金利を導く方法の詳細については、北村行伸「物価インデックス債と金融政策——実質金利と期待インフレ率を国債流通市場情報から導く手法とその応用——」(『金融研究』第14巻第3号、日本銀行金融研究所、1995年)を参照。

6) 政策当局がインフレ率と雇用(あるいは産出量)についてそれぞれ目標値を持っており、その目標値からの乖離を小さくするよう政策運営を行うと考えた場合、裁量的な政策運営には、インフレを許容して雇用拡大に走る誘因がある。しかしながら、経済理論上は、民間経済主体が政策当局のインフレ政策への誘因を考慮して行動するため、中・長期的にはインフレ率が経済にとって望ましい水準よりも高くなってしまう(いわゆる「インフレ・バイアス」の発生)一方、雇用の拡大は一時的に終わるとの問題が知られている。

セスが重要となると述べた。広報機能に関しては、アンダーソン（スウェーデン・リクスバンク経済局長）、ノイマンも同様の評価を与えたほか、ミシュキンは、インフレーション・ターゲティングによる広報機能は、名目 GDP ターゲティングの下では実現しえないと主張した。この点については、マッカラムも、中央銀行と民間部門の間のコミュニケーションを円滑にするという観点からみれば、インフレーション・ターゲティングは名目 GDP ターゲティングよりも望ましい性格を有していると述べた。

こうしたインフレーション・ターゲティングに対して肯定的な発言がみられる中で、ムッサは、物価安定は金融政策の第一義的な目標であるが、インフレ率は政策運営上の指針にはなりえないと主張した。すなわち、金融政策の運営は、インフレ圧力が高まっているときには金融を引き締め、逆の場合は緩和するというのが基本である。この場合、金融政策効果が波及するまでのラグを考えれば、インフレ率自体を政策運営の指針として利用することはできないとした。このほか、ビービーも、長期的な物価安定を図ることと、短期的に景気安定化政策をとることとは、ルール重視型の政策運営の枠組みにおいても両立しうるとした。例えば、テイラーが提案したルール⁷⁾では、短期金利は、物価上昇率と経済成長率のトレンドからの乖離に依存して誘導されるが、この場合、短期的には景気安定化政策が重要な役割を果たす一方、長期的には成長率は潜在成長率に収斂していくため、物価に依存する部分が大きくなると述べた。

なお、マッカラムは、インフレーション・ターゲティングは政府と中央銀行が契約を結ぶことによって、近視眼的になりがちな政府の行動に対して制約をかけるという点に意義があると述べた。この点に関して、メイズも、こうした契約を結んでいる自国ニュージーランドの経験に基づき、金融政策運営の枠組みを設計するに当たっては、政府の行動に制約を課し、短期的な政治介入を極力排除することが必要との認識があった、と肯定的な見方を示した。

このほか、リックは、金融市場は、常に、政策反応ルールをみつけようと模索しているため、民間部門の期待を安定化させるうえでも、政策ルールを公開していくことが望ましいとコメントした。この点について、ビービーは、金融政策運営の枠組みを議論するに当たっては、政策目標と政策手段の区別を明確にする必要があり、政策目標は公表すべきであるが、政策手段についてはそうすべきではないとの考えを示した。

7) 米国における金融政策運営のガイドラインとしてテイラーが提案したルール。具体的には、インフレ率と実質 GDP のトレンドからの乖離に応じてフェデラル・ファンド・レートを変更することを主張するもの。

二. わが国における金融政策の運営

植田 (東京大学教授) は、提出論文「日本の金融政策：ルールか裁量か？」(Japanese Monetary Policy, Rules or Discretion?) に沿って、日本銀行は物価安定と金融システムの安定性確保という二つの目標の遂行に、1970年代以降それぞれ一度ずつ失敗したとの認識を示した。そのうえで日本銀行の政策反応関数の推計結果を示し、その背景には、日本銀行の経常収支や為替レートに対する過剰反応があると指摘した。この論文を巡っては、①資産価格、経常収支の金融政策運営上の位置付け、②現状の日本経済が抱える問題、③植田が論文で試みた名目 GDP ターゲティングのシミュレーション結果を巡るややテクニカルな問題の三点について議論が展開した。

まず、資産価格、経常収支と金融政策の関係を巡って植田は、日本銀行が物価安定と金融システムの安定性確保という二つの目標の遂行に 1970 年代以降それぞれ一度ずつ失敗 (1970 年代前半と 1990 年代) しているが、その背景には、日本銀行の経常収支や為替レートに対する過剰反応があると指摘した。これに対し、ミシュキンは、アメリカの経験に照らしてみても、1980 年代後半以降のバブルの生成とその崩壊に関する責任は、そのすべてを日本銀行に帰することはできないが、資産価格には金融政策のスタンスを決定するうえで重要な情報が含まれているため、日本銀行は今後ともその動向を見守っていくべきであると述べ、この見解は、グッドフレンド、ミネハン (ボストン連銀総裁)、アンダーソンをはじめとする中央銀行からの参加者を中心に幅広い賛同を集めた。翁 (金融研究所研究第 1 課長) は、狭義のインフレ率でみる限り、日本銀行は 1980 年代後半以降、物価安定の達成には概ね成功したが、インフレなき持続的成長の達成という観点からは、そのみでは十分でなかったと述べた。また、この間、バブル期には金利自由化が、またバブル崩壊後は過大なマネー残高とマネーの伸び率急落の併存という状況が、日本における金融政策判断を困難にした側面があることも否定できないと主張した。

また、アンダーソンは、日本銀行の経常収支に対する過剰反応という点に関して、長期的には経常収支の不均衡は IS バランスの不均衡を背景として生じるものであり、その是正には、金融政策のようなマクロ経済政策ではなく、国内での投資意欲を刺激するといった構造的な政策を用いるべきであるとの見解を示した。この点に関しては、ホワイトも、金融政策の所得を通じるチャンネルと為替レートを通じるチャンネルとでは経常収支に対して相反する効果を持つため、経常収支の不均衡是正のために金融政策を用いることは得策とはいえないとの意見を示した。

次に、わが国経済の現状に関してグッドフレンドが、現状の日本経済における

デフレ現象に言及し、その打開策として、名目金利をゼロに近い水準に維持するとともに、長期債の政府購入や銀行の不良資産の買い取り等の手段を通じて民間にハイパワード・マネーを十分に供給することにより、人々が資産を保有しようとするインセンティブを刺激することが不可欠と主張した。⁸⁾

このほか、ブルーニ（イタリア・ボッコニ大学教授）、ミネハンは、バブルの発生と崩壊により日本の金融システムの動揺を招いた背景の一つとして、日本における金融市場の自由化の速度が不十分であった点を指摘した。また、メルツァーは、1980年代後半の趨勢的な円高局面において、為替レートを巡る国際的政策協調への配慮があったことが、マネーサプライルールに基づく政策運営を困難にした原因の一つではないかとの見解を述べた。

第三に、植田は、VAR モデルによるシミュレーション結果から、日本銀行がたとえベースマネー・コントロール・ルールにより名目 GDP ターゲットの達成を目標として政策運営を行っていたとしても、経済パフォーマンスの改善は小幅にとどまり、裁量的政策の持つメリットを放棄させるほどの説得力を有していないと報告した。これに対して、テクニカルな観点から、マッカラムが、植田が分析の中で実質 GDP 成長率の目標値を過大に設定しているために、名目 GDP ターゲティングによりもたらされるメリットが過小評価されている可能性があることを指摘したほか、フリードマンも、植田の分析では明らかに外生的とは言えないマネタリー・ベースを外生変数とみなして分析を行っていることによりバイアスが発生している可能性を示唆した。

(4) 第3セッション：中央銀行の独立性とアカウンタビリティ

第3セッションでは、金融政策運営を巡る制度的な枠組みの中で、最近の論点である独立性とアカウンタビリティについて、理論および各国の実情を踏まえて議論が展開された。

イ. 独立性とアカウンタビリティの関係

キングは、提出論文「中央銀行の独立性とアカウンタビリティ」(Independence and Accountability)で示された理論モデルに基づき、最終目標の独立性と操作目標の独立性が備わった中央銀行には、アカウンタビリティは必ずしも必要とされない一方、これまでインフレ・ファイターとしての評判の低かった中央銀行にとっては、政策運営の透明性を高めることにより、インフレ・バイアスを低下させるメリットが大きいことを指摘した。さらに、アカウンタビ

8) グッドフレンドは、第1セッションでのインフレのコストに関する議論の中で、インフレ率がゼロ近傍まで低下すると、インフレ抑制に伴う实体经济へのマイナスの影響が大きくなることを指摘しており、ここでの発言は、これを踏まえてのもの。

リティが金融政策運営において果たす役割を定量的に検討するために作成した暫定的なアカウントビリティ指数による実証分析結果を紹介し、中央銀行のアカウントビリティの高い国では、最終目標の独立性が低い傾向にあり、中央銀行の信認も低い傾向にあることを示した（参考3.の要旨に添付されている図表参照）。そのうえで、この結果を因果関係として解釈することについては慎重であるべきと留保を示しつつも、インフレ・ファイターとしての評判の低い銀行にとってアカウントビリティが有用であるとの上記の理解と整合的であるとした。

キングの報告に対しては、①中央銀行のアカウントビリティに対する考え方、②アカウントビリティ指数に対する批判の二点を中心に議論がなされた。

第一に、アカウントビリティに対する考え方としては、まず、レインダース（ベルギー国民銀行理事）が、アカウントビリティは独立性付与の代償として必要であるとの伝統的見方をあらためて強調した。ケーニツも、中央銀行が議会に対してアカウントビリティを確保することは民主主義の原則から必須であるとの認識を示し、中央銀行のアカウントビリティを高めれば、目標達成の動機も高まり、結果として最終目標が達成されやすくなるメリットがあるだろうと指摘した。そして、各国中央銀行にとって望ましい制度的枠組みは一律ではなく、①その国のインフレの歴史、②その国がインフレ抑制を開始した時期、③国民の経済安定化に対する関心の度合い、④各国の政治・法律・経済的な状況、を踏まえて考えられるべきであると述べた。

一方、アカウントビリティ確保のための実務的方策として、ロングワースは、民間部門の意志決定を攪乱しないように、金融政策運営の最終目標、操作目標、想定される潜在成長率などを公表することが重要であると述べた。リックも、こうした意味でアカウントビリティを確保することは、中央銀行が供給する貨幣を国民に安心して受領してもらえようにするうえで、当然必要であると述べたほか、翁も、中央銀行が無謬な存在でない以上、独立的な中央銀行についてもその信認を維持するためにはアカウントビリティを保ち、政策の失敗が政策方針の変更に基づくものと誤解されないように説明していく必要があると指摘した。

もっとも、アカウントビリティとターゲティングの関係については、いくつかの留意点が提示された。まず、コーンは、インフレーション・ターゲティングについては、これがアカウントビリティを高めるうえで有効な方法であることは確かだが、その運営に当たって、毎年ターゲットを達成することを中央銀行に要求することは本当に得策なのか、中央銀行に予期せぬショックに対応する時間を与えた方が良いこともあるのではないかと疑問を呈した。また、コーンは物価安定を中央銀行の唯一の目標とすることについては、米国の場合、社会的合意が得られていないとの認識を示した。さらに、連邦準備制度が複数の目標を追求しな

がらも信託を失っていないのは、連邦準備制度が自らに課している長期的な経済安定化という規範が存在するためであると論じた。最後に、中央銀行の目標が複数の場合、すべての目標に中央銀行がアカウンタブルであろうとすることは、議会に根ざすインフレ指向体質を放置しかねない危険があると論じた。

また、中央銀行の政策運営方針に関する情報公開に当たっても留意点が指摘された。まず、コーンは、中央銀行の行動は経済の状況に応じた機動的なものであることが要請されるため、原則論だけでは説明がつきにくいと指摘し、行き過ぎた情報公開 (excessive accountability) により、理事会での議論が制約されたり、不要な市場の憶測や誤解を生まないように配慮すべきだと主張した。ケーニツヒも、日々の金利誘導にかかわる情報を公開することは、市場金利誘導における裁量の余地を失うため、これに反対であるとの立場を明らかにした。そして、中央銀行が情報公開すべき分野は、①金融政策の目標、②金融政策の基本スタンス (引締め・中立・緩和)、③量的金融指標の動向についての事後的な説明、の三点に限られるべきと論じた。

このほか、ブルーニ、メイズ等から、中央銀行がアカウンタブルであるべき対象は政府・議会・マスコミ・国民のいずれであるかという点について議論の余地があるとの指摘がなされたほか、翁は、政府の行動が選挙結果によって変化するという本質的な不確実性が民主主義社会に内在していることを踏まえると、独立性の低い中央銀行がアカウンタビリティを高めることのみにより経済政策運営にまつわる不確実性を解消し、国民からの信託を高め、これを独立性の代替物としようとする試みには自ずと限界があろうと述べた。

第二に、キングらの提唱したアカウンタビリティ指数 (以下、指数と略称) について、その考え方に対する批判、各国中央銀行の評価についての疑問、ならびにその改善方向がラウンドテーブル参加者から数多く指摘された。

まず、レイドラーが、中央銀行の独立性やアカウンタビリティを国際比較分析するための指数を作成するキングらの試みは、各国の法的・形式的側面の比較にとどまるものと批判し、歴史的経緯を含むより広い観点からの問題考察の重要性を主張した。これに対し、キングは、国際比較を通して各国中央銀行の独立性、アカウンタビリティの程度を検討するためには、指数化の試みは重要であると反論した。

次に、キングらが試算した指数における各国中央銀行の評価について、レインダースは、キングらの指数は形式的な側面についても部分的な評価にとどまっており、独立性が高いといわれているドイツ・スイス等欧州大陸中央銀行のアカウンタビリティはもっと高いのではないかと指摘した。また、ビエネイ (フランス銀行調査局長) はキングらの指数がインフレーション・ターゲットを採用してい

る中央銀行のアカウンタビリティを高く評価しすぎているのではないかと疑問を呈した。これ以外にも、多数の参加者から具体例を交えてキングらの指数に修正を求める意見が出された。まず、ケーニツヒは、ドイツの指数が最下位にランキングされている点について、ドイツでは物価安定追求について国民的な合意があり、これを裏切らないよう、国民に対して金融政策のあり方を総裁会見、出版物はじめ様々なかたちで懇切丁寧に説明していると説明した。また、より広い観点から中央銀行のアカウンタビリティを定量化したハブリレスキーの指数⁹⁾によると、ブンデスバンクのアカウンタビリティは各国中央銀行の中位に属していると指摘した。次に、コーンは、連邦準備制度はかなりの程度最終目標独立性を享受している一方、アカウンタビリティも高いとの認識を示した。また、再任されないことが分かっている中央銀行総裁は自らの政策運営についてのアカウンタビリティを高めようとはしないであろうと推論したうえで、中央銀行総裁の再任可能性の有無という観点を含めて指数を作成すれば、連邦準備制度のアカウンタビリティの評価は向上するだろうと指摘した。

指数を改善する方策については、ブルーニから総裁任免手続きを含めることが提案されたほか、タペリーニ（イタリア・ボッコーニ大学教授）が、各国中央銀行の政策運営のアナウンスメントを評価することにより、キングらの指数では同一となっているスイス、ドイツ、ベルギーのアカウンタビリティの差異がより正確に定量化できるのではないかと指摘した。

最後に、テイラーは、中央銀行に対して市場が与える信認の度合いをリアルタイムで計測する手段として、物価インデックス債から得られる期待インフレ率の情報を活用してはどうかと提案した。これに対してキングは、長期的な信認の度合いを物価インデックス債から計測することは可能であろう、と賛意を示した。ただし、英国の現行制度では8ヵ月より短い満期の物価インデックス債は実質的に名目債と同様になるため¹⁰⁾、短期的な信認の推計値を物価インデックス債から得ることは難しく、この点は将来の検討課題としたいと述べた。

9) ハブリレスキー（デューク大学教授）は、“Central Bank Autonomy, Central Bank Accountability and Inflation Performance” (mimeo)において、14ヵ国の中央銀行のアカウンタビリティを①インフレ率の実績に対する責任の度合い、②中間目標の有無、③金融政策運営に関する定期的な対外説明の有無、の3点を基準として評価した指数を作成している。キングらの論文もこの指数に言及しているが、独立性指標の評価基準との類似性が高すぎ、アカウンタビリティのみを取り出して測るには不適切として独自の指数を作成している。

10) 英国の物価インデックス債では、クーポンレートが8ヵ月前の小売物価指数と連動する仕組みになっている。このため、残存期間8ヵ月未満の物価インデックス債は、実質的に名目債と同じになる。

ロ．欧州中央銀行設立を巡る動き

ブルーニは、提出論文「欧州連合における中央銀行の独立性」(Central Bank Independence in the European Union)に沿って、欧州経済・通貨同盟(EMU)の設立に向けて、中央銀行の独立性強化を目的として EU 加盟各国で実施された法律改正や制度変更の概要を要約した後、中央銀行による銀行規制・監督およびブルーデンス政策への関与の度合いの EU 加盟各国間における相違等について報告を行った。同時に、中央銀行の独立性が内生的に決定されている可能性についても、賃金決定メカニズムと財政赤字ファイナンスとの関連に絞って言及した。¹¹⁾ この報告に関する議論は、政策目標と独立性の関係を中心に展開した。

