

中央銀行の目的と金融政策の目標

Purposes of Central Banks and the Monetary Policy Targets

春井久志

The historical analysis of central banks has been elucidated that there were roughly three purposes for establishing a central bank: (1) stability of the value of the currency, (2) stability of the financial system, and (3) financial assistance to a government. It is of considerable importance to note that the monetary (macro) functions of central banks were largely grafted onto the supervisory (micro) functions, and not the reverse. The targets of monetary policy have also changed in accordance with the vicissitudes of the monetary system: from management of gold reserves, to exchange rate parity, to monetary aggregates and to inflation targeting. The changes in the managements of monetary policy have reflected the changes in the prevailing economic thoughts or theories of the time: from the classical quantity theory of money to Keynesian economics, to monetarism, and now to new Keynesian economics.

Hisashi Harui

JEL : E12, E52, E58, E61

キーワード：中央銀行のマクロ的・ミクロ的目的、金融政策の目標の変遷、効果波及経路、「マネー・ビュー」と「クレジット・ビュー」

Keywords : macro-/micro-purposes of central banks, targets of monetary policy, transmission mechanism, 'money view' and 'credit view'

I 中央銀行の目的

1. イングランド銀行：政府の銀行から貨幣管理へ

金融政策は一般に、各国の中央銀行が自国経済の安定化や金融システムの安定化・健全性を確保することを目的に行なう政策の全体を意味する。これを広義の金融政策と呼ぶことがある。しかし国によっては、金融規制・監督

の分野に責任を負う政府機関が、中央銀行とともに、金融政策の一翼を担っている場合もある¹⁾。この一般的な金融政策の定義のうち、金融システムの安定性や健全性を確保するための種々の政策をプルーデンス政策 (prudential policy) と呼ぶ。一般的な経済政策の一環として、財政政策や為替レート政策などともに遂行される経済安定化のための金融政策を狭義の金融政策と呼ぶことがある。

主要な中央銀行のうち、連合王国 (もしくはイギリス) の中央銀行であるイングランド銀行は、そのホームページによれば、300 年以上前の 1694 年に設立され、1946 年に国有化され、そして 1997 年に独立性を獲得した²⁾。現在、同行は物価安定、すなわち貨幣の安定性 (monetary stability) と金融システムの安定性 (financial stability) を維持し、向上させることを通してイギリス経済の健全性に寄与することをその任務としている。

イングランド銀行の役割や機能は、その 300 年の歴史の中で進展し、変化してきた。その創立以来、政府のための銀行、「政府の銀行」³⁾ であったし、また 18 世紀後半以降はもっと広範に、銀行システムのための銀行、「銀行の銀行」であった。現在のイングランド銀行は、その顧客に対して銀行サービスを提供するだけでなく、連合王国の金外貨準備を管理している。

イングランド銀行は 2 つの中核的な目的を有している。すなわち物価の安定もしくは通貨価値の安定 (monetary stability) と金融秩序の維持あるいは金融システムの安定 (financial stability) である。一般国民にとって見れば、イングランド銀行に対して、同行が発行するイングランド銀行券 (中央銀行券) を通してもっとも親しみを覚えてきた。しかしもっと最近においては、その金利決定機能についてももっとも明確な認識を持っている、とされる。同行がイングランド地方およびウェールズ地方における銀行券発行の独占権を獲得したの

1) Goodhart and Schoenmaker (1995).

2) <http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/default.aspx>

3) すでに述べたように、イングランド銀行は国債を購入し、市場で流通させることを目的にした銀行を設立する国王の勅許状を付与された民間の投資家たちのグループによって創設された。イングランド銀行の設立は、その当時の急速に拡大する金融市場の基礎の形成を促進した深く、流動性の高い国債市場の確立に寄与した。Dickson (1969) 参照。

は 20 世紀初め以降である。しかも、連合王国における政策金利である「バンクレート」を決定する法律上の責任と権限を獲得したのは 1997 年以降が初めてであった。この政策金利の決定はイングランド銀行の金融政策委員会によって行なわれている。同委員会は、イギリス経済の一般的なインフレーション目標を達成するのに必要な水準に利子率を設定する。なお、このインフレーション目標は、毎年、大蔵大臣が決定することになっており、イングランド銀行はそうのように決定されたインフレーション目標を達成することを目標にして金融市場での調節を行なう。言い換えれば、イングランド銀行は銀行やその他の金融機関へ資金を貸し出す際の利子率を設定する。したがって、イングランド銀行は金融市場や金融機関と密接な取引関係を保持している。この密接なコンタクトを通して、イングランド銀行は金融秩序の維持機能や銀行統計の照合や公表など、中央銀行としての種々の役割を果たしている。

現代の各国中央銀行は、イングランド銀行の事例にほぼ近いような目的を達成するようにその中央銀行業務を遂行している。もちろん、個々の中央銀行はその設立の歴史的背景の違いを反映し、イングランド銀行と異なる発展を遂げ、今日に至っている。1913 年に設立されたアメリカ合衆国の連邦準備制度 (Fed) は、物価の安定のみならず、雇用の最大化を 2 つの任務 (dual mandate) として法的な責任を付与されている (1946 年雇用法および 1978 年完全雇用および均衡成長法)。他方、1998 年設立の欧州中央銀行 (ECB) は、もっぱら物価の安定をその主要な任務としており、金融システムの安定は各国の規制監督当局が担っているのが現在である。これらの中央銀行に共通していることは、設立の当初から、中央銀行としての機能を果たすことを目的に設計され、設立された点である。もっとも、2008 年の「リーマン・ショック」を契機とする世界金融・経済危機を受けて、アメリカやイギリス、そして欧州連合においても、金融機関の規制・監督システムの抜本的な見直しが進行中である。

現代の中央銀行の歴史的分析⁴⁾ によってすでに解明されたように、中央銀行の設立目的は大きく 3 つに分けることができる。すなわち、第 1 は通貨価

4) 春井久志 (2012a) 参照。

値の安定、第 2 は金融システムの安定、および第 3 は政府への財政的支援である。一般に、この第 3 の目的は平時には副次的な位置におかれるため、中央銀行の目的としての重要性は低下し、また近年強調されている「政府からの独立性」の観点から、「財政赤字のマネタイゼーション」が問題視されることがある。その結果、平時には、前 2 つの目的が相対的に重視される。

19 世紀から 20 世紀への転換期に設立された中央銀行は当初から、営利目的の商業銀行と競合しない、非利潤最大化的金融機関であった。ドイツ帝国銀行（創立、1875 年）や日本銀行（同、1882 年）、スイス国立銀行（同、1905 年）、連邦準備制度（同、1913 年）等が代表的である。これらの中央銀行は金融機関の規制や金融システムの安定の役割をその目的とするものが多かった。スイス国立銀行やドイツ帝国銀行が、個別銀行の健全性規制という「ミクロ的機能」にはあまり深く関与しなかったことは興味深い⁵⁾。これらの中央銀行は銀行に対する規制権限を与えられたが、監督機能を独立した政府機関に委ねた。他方、自主規制がより非公式に提供された国では、ミクロ的貨幣管理の機能は自然に中央銀行によって採用された。

マネタリー・コンディションの管理などの貨幣管理 (monetary management) のマクロ的機能と個別の金融機関の健全性規制 (プルーデンス政策) というミクロ的機能のうち、前者のマクロ的機能は、特に 1914 年以前においては、金属本位制度の維持や金融システムの安定性・健全性と経済全体の健全性の 2 つを調和させることを追求した。しかし 20 世紀入り、種々の政治・経済的要因により第一次世界大戦後、金本位制度が崩壊し、さらに第二次大戦後に成立したブレトンウッズ体制 (調整可能な釘付け為替レート制度) も 1970 年代初めに崩壊した中、金融システムの健全性 (プルーデンス政策) は再び中央銀行の最大の関心事の 1 つとなった。

ただ留意しておくべき点は、中央銀行の「貨幣管理」機能は「監督機能」に接木されたのであり、その逆ではないことである⁶⁾。

5) 「政府のための銀行」として設立された初期の民間銀行が政府財政の支援をその目的としていたのとは対照的に、20 世紀初めに中央銀行設立の第二波となったスイス国立銀行や連邦準備制度は金本位制度のルールを遵守し、国内の金利の変動を平準化することを目的していたからである。Bordo and James (2007) と Meltzer (2003) 参照。

6) Goodhart (1989), pp. 6-8.

