

中央銀行の役割と在り方

——金融政策の中立性と中央銀行の独立性——

江 口 英 一

I 問題の所在——中央銀行の在り方，検討の視点

(1) 現行「日本銀行法」の問題点と戦後における改正の試み

1942(昭和17)年制定の現行日本銀行法が、ナチス・ドイツが制定したドイツ・ライヒスバンク法¹⁾に酷似した戦時立法であり(吉野(1962),『日本銀行百年史』第5巻),その改正が必要なことは、第2次大戦終結後早々から認識されていた。こうして、1957-60(昭和32-35)年、金融制度調査会はその本格的な改正に取り組んだのであるが²⁾、政府と日本銀行との関係——日本銀行の政府からの独立性をどの程度まで認めるか——をめぐって金融制度調査会内の意見が対立し、結局、A、B両案併記の答申ししか纏められなかった。すなわち、政府と日本銀行との政策調整に関して政府の優位を認め、「政府の日本銀行に対する指示権」を与えるべしという意見(A案)と、中央銀行の独立性を認め、政府の権限を「政府の中央銀行に対する議決延期請求権」にとどめるべしという意見(B案)とを併記した答申ししか取り纏められなかったのである。

金融制度調査会では、審議の比較的早い段階で、政府と中央銀行との関係など日本銀行制度に関連する基本問題について、下村治(当時、大蔵省財務調査官)と松本重雄(当時、日本銀行特別審議室長)の両氏から包括的な意見を聴取した。この2つの意見書(下村(1958),松本(1958))の結論は、大要、次の通りであるが、そこには、その後最終答申がA、B両案へと別れてゆく問題の焦点が既に明らかにされている³⁾。

(i) 下村意見書の主張

金本位制度停止以来、日本銀行券は国の貨幣高権の発動として発行されるものとなり、従って、その価値を維持する最終責任は政府にある。また、中央銀行が通貨の管理に任ずるといっても、管理通貨制の下での通貨管理は、国の経済政策の様々な目標遂

行上の有力な武器であり、中央銀行の行動は、政府の経済政策あるいは財政金融政策に即応したものでなければならない。経済政策の統一性保持のためには、中央銀行を政府の最終的統制下におくべきであり、この点から現行日本銀行法の建前はむしろ是認されるべきである。

(ii) 松本意見書の主張

国民経済の長期にわたる健全な発展のためには、通貨価値の安定が不可欠の前提であるが、現実には通貨価値の安定が当面の要求から犠牲にされた例が多く、将来もその可能性は少なくない。内外の歴史的教訓に照して、統一性が間違った方向に発揮されると、独裁政治の例のように弊害は大きい。従って、政府と中央銀行との関係は、チェック・アンド・バランスの考え方でゆくのが、結局は全体として間違いを少なくし、国の発展に資する所以である。金融政策の中立性及びこれと相表裏する中央銀行の独立性は、通貨価値の安定という目的の面からも、また高度の技術性を必要とする政策手段の弾力的運用という面からも必要である。

(2) 昭和35年、金融制度調査会『日本銀行制度に関する答申(A案)』と「戦後ケインズ派経済学」の考え方

両意見書は、その結論にとどまらず、結論を導出する論理でも大きく異なっている。松本意見書は、通貨価値安定がいかに重要か、また、政治の動きの中でそれを維持することがいかに困難か、という現実認識を背景に、金融政策と財政・経済政策との関係、中央銀行と政府との関係など、中央銀行制度に関する主要問題を幅広い様々な視点から検討している。これに対して、下村意見書は、各種経済政策の中での金融政策の位置付け、物価決定のメカニズム、等について、当時の「戦後ケインズ派経済学」の考え方にほぼ全面的に依拠しながら、「中央銀行を政府の最終的統制下におくべし」という最終答申(A案)へと繋がる議論を展開しているのである。

ケインズ派経済学といっても、現在まで様々な変容を遂げてきたので、ここでは「戦後ケインズ派経済学」と敢えて括弧書きしたが、それは名目賃金を外生扱いとする戦後ごく初期の(フィリップス曲線導入以前の)ケインズ派経済学である⁵⁾。

下村氏の意見書(下村(1958))の中から、氏がその論拠として使った「戦後ケインズ派経済学」の考え方を、抽出、整理してみると、次の通りである⁶⁾。

- (A) 市場メカニズム、価格メカニズムのもつ自律的均衡回復力を信頼せず、高水準雇用へ向けての政府の政策の役割が強調されていること。
- (B) 次の2つを論拠として、財政・金融政策の統一性の必要、及び、政府による中央銀行の「指導・統制」の必要が主張されていること。
- (B1) 各種経済政策のなかでの金融政策の位置付け——金融政策も「有効需要構成項目に影響を与え、それにより経済活動を統御しようとするもの」であり、この点で、財政政策の狙いと何等変わるところはない、と位置付けられていること。
——そこには、金融政策が、貨幣量を統御し物価をコントロールするものであるという視点は全くみられない。
- (B2) 物価安定(通貨価値維持)政策としての金融政策の位置付け——通貨価値維持のためには、まず、財政・金融・経済政策によって「経済活動を適切に調整する」ことが必要であり、また、このような物価の間接的誘導が困難な場合には価格・賃金の「直接規制」も必要である、という理由から、「中央銀行が通貨管理を通じて通貨価値を制御できる余地は、限られたものでしかない」とされていること。
——そこでは、インフレーションが、デマンド・プル、コスト・プッシュといった現象面のみでとらえられており、それが貨幣的現象であるという視点は全くみられない。
- (C) 政治過程が生み出すインフレバイアスや政治的圧力によって通貨価値が減価する可能性については、① 基本的には、民主政治下の政府を信頼すべしと主張され、さらに、② 仮にインフレが生じた場合にも、必要なことは財政・金融・経済政策全般の変更であって、中央銀行が政府から独立していれば事態の收拾が容易であるという筋合いのものではない、と主張されていること。
- 以上の下村意見書の考え方は、その当時としては、とくに珍しいものではない。たとえば、戦後英国に

おける英蘭銀行国有化論や『ラドクリフ委員会報告』での政府と中央銀行との関係の議論も、やはり、下村意見書同様、「戦後ケインズ派経済学」の立場にたった中央銀行論として位置付けることができる⁷⁾。

(3) 本論文の構成

昭和35年の上記金融制度調査会答申後、1964-65(昭和39-40)年にも、64年4月のIMF8条国移行を契機として、国際社会に相応しい中央銀行法が必要であるという考えから、昭和35年答申を基礎とした日本銀行法改正法案が準備されたが、国会の審議日程との関連で見送りとなった。こうして、第2次大戦後、日本銀行法は、政策委員会の設置(1949(昭和24)年)を除いて、現在に至るまで基本的な改正が行われていないので、今後日本銀行法改正が論議される場合、昭和35年の金融制度調査会答申が論議の1つの出発点になる可能性もなしとしない。しかし、ここ20-30年間のマクロ経済理論の展開には、極めて著しいものがあり、とくに金融政策の在り方、中央銀行の在り方に関する含意が大きく変化してきたように思われる。本稿では、それが将来の日本銀行法改正論議の出発点となるか否かは別として、上記「戦後ケインズ派経済学」の考え方から出発し、その後現在までに、マクロ経済理論からえられる金融政策・中央銀行の在り方に関する含意が、どのように変ってきたかを検討してみることとする。

以下、IIにおいて、近年のマクロ経済理論における新古典派パラダイムの復活と経済政策の運営に関するゲーム論的視角(マクロ経済政策の時間的不整合性の問題、政治的景気循環の問題、等)とをとりあげ、その金融政策の在り方、中央銀行の在り方への含意を考えたい。これらの理論展開のかんりのものが、政治に流されない物価安定を重視した金融政策を志向し、また、その政策展開を可能にするための制度的基礎付けを志向しているように思われる。松本(1958)の言葉を使うと、夫々、「金融政策の中立性」と「中央銀行の独立性」に向けての志向である。最後のIIIでは、一応の結論と今後の研究課題とを記すこととする。

なお、本論文の目的は、金融政策及び中央銀行の役割と在り方に関する基本的な考え方を、マクロ経済理論の展開との関連で整理することにある。従って、たとえば中央銀行と政府との関係についても、具体的なその解決策(たとえば、昭和35年、金融制度調査会答申のA案、B案、或いはその他の案のうち、何れが望ましいか等)は、本論文の範囲外である

ことはいうまでもない。

II 金融政策の中立性と中央銀行の独立性 ——マクロ経済理論の進展との関連で

1 新古典派パラダイムの復活

「戦後ケインズ派経済学」から最近のものに至るまでのマクロ経済理論の進展のなかには、市場メカニズム、価格メカニズムのもつ自律的均衡回復力を再評価し、また、物価安定のために果たす金融政策の基本的な重要性を再認識するという潮流がある。ここではこの両者を、新古典派パラダイムの復活ないし、新古典派パラダイムへの回帰と総称することにしよう。

