

金融政策と物価コントロール

— 1694年創立のイングランド銀行と主要な中央銀行を中心に —

Controlling Inflation Rates with Monetary Policy? : Experiences of the Bank of England founded in 1694 and the major central banks

春井久志

The world financial crisis, erupted by the failure of the Lehman Brothers in 2008, hit almost all economies. Major central banks pushed their policy interest rates close to zero. Rescuing illiquid financial institutions, they set out on the uncharted ocean with unconventional policy tools that have never been tested, central bank purchasing vast amount of assets, both government and private, or quantitative easing (QE). In April 2013 the Bank of Japan launched out into its QE in order to hit the 2% inflation target within 2 years by doubling the supply of monetary base throughout the end of 2014. They seem to put confidence in the quantity theory of money. Nevertheless, macroeconomics textbook tells us that contractionary monetary policy slows the rates of inflation and economic growth. By contrast, central bank's ability to stimulate the economic activity and inflation rates through monetary expansion appears to be much more limited. Empirical studies also suggest the similar asymmetry of monetary policy management.

Hisashi Harui

JEL : E31, E52, E58, F33

キーワード : 量的緩和政策、世界金融危機、ボルカー革命、インフレ目標、フォワードガイダンス (時間軸政策)

Keywords : quantitative easing, global financial crisis, the Volker Revolution, inflation targeting, forward guidance

I はじめに

1. 2014 年中央銀行総裁賞と「アベノミクス」の中期的リスク

2014 年 1 月 2 日付けのイギリスの金融専門誌『ザ・バンカー』¹⁾は、黒田東彦日本銀行総裁が「2014 年中央銀行総裁賞 (Central Bank Governor of the year Award 2014)」(世界およびアジア地区)に選出された、と発表した。その選出理由として、「超緩和的な金融政策を遂行する彼の大胆かつ果断な運営態度」を指摘した。

同誌によれば、「彼は、その政治的手腕を活かして、日本銀行の信頼性を回復し、日本経済に自信を取り戻させた大胆な政策行動を推進することに成功した。国際社会で極めて著名な黒田氏は説得力のある仕方金融政策を実行する手腕を有し、かつ彼の政策が何を意図しているのかについて国際社会に対して明確にコミュニケーションする優れた技能も有している」。

黒田総裁は、2013 年 3 月に日本銀行の舵取りを任されて以来、15 年におよぶデフレーションから日本経済を脱却させるための「異次元の金融緩和策」を実行している。総務省が発表した 2014 年 5 月の全国消費者物価指数 (生鮮食品を除く「コア CIP」)は 103.4 となり、前年同月比で 3.4%上昇した。これは 1982 年 4 月以来、32 年 1 か月ぶりの高い上昇率となった。2014 年 4 月の消費税率の引き上げ分 (5%→8%)を除くと 5 月の消費者物価上昇率は 1.4%となり、4 月の 1.5%よりやや緩やかな上昇であった²⁾。

しかし 2014 年 5 月 30 日に公表された「2014 年対日 4 条協議」終了にあたっての IMF 代表団の声明によれば、「アベノミクスは日本をよりダイナミックな経済にするための種を蒔くことにこれまで成功している。短期的な見通しが引き続き良好であり、消費税引き上げの影響を乗り切ることが期待される。中期的には、自律的成長へ移行するため、デフレに逆戻りし、金融政策に過度な負担を掛け、政府債務の持続可能性への信頼を毀損することを回避するための構造・財政改革が更に必要である」、と指摘している。ただし、「消費税引き上げの一時的な影響を除外した 2014 歴年のインフレ率は 1.1%と見込まれる。

1) *The Banker*, January 2nd, 2014.

