

〔研究ノート〕

日本銀行の金融政策運営

ー白川方明氏の著作から学ぶー

土井 省悟*

— 目 次 —

1. 金融政策運営の現場から
2. 現代の金融政策の論点
3. 今後の課題

キーワード：白川方明、日本銀行の金融政策運営、ミルトン・フリードマン

1. 金融政策運営の現場から

本稿は、2008年3月、日本経済新聞出版社より公刊された、白川方明氏による『現代の金融政策―理論と実際―』から現代の金融政策の論点と金融政策についての考えを整理することを目的とする。筆者は先に、著者である白川氏の経歴を紹介した（拙稿「第30代日本銀行総裁・白川方明」、四国学院大学『論集』第130号 [2009年12月]、1―32頁）。本稿は、それに引き続いて、著書を紹介することに焦点をおいている。

(1) 本書執筆の動機

白川氏は、東京大学経済学部を1972年3月に卒業し4月に日本銀行に入行、その後34年余り日本銀行に勤務した。氏は、「日本銀行を辞める1～2年くらい前から、

* Shougo DOI 本学社会学部教授（応用社会学科）

漠然とではあるが、退職後に中央銀行ないし通貨に関する本を書いてみたいと思い始めるようになった」（白川方明 [2008]、i 頁、以下では頁数のみ示す）。「本書を執筆する直接のきっかけは、大学時代の恩師でありその後もご指導をいただいている小宮隆太郎先生（東京大学名誉教授）から、日本銀行退職直後に、『京都大学に行ったならば、金融政策に関して『理論編』『歴史・政策編』の2部作を書くことを勧める』と言われたことである」（iv—v 頁）。

白川氏が本書を執筆する基本的動機は34年間の日本銀行での経験から学び感じてきたことを書いてみたいという内発的な思いとそれを実行せしめるきっかけを与えた恩師のアドバイスである。

「はじめに」で白川氏は次のように書いている。

「過去20年近くは日本経済にとって激動の時代であった。この間の日本経済の推移を今振り返ってみると、金融政策当局として、あるいは〔最後の貸し手〕として、通貨のコントロールという仕事を委ねられている中央銀行の責任がいかに大きいかを改めて感じる。それだけに、金融政策、あるいはより広く中央銀行の行う政策や活動について、十分な議論が行われることが不可欠であるという思いを強くするようになった。自分自身がこの時代に現実に経験し感じたことを何らかのかたちで書き残しておきたいという気持ちは間違いなくあったと思う。しかし、それ以上に大きかったものは、中央銀行の行う活動、あるいは、金融政策という仕事について、もっと幅広い観点から議論の輪が広がってほしいという気持ちであった。わが国における金融政策をめぐる近年の議論を振り返ると、不幸なことではあるが、全体として実りがある議論が行われたとは言い難い。幸い、日本経済の状況も2002年を底に緩やかに回復し、本書執筆時点（07年12月）では拡大6年目に入っている。その意味で、金融政策の運営についても比較的冷静に議論ができる時期になったように思われる。そうした思いから、ささやかではあるが、自分自身の経験に基づいて通貨をめぐる中央銀行の仕事に関して1冊の本を書くことにも意味があるのではないかと思うようになった」（ii 頁）。

本稿は、このような経緯と思いを持って書かれた白川氏の著書から「現代の金融政策」当局者としての考え方について学ぼうとするものである。

(2) 金融政策運営の現場からの教科書

白川氏によれば、「通貨に関する本」や「通貨をめぐる中央銀行の仕事に関して1冊の本」を書くには、金融政策のみならず金融システムや決済システムや国際通貨制度についての問題をはじめ中央銀行が現実にかかわっている幅広い問題を取り扱うことがなければ完結しない。本書はそれらをすべて統合した書物ではなく、金融政策を中心的なテーマにした「教科書」である。もちろん金融政策と中央銀行のそれ以外の仕事とは判然と分かれているわけではなく、両者が関連し合っているところにこそ、金融政策や中央銀行の仕事の「面白さ」がある（ii頁）。白川氏は期待する本書の貢献を次のように述べている。

「自分の書いた本が金融政策をめぐる議論になにがしかの貢献ができるとすれば、金融政策を運営するという立場に身を置いた場合に直面する問題を過不足なく説明し、日本銀行に限らず主要国の中央銀行で実際に意思決定にかかわっている人がどのようなことに悩んでいるかを率直に説明することではないかと判断した。このような問題意識から、現実の中央銀行が直面する課題を多く取り込むように努めた。金融政策に関するテーマを出来るだけ包括的に扱おうとしているという意味では、本書の性格は金融政策に関する〔教科書〕に近いが、マクロ経済学や金融論の教科書に書かれている金融政策に関する説明と比較すると、教科書的ではない。教科書は従来の理論を整理し、ある程度、答えを明確に書くことが期待されている。そのような意味では、本書は教科書ではない。現実の金融政策運営に従事すればするほど、我々自身の知識がいかに不完全であるかを痛感する。現実の中央銀行は政策遂行に責任を有する当局者として、マクロ経済や金融政策に関する知識や理論の限界を明確に意識したうえで、最善と判断する決定を行い、これを遂行しなければならない」（iii頁）。

通常のマクロ経済学や金融論の教科書ではなく、政策の当局者が出来るだけ体系的にと試みた体験的金融政策の解説書であるということに本書の特徴の一つあると思われる。それゆえに我々は、本書から「現代の生きた金融政策」の考え方を学ぶことが出来るのだと期待できるのである。

本書の特徴であり、最も重要な点は、日本銀行に34年以上勤務し、金融政策決定会合に出席し、金融政策決定の現場をつぶさに目撃し、金融政策の抱える問題

に悩み、我々の持つ知識の不完全さ、不十分を実感し、何が欠けているかを具体的に示しうる「金融政策の現場から」の「日本の金融政策の報告であり教科書」だということにある。

2. 現代の金融政策の論点

『現代の金融政策－理論と実際－』は、全体で6部から構成されている（表参照）。序章と終章を含めて本文が413頁である。本文の中には74の数表と123の図、29のBoxが含まれている。引用文献は日本語文献が118本、英語文献が166本挙げられており、そのリストは17頁にも及ぶ。

著者によれば、第I部から第V部までは金融政策について順を追って体系的に説明することを目的としており、本書の中では基礎編という位置づけである。これに対して、第VI部は現実の日本経済が過去20年間に直面した金融政策運営上の具体的な問題に焦点を当てており、応用編の位置づけである（1頁）。第V部までは教科書としての性格を考慮し、対立する見解がある場合には論点を明らかにしてバランスを取るように努めているが、第VI部では著者自身の考えを説明することに重点を置いている（3頁）。本稿では、第VI部「応用編」以外の部分を取り扱う。本稿では著者、白川氏の考えを要約することを中心においているので、できるだけ著者の言葉を用いて、説明していく。同様の言葉や説明が多いのは著者自身がそれらの論点を強調していることを示しているのだと考えている。

（1）中央銀行の本質的、根源的機能

第1章は、金融政策の果たす意味や役割を理解するために、金融政策を中央銀行の行う活動全体の中に位置づけようとするものである。今日、中央銀行は（1）銀行券の独占的発行者であり、（2）「最後の貸し手」として機能し、（3）政府の銀行としての機能を持った組織である。（1）、（2）が中央銀行の本質的機能（9頁）であり、中央銀行の根源的な機能は通貨の供給である（11頁）。中央銀行通貨という信用リスクのない通貨を発行することによって、決済サービスの提供（17頁）、最後の貸し手としての、流動性（資金）を供給すること、物価安定を実現すること、金融機関に対する規制・監督、政府の銀行といった様々な役割を果

表 『現代の金融政策－理論と実際－』（2008）の構成

部・章 構成	頁 数	表 数	図 数	Boxの 数
序 章 本書の構成と執筆方針	6	0	0	0
第Ⅰ部 金融政策の目的は何か？	77	14	26	7
第1章 中央銀行の活動の全体像	15	9	3	1
第2章 金融政策の目的	22	0	8	2
第3章 物価上昇率の決定要因	15	1	6	1
第4章 目標とすべき物価安定	25	4	8	3
第Ⅱ部 誰が金融政策を決定するのか？	38	9	4	2
第5章 独立性とアカウンタビリティ	25	6	4	1
第6章 委員会による意思決定	13	3	0	1
第Ⅲ部 金利の誘導とは何か？	70	19	28	3
第7章 金融調節方針とオーバーナイト金利	24	6	11	0
第8章 金融調節の実務	26	10	9	2
第9章 金融政策の効果波及経路	20	3	8	1
第Ⅳ部 金融政策をどのように運営するのか？	80	11	23	5
第10章 経済の現状判断と予測	25	3	9	2
第11章 政策金利の変更	16	3	5	2
第12章 金融政策の説明	19	4	3	0
第13章 マネーサプライの位置づけ	20	1	5	1
第Ⅴ部 適切な金融政策運営には何が必要か？	63	8	13	7
第14章 為替レートに関する制度と政策	18	5	4	1
第15章 金融市場と金融システム	23	0	8	4
第16章 財政運営と金融政策	9	1	0	0
第17章 よりよい金融政策への道	13	2	1	2
第Ⅵ部 近年の金融政策運営を巡る論点	74	13	29	5
第18章 量的金融緩和政策	27	2	12	3
第19章 デフレの危険とゼロ金利制約の評価	22	9	8	1
第20章 資産価格の上昇と金融政策	25	2	9	1
終 章 金融政策運営の課題	5	0	0	0
総 計	413	74	123	29