既に、1960年代に入ると、ケインズ派のなかで、価格メカニズムによる均衡回復力を再評価する動きが現われた。さらに、70年代、80年代になると、一方では、世界経済のスタグフレーション経験のなかから、物価安定の重要性とそのための金融政策の役割とが再認識された。また、他方では、マネタリストの理論やマクロ合理的期待形成理論といった本来的に新古典派パラダイムに立脚した理論の展開の影響もあって、マクロ経済理論の新古典派パラダイムを志向する動きに拍車がかけられた。(なお、本節に関連した検討として、江口(1985)参照。)

(1) 市場メカニズム、価格メカニズムによる自律的均衡回復力の評価

1960年代初頭前後から、市場メカニズム、価格メカニズムのもつ自律的均衡回復力を再評価する動きが現われてきた。すなわち、戦後初期のケインズ派経済学で想定されることが多かった「流動性の罨」仮説や「民間投資の金利非弾力性」仮説が否定され始め、また、恒常所得仮説、生涯所得仮説の登場によって、短期限界消費性向、従って所得乗数の値は、従来の想定よりもかなり低い、という見方が強まった。こうして、「需要ショックの拡散を防ぐヒックシアン・メカニズムの強さ(Modigliani(1977))」、つまり、価格メカニズムのもつ自律的均衡回復力が再評価され始めたのである。

また、「戦後ケインズ派経済学」では、通常、名目賃金を外生変数とする単純化を行ってきたが、Phillips や Lipsey の実証研究(いわゆるフィリップス曲線の発見)以来、60年代になって、名目賃金や期待実質賃金の労働需給感応度が再評価されるようになった。

このような市場メカニズム、価格メカニズムの自

律的均衡回復力を再評価する動きは、60年代末に、Phelps, Friedman が「自然失業率仮説」を主張して以来、一段と強まった。すなわち、インフレ率の期待と実績とが一致する長期では、フィリップス曲線が自然失業率に対応する失業率のところで垂直になること、そしてまた、産出高が自然産出高から乖離するのは、期待インフレ率と現実のインフレ率とが短期的に乖離するためであること、との2つは、ケインジアンも含め、殆どのマクロ経済学者によって受け入れられるところとなった。

こうして、今や、① 市場メカニズムの中には、自然失業率、自然産出高に対応した古典派的均衡を長期的に成立させる自律的均衡回復力があること、及び、その系である、② 「貨幣の中立性命題」が長期的にはほぼ成立すること、の2つは⁸⁾、現在のマクロ経済学界の共通認識になっているように思われる。

もちろん、期待インフレ率と現実のインフレ率とが乖離する主因はなにか、また、短期とは具体的にどの程度の長さか、といった点になると、ケインジアン、マクロ合理的期待形成論者の間で、その考えは異なる。そして、それは、後述(3)のように、市場メカニズムのもつ自律的均衡回復力の相対的強さや、裁量的なマクロ経済政策の有効性の評価にも関わってはくる。しかし、それにも拘らず、ケインジアンも含めて、ここ20年間のマクロ経済理論は、新古典派パラダイムの方向へ大きく動いたといえることができるだろう。

(2) 貨幣的現象としてのインフレーション

前述のように、貨幣供給量の変動は長期的には物価面のみに影響し実物面には殆ど影響しない、つまり、「貨幣の中立性命題」が長期でほぼ成立する、という点が、学界の共通認識となるとともに、インフレーションの基本的な原因が過大な貨幣供給にあることが、理論的にも確認され、また、1970、80年代のインフレーション、スタグフレーションの過程で現実的にも再認識されることになった。

戦後初期の「戦後ケインズ派経済学」では、インフレーションの原因としてデマンド・プル、コスト・プッシュといった現象面の要因のみが目され、その結果、物価安定のための政策に関しても、デマンド・プルには総需要政策を、コスト・プッシュには所得政策を、というかたちで議論され、金融政策独自の役割が不明になっていた。それが、新古典派的なパラダイムに回帰することによって、金融政策独自の政策目標が物価安定であることが再確認され

るに至ったといえる⁹⁾。

(3) ルールによる政策と裁量による政策

マネタリスト、マクロ合理的期待形成論者、ケインジアンが、いずれも、市場メカニズム、価格メカニズムのもつ自律的均衡回復力を評価しているといっても、その程度には相違がある。また、その点が主因になって、マネタリストとマクロ合理的期待形成論者が、ルールによる政策を主張しているのに対し、ケインジアンは、*IS*、*LM*、*SS* ショックの実物面への影響を機動的に相殺することが必要であり、そのためには、裁量による政策がある程度は必要であると主張している。(江口(1985)参照)

これは、マクロ経済理論のなかで未だ決着がつかない問題である。しかし、近年の金融革新により貨幣需要関数が不安定化している状況下、また、それだけに様々なショックの影響を機動的に相殺することがとくに必要な状況下では、*k%* ルールなど、ルールによる政策は事実上困難である。通貨量を重視しつつも総合判断による政策運営が必要である、という各国中央銀行の判断が、最も実際的なところであるといえよう。

(4) 金融政策の役割、中央銀行の役割に対するインプリケーション

以上述べたようなマクロ経済理論の新古典派パラダイムへの移行は、「戦後ケインズ派経済学」の金融政策観、中央銀行観を根底から覆すもののように思われる。すなわち、「戦後ケインズ派経済学」の中央銀行を政府の統制下におくべしという主張の2つの論拠——政府による積極的介入が必要、金融政策と物価安定との直接的関連は小さい——は、マクロ経済理論が新古典派パラダイムへ移行することによって、いずれも崩れ去ったというべきであろう。

金融政策は、*IS*、*LM*、*SS* ショックの実物面への影響を機動的に相殺する必要があるとはあるが、その際、極力市場の自律的調整力を尊重するとともに、長期的な視野にたって物価安定にむけての政策スタンスを堅持すべきである。こうして、中央銀行と政府との関係も、金融政策には物価安定という他の財政・経済政策とは異ったそれ独自の役割があるという観点から考えるべきものとなる。

2 ゲーム論的視角の導入

2.1 政策運営とその効果に関するゲーム論的視角

1970年代末頃から、政府の行動と民間の行動の間には戦略的な交互作用関係(strategic interac-

tion, strategic interdependence)がある、というゲーム論的枠組を使って、マクロ経済政策の問題を検討する一連の研究が進展し、金融政策と中央銀行の在り方についても新しい見方を提供している¹⁰⁾。

ここでは、政府の行動を、その目的関数の最大化を図るものとして内生化する。また、民間の行動も、そのような政府の行動を見越して(予想・期待して)行動するものとして定式化する。そして、政府が目的関数の最大化に向けて行動する際の重要な前提は、政府の行動に関する民間のこの予想である、とする。

マクロ経済政策の問題をこのような枠組で検討することにすると、政府の行動結果、すなわち、政策の効果は、政府と民間との行動のインターアクションの結果として決まってくる。このため、政策とその効果の決定要因としては、経済モデルが示すような民間の行動方程式、需給均衡式、技術・制度的関係式、等々に加えて、政府の目的関数と、民間が政府の将来の行動をどのように予想・期待するかという定式化が重要になる。すなわち、まず、① 民間の政府行動に関する予想如何では、政府と民間との行動のインターアクションによって、政府・民間の双方にとって望ましくない結果が生じることがあるし、さらに、また、② 政策の効果は、民間が政府の政策意図に「信認(credibility)」を与えているか否かで大きく変りうるからである¹¹⁾。

次節2.2でとりあげるのはこのうちの前者①の問題である。すなわち、社会的厚生関数を目的関数として政策を展開する政府であっても、裁量政策に従う限り、民間と政府との戦略的な交互作用関係によってインフレーションを作り出してしまおうというKydland = Prescott(1977)が提起した問題、いわゆる「裁量政策の時間的不整合性の問題」を検討する。これを準備として、2.3では、後者②の問題をとりあげる。すなわち、Kydland = Prescottのいう裁量政策のインフレバイアスを回避するためには、政策に対する民間の信認を確保することが重要であることを指摘し、これをもとにした政策当局の在り方についての検討を行う。

2.2 裁量の金融政策の「時間的不整合性」の可能性とその問題点

まず、経済政策の「時間的不整合性(time inconsistency, 動学的不整合性 dynamic inconsistency)」という概念を説明しておこう。それは、政府が当初最適計画として策定し、発表した政策が、

