

総括パネル・ディスカッション： 「マクロ経済政策と中央銀行」

導入報告

まえはらやすひろ
前原康宏

一橋大学

われわれは第1セッションにおいて、中央銀行の金融政策委員会におけるインセンティブ問題について議論した。それらの議論に基づき、パネル・ディスカッションでは、透明性（transparency）、継続性（continuity）、協調（coordination）の3つの広いテーマを提案したい。

第1のテーマである透明性は、金融政策を遂行するうえで、委員会メンバーが直面する多様なインセンティブの問題に関係する。例えば、なぜ金融政策の透明性の度合いは委員会ごとに異なるのか、委員会の会合の議事要旨や委員会メンバーの経済見通しの内容に関する情報開示の度合いを決めるうえで決定的に重要なインセンティブは何かといった点である。

第2のテーマである継続性は、異時点間にかかる意思決定の問題に関係する。例えば、委員会は将来の金利政策に対して信認のあるコミットメントをできるか、現在の委員会メンバーは将来の委員会メンバーの決定を制限する集団的意思決定を下せるかといった点である。

第3のテーマである協調は、委員会による金融政策運営の有効性に関係する。例えば、委員会という形態は、他の意思決定形態よりも他の政策担当者と協調しやすい形態か、委員会は他の政策担当者との協調を決定するに当たって多数決によるべきか、他の政策担当者と協調する際には、誰が委員会の見解を代表すべきかといった点である。

パネリスト報告

フォルフギャング・シル¹

Wolfgang Schill 欧州中央銀行

1. はじめに

このパネル・セッションに招いていただき、金融政策の透明性、経済見通しの公表、将来の政策や政策協調へのコミットメントに関する中央銀行の意思決定機関の組織構造の役割についての議論に貢献することができ、非常にうれしく思う。また刺激的なFujiki [2005] や指定討論者のコメントに接することができたことを喜んでいる。

実際、これらの問題は、学界関係者だけではなく政策当局者の注意を大いに引いているものである。制度面から中央銀行を比較するより伝統的な研究²は、今では「金融政策委員会の組織構造 (committee structures)」の影響に関する理論的な研究³や実験的な研究⁴によって補完されるにいたっている。また、金融政策委員会の行動に関してはほとんどが米国を対象としているものの、米国以外の事例も含む実証的研究もいくつか行われており、議事要旨や投票結果の公表が市場の期待にどのように影響を与えるかを分析している⁵。

しかしながら、金融政策委員会の組織構造を比較し、その影響について厳密に確かな結論を出せる一般的な分析枠組みは未だ存在していないと思われる。幅広い形態をとる金融政策委員会の組織構造や運営の実態は、例えば政策委員会を「個人主義的 (individualistic)」形態、「真に協議的 (genuinely-collegial)」形態、「独裁的に協議的 (autocratically-collegial)」形態に分けるアラン・ブラインダーとチャールズ・ウィプロスによって提唱された著名な分類手法⁶のように、今のところ、粗く分類されているに過ぎない。それに加えて、運営自体がまだ各中央銀行によって洗練されている途上にある。

こうした背景を念頭において、以下、欧州中央銀行 (ECB) がこれらの課題にどのように対応してきたかについて掘り下げて論じ、それに関連して欧州中央銀行の

1 オットマー・イッシングとロルフ・スタウチのコメントや貴重な意見に感謝したい。著者によって示された見解は必ずしも欧州中央銀行の見解ではない。

2 最近の研究例としては、Lybek and Morris [2004] を参照。

3 関連する文献を幅広く紹介しているサーベイ論文であるFujiki [2005] を参照。

4 Blinder and Morgan [2000]、Lombardelli, Proudman and Talbot [2002] を参照。

5 例えば、Chappell, McGregor and Havrilesky [1997]、Chappell, McGregor and Vermilyea [2005]、Gerlach-Kristen [2004] を参照。

6 Blinder and Wyplosz [2004] を参照。

理事会（Governing Council）の組織構造がどのように影響したかについていくつかの暫定的な意見を述べることによって、中央銀行の意思決定機関の組織構造の役割についてアプローチしたい。

2．透明性

「遠くない昔、秘密主義（*secrecy*）こそが中央銀行界の代名詞であった⁷」と言われていたのに対して、今日では、透明性が「ゲームのルール（*rule of the game*）」である。同時に、透明性は2つの主要な目的に貢献すると強調することができよう。すなわち、アカウンタビリティの達成と、金融政策や中央銀行の政策決定に関する市場や一般の人々の理解の促進である。これは、現代では、いかなる中央銀行も、期待形成が金融政策の成功の鍵を握っている、複雑で継続的に変化し続ける環境のもとで政策を遂行しなければならないことを反映している。

透明性は2つの種類に分類することが可能かもしれないが、それらは補完的に共通の目的に貢献している。第1の、最も重要なタイプの透明性は中央銀行の使命とその使命を遂行するためのアプローチを明確にすることを要求する。これを「戦略的透明性（*strategic transparency*）」と呼ぶことができるだろう。欧州中央銀行は物価安定の目標の数値化や、内部での分析や外部とのコミュニケーションの枠組みの特定化などの金融政策上の戦略によって、これを成し遂げてきている。第2のタイプの透明性は「戦略的透明性」を補強する継続的な責任の遂行を要求する。これを「反復的透明性（*recurrent transparency*）」と呼ぶことができるだろう。この点に関して、経済状況の調査やそれに関連した金融政策決定の説明について定期的かつ包括的なリアルタイムのコミュニケーションを欧州中央銀行は実践している。

「反復的透明性」への欧州中央銀行のアプローチについて、議事要旨や金融政策委員会の会合の投票結果の公表についての学界での議論や政策論争を考慮しながら、さらに掘り下げていきたい。この文脈で提起される典型的な論点は以下の3つである。「最適な（*optimal*）」透明性に資する情報提供手段として何が最も有用であるか、望ましい金融政策決定のためにどのように望ましいインセンティブを提供するか、情報の公開と合意に達するコストの間のバランスをどのようにとるか⁸。

第1の論点（すなわち、情報提供上最も有益な手段の選択）に関しては、欧州中央銀行は理事会の金融政策決定を一般の人々に公開する主要手段として、詳細な説明声明（*Introductory Statement*）の公表と金融政策決定が行われた理事会直後の記者会見の開催を選択している。記者会見では、総裁および副総裁が政策決定とその

7 Blinder *et al.* [2001] におけるGiles Keatingの発言を参照。

8 とりわけ参照すべきものはBuiter [1999] とIssing [1999] の間の議論とBlinder *et al.* [2001] である。

基礎となる分析を国民に説明する。こうした人々への「リアルタイムの」情報提供によって、正式な議事要旨を公開する場合に通常生じ得る、何週間もの遅れを回避している。追加的な詳細説明は、月報（Monthly Bulletin）などの定期刊行物により公表される。

このアプローチを金融政策委員会の組織構造に関する議論に関連付けると、欧州中央銀行の理事会は、政策決定が一般的に意見の一致（consensus）をもって決定されることが想定されることから、「真に協議的な委員会（genuinely collegial committee）⁹」と呼ばれていることを利用することができよう。そして、意見の一致に基づく見解に関する「リアルタイムの情報」を提供する欧州中央銀行のアプローチは、公式の議事要旨や投票結果の公表よりも情報提供の面で有用であると論じることでもできるかもしれない¹⁰。政策決定は集団的な協議の結果であり、個々の参加者の見解の合計以上のものであるため、一般の人々にとって究極的に重要なのは、意思決定主体の集団的な責任と任務達成である。換言すれば、集団的な理論的根拠（collective rationale）を理解することが、「協議的な委員会（collegial committee）」の金融政策決定を理解するうえでの中核となる。