2. 貨幣制度の維持・安定：「銀行の銀行」とブルーデンス政策

イングランド銀行以外の、初期のヨーロッパの中央銀行の多くは、商業銀行業務を中心として、その他の商業銀行と競合していた。そのため、これら民間の銀行から発展した中央銀行は、競合相手の商業銀行を規制・監督する機能は当初から考慮されていなかった。ドイツやスイス、イタリアの各中央銀行は、日本銀行の場合と同様、混乱した紙幣発行制度を統合し、集中化して紙幣発行を管理することや金属準備を保全することなどを主な目的としていた。

「政府の銀行」として政治的権限を得て銀行券の発行を独占したり、金属準備の集中保有を行なうようになった初期の中央銀行は、次第に、商業手形や政府証券などの短期証券を割り引く形で金融市場に流動性を供給する能力を発揮するようになった。これらの中央銀行は、その流動性供給能力を基礎に、商業銀行間の取引決済尻を各商業銀行が中央銀行に預けている当座預金である「中央銀行預金」の振替えによって清算する「決済システム」を提供するようになった。この流動性供給機能を基にして、金融危機時には流動性不足に陥った個別の銀行に緊急流動性を供給するという「最後の貸し手」機能を次第に発揮するようになった。すなわち、「銀行の銀行」⁷⁾としての機能の確立である。

発券の集中や決済システムの提供、最後の貸し手などの諸機能を通して、これらの中央銀行は次第に貨幣管理の技術を身につけていった⁸⁾。このような貨幣管理技術の修得や熟達⁸⁾が、今日の中央銀行が行なう金融政策や金融市場のコントロールによるマネタリー・コンディション管理の「マクロ的機能」、さら

7) その後、イングランド銀行はその他の商業銀行から預金を受け入れる、「銀行のための銀行」へと進化、発展していった。多額の金準備の保有や銀行券発行の独占の特権が、最終的に、19世紀後半に生じたいくつかの銀行危機時に取引先であり、競争相手であった商業銀行に流動性を供給する「最後の貸し手」として機能する中核的な銀行へと変化させた。

8) イングランド銀行は、その他の金融機関が発行した商業手形や大蔵省証券などの短期証券を割り引くことによって金融市場に流動性を供給した。これらの短期証券を担保にしてイングランド銀行が貸し出す時の金利が後に、「パンクレート」と呼ばれるようになった。この金利を変更することによって、イングランド銀行はイギリス経済の信用状態に影響を及ぼした。それだけでなく、パンクレートの変更によって、イングランド銀行はロンドンのシティを中心にした国際金融市場において、短期資金の国際資本移動をコントロールすることによってその他世界の信用状態にも影響力を及ぼすようになった。Sayers (1957) 参照。

には個別銀行の健全性管理などの「ミクロ的機能」としてのプルーデンス政策をも担当するような現代的な中央銀行へと次第に発展していったことは、上で考察したとおりである。

しかしながら、以上のような中央銀行の「マクロ的機能」は、その運営方式、すなわち中央銀行の自由裁量に基づいて運営するのか、あるいはあるルールに従って運営するのが貨幣管理の成功にとって望ましいのかという金融政策の運営方式をめぐる絶えざる論争があることも周知の事実である。他方、「ミクロ的機能」の最後の貸し手機能は、個別の銀行にとって一種の「保険」の役割を果たし、銀行経営者のモラルハザードを必然的に生じるというリスクを伴う。このリスクを軽減するために、イギリスでは預金保険制度として小口預金者を保護するための「共同保険 (co-insurance)」が考案され、実施されていた。しかし 2007 年のノーザン・ロック銀行の破綻により、これら 2 つのセーフティーネットの有効性に対して疑問が投げかけられた。

Revell (1975) によると、このモラルハザードの懸念が、中央銀行を銀行システムの規制・監督に巻き込むことになった、と言う⁹⁾。しかしながら、最後の貸し手機能のゆえに中央銀行がプルーデンス政策に関与せざるを得なくなっているとも考えられるが、その機能を中央銀行に集中させるのか、あるいは中央銀行以外の複数の監督機関に委ねるのか、といった制度選択の問題が残されている。アメリカの「ドッド・フランク法」に基づく「ボルカー・ルール」、イギリスでは独立委員会報告書の基づく「リング・フェンス方式」、さらにはユーロ圏の「銀行同盟」方式など、この問題がいま盛んに検討されつつある。

以上から明らかのように、中央銀行の目的は、「政府の銀行」から次第に「銀行の銀行」へと発展し、現代では、一国経済全体の健全性を維持しつつ経済発展を志向するために、マクロ的な貨幣管理機能とミクロ的なプルーデンス政策と共に果たす方向へと進展しつつある、と言えよう。

9) Revell (1975), p. 127.

II 金融政策の目標

1. 金融政策目標の変遷

上で見たように、中央銀行の目的自体が時間の経過と共に変化していったが、これに伴ってマクロ的な貨幣管理を運営するための政策である金融政策が目指す目標自体も変化していった。

(1) 貨幣制度目標：金準備の維持

1914年以前のイギリスのように、金本位制度を採用していた国では、金本位制度の安定的な維持が最優先され、国内経済は二次的な重要性しか認められなかった。金本位制度は、「金平価」、すなわち金の法定価格での金兌換の自由と金の輸出入の自由をその存立要件としており、一国の金準備の維持が金融政策の目標とされたと言えよう。また、国際的な経済取引が活発化する国際化時代には、金準備を安定的に維持するために、市場金利の制御や誘導が必要不可欠となった。中央銀行は種々の金融政策手段を考案して、金融市場を支配する力を獲得しようとするようになった。

20世紀前半の戦間期には、金の兌換性よりも国内物価水準の安定や国内経済の安定が優先されるようになった。これに応じて、貨幣制度 (monetary regime) も金本位制度から紙幣本位制度 (fiat money system) あるいは管理通貨制度へと転換していった。この転換は第二次世界大戦後も継続された。

(2) 為替レート目標：為替平価の維持

20世紀に入り、相次ぐ2つの世界大戦とその戦間期に経験した「世界的大不況」を経て、第二次世界大戦後、固定為替レート制度の一種である「調整可能な釘付け為替レート制度」、いわゆる「ドル本位制度」を中核とする「ブレトンウッズ体制」が1944年のIMFの協定で成立した。この制度は金1オンス=35米ドルの「金平価」に基づいて、各国がその為替平価を対米ドルで上下各1パーセントの範囲内におさまるように自国為替レートを管理する固定為替レート制度であった。たとえば、日本の場合には、1米ドル=360円がわ

が国の「為替平価」と設定された。そのために、各国の中央銀行はこの為替平価を維持する義務を課せられた。この結果、いわゆる「国際金融のトリレンマ (impossible trinity)」の拘束を受け、中央銀行は為替平価を維持することが金融政策の目標として最優先せざるを得なくなった。

(3) 貨幣集計量目標

金本位制度のような貨幣制度を採用している場合、銀行券等の貨幣供給量には金準備の大きさがその上限を画するという制約が存在していた。国内貨幣量を弾力的に供給することは、基本的には、不可能であった。イギリスでは、1844 年のピール銀行法がイングランド銀行の保有する金準備の大きさによって銀行券の発行量を規制する厳格な制度、すなわち「保証準備直接制限制度」を採用しており、1914 年の第一次世界大戦の勃発に伴う金融危機の際にも、イングランド銀行券の弾力的な発行ができず、やむを得ず、大蔵省が「カレンシーノート」と呼ばれた政府紙幣 (額面は 1 ポンドと 10 シリングの小額面紙幣) を緊急に大量発行することによって、貨幣供給量を弾力的に増加させるという便法を取らざるを得なくされた。

しかし各国が金本位制度を離脱した、第二次世界大戦後のブレトンウッズ体制下では、金準備による制約が無くなった「管理通貨制度」が一般化したため、貨幣供給量を制約する要件が大幅に緩和された。特に、国際通貨ドルを国内通貨として使用するアメリカ合衆国は、国際通貨制度における「 $n + 1$ 番目の国」であり、ベトナム戦争を遂行するためにインフレーション政策を取り、それがアメリカの国際収支の赤字を拡大させた。この国際収支の赤字を金融するために、自国通貨である米ドルを無制限に発行し、これが国際流動性として世界中に供給された。アメリカの金準備保有高とアメリカ国外に累積した米ドル、特に世界の金融当局が保有する短期のドル建て負債との関係で、いわゆる「流動性ディレンマ」が生じた。国際取引の拡大に伴う取引通貨としての米ドルを供給する形で、国際流動性を潤沢に供給すると、他方で米ドルの価値、特に金に対する価値が低下するという米ドルの信認が低下して、金融当局による米ドルの金兌換請求が増大したからである。