2) 『日本経済新聞』、2014 年 6 月 27 日付け夕刊。

スタッフは2%のインフレ率が2017年に達成されると予想しており、これは日本銀行の予想よりも先となるが、需給ギャップの解消やインフレ期待の上昇がより緩やかに進むとみているためだ³⁾、としている。IMF代表団の声明が、アベノミクスの「第3の矢」であるいわゆる「成長戦略」の実行可能性や財政再建問題の克服策に対する若干の懸念がうかがえる内容であったことは軽視できない。

2. 中央銀行と非伝統的金融政策

2008年のアメリカの大手証券会社、リーマン・ブラザーズ社の経営破綻に端を發した世界的規模の金融危機は、1930年代の世界大不況になぞらえるほどの深刻な影響を世界の主要国に与えた。1990年代の「バブル経済」崩壊に対する対応策として「ゼロ金利政策」や「量的緩和政策」などの非伝統的金融政策（unconventional monetary policy）を世界に先駆けて採用してきた日本銀行（BoJ）をはじめとして、2008年以降、世界の主要な中央銀行（アメリカの連邦準備理事会FRB、イギリスのイングランド銀行BoE、そして「ユーロ危機」にも見舞われた欧州中央銀行ECB）も危機対応のために自国の国債などを大量に購入する「量的緩和政策」や大量の流動性を供給する非伝統的金融政策を相次いで採用した。

2014年2月、FRBは1913年設立以来約100年の歴史の中で初めて女性のFRB議長、イエレン氏を選出した。FRBは前任のバーナンキ議長の時代から「事実上のゼロ金利政策」を採用しており、2013年12月にはアメリカの失業率が6.5%を下回ってもインフレ率が2%以下で安定している限り「かなりの期間、ゼロ金利を続ける」とする「フォワードガイダンス（時間軸政策）」を採用していた。ところが2014年2月に失業率が6.7%に低下したことを受けて、3月の連邦準備公開市場委員会（FOMC）で証券購入額を1カ月当たり650億ドルから550億ドルに減額する緩和縮小策（tapering）を続けること、および金利引き上げの再開時期の検討に際して幅広い範囲で判断材料を考慮す

3) Japan-2014 Article IV Consultation Concluding Statement of the IMF Mission, Tokyo, May 30, 2014

るとして、失業率による「数値基準」を撤回した。ゼロ金利政策を解除する時期について「相当の期間」の後であるとし、数値基準から「総合判断」に戻る結果となった。

FRB の声明では、量的緩和終了後も「相当の期間」はゼロ金利を維持するという言い方で金利引き上げまでの時間軸を示すフォワードガイダンスを示した。しかしその後の記者会見でイエレン議長は、この期間について「おそらく 6 カ月程度を意味する」と具体的な時期に言及した。この発言を受けて、アメリカの株価が一時急落するなどの混乱が生じた。新議長は、就任早々に市場との対話（コミュニケーション）の難しさを体験することになった。これまでに経験したことのない「非伝統的金融政策」を採用している以上、政策当局は個々の政策手段が金融市場やインフレ率や失業率などの実体経済にどのような影響をどのくらいの時間でどの程度の大きさで作用を及ぼすのかについては具体的なデータを持っていないだけに、主要な経済変数の先行きを予想することは当局にとって極めて困難な作業である。非伝統的金融政策の効果波及経路（transmission mechanism）が不明確である現実を考えれば、当局が金融政策の「透明性」をできるかぎり高めることと複雑な経済・金融情勢に合わせて柔軟に対応することとのバランスをどのようにとるのかは、新議長が今後とも直面することになる政策運営上の難題である。

II 中央銀行の目的

1. セントラル・バンキングに対する世界的な関心の高まり

もし成功か失敗かを判断する根本的な基準として、ある組織体が世界中で再生産され、その数が増殖しているかどうかを採用したならば、あるいは次々と発生する時代の挑戦や課題に適時適切に対応するために自らが変貌することに成功してきたかどうかを判断基準として採用したならば、中央銀行は間違いなく成功してきたと言える。また、中央銀行と中央銀行家は、一般的に、その他の政治機構や組織体よりもはるかに尊敬され、また高く賞賛されてきたと言え

る⁴⁾。

しかしながら、ある組織体をその政策行動の結果や政策効果を判断基準として採用したならば、中央銀行の最近の成績評価は良く言ってもまちまちである。1970年代には「グレート・インフレーション」を引き起こし、「スタグフレーション」を防止することもできなかった。他方、1982年の発展途上国の債務問題や1987年のニューヨークの株式市場の崩壊などが金融システム不安に進展することを巧みに防止した。しかし金融機関のグローバル化がもたらしたモラルハザードのリスクや「大きすぎて潰せない」症候群の発生を防止することには成功したと言えない。つまり、国内物価の安定や金融システムの安定あるいは国際的な通貨・為替レート制度の安定などの面では、中央銀行の成績評価は、たとえ甘い評価基準を採用しても、成功と失敗の入り混じったものであると言えよう。