第2の論点、すなわち望ましい金融政策決定に対する望ましいインセンティブの提供について考察する際には、欧州の視点からは以下の特徴が強調できるであろう。第1に、欧州中央銀行の理事会は、純粋な「専門家による技術的委員会（technical committee of experts）」ではなく、むしろ専門性と地域性の両方に基づく選定メカニズムを持つ「連邦委員会（federal committee）」の要素を明確に有していることである¹¹。第2に、欧州中央銀行の理事会のこの構成は、欧州中央銀行が政策を行っている地域に固有の歴史のおよび制度的な背景を反映していることである。第3に、欧州中央銀行はユーロ圏全体の物価安定の維持を目的として運営するまだかなり新しい組織であることである。こうした背景から、個々の理事会メンバーがどのように発言し投票したかに関する情報はすべて、国家のレンズを通して受け止められ解釈されることが指摘されてきている。こうした見方を説明する1つの理由として、欧州共通の言語が存在せず、その結果として、例えば欧州全体の報道機関も存在しないことが挙げられる。それゆえ、個々の政策担当者の個人的なアカウントビリティを高めるために、暗黙にもしくは明示的に投票行動に関する情報を公開すれば、ユーロ圏経済全体に関する見解の妥当性よりも個々の意見の出発点がより重要視されるリスクを高めてしまうであろう¹²。

これらの議論は、協議的な委員会は中央銀行総裁個人や「独裁的な委員会（autocratic committees）」に比べてより議事要旨を公表する傾向にあるという標準的な議論が、どうして欧州中央銀行には当てはまらないのかを説明する手助けにもな

9 Blinder and Wyplosz [2004] を参照。

10 Issing [2005] を参照。

11 例えば、Hefeker [2003] を参照。

12 Issing [2005] を参照。

るかもしれない¹³。協議的な委員会では政策声明の合意に関するコストが高い可能性があるにもかかわらず、欧州中央銀行の理事会は金融政策決定が行われた理事会の直後に集団的に合意された包括的な説明声明を公表する運営を維持することに成功してきている。こうした事実は、個々のメンバーが主に個人的責任を負うと考えられる「技術的な委員会 (technical committee)」と比べて、新しく創設された通貨圏であることや理事会が通貨圏全域 (「連邦 < federal >」) の任務を負うことを背景として、「合意に至らないことのコスト (costs of not agreeing)」が大きいことの帰結であると解釈できよう。

結論としては、これらの要因はすべて、なぜ欧州中央銀行の理事会が透明性に対する独自のアプローチを採用したかを説明する手助けになるであろう。「欧州中央銀行の理事会は、創設以来、一致した見解を述べることと意思決定における意見の一致を重視する一方で、意思決定の基礎をなす議論を明確かつ首尾一貫して説明することにも重きをおいているのである¹⁴」。

3. 経済見通し

欧州中央銀行は4半期ごとに、経済見通しを議論する理事会直後の記者会見でその経済見通しを公表している。6月と12月の経済見通しは、ユーロ圏の各国中央銀行と欧州中央銀行を含むユーロシステム (Eurosystem) のスタッフによって作成され、3月と9月の経済見通しは欧州中央銀行のスタッフのみによって作成される。重要であるのは、これらすべてはスタッフによる経済見通しであり、理事会に政策決定のための材料を提供しているに過ぎないことである。より具体的には、理事会はこれら経済見通しは自分たちのものだと主張せず、予測プロセスに介入することもない。経済見通しはすべて専門家スタッフの共同作業のみに基づいているのである。

したがって、理事会はこれらの経済見通しに対するいかなる政策対応にもコミットしない。こうした側面において、欧州中央銀行の戦略はインフレーション・ターゲティングなど他のモデルとは異なっている。直接的なインフレーション・ターゲティングでは経済見通しが果たす役割がより重要となるため、このアプローチを採用している中央銀行の個々の金融政策委員会メンバーは、見通しの結果により大きな政治的位置付けを与え、金融政策委員会メンバー間の見解の相違をより強調することを望むであろう¹⁵。

.....
13 Blinder and Wyplosz [2004] を参照。

14 Issing [2005] を参照。

15 Mishkin [2004] を参照。また、インフレーション・ターゲティング政策における経済見通しの役割に関するより実務的観点からの説明としてLomax [2005] を参照。

4. コミットメントと継続性

欧州中央銀行の理事会の場合、役員会（Executive Board）の初代のメンバーの任期がずれることを見越したルールが定められており、それ以降の任期は常に8年間となっている。各国の中央銀行総裁の交代は各国の法規に従うが、欧州中央銀行制度（ESCB）を規定するマースリヒト条約で定められた基準に沿っていなければならない。しかしながら、それによって、理事会メンバーの交代時期に明確な規則性が生じるわけではない。明確に定義された任務や戦略があることに加えて、理事会メンバーの任期にずれがあることは、その時々金融政策のスタンスが中期的な物価安定の見通しに照らして常に調整されつつも、長期に亘って広範な政策指針や既定の政策上の原則を維持するという意味において、欧州中央銀行の理事会が高い信認を得ていることを示唆するだろう。

欧州中央銀行の公式声明は、決まった言い方を用いることで明示的な政策バイアスを提供していない。しかしながら、市場の誘導は、金融政策の目的や戦略を構造的に説明することや、経済および金融の状況や物価安定に関する将来の見通しを明らかにすることによって行われる。これら両方の要素から、市場参加者は将来の政策スタンスを推測する。欧州中央銀行の金融政策は予測可能であったことが計量経済学的証拠によって示されている¹⁶。

バイアスを示す慣行や政策経路への一時的なコミットメントを議論する際には、将来の経済状況に不確実性があることを所与とすると、無条件（unconditional）のステートメントを公表することはお勧めできないように思われる。たとえ欧州中央銀行が行っているよりも明確に将来の政策スタンスを示している中央銀行であっても、新しく入手した情報に照らし合わせ政策経路を改める余地を残していることがほとんど常である。いずれの場合でも、中期的なインフレ目標の数値化を含めた金融政策の戦略についての説明は、追加的なコミットメントの手段として機能する。

以上のことを全体としてみると、任命手続きとともに、金融政策の目的や戦略を構造的に説明することすべてのおかげで、理事会は長期に亘って政策指針を維持するという点において高い信認を得ているように思われる。一方で、実際の金融政策のスタンスに関する理事会の見解は、すべて条件付きであるため、新しい情報が利用可能になった際にはそれを考慮に入れることが可能である。

5. 財政政策当局との協調と関係

ユーロ圏の金融政策に関する意思決定は一元化されているが、財政および構造政策はユーロ圏の12カ国の政府の責任のもとで行われるため、欧州中央銀行と国家政

16 Perez-Quiros and Sicilia [2002]、Ehrmann and Fratzscher [2005] を参照。

府との関係は他の中央銀行の場合と異なってくる。財政政策は欧州財政フレームワーク（European fiscal framework）に従い、構造政策は広範囲経済政策ガイドライン（Broad Economic Policy Guidelines）と、いわゆるリスボン戦略（Lisbon Strategy）の一部となっている。

欧州における制度上の取決めは、一方で金融政策が、また、他方で財政・構造政策が、それぞれ明確な主要目標に規定されているもとの、暗黙裡に協調の枠組みを確立しているように思われる。両者がそれぞれの主要目標に従えば、マクロ経済政策は時間を通じて整合的となり、持続可能な経済成長、低インフレ、健全な財政状況を達成できるであろう。明確な任務と規定によって、関係する各組織は、明示的かつ裁量的な協調を行うことなく、将来の政策経路について期待を形成することができる。

したがって、欧州中央銀行は、特定のポリシー・ミックス（policy mix）を実現するための「経済政策に関する事前的協調（ex-ante coordination of economic policy）」を行うことはない。一般的に、財政政策を含めてマクロ経済を微調整する企てはむしろ期待はずれの結果に終わるものであったし、政策の実行ラグがあったり、後日、政策対応の方向を反転させることが不可能であったりしたため、しばしば非生産的な結果になった。しかしながら、欧州委員会（European Committee）、各国の財務大臣や欧州中央銀行総裁を含めたユーログループ（Eurogroup）、欧州議会での証言やソーシャル・パートナーズ（Social Partners、「マクロ経済ダイアログ Macroeconomic dialogue」）を含めた定期会合で、政策に関する情報交換が定期的に行われてきている。こうした情報交換には、財政・構造問題といった国家レベルの情報がすべて利用可能となるため、理事会の組織構造が役に立っている。