まず、中央銀行の独立性に関する議論の前提として、法律上の独立性と事実上の独立性とを明確に区別して論じていくことの重要性や、EU 加盟各国の独立性を高めていくためには、最低任期の規定を明確化させる等の手段により総裁・理事の地位の保証を図ることが不可欠であるという点については、ほぼ発言者全員のコンセンサスが得られた。

しかしながら、中央銀行はブルーデンス政策をも同時に行うべきであるか否かという点については、以下のように見解が分かれた。すなわち、ブルーニが、物価安定と銀行経営の健全性維持との間で発生しうるトレード・オフの問題を指摘したほか、ロングワース、ケーニツヒ、メイズ等が、経営資源をより有効に活用するとの観点から、中央銀行は基本的には本来の使命である金融政策に注力すべきであり、金融システム全体の破綻を来しかねない場合にのみ銀行経営の問題に深く関与すべきであると主張した。これに対して、レイモン、ミネハンは、銀行経営の健全性は物価安定の実現、ひいては最終目標である経済厚生の上昇のための前提条件であり、中央銀行が日々銀行経営を積極的にウォッチしていくことは不可欠との見解を示した。また、ケーニツヒは、この問題を中央銀行の信認を巡る問題と結びつけ、中央銀行の銀行監督者としての信認が失墜した場合、金融政策運営主体としての中央銀行に対する評判も同時に落としかねない危険性を示唆した。

11) ポーゼン(ニューヨーク連銀)は、制度面での中央銀行の独立性を確保するよりも、むしろ人々のインフレに対する強い抵抗感と中央銀行に対する信認が重要であり、それが確保されていれば独立性は自ずと高まるという意味で独立性は内生的であるとの考え方を示している("Central Bank Independence and Disinflationary Credibility: A Missing Link," *Brookings Discussion Papers in International Economics* #109)。また、ズーキアマン(イスラエル・テルアビブ大学教授)は、政治的な不安定性と財政支出構造に関する政党間での意見の対立が中央銀行の独立性に影響を与える点を考慮のうえ、独立性は内生的であるとしている("Commitment Through Delegation, Political Influence and Central Bank Independence," mimeo)。

他方、物価安定を政策目標として法令上に明記することに関しては、中央銀行からの参加者を中心に多くの参加者から同意が得られた。しかし、ミネハンは、物価安定の量的ターゲットの法制化については、中央銀行の真の独立性の達成とは矛盾する側面があることから、望ましくないと主張した。他方、ノイマンも、最も重要なのは中央銀行に対する市場の信認であり、十分な信認を確立しさえすれば、必ずしも物価安定を政策目標として法令上に明記する必要性はないと主張した。

また、ブリオール（イングランド銀行金融政策局長）は、欧州中央銀行の議事録の公開によりアカウンタビリティを高めることの重要性を強調するとともに、ブルーニが示唆するように中央銀行の独立性が内生的に決定されるという立場をとると、現状の欧州各国における労働市場や財政の状況は独立性をむしろ低める方向に作用していることになりかねないと論じた。

このほか、ミネハンが、連邦準備制度の経験を踏まえて、単一通貨制度が実現した場合にも、地域的な経済活動と中央銀行の接点として欧州各国の中央銀行は米国の地区連銀同様、重要な役割を果たし続けようとの見解を明らかにしたのに対し、重原（OECD 経済総局長）は、欧州各国の間には文化的・言語的な障壁が存在していることから、連邦準備制度と同様のプロセスを辿ることは事実上不可能であると反論した。

3. 総括コメント

タベリーニは、以下に示すようなかたちで討議内容を独自の視点から再分類することによりコンファランスを総括した。

今回のコンファランスの議論は、①制度的 (institutional) なあり方に関する問題と、②政策の運営手続き (operating procedure) に関する問題に分類できる。

制度的な問題については、第一に、金融政策の目標に関するものである。これは社会全体としての目標と密接に関係があるが、現状でのコンセンサスは、生産水準の過度の変動を防ぐためにも低インフレ環境への足固めが不可欠であるということであろう。また、中央銀行は社会全体と異なった目標を持つべきか否かという問題への解答も、立脚する立場により異なってくる。すなわち、中央銀行の信認を重視する立場からは社会全体と異なった目標を持つべきであるということになろうし、政治的な圧力等を重視すれば異なった目標を掲げることは不適當ということになろう。さらに、金融政策のターゲットに関しては、ターゲットを明示的に持つことは、インフレ・バイアスを抑えるうえでも、また、政治的圧力に抵抗する上でも、社会的な厚生を改善しうる。しかし、一方では、ターゲットを設定することは、ショッ

クに対する政策の反応を歪めてしまい、経済成長率とインフレ率の変動 (variability) の間のトレード・オフを増幅するとのコストをもたらす可能性に留意する必要がある。しかし、コストとベネフィットを比較しても、コンセンサスはターゲットを支持する方向にある。ただし、ターゲットの中身は、近年の貨幣需要関数の不安定性を背景として、マネタリー・ターゲットからインフレーション・ターゲットへと移行しつつあるというのが現状であろう。

第二に、金融政策はなんらかのルールに従って運営されるべきかとの問題がある。これについては、ルールに基づいて終始一貫した政策をとり続けることが、市場参加者とのコミュニケーションを円滑にするという見解が多数派の意見である。さらに、中央銀行は完全に情報を公開するべきか否かという問題については、金融政策のアカウンタビリティ、ひいては信託を高めるという観点から、金融政策の目標については情報を公開すべきであるということではほぼコンセンサスが得られている。しかし、金融政策を実際に運営するうえでの情報については、これを公開してしまうと金融政策の効果が失われかねないという懸念から意見の一致はみられていない。

金融政策運営上の手続きの問題については、まず、インフレ防止を目的とする最適なフィードバックメカニズムの問題に関しては、ショックに対して直ちに対応できるようなものが望ましいという解答を挙げることができる。しかし、実際には、不安定性に対する懸念やショックについての情報の遅れ等から、政策反応はショックに対してラグを持つ場合が多い点には注意する必要がある。さらに、どの変数により金融政策のスタンスを測るべきかという問題については、量的金融指標や短期実質金利等をみるべきとの見解があるが、明確な解答は得られていない。

次に、資産価格に対する反応の是非については、金融危機を回避したいという目的を明示的に持っている場合には、資産価格の大幅な変動に対して中央銀行は反応すべきであるといえるかもしれない。

第三は、中央銀行は金融政策と銀行監督という二つの機能を同時に果たすべきか否かとの問題であるが、これについては、コンセンサスを得るまでには至っていない。

最後に、金融政策の操作変数にデリバティブズをも含めるべきか否かという問題についても、同様に現状ではコンセンサスは得られていない。

以 上

参考 1

第7回国際コンファランスのラウンドテーブル参加者一覧

1. 海外中央銀行・国際機関 (31名)

(大洋州およびアジア)

オーストラリア準備銀行副総裁
中国人民銀行調査統計局副局長
インドネシア銀行理事
韓国銀行金融研究所長
ネガラ・マレーシア経済局副局長
ニュージーランド準備銀行経済局長
フィリピン中央銀行経済調査局副局長
シンガポール通貨庁国際局副局長
タイ銀行経済調査局副局長

(北米)

カナダ銀行金融経済分析局長
連邦準備制度理事会金融政策局長
ボストン連銀総裁
シカゴ連銀総裁
クリーブランド連銀総裁
カンサスシティ連銀総裁
ミネアポリス連銀総裁
ニューヨーク連銀調査局長
リッチモンド連銀調査局長
サンフランシスコ連銀上級副総裁
兼調査局長

(欧州)

ベルギー国民銀行理事
フランス銀行調査局長
ドイツ・フンデスバンク経済局長
イタリア銀行副総裁
オランダ銀行金融政策局次長
スウェーデン・リクスバンク経済局長
スイス国民銀行経済局長
イングランド銀行金融政策局長

(国際機関)

BIS 金融経済局長
EMI 事務総長
IMF 調査局長
OECD 経済総局長

2. 学 者 等 (12名)

(金融研究所海外顧問)

カーネギー・メロン大学
スタンフォード大学
(金融研究所特別顧問)
中央大学

(論文提出者)

ボッコニー大学
ハーバード大学
イングラランド銀行理事
ノース・ウェスト・ロンドン大学
ウエスタン・オンタリオ大学
カーネギー・メロン大学
ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス
ボン大学
東京大学
ボッコニー大学

3. 日本銀行 (4名)

副総裁
金融研究所所長
研究第1課長
研究第1課調査役

Mr. William R. White
Mr. Robert Raymond
Dr. Michael Mussa
重原久美春

Prof. Allan H. Meltzer
Prof. John B. Taylor

貝塚啓明教授

Prof. Franco Bruni
Prof. Benjamin Friedman
Prof. Mervyn A. King

Prof. David Laidler
Prof. Bennett T. McCallum
Dr. David W. Mullins, Jr.
Prof. Manfred J. M. Neumann
植田和男教授
Prof. Guido Tabellini

福井俊彦
黒田 敏
翁 邦雄
高橋 亘

参考 2

第7回国際コンファランス「Toward More Effective Monetary Policy」プログラム

日 時	セッション	議 長	報 告 者	指 定 討 論 者
10/26 (木)	午前 (9:00-12:50)	黒田 敏 (日本銀行金融研究所所長)	松下康雄 (日本銀行総裁)	
	総裁スピーチ		Allan H. Meltzer (カーネギー・メロン大学教授)	
	海外顧問・招待者スピーチ		John B. Taylor (スタンフォード大学教授)	
			Tommaso Padoa-Schioppa (イタリア銀行副総裁)	
	Exploration of a Framework for Efficient Monetary Policy	Tommaso Padoa-Schioppa (イタリア銀行副総裁)	David Laidler (ウエスタン・オンタリオ大学教授)	Michael Mussa (IMF 調査局長)
			David W. Mullins, Jr. (ロク・タム・キャピタル・マネジメント社長)	Michael H. Moskow (シカゴ連銀総裁)
	午後 (14:15-17:15)	Thomas M. Hoenig (カンサスシティ連銀総裁)	Benjamin Friedman (ハーバード大学教授)	David Longworth (カナダ銀行金融経済分析局長)
	Experience with Monetary Policy Guidelines		Manfred J. M. Neumann (ボン大学教授)	Georg Rich (スイス国民銀行経済局長)
10/27 (金)	午前 (9:20-12:30)	Gary H. Stern (ミネアポリス連銀総裁)	Bennett T. McCallum (カーネギー・メロン大学教授)	William R. White (BIS 金融経済局長)
			植田和男 (東京大学教授)	Jerry L. Jordan (クリブランド連銀総裁)
				David Mayes (ニュージャージー連銀準備銀行経済局長)
				Jack H. Beebe (ワシントン連銀上級副総裁兼調査局長)
	午後 (14:00-17:45)	Ian J. Macfarlane (オーストラリア準備銀行副総裁)		Fredric Mishkin (ニューヨーク連銀調査局長)
	Central Bank Independence and Accountability		Mervyn A. King (イングランド銀行理事)	Kristen Andersson (スウェーデン・リッパ連銀調査局長)
			Franco Bruni (ボッコニーニ大学教授)	Marvin Goodfriend (リッチモンド連銀調査局長)
			Guido Tabellini (ボッコニーニ大学教授)	Robert Reynders (ベルギー国民銀行理事)
				Donald L. Kohn (連邦準備制度理事会金融政策局長)
				Reiner Koenig (ドイツ・フランクフルク経済局長)
				Robert Raymond (EMI 事務総長)
				Cathy E. Minehan (ボストン連銀総裁)
				Clive B. Briault (イングランド銀行金融政策局長)

スピーチ

松 下 総 裁 ス ピ ー チ

本日は、当金融研究所主催の第7回国際コンファランスにお集まり頂き、誠に光栄に存ずる。私は、当金融研究所、並びに日本銀行全体が、世界各地からお集まり頂いた著名な参加者と中央銀行に与えられた主要な使命の一つである金融政策を巡る様々な問題を親しく議論できる機会を得られたことを慶びに思う。

今年のコンファランスのテーマは、「Toward More Effective Monetary Policy」であり、金融政策運営におけるより効果的な手法・体制といった政策運営の枠組みを議論し、これを展開させることを目的としている。私は、このコンファランスにおいて、健全な金融政策とは何かを議論することを通じて、中央銀行の力強さと適応力、そして経済学者の英知を見出すことができるものと確信している。

今日の金融政策の舵取りは、これまでになく複雑でかつ多くの課題に直面している。中央銀行は、様々な経済状況に直面しなければならない。しかし、そうした中で中央銀行が物価安定という目的に中長期的にコミットしていると周囲から信頼されることが、安定的で持続的な経済成長をもたらすということに関しては、これまでに政策当局者の間でコンセンサスが得られてきたところである。そして、このような物価安定を効果的に実現するには、そのための最適な金融政策運営の枠組みが準備されなくてはならない。

こうした金融政策運営の枠組みを現実のものとするうえで、われわれは何に注意を払っていくべきであろうか。私は、今回のコンファランスのために、ここで、次の三つの論点を提示しておきたい。

まず第一は、われわれを取り巻く金融環境が、常に変化しているという点である。情報・通信技術革新の成果や、それゆえ可能となった新しい金融商品やリスク管理手法を活用して、今日の金融市場は、以前にも増して一段と効率的なものとなっている。こうした新しい技術や金融商品は、中央銀行にとり新たな挑戦と緊張をもたらしている。例えば、デリバティブズの出現は、市場参加者のリスク管理能力を向

上させたが、その一方で、中央銀行にとって、金融市場のモニタリングをより複雑なものとしている。

第二は、民間部門の期待形成の果たす役割の重要性である。金融政策の有効性を巡る経済学界の議論では、金融政策に対する民間の期待形成が重要であるとの点が強調されている。中央銀行は、その時々金融・経済環境に応じて、適宜適切な意志決定を行っていかなければならないが、その過程では、対外的な説明や金融政策運営の整合性について、努めて国民の信託を確保していくよう心掛けていかなければならない。しかしながら、金融政策を巡る環境は、常に変化しており、しかも、中央銀行はその変化に対応していかなければならない。したがって、金融政策のスタンスを変更するに当たっては、中長期的な物価に対するコミットメントとの整合性が担保されていることが必要不可欠である。また、こうした物価安定との整合性との関連で金融政策運営の考え方を、国民に対して明らかにする責任があるし、また、同時に、これを自らの行動によって示していかなければならない。こうした観点から経済学の文献を当たってみると、われわれ中央銀行が、国民の信託を確保していくために、裁量的な政策運営の枠組みとルール重視の政策運営の枠組みのいずれを採用すべきかについての議論は決着をみていないようである。しかしながら、私は、中央銀行の信託を確立することが極めて重要であると確信している。

第三は、金融政策の意志決定は、高い不確実性の中で行わねばならないということである。金融政策の意志決定は、金融・経済の注意深いモニタリングに基づく、われわれの情勢判断に立脚したものである。しかしながら、これらはいずれも高い不確実性にさらされている。経済予測は、通常、様々な仮定のうえに成り立っているものであり、経済が常に標準シナリオに沿って動くとは限らない。金融政策の理論モデルは、学界においてもいくつかの有力な考え方がある。また、実証的な関係は、金融経済の構造変化から大きな影響を受けうるし、また、移ろいやすいものである。

以上申し述べてきたような金融政策運営を巡る問題点を踏まえたとき、われわれ中央銀行は何を政策運営の拠り所とすればよいであろうか。唯一、確実なことは、われわれ、中央銀行はとにかく日々金融政策の舵取りを続けていかなければならないということである。中央銀行は、日々の実践を通じて、物価安定が経済成長を促進し、経済厚生の上をもたらしことを身をもって立証していかなければならない。

私は、そのためには、中央銀行はイノベティブでなければならないと思う。社会の動きをつぶさに観察すると、多くのイノベーションがみられるが、こうしたイ

第7回国際コンファランス

ノベーションの必要性は、民間部門だけに限ったものではない。中央銀行は、的確な金融政策運営を図るために、また、それを遂行するうえで最も適切な組織的枠組みを構築していくためにも、常にイノベティブでなければならない。

こうした理解に立てば、中央銀行が、その関係者だけでなく、世界中の著名な経済学者の英知を必要としていることは二言を要しまい。私は、このコンファランスによって、経済学者と中央銀行家の英知が統合され、われわれ、中央銀行が金融環境の変化により的確に対応できるようになると同時に、理論と現実のギャップが少しでも縮まればと期待している。

最後に、皆様の参加に感謝するとともに、私自身、この第7回国際コンファランスの結果に大いなる期待を寄せていることを申し添えておく。

Keynote Speech

金融政策を国内的・国際的により有効なものとするために（要旨）

—— On Making Monetary Policy More Effective

Domestically and Internationally ——

Allan H. Meltzer

今回のコンファランスでは、「金融政策をより有効なものとするにはどうすればよいか」「対内および対外的な通貨価値を維持するために中央銀行はどのような役割を果たすべきか」「この責務を果たすためにより効率的な制度的枠組みはどうあるべきか」「最近の学界における議論や中央銀行の経験は、これらの問いに対するわれわれの解答を変えうるか」といった、これからも各国の中央銀行の間で繰り返し議論されるべき問いを扱うことになる。これらの問いに対し、すべての中央銀行、あらゆる時代に当てはまる唯一の解答は存在しない。ある国が特定の金融政策を採用することにより何が得られるかは、他の国がどういった金融政策を採用するかということと密接に関係している。この政策の相互依存関係を解決しない限り、対内および対外的な通貨価値の変動に起因する不要な負担を最小化することはできない。