たしている。

中央銀行は通貨の量をコントロールすることによって通貨価値の安定を図りこれを通じて経済の持続的な発展に貢献する（11頁）。独占的発行権限を持ってい

る中央銀行通貨の供給量を増減することが金融政策と呼ばれ、日本銀行法では、「通貨及び金融の調節」と表現されている。通常、金融政策は、中央銀行通貨の供給量を増減することによって金利をコントロールすることを通じて実行される(20頁)。

中央銀行の本源的機能である中央銀行通貨の供給という金融政策の観点からみると中央銀行の役割は、(1) 通貨あるいはより一般的に金融システムそれ自体が経済活動の不安定化要因になることを防ぐということであり、(2) 物価の安定を実現することである。前者は中央銀行の消極的役割であり後者をその積極的役割ともいえるが、両者に共通していることはともに安定的な通貨や金融システムという「環境」を維持するという点である。金融システムの安定は通常バンキング政策の目的であり、金融政策の目的は物価の安定とされる。

(2) 金融政策の目的

第1章の内容は日本銀行法第1条に関連する部分であったとすると第2章はその第2条に関連する部分である。日本銀行法第2条には金融政策（「通貨及び金融の調節」）の目的は物価安定にあることが明記されている。我々の生活にとって物価安定以外に、雇用や所得の安定と成長も大きな影響を与える。財政政策の実施主体である政府が、物価に比して雇用や所得の動向に関心を抱く傾向があるのに対して、日本銀行は、それらを考慮しないわけではないとしても、「物価安定」を図ることが「国民経済の健全な発展に資する」と記されているように、物価安定が雇用や所得の安定（経済安定）と成長の条件であるという考えに立っていることが分かる。第1章で述べた「安定的貨幣環境」の維持が金融政策の究極の目的とされているのである。

(3) 物価安定が必要な理由

では、なぜ物価安定が必要なのであろうか。白川氏はその理由を「効率性」との「公平性」の観点から整理する。効率性の観点からは、(1) 価格の資源配分機能向上、(2) 将来の物価変動に関する不確実性の低下、(3) 税制や会計ルールが資源配分に与える歪みを小さくすること、の3点を、公平性の観点からは、(4) 資産や所得の意図せざる再配分の回避、という点を挙げる。

しかしながら、

「効率性と公平性のいずれを重視するにせよ、物価安定はそれによって最終的に何を実現しようとしているのかを意識しておかないと、金融政策をめぐる議論は判断基準を失うことになる。例えば、公平性の観点からは、目標物価上昇率は理想的な物価指数でみてゼロが望ましいことになる。他方、効率性の観点からは、最終的に経済活動水準への影響いかんが判断基準となる」
(39頁)

からである。

(4) 中央銀行の苦悩

これまでに指摘してきたように、物価の安定も重要であるが雇用や所得の安定も重要である。金融政策当局にとって悩ましいのは、物価と雇用の動きが異なる場合である。例えば、1974-75年の時のように高インフレーションでかつ不況といった経済、バブル経済の時のように低インフレーションで好況の場合は、物価安定を唯一の目標として金融政策を運営する場合、国民からの金融政策（したがって日本銀行）への信認を失う可能性が高くなる。ここに中央銀行の苦悩が生じるのである。

このような場合、シンプルな答えはないが、以下の2点は意識しておかねばならないと、白川氏は言う。

「第1に、中央銀行が金融政策によって達成できるのは物価の安定であって中長期的な成長率の水準は人口増加率や生産性の伸び等、実物的な要因によって決定され、金融政策によってコントロールできるものではない。第2に、物価上昇率の変動と経済成長率の変動の間にはトレード・オフ関係があるので、金融政策が常に一定の物価上昇率を目指すと、結果的に経済成長率の変動が大きくなりすぎることも意識しておく必要がある」(43頁)。

このような点を意識しながら、どの中央銀行も経済の状況を見ながら弾力的に金融政策を運営できるように法制化がなされている。「金融政策の目的として物価の安定を規定していても、短期的に厳格な物価安定ではなく、中長期的に持続可能な物価安定の実現をめざしているのである」(44頁)。「民間経済主体が『中長期的にみて物価が安定している』という安心感や信頼感を

常に持てるような状態を維持することが重要である」(39頁)。

金融政策の目的が長期的な物価の安定であるとしても、物価の上昇率は何によって決定されるのだろうか。物価の変動の原因が特定化されない限り、物価の変動を除去して物価の安定を達成することはできない。この問題を取り扱うのが第3章である。

(5) 物価変動の決定メカニズム

物価変動の決定メカニズム、特に短期的な物価変動のメカニズムに関しては満足すべき理論はない。物価変動に関するダイナミックスに関する我々の知識は現状では限られている。現実の中央銀行による分析や議論をみると、現在、学界で主流になっている、価格の粘着性を重視した、新ケインジアン経済学に立つフィリップス曲線の理論に影響を受けつつもそれに全面的に依拠するのではなく折衷的なアプローチをとっている(69頁)。

インフレーションについては、しばしば「インフレはいつでもどこでも貨幣的現象である」という「フリードマン命題」が取り上げられる。白川氏によれば、

「これは、今日では、物価変動率の決定要因としてマネーサプライの重要性を示すものとして理解されていない。フリードマン命題の今日的意義は、インフレの決定要因としての金融政策の重要性を正しく指摘した点に求められる」(56頁)。

「フリードマン命題の成立する世界は、価格が伸縮的に変動する経済ないし伸縮的な価格変動が実現するようなタイムスパンを前提としているが、実際には、価格は短期的には伸縮的に変動せず、ある程度の粘着性が存在する」(56-57頁)。さらに

「フリードマンが想定する世界では、物価の変動を規定するのはあくまでも総需要であり、これを大きく左右するのは、金融政策である。この議論によると、相対価格の変化は物価水準の変化をもたらすことはないということになる」(57頁)。

けれども、「現実の経済では、価格変動には粘着性があり、経済全体の総需要の変化がない場合でも価格は変化するのである」(57頁)。それゆえに、「多くの中央銀行が物価上昇率を分析する際には、①需給ギャップ、②予想物価上昇率、③

GDP 1 単位当たりの賃金支払い総額であるユニットレーバー・コスト、④輸入コスト、⑤流通業マージンを考慮している」(49-51頁)。

白川氏は終章において中央銀行が現在直面し今後も取り組んでいかなければならない課題の最初に「物価変動のダイナミズムの理解」を挙げる。

「金融政策を適切に運営するためには物価変動のダイナミックスについての正確な理解が不可欠である。この点ではグローバル化の進展の影響をどのように理解するかは重要なポイントのひとつである。『グローバル化』自体はプロセスにすぎず、いつまでも先進国における物価上昇率の低下要因として期待できるわけではない。物価変動のダイナミックスと物価上昇率の決定要因を正確に理解することは今後とも金融政策にとって重要な課題である」(418頁)。

しかしながら、現実の金融政策運営は、物価変動のダイナミックスの正確な理解がなされるまで待つことはできない。「現実の中央銀行は政策遂行に責任を有する当局者として、マクロ経済や金融政策に関する知識や理論の限界を明確に意識したうえで、最善と判断する決定を行い、これを遂行しなければならない」(iii 頁) からである。

物価変動のダイナミックスに関する正確な知識が欠如している現状において、白川氏は、物価に対する金融政策の影響力についてのバランスのとれた結論を以下の4点にまとめている (59頁)。

- (1) 中央銀行は、金利の変更を通じて需給ギャップの水準を左右し、これによって物価上昇率の影響を与える手段を有している。
- (2) 金融政策の物価に対する影響力は短期的には限られている。なぜなら、価格変動に粘着性があることに加えて、金融政策の効果が物価に波及するまでには「長く、かつ可変的な」、通常1～2年のタイムラグが存在する。
- (3) 経済に加わる供給ショックを考えた場合、中央銀行が短期間のうちに厳格な物価安定を目指すことには経済変動というコストを伴うということも考慮すべきである。
- (4) 物価のダイナミックスにおいて予想物価上昇率が重要な役割を果たす。いったん根付いた予想はゆっくりとしか変化しない。その意味で、10年くらいの単位でみた場合、予想物価上昇率の水準は現実の物価上昇率の違いを説

明するもっとも大きな要因である。

(6) 物価安定とは何%か

金融政策の目的が長期的な物価安定であるとしても、中央銀行が物価安定を達成したかどうかをどのようにして判断するのであろうか。「物価安定」とは物価指数に即して表現すると何%を言うのであろうか。この問題を取り扱うのが第4章である。1%の物価上昇率であっても、それが持続すると70年ほどで物価指数は2倍を超える。2%なら35年で2倍を超える。物価の上昇に応じて名目所得が上昇するならば、実質所得は変わらない。けれども、名目所得の上昇は物価の上昇に比して時間的に遅れ、かつ上昇率は小さい。したがって実質所得は長期的に減少する。しかも長期的に物価が上昇し続けると人々は物価上昇を前提として行動し始める。つまり予想物価上昇率が経済行動の中に組み込まれるので、金融政策運営上新たな問題を抱えることになる。その意味で「どの程度の目標物価上昇率を追求すべきかは、金融政策運営上の重要な論点である」(61頁)。