5. おわりに

欧州中央銀行は透明性に関して独自のアプローチを採用している。その創設以来、一致した見解を述べることと意思決定における意見の一致を重視している。欧州中央銀行の理事会に特有の組織構造と欧州中央銀行の透明性に関するアプローチの間には結びつきがいくつか見出せるように思われる。また、欧州中央銀行の理事会の組織構造は、公式の議事要旨や投票結果を公表する利点を強調しないことも整合的である。

欧州中央銀行の理事会は、経済見通しの公表と政策コミットメントに関するいかなるトレード・オフにも実際に直面していないし、直面すると思われることもない。4半期ごとに公表される経済見通しの作成は専門家スタッフに委任されている。政策的結論を出すのは理事会の権限であり、経済見通しは重要ではあるが唯一の政策決定の材料というわけではない。

欧州中央銀行の理事会の制度設計は、確立された金融政策の戦略とともに、新しい情報に整合的な対応をすることを可能にする一方で、理事会が以前に決定した幅

広い政策指針や原則を堅持することを可能にしている。

他の政策当局との協調は、欧州連合条約によって規定されている。それは明確に定義された制度上の枠組みの中で、独立した参加者間の定期的意見交換の形をとっている。国家レベルの情報がすべて利用可能となるため、理事会の組織構造が、この意見交換に役立っている。

参考文献

Blinder, Alan S., C. Goodhart, P. Hildebrand, D. Lipton, and C. Wyplosz, "How Do Central Banks Talk?" *Geneva Report on the World Economy*, 3, Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies, 2001.

, and John Morgan, "Are Two Heads Better than One?: An Experimental Analysis of Group vs. Individual Decisionmaking," NBER Working Paper No. 7909, National Bureau of Economic Research, 2000.

, and Charles Wyplosz, "Central Bank Talk: Committee Structure and Communication Policy," mimeo, Princeton University, 2004.

Buiter, Willem H., "Alice in Euroland," *Journal of Common Market Studies*, 37 (2), 1999, pp. 181-209.

Chappell, H., R. R. McGregor, and T. Havrilesky, "Monetary Policy Preferences of Individual FOMC Members: A Content Analysis of the Memoranda of Discussion," *Review of Economics and Statistics*, 79, 1997, pp. 454-460.

, , and T. A. Vermilyea, *Committee Decisions on Monetary Policy: Evidence from Historical Records of the Federal Open Market Committee*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 2005.

Ehrmann, M., and M. Fratzscher, "Communication and Decision-Making by Central Bank Committees: Different Strategies, Same Effectiveness?" ECB, Working Paper No. 488, European Central Bank, 2005.

Fujiki, Hiroshi, "The Monetary Policy Committee and the Incentive Problem: A Selective Survey," *Monetary and Economic Studies*, 23 (S-1), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2005, pp. 37-82.

Gerlach-Kristen, P., "Is the MPC's Voting Record Informative about Future UK Monetary Policy?" *Scandinavian Journal of Economics*, 106 (2), 2004, pp. 299-313.

Hefeker, Carsten, "Federal Monetary Policy," *Scandinavian Journal of Economics*, 105 (4), 2003, pp. 643-659.

Issing, Otmar, "The Eurosystem: Transparent and Accountable or 'Willem in Euroland,'" *Journal of Common Market Studies*, 37 (3), 1999, pp. 503-519.

, "Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century," *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, March/April, 2005.

- Lomax, R., “Inflation Targeting in Practice: Models, Forecasts and Hunches,” speech delivered at the 59th International Atlantic Economic Conference in London, March 12, 2005.
- Lombardelli, C., J. Proudman, and J. Talbot, “Committees vs. Individuals: An Experimental Analysis of Monetary Policy Decision-Making,” *International Journal of Central Banking*, 1 (1), 2005, pp. 181-205.
- Lybek, T., and J. Morris, “Central Bank Governance: A Survey of Boards and Management,” IMF Working Paper No. 226, International Monetary Fund, 2004.
- Mishkin, F., “Can Central Bank Transparency Go Too Far?” NBER Working Paper No. 10829, National Bureau of Economic Research, 2004.
- Perez-Quiros, Gabriel, and Jorge Sicilia, “Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) Predictable?” ECB Working Paper No. 192, European Central Bank, 2002.

ジャネット・L・イエレン

Janet L. Yellen サンフランシスコ連邦準備銀行

このコンファランスに参加できてうれしく思う。中央銀行の金融政策委員会におけるインセンティブ問題について、私の見解を述べる機会を与えてくれた日本銀行に感謝したい。ここでは、Fujiki [2005] で挙げられた2つの論点 透明性と継続性 について、連邦公開市場委員会（FOMC）が直面した最近の2つの事例に焦点を当てながら、話を進めることにしたい。2つの事例とは、連邦公開市場委員会が議事要旨の公表を早期化する決定を最近下したことと、物価安定の数値的な定義を採用することに関して連邦公開市場委員会で最近議論したことである。

過去10年に亘り、連邦公開市場委員会は、透明性向上に向けた取組みのコストとベネフィットを絶えず再評価し、政策に関する対話と透明性に関していくつかの大きな改善を達成した。1994年2月、私が連邦準備制度理事会の理事に就くちょうど数ヵ月前、連邦公開市場委員会はフェデラル・ファンド・レートの目標の変更を明示的に公表し始めた。その後、同じ年に、連邦公開市場委員会は経済情勢と政策対応の根拠についての記述を会合終了後のプレスリリースに加えた。2000年1月には、将来展望への「リスク・バランス（balance of risks）」を公表するようになり、2002年3月には、各委員の投票結果と反対票を投じた委員が支持した政策の選択肢についても公表するようになった。2003年8月、連邦公開市場委員会は、将来の政策に関する明示的かつフォワード・ルッキングな表現（forward-looking language）を声明に加えた。最後に、昨年12月、連邦公開市場委員会は議事要旨をわずか3週間遅れで公表することを決めた。それまで、議事要旨の公表は5～8週間遅れであったため、次の会合のすぐ後に議事要旨が公表されており、政策との関係性は希薄

であった。

この連邦公開市場委員会の議事要旨の公表早期化の決定は、私がサンフランシスコ連銀総裁として連邦公開市場委員会のテーブルに戻った数ヵ月後になされたものであり、金融政策委員会の透明性に関して重要な論点を例示すると思われる。

議事要旨の公表を早期化するかどうかとの点について議論された際には、潜在的なコストが確かに認識されていた。それは、金融市場参加者が議事要旨を誤解したり、過剰に反応してしまったりする可能性があることである。さらに、議事要旨により注目が集まることによって、会合での議論が生産的でないものになってしまうおそれもあった。なぜならば、思いつき程度の発言や即席の発言もすぐに公表されるようになると、そうした発言が抑制されてしまうからである。しかしながら、議事要旨の公表早期化には、政策対応の根拠や、委員会の決定事項の理由についての微妙な説明を時宜を得て国民に提供できるというベネフィットがある。こうした透明性向上の取組みは、民主主義社会において選挙では選ばれない中央銀行員にとって不可欠なアカウンタビリティの促進につながるとともに、金融市場参加者の期待が政策目標に沿って形成されるようになることを助け、金融政策の有効性を高める可能性がある¹⁷。