この問題に対する一つの解答として、私は主要3カ国（米・独・日）が、期待インフレの安定に向けてルールに基づく金融政策運営を行い、他の小国は、自国の為替レートをこれらの国の為替レートに連動させ、物価安定を実現するという仕組みを提案したい。

最近の金融政策に関する理論的発展は、ゲーム理論に基づくものが多い。これに

よれば、ルールは裁量よりも優れており、ルールの中では柔軟なルールが硬直的なルールよりも優れているとの結果が得られる。しかしながら、ルールと裁量を比較するときには、中央銀行と民間の間に情報の非対称性が存在しないということが仮定されているほか、ルールの柔軟性についても、経済に生じるショックの性格が永続的なものであるか、一時的なものであるかによって、その結論は正反対のものとなる点に注意する必要がある。

インフレの経済理論と金融経済史

20 世紀の金融経済史は、中央銀行制度や金融政策に関する経済理論のために、極めて示唆に富んだものとなっている。それによれば、中央銀行の失敗は次の二つの理由によるものと考えられる。第一は、中央銀行関係者達が、ある一連の基本信念に基づいて、経済事象を理解し、これに対する対応を決定していること。第二に、失敗の認識や基本信念の変更には時間とコストがかかる、ということである（この後、経済史の具体例が続くが、多岐に亘るため省略）。

信認

現代の政策ルールに関する研究では、信認の役割が注目されている。それによれば、金融政策に対する信認は、政策当局の目標、民間の期待、政策ルールに関する理解といったものに依存している。しかしながら、それらはいずれも観察不能である。また、ゲーム理論的な金融政策の理論モデルにおいては、中央銀行の抱える難問の一つであるマネーサプライの制御可能性が捨象されてしまっている。

私の結論は、ゲーム理論的なアプローチは、われわれをミスリードするというものである。確かに、金融政策に対する信認や制度的な枠組みの構築は重要なことであるが、ゲーム理論的なアプローチは、インフレーションの実証的理論としては不十分なものでしかない。大恐慌やハイパーインフレーションは政策運営の失敗によるものである。中央銀行は、こうした過去の失敗を繰り返さぬよう努力を重ねており、その結果として先進諸国のインフレ率は顕著な低下をみている。ゲーム理論的な中央銀行のモデルでは、こうしたインフレ率の低下を予測することはできない。

インフレーション・ターゲティング

現在、ニュージーランド、カナダ、英国、スウェーデン、フィンランドの 5 カ国がインフレーション・ターゲティングを採用している。

インフレ率の目標レンジを公開することは、中央銀行のアカウンタビリティを高める、独立性を保持し物価安定を実現しようとするインセンティブを強める、といった観点からは望ましいものであると考えられる。これは、インフレ率の目標レン

ジを公表することで、裁量的な政策運営を抑制し、よりルール指向的な行動様式をとることにつながろう。ただし、現在のインフレ予測能力では、通常、2%程度に設定されているインフレ率の目標レンジを維持してゆくことは難しいとの実証結果が得られている。

私が提唱したいのは、期待インフレ率をターゲット対象とすることである。この場合、中央銀行の目標は、国民がインフレを期待して経済活動上の意志決定を行うことを回避することであり、そのために、ゼロ・インフレ率あるいはそれに近い低インフレ率を実現するべきであると考ええる。ただし、これまでの研究では、物価水準を予想される経路の近傍に維持することと期待インフレ率を一定に保つことのいずれが望ましいかは明確な結論が得られていない。

結論：ルールと裁量、再考

ルールと裁量という言葉の定義を再検討しておくことは有益である。何故なら、ルールと裁量を巡る議論は、裁量とは何かを十分明確にしないまま展開されているケースが多いからである。

中央銀行は、決して行き当たりばったり政策運営を行っている訳ではない。典型的には、何らかのルールに従って行動しているが、その詳細を明らかにすることは避けたいと考えている。そして、ルールからの一時的な乖離や恒久的な変更を行うといったかたちで、ルールを柔軟に変更することが可能であることが望ましいと考えている。私は、裁量という言葉、その公開の度合いにかかわらず、政策プロセス、手続きの変更という意味で用いる。

多くの中央銀行は、インフレ率の抑制と統御のために、政策運営への信認に配慮している。少なくとも政策目標を達成する上で必要な信認を確保するためにはルールの要素を無視することはできない。

中央銀行の直面する選択は、従来学界で議論されてきたルールと裁量ではなく、①政策ルール公開の曖昧さの度合い、②政策手段の用い方の一貫性、そして政策ルールが政策目標だけでなく政策目標と政策手段の用い方の双方をカバーしている度合い、であると考えられる。実例をみると、マネーサプライ増加率を最も重視してきた中央銀行が、インフレ率とその変動を抑制することに成功している。しかしながら、中央銀行に関する理論モデルで、こうした結論を導いたものはほとんどない。

過去の実例から得られるインプリケーションは、とても一般化できるものではない。中央銀行は、国際的に協調しない限り、通貨の対内的価値と対外的価値の両者を同時に安定させることはできない。経済理論は、対内および対外的な通貨価値の安定がもたらすメリットの相対的な大きさを明確には教えてくれないが、少なくとも、国際協調によって各国に利益がもたらされることを示している。

私は、国際協調による利益を現実のものとするため、次の3種類の制度的枠組みを提案したい。まず第一に、米・独・日の3カ国はゼロ期待インフレ率を実現するよう、柔軟な政策ルールに基づいて政策運営を行うべきである。第二に、小国は通貨庁を設立するか、為替レートを恒久的に固定することにより、中央銀行による金融調節を廃し、インフレのない国の通貨を国内の交換手段とすることを容認すべきである。第三に、その他の国々については、期待インフレ率ゼロの世界における固定為替レートのメリットを享受するか、自国内の物価安定を図るために独立した金融政策運営を行うかの選択を認める。

私のこれらの提案はブデスバンクのやり方に近い。また、松下日本銀行総裁が最近の講演で「インフレなき持続的成長」について述べた考え方ともよく合っている。そこで示された金融政策の目標を実現するためには、大国による共通のルールに基づいた金融政策の運営が最も効率的である。

Keynote Speech

より有効な金融政策のための政策ルール（要旨）

—Policy Rules as a Means to A More Effective Monetary Policy—

John B. Taylor

今回のコンファランスは、「金融政策をより有効なものとするにはどうすればよいか」という点を主題としている。金融政策の有効性を増すための仕組みには様々なものがあるが、私は金融政策の意思決定に当たってのガイドラインとなるようなルールの設定がその中でも最も重要であると考えている。そこで、私は、これまでの自分の経験を踏まえて、まず、金融政策運営上のルールの分析について主として1970年代における合理的期待形成理論誕生以降これまでにどのような進展がみられたかを振り返る。次に、金融政策のターゲットを決定し、このターゲットを達成するためのルールの設定がなぜ金融政策をより有効なものとするうえで役立つか説明する。最後に、米国をはじめ各国で実務的なものとして提言されている政策ルールの類似点と差異を解説する。

モデル、トレードオフ、ターゲット

政策提言には常に理論に裏づけられた実証が必要となる。1960年代にM. フリードマンとフェルプスが提起した「長期的にみるとインフレと失業はトレードオフの関

係にはない」、との主張は、1970年代以降の合理的期待形成理論の発展に伴い理論的に精緻化され、1970、80年代の実際の米国データによってもその正当性が裏付けられることとなった。この間、自然失業率が変化すること、またインフレが各国の長期的な経済成長率に悪影響を与えることも明らかになった。

一方、インフレと失業との間の短期的なトレードオフ関係の存在に関しては、意見が分かれている。サージェントのモデルやリアル・ビジネスサイクルモデルでは短期的にもインフレと失業のトレードオフは存在しない。しかし、私の提案する賃金・物価に一時的な硬直性があるモデルでは、インフレ率の変動 (variability) と、失業率（あるいは実質産出量）の変動の間には明確なトレードオフが存在する。例えば、経済に対する一時的なショックを急激な金融引き締めによって吸収する場合、結果としてインフレ率の変動は少なく済むであろうが、逆に実質産出量の変動は大きくなってしまう。

以上の理論・実証分析結果から以下のことが分かる。まず、金融政策はゼロ・インフレ（物価指数の計測誤差を考慮すべき場合にはゼロよりわずかに高いインフレ率）をターゲットとすべきである。長期的にみて、インフレを高めるメリットは何もない。すべての国がインフレーション・ターゲティングを採用すれば為替相場も安定する。また、インフレーション・ターゲティングでは目標を上回る場合だけでなく、下回ることも好ましくない。

金融政策は長期的な実質産出量レベルに影響を与えることはできないのだから、失業率や GDP ギャップなどの実物変数をターゲットとすべきではない。インフレが長期的な経済成長率に影響することからしても、ゼロ・インフレを目指すことは理にかなっている。ターゲットを設けるとしても、必ずしもそれに特定のルールが対応している訳ではない。長期的にみて、インフレ率は通貨供給量により決定されるが、通貨供給量の推移は政策ルールによって決定される。そのうちのどのルールを選ぶかは、短期的なトレードオフがどのようなものかに依存している。

金融政策の操作目標を設定するルール

私の定義によれば、ルールとは、中央銀行が経済の実状に応じ、その操作変数をどのように設定すればいいか、ということを明確に指示する枠組みである。中央銀行にとっては、ターゲットの設定だけでなく、その達成のための操作変数の設定に関するルールを選択することが重要である。以下では、金利とマネーのどちらを操作変数とするルールが望ましいかについて検討する。

マネーを一定の増加率で供給することを政策ルールとすることは、M. フリードマンによりはじめて主張された。1970年代以降の研究により、一定の増加率でマネーを供給するルールよりもやや複雑な条件付きルールのほうが好ましいことが判明し

た。1980年代半ばに入ると、通貨の流通速度が不安定化したことに伴い、次の2つの理論的發展がみられた。第一に、通貨需要の変動を前提とした場合マネーよりも金利を操作目標とすることが好ましいことが指摘された。この主張はプールの古典的な金融政策の操作変数選択に関する論文の結論と整合的である。第二に、マッカラム・メルツァーらにより、通貨の流通速度を自動的に調整するようなマネー・ルールが提案された。他にも様々なモデルによる実証研究の成果が多数発表されている。これらの研究成果は金融政策をより有効なものとするために有益であろうが、どのモデルが最も優れているかについては今のところ共通認識は得られていない。

金融政策の操作目標がルールに基づいて変更された方が望ましいという主張には幾つかの根拠がある。もっともしばしば挙げられるのは、動学的不整合性の解決という点である。これ以外にも、ルールの設定に基づいた政策運営は、①フォワード・ルッキングな経済主体の意志決定を容易にする、②政策運営の不確実性が減少するため、金融市場におけるリスクプレミアムが低下する、③中央銀行が最終目標を達成する一助となる、④人々が最も強力な公的機関についての理解を深めることができる、⑤様々なルールの中でなぜ政策当局が特定のルールを採用したかを説明する必要が生じる結果、政策運営に関するアカウンタビリティが向上する、といったメリットを持っていることが指摘されている。もちろん、私は1987年のブラックマンデー直後にみられた中央銀行による流動性供給の事例のように、必要とあらばルールから逸脱する可能性を否定しない。しかし、政策運営の分析は今後ルールからの逸脱の妥当性も含め、より規則的側面に焦点を当てたものとなってくるであろう。

マネー・ルールと金利ルールの類似点

従来マネー・ルールと金利ルールは対立するもののよう議論されてきたが、両者の間には重要な類似性がある。金利ルールにおいても、実質 GDP の増加ないしインフレ率の上昇は金利を上昇させるという長期的に安定した関係がある。二つのルールは互いに補完的である。例えば、インフレ期待の高進やデフレ期待の発生に伴い金利の動きがこれに左右され、金利ルールがうまく働かなくなった場合、マネー・ルールが注目を浴びる。最近の日本や、1930年代の米国の事例は、金利ルールがマネー・ルールで補完されるべきことを示している。金融政策は、両方のルールをみることによって、その整合性をチェックすることができる。

結論：金融政策運営ルールの将来展望

これまでみたとおり、金融政策運営上のルールに関する理解は深まってきている。しかし、米国での実際の金融政策においては、ルールとの類似性も指摘されてはいないものの、ルールが明示的に採用されてはいない。われわれにとっての将来の課題

は、ルールの改良のみならず、政策運営担当者にすぐに利用できるようなルールを提案することであろう。そして、M. フリードマンの言うように、われわれの金融についての理解が深まるにつれ、よりよいルールが現れてくることが期待できよう。

Speech

金融政策の運営スタイルについて（要旨）

—Styles of Monetary Management—

Tommaso Padoa-Schioppa

はじめに

中央銀行の重要な責務は通貨価値の安定であり、それが持続的成長の前提条件であるという認識が、1970年代以降著しく強まっている。こうした状況の下、金融政策に関する議論の焦点は、政策目標間の優先順位や金融政策手段の選択から、中央銀行が物価の安定を達成するために必要な政策立案・公表の方法論に移っている。その方法論を私は金融政策運営の「スタイル」と呼ぶことにしたい。「スタイル」は、環境に左右されることなく、長期にわたり一貫して採用されうる政策運営方法を言う。

本日は、金融政策の運営に当たって中央銀行が選択可能な四つの「スタイル」について、その有効性を議論することとしたい。四つのうち三つは、それぞれ、為替レート、マネーサプライ、インフレ率のいずれか一つをターゲットとし、ある期間について目標値を事前に公約するものである。これに対し、第四のスタイルは、事前に特定のコミットメントを行うことなく、総合的な判断に基づく政策運営を通して信認を獲得しようとするものである。私はこれを「古典的な」(“classic”)スタイルと呼ぶことにする。以下では、これら四つのスタイルの選択に関するG7諸国の経験も踏まえ、私の考えを述べることにするが、その前に金融政策運営上の重要な要素である経済理論、経済データ、金融市場の役割について触れる。

経済理論の役割と限界

過去60年間を振り返ると、経済理論は金融政策運営を議論する上での重要な拠り所(reference point)となってきた。様々な対立する学説を結合(synthesize)する動きの中から、現在では、貨幣の長期的中立性および短期的な実体経済への影響、中央銀行の政策目標としての物価安定の重要性、他の経済政策との間で非整合性がある場合の金融政策効果の限界、大幅な経済変動が生じた場合の政策介入の必要性、

等について幅広い合意が得られている。

もっとも中央銀行としては、経済理論の限界を認識し、実態に則した政策運営を行うことも必要である。ルールと裁量についても、経済理論上は様々な議論があるが、経験的にみると、現実問題の複雑さ、構造変化、異常事態の発生等に対応するためには、ルールを設定するとしても中央銀行の裁量の余地を残しておかなければならない。「強い」中央銀行というのは、裁量的政策を実行できる中央銀行である。また、その国を取り巻く構造的な経済環境の違いも政策運営方法の選択に影響する。

情報の重要性

金融政策運営を議論するに当たってもう一つの基本的な拠り所は経済データであるが、その取り扱いが極めて難しい。政策当局には、最も容易に観察できるデータに頼る傾向があることは事実であるが、例えば物価についても様々な指標をみる必要がある。また、予防的行動 (pre-emptive action) の重要性に鑑みると期待インフレ率の計測が必要だが、これは技術的には極めて困難である。

市場の重要性

市場はこれまで金融政策の波及径路 (mechanism) の一つでしかなかったが、今日では、より能動的かつ自律的な役割を果たすようになってきている。世界中のコンピュータ・スクリーン上に連続的に写し出される様々なデータに市場は極めて鋭敏に反応し、これが時にオーバー・シュート、ノイズ、長期にわたるミス・アラインメントの原因になる。市場は政策のアナウンスメントにも敏感に反応し、これが時として金融市場に大きな変動をもたらす。政策当局は、政策意図を事前的に公表することに伴うベネフィットと、それが市場に曲解されたり目標を達成することができなかつたりした場合のコストとを、比較する必要がある。また今日では、市場がある経済理論を正しいと信じると、これが広く流布し、市場を動かしている。

四つの「スタイル」

(1) 為替レート・ターゲティング

多国間ないし2国間で為替レートのターゲット・ゾーン制または固定相場制をとる例は数多いが、各国経済の大きさでウエイト付けした後のシェアでみると、固定相場制より変動相場制が支配的であり、為替レート・ターゲティングに基づく政策運営スタイルが拡がっている訳ではない。

こうした政策運営スタイルが物価安定という目的に照らして有効であるかどうかは、アンカー国の政策方針如何にかかっている。ブレトンウッズ体制や欧州通貨システム (EMS) は、この点につき明確に規定されていなかったため、崩壊ないし中断

を余儀なくされた。

(2) マネタリー・ターゲティング

このスタイルが有効に機能するには、①中央銀行が有効にマネーサプライをコントロールできることと、②マネーサプライ増加率とインフレ率の間に安定的な（かつ統計的に計測可能な）関係が存在することが必要である。歴史的には、1970年代後半から多くの国が何らかのかたちでマネタリー・ターゲティングを採用した。しかし、その後の急速な金融革新や規制緩和が②の前提を崩したことから、厳格なマネタリー・ターゲティングのみを中心に据えて政策運営を続ける国は著しく減少した。