表1 裁量的金融政策の時間的整合性検討のための「金融政策モデル」

モ デ ル	政策当局の目的関数(損失関数) [1] $L = w\pi^2 + (y - ky_N)^2$ $w > 0, k > 1$	[記号] L : 政策当局の損失 π : インフレ率(政策変数) π^e : 期待インフレ率 y : 実質産出高 y_N : 自然産出高 $ky_N (> y_N)$: 目標産出高
	政策当局の目的関数(損失関数)……一般的な場合 [1'] $L = E[\sum_0 (1+\theta)^{-t} (w\pi_t^2 + (y_t - ky_N)^2)]$ $\theta > 0, w > 0, k > 1$	
	フィリップス曲線(自然失業率仮説) [2] $y = y_N + \beta(\pi - \pi^e)$ $\beta > 0$	
モ デ ル の 解	1 プリコミット解(Precommitted Solution): 事前の最適計画(min L , subject to $\pi = \pi^e$) [P] $\pi_P = \pi^e_P = 0$ $y_P = y_N$	$L_P = (k-1)^2 y_N^2$
	2 民間が設定した期待インフレ率 π^e を前提とした最適政策[min L , for given π^e] [3] $\pi = [\xi/(1+\xi)][\pi^e + (1/\beta)(k-1)y_N]$ $y = y_N + [\xi/(1+\xi)](k-1)y_N - [\beta/(1+\xi)]\pi^e$ $\xi = \beta^2/w$ (「予想せざるインフレの効用」指標)	$L = [1/(1+\xi)][\beta\pi^e + (k-1)y_N]^2$
	2.1 フーリング解(Fooling Solution): $\pi^e = 0$ のケース [F] $\pi_F = [\xi/(1+\xi)](1/\beta)(k-1)y_N$ $y_F = [(1+k\xi)/(1+\xi)]y_N$	$L_F = [1/(1+\xi)](k-1)^2 y_N^2$
	2.2 ショートサイト解(Shortsighted Solution): $\pi^e = \pi$ のケース [S] $\pi_S = (\xi/\beta)(k-1)y_N$ $y_S = y_N$	$L_S = (1+\xi)(k-1)^2 y_N^2$
	$\pi_S > \pi_F > \pi_P = 0$ $y_F > y_S = y_P = y_N$	$L_S > L_P > L_F$

その後、民間が政府の行動を見越して(予想, 期待して)行動してしまった後では、最早最適政策ではなくなってしまうという事態、つまり、政府の当初発表した政策と実行される政策との間に「首尾一貫性」がなくなるような事態、を指すものである¹²⁾。

Kydland=Prescott(1977)は、この「時間的に不整合」な事態が、裁量的なマクロ経済政策に関連して屢々起こりがちであること、また、それは、通常、民間と政府との戦略的な交互作用関係の結果として、パレート劣位な状況が作り出されることによって解決されること、を示している。以下、裁量的金融政策の時間的不整合性の可能性とその問題点とを、Kydland=Prescott(1977)、Barro=Gordon(1983a, 1983b)などの分析結果を要約するために Blanchard=Fischer(1989)が取り纏めたモデル(ここでは、「金融政策モデル」とよんでおく)を使って、示すこととする。

(1) 裁量的金融政策の時間的不整合性検討のための「金融政策モデル」

(i) 政策当局の目的関数は、表1、[1]式の通りで、政策目標は「物価安定(インフレ率 $\pi=0$)」と「自然産出高 y_N を若干上回る産出高 $y = ky_N (k > 1)$ 」の実現である、とする。目的関数のなかでの2目標変数の相対的ウェイトを示す指標は、 w である(w が大きい程、物価安定重視)。なお、この目的関数としては、社会的厚生関数(ないし、代表的個人の効用関数)に等しい場合¹³⁾、社会的厚生関数とは無関係な政策当局自体(ないし、政治家)のものの場合、の何れを考慮してもよい。

なお、[1]式は、政策当局の計画のタイムホライズ

ンを1期間としているが、将来にわたるタイムホライズンを想定したものは、[1']式である(政策当局が、将来の各時点の目的関数値の割引現在価値(割引率、 θ)に関して最適化を図るケース)。

図1(上部パネル)の L_1, L_2, L_3, \dots 曲線は、この目的関数に関する無差別曲線を $y < ky_N, \pi > 0$ の領域について描いたものである。この領域では、 π が低い程、また、 y が高い程、厚生が大きい。(つまり、図の右下端の ($\pi=0, y = ky_N$) という点に近い無差別曲線程、厚生が大きい。)また、目的関数で物価安定が重視されていればいる程(つまり、 w が大きい程)、各 L 曲線の y 軸からの垂直距離が圧縮され全体がフラットになる(下部パネルがその1例)¹⁴⁾。

(ii) 次に、自然失業率仮説に基づくフィリップス曲線、表1、[2]式を仮定する。従って、政策当局が自然産出高 y_N を上回る産出高水準の実現を図るためには、「予想されざるインフレ ($\pi - \pi^e$)」を作り出すことが必要である(但し、 π^e は、期待インフレ率)。なお、図1の Q_1, Q_2, Q_3, \dots 線は、様々な期待インフレ率に対応するフィリップス曲線を図示したものである(各 Q 曲線と π 軸との交点が、 π^e)。

(iii) なお、単純化のために、ここでは、 IS, LM, SS 等に関する攪乱がない決定論的なモデルを考え、また、① 政策当局は貨幣量のコントロールを通じてインフレ率を完全に統御できるものと仮定して、インフレ率 π 自体を政策変数とし¹⁵⁾、② 政策当局、民間とも、政策当局の目的関数、フィリップス曲線の形状を知っているという「完全情報の仮定」をおき、かつ、民間の「合理的期待」も仮定した。

この枠組を使って、裁量的金融政策の時間的不整

合性の問題を考える。

(2) プリコミット解——時間的に不整合

まず、政策当局が最適計画を策定し、これを公表するとする。産出高は予想せざるインフレが起きない限り自然産出高水準から動かないから、最適政策 ($\min L$, subject to $\pi^e = \pi$) は、インフレ率ゼロの物価安定政策である。すなわち、表1での[P]式、図1でのP点 ($\pi=0, y=y_N$) が最適計画値である。この解を、プリコミット解(Precommitted Solution)とよぼう。(表1, 図1に記し、また、以下使用する各種解の名称は、Blanchard=Fischer(1989)を踏襲した。)

問題は、このプリコミット解が時間的に不整合なことにある。すなわち、政策当局が、この物価安定を標榜する最適計画を公表することによって、民間のインフレ心理を沈静化し、期待インフレ率 $\pi^e=0$ の状況に民間を誘導できたとする(図1でのフィリップス曲線は Q_2 になる)。しかし、元来、政策当局は物価の安定とともに高産出高をも狙っているので、この $\pi^e=0$ の状況が出現すると、政策当局にとって最適な政策は、積極政策によって「予想されざるインフレ」を作り出し、 $\pi^e=0$ の状況を利用した比較的低いインフレ率のもとで高産出高を実現することになる。つまり、当初の公約と事後的な最適政策との一貫性は崩れてしまっているのである。

この $\pi^e=0$ を前提にした最適解は、表1の[F]式であり、図1では、F点($\pi^e=0$ を通るフィリップス曲線 Q_2)と無差別曲線とが接する点。なお、図1の EE' 線は、無差別曲線とフィリップス曲線との接点の軌跡である。この解は、政策当局が機会主義的な行動によって民間を欺いた結果であり、フーリング解(Fooling Solution)とよばれる。しかし、表1及び図1から明らかなように、政策当局の目的関数が社会的厚生関数に等しいとすればフーリング解の状況はプリコミット解の状況よりも社会的厚生が高く¹⁶⁾、政策当局にとっては、民間の期待インフレ率が低い限り、このフーリング解をとろうとするインセンティブは強い。

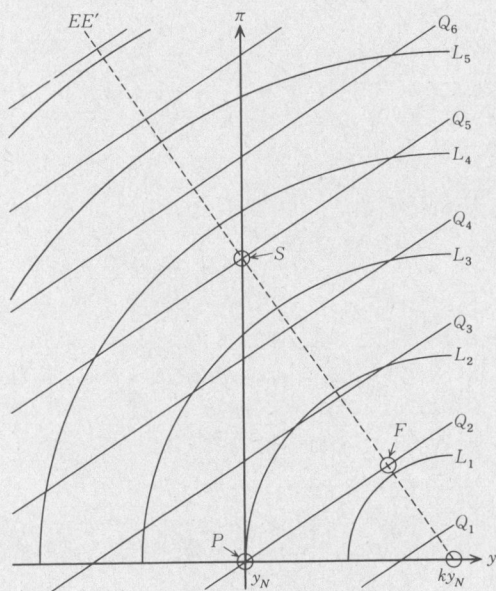
(3) ショートサイト解——時間的に整合。しかし、プリコミット解比、パレート劣位

しかし、民間が政策当局の将来の行動を見越して(予想・期待して)行動するゲーム論的フレームワークを考えると、このフーリング解は実現しない。

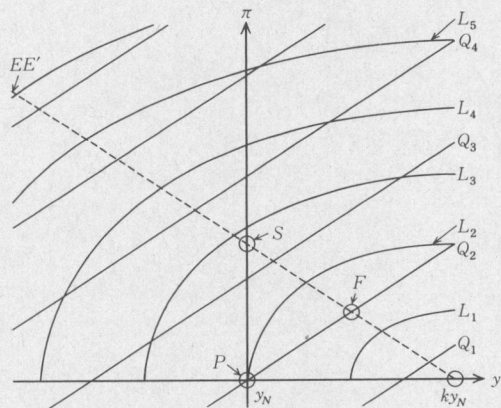
「完全情報の仮定」と「合理的期待の仮定」とのもとでは、民間は、期待インフレ率が低い限り政策当