特に、ベトナム戦争の激化に伴うアメリカの国際収支赤字の増大を背景にして、多量の米ドルが世界中に供給されたため、金兌換請求も急増し、アメリカが保有する金準備は大きく減少した。これを阻止する目的で、1971年には米ドルの金兌換の停止がアメリカ政府によって宣言された。これがいわゆる「ニクソン・ショック」であり、この結果、第二次大戦後の世界秩序の根幹であった「ドル本位制度」、すなわち「ブレトンウッズ体制」が崩壊した。1973年には主要国が固定為替レート制度を放棄し、いわゆる変動為替レート制度の時代が始まった。

アメリカでは、金兌換の制約からの解放とその当時の中央銀行の信奉していた「フィリップス曲線」¹⁰⁾が失業とインフレーションとのトレードオフ関係と組み合わせられて、インフレーションを犠牲にしても完全雇用を達成することが政策目的として優先された。

この結果、国際流動性の過大な供給とドルの実質価値の低下により、石油輸出国機構（OPEC）は1970年代に2度も原油価格の大幅な引上げを強行した。いわゆる「石油ショック」の発生である。この石油価格の暴騰を受けて、世界経済は深刻な景気後退に陥り、インフレーションと景気後退が並存する「スタグフレーション」が発生した。主要国の消費者物価指数は対前年比で二桁を突破し、世界経済が大混乱に陥った。

(4) インフレーション目標：物価安定

中央銀行は、伝統的に、総需要や物価水準、産出高に影響を与えるメカニズムとして金利の変更を金融政策の中核的な運営方式としてきた。1950年代のアメリカでは、マネタリストが貨幣数量説を復活させたが、この説は金融政策の運営方式として貨幣供給量を「中間目標」として利用することを仮定していた¹¹⁾。貨幣数量説は、一方の貨幣供給量の増加と、他方の名目所得と物価水準との間に安定的な関係が存在していることを前提として成立する。Brunner and Meltzer（1993）によれば、連邦準備制度理事会とその他の中央銀行は金

10) Phillips (1958).

11) Friedman (1960).

利操作に専念したことによって景気循環を悪化させ、しかも名目金利と実質金利とを識別することができなかつたために、1970 年代の「グレート・インフレーション」を引き起こした。

1970 年代までに、主要な中央銀行は金融政策の運営方式として、貨幣集計量目標を採用していた。しかしながら、1970 年代のグレート・インフレーションの発生とその後に続いたデスインフレーションおよび金融革新の進展の結果、インフレーションの不確実性をいっそう悪化させた。この結果、貨幣需要関数の予測可能性を大きく低下させた¹²⁾。この貨幣需要関数の不安定化は、中央銀行が貨幣増加率の目標を達成することを困難にした。それに加えて、この困難はどの種類の貨幣集計量を金融政策運営上の目標とするのが最適なのかをめぐる問題をも生み出した¹³⁾。最終的には、主要な中央銀行は、1980 年代後半までに、貨幣集計量目標を放棄して、金利操作を中心にした金融政策の運営方式に回帰していった。

しかしながら、現在では、金融政策の運営方式を「インフレ目標」に据える中央銀行が徐々に増加してきている。これは、政策目標とするインフレーション率を設定し、このインフレーション率を達成すること可能にする金利水準に政策金利を誘導する方式である。これは、現在の主要な中央銀行が物価安定を最優先目標とするマネタリストからその教訓を学んだこと、また名目金利と実質金利との差異を $I \cdot \text{フィッシャー}$ ¹⁴⁾ から学んだ、と見ることができると。現在の金融政策の運営は、金本位制度の時代の文献である $K \cdot \text{ウィクセル}$ (Wicksell, 1898) から、自然利子率と貸出利子率との区別を学んだ¹⁵⁾。ウィクセルによれば、中央銀行はその貸出金利 (バンクレート) を自然利子率 (すなわち、資本の実質利子率) に調整する必要がある。たとえば、もし中央銀行がバンクレートを自然利子率よりもかなり低い水準に設定すると、インフレーションが生じる。このインフレーションは金本位制度の下では金の対外流出と

12) Laidler (1980).

13) Goodhart (1984).

14) Fischer, I. [1922] (1965).

15) Woodford (2003).

なり、その結果、金準備を回復するために、バンクレートを引き上げるような市場の圧力を生み出す。

現在の中央銀行の多くは低水準のインフレーションの達成、すなわち物価の安定を最優先の政策目標としているが、これは「テイラー・ルール」に基づいて金融政策を運営しているとみなすことができる。すなわち、「テイラー・ルール」¹⁶⁾では、インフレーション目標からのインフレーション予想値の乖離と潜在成長率と実際の経済成功率との乖離の関数として、自然利子率に対して政策金利としての名目金利を設定しているからである。

2. 金融政策目標と「グッドハートの法則」

グッドハートの法則 (Goodhart's law) は、社会指標あるいは経済指標、またはその他の代理変数が、ひとたび社会政策あるいは経済政策を遂行する目的のための目標に設定されたならば、その指標は本来果たすことが期待されていた指標としての役割を果たすべき情報としての内容、その価値を喪失してしまう、と言うものである。この法則は、その提唱者であるチャールズ・グッドハートの名前にちなんで命名された。

この法則は、当初、1975年に最初に提唱されたが、その後、広義および狭義の貨幣集計量の目標に基づいて金融政策を運営したマーガレット・サッチャー政権の下のイギリス政府によって試みられたという文脈でその評判を高めた、と言われている。しかし、実際には、この法則はそれよりももっと古い歴史を有している。グッドハートの法則に極めて類似した考え方としては、「キャンベルの法則」や「ルーカス批判」などがある¹⁷⁾。グッドハートの法則は、合理的期待仮説のような経済学説に潜在的に含まれていると言える。この法則は公共政策に対する「市場の反応」という点では極めてオリジナリティが高いが、それだけに留まらず、この法則は何らかの組織体、特に政策担当の当局などが政策目標を設定する場合における極めて意義深いインプリケーションを提供していると言えよう。

16) Taylor (1999).

17) Cambell (1976) and Lucas (1976).

さらに興味深いことに、グッドハートの法則は、M・サッチャーの後継者であるジョン・メイジャー政権の下で、1992 年後半以降、イギリス経済が経験した景気回復の安定性に触れて、その成果が「逆グッドハートの法則」のおかげであったと指摘している。すなわち、もし政府の経済政策に対する信認が十分に損なわれたならば、その政策目標は重視されることが無くなり、皮肉にも、その結果として経済指標は経済政策遂行上の指針としての信頼性を再び取り戻す。

3. 金融政策の運営方式と経済理論¹⁸⁾

すでに考察したことから明らかなように、現代の中央銀行の多くは物価の安定、もしくは通貨価値の安定を最優先の金融政策の目標としている。第二次世界大戦後に日本が経験したハイパー・インフレーションの下では、貨幣保有者がその財産価値を一挙に失ってしまった反面、実物資産の保有者が巨万の富を獲得するといった混乱した事態が発生した。また、1990 年代以降の日本では、不況が長期化してデフレーションが継続している。「バブル経済」崩壊後、20 年近くも低迷を続けている日本経済の潜在成長率を高め、失業を解消することが日本銀行の金融政策の目的として重視されるようになり、最近では「デフレーションからの脱却」が喫緊の政策課題とみなされるようになってきた。

1930 年代の世界的大不況を経験した第二次世界大戦後の主要国では、金融政策の目標として経済成長（潜在成長率の実現）や雇用の増加（完全雇用の達成）を強く意識するようになった。アメリカの連邦準備制度は、1913 年の連邦準備法によって設立されたが、同法は以下の 2 つのことを遂行するように連邦準備銀行に求めている。すなわち、(1)「最後の貸し手として機能し、銀行界が数年ごとに経験していたパニックを軽減するように努めること」と(2)「金本位制度を運営するうえで、金利やマクロ経済の他の変数の激しい振れを避けるために金本位制 [の機能] を鈍ぶらせること¹⁹⁾」であった。しかしこの連邦準備法は、金融政策の目標に優先順位をつけてはいない。「FRB [連邦準

18) 以下の記述は、黒田 (2011) に負うところが大きい。

19) 小谷野 (2012)、29-30 ページ。

備制度理事会] および連邦公開市場委員会は雇用の極大化、物価の安定、適度な長期金利という目標を有効に促進するために、経済の長期的な潜在成長率に見合った通貨および信用の総量に関する長期的な増加を確保しなければならない」(連邦準備法 第2条 A)、と規定している。欧州中央銀行の場合と異なり、物価の安定は、雇用や経済成長と並列に扱われており、決して最優先目標とはされていないのが、アメリカの連邦準備制度の特徴である²⁰⁾。日本においても、昭和30年代から40年代前半にかけての高度経済成長期には、金利をできるだけ低く抑制して企業の設備投資を促進し、それによって輸出製品の価格競争力を高めようとする設備投資・輸出主導型の経済成長政策が採られ、日本銀行はそうした政府の経済政策に沿う形で金融政策を運営していた²¹⁾。