この間、一貫してマネタリー・ターゲティングを採用し、スタイルにまで高めたのは、ドイツのみである。ドイツは、経済環境の変化に対応してターゲットとするマネー指標を変更したり、ターゲット・レンジを変更したりしつつ、長期間にわたってこの政策運営方針を貫き、インフレ抑制に顕著な功績を残してきた。ただ、この功績は、マネタリー・ターゲティングの採用だけに負うものではなく、同国の経済基盤の強さや一般の人々にまで根付いた物価安定最重視の思想も大きく貢献したと考えられる。

ドイツの経験をみると次の三つの点が明らかになる。第一に、中央銀行が信認を獲得することと政策遂行上の柔軟性を維持することとは両立可能であること、第二に、マネーとインフレ率の間には両方向の因果関係が存在すること、第三に、物価安定を志向する考え方が社会的に根をおろすには、長い期間を必要とすることである。

(3) インフレーション・ターゲティング

インフレーション・ターゲティングに基づく政策運営は、現在注目を集めている新しい政策運営スタイルであるが、そもそもインフレ率を政策パフォーマンスの評価対象とする考え方自体は（もちろん暗黙にはあるが）、ほとんどの中央銀行が従来から念頭に置いてきたものである。他のスタイルとの違いは、主として、最終目標たるインフレ率に具体的なかたちで事前にコミットするかどうかという点に絞られる。

このスタイルが物価安定を実現するうえで有効であるかどうかを明確に判断するには、もう少し時間が必要であろう。ニュージーランドとカナダがこのスタイルを採用して以来、まだわずかな年月しか経過していないからである。

現時点で私が指摘したいのは、中間目標をターゲットとする他の手法と比較してインフレーション・ターゲティングが目立って革新的な効果をもつ訳ではないということである。例えば、中央銀行によるターゲットのコントローラビリティについてみると、インフレーション・ターゲティングはマネタリー・ターゲティングに及

ばないと考えられる。これは、金融政策以外にインフレ率を左右する要因が数多くあるため、中央銀行がインフレ率を直接制御することができないことによる。まだ十分には信認を得ていない中央銀行がインフレーション・ターゲティングを採用しても、中央銀行がコントロールできない要因から目標の達成に失敗する可能性があり、逆に信認を大きく失墜するリスクを負う。仮に、免責条項を導入したとしても、ターゲット公表に伴うシグナリング効果を低下させる副作用を伴う。こうした点を勘案すると、中央銀行が短期間に信認を勝ちうるためには、インフレーション・ターゲティングより操作可能性が大きいターゲットを設定した方が効果的であると考えられる。

(4) 古典的な金融政策運営スタイル

古典的な金融政策運営スタイルをとる中央銀行は、中期的にインフレーションを抑制することを企図し、インフレ率に関連した複数の指標を相互に関連づけてモニターする。経済環境が変化すれば、それに応じてモニタリング対象をより適切なものへと変更することが可能である。このスタイルを古典的と呼んだ理由は、日米を含む主要国において最も長期間利用されてきた方法であること、利用可能なあらゆる市場情報と経済理論を活用する方法であることによる。

前述の三つのスタイルと古典的スタイルとを比較すると、最も大きな差は単一のターゲットに対するコミットメントを事前に公式に表明するかどうかにある。こうした表明は、市場に対して明確な参考情報を提供できる長所を持つ。しかし、激しく変化する経済環境の下では、予期せぬ要因からコミットメントを達成できなくなるリスクがあり、そのコストは決して小さくない。逆に、既に確固たる信認を得ている中央銀行にとっては、事前のコミットメントから得る効果も限定的である。

また、古典的スタイルを採用する中央銀行は、必ずしも政策目標へのコミットを避けている訳ではない点に注意を要する。事実あらゆる中央銀行は、市場の期待に影響を及ぼすべく、政策目標に関する情報を事前に発出している。中央銀行は、目標の達成と政策の一貫性を市場に知らしめることにより、信認を高めることができるからである。したがって、古典的なスタイルは、政策の透明性やアカウンタビリティにおいても、インフレーション・ターゲティングに劣るものではない。

結 論

金融政策を巡る数々の議論の中で、物価の安定を最優先すべきであることと市場原理を尊重した政策運営を行うべきであることについては、既にコンセンサスが得られている。残された論点は、政策目標をどのように定義するか、その目標をどのようなテクニックによって追求するか、という点である。

私が自国の中央銀行に勤務してきた 25 年間は、各国の中央銀行がインフレ抑制へ

のコミットメントについてどのようなスタイルを以て臨むべきか、試行錯誤を重ねてきた期間である。この中では、具体的な政策目標にコミットするスタイルと古典的スタイルに対して、いろいろな解釈が与えられてきた。結果的に、後者が前者の教訓を吸収しつつ、理論と経験の両方に基づく修正を施すことによって、より効果的な手法へと発展してきた。実際、マネタリー・ターゲティングやインフレーション・ターゲティングを採用したと言われる国においても、十分に拘束性のあるコミットメントを長期にわたり採用し続けているケースは僅かであり、実質的には古典的なスタイルが支配的となっている。

さらに、物価安定に大きな成功を取めたドイツおよび日本の金融政策をみると、物価の安定を実現しうる政策運営スタイルが単一ではないことを理解できる。これは、事前的コミットメントの有無が経済理論で示されるほど重大な問題ではない可能性さえ示唆している。重要なのは、スタイルの選択よりも、政策運営の透明性を確保することによって信認を獲得したうえ、柔軟性のある金融政策によって一段と評判を高めていくことである。

セッション -1

インフレーション・コントロールと金融政策ルール（要旨）

— Inflation Control and Monetary Policy Rules —

David Laidler

1. はじめに

1990年代は、世界的なインフレが終焉した時代といえよう。政策当局がインフレのコストを強く認識する一方で、中央銀行が物価の安定を目標として金融政策に従事できるよう制度面での整備が図られてきたからである。とりわけ、ここ数年は、中央銀行による金融政策運営に対し一段と自律性を与えるとともに、インフレのコントロールを最優先させるといった方向で中央銀行法を改正する動きが目立つ。例えば、ヨーロッパ諸国では、物価の安定を第一義的目標とすると同時に政府からの独立性が高い中央銀行の樹立に向けて中央銀行法を改正する動きが相次いでいる。また、ニュージーランドの新しい中央銀行法は中央銀行が政府との間でインフレ率についての数値目標を契約により設定するよう求めている。カナダやイギリスでも、中央銀行と政府の間でインフレーション・ターゲットに関する同意が取り交わされている。

こうした動きをマネタリズムの勝利と考えるのは早計である。確かにマネタリズムは、インフレが貨幣的現象であり、物価安定を目的とした明確なルールに基づく金融政策が望ましいことを主張してきたが、中央銀行制度改正などを理論面から支えてきた貨幣理論や中央銀行論は、マネタリズムの学説とは明らかに異なっている。本論では、そうした理論を紹介するとともに、マネタリズムとの関係を考える。

2. マネタリストの考え方

マネタリズムという言葉が登場したのは1960年代末のことである。その基本的な考え方は、当時支配的であったマクロ経済学とさほど異なるものではなかった。すなわち、この考え方によれば、景気変動はリアルショックによっても引き起こされうるが、その影響は通貨の伸びが安定的に推移していればほとんど吸収される。また、インフレ率は通貨の伸び率から実質経済成長率を引いた値を中心として変動する。したがって、マネタリストは、フリードマンが提唱したように通貨の伸び率を法律によって一定に維持することが重要と考えたのである。

通貨供給の伸び率を一定に保つということは、最適な政策であるとはいえないが、实体经济面での大きな変動を避けつつ長期的には物価の安定を維持することができる利点がある。経済の構造や政策効果波及のラグについて十分な知識があれば、より適切な方法がありうるが、政策当局がそうした知識を有していないとすれば、フリードマンの提案を却下することはできない。1960年代においてはマネタリストの処方箋は受け入れられなかったが、实体经济の不安定化を最小限に抑えるとともに物価の安定を政策目標とすべきとの主張は伝統的な考え方と一致していた。もっとも、当時は物価の安定がなぜ望ましいのか、まったくといっていいほど議論されていなかった。これは、政治家もエコノミストも不人気のデフレ政策の実施を主張しようとしなかったからである。この問題が議論されるようになったのは現にインフレが進行した1960年代末以降のことであった。

逆説的ではあるが、マネタリストの主張はインフレの存在を前提としている。マネタリストの多くは貨幣をあたかも耐久消費財のように取り扱っている。すなわちインフレは耐久消費財に関する間接税とのアナロジーで分析されており、経済厚生を最大化するには銀行部門の競争を促進する一方で、インフレ率を安定化させる必要があると主張された。また、価格や賃金に制度的な硬直性がみられる場合には、インデクセーション（物価スライド制）の採用が提案された。

3. 貨幣の役割、インデクセーションの限界とインフレのコスト

貨幣を耐久消費財のように取り扱うという考え方は、貨幣に対する理解を深める上で大いに役立った。しかしながら、こうした扱いは、貨幣の交換手段や価値尺度としての機能を無視するものであった。1964年以降、貨幣のこれらの役割が再び注目されるようになった。1970年代半ばには、インフレのコストに関する靴コスト¹⁾モデルの妥当性が関心を集め、貨幣が価値尺度や交換手段としての機能を正しく捉えているかという観点から疑問が投げかけられた。また、「完全に予見されたインフレ」という理論的概念の現実的妥当性が検討されたほか、インフレが相対価格の持つ情報伝達能力を低下させることを通じて実体経済活動に対しどのような影響を及ぼしうるのかという問題も関心を集めた。

ほぼ同時期に、リアルショックが持続的に加わる場合、賃金契約のインデクセーションは、経済を不安定化させる方向で作用することが示された。この研究は、インデクセーションの実施によりインフレの悪影響を完全に予見されたインフレと同じ程度に小さなものとするができるようになるという経済学者の楽観を揺るがすことになった。その後、租税、資本市場取引など不安定化効果が大きくないと思われる分野においても、広範なかたちでインデクセーションが実施されることはなかった。

4. 期待と政策の信認

物価の安定あるいは低インフレの達成が意味するのは、価格メカニズムを通じた資源配分機能の効率性を高めることであり、それは人々が物価安定は持続すると信頼してはじめて可能になる。こうした信頼は人々のインフレ期待と密接に関連している。マネタリストの分析においては当初からインフレ期待が重要な役割を果たしていた。とりわけ、ルーカスやサージェント＝ウォーレスによる合理的期待のマクロ経済モデルへの応用は、インフレ期待の効果に関する理解を深めるうえで大きな前進であり、1970年代末から1980年代初頭にかけて注目を集めるに至った。もっとも、事前に公表された金融引締めは雇用の悪化を伴わずにインフレを鎮静化させることができるという彼らのモデル通りの政策効果が実際に得られることはほとんどなかった。人々の行動を変えるには、政策当局の意図が信用されるとともに、公表された意図とおりに政策が実行されなければならないのである。信認の問題は、政策効

1) 靴 (shoe-leather) コスト：インフレの進行は名目金利上昇を通じて実質貨幣需要を減少させるが、切り詰めた現金通貨のもとでは頻繁に銀行や買い物に出かけねばならず、預金引出し手数料や靴代など新たなコストが生じる。これを靴コストという。

果の波及過程における期待の役割をめぐる議論のなかでも、最も重要である。

物価の安定が金融政策の長期的目標であることは誰も否定できない。しかし、物価水準をターゲットにするとインフレ率の変動を増幅させるおそれがあることも考慮しておく必要がある。また、インフレ抑制に伴う成長減速が重視されるような場合にはインフレ率はターゲットを上回る傾向が強いため、低いインフレ率をターゲットにするとかえって政策当局に対する信認を低下させるおそれがある。また、インフレ抑制に付随するコストを一切考慮せず、もっぱら物価水準の安定を政策目標として追求すると、政策の透明性は増大するが、その反面、ショックへの対応が硬直化し、短期的なインフレ率の振れを大きくさせるという不必要なコストを拡大させるおそれがある。

5. 金融政策ルール

金融政策においてルール、裁量のいずれが望ましいかが議論されるのは、それらの意味するところが論者によって異なっているからである。

金融政策の効果が発現するまでには長いラグを伴う。そうしたラグの存在を考慮すると、裁量的な金融政策は、特定のルールに固執するよりも望ましい成果をもたらすといえよう。しかしながら、政策当局による裁量を認めたとしても、ターゲットとなった政策変数の動きに対する当局の行動を一定のルールに基づき縛っておくほうが望ましい。フリードマンによるルールは制度変化に対応できないという難点があり、マッカーラムやメルツァーにより提唱された流通速度の変化を調整したルールは、制度変化に伴う通貨需要の変化を織り込もうとするものであるが、これとても万全ではない。いずれにしても、金融政策運営にかかわるルールと裁量は、当初考えられたほど明確なかたちで判別することはできない。

通貨当局は通貨集計量を構成する銀行負債を直接コントロールしえないため、通貨集計量をあらかじめ定めた成長経路上に保つには、当局が直接コントロールできる操作変数を裁量的に調整する必要がある。このため、当局の直接的なコントロール下にあるハイパワード・マネーを一定のルールに基づき成長させるべきという提案もみられる。しかし、このルールは、中央銀行の最後の貸し手としての自由度を奪うおそれがある。緊急時にはペナルティレートで中央銀行貸出を行うべきというメルツァーによる提案は、そうした問題の解決を狙いとするものであり、それはまた、ルールに基づき政策を運営する場合、当該ルールの一時的停止が望ましいこともあり得ることを示す事例といえよう。

金融政策の遂行に際して政策当局による判断は重要である。しかし、合理的期待

理論が教えるように、民間部門が政策当局の反応関数を熟知したうえで行動していると、政策当局による裁量的行動は不確実性を高め、かえって経済を不安定化させるおそれもある。政策当局が自らの景気判断に基づき物価安定のため最適と考える裁量的金融政策を実行している場合、当局のほうが民間部門より優れた情報を有しているならば、裁量的行動をルールによって制約することはかえってマイナスに作用するであろう。一方、民間部門と政府部門の有する情報が同じ場合、民間部門は当局が最適と判断する政策を予想し得るため、ルールはあってもなくても同じになる。そして、民間部門が政府よりも情報上優位な立場にあるときには、ルールが裁量より望ましいと考えられる。

6. アカウンタビリティと独立性

金融政策の影響力は莫大であるがゆえに、通貨当局の行動をどのようなかたちでコントロールするのが望ましいか種々議論されている。金融政策は議会に対し責任を負う大蔵省の一部門により裁量的に運営されるのが望ましいと主張する論者も多いが、その場合、中央銀行は政府機関の一部と化し、より高水準でしかも不安定なインフレをもたらすと一般に信じられている。しかし、選挙民がそうしたレジームを支持するとともに、その結果を甘んじて受け入れるのであればそのような政策レジームに反対することは必ずしもできない。ただ、選挙民の期待する成果が常に達成されるとは限らない。このため、施政者は自らの行動の責務を負うべきであるという原則を尊重するならば、ルールに基づく金融政策運営は支持されよう。

間接民主主義の下では特定の利益集団のために政府予算案が組まれがちである。減税の実施、人気取りの雇用改善措置などがインフレを加速化させるおそれがあることは、選挙民には必ずしも広く理解されていない。こうした事態の発生をあらかじめ防止することを狙いとして中央銀行には独立性が与えられているが、中央銀行が政治的支配から完全に自由であるわけでもない。政治への完全な従属と完全な自由という二つの極の中間で金融政策は中央銀行により運営されているのである。金融政策運営ルールを政府が中央銀行に課す場合、政策運営に対する民主主義的アカウンタビリティが確保されるとともに、金融政策運営を政治的圧力から隔離することができる。そうした政策ルールの設計に際しては、中央銀行の責任を特定化し、物価水準ないし通貨の伸び率といった明確に定義され、しかも簡単に計測可能な変数に基づき中央銀行の成果を具体的に評価する基準を設ける必要がある。前者は中央銀行に対し政策結果に対するアカウンタビリティを、また後者は中間目標達成に対するアカウンタビリティをそれぞれ負わせようとするものである。この選択を行

ううえで一つのポイントとなるのは、中央銀行が目標達成に失敗した場合に、責任追及と状況改善のための金融政策の変更のどちらに力点があるのかという点である。責任追及が目的であれば物価を目標とし、政策変更が求められるのであれば、通貨の伸び率をターゲットにするほうが望ましいかもしれない。

しかし、通貨の伸び率を法制化することに際して二つの問題が指摘できる。一つはあるルールが実際に機能するように制度改変を行うことの困難さであり、もう一つは民衆が通貨の伸び率とインフレの関係をおそらく理解していないということである。1970年代から1980年代に実施されたマネタリー・ターゲティング政策においては、実現値がターゲットを上回ることがしばしばみられたが、専門家以外にはほとんど注意されなかった。選挙民から理解も注目もされないようなルールは最初から適用すべきではないし、仮に適用されたとしても長続きはしないであろう。

インフレ率は、通貨当局にそのコントロールが委任されている。したがって、日々の金融政策運営を政治的圧力から隔離する一方で、アカウントビリティを課すという観点からルールに基づく政策レジームが志向されるのも当然のことといえよう。実際、多くの国において、近年そうした方向で制度改正が実施されている。政策運営に失敗した場合、中央銀行に対し制裁を課すことは、政策当局に対し、目標達成に必要な政策運営方法を編み出そうとする誘因を与えることになる。