議事要旨の公表早期化には、委員間の意見の相違を早い段階で公表することにつながるという影響もある。そして、そうした意見の相違を公表することが委員会の協調度合いに悪影響を与えるかどうかという点は、より微妙な問題といえる。連邦公開市場委員会の成功にとって、協調は決定的な役割を果たすと考えられるため、この問題は重要である。私の印象では、連邦公開市場委員会の参加者たちは、委員会の意見の一致（consensus）を模索し、見出し、これを明確にするために協力することを強く動機付けられており、そうした能力が信認や存在意義、そしておそらく金融政策の有効性を高めると考えられる。実際、連邦公開市場委員会の委員の行動は、Fujiki [2005] で要約されたモデルで仮定されているほどには、個人主義的かつ戦略的では決していないと思われる。このことは、それほど驚くべきことではない。社会学者によると、集団において個人は、意見の相違を解消し、同意を取り付けるための共通基盤をつくろうと動機付けられている¹⁸。こうした集団としての連帯感がなければ、連邦公開市場委員会のように19人の委員からなる委員会では、多数の同意を集約した1つの会合後の短い声明を作成することさえ、実務的に無理となるぐらい莫大な時間を費やしてしまうことになる。こうした社会学的な論拠は、連邦公開市場委員会ではなぜ反対票が稀であるかについての説明も与えるものと考えられる。

意見の相違を早期に公表することが連邦公開市場委員会の協調度合いに影響を与えるかについては、まだ判断がつかない。議事要旨の早期公表は、講演などで、市

17 Swanson [2004] を参照。

18 Haslam [2004] を参照。

場に過度の混乱をもたらさない範囲で自らの意見を公に表明できる大きな柔軟性を委員に与える。私は、議事要旨の早期公表は委員会での意見の一致を困難にせず、むしろ容易にすると推測している。ただし、その当否は時間が経たないとわからないだろう。

対話と透明性に関する2番目の論点は、物価についての明確な金融政策の数値目標を採用するかどうかについてで、昨年2月のFOMCで議論された。委員会はこの点についていったん保留にすることを決めたが、金融政策のコミュニケーションに関する他の論点とともに、このテーマは将来再び議題にのぼるものと確信している。

連邦準備法は委員会に2つの任務——持続可能な最大の雇用と物価の安定の追求——を課しているものの、いずれの目標も定義していない。私の個人的な見解は、長期的な物価安定目標を数値化することは、いくつかのベネフィットをもたらすというものである。委員会運営の観点からは、議論に焦点を合わせ、明確化することに役立つと思われる。さらに、国民の長期的なインフレ期待が大きく上昇したり下落したりすることを防ぎ、固定化することにも役立つはずである。つまり、長期的なインフレの数値目標は、不安定化するインフレへの恐怖を抑え、有害なデフレを起こさないことに寄与するかもしれない。実際、信認あるインフレ目標は、金融政策が負のショックに対応するための柔軟性を高めることができる。

透明性が大きく向上することには、潜在的な不利益も伴う。最も懸念されることは、インフレ目標を宣言することによって、委員会が最大雇用を達成する任務を軽視しているとの憶測を呼ぶことである。この対話上の誤解を防ぐためには、こうした目標が単に長期の目標であって、その達成経路は雇用と金融面の安定といった連邦準備制度の他の目標に密接に依存するものであることについて、きわめて明確に宣言する必要がある。

インフレ目標の採用は、委員会の継続性に関する問題も投げかけることになる。物価安定の任務は、連邦準備法に含まれているため、包括的である。しかし、この任務の解釈については、連邦公開市場委員会に委ねられている。現在の連邦公開市場委員会は将来の連邦公開市場委員会を拘束することはできないため、適切な数値目標に対する委員個人の見解が、時とともに、あるいは委員の交代によって大きく変わるような場合には、継続性が絶たれる可能性は高いといえる。

委員個人の見解が時間を通して安定している可能性については、インフレ目標に関する私個人の考え方の変化が参考になるかもしれない。私が連邦準備制度理事会の理事であった時、連邦公開市場委員会は1996年7月の会合でインフレの数値目標について議論した。その会合で、私を含めた参加者の中には、消費者物価指数で測ったインフレ率で2%の長期目標が望ましいとの意見の一致があった。経済学的には、インフレ目標の選択は、非常に低いインフレのコストとベネフィットの評価に依存すべきことであり、この選択に影響するいくつかの重要な経済状況の変化が1996年7月以降に起きてきた。1996年に、私は、インフレ目標には労働市場の潤滑油を与える十分な糊代(cushion)を持たせるべきであると論じた。しかし、名目賃金の下方硬直性が実体経済に与える潜在的な負の影響は、平均的な賃金上昇率を

押し上げる生産性の向上とともに解消された。つまり、米国では、過去10年の高い生産性上昇によって、もはや名目賃金の下方硬直性は問題ではなくなり、バッファードとして低めのインフレ率を目指すことで十分となったといえる。ところが、こうした変化は、米国が経験した非常に低いインフレや日本が経験したデフレとともに生じた、政策金利のゼロ制約に関する懸念によって打ち消されたと私は考える。このほかに考慮すべき経済的要因としては、中立的な実質金利の大きさや、マクロ経済のボラティリティ、物価の計測誤差に影響を与える統計作成方法の変化が挙げられる。

これらの要因をすべて考慮すると、およそ10年前に私が推奨した数値目標に私は依然として満足している。具体的には、コアPCE（個人消費支出価格指数）で測ったインフレ率で1.5%の値を数値目標にすることに私は賛成である。これは計測誤差によるバイアスの最近の平均的な違いを所与とすると、コアCPIで測れば2%に相当する。適切なインフレの数値目標に対する私個人の見解の安定性が典型的なことだとすれば、委員会のインフレの数値目標は、おそらく経済的要因によっては時間とともにほとんど変化しないように思える。

委員の持つ意見の多様性を勘案すると、インフレの数値目標は、委員会の委員の交代によっても潜在的には変化し得る。しかし、実際、連邦公開市場委員会の多くの委員がインフレの数値目標に関する個人の見解を述べてきたが、意見の相違は結局のところ小さいものであった。PCEで測った1.5%を中心とするインフレ目標は、「最頻（modal）」の意見と特徴付けることができる。たとえ意見の相違が大きくても、金融政策が委員会を持つことの利点は、新しい委員が時間をかけて継続的に交代していくことによって、総裁の交代によって不連続な政策変更が生じてしまう1人の総裁しかいないケースに比べて、より大きな継続性を生み出す傾向にある点である。さらに、集団は協調や意見の一致を促すという上述の社会学からの知見に照らし合わせても、新しい委員は前の委員会が推奨した目標を支持することが考えられる。したがって、連邦公開市場委員会のインフレ目標に関しては、実務的に、十分な継続性があるのではないかと思う。

連邦準備制度の理事としてのグリーンズパン議長の任期が終わりに近づいている今、連邦公開市場委員会にとって継続性は特に重要な問題といえる。議長の交代は頻繁には起きない。われわれは過去四半世紀でたった2人の議長しかみていない。しかし、連邦公開市場委員会の委員やスタッフの広い経験は、連邦公開市場委員会の強みの1つであり、新しい議長に交代する過程において、それは委員会の継続性を確保するのに役立つはずである。

締めくくりとして私は、透明性と継続性は連邦公開市場委員会のほとんどすべての会合でわれわれが直面する重要な問題といえること、そこには最終的な回答はないことを強調しておきたい。

参考文献

- Fujiki, Hiroshi, “The Monetary Policy Committee and the Incentive Problem: A Selective Survey,” *Monetary and Economic Studies*, 23 (S-1), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2005, pp. 37-82.
- Haslam, S. Alexander, *Psychology in Organizations: The Social Identity Approach*, 2nd edition, London: Sage Publications, 2004.
- Swanson, Eric, “Federal Reserve Transparency and Financial Market Forecasts of Short-Term Interest Rates,” Finance and Economic Discussion Paper, No. 2004-6, Federal Reserve Board, 2004.