さらに、どの物価指数を用いるのかも重要になってくる。「物価指数間の上昇率の違いは、物価上昇率の水準が高いときは実際的には大きな問題とならないが、近年のように物価上昇率が低くなってくると、どの物価指数を用いて物価状態を判断するかという問題は現実的にも重要な問題となる」(61頁)。金融政策が物価の安定を目標とする場合の理由は、(1) 効率的な資源配分を容易にするということと(2) 所得・資産分配の意図せざる再配分の回避ということであった。概念的にいうと、(2) は生計費指数で測れるが、(1) は生計費指数に対応したものではない。つまり(1)の場合、

「価格のシグナル機能という側面を重視すると、安定を重視すべき物価は、何らかの意味で『総合的な』物価の安定になる。またニューケインジアン経済学の立場に立つと、物価変動の問題は価格の粘着性に伴う資源配分の歪みに帰着する。その場合、物価安定が必要になるのは粘着性のある財・サービスの価格という結論になる。物価統計に限らず、どの統計についても概念との間に若干の乖離が生じることは避け難い。実践的な観点からは、金融政策の目的に最も適った物価指数を選択するとともに、物価指数の作成方法や性格を十分理解したうえで、選択した物価指数を適切に利用していくという

姿勢で臨むことが重要である」(65頁)。

それでは金融政策運営上、基本となる物価指数はなんであろうか。消費者物価指数である。「金融政策の目的は、物価の安定を通じて究極的に国民の厚生の上を図ることであることを考えれば、国民(消費者)の生活に直接関係する消費者物価指数が最も自然であり、最もわかりやすく身近な物価指数である」(65-66頁)。

金融政策の目的である物価の安定の達成度を測る指数は消費者物価指数であるとして、それでは物価安定の目標となる数字は何%であろうか。具体的数字目標を考えるときには、指数の測定誤差といわゆる「デフレ防止の糊代」という問題を考慮しなければならない。測定誤差の発生原因は①指数計算方法の問題、②調査価格の精度の問題、③ウエイトの問題という3つの要素に還元できる。物価上昇率が低くなってくると、わずかな測定誤差でも金融政策運営上、重要な問題となってくる。消費者物価指数の測定誤差は米国では1.1%、日本では0.9%という数字が報告されている。物価指数については他の統計と同様、一定の約束に従って作成せざるを得ず、そもそも「真の物価上昇率」を精密に測定すること自体が難しいのである(70頁)。

けれども、もし測定誤差のない理想的な物価指数が存在するとして、中央銀行は、何%の物価上昇率を目標とすべきであろうか。この点については、既存の経済理論は決め手となる理論を提供していないが、ニューケインジアン経済学の影響を受けた経済学者は、物価下落と景気後退の悪循環(デフレ・スパイラル)に陥る危険を考慮して(デフレ防止の糊代として)若干プラスの物価上昇率を中央銀行は目標とすべしと主張する(74-76頁)。現状では目標物価上昇率の水準について狭い範囲に特定できるほどの理論的な根拠があるわけではない。けれども物価安定の状態を数字で表現する場合、各国は自国の状況にあわせて工夫しており、各国ともこれまでの経験を踏まえながら、実践的に目標を定めている。日本では、消費者物価指数の前年比上昇率が「0~2%」の範囲を物価安定としている。

第4章は、第7章、第8章、第15章と同じく、「一見すると、『技術的』『実務的』と映る事項」がカバーされている。それは

「しばしば指摘されるように『本質は細部に宿る』ことが多い。技術的な細部にわたる知識や実行という観点を欠いた『政策論』は、時として空虚であ

るという著者の考えによるものである」(5頁)。

このような「細部にわたる知識や実行という観点」をもって「現代の金融政策」を体系的に説明していくところに本書の特徴と意義のひとつがある、と筆者は考えている。

(7) 金融政策の手段の独立性

第Ⅱ部、「誰が金融政策を決定するか？」は、政策委員会、ことにその金融政策決定会合についての説明である。

金融政策は誰が決定するのか。独立した中央銀行である。現在では、ほとんどの国で、過去の金融政策の失敗の経験から、独立した中央銀行が金融政策を決定するという体制に移行している。「中央銀行の独立性」とは「金融政策を決定する権限が中央銀行にあり、中央銀行の決定がそれ以外の主体の判断によって覆ることがない」という意味である(97頁)。「それ以外」とは具体的には主として「政府」である。もちろん中央銀行の独立性というのは、金融政策の目的(goal)ないし具体的な目標(target)の独立性ではなく手段の独立性(instrument independence, operational independence)である。

1998年4月に施行された新日本銀行法では、その第3条第1項に「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」として金融政策の独立性が明記されている。けれども、金融政策の目的は第2条に示されているように「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」と規定されている。この目的は、政府(国会も含む)が与えているのである。金融政策の目標が具体的にどのようなものであるのか、どのような物価指数でみて何%なのかは、法律(政府)は定めていない。それゆえに物価安定は何%の物価上昇率をいうのかという議論が続いているのである。

(8) 時間的不整合性問題と政治的圧力

ではなぜ、中央銀行に独立性を付与するようになったのであろうか。それは、これまでの金融政策に失敗があったからである。

白川氏によれば、金融政策の失敗の原因は二つのタイプに分けられる(94頁)。第一は、短期的な利害と長期的な利害が衝突する結果、短期的な利害が優先され

ることに失敗に原因があるというものである。「動学的非整合性」ないし「時間的非整合性」の問題である。金融政策の失敗を議論する場合、しばしば「政治的圧力」の影響について言及されるが、それは「時間不整合性の問題」と関係するのである。

たとえば、インフレと失業の間に長期的なトレードオフの関係が存在しないことを知っていたとしても、目先の失業率低下を優先する誘惑に駆られて拡張的な金融政策を採用して結果的にインフレ率が上昇する場合が考えられる。金融政策の意思決定に政府が関わる場合、政府は長期的な金融政策の影響よりも短期的な効果を重視する。特に選挙まじかにある場合、まずは有権者の関心（失業問題）に注意を払う。「各国の金融政策の失敗の歴史を振り返ると、そうした政治的圧力がなければ、現実の金融政策の展開は明らかに異なっていたと考えられるケースは多い」（95頁）。この点を考慮して、金融政策を決定する政策委員会のメンバーには政府委員は入っていない。政府は「金融調節事項を議事とする会議」（金融政策決定合会）に出席して、「意見を述べ」、「当該会議において、金融調節事項に関する議案を提出し、又は当該会議で議事とされた金融調節事項についての委員会の議決を次回の金融調節事項を議事とする会議まで延期することを求めることができる」（日本銀行法第19条）。けれども「その求めについての採否」については政策委員会の多数決によって決定される（同条）。このようにして、日本銀行へ金融政策の独立性は法的に守られている。

けれども金融政策は、「物価の安定」を通じて「国民経済の健全な発展に資する」のであって、「国民経済の健全な発展」という、いわば「経済政策の目標」を達成するための手段である。したがって、日本銀行法第4条には「政府との関係」を「日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」と、規定している。政府と日本銀行は「十分な意思疎通を図る」ことによって、「国民経済の健全な発展」を達成すべきものである。ここには、マクロ経済政策としての政府の実施する財政政策と日本銀行の実施する金融政策との間の整合性が問題になるのである。

現在の日本における、財政赤字と国債残高の累増は、金融政策にとって与件で

あると同時に制約ともなるのである。経済成長の鈍化や停滞、失業の増加に直面して、政府が金融政策に対して緩和政策を求める誘惑は大きい。日本銀行の金融政策は銀行間の超短期のコールレートの変更を通じてより長期の金利の変化を促しそれに応じて企業や家計という経済主体の行動の変化を期待するものである。けれども、金融政策によって無担保翌日物のコールレートをゼロ以下に下げられないという絶対的な制約がある（ゼロ金利制約）。この制約のもとで、日本銀行は1990年代のバブル崩壊後の金融政策運営の苦しんできたのである。この点を取り上げているのが本書第VI部である。

(9) 知識の不完全性

金融政策の失敗の原因の第二は、そもそも正しい金融政策に関する知識が不足しているというものである（94頁）。「知識の不完全性」はこの世の出来事のすべてに存在する。それを「失敗」というのが適切かどうかは議論があるところだろうが、白川氏は、「知識不足による失敗」を3つのケースに分けている。

第[1]は、経済学者を含め、そもそも社会全体として正しい金融政策の知識が不足していたために、金融政策の運営に失敗するケース、第[2]は、経済学者は正しい金融政策を認識していたが、中央銀行の知識が不十分であったため、金融政策の運営を誤るケース、第[3]は、中央銀行は正しい金融政策を認識していたが、政府や国民、あるいは経済学者の知識が不完全であるために支持が得られず、金融政策の運営に失敗するケースである。

[1] 社会現象と自然現象

第[1]のケースを失敗というのならすべての「成功」ケースは未来永劫あり得ない。我々が「失敗」とか「成功」を論ずる場合、「現在の知識状況」においてそれを十全に正しく利用したかどうかという基準で考える方が現実的であると思われる。かりに、現在の知識を正しく利用したとしても、目指した結果が得られないことは、「社会現象」において常に存在する。ここに社会現象と自然現象の根本的差異がある。