7. 結語

こうした政策レジームを打ち立てる自然な方法は中央銀行法を改正することである。物価の安定を最優先課題とすることが最も重要ではあるが、役員の身分保障のほか、中央銀行の内部統治に関するルールや役員の任期などその他の条項にも留意する必要があることはいうまでもない。しかし、中央銀行法の改正は出発点に過ぎない。法制度的にみた中央銀行の独立性とインフレは逆相関の関係にあるようみえるが、日本やイギリスのような例外もある。中央銀行のアカウントビリティを確保するための方策として、通貨価値の維持という一般的な表現を中央銀行法に織り込むことはできるが、アカウントビリティが総裁の罷免といった制裁措置の発動を含むのであれば、数値目標を具体的に定める必要がある。その場合、数値目標を中央銀行法に明定することは不適切であり、ニュージーランドのように政府・中央銀行間で契約を締結するという補完的方法の方がより現実的である。

変貌する金融環境下における金融政策の課題（要旨）**—Challenges for Monetary Policy in the Evolving Financial Environment—****David W. Mullins, Jr.**

金融環境の様々な変化(innovations)が政策当局に大きな課題を投げかけている。変化は、金融システムを複雑化し世界的な統合化を進めている。

1. 先進国の財政環境の変化

この問題に触れる前にまず財政の問題について触れてみたい。先進国では財政不均衡が拡大する傾向にある。先進国において高齢化に伴い年金や医療保険等の負担が増大していることや、生産技術革新が低い技能しか持たない労働者を所得低下、あるいは失業に追い込んでいることから、赤字の拡大や政府債務の累積は一段と加速すると懸念される。財政赤字のもたらす問題として、理論的には実質金利の上昇による成長の阻害や、政府にインフレを起こし政府債務を軽減する誘因をもたらす可能性が指摘されているが、実際にはこうした現象は生じていないようである。しかし、最近のメキシコの金融危機で注目されたように、市場の財政赤字に対する感応度は高まっている。したがって、中央銀行は金融危機の発生を抑えるために、財政状況の悪化に絶えず目を配っておく必要がある。

2. 世界的な金融システムの発達

近年における金融システムの重要な変化は、グローバルな金融市場の出現である。情報・金融技術の発展、金融自由化、国際分散化投資の進展、証券化等が金融市場においてマーケット・メカニズムの貫徹を容易にしていることが挙げられる。こうしたなかで、金融機関もマーケットとのかかわりを強めるべく形態を変化させながら、重要な役割を演じ続けている。また、上記の環境変化は、ボラティリティの高まりを生み、これが更にフィナンシャル・イノベーションを促進している。

このような変化は、中央銀行にとっての政策運営環境の変化でもある。われわれは、為替レート変動の増大、資産インフレの経済への深刻な影響、ブラックマンデー、ERMの崩壊、メキシコ危機等のストレスを経験した。今日では政策当局も企業と並んで市場ディシプリンの洗礼を受けるようになってきている。

(1) フィナンシャル・イノベーションとデリバティブズ

近年、フィナンシャル・イノベーションは想像を超えるペースで進展しているが、

その代表がデリバティブズである。デリバティブズの発展を促進したのは、取引コストの低さであり、また、デリバティブズの基本的な魅力は、低コストで効率的なリスク移転が図れることにある。そして、リスクに対するマーケットの発展は今後ともデリバティブズを発展させるものと思われる。

(2) デリバティブズのマーケットへの影響

デリバティブズは、リスクを分解し、その価格付け (pricing) を可能とするため、市場の完全性を高めている。デリバティブズの発達マーケットの効率性を高めていることは、実証的にも示されている。例えば、デリバティブズによって、原資産価格のビッド/オファー・スプレッドの縮小が生じている。原資産価格のボラティリティについては、デリバティブズがこれを高めるとの議論がされることがあるが、逆に、デリバティブズがボラティリティを低下させたとの実証結果も数多く報告されている。また、流動性の高いデリバティブズの登場により原資産価格が上昇したとの結果が得られている。マーケット・ストレスがデリバティブズによって拡大されるかという点については、ブラックマンデー等の事例が議論をよんでいるものの、確証は得られておらず、むしろリスク・マネジメントの発達がストレスを緩和する可能性も考えられる。

3. デリバティブズの金融政策への影響

(1) システミック・リスク

デリバティブズは、金融市場の効率性を高める一方、システミック・リスクなどの金融システムの不安定性を増すのではないかと疑念を持たれている。ハイ・レバレッジは多大な損失を招来する可能性をはらみ、複雑な仕組みはリスク・マネジメントを困難にする。デリバティブズの主要プレイヤーは大規模金融機関であるが、これらは世界各国の市場、決済システムに関わっていることから、潜在的にはシステミック・リスクを生む環境が作られている。

システミック・リスクに対する第一の対策は、金融システムレベルのものであり、ネットティング等に関する法制面の整備や決済システムの整備が求められる。この点については、既に G30 や BIS レポートによりガイドラインが示されている。第二は、企業レベルのものであり、特に内部管理 (internal control) システムの確立が求められている。こうした対策を立てるに当たってはデリバティブズの急速な発達に追いつくことが肝要である。

なお、デリバティブズはシステミック・リスクを招来する側面が注目されがちだが、これを低減する側面を持つことも重要である。ヘッジ手段の提供はリスクを減少させるであろうし、ネット取引を基本とするデリバティブズは決済量の削減によって決済システムへの負担を軽減する。

(2) 金融政策指標

デリバティブズの発達は、通貨集計量等の既存の金融指標に影響を与えることが一般に認識されている。狭義マネーはデリバティブズが通貨保有の各動機を低下させることで影響を受けるし、広義流動性もデリバティブズによって債券等の代替性資産のリスクが低下することによって影響を受ける。

また、デリバティブズは通貨集計量と実体経済の関係を変化させるが、政策当局はこれに由来する問題を、従来の指標に加えて価格データや他の先行指標も勘案して補完しうる。実際、後で指摘するように、デリバティブズは新たに有益な指標を提供してくれる。もっとも、通貨集計量を巡る問題は、通貨集計量を通じた政策シグナル伝達の有効性を低下させるほか、通貨集計量に基づいた政策ルールに対しても見直しを迫ることとなる。

(3) トランスミッション・メカニズム

デリバティブズが金融政策のトランスミッション・メカニズムに与える影響をみると、まず、短期金利については中央銀行が銀行準備の独占的・最終的な供給者である限りコントロールしうる。また、為替介入についてもファンダメンタルに沿ったものである限り、有効性は失われない。さらに、効率性の増した金融市場においては政策の伝達スピードは早まる。

一方、デリバティブズの発達は、リスクの再配分によって政策効果を変化させよう。総支出の金利感応度は変化しようし、1994年2月には米国の政策発動によるイールドカーブの変化がこれまでよりも早くかつ大きく他国に影響するを経験した。金融政策は経済に存在する様々な摩擦(frictions)によりその効果を高めてきたが、デリバティブズは経済の各種摩擦を解消させ、リスクの売買を通じ、あるリスクに弱い売り手からそのリスクに強い買い手にリスクを移転させる。これにより、クレジットチャンネル等を通じた効果は弱まる。このため、所期の政策効果を挙げるにはより大きな政策発動が求められようが、このことは金融政策が有効性を失ったことを意味しない。デリバティブズの発展によって経済は効率的かつ自律的ものとなり、これは、逆に大規模な政策の発動を要しない方向に経済を変化させる。

4. 金融政策へのインプリケーション

金融政策の有効性確保にとって、信認が重要であることは言うまでもない。そして、デリバティブズに代表される様に金融市場の拡大が顕著な今日においては、中央銀行はマーケットから信認を獲得することが一段と重要になってきている。

(1) 新金融技術

中央銀行がマーケットから信認を得るためには、市場に出現したデリバティブズ等の新金融技術商品に精通することが求められる。金融市場は、肥大化、複雑化し、

実体経済との関係も強まっているが、金融政策が金融市場を通じて運営されている以上、金融市場への理解を深めることは金融政策の有効性を確保するための必要条件である。

(2) 新しい情報源

デリバティブズの発達は、参考としうる金融指標を質・量とも豊富にする。デリバティブズは、原資産市場以上に、金利、通貨等の相場観を適切に反映する。また、オプション市場は期待の分布についての情報を提供する。物価インデックス債は、金融政策運営上有益な実質金利に関する情報を提供する。別表には、デリバティブズ市場から得られる指標のリストを示している。中央銀行はこれらの指標に含まれる情報を正しく解釈するために専門的な知識が求められている。

(3) 新たな政策手段

さらに、フィナンシャル・イノベーションは、デリバティブズ等を利用した新たな政策手段を提供してくれる。デリバティブズは市場の規模が大きく流動性が豊富なだけに、操作手段としては既存手段よりも優れている。

例えば、通貨介入ではデリバティブズの利用によって外貨準備に縛られず介入を行うことが可能となる。さらに、短期金利の安定化を目的とした金融調節や固定平価維持においては、オプション・プログラムの利用が可能である。こうした方法はシグナルの提示により政策への信認を高めるほか、従来の調節手段より簡単かつ低コストである点で優れている。

情報ソースとしてはともかく、デリバティブズを政策手段として利用している中央銀行はまだ少ない。しかし、民間銀行が競争原理に則ってデリバティブズの利用を活発化させていることを考えれば、中央銀行のみがデリバティブズを使った効率かつ有効性の高い政策手段の追求を怠ることは許されまい。

5. 結論

近年、中央銀行は、物価安定と信用秩序の維持が政策目標であるという合意を獲得してきた。しかし、フィナンシャル・イノベーションのもたらす環境変化は新たな課題を投げかけている。環境変化は、政策のトランスミッション・メカニズムを変化させる一方で、金融市場の機能を高め、かつ新たな情報ソースを提供している。また、財政バランスの変化は潜在的により難しい問題をもたらしめている。こうしたなかで、中央銀行にはより専門的な知識が求められている。しかし、中央銀行の成功が民間部門、政治、市場との信認の確立に依存している点については変わっていない。

第7回国際コンファランス

(別表)

デリバティブズ市場データから導き出される指標

	将来の資産価格 についての市場観 (先物タイプ)	予想ボラティリティ (オプションタイプ)	価格変化に関する予想の分布
為替レート	・先物為替(フォワード) ・フューチャー	・通貨オプションのインプ ・イド・ボラティリティ	・コール/プット価格比率 ：リスク・リバーサル ・コール/プット・ボリューム比率
短期金利	・先物 (例えば3か月物金利 先物) ・短期金利のF R A ・金利スワップ	・3か月物金利先物オプショ ンのインプライド・ボラティ リティ ・キャップ、フロアー	・コール/プット価格比率 ：スマイルカーブ ・コール/プット・ボリューム比率
長期金利	・長期金利のF R A ・金利スワップ	・国債オプションのインプ ・ライド・ボラティリティ ・キャップ、フロアー、 スワップション	・コール/プット価格比率 ：スマイルカーブ ・コール/プット・ボリューム比率

米国金融政策のガイドラインとしての 通貨供給量ターゲット政策の興亡（要旨）

—The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidelines for
U. S. Monetary Policy—
Benjamin M. Friedman

はじめに

中央銀行の金融政策は常に変化をとげている。通貨供給量の伸び率を目標とする金融政策も、今から思えば、急に金融政策の中心に躍りでて、その後、脇役の座へ押しやられ、そして消え去ってしまった。

1970年代には先進国中央銀行の金融政策は金利や貸出が中心的指標であった。1980年代に入ると、通貨供給量の伸び率を目標とする金融政策が中心になったが、1990年までにはその政策は放棄された。今日では金利中心の金融政策に復帰する中央銀行もあれば、インフレ率を直接目標とする中央銀行もある。ドイツのブンデスバンクだけが、通貨供給量の伸び率を目標とする政策を今でも維持している。

米国の金融政策の変化もこれと同じようなパターンをとっている。連邦準備制度は1970年には通貨供給量の伸び率を政策目標とみなし始めた。1975年の初めには、議会が連邦準備制度に通貨供給量の伸び率を政策目標として設定しそれを事前に公表するように求めたのである。1979年には連邦準備制度は通貨供給量の伸び率を管理することに専念すると宣言し、そのために新しい調節方針を採用した。1987年に連邦準備制度は狭義の通貨供給量の伸び率を政策目標とすることは放棄したが、広義の通貨供給量については政策目標を置いていた。その後、連邦準備制度が広義の通貨供給量についても政策目標とすることを放棄したことは、誰の目にも明らかであった。連邦準備制度がこれを公式に表明したのは1993年である。

本論文の目的はこのような政策変更がいかなる理由で生じ、その政策変更は正当化できるものであったのかを検討することにある。

1. 基本的認識

通貨供給量の伸び率を政策目標として使う場合、金融政策は二つのステップを踏まなければならない。第一段階として、政策当局は価格水準や実体経済水準に応じて目標とする通貨供給量の伸び率を決定する。第二段階として、短期金利を誘導したり、準備量を調節したりして、実際の通貨供給量の伸び率を目標値に近づけるよ

うに政策を実施する。ひとたび、目標通貨供給量伸び率が設定されると、中央銀行は、通貨供給量を管理すること自体が金融政策の目的であるかのようにふるまう。

中央銀行が通貨供給量伸び率を政策目標としようが情報変数として利用しようが、通貨供給量の変動が物価、生産あるいはその他の金融政策目標の変動を引き起こさなければ意味がない。これは実証的に検証すべき問題である。

2. 連邦準備制度は何を知っており、いつそれを知ったのか？

米国において通貨供給量伸び率を金融政策のガイドラインとして本格的に使い始めたのは、議会が1975年に共同決議第133号を通過させることにより、連邦準備制度が主要通貨集計量の目標伸び率を事前に公表し、その目標達成状況を議会に報告することが義務づけられてからである。

連邦準備制度はM1、M2、M3の通貨集計量について目標レンジを公表したが、当初、主たる関心は最狭義のM1にあった。しかしM1を使って物価と実質生産を多変量自己回帰してみると、少なくとも最近のM1変動は物価変動に対しても実質生産変動に対してもほとんど説明力を持っていない（より詳しく言えば、物価変動に対しては1974年以後、説明力が一時的に増したが、1981年以後は急激に説明力が減退し、ほとんど消え去った。実質生産に関しては1980年代初頭まで説明力はほとんどなかったが、それ以後5年ほど説明力が出現し、1990年まで再び減退した後穏やかに回復している）。

しかし、M1、実質生産、物価の水準は非定常確率過程に従っている。そこで、それらの変数を定常化してから実質生産成長率とインフレ率について連立方程式を推計してみた。この場合、説明力は多少改善されたが、実質成長率に対しては1987年以後、インフレ率に対しては1983年以後、M1がほとんど説明力を持たないことに変わりはない。

さらにフェデラル・ファンド・レートモデルを加えると、M1は全期間を通して実質生産に対してなんら説明力を持たないことがわかる。インフレ率については1981年以後ほとんど説明力を持たなくなる。

より広義のM2について同様の分析をすると、1974年から1991年にかけて実質生産を極めてよく説明するが、物価変動に関してはほとんど説明力を持たない。フェデラル・ファンド・レートを加えると、実質生産、物価変動の両者に対してほとんど説明力を持たない。

3. 連邦準備制度は何を行い、いつそれを行ったか？

次に、連邦準備制度の目標通貨供給量伸び率が実際の金融政策に影響を与えたかどうかを、一種の政策反応関数を推計することで実証した。

フェデラル・ファンド・レートを、過去1年間のインフレ率、実際の失業率と自然失業率の差、実際の通貨供給量と目標通貨供給量の差（連邦準備制度が通貨供給量伸び率を政策目標として採用した1976年以降とそれ以前をダミー変数によって区別）などで説明するモデルを考える。

狭義のM1については、1976年、1977年、1978年には連邦準備制度が目標通貨供給量(M1)伸び率を考慮にいてフェデラル・ファンド・レートを決定していたように見えるが、統計的には有意ではない。

逆に1979年から1984年にかけては、実際の通貨供給量と目標通貨供給量の差の項は有意に効いていた。例えば1979年にはM1が目標値に比べて1%昇した場合、連邦準備制度は、フェデラル・ファンド・レートを0.86%昇させることになるという結果が得られる。実際の通貨供給レンジが目標通貨供給量の範囲内にあれば0とし、範囲の外にあれば、近い方の閾値との差をとるというかたちを変換しても結果はほとんど同じであった。1986年以後については、連邦準備制度が通貨供給量(M1)伸び率を目標としなくなったのでこの政策反応関数は使えない。

広義のM2については、連邦準備制度は1979年から1981年、1985年、1992年から1993年の3期間には目標通貨供給量(M2)伸び率を考慮にいてフェデラル・ファンド・レートを決定していたように見える。その他の期間については通貨需要(M2)に受動的に依拠していたと解釈できる。説明変数を、先ほど述べたような実際の通貨供給量と目標通貨供給量の差を不連続な形で表現した変数に変換しても結果はほとんど変わらなかった。