しらかわまさあき
白川方明
日本銀行

このパネルに対し私がなし得る最大の貢献は、2001年3月19日に日本銀行の金融政策決定会合において採用された量的緩和の枠組みのもとでの異例の経験を振り返ることであろう。この政策枠組みは、このコンファランスのトピックである政策担当者が直面するインセンティブに関する多くの興味深い論点を提起している。以下ではまず、量的緩和の枠組みを説明し、次に金融政策の透明性と継続性について論じる。なお、ここで述べる意見は、私個人のものであり、必ずしも日本銀行の公式見解を示すものではない。

1. 量的緩和の枠組み

量的緩和の枠組みのもとで、日本銀行は潤沢な流動性を供給することを開始し、これをコアCPIの前年比が安定的にゼロ%以上となるまで継続することにコミットした。法定準備を超過した当座預金残高はGDPの6%にも達している。この枠組みは、インフレ率の実績値に基づいて将来の金融政策を運営するという点で、将来の期待インフレ率に基づいて金融政策を運営するという中央銀行間で確立された枠組みとは異なるユニークなものである。

コアCPI前年比はまだわずかにマイナスの領域にあり、日本銀行はこのコミットメントに従って量的緩和の枠組みを堅持している。現在の枠組みで日本銀行の金融政策の経路を決定するコアCPI前年比の過去の推移をみると、図1が示すように、

図1 コアCPI前年比がゼロ近辺ないし若干のマイナスを経験した3つの時期



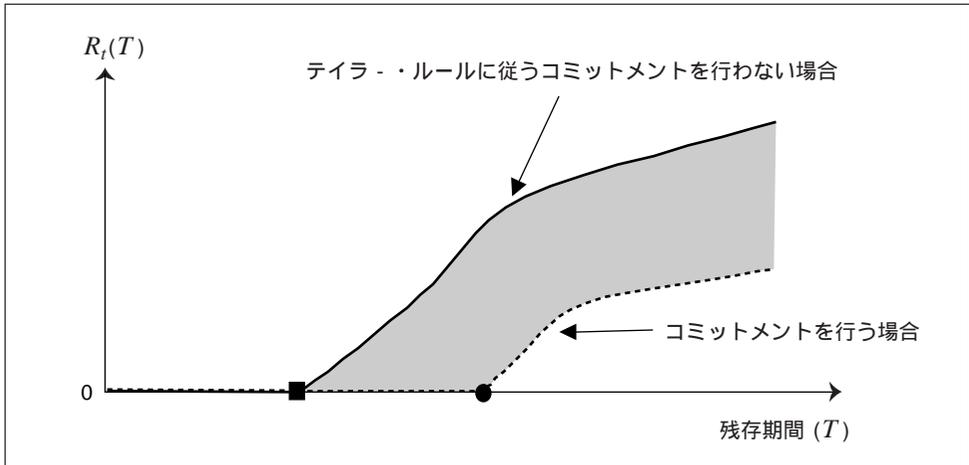
ゼロ近辺ないし若干のマイナスを経験した時期が3つある。このうち、興味深いのは、最初の1980年代終わりの時期と、3つ目の1998年から現在にいたる時期である。1980年代の終わりは、日本がバブル経済を経験した時期に当たる。

私は、当時と似たバブル経済の懸念が現在あると申し上げるつもりはない。しかし、この経験は、物価が安定していることは必ずしも最適な金融政策を保証しないということを思い起こせる。日本銀行のコミットメントは、金融政策が実際のインフレ率のみによって決定され、他の情報はコアCPIの前年比が安定的にゼロ%以上とならない限り無視されるという点で異例なものである。私は、伝統的な中央銀行であれば、ある程度の柔軟性は確保したいと考えるだろうし、このようなコミットメントをすることにきっと躊躇するだろうと確信している。

もちろん、期待形成に働きかけることを目指すという点においては、日本銀行が他の中央銀行と比べてユニークであるとは必ずしもいえない。米国連邦準備制度が、期待形成への働きかけを行っていることは広く知られている。しかし、将来の金融政策に関する連邦公開市場委員会のフォワード・ルッキングな表現は、日本銀行のそれと比較してより柔軟である。連邦公開市場委員会は期待形成への働きかけをするために、実際の数値を用いたことは決してない。

それでは、日本銀行はなぜコアCPI前年比の実績値に基づくコミットメントを行ったのだろうか。この決定は、名目金利をゼロ以下に下げられないという制約に直面したもつても、有効な金融政策を何とか遂行しようという日本銀行の決意を反映したものである。もし市場参加者がその約束を拘束力のあるコミットメントと

図2 ゼロ金利政策へのコミットメントとイールド・カーブのフラット化の効果



みなせば、市場参加者はテイラー・ルールに基づく場合よりもかなり長い期間に亘ってゼロ金利が継続されると期待するはずである。図2が示すように、この期待によって、中長期の金利水準は低下するはずである。

わが国の売上高経常利益率は現在、バブル期を上回る高水準にある。にもかかわらず、日本銀行はゼロ金利環境を維持している。これは、日本銀行のコミットメントによるターム物金利への影響、すなわち時間軸効果による景気刺激効果を維持することが今も重要だと考えているからである。

2. 透明性と継続性

量的緩和の枠組みを説明したところで、これから金融政策の透明性と継続性に関する3つの論点を順番に取り上げたい。

第1の論点は、コミットメントの時間的整合性あるいは不整合性である。この点について、私はやや複雑な思いをしている。私は、コミットメントは有効であると確信しているが、その一方で、中央銀行による期待への働きかけの有効性を強調し過ぎることに対し、なにがしかの懸念を表明したいという気持ちもある。例えば、もし日本銀行がCPIで計測した4%のインフレ率を10年間経験するまでゼロ金利政策を維持することにコミットしたとすれば、日本銀行はこれによりコミットメントの効果を強化できるだろうか。私は、その答えは「否」だと確信する。それは、誰もそのようなコミットメントを信じないからである。民間経済主体は4%のCPI上昇率が10年間継続することを望ましくないとみなし、責任ある中央銀行はそのような政策をデフレ脱却後も維持するインセンティブを有していないと考えるからである。いったん経済がデフレ環境から脱却したら、当初の勇敢なコミットメントはもはや

最適な政策枠組みとはならない。ポール・クルーグマンはかつて、「中央銀行は流動性の罫のもとでは『無責任になることについて、信頼できる約束』をしなければならない」と述べたが、中央銀行が無責任であり続けるのは難しい。どのような組織でも、その将来の行動についてなにがしか拘束する意思決定を行うが、企業は中央銀行の金融政策と同じ種類の時間的不整合性の問題には直面していないように思う。

第2の論点は、現在の金融政策委員会の委員はどの程度将来の委員の意思決定を拘束できるかという点である。日本銀行政策委員会の場合、委員の任期は5年であるので、平均残存任期は2.5年である。興味深いことに、表1が示すように、海外の中央銀行と比べると日本銀行の委員の任期はやや短く、現在の委員の平均在任期間は2.35年となっている。この結果、2001年に量的緩和の枠組み導入に関与した委員はもはや日本銀行政策委員会にいない。理論的には、導入の決定に参加しなかった委員たちは、現在のコミットメントは望ましくないと考えるかもしれない。それと同時に、その場合でも、導入の決定に参加しなかった委員たちはコミットメントが維持されなかったときに信認が潜在的に弱まることを考慮し、コミットメントを維持するのが良いと考えるかもしれない。この問題は、金融政策の責任が委員会ではなく総裁だけにある場合でも明らかに生じる。しかし、任期のずれた委員によって構成される金融政策委員会の場合は、委員が交代するたびにこの問題が重要になるため、この問題はより難しいものになるかもしれない。一方、おのおのの新委員が、信認が低下するコストと、コミットメントをやめることの適切さを比較考量するならば、金融政策委員会によって金融政策が決定される場合の方が強い継続性が達成できるかもしれない。

第3の論点は、金融政策委員会としての考え方をどのようにして公表するかという点である。個々の委員の意見を、金融政策委員会の集合的な予測にまとめ上げることはいうまでもなく難しいことである。一方、そうした個々の委員の意見をそのままの形で公表しようと試みると、混乱や望ましくない変動を市場に招くだろう。

表1 中央銀行の金融政策委員会の任期

	日本銀行	連邦準備制度	欧州中央銀行	イングランド銀行
法定任期 (年)	5	14 (理事) 5 (連邦準備銀行総裁)	8 (理事) 最大で5 (各国中央銀行総裁)	5 (総裁、2名の副総裁) 3 (2名の理事、 4名の外部委員)
現在の委員の 平均在任期間 (年)	2.35	6.74	4.90	3.63