自然現象は少なくとも「自然は一様である」ということを前提にして、自然界に存在する「法」を発見しようとするものである。もし「自然の一様性」（ない

しその不変性)が前提できないとしたら、多くの自然科学上の発見を有効に利用することはできないものと思われる。しかしながら、社会現象は「こころ」と感情をもった「人間」が織りなす現象である。経済の問題もその社会に生きる(行動する)人間が引き起こすのである。シャーレにおかれたウイルスが電子顕微鏡で人間にみられているからといって恥ずかしがって色を変えるということはない。しかし、人間は他人に見られているということで行動を変えるものである。もちろん、同じ「種」として人間の行動は共通している部分もある。そのような共通の行動様式を発見し法則化していくのが「(経済)理論」である。しかし人間には共通部分と同時に差異がある。ことに人間は自分のおかれた状況に応じて行動を変えるものである。その行動の変更も一定の規則があると考えることができる。現代の経済社会は市場での売買を通じて自分に必要な物財を調達する。調達する財には価格がついているので、人々は「価格」に応じてその行動を変化させる。しかも、その行動変化には一定の規則がある、ということがわかる。だからこそ通常の需給曲線分析が出来るのである。人間の行動(変化)に対する知識は不完全である。したがって、われわれが持っている「現在の知識」を正しく確実に利用したとしても、結果が「失敗」ということはできる。「成功」とはどういう状態をいうのであろうか。「失敗」、「成功」の判断は、人によって異なる。それゆえ、金融政策の実施に関して論争が絶えることはない。このような論争や議論を通じて「正しい」金融政策に近着くことが出来るのだという信念を持つことによって、われわれは金融政策の科学を探究しうるのであると思われる。

白川氏は、本書執筆にあたって配慮したことの一つとして「政策論議の争点明確化」を挙げている。

「本書では内外の数多くの金融政策の事例を取り上げているが、金融政策論議の争点を明確にすることに努め、『後知恵』での批判とならないように心掛けた。単なる『後知恵』の批判だけでは将来に生きてこないからである。政策を実行するということは、経済の先行きも政策の効果も不確実な中でどのようにして最善の決定を下すか、また、どのようにして、政策変更の必要性について国民のサポートを得るかということではないかと思う。そのような観点から、どのような論点を巡って意見が分かれたのか、なぜ失敗したのか、どのような意味で失敗したのかなどの論点を中心に、政策の評価を行う

ように努めた」(6頁)

というのである。白川氏のこの「配慮」が全面に出ているのは第VI部である。

「第V部までは金融政策運営を理解するうえで重要な基礎的な理論と制度を説明するとともに、必要に応じ、現実の事例にも言及したが、対立する見解がある場合には論点が明らかとなるようにバランスをとって説明することに努めた。第VI部では、現実の日本経済やその下での金融政策の経験について、より詳しく検討するとともに、対立する見解がみられる論点についても著者自身の考えを述べることにしたい。もとより、我々の知識は不完全であり、すべての論点に『正解』が得られているわけではない。したがって、以下の3つの章の主たる狙いも、著者の実際の経験に照らし、既存の理論では十分に解明されていない事実や中央銀行の政策当局者が直面した悩みを説明することによって、将来の学問的研究や政策論議のための材料を提供することにある」(344頁)。

第VI部は1980年代後半からのわが国の経済と金融政策の実際を取り扱い、現在の金融政策運営に直接つながる論点をカバーしており、かつ、白川氏自身が政策委員会の議論の現場にいて、さまざまな論争の中心にいたということからも、興味深い部分である。けれども、これは別の論考を必要とする。

[2] 学界と中央銀行の知的交流

正しい金融政策に関する知識不足による金融政策の失敗の第[2]のケースは、「正しい経済理論が政策当局に浸透するまでのタイムラグに起因する失敗である」(94頁)。これは「学界との中央銀行間の知的交流」によって防ぐことのできる失敗といえる。

「適切な金融政策運営を行う上で、経済理論の果たす役割は大きい。その意味で、学界と中央銀行の間の知的交流や協力は重要である。知的交流がもっとも必要とされる分野は、現実の経済に即した実証的な分析である。それに加えて、理論の発展自体に向けて中央銀行と学界が協力することも重要である。中央銀行は学界に比べて現実の経済の変化にいち早く接する立場にあるだけに、自らインハウスの調査研究部門でも基礎的な研究を行うとともに、学界に対しては政策当局者としてはどのような問題に直面しているかを説明

する必要がある。学界では自らの問題意識に加えて、中央銀行ないし実務家の提起する問題意識にも触発されて、新たな研究が始まることが期待される。そのような観点から近年の日本の状況をみると、政策当局者が学者に対して性急に『理論的な答え』を求める傾向を強めるとともに、学者も性急に『理論に基づく政策』を提案する傾向を強めているように見える。しかし、既存の理論からただちに正しい政策的な処方箋が書けるほど、理論が発達しているわけではない。同時に、理論の枠組みなしには、複雑な経済の変化を理解することもできない。その意味で、学界と中央銀行との知的交流は地道に着実に取り組むべきものであり、双方ともそれぞれのおかれた立場や責任、知識の強みと限界を認識したうえで、建設的な議論・対話を重ねていくことが必要である。そうした議論・対話は国内的にも重要であるが、海外の学界との関係でも重要である。現在、経済学の研究の中心地は圧倒的に米国であるが、そのことも反映して、理論自体も米国の現在の経済・市場構造が無意識の前提となっていることも多い。その意味で、政策分析にあたっては理論モデルの選択が重要となるが、このような点に関する議論も含めて、内外の学界と中央銀行との知的交流は重要である」(335－336頁)。

グローバルな世界では、知的交流という点でも実際の金融政策の運営上や実務上の協力においても、海外の中央銀行との交流は欠かせない。この点も白川氏は強調する。

「本書は海外中央銀行の事例に多く言及した。特に米国の連邦準備制度（FRS）と欧州中央銀行（ECB）には多く言及した。必要に応じてエマージング諸国の中央銀行の事例にも触れている。著者が日本銀行勤務時代に海外中央銀行のカウンターパートと話をするたびに感じたことは、『直面している問題の性格や決定にあたっての、問題意識はいかに共通しているか』ということであった。もちろん、具体的な対応の仕方は国によって異なることも多いが、相違がある場合には、その相違を生み出している要因についても考察することが有益である。それぞれの国の統治機構の違いや歴史的な経緯、現在置かれている経済環境の違い等、いくつかの仮説を立てながら、中央銀行制度や金融政策の運営方法のあり方を考えるというアプローチは重要である」(6頁)。

「中央銀行間の協力」については、終章の最後のパラグラフ（したがって本書の最後のパラグラフ）においても次のように述べられている。

「中央銀行間の協力は、比較的早い段階から始まっている。これは、中央銀行は各国にひとつしか存在せず、一国の経済における適切な役割を追求しようとする、同じ課題を有している他の中央銀行との対話や協力が必然的に重要になることを反映している。そうした対話や協力の必要性は経済や金融市場のグローバル化の進展を反映して、今後一層高まっていくと予想される。特に、経済や金融市場の動向についての意見交換・情報交換、中央銀行のバンキング業務についての協力、金融市場の取引や金融機関に対する規制・監督面での基準作成等の分野での協力は重要である。また、そうした協力関係を維持していくうえで、中央銀行の様々なレベルでの相互の人的信頼関係が重要になっていくと考えられる」（422頁）。

[3] 金融教育の重要性

知識の不完全性に起因する金融政策の失敗の第[3]は、中央銀行が認識していた正しい政策が、経済学者をはじめ政府、国民、メディアの理解の欠如によって支持が得られないことによって失敗するケースである。

(a) 経済学者との理解の齟齬は、学会や研究会や印刷物によって埋められうる可能性がある。もちろん中央銀行と学会との理解が容易に埋まらないこともある。そのこと自体はお互いの切磋琢磨によって知識の欠けを埋める方向へのインセンティブが働く。知識は累積的に発展すると同時に論争を通じて発見され、蓄積されていくものである。経済学者との間の意見の違いは「学界と知的交流」という先に述べた方向で次第に狭まれ、金融政策への支持を得ることができるものと期待できる。

(b) 問題は政府の、特に政権党の幹部の金融政策に関する理解が問題となる。議院内閣制を建前にしているわが国の統治機構においては、選挙によって多数の議席を得た政党が政権を担当するということであって、国会（立法府）と内閣（行政府）の権限は選挙によって委任された一党が行使することになっている。内閣は内閣総理大臣の任命する国務大臣で構成される。国務大臣には、当該政党の経験豊かな幹部が任命される。選挙によって国民から委任された政権運営にお

いて国民が関心を持っている、国民が求めていることを実現するための政策の実施による実績が次の選挙において国民がその政党を評価する大きな材料となる。国民の経済生活において最も大きな関心は、失業や景気動向、名目所得や物価の動向である。国民生活に影響を与えるこれらの問題に対して政府は様々な対策をとる。マクロ経済政策としての財政政策は政府が予算を通じて経済に影響を与える政策である。金融政策は独立した中央銀行が決定する政策である。内閣総理大臣をはじめ、内閣を構成する国務大臣において、特に予算を決定することに影響を持つ国務大臣のマクロ経済に関する理解は重要である。たとえば、金融政策は日本銀行法において政策委員会が決定するものと規定されていることを踏まえるならば、政府が日本銀行に具体的な金融政策を指示するような言動は慎まなければならないであろう。国務大臣自身が経済（学）への理解がないとしてもその政策プレーンに経済への理解が行き届くメンバーを加えることによって経済学の知識を利用できるのである。有力な政治家やまして内閣を構成するものの発言は甚間「政治的圧力」といわれる。白川は次のように述べている。