図1 「金融政策モデル」とその解

L_1, L_2, L_3, \dots : 政策当局の目的関数(損失)に関する無差別曲線
 Q_1, Q_2, Q_3, \dots : フィリップス曲線(π 軸との交点: 対応する π^e)
 EE' 線: 無差別曲線とフィリップス曲線との接点の軌跡
 π : インフレ率, π^e : 期待インフレ率
 y : 実質産出高, y_N : 自然産出高, ky_N : 目標産出高
 P : プリコミット解, F : フーリング解, S : ショートサイト解



政策当局が物価安定重視の場合



局が予想せざるインフレを作り出し産出高の増大を図ろうとする、ということを知っているため、自らの期待インフレ率を引き上げる筈である。しかも、それは、政策当局が予想せざるインフレを惹き起こそうとしなくなる水準にまで引き上げる筈である¹⁷⁾。この状況は、表1では[S]式、図1ではS点¹⁸⁾で示されている。

そこでは、政策当局が、民間の期待インフレ率を所与として目的関数の最適化を図るという機会主義的、近視眼的な行動をしており、民間も、政策当局のこの行動パターンを予想して行動しているの、この解を、ショートサイト解(Shortsighted Solution, Myopic Solution)とよぶ。このショートサイト解では、① 民間が予想する政策当局の行動と政策当局が実際に取る行動とは一致しているため、時間的整合性は保たれている。しかし、② プリコミット解(P 点)と比較すると、産出高が自然産出高水準にある点では同じであるにも拘らず、インフレ率が高い。すなわち、ショートサイト解は、政策当局が民間の期待インフレ率をみながら産出高を可能な限り増大させようとする機会主義的、近視眼的行動をとっているために(政策当局と民間との行動のインタラクションによって予想せざるインフレがゼロになり、産出高を自然産出高以上に引き上げることができないが)、インフレ率が高いパレート劣位な解になってしまっているのである。

(4) 裁量的金融政策の時間的不整合性の問題

Kydland=Prescott は、以上の結論、すなわち、

① 裁量政策レジームでは、長期的視野にたった最適政策(プリコミット解)は、時間的に不整合で、それは実行されえないこと、

② 裁量政策レジームで時間的に整合的な政策は、ショートサイト解であるが、それは、プリコミット解に比べて、パレート劣位であること、

という結論にもとづいて、「問題は、政策当局が物価安定と高産出高とを両睨みしながら近視眼的、機会主義的行動をとる、という裁量政策のレジームにある。金融政策の時間的不整合性の問題を解決するためには、インフレ率ゼロという長期的視野にたった最適政策(つまり、プリコミット解)を達成するというルールによって、政策当局は自らの手を縛るべきである」という政策提言を行ったのである。

2.3 政策当局に対する「信認」の確保による「時間的不整合性」問題の解決

(1) 裁量的金融政策の「時間的不整合性」問題解決の方策

Kydland=Prescott の上記の提言は、裁量政策の時間的不整合性を根拠に、改めてルールによる政策を主張したものであり、従来のマネタリストの主張を著しく補強するものであった。しかし、ルールに基づく政策には、既述のように、 IS , LM , SS 等の

様々なショックを機動的に相殺することができないという問題がある。そこで、ある程度の裁量政策を採用しつつ、しかも時間的不整合性の問題を解決する方策を検討する。

まず、裁量的金融政策の時間的不整合性を解決するための Kydland=Prescott 提言のなかで、いわば当然のこととして前提とされている次の2点に注目しよう。

第1の点は、政府がルールを採用する以上、政府自身がショートサイト解(S 点)よりもプリコミット解(P 点)の方を望んでいることが前提とされている、という点である。確かに、フーリング解(F 点)が実現する可能性がないならば、政府は、ショートサイト解よりも有利なプリコミット解の実現を狙うだろう。

第2の点は、民間が、ルールさえできれば政府はルールに従って政策を運営する、と想定しているという点である¹⁹⁾。

しかし、ルールの制定、即、実行ではない。政府が制定したルールであっても、その法的拘束力には様々なものがあるし、また、政府によって制定されたものは、政府によって破棄される可能性もある。従って、重要なことは、制定されたルール自体にあるのではなくて、民間が、政府に対して、「現在、将来とも、プリコミット解を実現する政策を実行し、フーリングはしない」という点に関する「信認」を与えている、ということにある。

そこで、次の問題は、政策当局が民間の信認を確保する方策として、ルールによる政策運営以外に何かがあるか、ということになる。多少抽象的に考えてみる。政府がフールすることに対して受ける懲罰が充分大きければ政府はフールしない筈である。従って、政府が、自らのフーリング行動に対する懲罰が充分大きい制度・システムを作り上げ、これを民間に認識して貰うことができるならば、政策運営に対する信認を確保できる筈である。そして、政府が信認を確保するために、過去、屢々使ってきた次の3つの方策は、いずれも、多少抽象化してみると、このような効果の存在を前提としたものといえる。

(i) まず、第1の方策は、政府がフールしないという保証を明確にするために、政策当局者にとってのフーリングのコスト(物心両面の懲罰)が著しく大きいような取り決めを作ることである。

具体的には、① 金属本位制への加盟等の対外的コミットメントをすること、② 政策当局者が短期

的視野に基づく行動で公約違反をしたときに自らが負担しなければならないコストを明示して公約をボンディングすること、等である。

(ii) 次に、物価安定重視の中央銀行を設立すること、ないし、物価安定重視の中央銀行総裁を任命することである。

1882(明治15)年の日本銀行設立、1920年代の欧州諸国での中央銀行設立、等は、赤字財政による通貨増発を脱却し、物価安定と財政節度の確立を狙う政策スタンスを明確にするための措置であった。いづれも、この大きな制度改革を行うことによって、物価安定政策に対する信認が確保され、比較的低い不況コストのもとで、インフレーションが抑圧された(江口(1990), Sargent(1982))²⁰⁾。また、物価安定をとくに重視することがよく知られている人物を、政府が中央銀行総裁に任命することも、政府の物価安定の政策スタンスを明示するものである。(Rogoff(1985)は、「保守的な中央銀行総裁」の任命という言葉を使っている。)

(iii) さらに、政策当局が、長期的視野にたつて終始一貫プリコミット解の実現を狙う政策運営(物価安定重視の政策運営)をすることで、フリーングをしない政策当局(予想せざるインフレを起すことによる短期的ゲインは追求しない政策当局)というレピュテーション(reputation, 評判, 名声)を確立するという方策がある。

レピュテーションの確立は容易ではない。そして、このレピュテーションが一旦確立しても、その後それが崩れた場合には、最早プリコミット解の達成ができなくなり、パレート劣位なショートサイト解しか実現できなくなるという大きな懲罰をうけることになるので、政策当局はそのレピュテーション維持に努める。このことを民間が認識することによって、政策当局は信認を確保しプリコミット解達成の政策運営を続けてゆくことができる、というわけである。(これをレピュテーション均衡の成立という。)

これら3つの方策のうち、(i)、(ii)は、信認確保のための積極的な施策である。これに対し、(iii)は、日常的な金融政策運営を通じて、信認を確保しようとするものである。つまり、金融政策運営過程を政策当局と民間との反復ゲームとして考えて(前節2.2では一回ゲームと考えていた)、反復ゲームでは、政策当局の行動がある一定の条件を満足するとき時間的不整合性の問題が解消する、という時間的不整合性の一般の性質に依存したものである。そこ

での問題は、レピュテーション均衡を成立させるに必要な政策当局の条件は何か、また、その条件は現実の政策運営で充分確保できるか、という点にある。

以下、金融政策の在り方、中央銀行の在り方と関連深い(ii)、(iii)を、取り上げることにする。

(2) 中央銀行設立、「保守的な」中央銀行総裁任命による信認の確保

これは、基本的には、前述のように、政府の物価安定に向けての政策スタンスを明示することで信認を確保しようとするものである。しかし、同時に、物価安定重視の中央銀行の設立や物価安定重視の中央銀行総裁の任命は、金融政策運営を一回ゲームとしてとらえた場合であっても、裁量政策の時間的不整合性のインフレバイアスの問題を軽減することができるという Rogoff(1985)が指摘した効果もある。これを簡単に紹介する。

「保守的な」(=物価安定重視の)中央銀行の目的関数では、産出高目標の達成に比べて物価安定が相対的により大きく評価されている(すなわち、 w が大きい)。この中央銀行の無差別曲線は、図1、下部パネルの L_1, L_2, L_3, \dots であるが、上部パネルの場合と比べて全体として平らになっている。(一定の産出高増加によるゲインをコンペントするに必要なインフレ率の減少幅が大きくなるため。)なお、フィリップス曲線は、両パネルとも共通である。