しかしながら、「リーマン・ショック」以後における中央銀行の成績評価は決して芳しいものではなく、むしろ世界的な金融・経済危機にまで拡大させたという意味では、大失敗であったとの非難を主要な中央銀行と中央銀行家は甘受せざるを得ないであろう。したがって、中央銀行と中央銀行家は過去の成功体験を根拠に悦に入っている暇はない。非伝統的金融政策は政策効果についての過去の実験結果がみあたらないために、その効能が不明で、試験途上にある「試験薬」のようなものである。中央銀行家は、今後はこれらの政策手段の効果を極め、新しい政策手段の運営方法を学ぶべき余地がきわめて広範囲に及ぶと認識するべきであろう。そのためには、「信用サイクル (credit cycle)⁵⁾」を規制・監督するマクロ・プルーデンス政策やマイクロ・プルーデンス政策についての研究や信用バブルを予見する可能性を秘めた新しい尺度である「フィナンシャル・コンディションズ・インデックス」⁶⁾などの信用循環 (credit cycles)

4) Pringle and Mahate (1993) によれば、1900年における中央銀行の数はわずか18行に過ぎなかった。しかし、国際決済銀行 (Bank for International Settlements: BIS) のウェブサイトから加盟中央銀行のウェブサイト (Central bank and monetary authority websites) の数で世界の中央銀行の数を推定すれば、2014年6月現在で173行存在する。

5) BIS (2014) は「金融サイクル (the financial cycle)」に対する注視の重要性を強調している。

6) 春井 (2013) の補論「金融政策とフィナンシャル・コンディションズ・インデックス」を参照。

を計測する新たな信用指標の開発にも中央銀行やそのエコノミストたちは日々努力を惜しむべきではない。

2. 主要な中央銀行の金融緩和政策

昨年来、世界中の注目を集めている「アベノミクス」の第1の矢、「クロダノミクス」が2年で2%のインフレ目標を達成すると宣言した「異次元緩和」により、今や世界の主要な中央銀行が今までにないほどの高い世界的な関心を引き、世間の耳目を集めている。もっともアメリカの連邦準備制度理事会 (FRB) とイギリスのイングランド銀行 (BoE) は緩和縮小を視野に入れているのに対して、日本銀行と欧州中央銀行 (ECB) は依然として緩和基調を維持する対称的な金融政策スタンスをとっている。

FRB は 2014 年から大規模証券購入策 (LSAP 3) の購入額の縮小 (tapering) を開始し、同年中には終了すると言われている。また BoE のカーニー総裁は 2014 年 6 月、恒例のマンションハウス (ロンドン市長公邸) の演説で「政策金利を過去最低水準から引き上げる時期が投資家の予想よりも早くなる可能性がある」と述べた。同総裁は、住宅関連債務の増加により経済の安定性が損なわれる恐れがあると指摘した。

他方、ECB のドラギ総裁は 6 月の定例理事会で追加の金融緩和策を決定した、と記者会見で発表した。この緩和パッケージは、①指標となる政策金利を 0.1%ポイント引き下げ 0.15%とする、②ユーロ圏の銀行が ECB に預ける当座預金に 0.1%のマイナス金利を課す、③企業などへの貸出を増やす金融機関に対して総額 4000 億ユーロの資金を 4 年間供給する、「包括緩和政策」と呼ぶこともできる。これ以外にも、ECB がユーロ危機対策として実施した国債購入で市場に溢れた資金を吸収する「不胎化措置」の中止も決めた。低インフレ、低成長およびユーロ高に苦しんでいるユーロ圏の ECB がこのような政策パッケージを決定した最大の理由はユーロ圏の「デフレ懸念」であるとみられている点で、「デフレ脱却」を目指している日本銀行の異次元緩和と類似点が認められる。

世界の主要な 4 つの中央銀行は、今後とも、「海図のない領域」を、頼りとし

るべき確たる「羅針盤」もなしに、それぞれが微妙に異なる方向へと進路をとり、いつの日か未踏の「出口戦略」へと近づいていくものと予想される。個々の中央銀行の出口戦略の巧拙がそれぞれの経済の命運を大きく左右するであろうことだけは確かなようである。