「金融政策の失敗を議論する際に取り上げられることの多い『政治的圧力』の影響については、各国の金融政策の失敗の歴史を振り返ると、そうした政治的圧力がなければ、現実の金融政策の展開は明らかに異なっていたというケースは多い。少なくとも政府首脳が金融引き締めに対して強い反対の意思を明らかにするケースとそうでないケースを比較すると、中央銀行にとって後者のほうが物価安定を目標とした金融政策の運営が行いやすいことは明らかである」（95頁）。

白川氏は日本政府について具体的に言及していない。けれども、米国の事例を挙げている。「1970年代以降の米国の高インフレは最終的に、1979年10月にFRBが採用した『新金融調節方式』と呼ばれる強力な金融引き締め（いわゆるボルカー・ショック）によって徐々に終息に向かっていった」（88頁）。

「これによって実現した物価安定は1990年代以降の持続的な経済成長の基盤を作ったとして、今日では高く評価されている。ボルカー・ショックを振り返ると、いくつかの興味深い事実が観察される。第1は、中央銀行のトップによるリーダーシップの果たす役割の重要性である。第2は、政府サイドの対応の重要性である。ボルカー議長が強力なインフレ抑制策を行えたのは、

インフレが異常な高水準にまで上昇したこと、また、それを背景に（レーガン）大統領の支持があったからという側面も無視できない」（89頁）。

白川氏は、第17章「よりよい金融政策への道」において「現在、多くの中央銀行は金融政策の独立性を法的に与えられているが、現実の運営としても、法律の規定通りに独立性が尊重される慣行が定着することが重要である」（334頁）と指摘する。中央銀行である日本銀行に金融政策の独立性が法的に与えられたのは1998年であるから、日本において「独立性の慣行」が定着していないのは無理からぬことである。しかし、ここにも「金融政策の失敗」を少なくするための努力と工夫を積み重ねていくべき金融政策運営上の重要な課題があるということが出来る。

（c）次は、国民の支持について、である。白川氏は、先にふれた「政治的圧力」が金融政策の失敗に影響を与えることを指摘したうえで、それに続けて次のようにいう。

「そうした『政治的圧力』の背後にある国民の意識についても考える必要がある。金融政策は最終的には国民の生活に大きく影響するものであり、『政治』は最終的には選挙民である国民の声を反映している。この点で、目に見えやすい短期的な動きに比べて金融政策の長期的な帰結はわかりにくい。そのため、長期的な帰結について必ずしも十分に認識されないまま世論が形成されることをどのように防ぐかは、重要な論点である。金融政策について長期的な帰結を十分に認識したうえで世論が形成されるかどうかは重要である」（95－96頁）。

国民が金融政策の短期的影響と長期的帰結を明確に区別するには、何らかの「教育」が必要になる。ここに単なる資金のポートフォリオ技術ではない「金融教育」が必要とされることがはっきりする。白川氏は、第15章「金融市場と金融システム」の最後のパラグラフを「ファイナンシャル・リテラシー」と題して次のように述べている。

「金融政策の運営にあたっては個人の金融知識が必ずしも十分でないことも意識しておく必要がある。個人の金融知識が十分でない場合は、個人がリスクを十分に認識しないまま過大なリスク・テイクを行い、金利が反転上昇した場合に、混乱が生じる可能性がある。そうした観点から、先進国の中央銀

行は近年、金融知識の普及・向上（ファイナンシャル・リテラシー）にも取り組んでいる」（319頁）。

(d) 次は、メディアである。具体的な金融政策運営への国民の支持がなければ、如何に正しい金融政策を日本銀行が提示してもそれを実行することができない。「国民の理解」や「支持」に影響を与える力を持つのは各種のメディアである。たとえば、金融政策決定会合が終了した後、日本銀行総裁による記者会見が行われる。さらには2営業日後には決定会合に提出された資料が、さらには次回決定会合後には前回の「議事要旨」が、10年後には「議事録」が公表される。日本銀行が国民に知らせようとして提示する各種資料や政策委員の講演等を正しく理解して、正確に国民に伝達するという意味で、メディアの経済（学）の知識やその理解力が重要である。今日、国民の世論形成においてメディアの影響力は大きい。その意味では、メディアは今日、「金融や金融政策」の教育の仕事にかかわっているといえよう。

白川氏は、「メディアの報道」に関して第17章で次のように述べている。

「どの国でもメディアは金融政策に関する報道を通して、金融政策に関する世論の形成に影響を与えている。特に、金融政策委員会の終了直後に記者会見を行っている中央銀行についていうと、メディアは中央銀行が国民や内外の市場関係者に対し最初に情報を発信する際の手段であるだけに、その影響は大きい。メディアが金融政策に与える影響という観点からみると、第1の論点は、カバーする金融政策のタイム・ホライズンの違いである。メディア報道のタイム・ホライズンは金融政策のタイム・ホライズンと比べて相当に短い。第2の論点は、メディア報道では次回の金融政策委員会での政策金利の変更があるかどうか、ある場合にはその幅はいくらかという点に関心が集中しがちである。そのようなメディア報道の傾向は中長期的な物価安定を実現していくという中央銀行の金融政策運営姿勢とは適合しないことも多く、どの中央銀行も最適な対応を模索している状態である」（337頁）。

(10) 金融政策の失敗を少なくするための制度設計

金融政策の失敗が（1）長期的な帰結を認識しているにもかかわらず目先の利益を追求するという「時間的非整合性」と、（2）そもそも長期的な帰結自体を正

しく認識していないという「知識の不完全性」に起因して生じるとすれば、これらの問題にいかに対処しうるかを考えて制度設計をしなければならないことになる。(1)と(2)の問題は関連しており実際の失敗の事例では両者の要素が存在しているということを指摘したうえで、白川氏は、次のように言う。

「(時間的非整合性)が失敗の原因であるとすれば、金融政策の運営に関するガバナンス・メカニズムを工夫し、金融政策の運営主体が長期的な観点から金融政策を運営することが可能となるように制度設計をすることが重要となる。一方、(知識の不完全性)が金融政策の失敗の原因であるとすれば、金融政策を運営する組織に専門知識が蓄積されるように制度を設計することが本質的に求められる要件である」(95頁)。

つまり、「適切な金融政策が行われるための制度設計にあたっては、第1に、金融政策は短期的な利害に影響されずに長期的な視点に立ち、責任を持って決定される必要があり」、「第2に金融政策は、専門知識に基づいて決定される必要がある」(96頁)。このような考え方の背景のもとに「中央銀行の独立性」が与えられているのである。つまり金融政策の失敗を少なくするための工夫なのである。したがって、「中央銀行の独立性を支える実体的な条件は、専門知識を不断に蓄積し、それに基づいて的確な判断を下せる能力である」(97頁)。

(11) 学習する組織

しかしながら、白川氏は自らの経験から「知識の不完全性」を思い知らされてきたことを告白する。「実際、金融政策をめぐる過去の経済政策の展開を振り返ってみても、経済のメカニズムに関する人間の知識は限られていることを思い知らされることが多い」(96頁)。この点は実際に金融政策決定会合での議論を聞き、議論のための資料を作成し、金融政策運営の実務の経験をもっている著者の実感であろう。「知識の不完全性」や「経済に関する無知」という著者の実感が本書の底流に流れていることを筆者は感じている。白川氏は次のように言っている。

「現実の中央銀行は政策遂行に責任を有する当局者として、マクロ経済や金融政策に関する知識や理論の限界を明確に意識したうえで、最善と判断する決定を行い、これを遂行しなければならない。このことは『理論と現実とは別物である』とか『理論は役に立たない』ということの意味するものでは決し

てない。理論モデルは複雑な現実を理解するうえで非常に重要であり、そうした志向の枠組みがないと、複雑な経済を理解することはできない」(iii頁)。
けれども

「本書で再三強調するように、現実の金融政策運営に従事すればするほど、我々の自身の知識がいかに不完全であるかを痛感する。その意味で、本書で繰り返し強調しているのは『学習を続ける組織』としての中央銀行の重要性である」(iii頁)。

さらに白川氏は「学習を続ける組織」である中央銀行の「組織文化」の果たす役割の重要性を指摘する。

「中央銀行にとってマクロ経済の予測や政策分析を専門に行うことは組織としてコアの目的を実現する上で不可欠であるため、他の組織に比べて多くの人的資源を調査・研究という仕事に割いている。この点は、主要国中央銀行に共通する特徴であり、それゆえ中央銀行サークル全体として、基礎的・理論的な研究を尊重する組織文化を有し、それが中央銀行間の情報交換・コミュニケーションを円滑にするうえでも重要な役割を果たしている。中央銀行は組織に蓄積されたそのような強みを活かし、専門家集団として能力を最大限発揮することが期待されている。中央銀行の金融政策運営について議論がなされる際には、委員会における金融政策の決定というプロセスに焦点があたることが多いが、適切な金融政策の運営には、委員会での討議、それを支えるスタッフの調査研究、決定された政策を実行するための組織運営等があった初めて、専門家集団としての能力を発揮することが可能になるものである」(331頁)。