この下部パネルのショートサイト解(S点)とフリーング解(F点)をみると、上部パネルに比べて、①ショートサイト解(S)のインフレバイアスが小さく(S点の高さが低い)、また、②フリーング解(F)をとったときの産出高上昇幅及びそのゲインも小さい。

従って、「保守的な」中央銀行総裁の任命によって、裁量政策の時間的不整合性に伴うパレート劣位=インフレバイアスの問題を軽減でき(上記①)、また、このような総裁は、公約を破棄して、近視眼的メリットを追求するインセンティブ自体も小さい(上記②)というのが、Rogoffの議論である。——尤も、SSの攪乱(自然産出高へのショック、サプライショック)を安定化するために、産出高目標にもある程度の配慮をする(w は、正のある一定値以上)中央銀行総裁であることが必要、との但し書きつきではあるが。

(3) 「レピュテーション」の確立による「信認」の確保

Kydland=Prescott モデルは1回ゲームとして定式化されたが、金融政策の運営過程を反復ゲームと

してとらえる場合には、政府、民間とも、相手に記憶させるという戦略、相手が悪い行動(たとえば、フリーリング)をとった場合にこれを懲罰するという戦略、等々の戦略も使用可能になる。このような反復ゲームの結果として「レピュテーション」均衡が成立し、裁量政策の時間的不整合性の問題が回避される可能性がでてくるのである。

金融政策運営に関するレピュテーション・モデルは、いずれも、前節2.2のKydland=Prescottモデルを反復ゲームのケースへと拡張したものではあるが、Barro=Gordon(1983a, b), Backus=Driffill(1985)のモデル等、様々なモデルがある。(なお、サーベイとして、Blanchard=Fischer(1989), Blackburn=Christensen(1989)参照。)

まず、これらのモデルについて、モデル定式化にあたっての相違点を、例示的に示してみると、次の通りである。

- ① 民間の期待インフレ率形成について、どのように仮定するか。——たとえば、政策当局がフリーリングをした場合に、(イ)それ以降民間は公約を一切信用しない、と仮定する、(ロ)将来、政府が再び公約通りの政策をとるようになれば、民間は、政府を許し今一度公約を信用するようになる、と仮定する、等。
- ② 情報、とりわけ、民間がもっている政府の目的関数の形状に関する情報、が完全であるとするか、不完全であるとするか。

このようにモデルの定式化は様々ではあるが、そこには、ほぼ共通したアプローチがあり、また、ほぼ共通した結論が導出されている。すなわち、

(i) まず、ほぼ共通したアプローチは、政府は、「フリーリングによる当期の利益(Temptation)」と、そのフリーリングによって民間の信認を喪失することから生じる「次期以降の各期の損失(Loss)の割引現在価値」とを対比して、各期ごとの戦略としてプリコミット解、フリーリング解のいずれをとるかを決定する、というものである。つまり、プリコミット解実現の政策行動を基準にして、それから乖離してフリーリング行動をとることのネットの懲罰(損失-利益)の大きさを問題にするというアプローチである。

(ii) また、このようなアプローチから、ほぼ共通にえられる結論は、「将来損失の現在価値を求めるために使用する時間割引率が充分低い限り、政策当局は、フリーリングを行わず、プリコミットした政策を取り続ける、つまり、近視眼的政策を回避し、長

期的視野にたった政策を取り続ける」というものである²¹⁾。

(4) 金融政策当局の在り方へのインプリケーション

「戦後ケインズ派経済学」では、政府は政策変数の操作によって民間経済を物価安定下の高雇用・高産出高という高い社会的厚生状況へと自由に誘導することが可能であり、それが政府の責務である、とされてきた。そこでは、1でとりあげた自然失業率仮説成立の可能性に加えて、この2でとりあげた政府行動と民間行動とのインターアクションの問題も全く視野の外におかれていた。

高い社会的厚生の実現を狙う裁量政策が、民間の政府行動に関する予想如何で、政府・民間の両者ともに望まないバレット劣位な状況を生む可能性があり(裁量的政策の時間的不整合性)、それを解決するためには政策当局に対する民間の「信認」が何よりも重要であるという本章2での指摘は、金融政策の在り方、政策当局の在り方を考えるうえで含意に富んだものである。

とりわけ、政策当局がその金融政策に関して信認をうるためには、その目的関数が社会的厚生関数が想定する以上に物価安定重視型であることが望ましく、また、将来の事象に対する時間的割引率が低い必要がある、との指摘は、各国中央銀行のなかで永年にわたって培われてきた考え方(西川(1984))を裏書きするものであるとともに、政府とは異なる「意思決定主体」として中央銀行が存在することの必要性を積極的に支持する議論のように思われる。

3 政治プロセスとの関連での分析

マクロ経済理論のここ10数年間の進展のなかに現われた今1つの視角は、金融・財政・経済政策の形成とその効果を政治プロセスとの関連で分析しようとするものである。この種の研究は、前章2のものと同様、ゲーム論的考え方を使うものも多いが、以下では、このうち、金融政策の在り方、中央銀行の在り方とくに関係が深いものについて、その結論を中心に紹介することとする。(サーベイとしては、Alesina(1988).)

(1) 「政治的景気循環」の分析

米国を中心に、いわゆる「政治的景気循環」に関する一連の研究が進められている。それは、与党政政治家の① 政権の座に留まりたいという動機と、② 政治信条に則した目的関数の最大化を図ろうという

動機)の2つから、選挙や政権交替期に対応した景気循環が発生するという考えにたっている。

このうち、①の動機に対応する政治的景気循環論 (office motivated views) は、与党の政治家は、選挙前になると刺激策を展開して産出高拡大を図り、選挙後にその反動で不況が到来する、という Nordhous (1975) の議論を出発点とするものである。また、②の動機に対応する政治的景気循環論 (ideological views) は、政党、党派によって、目的関数のなかでの物価安定と高産出高との相対的ウェイト (w) や将来事象に関する時間割引率 (θ) が異なるために、政権交替に伴って、インフレ率、産出高が変動する、という Hibbs (1977) の議論を出発点とするものである²²⁾。

このような政治的景気循環が存在することの金融政策へのインプリケーションとして、次の点が議論されている。

政治的景気循環は、予想されたインフレ率、予想されざるインフレ率双方の変動を通じて、経済の不安定性を強める。この不安定性を回避する1つの方法は、与野党が将来の通貨増加率について政策協定を結ぶことであろうが、この協定は時間的整合性を満たさない(選挙前に長期的視野にたって結ばれた協定は、選挙後の与党によって破棄されてしまう)。従って、金融政策は政党政治から独立した中央銀行に委ねることが望ましいという議論である (Alesina (1988))。

この政治的景気循環の議論やその金融政策への含意が、どこまで現在の日本について直接当てはまるかは、率直に言って疑問である。日本は、米国と異なり、議院内閣制であり、総理大臣が解散権を持ち、しかも、自由民主党の1党優位が続いているからである²³⁾。

しかしながら、第2次大戦前から(それも日露戦争後から)最近に至るまでの極めて長期にわたって、日本では積極政策を志向する内閣と安定政策を志向する内閣が代わる代わる交替してきた、という指摘もある (中村 (1981))²⁴⁾。また、それが政治的景気循環を誘発するか否かは別として、選挙を意識している政治家の目的関数は、社会的厚生関数に比べて、景気を重視し(低い w)、遠い将来よりも近い将来を重視する(高い θ) ものであるかもしれない。

このように考えると、日本においても、選挙が意識された近視眼的な金融政策運営は当然避けるべきことに加えて、将来の政権交替の可能性やそれに伴

う政治的景気循環発生の可能性をも全く否定するわけにもいかず、そこに、政党政治から独立した中央銀行をもつ意義があるように思われる。すなわち、「戦後ケインズ派経済学」では無視されてきた「政治的景気循環に伴う不安定性や民主政治のインフレーション」といった問題が、中央銀行の政府からの独立性の1つの積極的根拠となるのである。

(2) 金融政策と財政政策との相互調整

政治の影響から中立的な金融政策の展開や政府からある程度独立した中央銀行を考えるとき問題になるのは、金融政策と財政政策との協調、ないし、金融政策と財政政策との相互調整の問題である。

(i) まず、景気政策としての協調問題がある。

マクロ経済に加わる様々なショックに対応するための景気対策とそのための政策協調は必要ではあるが、市場メカニズムの自律的均衡回復力の強さを念頭におくと、政策協調の必要性が従来強調され過ぎてきた感なしとしない。この点については、「通貨価値の確保という任務達成を妨げないかぎり、中央銀行は政府の一般的経済政策を支持すべきである」というドイツ・ブンデスバンク法の考え方が、まず、妥当なところといえないだろうか。

(ii) この景気政策上の政策協調の問題の他に、Sargent=Wallace (1981) が提起した次の問題がある。提起者がマクロ合理的期待形成理論を主張してきた人達だけに、学界で注目されている問題である²⁵⁾。