3. 中央銀行の目的・任務

日本銀行や ECB の最近の金融政策が「デフレ懸念」や「デフレ脱却」を指摘している点が注目されている。しかしながら、歴史的に見れば、物価安定といったマクロ的な機能は中央銀行の任務（マンドート）ではなく、銀行システムの安定性や民間銀行の監督などのミクロ的機能に「接ぎ木」されたにすぎなかった。グッドハート⁷⁾によれば、中央銀行のマクロ的機能はミクロ的機能に「接ぎ木」されたのであり、その逆ではない点が極めて重要である、と強調している。

一般に、「世界最古の中央銀行は 1668 年創立のスウェーデン国立銀行（リクスバンク）であり、1694 年創立のイングランド銀行は 2 番目に古い中央銀行である」、とされている。しかしこれら 2 行はその設立当初は今日という近代的な中央銀行ではなく、国立銀行や民間銀行に過ぎず、その後長い時間の経過の中で徐々に中央銀行へと発展していった。現代の中央銀行を歴史的に見れば、その設立目的は 3 つあった。第 1 は通貨価値の安定 (monetary stability)、第 2 は金融システムの安定 (financial stability：銀行のための銀行としての「最後の貸し手」) および第 3 は政府への財政的支援 (たとえば、戦費調達など「政府のための銀行」) であった。

Meltzer (2003) によれば、現代の中央銀行理論 (the theory of central banking) は金本位制度下の 18 世紀および 19 世紀に徐々に発展し始めた。当時、BoE が国際貿易や国際金融、さらには経済理論においても支配的な優位を誇っていたために、中央銀行理論の発展の大部分が BoE おいて発生し、同行の銀行業務や取引慣行に呼応する形で中央銀行業務に理論的な進展が見られ

7) Goodhart (1988), 7 ページ。

た⁸⁾。この理解に立てば、BoE を中心に中央銀行（セントラル・バンキング）の分析をすることが正当化されると言えよう。その BoE は、もともと戦争による政府財政の逼迫を緩和する目的で設立された、文字通り「政府のための銀行」としての役割を期待された民間の銀行であった。歴史的に見ればリクスバンクと日本銀行は、それぞれ設立以前の銀行券乱発などによる金融システムの混乱を收拾する目的で設立された。FRB は 1907 年の金融危機の反省として「最後の貸し手」機能を果たす中央銀行として、また、ECB は単一通貨「ユーロ」の通貨価値安定を維持する目的で、「インフレ・ファイター」としての実績を持つドイツのブンデスバンクをひな形として設立された。

かつての金本位制度が「銀行券の金兌換」を通して通貨価値の安定を達成する名目アンカーとして機能していた 20 世紀初頭には、中央銀行設立の目的は金融危機を回避・緩和し、金本位制度を安定的に維持することであった。しかし 20 世紀前半における金本位制度から管理通貨制度への移行によって慢性的インフレーションや通貨危機が頻発するようになった（図 1 を参照）。次第に、中央銀行の目的も通貨価値の安定＝物価の安定へと徐々に変化した。この目的を達成するために中央銀行に「手段独立性」が与えられた。マーストリヒト条約によって設立された ECB はその典型である。第一次世界大戦後に「ハイパー・インフレーション」を経験したドイツのブンデスバンクを除けば、多くの中央銀行にとって物価安定は比較的新しい目的であると言える。

4. 中央銀行と物価安定

これまで中央銀行は物価をコントロールできたのであろうか。ナポレオン戦争期（18 世紀末から 19 世紀初頭）のイギリスはイングランド銀行券の金兌換を停止し、大量の不換銀行券（金兌換を停止したイングランド銀行券）を増発したためイギリスの物価が急騰した。1810 年、D・リカードゥは『地金の高価格』を公刊して、不換銀行券の乱発が物価高騰の原因であると主張した。議会に設置された「地金委員会」（リカードゥはその委員会の主力委員）が同年公表した『地金委員会報告書』も同主旨で、兌換の再開を勧告した。

8) Meltzer (2003).