4. 通貨供給量伸び率による政策目標の興亡には意味があったのか？

共同決議第133号は1975年初めに採択されたが、この時期、目標通貨供給量伸び率が金融政策に影響を与えていたという証拠はほとんどない。

ボルカー議長のマネタリズム政策採用によって様相は一転した。1979年から1981年には連邦準備制度がM1とM2について目標値を設定していたことがみて取れる。ただし、M1については1985年までこれを続けたが、M2については1982年から1984年の期間については通貨需要に受動的に依拠していただけのようである。

より詳しくみると、1970年代後半には、金利変動を考慮に入れても、M1が物価変動を極めてよく説明していた（生産変動については説明できない）。インフレスパイラルへの懸念が生じ始めていたときに、M1についての目標を設定したのは適切な政策対応であった。それに対して、M2が生産を有意に説明し始めるのは1979年以後であり、金利を考慮に入れると、その説明力はほとんどなくなってしまう。

政策上の問題は、物価とM1の関係は1983年初めには急速に崩れ始めていたにもかかわらず、連邦準備制度がその後もM1を目標としていたことである。

グリーンスパン議長のもとでは M2 についての目標が問題になった。M2 と生産量の関係が有意であったのは 1989 年までであった。しかし、連邦準備制度は 1992 年から 1993 年にかけて、通貨供給量 (M2) 伸び率を政策目標にしていたようみえる。この間、M2 変動と生産量変動の間の関係は、1990 年から 1993 年まで若干回復したが、1993 年でさえそれほど説明力が高かったわけではない。

1993 年には連邦準備制度は M2 についての目標を降格(downgrading)させたと公式に宣言した。M2 はそもそも物価とは何の関連性もなく、生産量との関係も 1994 年末には完全に消え去ってしまっていたからである。

5. おわりに

過去 20 年間、連邦準備制度が通貨供給量伸び率を政策目標として使った時期は通貨供給量と生産量あるいは通貨供給量とインフレ率との関係が安定していた時期とほぼ重なる。連邦準備制度がこの政策目標を放棄したのも通貨と生産量あるいは通貨とインフレ率との関係が希薄になってきた時期とまさに重なっているのである。

セッションII—2

ドイツにおけるマネタリー・ターゲティング政策 (要旨)

—Monetary Targeting in Germany—

Manfred J. M., Neumann

1. はじめに

変動相場制移行後の 1974 年後半、ブンデスバンクはマネタリー・ターゲティング (通貨供給量伸び率を目標とする政策) を新しい金融政策として採用した。多くの中央銀行がそれに追随したが、今日では通貨需要関数が不安定化してしまったために、マネタリー・ターゲティング政策は時代遅れの政策と見なされるようになっていく。それに対して、ブンデスバンクは将来のヨーロッパ中央銀行にとってもマネタリー・ターゲティング政策こそが最適な政策であると主張している。

ブンデスバンクのマネタリー・ターゲティング政策は次の二つの補完的戦略より成り立っている。①民間の中・長期のインフレ期待を安定化させるために、目標通貨供給量伸び率を設定する、②物価、為替レート、通貨需要などへの予想外のショックの影響を緩和するために一時的に目標通貨供給量伸び率から外れた通貨供給を容認する。

2. マネタリー・ターゲティング政策の分析枠組み

ブンデスバンク法では、政策目標の間に厳格な序列がつけられている。第3条でブンデスバンクは「通貨の番人」であることが明示され、第12条に入ってようやく、「第3条の専管事項と矛盾しない限りにおいて、政府の一般経済政策に協力すべきである」と述べられている。

ブンデスバンクのマネタリー・ターゲティング政策もこの政策目標間の序列に従っている。基本的な考え方は簡単である。通貨数量説に従えば、実質所得の伸び率と貨幣流通速度が所与であれば、中・長期的に適切な通貨供給量の伸び率を選択することにより物価の安定が達成できる。さらに、目標通貨供給量伸び率を公表し、その根拠を説明することで、民間のインフレ期待をコントロールでき、かつブンデスバンクは民間から信認を得ることが出来る、というものである。ただし、均衡水準から乖離したインフレ率がしばらく続くような場合には、ブンデスバンクは目標通貨供給量伸び率から外れるような政策対応をとることもある。

3. ブンデスバンクの政策

ブンデスバンクの金融政策は次の二つのステップによって特徴づけることができる。① $t-1$ 年末に、 t 年間平均の目標通貨供給量伸び率を計算し、これを t 年における前年同四半期からの目標通貨供給量伸び率に換算する。② t 年に入るとブンデスバンクは目標通貨供給量の伸び率に従いつつも、短期の物価変動、為替レート変動、通貨需要変動などに応じて目標値から乖離することも認める。

(1) マネタリー・ターゲットの導出

ブンデスバンクは平均通貨供給量の伸び率の目標値を、インフレ率目標値、均衡生産量の変化率、均衡流通速度より求めている。その際、1986 年以来インフレ率目標値として 2% を想定しているが、この数字は品質の変化や新製品の登場の影響等を適切に反映していない物価指数に基づいて算出される値なので、実質的にはほぼ 0% のインフレ率に相当するとみられる。

また 1988 年以後、通貨集計目標量をそれまでの最低準備率でウエイト付された加重和である「中央銀行通貨集計量 (M_{CB})」から、単純な合計量である $M3$ へ変更した。

ブンデスバンクにとっては、中長期の平均通貨供給量伸び率ではなく各四半期毎に計算される四半期ベース通貨供給量伸び率の方が重要であり、政策議論でもこちらの方が中心的に用いられている。1980 年代初頭にはこの四半期ベース通貨供給量伸び率に 1.5% の幅をもたせて目標伸び率の範囲としていたが、それ以後は 1% の幅にせばめられている。

(2) 短期変動への対応

ブンデスバンクは短期の為替レート変動や価格変動、通貨需要変動に応じて通貨供給量の伸び率を目標伸び率から乖離させることを容認している。しかし、ブンデスバンクは景気安定化のために金融政策を発動することはないとしている。つまり、ブンデスバンクの目標は景気回復のために金融環境を整備することにあるが、金融政策目標の序列を乱す裁量政策は採用しないということである。

4. ブンデスバンクの実績

ここではこれまで述べてきた、ブンデスバンクの政策運営理念を実績と対比して評価する。期間は1979年から1994年であり、1991年以後は旧東独も含めており、すべての時系列データはドイツ統合効果修正済みである。

(1) ブンデスバンクの政策反応関数とインフレーション・ターゲット公表の効果

推計された政策反応関数は景気変動に対しては反応しておらず、物価変動と為替レート変動に対しては穏やかな反応を示している。また通貨需要ショックに対しては極めて敏感に反応している。実際の通貨供給量伸び率が目標伸び率から大きく乖離したのは、①1986年から1988年の源泉徴収課税の導入に伴う通貨需要拡大に対応したケース、②1992年から1993年のヨーロッパ通貨制度(EMS)の危機へ対応したケースである。また目標通貨供給量伸び率の公表はインフレ期待抑制に効果があったことがわかる。

(2) 超過インフレ率とマネタリー・ターゲット

ドイツのインフレ率は他の国と比べれば低く、平均3.2%であったが、この間の目標インフレ率は平均2.6%であった。この差である超過インフレ率(0.6%)は短期的には様々な要因によるだろうが、長期的には通貨供給量の伸び率が高すぎたということである。

これはブンデスバンクの目標通貨供給量伸び率が上方バイアスを持っていたためだろうか。そこで均衡生産量、均衡流通速度、四半期ベース目標通貨供給量伸び率と平均目標通貨供給量伸び率の整合性を調べた。その結果、平均目標通貨供給量伸び率は1979年から1994年の期間については平均0.7%の下方バイアスを持つことがわかった。バイアスの主たる原因は流通速度にあることもわかった。

ついで四半期ベース目標通貨供給量伸び率と平均目標通貨供給量伸び率の整合性を調べると、16年中10年について四半期ベース目標通貨供給量伸び率が平均目標通貨供給量伸び率を上回っていることがわかった。ここに0.8%の上方バイアスが発見された。

要約すると、平均目標通貨供給量伸び率は0.7%低めに見積もられているのに対して、四半期ベース目標通貨供給量伸び率は0.8%高めバイアスを持っているので、目

標値に関するバイアスは相殺しあうことになる。結局、0.6%の超過インフレ率は目標通貨供給量伸び率の設定が高すぎたためではなく、目標以上に通貨供給がなされたためということになる。

5. 通貨需要関数の安定性

通貨需要関数が安定的であるかどうかを誤差修正モデルで推計してみた。まず、チャウ・テストで 1973 年（第一次石油ショック）と 1990 年（ドイツ統合の影響）に構造変化があったことが確認された。しかし、ドイツ統合による東西ドイツの通貨需要関数の差は時間と共に消滅する性格のものであり、その意味でブンデスバンクの目標（M3）供給量伸び率の信頼性はドイツ統合では揺らいでいない。

6. おわりに

マネタリー・ターゲティング政策は通貨価値の維持のための中間的アプローチである。短期のインフレ率を直接コントロールすることを約束するのではなく、低インフレ率を維持できるような金融政策の枠組みを準備するところにその意義がある。

ブンデスバンクは数度にわたる目標値からの乖離にも拘わらず、国内外で政策に対する信認を確保し得てきたようである。その理由は、第一に短期的にはブンデスバンクはルールに基づいた裁量政策をとることが認知されていること、第二に、法的にブンデスバンクは政治的独立性が高く、インフレを低く押さえるという目標に邁進していることが知られていること、である。

結局、これまでブンデスバンクによって金融政策の目標は概ね守られてきたと結論づけていいだろう。

セッション ー 3

インフレーション・ターゲティングの実践と理論：

カナダ、ニュージーランド、スウェーデン、英国での経験を踏まえて（要旨）

—— Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden,
the United Kingdom, and in General ——

Bennett T. McCallum

1. はじめに

本論文では、まず、1990 年から 1993 年にかけて、明示的なインフレーション・ターゲティングを採用した 4 カ国（ニュージーランド、カナダ、スウェーデン、英国）

の金融政策運営の枠組みとこれまでの経験を概観する。その上で、採用されて日の浅いインフレーション・ターゲティングの取りあえずの評価を行うために、理論と歴史的経験に基づきそのメリット・デメリットを考察する。

2. インフレーション・ターゲティングによる金融政策運営の枠組み

上記4カ国の政策運営の枠組みをみると、ニュージーランドのケースが、①ターゲット・レンジがゼロ・インフレ率に近く、低水準に設定されていること、②インフレ抑制に対する信託を増強する法的・政治的枠組みが確立されていること、の二点から最も興味深い(各国別にみた政策運営の枠組みの詳細は別表を参照)。

3. 採用国の今日までの経験

インフレーション・ターゲティングを導入した4カ国は、総じてみれば1990年代に入ってインフレ率が鎮静化している。しかしながら、厳しいインフレ抑制策に伴う実体経済面への影響がみられ、経済成長率は低下、失業率は目立った改善をみていない。また、これら4カ国における期待インフレ率の動向をチェックするために、低インフレ国であるスイスとの長期金利差の動きをみると、いずれの国でも大幅に縮小しており、インフレ期待鎮静化の可能性が示唆されている。

ただし、現段階でこれら4カ国における政策パフォーマンスについて、明確な評価を下すのは時期尚早であろう。インフレーション・ターゲティングのような制度的枠組みは、経済に与える長期的影響をもって評価されるべきであり、この点、最も早くインフレーション・ターゲティングを採用したニュージーランドでさえも、現時点では、典型的な景気循環の一循環分にしか相当しない約6年間を経過したに過ぎないためである。

4. インフレーション・ターゲティングの実務面からの評価

金融政策が物価・実体経済に与える影響については、中・長期的には物価に大きな影響を及ぼすが、失業率や設備稼働率には殆ど影響を与えない、との見方が広く支持されている。他方、中・長期の経済成長への影響に対しては、理論・実証面で決定的な論拠は見出し得ない。また、短期的には、賃金契約が複数年次にわたって事前に締結されているといった何らかの価格硬直性を通じて物価・実体経済面に影響が及ぶと考えられるが、その経路については、様々な可能性が考えられ、コンセンサスを形成するに至っていない。したがって、金融政策の運営手段が金融環境の緩和・引締めだけであることを考え併せると、金融政策は中・長期的な物価安定に専念することが望ましいと言える。

インフレーション・ターゲットティングの枠組み

(別表)

	ニュージーランド	カナダ	イギリス	スウェーデン
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。
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。	蔵相が発表した「ERM からの一時離脱後の経済政策の基本方針」(92/10月)、および「財政演説」(92/11月)。	理事会のプレスリリース(法律的根拠は有せず)。
移行時期	1990年4月	1991年2月	1992年11月	1993年1月
対象指標	CPI	CPI (除く食料、エネルギー)	RPI (除く住宅ローン金利支払い)	CPI
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%
現行目標レンジの設定期間	1994年から。	1994年後半から1998年まで。	当面の目標(遅くとも1997年央までには1.2.5%へ移行)。	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) —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 —具体的な手続きの詳細についての明示的な規定はない。	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。
政策運営の対外的な説明	適宜のタイミミング(少なくとも6カ月毎)での議会への報告義務。	年次報告等により適宜、公表。	四半期毎に「Inflation Report」を公開。	年3回、「Inflation and Inflation Expectations in Sweden」を公開。
備考	NZ 連銀では、実質的に、CPI 総合から住宅ローン金利・間接税・公共料金等を控除した基調インフレ率を目標にしている模様。	目標レンジは、「物価安定」と整合的なCPI 上昇率を1998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 水準はより低い)。	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。	

5. 動学的不整合性とインフレーション・ターゲティング

経済理論面からの評価に当たっては、政策当局にとって事前に最適な政策と事後に最適な政策が異なる可能性があるとの、いわゆる動学的不整合性 (dynamic inconsistency または time inconsistency) の問題が最大の焦点となる。すなわち、金融政策当局にとって、事前的にインフレ抑制策をとると宣言することで、人々の期待インフレ率に影響を与えることに成功し、人々が影響を受けた期待インフレ率に基づいて行動を起こした後では、むしろ拡張的な政策を採用することが望ましい、といったケースが考えられる。しかしながら、インフレーション・ターゲティングを採用してインフレ率について明示的なターゲット・レンジを設定すれば、中央銀行の金融政策に対する近視眼的な政治介入を排除し、その運営を中・長期的なインフレ抑制に専念させることができるとの効果が期待できる。

6. ターゲット対象指標の選択

以上の検討結果を踏まえると、インフレーション・ターゲティングは、中央銀行の行動を中・長期的なインフレ率の安定に専念させるうえで有効であると考えられる。しかしながら、他の指標、具体的には名目 GDP が以下の理由からターゲットとしてより有効に機能する可能性も考えられる。

第一に、価格は生産量に比べ、金融政策の変更に対してゆっくりと反応する。このため、一般に金融政策手段の発動結果がインフレ率にまで波及する経路も不安定である。第二に、産出量を安定化させる効果においては、名目 GDP ターゲティングの方が、物価水準の変動を安定化させようとするインフレーション・ターゲティングよりも望ましい可能性がある。第三に、インフレーション・ターゲティングにおいては、名目 GDP 成長率を実質 GDP 成長率とインフレ率に分解する必要があるが、名目値 (インフレ率) と実質値 (実質経済成長率) の間の相互依存関係や様々な外生的ショックが両者に及ぼす影響のタイム・ラグや大きさについては、エコノミストの間でも十分な理解があるとは言えない。

なお、名目 GDP ターゲティングについては、統計公表までのラグが長いことに加え、速報値から確報値への改訂幅も大きいといった批判が聞かれる。しかしながら、この点は、より速報性の高い統計の中から名目所得の何らかの代理変数を見出すことで解決可能であると思われる。

7. 変化率と水準

変化率 (growth rate) と成長経路 (growing level) のいずれをターゲットにすることが望ましいかについては、前者の方が望ましいと考える。ただし、私の日本に関する実証研究でも示されたように両者の加重平均値をターゲットにすることが、よ

り望ましい可能性もある。

外生的なショックが経済に加わった場合、変化率をターゲットにするか、成長経路をターゲットにするかによって、政策運営上の対応に大きな違いが生じる。変化率をターゲットにした場合には、ショックの前後でターゲット指標の変化率が一定の範囲内に収まっていれば、トレンド自体のシフトは容認される。一方、水準をターゲットにすると、ショックを相殺し、元のトレンドにまで引き戻す政策を採る必要が生じる。したがって、後者のケースでは、価格水準を上昇させるようなショックに対して、より強力な引き締め政策を採用することになるため、経済に必要以上のデフレ・インパクトを与える可能性がある。

ショックの中で恒常的なショックがどれだけ大勢を占めているかについての確実な解答はないが、ショックの影響がある程度の期間に亘って存続するケースは多くみられる。以上の点を考慮すると、ショックに対して現在のトレンドに速やかに引き戻すといった政策運営は回避すべきであり、変化率をターゲットとすることが望ましいであろう。

8. 結論

インフレーション・ターゲティングは、中長期的な観点からみると、現在一般に採用されている裁量的金融政策よりも望ましい成果をもたらす可能性がある。これは、裁量的金融政策においては、近視眼的な政治圧力が中央銀行に加わり、インフレ・バイアスがもたらされやすいとの事情による。換言すると、中長期的なインフレ率目標値にコミットすることによって、より長期的な観点から政策運営が行われ、インフレ・バイアスを排除することができる。しかしながら、インフレ率以外の名目指標、例えば名目 GDP の方が、技術的に優れたターゲット対象指標であるとの議論も成立し得る。もっとも、インフレーション・ターゲティングについては経験も浅く、現段階では、両者の優劣について明確な結論を導くことは困難である。