備考：2005年5月9日現在

この過程の複雑さを反映して、世界の中央銀行は経済と物価についての見通しを公表するさまざまなスタイルを生み出してきた。議事要旨の公表・非公表や、議事要旨の編集方針は、金融政策委員会の委員のインセンティブに対して影響する1つの重要な要素である。もし議事要旨が非公表であれば、集団による意思決定の匿名性のために、金融政策委員会の有する多様性という利点が生かされなくなるかもしれない。一方、議事要旨の公表や、議事要旨の不適切な編集方針が、金融政策委員会の会合における自発的でのびのびとした意見交換を阻害する可能性もしばしば指摘されている。議事要旨の公表の長所は、これによって金融政策委員会の委員間の多様な意見を伝える点にあるが、同時に中心的なメッセージが隠れてしまうというリスクもある。

この点について、日本銀行の量的緩和の枠組みのもとでの経験は良い例を示している。日本銀行は、デフレを克服するために、それまで試されたことのないさまざまな実験的手段を採用してきた。例えば、ゼロ金利政策、量的緩和の枠組み、そして緩和の枠組みを維持することへのコミットメントなどである。いずれの実験的手段の場合も、日本銀行政策委員会の内部でも、あるいは広く経済学者の間でも、こうした実験的政策に効果があるかどうか、あるとすればどのようにしてなのかという点について概念的なレベルでの意見の一致はなかった。日本銀行の考え方は、経済状況の深刻さにかんがみ、こうした実験的手段を試してみようというものであった。したがって、日本銀行政策委員会の委員間におけるある程度の意見の違いは予想されたことであった。日本銀行の金融政策決定会合議事要旨をみると、量的緩和の枠組みのもとでのさまざまな政策手段に関する詳細な記述がある。一方、連邦公開市場委員会の議事要旨では、デフレのもとでの金融政策手段についてはほとんどわずかしき記述がない¹⁹。

Blinder and Wyplosz [2004] は、中央銀行の金融政策委員会を独裁的に協議的 (autocratically-collegial) 真に協議的 (genuinely-collegial) 個人主義的 (individualistic) の3つに分類し、それぞれの典型例として、連邦準備制度、欧州中央銀行、イングランド銀行をあげている。

ブラインダーとウイプロス両教授に日本銀行政策委員会がどれに当てはまるかは質問したことはないが、公表されている議事要旨の詳細さや、全会一致とならない会合や反対票の比率で測ると、日本銀行は個人主義的な金融政策委員会に該当するだろう。例えば、日本銀行の全会一致とならない会合や反対票の比率は、表2が示すように、イングランド銀行にほぼ匹敵する。日本銀行は時として、「量的緩和政策の効果に関する懐疑的な見方を公表し、量的緩和政策の効果を台無しにしている」という批判を受けることがあった。しかし、こうした点を論じる場合、日本銀

19 連邦公開市場委員会の2003年6月会合の議事要旨には、「委員たちはさまざまなアプローチの利点と欠点を議論した」、「委員たちは、金融政策遂行のためのいかなる特定の非伝統的手段に関する望ましさについても、現時点において統一見解に達する必要はないとした」と記述されている。

表2 1998年4月以後の投票結果

	日本銀行	連邦準備制度	イングランド銀行
会合数合計 (A)	119	60	86
全会一致とならない会合数 (B)	68	11	56
全会一致とならない会合比率 (B / A ; %)	57.1	18.3	65.1
会合における反対票の平均比率 (%)	10.2	2.0	13.8

備考：2005年5月9日現在

行政政策委員会の性質および金融政策を取り巻く全体の環境とあわせて視野に入れたものでなければならない。不良債権という重圧のもとで、金融システムの機能は損なわれ、名目金利のゼロという下限は現実の制約となった。伝統的な金融政策のトランスミッション・メカニズムが弱まるなかで、実験的手段についての意見が分かれることは、もっともなことであり、そうした議論の状態を公表しないことは透明性の観点から望ましくない。いずれにせよ、金融政策委員会の議論を各時点で忠実に再現することと、首尾一貫した考え方を伝えることのバランスを適切にとらねばならない。さもなければ、信認はいつか失われるだろう。

3. 結論

結論として、私は金融政策委員会の制度設計は非常に重要だと強調したい。経済学者はしばしば望ましい金融政策について論じるが、われわれはどうすればそうした政策を効果的に実践できるか、そして、そのために、どのような制度的基盤が必要であるかという点についてもっと論じなければならない。もちろん、唯一の正解は存在しない。最適な政策枠組みは、中央銀行がおかれた経済環境や中央銀行法も含む社会的環境に依存する。この点、日本銀行は私が本日述べてきたような複雑な要因を考慮しながら、日本銀行が最善と考えるコミットメントを行ってきた。これまでのところ、日本銀行政策委員会の新しい委員たちはコミットメントを尊重する考えを示している。同時に、日本銀行は情報発信政策についても、議事要旨や展望レポートの発表において、さまざまな工夫を凝らしてきている。

最後に、私は金融政策委員会における人間的な側面にも注意を促したい。金融政策委員会の委員および中央銀行のスタッフのやる気や効用は、中央銀行のより良い意思決定に貢献したということから生じる満足感による。この点からすると、こうした満足感を最大にするような制度設計も重要な実践的課題であり続けるだろう。

参考文献

Blinder, Alan S., and Charles Wyplosz, “Central Bank Talk: Committee Structure and Communication Policy,” mimeo, Princeton University, 2004.

指定討論者報告

ベネット・T・マッカラム

Bennett T. McCallum カーネギー・メロン大学

パネリスト・スピーチにおいてシル氏は、欧州中央銀行（ECB）とユーロ圏の12カ国の財政当局との関係について、意見交換は行われているものの明示的な協調はないと簡潔に述べた。彼は「両者が（それぞれの）主要目標に従えば、マクロ経済政策は時間を通じて整合的となり」、よい結果をもたらすと発言した。一般的に、金融・財政政策当局間の明示的な協調を避けることは非常に正しいと思われる。私は、明示的な協調は中央銀行の独立性についての適切な理解と整合的ではないと考える。

このように述べたものの、私は、これまで数多く議論されてきた欧州連合の財政上のガイドラインを全般的に認めているわけではない。むしろ、十分な知識は持たないが、私はこれらのガイドラインがやや厳格過ぎるのではないかとの印象を持っている。これらのガイドラインの大部分は、国の財政赤字をファイナンスする圧力からECBを保護するために作られている。財政赤字をファイナンスする圧力からECBを保護することは価値ある目標である。しかし、財政当局は財政赤字を完全にはコントロールできないのに対して、中央銀行はマネタリー・ベースをコントロールできるため、中央銀行が優位に立っているはずである。

簡潔に言及したい関連事項がある。最近、新聞 おそらくフィナンシャル・タイムズ誌 で、ECBはユーロ圏のさまざまな国が発行した国債間の金利スプレッドを縮小しようと努める政策運営を行っている可能性がある、数名の経済学者が主張している記事を読んだことがある。こうした政策運営は、公開市場操作で貸出しの担保として用いられる国家政府の債務と関係がある。詳細はわからず、また、実際にそうした政策運営がユーロ圏の超短期証券以外の金利差をゼロにすることに実質的な影響を与えられるかもわからない。しかし、1つの国が大きな赤字を抱える場合、ユーロ圏の他の国々と比べたリスク・プレミアムを反映して長期の借入金利が上昇することは望ましいだろう。こうした影響によって、財政責任に向けたよりよいインセンティブ それこそがこのコンファランスの議題である が与えら