1819年にイングランド銀行券の兌換が再開され、それに応じて物価も低下したが、1825年および1837-39年に金融危機が続発し、多数の銀行が経営破綻した。投機熱に基づく信用膨張とその後の信用収縮による金の流出により銀行が倒産し、金融危機が多発した。これを受けて、銀行券の発行を規制するべきか否かを巡って「通貨論争」が展開された。

通貨学派たちは銀行券の過剰発行が金融危機の原因であるから、銀行券発行権をBoEに集中し、しかも銀行券発行額を同行の金準備高に応じて増減させる「1844年ピール銀行法」を提案した。金本位制度下の「物価・正貨流出入機構」によれば、貿易黒字で金が流入すれば銀行券が増発され物価が上昇する。このため貿易収支は悪化して金が流出して、銀行券発行量が減少し、物価の安定が達成される。これに対して銀行学派たちは、銀行は商人が振り出す商業手形を銀行が割引くことによって発行されるので、「取引の必要=実需」に基づいて発行され、手形の償還とともに銀行券は発行した銀行に還流する（「還流の法則」という「真正手形説 (real-bills doctrine)」を主張した⁹⁾。

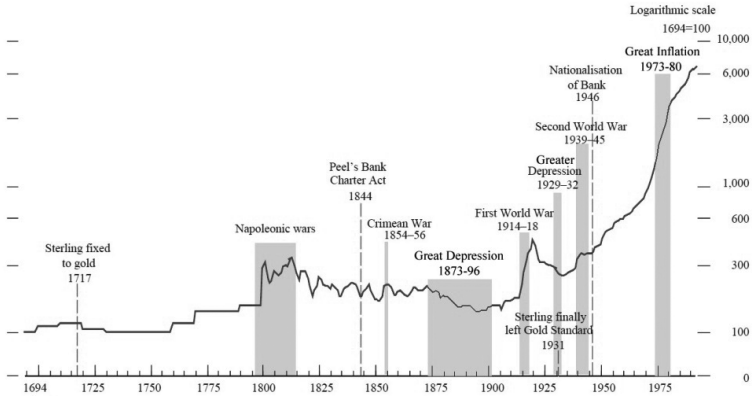
結局、論争は通貨主義の勝利に終わり、同法が成立した。しかしながらその直後から約10年おきに金融危機が続発し、ピール銀行法はそのたびに停止されて、イングランド銀行券の限外発行（保証準備発行）などによる「最後の貸し手機能」によって危機が收拾された。その後、1914年までイギリスの金融システムは安定したものの、イギリス経済は19世紀最後の四半期に「大不況 (Great Depression)」を経験する。しかし、これは誤解を招く表現である。確かに物価は下落したが、その他のイギリスの経済活動指標はすべて増加トレンドを示していたからである¹⁰⁾。20世紀前半の「世界大不況 (Greater Depression)」とは全く対照的であった。

図1からも明らかなように、300年を超える長い歴史を誇るイングランド銀行とイギリスの長期的な物価変動（小売物価指数）との関係は、ナポレオン戦争や第一次、第二次世界大戦の時期を除けば、概ね安定していた。むしろ物

9) 実物の裏付けのある商取引に基づいて発行される商業手形は、手形の満期が到来すると償還される「自己流動性」のある真正手形である、とみなされた。春井 (2013) を参照。

10) Musson (1959).

図 1 イギリス小売物価指数、1694-1994 年



出所：MacFarlane, H. and P. Mortimer-Lee, (1994) “Inflation over 300 years”, *BEQB*, May

価は 18 世紀には緩やかか上昇傾向、19 世紀には緩やかな低下傾向が観察される。しかしこれは、イングランド銀行の金融政策の結果というよりは、金本位制度の下における金平価を安定的に維持する政策運営の結果であった言うべきであろう。

他方、一般に 1930 年代のスウェーデンの物価安定政策がデフレ下のインフレ目標政策の成功例として引用¹¹⁾されることがあるが、北岡（2009）によれば、リクスバンクは物価安定を最優先したわけでもなく、その政策内容も「インフレ目標の要件」を満たしていないと指摘している。また白川（2002）は、①1931 年のスウェーデン政府の表明はデフレ対策ではなく、インフレ対策と認識されていたこと、②1932 年の議会包括プログラムも物価水準について数値目標を設定したものではない、と指摘している¹²⁾。