白川はこの「組織文化」を担う「人的資本」の確保・維持が「金融政策運営の課題」となっているということも終章で指摘している。

「管理通貨制度の下で、物価の安定、金融システムの安定を最終的に担保するものは人間の判断能力であるが、経済や金融に関する人間の知識は限られており、変化を予測する能力は必ずしも高くない。変化の意味を素早く認識することも難しい。それだけに、通貨のコントロールを行う中央銀行には専門家として常に学習を続けることが求められている。この面では、中央銀行の専門家としての能力を支える『組織』と『人』とは非常に重要であり、さ

らにはリサーチとバンキングを重視する組織文化 (corporate culture) の果たす役割も大きい。金融政策委員会で政策金利を決定するというアクションは、中央銀行にとっては中央銀行という組織に化体された『資本』から生み出される『消費』ともいうべきものであるが、『資本』自体の蓄積も重要である。特に重要な資本は人的資本であるが、パブリックな目的をもった組織で働くことに対するインセンティブをいかにして維持するかは主要国中央銀行に共通する大きな課題となっている」(421頁)。

(12) 中央銀行のアカウンタビリティ

これまで述べてきたように金融政策の失敗という過去の経験から正しい金融政策を実施するための工夫として中央銀行に独立性があたえられた。けれども中央銀行が

「独立した判断に基づいて金融政策を行う以上、アカウンタビリティ (accountability) が求められる。アカウンタビリティを欠いた独立性は無責任な政策運営や独善に陥る危険が多い。その意味で、独立性とアカウンタビリティは対をなす重要な原理である。アカウンタビリティはどの組織についても求められるが、その具体的な形態は組織の目的に応じて異なる」(108頁)。

「中央銀行に金融政策の独立性が与えられるようになったのは、目先の好景気という短期的な利益を追求すると、長期的には物価安定が阻害され経済成長率も低下するという反省に立脚するものである」(108-109頁)。

「その意味で、金融政策の決定に責任を有する当事者は常に歴史の審判を意識しながら、決定するという自己規律が求められる。法的な枠組みの設計という観点からいうと、各国中央銀行は独立性とアカウンタビリティの最適なバランスを実現するように様々な工夫を行っている。現在、多くの中央銀行において、アカウンタビリティの重要な構成要素として、金融政策の意思決定の過程を国民に対して明らかにすることが求められている。中央銀行は、例えば、将来の経済状況をどのように予測したか、どのような根拠に基づいてそのような判断をしたか、金融政策の波及経路についてどのような判断をしたか、さらに、物価安定と景気のためのトレードオフに直面した時に、

どのように優先順位をつけたのかといったことについて、明瞭な言葉で説明しなければならない。したがって、中央銀行にまず何よりも求められることは、その時点で利用可能であった情報に基づき、最善の決定を行うために最大限の努力を行うことである。そのためには、中央銀行以外の主体が中央銀行の行動を検証することができるように、決定過程を明らかにすることが求められる」(109頁)。

「中央銀行が金融政策の決定過程を説明することは、民主主義社会において独立性を与えられた組織の当然の責務であるが、そうした理由に加えて、金融政策の有効性の向上にも貢献する」(110頁)。

日本銀行法第3条第1項で「日本銀行の金融政策の自主性の尊重」が規定され、第2項で「金融政策の意思決定の内容及び過程を明らかにするように努めなければならない」と規定しているように中央銀行の独立性とアカウンタビリティがセットとして規定されているのである。

(13) 政策委員会による決定と金融政策の説明スタイル

本書、第6章では、金融政策を決定する主体としての多くの主要国中央銀行が採っている「委員会制度」についての実際を紹介している。第10章では、金融政策の運営にあたっての大前提である「経済予測」の問題を取り上げている。

「中央銀行が金融政策を運営する上で、経済予測は以下の理由から非常に重要である。第1に、金融政策はその効果が波及するまでにかかなり長いタイムラグが存在するため、先行きの経済状況を見通すことが政策判断の大前提である。第2に、中央銀行は金融政策の運営にあたって独立性を与えられている以上アカウンタビリティが求められるが、その重要な構成要素として、自らの決定する政策判断の根拠をわかりやすく説明する義務を有している」(198頁)

からである。

第12章は、主要国の中央銀行が、金融政策をどのような内容でどのような媒体を使って説明しているかを紹介しながら、日本銀行の「金融政策の説明」のスタイルを明示している。白川氏はここでもアカウンタビリティを強調する。

「金融政策を運営するうえで最も重要なことは適切な決定を行うことである

が、決定の内容や背後にある考え方が正確に伝わらないと、金融政策が本来意図した効果を十分に発揮できなくなるという意味で金融政策の適切な説明は補完的な役割を果たす。また金融政策の有効性という次元とは別に、民主主義社会における独立した中央銀行としてアカウンタビリティーを果たすうえでも、重要である」(239頁)。

(14) 金融政策の効果波及の出発点としての政策金利変更

「先進国の中央銀行では、現在、金融市場調節方針はオーバーナイト金利でないしこれと期間的に非常に近い短期金利に関する誘導目標というかたちで示されるケースが圧倒的に多い。金融政策の効果が経済全体に波及していく際の出発点はオーバーナイト金利である。そのオーバーナイト金利は中央銀行の金融調節によってコントロールされる。その意味では、金融調節目標をオーバーナイト金利とすることは自然な選択である」(146頁)。

「金融調節とは、決定され金融政策の基本的な運営方針を日々の金融市場において実現することである」(126頁)。「金融政策の効果は金融調節によってもたらされるオーバーナイト金利の変化が出発点となって経済全体に波及していく」(176頁)のである。

それではいかにして出発点であるオーバーナイト金利を日本銀行は目標金利水準に誘導しうるのか。この点を理論的に説明するのが第7章であり、実務的・技術的な説明がなされるのが第8章である。

「金融調節は一見すると技術的なテーマであり、マクロ経済学や金融論の教科書でもあまり紙幅は割かれていない。しかし中央銀行が確実に操作できるのは金融調節だけであり、その金融調節の実務を知るとは金融政策を正確に知るうえで不可欠である」(150頁)。

このような金融政策の実務の説明は、日本銀行に長い間勤務し、金融政策の決定や運営の現場にいた者が説明できることがらである。ここに本書の有益性があるものと思われる。

(15) 金融政策の効果波及経路

日本銀行によって目標とされたオーバーナイト金利がいかなる経路を経て経済

全体に波及していくのかという説明が第9章である。

「金融政策は短期金利の変化を出発点として金融市場の価格を変化させ、これが経済を構成する各経済主体の行動に影響を与えることによって効果を発揮する。そのように考えると、金融政策の効果波及経路を規定する要因としては、金融市場の発展の状況や金融機関、金融取引に関する制度が最も重要と考えられる」(192頁)。

金融政策の効果波及経路が、金融市場の発展や金融機関や金融取引の制度に依存するということは、具体的な波及経路が時とともにまた各国の実情によって異なっており今後も変化していくことを示唆する。それゆえ中央銀行はこれらの経済の実情や制度の変化とを絶えずリサーチする必要があるということになる。まさに中央銀行はその設立目的からして「学習する組織」だという白川氏の強調は極めて妥当なものである。白川氏は、終章において、

「第9章では、金融政策の効果波及経路を教科書的にオーソドックスに説明したが、近年は、金融政策が企業や金融機関のリスク・テイク能力（意欲）の変化をもたらすことを通じて、効果を発揮するルートが重要性をましているようにも見える。いずれにせよ、金融市場が変化する下で、金融政策の効果波及経路を的確に認識することは大きな課題である」(419頁)

と指摘している。

(16) 制約されたルールとテラー・ルール

第11章は、政策金利をどのような状況でどのように変更すべきかを説明している。この章では「『ルール』対『裁量』という、金融政策の運営をめぐる古典的論争」が振り返られている(223頁)。いわば金融政策運営をめぐる思想的レベルの問題である。

「不確実性の存在する状況の下で、中央銀行は金融政策をどのように運営すべきであろうか」(223頁)。

「『ルール』対『裁量』という一般的なかたちでの議論は、あまり生産的ではない。第1に、『ルール』の内容を具体的に特定しない限り、ルールと裁量の得失を議論することができない。第2に、『裁量』といっても文字通りの裁量的な金融政策は存在しない」(222頁)。

「現実の経済が常に変化していくことを考えると、機械的な金融政策ルールを設けるということは、当該ルールを書いた後の変化は無視するということを意味する。しかし我々の知識は完全ではなく、将来にわたって書き換えの必要のないルールを発見できているわけではない。その意味でルールではなく、裁量が必要とされる。しかし一方で、中央銀行が無制限に裁量を有することには望ましくない。金融政策の目的は立法手続きを経て定められており、中央銀行はその範囲内で金融政策を運営している。金融政策委員会における政策金利の変更は、物価安定を通じて持続的な経済成長に貢献するという目的を明確に意識したものである。その意味では、毎回の決定自体は裁量的であるが、一連の決定にはルールが備わっている。中央銀行に金融政策の独立性をあたえるという考え方は、経済は常に変化していくことを前提にしたうえで最も望ましい水準に政策金利の水準を調整するという仕事を、中央銀行に委ねるという考え方である。結局、金融政策の運営は『ルール』でも『裁量』でもなく、『制約された裁量』(constrained discretion)という言葉で表現されるべきものである。そして、金融政策を観察すると、『中央銀行の意思決定を支配する行動原理』ともいうべきものが存在する」(224-225頁)。