れる傾向がある。したがって、ECBの政策運営がこれらの金利差を縮小する方向に作用しないことを希望する。

イエレン総裁のスピーチは非常によいものであり、明示的に論争したい点は見当たらない。しかし、彼女が言及した透明性向上のための連邦公開市場委員会（FOMC）の試みについてのエピソードに対しては、批判的なコメントを述べたい。それは2003年8月に始まった「FOMCは、将来の政策に関する明示的かつフォワード・ルッキングな表現を声明に加えた」というエピソードである。この点について不満なのは、連邦準備制度のこの表現は、フェデラル・ファンド・レートを連邦準備制度がある特定の数値水準 1%と思われる で先行き数ヵ月間維持する意向があることを示すのに役立つということである。

中央銀行が規則正しいルールのようなものに従って政策を遂行していれば、政策ルール、あるいは、より可能性の高いこととして、中央銀行の目標やモデルに関する情報を公にすることは、中央銀行にとって有益である（後者については、国民に対して形式的な方程式を伝えるのではなく、むしろ経済がどのように機能しているかについて中央銀行が考えていること、すなわち、モデルがどのようなものであるかを伝えることを意味する）。しかしながら、フェデラル・ファンド・レートがある特定の水準で維持するとの声明 将来の状態に条件付きのレートの動きについての声明ではない は、ルールに基づく政策決定と整合的ではないように思える。さらに、そのような声明は裁量に基づく（すなわち期間ごとの）最適な政策決定とも整合的ではない。なぜならば、裁量的な政策決定において、中央銀行は過去に生じたことから何も制約を受けずに最適化を每期繰り返すからである。つまり、問題の声明は真の透明性を示したのではなく、代わりに、単に説得と呼べるかもしれないプロセスによって「期待を管理（manage expectations）」することを試みたものと考えられる。

日本銀行が十分な流動性を供給することにコミットしていることを白川氏が強調したことは、非常に歓迎できる。さらに、彼が述べたことは、CPIで測った将来のインフレ率の動向を条件に行動を規定しているため、上述したばかりの連邦準備制度のエピソードに比べて、いくぶんだが、よりルールに近いものとなっていることも強調したい。もっとも、少し驚くべき偶然だが、今日のアジアン・ウォール・ストリート・ジャーナル誌は1面記事で 福井総裁のよくできた似顔絵とともに 、日本銀行の量的緩和政策の枠組みの条件を緩める可能性を示唆している。加えて、今日のフィナンシャル・タイムズ誌は、同様の可能性があること、また、そうした枠組みの条件を緩めることが悪い考えなのかどうかについて、1ページを全部あてている。

この点について、白川氏は私と同じ考えを持っていると確信している。すなわち、名目金利のゼロ下限制約（ZLB）の状況において、金融政策は、 将来のインフレ期待を引き上げることが、 マネタリー・ベースと完全代替ではない資産の買いオペを行うことでしか、需要を喚起することができない。銀行システムへの流動性供給が副次的にどのような影響を持つか私にはわからないが、それは主に、期待へ働

きかけることに役立つはずである。したがって、ウォール・ストリート・ジャーナル誌やフィナンシャル・タイムズ誌の記事で、ZLBの状況から脱却する試みを性急に終了させるといった可能性を示唆されてしまうような日本銀行の政策は望ましくないとと思われる。

モーリス・オブストフェルド

Maurice Obstfeld カリフォルニア大学バークレイ校

主要な3つの中央銀行の代表者から、中央銀行が置かれている環境や現在直面している問題について貴重な報告を聞くことができることは、われわれに与えられた特権であると思う。これらの報告で指摘されたいくつかの論点について、自分なりの見解を述べることにしたい。

中央銀行の意思決定は、科学的・政治的・社会的な、広範な背景のもとで行われている。この背景は、中央銀行員のインセンティブを究極的に決定するものである。第1に考えるべきは、中央銀行が達成を目指す最終目標である。金融政策当局は、自身の責務をどう捉えているのだろうか。中央銀行の最重要の目標は、ある時は金兌換性の維持であり、またある時は、少なくともいくつかの中央銀行において、完全雇用であったかもしれない。減少傾向にあるが、固定為替制度を最重要の目標に掲げている中央銀行もある。

物価安定は、その目標達成のための手段や操作目標の違いはあるにせよ、現代のほとんどの中央銀行が掲げている目標である。しかし、中央銀行によっては同時に別の目標も掲げ、それらを遂行するために異なる政策手段を持っている場合がある。金融市場の安定がその一例である。プルーデンス政策については、その責任を負っている中央銀行もあれば、負っていない中央銀行もある。しかし、プルーデンス政策の責任を負っていない中央銀行でも、最後の貸し手機能や他の手段を通じて、危機管理者としての役割を担っている。

中央銀行のもう1つの制度的な特徴は、国家のその他の機関からの独立性である。独立性には、事実上の独立性や法律上の独立性、最終目標についての独立性や操作目標についての独立性がある。中央銀行が遂行すべき経済目標は、中央銀行法で予め規定されていることが一般的である。しかし、真の意味での最終目標についての独立性とは、中央銀行が、インフレ目標値や目標レンジといった極めて具体的な目標を設定する能力を有していることである。この能力および、中央銀行がこの能力をどう利用するかは、金融政策運営の成功やこの権限を最終的に決定する中央銀行を取り巻く政治権力と中央銀行の関係にとって、重要な要素であろう。中央銀行は、

こうした政治権力に対し、説明責任を有しているだろうか。また、それはどのような方法で行われているだろうか。中央銀行のこの権限は、国民に妥当だと認識されているだろうか。中央銀行の政策委員の任命はどのように行われているだろうか。こうした論点のうちのいくつかは、既にこのコンファランスで議論されてきた。中央銀行や総裁のインセンティブや最終目標の達成に成功するためには、これらの論点の解明が極めて重要である。

中央銀行のインセンティブを規律付ける基本的な要素は、制度的な枠組みである。そして、この制度的な枠組みは、それがどんなものであるか、あるいはそれが確立した背景が慣習や立法、司法による法解釈のいずれであるかにかかわらず、決して不変のものではない。多くの中央銀行は、政治的な普及活動や国民の教育を通じて、国家内で自身の交渉力を高めることができるということを認識している。中央銀行の業務とその長期的な成功は、投票に関する規定や金利水準を引き上げるか、引き下げるか、という特定の決定事項をはるかに超えたものである。ブンデスバンクは、長い年月をかけて、物価安定の重要性を国民に教育するための規範を確立してきた。そして、この成功により、ブンデスバンクの立場は、ドイツ経済の統治や単一通貨制度に向けての交渉の場において、極めて強力なものとなった。

一般的に、中央銀行と中央銀行員は、国民への公式な意見表明を金融政策のみに限定しているわけではない。中央銀行は、たびたび、財政や規制当局の政策から生じる危険性を指摘している。アラン・グリーンズパンは、国民への情報提供をかねて、広範な視野から議会証言を行っている。私は、政策決定に関する中央銀行の説明が全く主要ではないと述べるつもりはない。白川、イエレンの両氏とともに、パネル報告において、政策決定に関する国民への説明の仕方が変化してきたことを指摘した。中央銀行の「見解 (spin)」は、総裁の講演や議事録、刊行物などさまざまな方法で公表され、これらは市場の期待の誘導や透明性の向上、説明責任意識の維持、政治的な失敗の回避など、複数の役割を担っている。

中央銀行にとって、金融市場は非常に重要な支持者である。Posen [1996] は、1995年のNBERのマクロ経済学年報 (*NBER Macroeconomics Annual*) において、中央銀行の独立性と、物価安定に対する金融市場の支持とをうまく関連付けている。中央銀行と金融市場との対話や関係は、極めて重要である。むしろ、金融市場の反応という脅威は、例えば政府が新しい中央銀行総裁を任命する場合など特別の決定を行う際に、政治家を規律付ける重要な要素となり得る。政治決定に対して金融市場が潜在的に有するこの拒否権の存在は、私が中央銀行は金融市場との緊密な対話を維持していくべきと考えるもう1つの理由である。