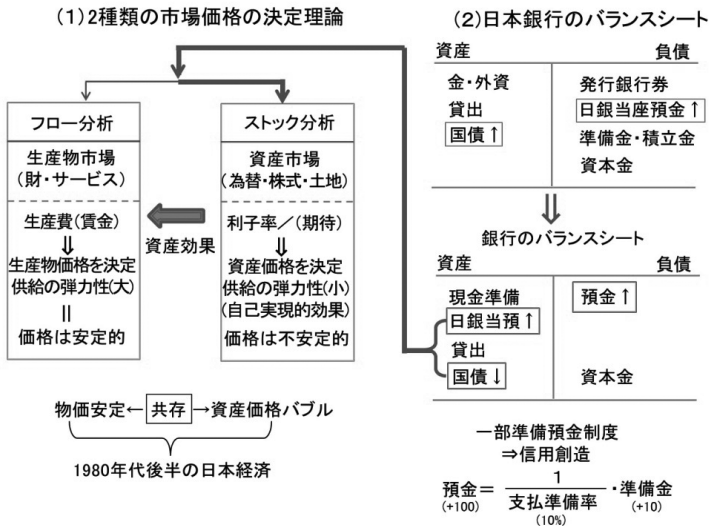
これに対して、1979 年に FRB 議長に任命された P・ボルカーが採用した強力な金融引き締め政策は、見事に物価の高騰をコントロールした代表例であ

11) 伊藤（2001）および Woodford（2003）など。

12) 北岡（2009）および白川（2002）。

り、その後アメリカ経済をスタグフレーションから脱出させることに繋がった。インフレ率は1981年に13.5%のピークをつけたが、1983年には3.2%に急落した。FRBは政策変数を金利から貨幣量に変更したため、フェデラルファンド金利（アメリカの短期金融市場金利）は1979年の11.2%から1981年の20%へ急騰し、市場金利も21.5%にまで上昇した。その結果、失業率は10%を超え、アメリカ経済は深刻な景気後退に陥った。この意味では、ボルカーの金融引き締め策は物価をコントロールすることには成功したが、アメリカ経済全体に与えた悪影響を勘案した場合、それが大成功であったと手放しで賞賛するであろうか。1980年代後半の日本では、過剰流動性が主として株式や土地などの資産市場に流入して「資産価格バブル」を引き起こした一方で、主として賃金などの生産費で価格が決まる生産物市場は安定し、物価も低水準にとどまった（図2を参照）。

図 2



III 金融政策の目標

1. イングランド銀行

今から 320 年前の 1694 年に、現在の連合王国 (United Kingdom、以下、イギリス) の中央銀行であるイングランド銀行が民間の銀行として創立されたことはすでに述べた。その後、1946 年銀行法 (Bank of England Act of 1946) を制定した労働党はイングランド銀行を国有化した。従来の株主には公債が交付され、従来の配当率が保証されることになった。それからさらに半世紀ほどを経た 1997 年に政権に就いた労働党は、イングランド銀行創立以来、初めて同行に金融政策の独立性、「手段独立性 (operational independence)」¹³⁾ を付与した。同時に、従来同行が担当してきた銀行監督権限を取り上げ、諸々の金融サービス機関を総合的に規制・監督する新設の組織体 (当初は、各種の自主規制団体に付与) である金融サービス機構 (Financial Services Authority) に移譲した。

この大きな制度的変化を法的に確定したのが、1998 年イングランド銀行法 (Bank of England Act 1998) である。金融政策に関するイングランド銀行の役割について、同法は以下のように規定している¹⁴⁾。

11. 目的

金融政策に関して、イングランド銀行の目的は、

- (a) 物価安定 (price stability) を維持すること、および**
- (b) 上記 [目的 (a)] に抵触しないかぎり、経済成長および雇用を含む政府の経済政策を支援すること、**

と明確である。

13) 従来は大蔵省が担当していた金融政策を初めて、その一部をイングランド銀行に移管した。すなわち、金融政策の目標 (インフレ目標) の決定、「目的独立性 (object independence)」は依然として大蔵省が保持したが、その目標の達成についてはイングランド銀行の自律的な金融政策運営に任せることになった。

14) 1998 年イングランド銀行法、第 11 章、第 2 款。Blair, M. QC, *et al* (1998, p. 68).