日本の金融政策：ルールか裁量か？（要旨）

—Japanese Monetary Policy, Rules or Discretion?—

Kazuo Ueda

1. はじめに

中央銀行の主要な目的は、物価安定と金融システムの維持の二つである。日本銀行は過去 25 年間、それぞれについて一度ずつ失敗を犯した。それは、1973 年から 74 年にかけてのインフレーションの高進と、1992 年以降の戦後最悪の金融システムの動揺である。本論文では、1970 年代以降の日本銀行の金融政策を振り返り、二度にわたる失敗の背景を、政策反応関数の推計や VAR モデルを基にしたシミュレーション等の手段を用いて分析する。

2. 日本銀行の政策目標と政策反応関数

バーナンケとミシュキン、中央銀行の行動様式を分析する際に参考となる基本的なポイントを以下の三点に要約している。①中央銀行は多様な目的と危機を回避したいとの強い意識を有している。②中央銀行がインフレーションに対して強い関心を持っている場合には、マネタリー・ターゲティングが採用されることが多いが、厳格にターゲットに執着することは少ない。③金融政策の効果は金融調節の手段や操作変数の選択にはさほど依存しない。

さて、日本銀行の政策手段の中心は、公定歩合をはじめとする短期市場金利である。また、日本銀行は 1991 年に撤廃されるまで、金融政策を補完するために窓口指導を行っていた。金利が規制されている間は、窓口指導は公定歩合変更効果の顕現化を効率的かつ迅速的なものとする役割を担っていた。さらに、日本銀行は 1980 年代の初頭までは準備率操作も金融政策の手段として位置づけていた。また、金融調節の手法として、短期金利の安定を重視する立場から、金利ターゲティングを採用してきた。この方式の下では、日本銀行は現状の金利水準で民間部門が需要するだけのハイパワード・マネーを受動的に供給することになる。

中央銀行の各政策目標の中で、最も重要度の高いものは GDP ギャップに代表される実体経済の動きである。しかし、景気循環と短期金利との間の関係をみると、日米間では以下のような際だった相違点を見出すことができる。すなわち、①米国では景気後退期には常に金利水準が低下しているのにもかかわらず、日本では必ずしもそうではない、②金利の下落幅は米国の方が大きい、③連邦準備制度は金利水準

を低めに誘導することにより、景気後退に直ちに反応しているのに対し、日本銀行はラグをもって反応する、④米国と違って日本では、景気回復期に入ると直ちに金利が上昇するわけではない、等である。

次に、公定歩合変更に際しての政策委員会議長談話を通して、日本銀行の政策発動の動機を振り返ってみよう。第一に気が付く点は、日本銀行の金融政策は実質 GDP やインフレ率に強い影響を受けているということである。第二は、経常収支や為替レートに対する反応の強さである。第三は、1970 年代後半以降、マネーサプライ重視の姿勢を強めていることである。第四は、1989 年以降の公定歩合変更に際しては、金融システムの安定が考慮に入れられているということである。

さらに、コールレートを政策の出発点とした場合の日本銀行の政策反応関数の計測を通じて、より精緻に日本銀行の政策発動動機を分析してみよう。計測は、サンプルを第一次石油ショックの前後（大まかに固定相場制と変動相場制の時期に相当する）で分けて行った。計測結果によると、1974 年以前には金融政策は経常収支のみに反応している。それ以後の期間においては、インフレーションや GDP ギャップにも反応しているが、変動相場制移行にもかかわらず経常収支にも驚くほど強く反応している。さらに、インフレーションに対する反応をより詳細にみると、日本銀行はインフレ率 5% を臨界値として、これを超えたときのみ政策を発動することが確認できる。このほか、日本銀行は景気回復の初期段階では直ちには金利を上げないことも示されている。日本銀行が 1970 年代中盤以降インフレーションのコントロールに成功したことを考えれば、このことは景気回復局面に差し掛かった段階で直ちに金利を引き上げることは、必ずしもインフレーション抑制のための必要条件とはいえない可能性があることを示唆している。

それでは、日本銀行はなぜ 1970 年代中盤以来、経常収支や為替レートの動向に敏感に反応して政策を発動してきたのであろうか。金融政策の発動タイミングと経常収支黒字・設備投資の GDP 比率、円ドルレート、株価といったマクロ変数を比較してみると、後者の変数は明らかに相互に密接に関連した動きを示している。まず、経常収支黒字が円高を引き起こし、円高は実体経済に強いデフレ・インパクトをもたらすため、総需要拡大や円高是正を求める声が強まる。他方、外国政府もまた日本に対して内需拡大を要求する。これらの理由から、金利が引き下げられ、資産価格が高騰する結果、ラグを伴いつつも投資が増加し、経常収支黒字を減少させる。このようなパターンは過去 25 年程度の間に少なくとも四度（1970 年代初頭・後半、1980 年代中盤から後半、1990 年代の中盤）は繰り返されている。1990 年代の中盤のみが株価の高騰を経験していないという点でこのパターンからやや外れているものの、他の局面では完全にこのパターンが繰り返されている。

3. 日本銀行の失敗と日本におけるマネーサプライをめぐる論争

前述のとおり、過去 25 年程度の間日本銀行は二度大きな失敗を犯している。一度目は 1970 年代初頭に 20%を超えるインフレ率を許容してしまったこと、二度目は 1989 年の株価の高騰を見逃してしまったことである。株価や地価の高騰は、富の分配問題を除けば、しばらくの間は特別問題がないことによりみえた。しかし、1990 年代初頭の金融引締めはバブルを破裂させ、日本の金融システムを戦後最悪の危機的な状況に陥れてしまった。日本銀行の失敗の背景には、先に述べたように金融政策を為替レートと経常収支に関連づけたことがある。原因のひとつは、日本銀行が円高がもたらす実体経済に対するデフレインパクトを過大評価してしまったことであろう。日銀短観の業況判断 D.I. による企業家の先行きの業況判断の予測誤差を手がかりにして、この点を考察してみよう。それによると、先行きの業況を過小評価していた時期は 1970 年から 1990 年までの間に三度あることが分かる。これらの時期に共通なのは、円が急速に高騰した時期の直後であるということである。1970 年代後半の時期はオイルショックにより比較的早目に引締め政策がとられたが、1970 年代前半は田中内閣によって、1980 年代後半は国際協調と財政再建によって、金融引締めへの移行は先送りにされている。以上の考察から、日本銀行の二度の失敗は、ともに日本銀行が裁量的政策運営をとったことから生じたものと考えられる。

一方、日本銀行の政策目標をめぐる議論の中には、1970 年代初頭のインフレーションの経験に鑑みて、日本銀行はマネーサプライあるいはマネタリー・ベースにより注意を払うべきであるとするものがある。しかし、日本銀行関係者の間では、マネタリー・ベースは内生的に決まるものであって、その増大はインフレーションの結果ではあっても原因とはいえないという議論が根強い。この議論は部分的には正しいが、だからといって日本銀行は 1970 年代初頭のインフレーションの高騰の責任を負わなくてもよいということには必ずしもならない。また、1990 年代入り後のバブル崩壊後の景気後退期についてみたときにも、マネーサプライの伸び率の著しい鈍化をその特徴点として挙げることができる。岩田やマッカラムは、これを日本銀行の金融政策の失敗と位置づけ、日本銀行はマネタリー・ターゲットないしマネタリー・ベース・ターゲットを採用すべきであると提言している。これに対し、翁は、マネタリー・ベースのような変数は内生的なものであり、中央銀行がコントロールできるものではないため、政策目標の達成のためにはあくまで金利コントロールを採用すべきであると反論している。この論争には二つのポイントがあると考えられる。ひとつはマネタリー・ターゲットは好ましいものであるか否かというポイント、もうひとつはマネタリー・ターゲットを採用する場合に、操作変数として短期金利とマネタリー・ベースのいずれを用いるべきかというポイントである。

4. マネタリー・ターゲットを使用していれば日本銀行は失敗を回避できたか？

これらの点に関して分析を行っているマッカラムは、日本銀行は名目所得をターゲットとする場合には、マネタリー・ベースを操作変数として用いる方がよいと主張している。それでは、1970年代初頭と1980年代後半以降の二つの局面で、日本銀行がマネタリー・ベースを操作変数として用いていた場合のインフレ率や実質GDPに対する影響を定量的に評価するため、このマッカラムの分析を基にして、簡単なシミュレーションを行ってみよう。

シミュレーション結果は以下のように要約される。ベースマネーの伸び率を一定に固定する厳格なルールのもとでは、1973年の終盤までのディマンドプル・インフレーションを回避することは可能であるが、その直後の石油価格上昇というサプライサイドの要因により引き起こされたインフレーションを抑えることはできない。一方、GDPギャップに対する調整を考慮に入れたベースマネーの供給ルールのもとでは、中期的な経済成長率の目標値いかなで石油ショック前のディマンドプル・インフレーションさえも回避できない。

次に、同様のシミュレーションを1980年代後半以降の期間について行ってみよう。これによると、上記の二つの政策ルールでは、ともにわれわれが実際に経験したような資産価格のボラティリティを回避することは困難であることが分かる。しかし、実質GDP、資産価格双方のボラティリティが実際の値より多少小さくなることは、マネタリー・ベースを政策変数として採用することを幾分支持する結果といえるかもしれない。

分析対象の二つの局面のうち、1970年代初頭の方がパフォーマンスが相対的に悪かったのは、インフレーションがサプライショックによって引き起こされたものであることと関係している可能性がある。これに対し、1980年代後半以降の期間の方のパフォーマンスが優れていたのは、この期間の経済の不安定性がより金融的な要因に起因している可能性が高いことを示唆している。

5. 結語

前述のバーナンケとミシュキンに従えば、日本銀行は政策目標を複数有している。日本銀行は景気情勢と並んで、経常収支、為替レートを重視してきた。また、日本銀行は、他の中央銀行と同様に、物価と金融システムの安定を維持したいとの意識を有している。しかし、それでもなおかつ失敗を犯してしまったこと背景には、経常収支や為替レートに対する日本銀行の過剰反応があるのかもしれない。

本論文ではさらに、他の政策運営手法として、マネタリー・ベース・ターゲティングを検討したが、その結果は経済パフォーマンスを幾分改善するものの、現在の裁量的政策の持つメリットを放棄させるほどの説得力を有していない。

中央銀行の独立性とアカウントビリティ (要旨)

—Independence and Accountability—

Clive B. Briault, Andrew G. Haldane and Mervyn A. King

1. はじめに

中央銀行のアカウントビリティを向上させる試みが、政策決定過程の情報公開等のかたちでこのところ盛んになっている。

中央銀行のアカウントビリティは民主主義社会において中央銀行に対して独立性が賦与されることの対価である、としばしば言われている。しかしながら、案の段階にある欧州中央銀行やブンデスバンクはいずれも独立性は高いが、アカウントビリティは必ずしも要求されていない。一方、イングランド銀行は独立性が低いにもかかわらず、アカウントビリティは高い。他方、ニュージーランドでは、中央銀行の最終目標は政府から与えられているものの、その達成にあたり中央銀行は自由に政策手段を選ぶことができ、政策目標の達成に失敗すれば総裁が解任されるという形でアカウントビリティがある。したがって、アカウントビリティと中央銀行の独立性の関係は必ずしも一定ではないようである。

そこで、本論文では、アカウントビリティが金融政策運営において果たす役割について、中央銀行の独立性に関する研究を踏まえつつ、以下の三点を中心に検討した。①金融政策の枠組みを考察するための経済理論モデルを拡張し、アカウントビリティの役割を理論的に検討すること、②こうした理論モデルが示唆するような金融政策運営が現実にもみられるか否かで検討すること、③中央銀行のアカウントビリティの程度を定量化することにより、理論モデルから導かれるアカウントビリティの金融政策運営上の含意を実証的に分析すること、である。

なお、本論文では、中央銀行の独立性について、①中央銀行が最終目標を自由に選べる場合、最終目標の独立性 (Goal Independence) がある、といい、②中央銀行が政策目標を達成する操作目標を自由に選択できる場合、操作目標の独立性 (Instrument Independence) がある、という。また、アカウントビリティという用語は、狭義には政府と中央銀行の法的契約により、最終目標が決定され、その最終目標達成について中央銀行が政府に対して責任をもつような状況を意味すると解釈できるが、本論文では中央銀行がその政策意図・政策意思決定過程の情報を公開すること等も含む広義の用語として用いる。

2. 金融政策の理論モデルにおけるアカウンタビリティの役割

従来の金融政策モデルでは、裁量的金融政策運営が「インフレ・バイアス」をもたらすことが指摘されてきた。いま、政策当局がインフレ率と雇用についてそれぞれ目標値を持っており、その目標値からの乖離幅を小さくするように政策運営を行っているとしよう。こうした状況下において政策当局が政策運営を裁量的に行う場合、政策当局はインフレを許容して雇用拡大に走る誘因がある。しかしながら、理論的には民間経済主体はいずれ政策当局のこうした対応を考慮に入れて行動するため、中・長期的にはインフレ率は経済にとって望ましいレベルよりも高くなってしまいう一方、雇用の拡大は一時的に終わること（いわゆる「インフレ・バイアス」の発生）が知られている。

裁量的金融政策にまつわる「インフレ・バイアス」の問題を解決するため、経済学者は①ルールに従った政策運営（例えば、フリードマンの $k\%$ ルール）、②中央銀行のインフレ・ファイターとしての評判を高めること、③インフレを社会一般より嫌う人物を中央銀行総裁として採用すること（ロゴフの保守的中央銀行提案）、④政府がインフレーション・ターゲットの達成を中央銀行に委任し、中央銀行総裁に対して、インフレーション・ターゲットからの乖離に見合ったペナルティを課すことを契約すること（ウォルシュの最適契約モデル）、といった提案を行ってきた。

これらのうちでは、ロゴフの保守的中央銀行提案は、独立した中央銀行のイメージに最も近い。中央銀行は最終目標の独立性と操作目標の独立性をともに持ち、政策運営を行う。中央銀行は誰からもその行動の方向性を指示されないため、狭義のアカウンタビリティは必要ない。一方、ウォルシュの最適契約モデルにおいては、中央銀行には最終目標の独立性はないが、操作目標の独立性があり、最終目標達成に当たってアカウンタブルであることが要求されている。

こうしたモデルでは、中央銀行が民間経済主体よりも早く実体経済に起きるショックを知りうることを前提としている。しかし、アカウンタビリティの有用性の根拠はそうした情報を開示することのみにあるのではない。例えば、中央銀行が政策運営に当たってインフレと雇用を比較考量する際のウエイトにフレがあるとき、これを対外公表する効果を検討してみよう。モデルによれば、こうした情報を公開することにより政策運営の透明性が向上する結果、インフレ率が低下すると同時に経済はより安定化することが示される。

アカウンタビリティ向上のメリットは、中央銀行の独立性の程度を問わず享受できるものであるが、そのメリットは、独立性が低くインフレ抑制に失敗してきたため、これまでの評判 (reputation) からは信認が得られない中央銀行ほど大きい。最近インフレーション・ターゲットを採用した諸国の中央銀行が情報公開に熱心であることの理由は、こうした中央銀行がもともとインフレ抑制に成功した実績がなく、

情報公開を通じて信認を市場から獲得しようとしているためである、との説明を与えることができる。最近の中央銀行における情報公開の動きは、裁量の余地を犠牲にしても、政策の透明性を高め、インフレ防止へのコミットメントを明らかにする効果を狙ったものと考えられる。もっとも、透明性でなく、評判にたよって信認を獲得する行き方もある。ブンデスバンクや日本銀行はこれにあたる。特に、日本銀行は法律的な独立性はほとんど無いだけに、インフレ抑制にコミットしているとの評判を作り出すことがほとんど唯一の拠り所と言える。

3. 理論モデルと現実の金融政策運営の対比

現実の金融政策運営をみると、 $k\%$ ルールのような単純なルールに従って政策運営を行っている中央銀行はほとんどない。大多数の国では政策運営に当たり、いくつかの経済指標をみながら操作目標を変更するフィードバックルールが採用されていると考えられる。ロゴフの保守的中央銀行提案は、最終目標の独立性と操作目標の独立性を持つブンデスバンクを連想させる。ロゴフの保守的中央銀行提案からは、中央銀行が狭義のアカウンタビリティを要求されないことが含意される。このことは民主主義の原則に反するようであるが、ブンデスバンクは国民からの信認を背景に金融政策を遂行していると理解できる。ウォルシュの最適契約モデルは、金融政策の最終目標は政府から与えられているが、その達成に当たって中央銀行が操作目標の独立性を維持し、政策運営の結果について政府に説明する責務を負うことを定めているニュージーランドのPTA (Policy Target Agreement) に似ている。そして、われわれの提示した情報公開に努める中央銀行のモデルは、最終目標の独立性と操作目標の独立性がともに与えられていない中で裁量的金融政策を遂行していくにあたり、その考え方をインフレーション・ターゲットの導入、理事会議事録の公表、インフレ予測の発表等のかたちで公開し、従来、インフレ・ファイターとしての評判が低かったことをカバーしようとしているイングランド銀行の現状を説明している。