(1) 古典派の貨幣数量説

一般に、中央銀行がコントロールするとみなされる貨幣供給量とインフレーションとの間には、密接な関係があると考えられてきた。たとえば、貨幣がすべての財やサービスの取引手段として用いられる世界、すなわちすべての貨幣がJ・M・ケインズの取引動機にのみ基づいて需要される世界では、財・サービスの取引数量にそれぞれの価格を乗じただけの取引金額が一定の貨幣量によって支払われることになる。従って、このような単純化された世界では、貨幣供給量が2倍に増えれば、物価も2倍になる。逆に、貨幣供給量が2分の1に減れば、物価も2分の1に低下する。これが単純な貨幣数量説が成立する場合である。日本が経験した過去のインフレーションの場合においても、それらのいずれもが貨幣供給量の膨張(すなわち、インフレーション)を伴っていた。もちろん、金融の自由化やグローバル化のために、貨幣需要関数の安定性を仮定することが現実性を低下させている現代においては、貨幣供給量の変動を解釈する際には、長期的かつ動学的な視点が必要とされると考えられる。

20) 小谷野(2004)、47-48ページ。

21) この高度経済成長期には、預貯金金利を初めとした各種の金利を市場金利の実勢以下に維持する「人為的低金利政策」が推進された。黒田(2011)、129ページ。

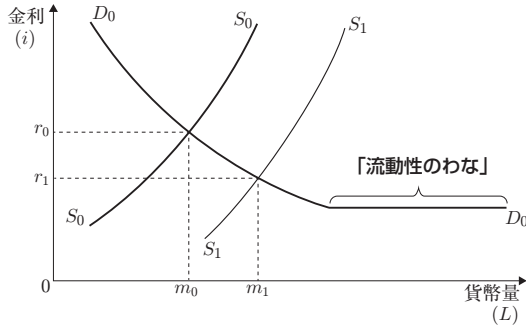
(2) ケインズ派経済学

経済成長や完全雇用の達成を目的とした金融政策の理論的な背景として、ケインズ派経済学 (Keynesian economics) の世界的な隆盛が存在した。「不況の経済学」と称されたケインズ経済学に源を発するケインズ派経済学は、国内総生産が完全雇用に対応した水準を大幅に下回り、デフレーション・ギャップが生じた場合には、それを何とかして解消し、経済の安定性を回復させることを主眼としていた。デフレーションは、工場設備の遊休化や非自発的失業の増加など、資源配分を非効率化するという問題を伴う。また、デフレーションは企業や家計の負債の実質価値を大きくして、負債の返済負担を重くし、銀行などの不良債権問題を引き起こして、金融システムを不安定化させかねない、という問題を孕んでいる。

ケインズ派経済学者 [ケインジアン] によれば、完全雇用均衡の達成を目指す金融政策は、以下のような効果波及経路を通して实体经济に影響を与えている。中央銀行が金融緩和政策によって貨幣供給量を増やすと、金利の低下 (あるいは、同じことであるが、債券価格の上昇) が生じる。ケインズの貨幣需要動機は、①取引動機 (所得の増加関数)、②予備的動機 (所得の増加関数)、③投機的動機 (金利の減少関数) の 3 つに基づいている。これらの 3 つの動機に基づく貨幣需要は、いずれも金利と密接な関係にある。図 1 から明らかなように、貨幣需要曲線 D_0D_0 は金利が低下すると需要量が増加し、金利が上昇すると需要量が減少する、右下がりの曲線で示すことができる。金利が低下すると、利子を生まない貨幣を保有することの「機会費用」が低下するため、人びとは取引動機や予備的動機に基づく貨幣保有を増やそうとする。他方、価格が上昇した債券は将来値下がりする危険があるため、債券を必要なくなり、人びとは投機的動機に基づいて貨幣保有を増加させるからである。図 1 において、右上がりの貨幣の供給曲線 SS を描き、それを右シフト ($SS_0 \rightarrow SS_1$) させるような金融緩和政策をとれば、貨幣の需給の均衡を回復させるように、金利は r_0 から r_1 へと低下する。これがケインズの「流動性選好理論」に基づく金利の決定メカニズムである。

この金利低下は企業の設備投資や家計の住宅投資などを活発化させる。企業

図1 貨幣（流動性）に対する需要と供給



は、設備投資を実行したことから得られると期待される予想利潤の現在価値とその設備投資に必要なとされる金利コストを比較考量して、新しい設備投資を実行するかどうかの意思決定を行なう。

「資本の限界効率」、すなわち投資の将来収益率が不変の場合、金利の低下は実行するべきと判断される新しい投資の可能性を拡大する。企業の設備投資が増加すれば、それに見合って企業の生産や雇用が増加し、家計の所得も増加する。このような良好な循環的なプロセスが働けば、次第に完全雇用均衡が達成されることになる。

ケインズ自身が認めているように、中央銀行が貨幣供給量を増加させても、経済に「流動性のわな」が存在する時には、このような生産と雇用が共に増加する良好な景気循環のプロセスは作用しない。すなわち、第1に、金利の変化に対して貨幣需要がまったく増加しないケース、すなわち貨幣需要が金利に対して無限に弾力的な場合である（図1参照）。市場金利が極めて低く（債券価格は逆に高騰）になると、人びとは先行きの債券価格の下落（金利の上昇）を予想して債券の購入を手控えるようになり、それ以上いくら貨幣供給量を増加させても金利はそれ以上まったく低下しなくなるからである。第2には、設備投資需要の金利弾力性がゼロの場合である。深刻な不況期には、企業は景気の先行きに対してきわめて悲観的予想を立てるために、いくら金利が低下しても、新しい投資の期待収益率（ケインズの用語では「資本の限界効率」）が高まる

ことは期待できないので、企業の設備投資意欲がまったく盛り上がらない状態が生じることがある。ケインズは 1930 年代の世界的大不況の経験から上記のようなケースの発生を示唆したが、1990 年代後半以降の日本経済においても、それとほぼ類似した状況が発生している可能性が高いと考えられる。

(3) マネタリストと合理的期待形成学派

ケインズ派経済学者やポスト・ケインジアンは、第二次大戦後の欧米諸国において主流派経済学の地位を占めていたが、前述の通り 1960 年代半ば以降、特にベトナム戦争による経常収支赤字の拡大を受けて、アメリカでもインフレーションが昂進した。シカゴ大学の M・フリードマンが率いるマネタリズム (monetarism) が次第にその影響力を増してきた。このマネタリストたちの主張によれば、中央銀行による貨幣供給量の増加が長期にわたって継続された場合、物価と賃金の比例的な上昇をもたらす、失業率の低下や実質経済成長率の上昇には繋がらない、とケインズ派経済学者やポスト・ケインジアンたちを批判した。マネタリストたちは、労働市場に注目して、労働市場では常に均衡へ向かう力が働き続けると仮定した。すなわち、競争的な労働市場では、一定の求人数を上回る求職者数が生じると実質賃金が低下し、逆に、求人数が求職者数を上回れば実質賃金が上昇して、いずれの場合も労働市場の需給のギャップを縮小するような調整メカニズムが働くはずであると仮定した。この仮定に立てば、実際に労働市場で失業が観察された場合、その失業は求職中の労働者にとってもっとも望ましい職を探すために必要な失業であり、あるいは企業が求める労働者の質や種類が実際の求職者のそれらと合致しない形での「労働需給のミスマッチ」によって生じていると考えられる。この種類の失業は競争的な労働市場においても必然的に生じ、自然に発生するやむを得ない失業とみなされた。このため、この種の失業は「自然失業率 (natural rate of unemployment)」と呼ばれるようになった。マネタリストたちのこのような考え方によれば、金融政策によって実際の失業率をこの自然失業率以下の水準に引下げようとする、物価と名目賃金のスパイラル的な上昇を招くことになり、その一方で、実質 GDP はこの自然失業率に見合った水準に決定されてし