財政赤字拡大を続け国債を無制限に発行し続ける政府と、物価安定を重視して通貨増加率を絞り込む中央銀行との併存は、財政当局・通貨当局の両者にまたがるマクロ経済プログラムの全体に関して著しい不確実性を導入することになってしまうため、金融政策に余りにも強い自主性を認めることには問題がある、という議論である。

すなわち、国債発行の総額を決定するのは、政府であり、中央銀行は、国債売買オペレーションによって、国債保有の民間・中央銀行別構成を決定するに過ぎない。中央銀行が、物価安定という観点から当面は国債の買オペレーションを適正通貨増加率の範囲内に抑えているとしても、① 中央銀行・政府を統合した公的部門全体としてのインターテンポラルな予算制約、② 民間保有国債残高の無限の増加は不可能であるという民間部門の予算制約、③ 政府には支払不能がない(ないし、人々が「ない」と予想している)といった点があるために、中央銀行は、将来どこかの時点で、物価安定政策を放棄し中央銀

行信用で国債を賄うということにならざるをえない。従って、放漫な財政政策と引締めの金融政策との共存という状況においては、中央銀行がいつ物価安定政策を放棄するかについての投機すら誘発され、経済の不確実性が著しく高まってしまう、と主張するのである²⁶⁾。

この議論に対して、Masciandaro=Tabellini (1988)は、次のように反論する。

財政当局が国債発行額を自由に決定するという Sargent = Wallace の議論は、fiscal dominance のレジームを前提とした議論というべきである。その対極にあるレジームとしては、国債はその償還時に全額増税によって償還されねばならないという monetary dominance のレジームが考えられる。従って、中央銀行の独立性が制度的に確立されていれば、財政当局は、当然、将来の増税による国債償還をも考えることになるから、それなりの財政節度が働く筈である、と反論するのである。

この Masciandaro=Tabellini の反論が示すように、Sargent=Wallace が提起した問題は、財政当局と中央銀行とのゲームのルールを確立すること、つまり、中央銀行の独立性を「制度的」に確立することによって解決できる、といえるように思われる。

(3) 中央銀行の独立性とマクロ経済のパフォーマンスに関する欧米での実証分析

中央銀行の政府からの制度的独立性の強さが、政治的プロセスとの関係を媒介として、どのようなマクロ経済のパフォーマンスを生むか、という問題関心から、主として OECD 諸国について、若干の実証研究が進められている。Bade=Parkin (1987)、Masciandaro=Tabellini (1988)が、その例である。

両研究とも、各国ごとに、その中央銀行法等をもとに、金融政策の決定手続、中央銀行理事者(総裁、副総裁、等)の選任・罷免手続及び任期の長さ、中央銀行予算・決算の決定、等々に関し政府が果している役割を検討し、その結果を基準にして、各国中央銀行の政府からの独立性の程度をランク付けしている。その上でこのランキングと当該国のマクロ経済パフォーマンスとの間にどのような統計的関係があるかを、1970年代以降について、時系列、クロスセクションの国際比較データをもとに検討している。

Bade=Parkin (1987)では、マクロ・パフォーマンスを示す変数として、①インフレ率の水準(CPI)、②(金融政策の不安定性の程度を示す指標として)インフレ率(CPI)の変動幅を使用し、Masciandaro

=Tabellini は、Sargent=Wallace に対する前記反論の実証をも狙っているために、マクロ・パフォーマンス変数として、①国債残高、②赤字財政の規模(いずれも、GNPでノーマライズ)を使用している。両研究とも、制度的に中央銀行の独立性が認められている国程、マクロ・パフォーマンスはよい、という実証結果がえられている。

この実証結果には、物価安定志向や赤字財政への警戒心が強い国程独立性の強い中央銀行をもとうとする、という逆の因果関係が働いている可能性が影響しているかもしれない(Alesina (1988))。しかし、いずれにしろ、「中央銀行を政府の最終的統制下におくことがマクロ経済のパフォーマンス向上につながる」という「戦後ケインズ派経済学」の議論が、実証的に支持されていないことは、確実である。

III むすびにかえて

(1) 金融政策の中立性と中央銀行の独立性

(i) 最近のマクロ経済理論の金融政策・中央銀行に対する含意についての以上の検討結果は、次の(A, B, C)として纏めることができるだろう。いずれも、金融政策の中立性を指向する含意であり、うち、とくに(C)は、中立的金融政策の実現には中央銀行の独立性が必要であるという含意である。

(A) 金融政策は、実物的ショック、貨幣的ショックに対しても、ある程度、対応していくことが必要であるが、その際、極力、市場メカニズムの自律的調整力を活かしつつ、長期的視野から、通貨価値の安定を重視すべきこと。

——市場の自律的調整力を考慮すると強い政策対応は避けることができるし(II-1)、また、ショックの実物面へのマイナス影響の相殺を短期的視野から重視すると、インフレバイアスを生むことになってしまう(II-2.2)。

(B) 通貨価値の安定は、他の経済諸政策の目的とは異なる、金融政策に固有の目的であること。

——貨幣の長期的中立性、貨幣的現象としてのインフレーション、等による(II-1)。

(C) この目的達成のためには、政治や政府から距離をおいた独立の意志決定主体としての中央銀行の存在が制度化されていることが望ましいこと。

——実物面に対する摩擦を最小限にして通貨価値安定を達成するためには、民間の通貨当局に対する「信認」の確保が必要である。そのためには、①政治に流されない政策運営はもとより、

② 通貨価値安定を重視し、且つ、長期的視野にたった(低い時間割引率の)政策運営を積み重ねることを通じて、「レピュテーション」を確立することが必要である(II-2.3)。

—制度化は、財政政策と金融政策との関係を含め、ゲームのルールを確定し、不確実性を除去するために、是非、必要である(II-3)。

(ii) こうして、最近のマクロ経済理論からの含意は、「戦後ケインズ派経済学」が含意していたものから大きく変わった。しかし、同時に、金融制度調査会で中央銀行制度が議論されていた1957-60(昭和32-35)年頃に比べて、経済環境の変化も著しい、とくに重要な変化は、政策運営に当って当時 discipline の役割を果たしていた次の2つが、消滅してしまった、という点である。

第1の変化は、財政節度に関するものである。当時は、戦後のハイパーインフレーションの記憶も生々しく、財政法(1947(昭和22)年制定)の「国債発行の原則的禁止」が堅持され、長期国債の新規発行はなく、均衡予算主義に基づく財政運営が行われていた(建設国債の発行も、いわゆる40年不況以来のこと)。

第2の変化は、当時は、360円レート堅持という固定相場制下の対外的コミットメントが、政策運営に対する国際収支節度として充分機能していたということである。当時の360円レートは円高気味のレートであり、政策当局の積極政策は、「国際収支の壁」にぶつかれば引締めを行う、というかたちで、縛られていた。

財政節度に関しては、当時の(その是非は別として)厳しい考え方は消滅し、とくに、1975(昭和50)年以降は特例国債が大量発行され、その後最近までの財政再建努力へと繋がってきたことは記憶に新しいところである。また、政策運営に対する国際収支節度というメカニズムも、1973年の変動相場制への移行に伴って消滅した。

このような経済環境の変化によって、金融政策の役割と責務とは、1957-60(昭和32-35)年当時に比べて、著しく大きいものになってしまった。すなわち、当時、政策の時間的整合性を確保するために大きな役割を果たしていた「財政節度と国際収支節度」が消滅し、今や、通貨価値安定を支えるためには、中央銀行の「信認」と「レピュテーション」による以外に方策がなくなってきたのである²⁷⁾。

(iii) 中央銀行が、通貨価値安定を狙う政策運営

によって「信認」と「レピュテーション」とを確保していくためには、短期的視野からの干渉を排し、政治や政府から距離をおいた意志決定主体として自らの「政策スタンス」を堅持してゆく、ということだけではすまない幾つかの問題がある。

第1に、本稿では、これまで、基本的な問題点を示すため、単純な新古典派モデルないし「金融政策モデル」を使って議論してきた。しかし、現実の政策運営によって中央銀行が「信認」と「レピュテーション」とを確保していくためには、単純モデルでは捨象された様々な問題を解決しなければならない。例示してみよう。

- ① 実物的ショック、貨幣的ショックをどの程度まで相殺してゆくべきかという従来のマクロ経済理論の範疇で議論できる問題がある。
- ② この他、より現実的な最近の問題として、通貨価値安定という場合、単純モデルで前提にした財貨・サービス価格のインフレ率で考えてよいか、資産価格を無視してよいか、という点もある。資産インフレに伴う相対価格の情報伝達機能喪失やその再分配効果等に注目すると、通貨当局の目的関数として資産インフレ率を含むものを想定する必要があるかもしれない。その場合には、資産価格決定メカニズムを把握したうえでの適切な政策運営の在り方の検討が、とくに、重要となる。
- ③ 開放体制下、経常収支、しかも、2国間の経常収支、といった教科書的なマクロ経済理論では予想もしない変数を、政策目標の1つとして政策運営をせざるをえないという現実問題(いわゆる経済摩擦問題)もある。