白川氏は、そのような意味での「金融政策ルール」として、テーラー・ルールを取り上げる(227-233頁)。J.テイラーによって推計された式は、1987年～92年の米国の金融政策を対象にしたものであり、「この時期の米国の金融政策を比較的良好に説明しているが、他の国についても総じて説明力は高い」(227頁)。けれどもこれは、「あくまでも現実の金融政策を描写したものであり、望ましい金融政策を表現したものではない」(228頁)。

(17) 望ましい金融政策運営の3原則

白川氏は「望ましい金融政策の運営の原則」を3つに整理する(234-238頁)。

第1の原則は、「政策金利の変更は物価安定を通じて持続的な成長を実現するという目的に照らして判断されなければならない」ということである。これは金融政策の目標そのものである。

第2の原則は、経済情勢が急激に変化する時以外は、政策金利の変化は徐々に

小幅で行うほうが望ましい。

「金融政策の運営にあたっては、不確実性を十分に意識しなければならない。もし望ましい金利水準が正確に分かっているのであれば、一気に必要な金利の調整を行うことが考えられるが、現実には様々な不確実性が存在する。金融政策の効果が不確実な場合、効果を確認しながら小幅に漸進的に金利を変更するほうが社会的な損失が小さい」（234頁）。

第3の原則は、政策金利の水準は、何らかの『均衡値』を幅を持ったうえで評価することが必要である、ということである。金融政策委員会の

「1回1回の判断としてはそれなりの合理性を持っても、結果として、政策金利の水準が長期的な『均衡値』から乖離してしまう危険もある。その意味では、常に何らかの『均衡値』、ベンチマークを意識して現在の政策金利水準を評価するという思考方法は重要である」（237頁）。

白川氏は、ベンチマークとして、①実質金利と自然利子率ないしその代理変数との比較やGDPのトレンド成長率とオーバーナイト実質金利の比較、②テラー・ルールを挙げる。「これらはいずれも単独で絶対的な決め手になるわけでないが、複数のベンチマークを意識することは重要である」（237頁）。

白川氏の「望ましい金融政策の運営原理」は、長期的な物価安定という目的を実現するために、長期的に基準となる何らかの金利水準等を意識しつつ厳密な水準ではなくある幅を持ったいわば「遊び」を持った金利水準にゆっくりと様子を見ながら小幅に変更していく、という原則（漸進主義）であり、現代の金融政策委員会が従っている原則である。つまり現実の金融政策運営は「望ましい金融政策運営の原則」に従っている、というのが白川氏の見方であるように思える。

（18）マネーサプライの位置づけ

政策金利の変更という形で金融政策を運営している現実の中央銀行にとっては、テラー・ルールは現実の中央銀行の行動にも思考様式にもフィットすることが多かった。しかし、それ以前の学界における議論ではマネーサプライが政策変数として採用されることが多かった（228頁）。マネーサプライについてはどのように考えていったらいいのであろうか。

ボルカーによる1979年の新金融調整方式は金融政策の手段を金利からマネーサ

プライに変更し、マネーサプライの伸び率の大幅な削減、結果としての金利の高騰をもたらした。その結果、長期のインフレーションを終息させ1990年代の高度成長を実現させたことを白川氏は触れている。金融政策の目標を物価安定におくのか経済安定におくのか、それに関連して政策変数としては、金利かマネーサプライか、という論争は「マネタリスト論争」として、学界および政策当局を巻き込んで進んでいった。その先頭に立ったのは、ミルトン・フリードマンである。「マネタリスト論争」を意識してであろう、白川氏は、第13章で「マネーサプライの位置付け」を行う。

「金融政策の分析にあたっては、金利と量とのいずれを出発点とするかで2つの異なるアプローチがある。第1のアプローチは、短期金利を出発点として、これがイールドカーブや各種資産価格、銀行行動の変化をもたらし、そうした変化を通じて経済活動に影響を与えると理解するものである。第2のアプローチは、マネーサプライを出発点として、金融政策の効果を分析するものである。また、このアプローチではマネタリーベースを日々の金融調節の操作変数と捉える事が多い。その場合、マネタリーベースとマネーサプライの間に一定の関係（信用乗数）を想定し、前者の変化が後者の変化をもたらすことを通じて、経済に影響を与えるという経路が想定されている」（258－259頁）。

けれども、

「中央銀行の政策当局者は、マネーサプライが金融政策運営の出発点であるという感覚をほとんど持っていない。中央銀行の政策当局者の感覚は、金融政策の出発点は短期金利であり、その短期金利を動かすために、日々のベースでは中央銀行当座預金の量を調整しているというものである」（259頁）。

「本書は短期金利の多くの変更を出発点として金融政策の運営を説明してきた。そうした説明は現実に中央銀行が金融政策を運営する際の手順に沿ったものである。一方、マクロ経済学や金融論の教科書における金融政策運営の記述をみると、マネーサプライを出発点とした説明が多い」（258頁）。

「このような状況は改善しつつあるが、現在でも学部レベルで使われる教科書はマネーサプライが出発点となった説明が圧倒的に多い。また現実の金融政策をめぐる具体的な論争をみても、マネーサプライやマネタリーベースを

出発点とする議論は多く、これが議論の混乱を招いているように思われる」(260頁)。

「マネーサプライを出発点とした説明は現在でもなお、金融政策をめぐる混乱の一因になっている」(258頁)。「その意味でマネーサプライやマネータリーベースを出発点とするアプローチの適切な位置付けを考えてみることに意味があると思われる」(260頁)。

「現在、多くの中央銀行は短期金利を操作目標として日々の金融政策を実行している。マネタリーベースを目標に金融政策を運営した中央銀行が全くなかったわけではないが、その数は、非常に少ない。また、一時期ではあるがマネタリーベースを目標に金融政策を運営した中央銀行も、結局、これを放棄している」(260頁)。

「マネタリーベース・ターゲティングで前提とされる信用乗数が不安定である」(261頁)し、「短期金利の変化とマネーサプライの伸び率の対応関係も近年は明確でなくなっている」(264頁)。加えて「マネーサプライと経済活動や物価上昇率との関係は不安定化しているが、これは日本だけに限られたことではなく、先進国に共通した現象になっている」(268頁)。

『インフレは貨幣的現象である』という(フリードマン命題)の理解が広がり、金融政策の重要性が高まる一方で、多くの中央銀行においてマネーサプライに対する関心が低下し、その動向に言及されることもほとんどなくなっているというのは興味深い状況である」(272頁)。しかしながら

「物価上昇率が低く金利水準も低い状況の下では、金利の情報価値については限界があることを認識しておく必要がある。金利の変動は経済主体の支出行動に影響を与えるが、民間経済主体の支出行動を規定する金利の動向を知ることは一見するほど容易ではない」(276頁)。

白川氏は、マネーサプライと金融の量的指標は、一つの『情報変数』として位置付け、「マネーサプライの伸びの大きな変化は、経済活動や物価、金融システム面でどのような変化が生じているのか、そして、それらの変化は金融政策に対してどのようなインプリケーションを有しているのかを考えるきっかけを提供し」、「マネーサプライの大きな変化は様々な代替的な仮説を立ててみるトリガーの役割を期待できる」(277頁)という立場に立って、マネーサプライを

「モニターするという姿勢が妥当であると考えている。それと同時に、『マネーサプライ重視』の考えの背後にあった思想、すなわち、金融政策の効果波及メカニズムに関する知識が不完全である以上、中長期的なベンチマークを意識しながら金融政策を判断していくという哲学は重要と考えている。マネーサプライは現状ではそうした役割は担えなくなっているが、実質短期金利とトレンド成長率の関係をチェックすることやテイラー・ルールに基づく金利水準を計算することは、そうした思考様式につながるものである」(277頁)。

(19) 為替レートと金融政策運営

第V部は「金融政策が物価安定を通じた持続的成長の実現という目的を実現するうえで、どのような制度や政策運営が望ましいか」を議論する部分である。

第14章では、為替レートに関する制度を取り上げる。「経済の混乱ないし金融政策運営の失敗の少なからぬケースは、為替レートの関する制度設計や政策運営の失敗と関係している」(280頁) からである。「大きなトレンドとして先進国で為替レート変動制度が採用されるようになったのは、自由な資本移動が行われる下では為替レートの固定という目標を追求しようとする、結局、国内の自立的な金融政策を断念するという大きなコストを払わなければならないことを徐々に学習したことによる」(282頁)。

「金融政策の目的は物価の安定を通じて経済の持続的な成長に貢献することであり、特定の為替レート水準を意識して金融政策を運営することは経済の不安定化をもたらす。どの国でも為替レートの変動を受け入れることに対しては、変動為替レート制度移行から間もない段階では程度の差こそあれ抵抗があり、それが原因となって、金融政策運営に失敗したケースが多い。しかし、そうした一般的傾向と比較しても、日本は自国通貨の為替レート上昇に対する抵抗は強かったように思われる。1973年～74年の大インフレは、円高防止ないし円高による景気悪化の回避を過度に意識した経済政策や金融政策がとられたことによる面が大きい。1980年代後半のバブルについても、円高防止の考え方の影響は無視できない」(287頁)。

「為替レートの変動は物価や景気に影響を与える限りにおいて、金融政策の

運営にあたっても考慮されているが、特定の為替レート水準を意識して金融政策を運営することは結果として経済の不安定化を招くということを各国は徐々に学んできているといえよう」(288頁)。