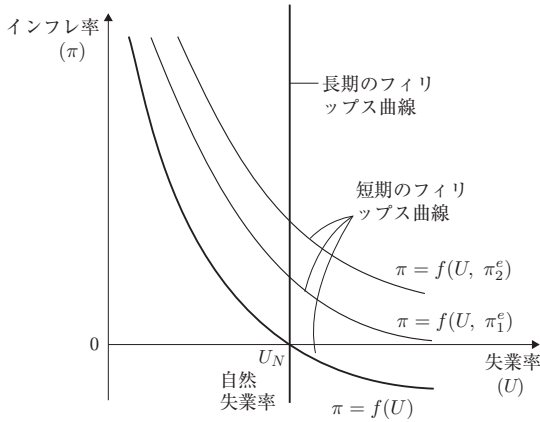
まい、期待に反して、実質経済成長率は上昇しない。その結果、中央銀行による貨幣供給量の増加は、長期的に見ると単に物価の比例的な上昇と名目 GDP の増加を招くのみで、人びとの生活水準の向上をもたらす実質 GDP の増加には繋がらないことになる。

このマネタリストたちの主張を一段と強化した理論が 1970 年代以降に出現した。それは同じシカゴ大学の R・ルーカスを中心とした合理的期待形成学派 (rational expectations school) と呼ばれた経済学者たちの主張であり、一時期、アメリカ経済学界を席卷した、と言われている。この考え方によれば、人びとは中央銀行の金融政策がもたらす政策効果を事前に予測し、その予測に基づいてみずからの経済活動を決定するので、中央銀行による貨幣供給量の増加はインフレーション率の上昇とそれに比例した名目賃金の引き上げをもたらすのみであり、雇用量や実質 GDP は短期的にさえ増加しない、と主張した。仮に中央銀行の貨幣供給量の増加が雇用量や実質 GDP の増加をもたらすとすれば、そのような貨幣供給量の増加が人びとにとって予想外のショックとして生じた場合のみである、というのが合理的期待形成学派の主張だからである。この主張は、あたかも貨幣供給量が生産高や雇用水準に影響を与えることがない、と主張する古典派の貨幣数量説の理論を復活させた、という意味で「新しい古典派 (new classicals)」と呼ばれている。

以上で考察した 3 つの経済理論である、ケインズ派経済学、マネタリズム、合理的期待形成学派の考え方をインフレーション率と失業率との間のトレードオフ関係を示すフィリップス曲線で示したのが図 2 である。

ケインズ派経済学は、インフレーション率 (π) の上昇をある程度許容すれば、失業率 (u) の低下を達成できると考えるので、フィリップス曲線は右下がりの曲線で描くことができる、と考える。これに対してマネタリストたちの考え方では、このフィリップス曲線の位置そのものが「期待インフレーション率 (あるいは期待インフレ率)」(π^e) に依存していることを指摘した。たとえば、当初期待インフレ率が 0% の状態から出発して、期待インフレ率が π_1^e 、 π_2^e と上昇するに連れて、フィリップス曲線の位置も上方にシフトして行くので、失業率を低下させようとして、インフレーション率を上昇させると、それに応

図 2 フィリップス曲線の形状



じて期待インフレ率自体も高まり、その結果として、当初の失業率を低下させるために必要とされたインフレーション率そのものが以前よりもはるかに高くなってしまふことになる。

逆に、中央銀行が金融政策の引締めによって貨幣供給量を減少させて、期待インフレ率の低下に成功したとすれば、インフレーション率と失業率との間のトレードオフ関係を利用して、最適と考えられる両者の組み合わせを追求する政策を実施することが可能となる。しかしながら、実際に中央銀行がそのような形の金融緩和政策によって貨幣供給量を増加させると、期待インフレ率が再び上昇して、結果的には、金融緩和政策の実施以前と同じ失業率と以前より高いインフレーション率との組み合わせという「非最適解」がもたらされることになる。このような事例の発生を「動学的不整合性」あるいは「時間的不整合性」の問題と呼ぶことがある。

図 2 に描かれている垂直の直線はマネタリストたちが主張する「長期のフィリップス曲線」である。この長期のフィリップス曲線は自然失業率 (u_N) のところで垂直に描かれているが、これは短期的にはフィリップス曲線は右下がりになることを認めるものの、長期的には、失業率を下げようとして貨幣供給量を増加させても、インフレーション率の上昇を招くのみであり、失業率や実

質 GDP は自然失業率に見合った水準に決定され、不変に留まる、との主張である。さらに、合理的期待形成学派の考えによれば、短期的にも、基本的にはフィリップス曲線は自然失業率のところで垂直になる、と主張することになる。

(4) 「新しいケインジアン」

上述のマネタリストや合理的期待形成学派からの厳しい批判を受けたケインズ学派の経済学者たちは、企業や家計が合理的に行動することを前提にして、ミクロ経済学的基礎の上に立った金融政策の考え方を新しく構築した。これが「新しいケインジアン」あるいは「ニューケインジアン」と呼ばれる経済学者たちであり、その考え方は *IS-MP* 分析と呼ばれている。

新しいケインジアンたちは、企業が将来の価格予想に基づいて利潤最大化行動を取るという意味において合理的な行動を仮定する。ただし、この企業は合理的期待形成学派の想定した完全競争の下ではなく、独占的競争の下における企業行動を想定している。つまり、企業は差別化された財・サービスを生産するが、その生産物価格を引上げれば売上げが減少し、逆に、価格を引下げれば売上げが増加する状況に置かれている。この状況では、生産量や雇用量が変化し、生産費が変化しても、生産物価格を直ちに変更することができない。そこで、各企業はそれぞれ異なるタイミングで生産物価格を変更することになる。このような企業の合理的行動を仮定すれば、やはりマクロ物価指数の粘着性、あるいは右下がりのフィリップス曲線が導出されることになる。

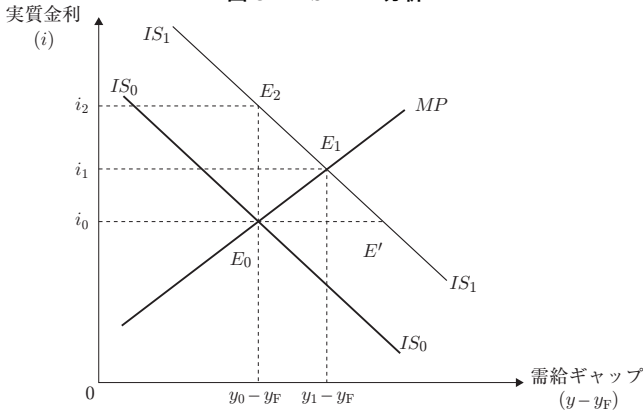
右下がりのフィリップス曲線は、下記の (1) 式のように、期待インフレーション率 (π^e) を介した需給ギャップ ($y - y_F$) とインフレーション率 (π) の関係に置き換えることができる。

$$\pi = f(y - y_F) + \pi^e \quad (1)$$

この (1) 式において、正 (負) の需給ギャップが生じれば、インフレーション率の上昇 (低下) が起こる。また、今期のインフレーション率は期待インフレーション率から同一方向への影響を受けると考える。

このような仮定の下で、中央銀行が物価や景気状況 (すなわち、需給ギャッ

図 3 IS-MP 分析



プ) の状態に応じて政策金利を操作するような一定の金融政策ルールを採用すると仮定する。いわゆる「テイラー・ルール」²²⁾ である。中央銀行は、政策金利の誘導目標の水準 (r_T) を実際のインフレーション率 (π) と目標インフレーション率 (π^e) の乖離、および実質 GDP で計測された需給ギャップ ($y - y_F$) に応じて、以下の (2) 式のように調整する。なお、 i_N は、均衡実質金利であり、 α と β はそれぞれの係数である。

$$r_T = i_N + \pi + \alpha(\pi - \pi_T) + \beta(y - y_F) \quad (2)$$

テーラーは、連邦準備制度が 1987-92 年の期間に行なった政策金利 (FF レート) の実際の操作を過去に遡って分析すれば、 $i_N=2\%$ 、 $\pi_T=2\%$ 、 $\alpha=0.5$ 、 $\beta=0.5$ で説明できると主張した。たとえば、 $\pi=3\%$ 、 $y - y_F=2\%$ と仮定すれば、FF レートの操作目標水準は、下記の計算式にしたがって求めることができる、と言う。すなわち、

$$r_T = 2\% + 3\% + 0.5(3\% - 2\%) + 0.5 \times 2\% = 6.5\% \text{ である。}$$

言い換えれば、金融政策によって需給ギャップを縮小してインフレーション率をその目標インフレーション率に近づけるためには、実際のインフレーション

22) Taylor (1999).