これらのすべての論点は、不換紙幣を発行している今日において、さらに重要になってきている。当然のことながら、不換紙幣制度は兌換紙幣制度に比べ、裁量の余地が大きい。われわれは、不換紙幣制度の歴史がいかに浅いかを忘れがちである。私としては、一般化された純粋な不換紙幣制度に移行したのは1968年だとしておきたい。この年には、金の二重価格制が導入され、ブレトン・ウッズ体制下における民間の金市場とドルとの関係が断ち切られた。それ以前の主要な国では、一般的に

何らかの商品兌換紙幣制度が採用されていた。1970年代のインフレの経験は、部分的には、この新体制下における学習の過程を反映したものと思われる。

政策の経験と科学の進歩により、われわれは、不換紙幣制度がうまく機能するための新しい洞察力や知識を学んできた。これまでのところ、ある程度うまくやって来られたと考えられるものの、未だ重要な問題も残っており、不測の事態に見舞われることもある。日本のデフレは、不換紙幣制度にまつわる不測の事態の一例と考えられる。大恐慌やそれ以前の時代のデフレと違い、日本のデフレは金のような財価格の安定を意図したために起こったものではない。

マッカラム氏は、シル氏と同様、財政政策と金融政策の協調に関する問題点について述べた。両政策の相互関係は、中央銀行の意思決定におけるほぼすべての局面において、極めて根本的な緊張状態をもたらしていると思われる。むしろ、中央銀行は国家の一機関であり、収入や資本は最終的には財務省に帰属する。また、中央銀行は国債市場取引を行う。中央銀行のインフレ率や名目金利に関する政策決定は、政府の予算制約にトレード・オフの関係をもたらす。以前の中央銀行は、国債の販売や利払いにおいて、特別な役割を担ってきた。

反対に、財政政策当局は、中央銀行の予算や資本の承認、総裁やそれに類する人事等の決定を行う。例えば、イングランド銀行は、1997年、操作目標についての独立性と引換えに、監督機能を失った。為替レートの管轄さえも中央銀行ではなく政府にあるのが一般的であり、この点は制定法上の中央銀行の独立性に関して潜在的な矛盾を生み出している。

したがって、財政と金融政策当局は、極めて密接な関係にある。しかし、不換紙幣を発行している世界においては、中央銀行にはさらに別の役割も必要である。不換紙幣は、純粋な中央銀行の負債であり、貨幣単位は任意である。今日の中央銀行は、貨幣発行の裏付けとして、財や有形資産を保有する必要がない。以前は、多くの貨幣が金に裏付けられていた。今日の中央銀行にとっての最大の資産は、中央銀行に対する国民の信認である。むしろ、中央銀行に対する信認は、いつの時代も重要である。しかし、不換紙幣の世界においては、将来的に貨幣が価値を有するとの期待に基づいた社会的均衡（実際にはいつ消えてしまうかもしれない泡沫のようなもの）から貨幣の均衡価値が導き出されるため、中央銀行に対する信認はとりわけ重要である。

すべての政府債務を物価水準にインデックス化することは、中央銀行をより強固なものにし得る。中央銀行だけが金融政策に責任を負っていても、政府が名目債務を発行する限りにおいて、財政政策当局との間には、根本的な相互関係や潜在的な軋轢が残る。物価水準の財政理論（fiscal theory of the price level）から何かを学ぶとすれば、それは物価水準を決定するのは金融政策ではなく財政政策である場合があるということであろう。この枠組みでは、物価水準は政府の予算制約が満たされるように決定される。個人的には、物価水準の財政理論の枠組みは現実的とは思われないが、この理論は、政治環境によっては中央銀行の独立性に限界があることをわれわれに教えてくれる。こうした可能性は、すべての政府債務を物価インデックス化

することにより、なくすことができるだろう。

昨今の日本についてみると、金融・財政政策当局者間のインセンティブに対立が生じているのは明白である。偶然にも、今日（2005年5月31日）のフィナンシャル・タイムズ誌に、「日銀と政府 緊張の兆し（Bank and Government Show Signs of Tension）」という日本銀行の特集記事が掲載されていた。緊張関係は、複数の理由から生じている。日本銀行の政策決定におけるもっともな懸念の1つには、間接的にせよ日本銀行が政府に資金供与を行っているとはとられたくないという点がある。この懸念は、日本銀行が独立性を得たのがつい最近のことであることにも関係している。実際、日本銀行の独立性は、1990年代全般において財務省の政策が失敗であったとの反省から、財務省の権限喪失とともに確立されたと考えることもできる。緊張関係が生じるもう1つの理由は、現在の日本の政府債務が高水準であるために、金利の上昇が直ちに公的部門の金利負担を増幅させてしまう点である。

日本銀行の説明責任と信認を改善し、財政政策当局の圧力から回避させる1つの方法は、物価安定に関する数値的な定義を設けることである。この定義は、必ずしも特定のインフレ目標値にコミットすべきであることを意図しているわけではない。数値の設定は、むしろ中期的な物価の安定を維持するうえでの、明示的な数値指標になり得ると思われる。さらにこの方法により、ここ数年問題となっていたデフレの再燃も防止し得ると考えられる。

イエレン氏は先ほど、米国におけるインフレの数値目標に関して説得的な見解を述べた。またシル氏は、欧州中央銀行は、彼がいうところの「戦略的最終目標の透明性（strategic goal transparency）」、あるいは物価安定目標の数値化に満足しているという点を明確に示唆した。日本銀行の課題は、物価安定が具体的に何を意味するかを明らかにすることと、それを明確かつ説得力のある方法で市場に伝えることである。私の提案は、必ずしも、日本銀行は無責任であることにコミットすべきとした、Krugman [1998] の数年前の提案ほど極端なものではない。しかし、インフレ率のマイルドなプラスの上限を設定することは非常に有益と思われる。イエレン氏は、年率2%と指摘し、多少上限は低いかもしれないが、これは欧州中央銀行の考え方にも相当すると思われる。必要なのは、マイルドなインフレ率の数値 例えは年率1.5%まで を宣言することであり、これは「物価の安定（price stability）」を図るという日本銀行の法的使命で許容できる範囲と考えられる。

日本銀行は現在、量的緩和の当座預金残高目標の変更が、市場やマスコミにかなりの混乱をもって受け止められるという難しい岐路に立たされている。日本銀行は、量的緩和の当座預金残高目標の変更は、純粹に「技術的」なものと説明しているが、デフレ的となるかもしれない政策転換のシグナルと受け止める人もいるであろう。マスコミによる推測がまちまちであることは、中央銀行の透明性と信認が不足していることを明白に示している。一時、日本銀行の幹部たちは、高いインフレ目標値（例えば年率4%）にコミットし、その目標が達成されない場合、中央銀行の信認が損なわれる可能性があるとして述べていたが、それにはある程度の説得力があった。しかしながら、現在のように、インフレ率がマイナスの範囲から0%に近づきつつあ

り、それを超える可能性がある状況において、マイルドなプラスのインフレ率を容認するという物価安定の明示的な定義を行うことで、信認が損なわれてしまう可能性はないと思われる。2000年に起こったような、突然の政策転換を行わないということで市場の信認を回復することが大切である。

白川氏のパネリスト・スピーチで使われた図をみると、なぜ日本の政策当局者が神経質になっているかは理解できる。バブル期の末期を振り返ると、資産価格が高騰したにもかかわらず、インフレ率は低位で安定していた。その後、突如として、インフレ率は極めて短期間に3%を超える水準まで上昇した。潜在的なインフレ圧力について検討することは確かに必要である。しかし、私は、今日の環境は、当時とは異なるであろうと考える。また、景気後退のリスクは、短期間にインフレ率が3%に上昇するリスクよりもはるかに大きいと思う。

本日の午後の残された時間では、物価安定に関する定義を数値で設ける利点に関して、これまで出されてきたさまざまな意見を再度検討できれば幸いである。

参考文献

Krugman, Paul R., "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1998, pp. 137-187.

Posen, Adams S., "Is Central Bank Independence (and Low Inflation) the Result of Effective Financial Opposition to Inflation?" in Ben S. Bernanke and Julio J. Rotemberg, eds, *NBER Macroeconomics Annual 1995*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press for the National Bureau of Economic Research, 1996.