それゆえ、

「近年では先進国で為替介入が行われるのはまれである。米国では為替市場介入は1990年半ば以降減少し、2000年を最後に為替市場介入は行われていない」(283頁)。

「日本は為替市場介入という点では先進国の中で例外的な国に属し、比較的最近に至るまで(2003年)、為替介入が大規模かつ頻繁に行われた」(284頁)。為替介入については、自由な国際資本移動が行われる下では、独自の金融政策を追求しながら、為替レートの固定を実現することはできない。その意味で、特定の為替レート水準の維持を目的とした為替市場介入は行うべきではない」。たとえ介入を行わざるを得ないときにあっても、「為替市場介入は金融政策運営の基本方針と整合的なものである必要がある」(297頁)。

(20) システミック・リスクと金融政策

14章までは「基本的に金融市場が正常に機能している状態を前提としての金融政策の説明であった」(298頁)が第15章は「金融市場が突然正常に機能しなくなった」、「金融危機、システミック・リスク、システミック・イベント」といわれる事態について取り上げる。

「そうした事態が起きると、本来は経済発展を支える通貨や金融システム、金融市場といった存在それ自体が経済混乱の源泉となってしまう。中央銀行の役割は物価の安定と金融システムの安定の実現であり、金融政策の目的は、物価の安定であると一般的には整理されるが、実際には物価の安定と金融システムの安定との関係は複雑である。また、金融政策も金融システムの安定を目的とする政策も、中央銀行が用いる手段は中央銀行通貨(流動性)の供給である。その意味で、中央銀行の政策を実行する際には、物価の安定と金融システムの安定、金融政策と金融政策以外の中央銀行の政策(バンキング政策)の相互依存関係を十分に考慮する必要がある。本章では、そのような相互依存関係を意識しながら、システミック・リスクおよびそれへの中央銀

行の対応について説明する」(298頁)。

システミック・リスクという事態をどのようにして防ぐかは第20章で取り上げられる。そうして終章「金融政策運営の課題」が来るのである。

(21) 財政政策と金融政策

第16章では、財政運営と金融政策、政府の財政政策と日本銀行の金融政策との関係について取り扱われる。

「金融政策の目的は物価の安定を通じて持続的な経済成長の実現に貢献することであるが、物価の安定は中央銀行の金融政策運営だけで実現できるものではない。財政破綻からハイパーインフレーションが生じた歴史的事例が示すように、国の財政制度や財政運営は時として、物価を含め一国の経済動向に大きな影響を与える。それだけに、金融政策運営の観点からも、財政に関する制度設計や政策運営は重要である。財政の制度や財政政策の運営がインフレを防ぐうえで重要な与件であることは多くの人が直感的に理解しているが、そのことを示す具体例は、ドイツのハイパーインフレーションの経験である。ドイツのハイパーインフレの直接の原因は国債の中央銀行引き受けによる過大な通貨の発行であったが、それをもたらしたのはドイツの深刻な財政状況であった」(321頁)。

「インフレの原因は直接的・形式的には通貨の過大な発行という金融政策上の要因として整理することは可能であるが、より根源的な原因は持続不可能なドイツの財政状態にあったというべきであろう」(322頁)。

「ドイツの経験が示すように、管理通貨制度のもとでは、財政の制度・レギュームのあり方は物価安定を支える根源的な要因として非常に重要である。財政赤字が巨額で将来にわたって財政バランスの均衡を回復することが難しい場合には、結局は中央銀行の国債引き受けに依存しようとする力がはたらきがちとなり、中長期的な物価安定の達成は難しくなる。その意味で、政府が長期的に財政バランスを維持する意思と能力を有しているか、さらに、そうした政府の財政バランス維持の方針を国民が支持するかどうかは、物価安定を支える根源的な要因である」(332－333頁)。

「物価の安定を実現するためには、中央銀行に金融政策の独立性を与えるだ

けでなく、政府の財政行動が金融政策を左右し、物価上昇率を決定する状況（フィスカル・ドミナンス）に陥らないための制度設計が不可欠である。物価の安定を実現するうえで、長期的にみて維持可能な財政バランスを実現することは重要である」（325頁）。

「財政政策は3つの面で経済活動に影響を与える。第1に、総需要を変化させることによって、景気や物価に影響を与える。第2に、財政支出の構成を変化させることを通じて、資源配分に影響を与える。第3に、財政支出の構成や税制を変化させることを通じて、所得分配に影響を与える。財政政策が金融政策と直接的な関連が深いのは、第1の総需要を変化させる場面である。財政政策と金融政策の関係は、20年ほど前まではマクロ経済学において活発に議論されたテーマであったが、今日では、財政政策は景気安定化のために裁量的に用いることは適当ではないという考え方が支配的になっている。ただし、今日でも財政が『自動安定化装置』としての役割を果たすことについては重要と考えられている」（326頁）。

「財政政策は、『自動安定化装置』としての役割を別にとすると、基本的に景気安定化政策としての役割はないというのが支配的な考え方である」（327頁）。「財政政策の役割は基本的には資源配分ないし所得分配に関わる政策であり、景気安定化政策としての役割は金融政策に委ねられている。このような考え方は先進国ではかなり定着してきている」（328頁）。「日本では、現在でもなお、景気安定化政策を、財政政策と金融政策とで分け合うという思考様式」がとられることが多い。しかし「こうした思考様式は経済の不安定化を招きやすい。中央銀行は金融政策を運営する際、政府支出の動向も考慮したうえで、先行きの景気や物価を予測している」（328頁）。

「金融政策と財政政策の関係では、金融緩和を続けることによって、国債の利払い負担の軽減を図る必要があると議論されることがある。しかし、長期金利の水準は実質金利、予想物価上昇率、リスク・プレミアムの3つの要素に規定される。政策金利である短期金利を低位に維持することが長期国債金利の低位安定につながるわけではない。長期国債の安定的な金利形成を図るためには、金融政策が物価安定の下での持続的成長を目標に運営されるとともに、そうした金融政策運営の姿勢に対する信認が維持されていることが最

も重要である」(329頁)。

マクロ経済政策として金融政策は重要である。財政政策も重要である。金融政策は万能ではない。金融政策でなしうることでできないことがある。財政政策も万能ではない。財政政策にできることでできないことがある。金融政策も財政政策もそれぞれの役割と限界をわきまえながらマクロ経済の健全な発展を図ることが我々にとって利益なのである。それゆえにこそ、我々は金融政策のできることとできないことを理論的にも実際に則しても理解することが必要なのである。この点は財政政策にも言えることである。

(22) “stable monetary background” の提供

「中央銀行の仕事は物価の安定と金融システムの安定を通じて経済の持続的な成長の基盤を整えることである。中央銀行の2つの仕事のうち、金融政策とは主として前者にかかわる政策であり、本書でバンキング政策と呼んだ政策は後者に関わる政策である。前者と後者は密接に関連しており、両者の境界は明確ではない。また、無理に明確化することに意味があるわけではない。近年におけるバブルの経験が示すように、物価の安定と金融システムの安定との関係は複雑である。金融政策が金融システムにも大きな影響を与えることがある一方、バンキング政策がマクロ経済の姿を大きく左右することもある。金融政策の運営にあたっては、中央銀行に期待されている究極の目的が安定的な金融環境を整えることを忘れてはならない」(420頁)。終章「金融政策運営の課題」の一節である。

我々はここで、第1章の一節を思い起こす。

「金融政策との関係を意識すると、中央銀行の役割は2つに大別される。第1の役割は、通貨あるいはより一般的に金融システムそれ自体が経済活動の不安定化要因になることを防ぐことである」(20頁)。

「第2は物価の安定を実現することである。いずれの役割も安定的な通貨や金融システムという『環境』を提供するという点で共通している。フリードマンは、上述の2つの役割とともに『金融政策』と呼び、共通する目的を“stable monetary background”の提供と表現している。もっとも、今日では『金融政策』という言葉は後者の役割を指す場合に用いられることが

多く、通常は前者は金融政策とは呼ばれていない。本書では必要に応じバンキング政策という言葉を使うことにする。バンキング政策の目的は金融システムの安定であり、金融政策の目的は物価の安定である。それぞれの政策において中心的手段は、金融政策では金利の変更であり、バンキング政策では流動性（中央銀行当座預金）の総量や配分調整である。しかし、両方の政策ははっきりと分かれているわけではなく密接に関連している。中央銀行の政策の目的である物価の安定と金融システムの関係も複雑である。いずれにせよ、中央銀行の役割はフリードマンに言う“stable monetary background”を提供することを通じて経済の持続的な成長の実現に貢献することである（21－22頁）。

3. 今後の課題

我々は、これまで、白川方明著『現代の金融政策—理論と実際—』の内容を著者自身の言葉で要約してきた。とり扱われている論題は、金融政策を論じる場合、考慮されなければならないであろう問題を網羅している、と思われる。それぞれの論題についてさらに言われるべき事柄が存在するのであろうがそれは別の論考の主題である。

白川氏は本書においてしばしばミルトン・フリードマンの考えについて触れている。白川氏がシカゴ大学におけるフリードマンの最後の学生の学生であるということをして、現在の金融政策の理論においても実際においてもフリードマンの影響は無視しえない。フリードマンの考えを一つの「ベンチマーク」にして日本銀行の金融政策運営を検討することは筆者に課せられた今後の課題でもある。