率の変動幅以上に名目金利を変更することが必要とされる。その理由は、名目金利＝実質金利＋インフレーション率の「フィッシャーの公式」が成立しているからである。また、上記の仮定の下で、仮にインフレーション率がさらに1%上昇して、4%になったとした場合、 FF レートをさらに1.5%引上げて、8%に設定することが必要となることを意味する。

上記の(1)式に(2)式を加えることによって、図3に示した MP 曲線を描くことができる。この右上がりの MP 曲線は、もし何らかの理由で需給ギャップが拡大（すなわち、インフレ・ギャップが拡大）すれば、インフレーション率が上昇するため、それに対応して中央銀行は実質金利を引き上げる必要があることを意味している。また、逆に、需給ギャップが縮小（すなわち、デフレ・ギャップが拡大）すれば、インフレーション率が低下するため、それに対応して中央銀行は実質金利を引き下げる必要があることを意味している。

図3の IS 曲線は、通常の $IS-LM$ 分析における IS 曲線と同じように、財・サービス市場の需給均衡を示している。ただし、J・ヒックスの IS 曲線が名目 GDP と名目金利との関係を示しているのに対して、「新しいケインジアン」の MD 曲線は実質 GDP と実質金利との関係を示していることに留意する必要がある。さらに、完全雇用 GDP (y_F) を所与として、需給ギャップと実質金利との関係に置き換えた形での IS 曲線になっていることにも留意する必要がある。それを示したのが、下記の(3)式である。

$$y - y_F = f(i) \quad (3)$$

以上のように、「新しいケインジアン」の考え方では、企業の合理的行動は実質金利の上昇（低下）によって実質投資が減少（増加）すること、また家計の合理的行動は実質金利の上昇（低下）によって実質消費が減少（増加）することを意味している。つまり、実質金利の上昇（低下）は実質 GDP を減少（増加）させ、需給ギャップを縮小（拡大）させるので、右下がりの IS 曲線が導かれることになる。

図3で示されているように、 IS 曲線と MP 曲線との交点 E_0 でマクロ経済を均衡させる実質金利 i_0 と需給ギャップ ($y_0 - y_F$) が得られる。そこで、財

政支出や輸出などの増加による需要ショックが発生した場合の政策的対応を図 3 で考えよう。実質金利が i_0 のまま不変であれば、需要増加による IS 曲線の右シフトにより、 E' において需給ギャップの拡大とインフレーション率の上昇が生じる。このインフレーション率の上昇に対応して、中央銀行は MP 曲線に沿って実質金利を i_1 まで引き上げることによって均衡点は E_1 に移動する。このことにより、 E' と比べて需給ギャップの増加とインフレーション率の上昇を幾分かは抑制することができる。さらに、中央銀行が実質金利の誘導目標水準自体を引上げて MP 曲線を上方にシフトさせれば、均衡点は E_2 に移動して、 E_0 との対比において需給ギャップを不変に、またインフレーション率を不変に留めることが可能となる。

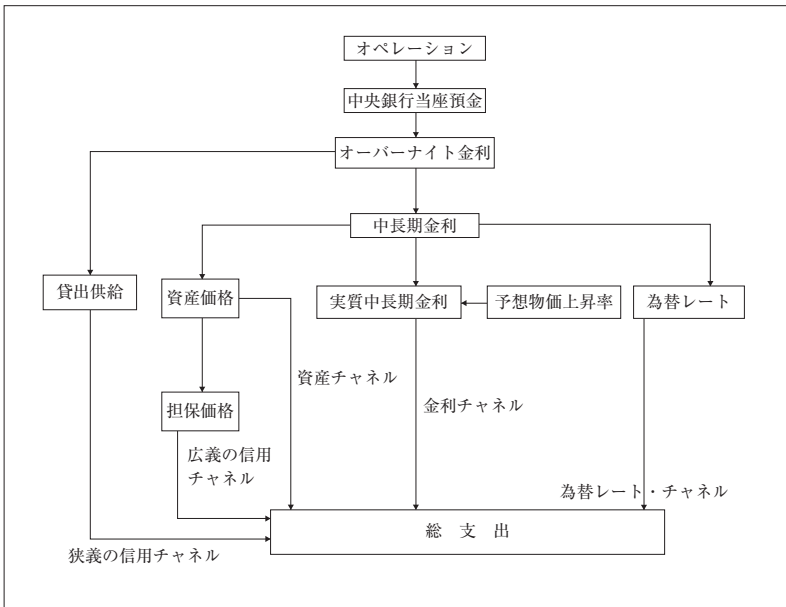
通常の IS-LM 分析では、中央銀行の金融政策がマネーサプライ（貨幣供給量）のコントロールという、いささか現実離れした形で実施されると仮定していた。これに対して、以上で要約した「新しいケインジアン」の考え方における IS-MP 分析では、中央銀行の金融政策が操作目標としての政策金利を変更する金利コントロールとして捉えることができるようになった。これにより、中央銀行が実施する現実の金融政策を分析する手法として、より現実像に近い形で金融政策の運営の枠組みが成立したと考えることができる。

III 金融政策の効果波及経路

1. 金融政策の効果波及経路

一般に、金融政策は短期金融市場の金利をコントロールすることによって、経済活動に影響を及ぼし、最終目標である物価の安定などを達成する政策であると考えられている。金融政策が短期金利（オーバーナイト金利）の誘導によって経済活動に影響を及ぼすルートを金融政策の効果波及経路 (transmission mechanism) と呼ぶ。この経路はそのルート別に、①金利チャンネル、②信用チャンネル、③資産（価格）チャンネル、④為替レート・チャンネルの 4 つに分類される (図 4 参照)。

図 4 金融政策の効果波及経路の概念図



出所：白川（2008）、180 ページ。

(1) 金利チャネル

中央銀行が金融引締め政策を実施して市場金利を高めに誘導して金利水準が上昇した場合、企業や家計は資金調達のコスト（銀行借入れ金利や住宅ローン金利）が上昇することになる。このため予定していた投資計画の採算悪化が予想されるために、企業は設備投資や在庫投資を抑制するようになる。家計においても、住宅投資を先延ばしする傾向が生じる。このように金利水準の変化が企業や家計などの民間部門の支出に直接的な影響を及ぼす効果を「ケインズ効果」と呼ぶことがある。

(2) 信用チャネル

金融政策が引締められると、市場金利が上昇し、先行きの景気の悪化が見込まれるので「貸倒れ比率」の上昇が予想され、金融機関は貸出を抑制することに

なる。金融機関は企業経営の悪化の予想から、貸出の審査基準を従来よりも厳しくするので、業績が低調な企業への貸出は抑制されるので、民間支出を抑制する効果をもたらす。これを「信用のアベイラビリティ効果」と呼ぶ。

(3) 資産（価格）チャネル

資産（価格）チャネルは、金融政策の変更が株価や地価などの資産価格を変化させて民間支出に影響する経路である。保有する資産の価格が上昇すれば、それを保有者が富の増大とみなす場合には、支出を拡大させることがある。逆に、資産価格が下落する場合には、その資産の保有者は支出を削減することがある。前者を「資産効果」と呼び、後者を「逆資産効果」と呼ぶ。たとえば、金融が引き締められて市場金利が上昇すると、一般に資産価格は下落する。この結果、逆資産効果が働き、企業や個人の支出は抑制され、景気の下押し圧力となることがある。

(4) 為替レート・チャネル

この経路は、金融政策の変更が自国通貨の為替レートを変化させて、輸出入や国際資本移動等に影響し、景気を左右する効果である。たとえば、自国の金利が上昇し、その他の条件が不変であれば、金利の高くなった国の通貨で資産運用したほうが有利となるため、金利が高くなった通貨に対する需要が高まり、その通貨の為替レートが増価することになる。たとえば、日本銀行が金融を引き締めれば、日本と海外との金利格差が拡大し、為替レートは円高に振れることになる。一般に、円高は輸出の減少と輸入の増加をもたらすため、貿易収支の悪化を通じて、景気を下押しする悪影響を及ぼす。

2. 「マネー・ビュー」と「クレジット・ビュー」

金融政策の効果波及経路には 4 つのチャネルがあることについては大方の合意があると考えられる。しかしながら、その内のどのチャネルがもっとも大きな影響力を実体経済に与えるのかについては、意見が分かれている。それでも、①金利チャネルと②信用チャネルが、③資産（価格）チャネルや④為替

レート・チャネルよりも大きな影響を与えると見られていると言える。そうであれば、次に、金利チャネルと信用チャネルのどちらがより大きな影響力を及ぼすのかについても、意見の一致が見られていないのが現状である。

(1)「マネー・ビュー」は、金利の変化による民間支出への影響力のほうが、信用チャネルよりも大きいとする考え方である。マネーサプライや金利の変化による「ケインズ効果」を重視する立場である。