ここで示した問題は、単純モデルが捨象したものの単なる例示にすぎず、政策展開の過程で様々な問題が登場するだろう。しかし、中央銀行による「裁量政策」が必要な1つの根拠は、「ルールによる政策」展開に必要なルール(いわゆるフィードバック・ルールを含む)を、リライアブルなかたちで予め策定しておくことが困難なことである。こういった現実的な問題に関して、中央銀行が、的確な現状分析と総合判断とに基づいて、適切な政策運営をしていくことが強く望まれるところである。

第2に、独立性の高い中央銀行に対して危惧される点は、現状判断や政策運営が官僚主義的なものにならないか、ということである。(この点に関する論文は多い。例えば、Friedman(1982).) 第1の問題に的確に対応するためにも、中央銀行は、中央銀

行内外の叡知を結集することが必要であろうし、透明度の高い政策決定機関として官僚主義を排除してゆくことも、強く望まれるところである。

(2) 今後の研究課題

本稿における金融政策と中央銀行の在り方に関する考え方のサーベイは、専らマクロ経済理論との関連に限定して行われたものである。

しかし、それにも拘らず、問題領域は極めて広く、関連文献も多いため、どちらかという印象主義的なサーベイになった感が否めない。今後、1つ、1つの主題に関して、より深く、且つ、より厳密に、理論的に詰めてゆきたい、と考えている。

また、中央銀行の在り方を考える場合に今一つ重要な問題は、そのミクロ的な役割との関連である。その1つは、決済システムの安定性保持との関連であるし、今1つは、貸手と借手との間に情報の非対称性が存在することが前提になって作られている金融仲介システムの円滑な機能を支えることとの関連である。本来、中央銀行は、市場のなかから生れてきたという性格を持っている(西川(1984), Goodhart(1988))。金融システムの運行を支えるうえで、政府と中央銀行の役割の相違がどこにあるかの検討も、今後の重要な研究課題である。

(一橋大学経済研究所)

注

1) 1939年、ドイツ・ライヒスバンク法(Gesetz über die Deutsche Reichsbank vom 15. Juni 1939)。

1939年1月7日、ライヒスバンク理事会は、総統ヒットラーに対し、通貨価値維持の観点から財政赤字の金融には限度ありとして、財政政策の変更を要望する意見書を提出した。ヒットラーは、この意見書に対し強く反発し、直ちに総裁シャハト以下の複数理事を罷免するとともに、政府優位の新しいライヒスバンク法を制定したという経緯がある。(Deutsche Bundesbank (ed.) *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975* (1976), ドイツ・ブンデスバンク編, 呉文二・由良玄太郎監訳, 日本銀行金融史研究会訳, 『ドイツの通貨と経済 1876-1975年(上, 下)』(1984年, 東洋経済新報社)参照)

2) 昭和32-35年、金融制度調査会関係資料としては、大蔵省銀行局編『中央銀行制度——金融制度調査会関係資料』(1959年), 同『中央銀行制度——金融制度調査会答申及び関係資料』(1960年), 大蔵省『財政金融統計月報』1958年6月号。

3) 金融制度調査会『日本銀行制度に関する答申』(昭和35年)におけるA, B両案の文言は次の通り。(答申, 「第三 通貨信用政策上の機能, 四 政府との関係」)

A案 主務大臣は、日本銀行の政策が政府の政策の遂行

に支障をきたすおそれありと認め、その調整に関し日本銀行総裁と話し合うも協議の整わない場合は、日本銀行に対し、日本銀行の政策に関し、必要な指示をすることができるものとする。ただし、日本銀行の運営の理念に反するものであってはならない。

前項の事実のあった場合は、日本銀行は国会に対する報告書中に、その経緯を記載しなければならないものとする。

B案 主務大臣は、日本銀行の政策が政府の政策の遂行に支障をきたすおそれありと認め、その調整に関し日本銀行総裁と話し合うも協議の整わない場合は、日本銀行に対し、日本銀行の政策に関し、一定期間、その議決の延期を請求することができるものとする。

なお、現行日本銀行法は、制定経緯からも明らかなように、A案同様、次の通り、政府の日本銀行への指示権を認めている。

「主務大臣ハ日本銀行ノ目的達成上特ニ必要アリト認ムルトキハ日本銀行ニ対シ必要ナル業務ノ施行ヲ命ジ又ハ定款ノ変更其ノ他必要ナル事項ヲ命ズルコトヲ得」(『日本銀行法』第43条)

4) 『日本銀行八十年史』(1962)における要約文を転載。

5) このような見方にとった典型的な教科書の一例としては、多少時代が下がるが、Ackley, Gardner, *Macroeconomic Theory* (1961), 名目賃金を外生としたため、恰も、「貨幣の中立性」命題が、短期はもとより長期でも成立しないかのような議論が展開されることになる。なお、Phillipsが「フィリップス曲線」に関する論文を *Economica* に発表したのは、1958(昭和33)年である。

6) 下村(1958)では、各パラグラフに番号が付してある。ここで取纏めた主張ととくに関連が深いパラグラフ番号を記すと、次の通り。(A): § 17, 33, (B1): § 17, 18, (B2): § 8, 10, 20, (C): § 57, 60, 63。

7) 英蘭銀行と政府との関係については、「ラドクリフ委員会報告(Committee on the Working of the Monetary System Report(1959))」第9章、及び、Toniodo(1988)所載の Alec Cairncross 論文、等、参照。

8) この点は、1970年代に Modigliani, Ando を中心に作成された米国の大型計量モデル、MPS(MIT-PENN-SSRC)モデルのシミュレーション結果によっても、実証されている(Modigliani(1977))。ただし、このモデルでは、期待の形成を全て適合的期待として定式化しているため、古典派的均衡の達成、貨幣の中立性命題の成立には、7-10年の期間が必要となつてはいるが。

9) ここで、物価安定が金融政策独自の政策目標であると述べた。しかし、それは、①物価安定が、金融政策の唯一の目標であることを意味するものではない。IS, LM, SS ショックの実物面への影響を、ある程度まで、相殺することも、金融政策の目標である。また、②金融政策以外の政策(財政政策の他、独禁政策なども)が、物価安定にとって重要であることを否定するものでもない。これら政策の在り方によって、金融政策により物価安定を達成する時の実物面のコストは大きく変わる。

10) この種研究のサーベイとしては、安孫子・早川(1986), Cukierman(1986), Alesina(1988), Blackburn=Christensen(1989), Blanchard=Fischer(1989)第11章、等。

11) 政策当局が、ディスインフレ政策を展開するとき、その政策に関して民間の信認がえられているか否かで、甘受しなければならない失業の大きさが変わる、ことが、その一例(Sargent(1982)参照.)

12) 以下の本文の例の他、政府が国債を発行したいときには将来の物価安定を公約するが、一旦国債を発行してしまうと、政府はインフレを起こして債務の実質価値が低くなることを望む、等、政策の時間的不整合性の状況が存在する場合はかなり多い。

13) この目的関数が社会的厚生関数に等しいとした場合に、自然産出高 y_N を上回る産出高の実現が望ましいという想定は、労働市場の不完全性、税制の歪み等のために自然産出高が低く、人々がこれを上回る水準の実現を望ましいと考えているためである、と解釈できる。(但し、金融政策によって、望ましい産出高の達成を図ることは、市場の不完全性の除去、税制改革に代る次善の策に過ぎないことは、いうまでもない。)

14) [1]式から明らかなように、等損失の無差別曲線は、楕円になる。上部パネルは、 $w=1$ となるように π の尺度を決めたため、円となっている。下部パネルは、 $w=2.25=(1.5)^2$ のケースである。

15) インフレ率 π を政策変数とすることは、勿論、かなりの単純化である。すなわち、 IS, LM から誘導される総需要曲線は、 $Y=DD(A, M/P)$ であるから、 $\Delta P/P=\pi=\pi(\Delta M/M, \Delta Y/Y, \Delta A/A)$ となる(但し、 A は財政支出等外生的支出、 M は貨幣量)。

16) 但し、 $w < \infty, k > 1$ の条件が必要。

17) 完全情報と合理的期待との2仮定が充たされていない場合でも、一度、フーリング解が実現して、政策当局は機会主義的行動をとるということを人々が認識してしまえば、その後は、政府のアナウンスメントは信用されず、期待インフレ率が引き上げられることになる。

18) S 点は、フィリップス曲線と無差別曲線が接し(政策当局の最適化行動の反映)、しかも、 $\pi=\pi^e$ が成立している(民間行動の反映)点である。つまり、 EE' 線と自然産出高 y_N のところにたてた垂線との交点である。

19) 政府にとっても、また、民間にとっても、ルールに従った政策運営が望ましいものであれば、ルールが採用されることによって、前節での非協力ゲームが協力ゲームに変わることとなる。その結果、パレート優位の状況が出現することはいわば当然である。