4. 実証分析の結果

以上の理論モデルから得られる含意を先進14カ国のデータを用いて実証的に検討した。その際、従来から実証分析で用いられてきた中央銀行独立性指数に加えて、各国中央銀行のアカウンタビリティの度合いを比較するアカウンタビリティ指数を試算した。実証結果の第一の結論は、中央銀行の独立性が高い国ではインフレ率が低い傾向にあるということである。この結果を中央銀行の独立性を高めるとインフレ率が低下する、という因果関係として解釈することには慎重であるべきだが、この結果自体はロゴフの保守的中央銀行提案の含意と整合的である。次に、われわれ

の試算したアカウンタビリティ指数と、アイフィンガーとシャリングが作成した中央銀行の最終目標独立性指数との関係をみると、ニュージーランドを例外として、独立性が高い国ではアカウンタビリティが低い傾向にある（図1）。この結果も、ロゴフの保守的中央銀行提案の含意と整合的である。最後に、中央銀行に対する信認の代理変数として長期金利を用いて分析を行った。各国間の長期金利格差は、他の条件を一定とするとインフレ期待の格差を反映すると考えられるので、ある国の長期金利が高いことは、その国の中央銀行に対するインフレ・ファイターとしての評判が低いことを意味する、と言えなくもない。長期金利とアカウンタビリティ指数の関係をみると、アカウンタビリティの高い国で長期金利は高い（図2）。この結果は、インフレ・ファイターとしての評判が低い中央銀行は、情報公開によって市場からの信認を獲得しようとする、というわれわれが提示した理論モデルの含意に整合的である。

5. 結論

本論文では、既存の金融政策のモデルから、最終目標の独立性と操作目標の独立性がともに備わった中央銀行には、狭義のアカウンタビリティは必ずしも必要とされないことを指摘した。次に、中央銀行が政策運営の透明性を高めることにより、その独立性の程度に関わらず、「インフレ・バイアス」を低下させることができることを指摘した。特に、これまでインフレ・ファイターとしての評判の低かった中央銀行にとっては、情報公開は市場から信認を獲得する上で有効な手段たり得ることを指摘した。つまり、本論文は、従来提案されてきた金融政策運営の枠組みのいくつかのモデルについて、アカウンタビリティを高めることが社会一般にとって有益であることを指摘したうえで、アカウンタビリティを高めることのみがこれまで指摘されてきた金融政策上の問題点を解決する道ではない、ということを主張している。最後に、アカウンタビリティが金融政策運営において果たす役割を定量的に検討するため、暫定的なアカウンタビリティ指数を作成し、実証分析を試みた。分析結果によれば、アカウンタビリティの高い国では、最終目標の独立性が低い傾向にあり、中央銀行の信認も低い傾向にある。この結果を因果関係として解釈することについては慎重であるべきである。しかし、ここでの実証結果は、われわれの依拠する理論モデルの含意と整合的である。

第7回国際コンファランス

図1 中央銀行の最終目標の独立性とアカウンタビリティ指数

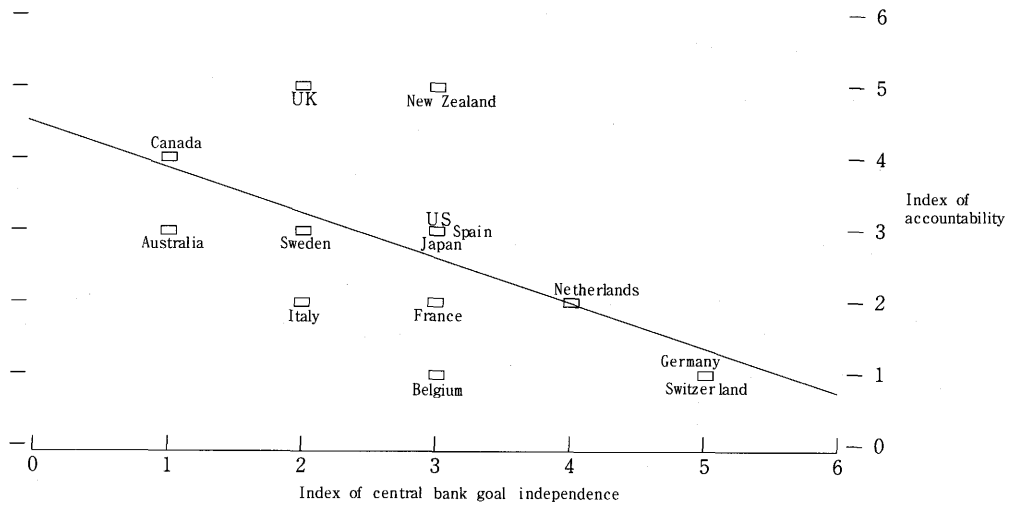
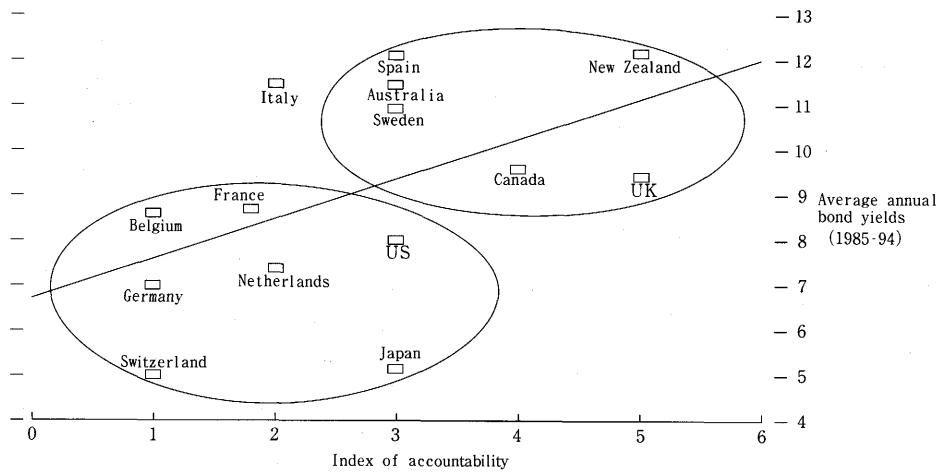


図2 アカウンタビリティ指数と長期金利



欧州連合(EU)における中央銀行の独立性(要旨)

—Central Bank Independence in the European Union—

Franco Bruni

1. はじめに

マーストリヒト条約は、EU加盟各国に対し経済・通貨同盟(EMU)の第三段階移行時までに、中央銀行の完全な独立性を確保するよう求めている。中央銀行の独立性は、インフレ、為替レートや財政赤字といったマクロ経済変数に関する収束基準とともに、EMU第三段階移行への条件を構成しているのである。この意味で、中央銀行の独立性と固定為替レート維持にかかわるコミットメントとは補完的な関係にあるといえよう。固定為替レートによる通貨の統合は各国に対し共通の金融政策運営を求めており、そのためにもEU加盟各国は中央銀行に独立性を賦与し、金融政策を国内の政治的圧力から隔離しなければならない。一方、中央銀行の独立性は、一国レベルで考えると、通貨価値の安定した国の通貨に為替レートをペッグすることへの代替措置としても機能しうる。独立性と為替レート体制との関係のこうした二面性は、近年におけるEU内での金融・為替動向で次第に明らかになりつつある。

本論文では、中央銀行の独立性強化を目的としてEU加盟各国で実施された法律改正や制度変更を要約した後、中央銀行による銀行規制・監督およびプルーデンス政策への関与度合いを基準として、中央銀行制度がEU加盟各国においてどのように異なっているのかについて議論する。このほか、独立性の内生性に関する議論や、欧州中央銀行(ECB)の独立性についても言及する。

2. EU加盟各国の中央銀行の制度的な独立性について

マーストリヒト条約では、中央銀行の独立性の収束基準として、①物価安定が政策目標として法令に明記されていること、②金融政策決定に際しての独立性の確保、③公的セクターに対する信用供与の禁止、④総裁の地位の保護、が挙げられている。加盟12カ国の約3分の2が基準を達成している。これらの収束基準に関して0から1の間で定量化し、加盟12カ国の平均値をとると、0.66となる。各基準別に改善度合いをみると、公的セクターに対する信用供与の禁止に関しては大きく改善している一方、物価安定を政策目標として法令に明記することは、その政治的コストが高いことを主因として達成度合いが最も低く、かつ改善幅も小さい。

しかし、中央銀行の独立性については、それが法律上(de jure)の独立性か、ある

いは事実としての(de facto)の独立性かという点を区別して考える必要がある。これは、法律だけにに基づく独立性論議は不完全であり、法令上独立性が保証されていたとしても、政治的圧力により事実としての独立性が損なわれる事例がありうる一方で、法令上の独立性が低くても、「保守的」な中央銀行家の手により事実としての高い独立性を獲得しうるからである。このほか、各国中央銀行の独立性に関する市場での評判も重要であり、評判を考慮すると議論はより複雑になる。さらに、別の次元としてアカウンタビリティが挙げられることもある。アカウンタビリティという概念は客観的評価が困難で曖昧なものであるが、物価安定が政策目標として法令上明記されているか否かと密接に関連している。物価の安定は中央銀行の行動を判断するうえでの基礎となると同時に、中央銀行自らがその金融政策運営を擁護するための客観基準として機能するからである。もっとも、物価安定が法令上明記されたからといってアカウンタビリティが明確になるわけではない。

3. 中央銀行の独立性とプルーデンス政策

現在、EU加盟15カ国のうち信用秩序維持に対し責任を負っている中央銀行を有している国は8カ国に過ぎない。金融政策に従事する機関とプルーデンス政策に従事する機関との分離は、金融政策運営の完全な独立性を確保するための必要条件であるとする考え方がある。実際、両者を分離している国のほうがインフレ率は相対的に低いことを示す実証結果もある。こうした機能分離論の背景にある代表的な考え方は次の二点に要約されよう。すなわち、①二つの機能を同時に果たそうとすると、物価安定と銀行経営の健全性維持との間で利害の対立が生じ、金融政策運営がインフレ・バイアスを有する可能性がある、②監督者としての信認が失墜した場合、金融政策運営主体としての中央銀行に対する評判も落ちかねない、の二点である。

この問題について考えるに際しては、次に掲げる五つの点に留意する必要がある。第一は、現状維持に努める傾向が強い官僚の利害を無視して、問題をよりオープンにかつ深く議論すべきということである。現在ではイギリスにおいてのみ、BCCIやベアリングズ社の問題を契機としてこの問題が重視されはじめている。第二は、金融政策とプルーデンス政策の分離問題の重要性は、その国で実施されている監督スキームのあり方に依存するということである。第三は、中央銀行を銀行監督から完全に排除しようと企図することにはまったく意味がないということである。第四は、独立性と信認の問題は金融政策のみならず、プルーデンス政策にも存在し得るということである。金融政策に対し指摘される動学的不整合性の問題はプルーデンス政策においても生じうるからである。第五は、銀行とその他の金融機関の間の伝統的な境界線の不鮮明化に伴う影響である。

したがって、金融政策とプルーデンス政策の機能分離問題については、プルーデ

ンス政策に関してはどのようなあり方が最も望ましいのかという観点から論じる必要があるといえよう。中央銀行によるプルーデンス政策の範囲を明確に規定するという方策もあり得るが、おそらく、銀行監督に従事する機関を複数設立のうえ、それぞれの機関の目的、業務範囲などをはっきりと定めておくという方策のほうがより現実的な解決策と思われる。

4. 中央銀行の独立性は内生的か？

ポーゼンは、制度面での中央銀行の独立性の確保よりもむしろ、人々のインフレに対する強い抵抗感と中央銀行に対する信認が重要であり、それらが確保されておれば独立性は自ずと高まるという意味で内生的であるとの考え方を提示している。また、ブーキアマンは、政治的な不安定性と財政支出構造に関する政党間での意見の対立が中央銀行の独立性に影響を与える点を考慮のうえ、独立性は内生的であるとしている。例えば、政府の物価安定に対する関心が高ければ高いほど、中央銀行に必要とされる独立性は低くなるのである。そしてまた、内生性を議論するということは、一国における中央銀行と政治・社会機構との関係を分析することに等しいため、動学的不整合性の議論に基づく独立性の分析を越え、中央銀行の独立性に対し、より一般的な根拠を与えることになろう。すなわち、「社会」、「市場」もしくは支配的な利益集団が、中央銀行は自らの利益に合致するように行動するであろうと期待して、中央銀行による金融政策運営上の独立性を高めると考えられるのである。

ここでは、賃金決定メカニズムおよび財政赤字の調整という短期的にインフレに影響を及ぼすマクロ経済的な意志決定プロセスとの関連に絞って具体的に検討することにしよう。最初は、中央銀行の独立性と賃金決定メカニズムとの関係である。名目賃金の再契約を行い、事実上の賃金インデクセーション実施に伴うコストが大きい場合、労働者達はむしろ節度ある金融政策運営を好むという結論が得られる。近年、労働組合（および左翼政党）がインフレ容認的な政策に傾斜する度合いが薄らいできていることは、こうした立場からある程度理論的に説明することができる。次に、財政赤字ファイナンスとの関係で中央銀行の独立性を考えると、独立性が高いほど国債発行条件は市場実勢を反映して決定される一方、中央銀行が従属的であれば国債金利引下げを狙いとして低金利政策が採られるだろう。したがって、中央銀行の独立性を高い水準に維持することは、利払いコストを引き上げることを通して財政赤字の増加を抑制する効果を持つ。このとき、現在時点における財政当局としての政府の効用は犠牲にされることになる。しかし、将来時点においては、現在時点における財政赤字の縮小により国債償還コストが減少するため、政府の効用は上昇する。よって、もし政府が長期的視野に立ち将来時点での国債の償還という問

題をより重視するのであれば、財政当局にとっても中央銀行の独立性は高いほど望ましいという結果を導くことができる。

5. 欧州中央銀行（ECB）の独立性

マーストリヒト条約に基づき、ECBは強い独立性を賦与されている。しかし、問題がないわけではない。ここでは、そういった問題点について簡潔に言及する。まず最初に、アカウンタビリティの問題である。マーストリヒト条約においては、欧州議会および欧州理事会の双方に対し、欧州中央銀行制度が事後的に金融政策の運営状況を報告することにより、アカウンタビリティが達成されることになっている。しかし、そうした事後報告は、過去に行った金融政策を正当化するための理屈付けだけに終わってしまう可能性が高い。真のアカウンタビリティを確保するには、政治面での統合と制度改編を通じてより頑健でかつ成熟した制度的枠組みを構築することが求められよう。

また、ECBのような超国家的な中央銀行の独立性については、幾つかの次元に分けて考える必要がある。ECBは各国政府やEU政府からだけでなく、EC委員会や各国中央銀行からも独立でなければならない。ECBは超国家的な利害に基づいた意志決定を行うよう規定されているが、そうした規定の実効性を確保するためにも、各国中央銀行の独立性を保障する必要がある。しかし、各国中央銀行が金融政策以外の機能、とりわけプルーデンス政策運営に対し責任を負っている場合には、そうした機能の追求がECBの政策目標および業務内容と対立する可能性にも留意しなければならない。

さらに、単一通貨を導入するためには、金融システムの安定性維持を企図した中央集権的な機構や規制が求められよう。バーゼル委員会による銀行監督規制の国際的調和の推進はその意味で貴重なものではあるが、中央集権的なEU機関がプルーデンス政策に対し明確な責任を負わない限り、問題の解決とはなりえない。最後に、為替レート政策との関連について言及しよう。欧州理事会が域外国との間で当該国通貨とECUの為替レートについての取決めを締結しようとする際には、欧州理事会はECBと協議しなければならないと定められている。しかし、為替レート政策と通貨安定との間の潜在的な摩擦は避けることはできない。物価安定を損なうおそれの強い為替レート政策に対し、ECBがどこまで反対できるかは疑問が残るところである。

6. 結 語

各国中央銀行の完全な独立性は、将来的にECBが完全な独立性を確保するための必要条件ではあるが十分条件とは言えない。マーストリヒト条約はECBに非常に強い独立性を賦与しているが、ECBが真に独立なかたちで金融政策運営に従事するのは

そう易しくはないであろう。このため、今後、EU の通貨・金融制度についての見直しが必要となるかもしれない。

バックグラウンド・ペーパー

金融政策目標と中央銀行（要旨）

— The Policy Objectives and the Optimal Institutional Framework of a Central Bank —
Kunio Okina

本論文の目的は、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、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 1970 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、1980 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いる。この間のマネーサプライの振れが大きかっただけに、バブル膨張期には物価下落を招いても、マネーサプライを安定させるような金融引締めを実施した方が良かったのではないかと、という考え方すらみられる。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。

本論文では、これらの問題を以下の順序で論じている。

まず、金融政策の中心的な目標である物価安定の意味付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、これに即した物価安定の具体的基準について検討している。

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、期待への影響も考慮に入れたゲーム論的な動学的分析枠組みを念頭に置きつつ直観的に考察して

いる。まず、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している。そして、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。

本論文の検討結果を簡単に要約すると以下の通り。

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。

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。

この点をより一般的に言うとするれば、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、その判別がつきにくいときは、価格変動をもたらし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るろう。

こうした考え方をもとに政策運営を行った場合のひとつの問題は、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・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・バイアスを抱えるおそれがあることである。

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タリー・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。これらの方策の有効性は注目に値しよう。

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。

以　上