(2)「クレジット・ビュー」は、これに対して、金融機関の貸出（クレジット）の変化が民間支出に与える影響のほうが、「ケインズ効果」よりも大きいとする考え方である。地価の上昇が担保価値の増加を通して、金融機関の貸出態度に作用し、民間支出などの経済実体に影響を与える効果を重視する見方も有力となってきている²³⁾。

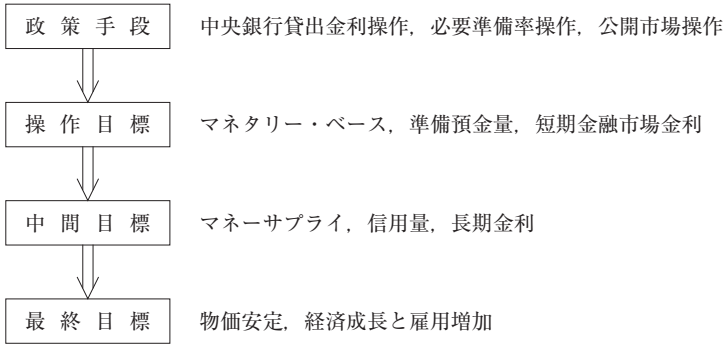
3. 金融政策運営の2段階アプローチ

上で考察したように、中央銀行は一般に短期金融市場金利（無担保コールレート翌日物）を金融調節によって適切な水準に誘導することによって、「物価の安定」という最終目標を達成しようとする、と言える。日本銀行が日々の金融調節を通して誘導する市場金利、無担保コールレート翌日物を「操作目標」と呼ぶ。また、金融政策が達成すべき「物価の安定」を「最終目標」と呼ぶことがある。

金融政策の運営上、金融政策の目的（最終目標）と金融政策の手段との間に、中央銀行が実際に操作する「操作目標」や、操作目標と最終目標との間に中間的な目標、「中間目標」を置くことがある。このような金融政策の運営方式を「2段階アプローチ」と呼ぶ（図5）参照）。このような運営方式の下で、中央銀行は中央銀行貸出金利操作や必要準備率操作、公開市場操作などの政策手段を用いて、まず直接的に操作が可能な目標をえらび、次にそのような操作

23) 民間銀行などの貸出を増大させることによって経済成長を間接的に促進しようとする中央銀行の非伝統的な金融政策手段の一つに、日本銀行が2010年に導入した「成長基盤強化を支援するための資金供給」やこれの影響を受けたとも考えられるイングランド銀行の新しい民間金融機関の貸出促進策（2012年7月導入）、Funding for Lending Scheme（FLS）が、その具体例である。日本銀行（2010）およびBank of England（2012）を参照。

図 5 金融政策運営の 2 段階アプローチ



目標のコントロールを通して中間目標をコントロールし、さらにそのような最終目標を達成しようとする。つまり、操作目標→中間目標、中間目標→最終目標という形で 2 段階に分けて金融政策の目的を達成しようとする。

(1) 操作目標：操作目標 (operating targets) とは、中央銀行が上述の金融政策手段を用いて直接的にコントロールすることができる目標である。①マネタリー・ベース (現金と中央銀行当座預金の合計) や準備預金量 (借入準備と非借入準備の合計) などの「量的指標」、②短期金融市場金利、のいずれかを操作目標として選択する。各国の中央銀行はマネタリー・ベースの独占的な供給者であり、原理的にはこれらの操作変数を自由自在に決定することができる。しかし②については、マイナス金利にできないために、0%という下限 (これを「非負制約」と呼ぶ) が存在する。

従来、日本銀行が操作目標として採用してきた政策手段は代表的なインターバンク市場金利であるコールレート (もしくはコール・手形レート) であった。他方、日本銀行がマネタリー・ベースなどの量的指標を操作目標としてこなかった理由は、日本の準備預金制度とその下での日本銀行の金融調節の運営方法に密接に関係していた。しかし、2001 年 3 月以降の「量的緩和政策」の下で、日本銀行はコールレートの誘導水準 (政策金利) にかえて日本銀行当座預金残高の誘導水準を公表するようになった。この時点において、日本銀行は

初めて量的指標を金融政策運営の操作目標として採用した。もともと、2006年3月に「量的緩和政策」が解除されたことにより、再びコールレートが操作目標として復活した。しかしながら、2008年の「リーマン・ショック」を契機とする世界金融危機の発生により、2010年10月に日本銀行は「包括的金融緩和政策」を導入し、再度、操作目標のコールレートは事実上の「ゼロ金利」に戻ってしまった。

(2) 中間目標：中間目標 (intermediate targets) とは、操作目標と最終目標との中間に位置する金融変数である。代表的な変数としては、マネーサプライ²⁴⁾ や信用量 (または貸出量)、長期金利などがある。実際の金融政策の運営において、政策効果が実体経済活動に波及するまでに様々なタイムラグ²⁵⁾ を伴うことが認識されるようになった。これらの変数が中間目標としての役割を果たすためには、3つの要件を満たす必要がある。第1に、操作目標によって中間目標をコントロールできることである。第2に、中間目標と最終目標との間に安定的な関係が存在していることである。第3に、正確な情報が迅速に入手できることである。

1970年代の「グレート・インフレーション」を経験した欧米諸国において「マネーサプライ」を中間目標とする動きが広まった。インフレーション率の高騰により、マネーサプライとインフレーションとの間に密接な因果関係があると考えられたからである。これら諸国ではマネーサプライの増加率について目標値を設定し、金融政策はこの目標値を達成することを目指して運営された。これを「マネーサプライ・ターゲティング」と呼んだ²⁶⁾。

しかし金融の自由化や金融革新による新しい金融商品の誕生などにより銀行預金などの「マネー資産」と証券会社のマネー・マーケット・ファンドなどの「非マネー資産」との間の資金移動が頻繁に行なわれるようになり、マネーサプライとインフレーションとの安定的な関係が損なわれた。その結果、金融

24) 最近、日本銀行はマネーサプライと用語を替えて、「マネーストック」という用語を使用している。

25) 「認知ラグ」や「政策手段の発動ラグ」、「効果実現ラグ」などである。

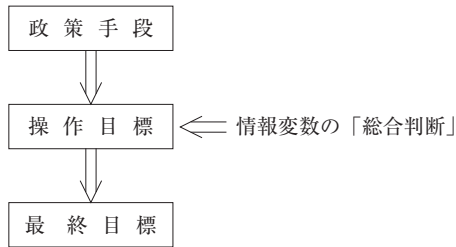
26) 日本銀行も、1978年7月からマネーサプライ (特に、 M_2+CD) の四半期ごとの前年同月比増加率見通しを発表しはじめた。これは目標値ではなかったが、単なる予想を超える目標の性格を持つものと見られていた。現在は、その位置づけも金融指標の1つまで低下している。

機関の負債であるマネーサプライよりも、その資産である貸出量（信用量）の方を重視する考えが生まれた。長期金利については、金融政策の効果が、金利コストなどを通して企業の設備投資などに影響し、実体経済活動に波及するとの考えに基づく。

4. 誘導型アプローチ

1980 年代後半以降、マネーサプライとインフレーションとの関係が不安定化したことなどから、欧米諸国では「2 段階アプローチ」に替わって「誘導型アプローチ」を採用する傾向が現れた。この誘導型アプローチ（reduced-form approach）では、金融政策の将来の最終目標の動きを予測して、政策手段を決定する。この最終目標の予測に役立つ経済変数を「情報変数（informative variables）」と呼ぶ。具体的には、商品価格指数や外国為替レート、長短金利格差などが利用されている。たとえば、アメリカの連邦準備制度では、種々の金融変数のみならず、さまざまな経済の実体面の変数を「総合判断」する形で金融政策を運営している、とされている（図 6 参照）。

図 6 誘導型アプローチ



誘導型アプローチを、中間目標を置かず、各種情報変数の「総合判断」から導かれる金融政策手段の操作によって直接的に政策目的である最終目標をその目標値に誘導し達成すること、という定義にたてば、インフレーション・ターゲティング方式をその一例として理解することができる。インフレーション・ターゲティングとは、物価の安定を図る上で中長期的な期間におけるインフレ率の目標値（あるいは目標レンジ）を設定し、それに関連付けて中央銀行

が説明責任を果たす金融政策の運営方式である、と言える。

このインフレーション・ターゲティングは1990年にニュージーランド準備銀行が採用したのを契機に、1990年代にはカナダやイギリス、スウェーデン、オーストラリアなどの中央銀行で相次いで採用された。1990年代には世界全体としてインフレーションの沈静化が生じたこともあり、これら諸国ではインフレーション率の抑制が観察された。一方、欧州中央銀行は、ユーロ圏諸国の消費者物価を加重平均した平均消費者物価指数（Harmonized Index of Consumer Prices: HICP）について「2%未満でその近辺」という「インフレ参照値」を設定している。