20) 江口(1990)は、日本銀行設立前後の事情を検討し、松方正義が財政節度を確立し、また、西南戦争後顕在化したインフレを抑圧するためにとった諸施策とその手法とは、信認を確保し、政策の時間的不整合性問題を解決するため、極めて適切なものであった、と指摘した。

21) 「裁量政策の時間的不整合性、従って、インフレバイアスを解決するためには、政策当局の時間割引率が高くないことが必要」ということでの結論は、時間割引率が高ければ高い程、反復ゲームが1回ゲームと似てくるから、直観的にも明らかである。

22) もっとも、①の主張に対して、選挙期日が予め確定している米国の場合には、選挙前の刺激策と選挙後の引締策があるとしても、民間が合理的ならばそれは期待のなかに折り込まれてしまうから、選挙前後に予想せざるインフレ率の変動、従って、産出高の変動が起きるこ

とはない、との理論的・実証的批判がある(Alesina(1988))。なお、Alesina は、次の2点は、実証的にも確認されているという。(a) ②と関連、通貨増加率は、共和党政権下で低く、民主党政権下で高い。(b) ①と関連、「選挙でどちらの政党が勝利するかが不確実なため、選挙後に、予想せざる通貨増加率の変動が発生し(選挙前の予想増加率は、民主、共和両党に関する予想 M 増加率の加重平均)、選挙後暫くの間は、産出高の変動が起きる。(この結果、大雑把に言えば、共和党大統領任期の前半は不況、民主党大統領任期の前半は好況。)

23) Ito=Park(1988)、Ito(1990)は、日本では、好不況という経済情勢が選挙の時期を決め、米国の選挙→経済変動とは逆の因果が働いている、と指摘。

24) 中村隆英(1981)は、積極政策志向内閣と安定政策志向内閣との交代を、次のように、指摘する。日露戦後の「桂園体制期」においては、長閑の安定策と政友会の公共投資拡張・党勢拡張とが交代しあい、その後、戦前の基調は、政友会の積極政策と憲政会(民政党)の消極政策との交代が続き、さらに、戦後についても、池田勇人の成長論から佐藤栄作・福田赳夫の安定成長論への交代があった、とする。

25) Blackburn=Christensen(1989)は、このSargent=Wallace(1981)の議論を根拠に、金融・財政政策の相互調整が重要なため、中央銀行の独立性には限界ありとする。一方、Alesina(1988)は、以下紹介するMasciandaro=Tabellini(1988)のSargent=Wallace批判に全面的な賛意を表している。

26) Sargent(1986)は、レーガン大統領の初期(減税志向の財政当局とインフレ抑圧を狙うFED)がその好例であるとする。

27) この状況は、第1次大戦後の状況(欧米及び日本)に似ているともいえる。

(i) 大戦は、1918年ドイツの降伏を以て終結したが、戦場となった欧州諸国における生産力減退、内外債務累増、インフレの急伸は、極めて著しかった。

戦後、1920(大正9年)と1922(大正11年)との2回にわたり、金融・経済問題に関する国際会議が開催された。ブリュッセルにおける国際連盟主催のものとしてジェノワにおけるものである。両会議とも、その金本位制復帰提案が当時とくに注目された。しかし、決議書や、英蘭銀行Norman総裁やNew York連銀のStrong総裁が、この会議開催に積極的であった経緯等をみると、この会議では、通貨価値安定のための中央銀行(当時の言葉では「発券銀行」)の役割の確認も重要なウエイトを占めていたように思われる。(日本銀行調査局編『日本金融史資料昭和編 第21巻』1968年、R. S. Sayers, *The Bank of England, 1891-1944*. 1976 西川元彦監訳・日本銀行金融史研究会訳『イングランド銀行—1891-1944—』1979年、東洋経済新報社、参照。)

決議書は、金本位制(但し、金為替本位制的な柔軟なもの)への復帰提案とともに、① 戦後復興のための必要条件は、通貨価値の安定であり、このためには、(a) 健全財政の確立、(b) 中央銀行の政治からの独立性の確保、(c) 中央銀行が存在しない国についてはその設立を図ること、等によって、② 通貨の膨張を阻止することが必要であることを強調している。戦時中の金兌換停止によ

て、各国の通貨価値安定に関する対外的コミットメントが消滅し、さらに、今後再建を予定している金本位制もかなり緩いものとなるため、通貨価値安定のための中央銀行の役割が著しく大きくなり、政治からの独立性が是非とも必要になる、という考えが現われている。

(ii) 日本においても、1920年代前半(大正10年代)には、民間ベース(学界、実業界、金融界)での日本銀行改革論議が極めて盛んであり、幾つかの改革案も発表された。そこでは共通して、政府の中央銀行に対する干渉を制限、縮小することが強調されている。これについては、大正デモクラシーや(i)で述べた国際的潮流の影響がその原因としてあげられている(吉野(1962),『日本銀行百年史』第3巻)。

参 考 文 献

- [1] 安孫子勇一・早川英男「政策当局に対する「信認」とその意義——金融政策の有効性確保のための基礎条件」『金融研究』5巻3号(1986年7月)
- [2] 江口英一「金融政策の効果と役割——「通貨量目標政策」のマクロ経済学的基础」『経済研究』36巻3号(1985年7月)
- [3] ——「政策運営と「信認」の問題について——日本銀行設立の背景に関する一検討」『経済研究』41巻4号(1990年10月)
- [4] 下村治「日本銀行法改正問題に関連した中央銀行制度の基本問題について」大蔵省『財政金融統計月報』(1958年6月)
- [5] 中村隆英『日本経済—その成長と構造第2版』東京大学出版会, 1981年。
- [6] 西川元彦『中央銀行——セントラル・バンキングの歴史と理論』東洋経済新報社, 1984年。
- [7] 松本重雄「中央銀行に関する意見書」大蔵省『財政金融統計月報』(1958年6月)
- [8] 吉野俊彦『日本銀行制度改革史』東京大学出版会, 1962年。
- [9] Alesina, Alberto, "Macroeconomics and Politics," *NBER Macroeconomics Annual 1988* (Cambridge: The MIT Press, 1988)
- [10] Backus, David, and John Driffill, "Inflation and Reputation," *American Economic Review* Vol. 75 No. 3 (June 1985)
- [11] Bade, Robin, and Michael Parkin, "Central Bank Laws and Monetary Policy," *Mimeo*. University of Western Ontario (1987 also, 1980)
- [12] Barro, Robert J., and David Gordon, "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics* 12 (July 1983a)
- [13] ——and——, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," *Journal of Political Economy* 91 (August 1983b)
- [14] Blackburn, Keith, and Michael Christensen, "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence," *Journal of Economic Literature* 27, (March 1989)
- [15] Blanchard, Olivier J., and Stanley Fischer, "Monetary and Fiscal Policy Issues," Chapter 11 of *Lectures on Macroeconomics* (Cambridge: The MIT Press, 1989)
- [16] Cukierman, Alex, "Central Bank Behavior and Credibility," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 68 (May 1986)
- [17] Friedman, Milton, "Monetary Policy: Theory and Practice," *Journal of Money, Credit and Banking* 14 (February 1982)
- [18] Goodhart, C. A. E., *The Evolution of Central Banks* (Cambridge: The MIT Press, 1988)
- [19] Hibbs, D., "Political Parties and Macroeconomic Policy," *The American Political Science Review* 71 (December 1977)
- [20] Ito, Takatoshi, "The Timing of Elections and Political Business Cycles in Japan," *Journal of Asian Economics* Vol. 1 (March 1990)
- [21] ——and Jin Hyuk Park, "Political Business Cycles in the Parliamentary System," *Economic Letters* Vol. 27 (1988)
- [22] Kydland, Finn E., and Edward C. Prescott, "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy* 85 (June 1977)
- [23] Masciandaro, Donato, and Guido Tabellini, "Fiscal Deficits and Monetary Institutions: A Comparative Analysis," in H. Cheng (ed.) *Challenges to Monetary Policy in the Pacific Basin Countries* (Kluwer Publishers, 1988)
- [24] Modigliani, Franco, "The Monetarist Controversy or, Should We Forsake Stabilization Policies?" *American Economic Review* Vol. 67, No. 2 (1977)
- [25] Nordhaus, W., "The Political Business Cycle," *Review of Economic Studies* 42 (April 1975)
- [26] Rogoff, Kenneth, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target," *The Quarterly Journal of Economics* (November 1985)
- [27] Sargent, Thomas J., "The End of Four Big Inflations," in R. E. Hall (ed.) *Inflation: Causes and Effects* (Chicago: The University of Chicago Press, 1982)
- [28] ——, "Reaganomics and Credibility," in *Rational Expectations and Inflation* (New York: Harper and Row, 1986)
- [29] ——and N. Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," *Minneapolis Federal Reserve Quarterly Review* (Fall 1981)
- [30] Tabellini, Guido, "Money, Debt, and Deficits in a Dynamic Game," *Journal of Economic Dynamics and Control* 8 (December 1986)
- [31] Toniolo, Gianni, ed., *Central Banks' Independence in Historical Perspective* (Walter de Gruyter, 1988)