他方、バブル経済崩壊後、長期にわたるデフレーションを脱却できない状態に留まっている最近の日本では、デフレーションを阻止するために、日本銀行は「中長期的な物価安定の理解」（2006年3月導入）をさらに明確にした『『中長期的な物価安定の理解』の明確化』を2009年12月に公表した。これは政策委員会の審議委員たちが物価安定と理解する物価上昇率である「中長期的な物価安定の理解」、具体的には消費者物価指数の前年比で2%以下のプラス領域で、1%程度を中心としたものと定義し、公表してきた。これは、日本銀行がデフレの阻止を目指して、「インフレ目標」というよりは、むしろ「物価安定目標」を設定することを基本認識として表明した、と理解することができる。そのような状況の下、日本銀行は2000年10月から「経済・物価の将来展望とリスク」を年2回（4月と10月）公表しはじめた。その中で公表されているのはあくまでも「物価の見通し」であり、「インフレ目標」でも「インフレ参照値」でもない、あいまいなものであった。しかしながら、「ゼロ金利政策」解除の約半年後の2001年3月に日本銀行が導入した「量的緩和政策」を「消費者物価指数の前年比が安定的にプラスになるまで継続する」ことを約束した「時間軸政策」にコミットしたことは、インフレーション・ターゲティングに類似した効果を狙った、と見ることができる。

さらに、「リーマン・ショック」後の世界金融危機への対応策として、2010年9月から導入した「包括的金融緩和政策」を実施した際にも、日本銀行は「消費者物価指数の前年比が+1%程度となるまで」同政策を継続することを約

束した。そして 2011 年 12 月以降の欧州中央銀行による低利での流動性の無制限供給の実施（2 回で約 1 兆ユーロ）やアメリカ連邦準備制度による「インフレ目標」の導入（2%）を受けて、ついに 2012 年 2 月に日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率 1%を目指して「中長期的な物価安定の目途（ゴール）」の導入と資産買入等基金の増額を決定した。日銀もインフレーション・ターゲティングを金融政策の運営方式として採用する諸国にやっと仲間入りしたことになる。

しかしながら、この中長期的な物価安定の目途の導入により、日本銀行は市場とのコミュニケーション（対話）を大きく攪乱したことが懸念される。これまでの日本銀行と市場とのコミュニケーションは、基本的に景気動向によって金融政策が決定されることを前提に行なわれてきたと理解されていたが、物価安定の目途の発表によりその理解が大きく攪乱されたと言われている。なぜなら、この発表により、日本銀行自身が景気動向よりも物価目標を重視する政策運営を宣言し、市場に緩和政策の継続を織り込ませてしまったと考えられるからである²⁷⁾。

2012 年 9 月 14 日のアメリカ連邦準備制度理事会（FRB）の量的緩和策の第 3 弾（QE3）の決定を受けて、9 月 19 日、日本銀行は、追加的な金融緩和策を打ち出した。FRB の追加金融緩和は、①ゼロ金利の約束期間の延長、②住宅ローン担保証券の追加購入を「無制限」に行うことを内容とし、事前の市場の予想よりも踏み込んだ内容であった。これは、連邦準備制度（Fed）の 2 つのマנדート（使命）のうち、デフレ防止や物価安定よりも雇用の改善を金融政策の中心に据えることを表明した点で、市場に大きなメッセージを与えることに成功した、と言える。2012 年 9 月に FRB は労働市場の状態を超緩和的な金融政策運営の「時間軸」として始めて設定した。これは Fed の「2 つの任務」の反映と見る「総合判断」の一例と考えることができる。

これに対して、日本銀行の 9 月の追加緩和策は①円高懸念に加えて、②海外景気の減速で国内景気の下振れリスクが強まったことが理由とされている。

27) <http://jp.reuters.com/articlePrint?articleId=JPTYE83A02T20120411>. 2012 年 4 月 12 日、閲覧。

しかし1ヵ月先の10月31日の決定会合でまとめると予想されていた『経済・物価情勢の展望』（展望レポート）を待たずに一段の金融緩和を打ち出したことにより、為替市場の「円高」と民主党・自民党などの追加的な金融緩和を求める「政治の圧力」に日本銀行が屈した、との見方もある。他方、これに先立つ7月に、金融緩和に積極的な木内登英、佐藤建裕のエコノミスト出身の審議委員2名の登用を決めた国会の同意の下で、政治の圧力を回避することを意図して追加的な緩和策で先手を打ったと理解すれば、独立性を重視する日本銀行にとって、今回の追加緩和策の意義は大きいと判断することも可能である。

参考文献

- 翁 邦雄（2011）『ポスト・マネタリズムの金融政策』東洋経済新報社。
- 黒田晃生（2011）『入門 金融』第5版、東洋経済新報社。
- 小谷野俊夫（2004）「アメリカ連邦準備制度からみた欧州中央銀行」、田中素香・春井久志・藤田誠一（2004）『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』有斐閣、第4章。
- 小谷野俊夫（2012）『連邦準備制度と金融危機』一灯舎。
- 酒井良清・前多康男（2004）『金融システムの経済学』東洋経済新報社。
- 島村高嘉・中島真志（2011）『金融読本』[第28版]、東洋経済新報社。
- 白川方明（2008）『現代の金融政策』日本経済新聞出版社。
- 日本銀行（2010）「成長基盤強化を支援するための資金供給」『日銀レビュー』、9月。
- 春井久志（1998）「中央銀行機能の生成・発展」『経済学論究』、第51巻、第1号、1月。
- 春井久志（1999）「中央銀行の最後の貸し手機能と金融監督機能」『関西学院大学経済学論究』、第53巻第3号、12月。
- 春井久志（2011）『『金融』と『中央銀行』の存在意義』『関西学院大学経済学論究』、第65巻第3号、12月。
- 春井久志（2012a）「セントラル・バンキングの歴史的分析視角」『関西学院大学経済学論究』、第65巻第4号、3月。
- 春井久志（2012b）「中央銀行の理論的分析」『関西学院大学経済学論究』、第66巻第3号、12月。
- Bank of England（2012）‘Funding for Lending Scheme – Usage and lending data’ (<http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/FLS/data.aspx>).

- Bordo, M.D. and H. James (2005) "Interest Rate Interactions in the Classical Gold Standard: 1880-1914: Was there Monetary Independence?", *Journal of Monetary Economics*, March.
- Brunner, K. and Meltzer, A.H. (1993) *Money and Economy: Issues in Monetary Analysis*, Cambridge University Press.
- Campbell, D.T. (1976) *Assessing the Impact of Planned Social Change*, The Public Affairs Center, Dartmouth College, Hanover New Hampshire, USA. December.
- Dickson, P. (1969) *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit, 1688-1756*, Macmillan.
- Fischer, I. [1922] (1965) *The Purchasing Power of Money*, A.M. Kelly.
- Friedman, M. (1960) *A Program for Monetary Stability*, Fordham University.
- Goodhart, C. (1984) "Problems of Monetary Management" in *Monetary Theory and Practice: The UK Experience*, Macmillan.
- Goodhart, C. (1989) *The Evolution of Central Banks*, MIT Press.
- Goodhart, C. and D. Schoemaker, (1995) 'Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated?', *Oxford Economic Papers* 47.
- Laidler, D. (1980) "Demand for Money in the United States – Yet Again", in Karl Brunner and Alan Meltzer (eds.) *The State of Macroeconomics*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 12, North Holland, pp. 219-271.
- Lucas, Robert (1976), "Econometric policy evaluation: A critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1 (1): 19-46.
- Meltzer, A.H. (2003) *A History of Federal Reserve*, Vol. 1, Chicago University Press.
- Phillips, A.W. (1958) "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica*, Vol. 25 (100), pp. 283-299.
- Revell, J.R.S. (1975) *Solvency and Regulation of Banks*, Bangor Occasional Papers in Economics, No.5.
- Sayers, R. S. (1957) *Central Banking After Bagehot*, Oxford: Clarendon Press. [広瀬久重訳『現代金融政策論』至誠堂、1959年。]
- Taylor, J.B. (1999) "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules", in J.B. Taylor (ed.) *Monetary Policy Rule*, University of Chicago Press.
- Wicksell, K. [1898] (1965) *Interest and Prices*, A. M. Kelly.

Woodford, M. (2003) *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press.

<http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/default.aspx>

<http://jp.reuters.com/articlePrint?articleId=JPTYE83A02T20120411>