2. 連邦準備制度

これに対して、20世紀までいわゆる中央銀行を持たなかったアメリカ合衆国（以下、アメリカ）は、今から約100年前の1913年の連邦準備法（Federal Reserve Act of 1913）の制定によって、連邦準備制度（Federal Reserve System: FRS）が創設された。

1907年のアメリカの金融危機勃発時に、最後の貸し手機能を果たす中央銀行を制度化していなかったために、多数の銀行が経営破綻し、経済が大混乱に陥った。この金融危機をきっかけとして設立されたという背景を持つFRSは、同法第6章で連邦準備銀行の設立目的を以下のように規定している。

①伸縮的な通貨供給（an elastic currency）¹⁵⁾の供給、②商業手形（commercial paper）を再割引する手段（means）の提供、③合衆国における銀行監督の効率性の向上

3. FRSのDual Mandate（二重の任務）

一般に、FRS（以下、Fed）は物価安定と完全雇用の「二重の任務」を有している、と言われる。Fedは物価安定をその主要な目的（goals）の1つとこれまで述べてきたが、雇用を別の政策目的と述べることは躊躇してきた。それに替えて、最大の雇用は物価安定を達成することによってもっともよく達成できる、と述べてきた。しかしこのFedの躊躇は、連邦準備公開市場委員会（FOMC）がその目的は「最大の雇用と物価安定」であることを認めた2008年12月の政策ダイレクティブ（the December 2008 policy directive）とともに終焉した。運用上同等な表現は2010年9月のFOMCの政策声明文（policy statement）に現れ、その後のすべての声明文にも現れた¹⁶⁾。

時に、Fedの二重の任務の法的根拠は1946年雇用法と1978年の完全雇用および均衡成長法である、と言われる¹⁷⁾。しかしこの理解は正確ではない。1946年雇用法は、「仕事をする能力と意志を有し、職を探している人々に有益な雇

15) 「伸縮的な通貨供給」とは、経済状態の変化に呼応して変動する通貨供給。

16) Thornton（2012）。

17) 黒田（2011、109ページ）。

用を提供することができる状況」を創出することは連邦政府の責任である、と明言しているからである。

1977 年連邦準備改革法 (Federal Reserve Reform Act of 1977) は、Fed の金融政策に 3 つの目標 (goals) を指示した。すなわち、物価安定、最大の雇用、および適度な長期金利である。しかし最後の目標は今では金融政策論議の中で滅多に表明されることが無くなり、Fed は「二重の任務」だけを有していると広く一般に理解されている。同法は、物価安定を金融政策の目標として明確に述べているが、これは Fed 創設以来、初めてのことである。

さらに、一般に「ハンフリー＝ホーキンス法」として知られている「1978 年の完全雇用および均衡成長法 (Full Employment and Balanced Growth Act of 1978)」は数多くの目的を内包していた。①失業率は、20 歳以上の人々については 3% を越えてはならない、②インフレーションは 3% 以下に抑制するべきである (但し、その抑制が雇用の目標に抵触しないという条件を満たすかぎり)。また、雇用の目標に抵触しないという条件を満たすかぎり、インフレーションは 1988 年までにゼロにするべきである、としている。このように、同法は完全雇用を Fed の金融政策の第 2 の目標として規定し、年 2 回その政策について議会に報告するように義務付けている。

ハンフリー＝ホーキンス法が可決されて間もなく、二重の任務の一方を無視しているとして、Fed は議会による精査の対象とされた。先述した「ボルカー革命」はそのような背景を基にして展開されたとみることができる。連邦準備制度理事会 (FRB) の議長に就任した P・ボルカーは、インフレーションを抑制するため計画された積極果敢な一連の政策を遂行したことも既述のとおりである。ボルカーのインフレ抑制策は 1980 年に 13% を超えていたインフレ率を 1983 年に約 3% にまで引き下げた。他方、約 7% であった失業率も、その当時としては戦後最大の 10% 以上にまで同一期間に急騰した。1970 年代に 2 度の「石油価格ショック」による「グレート・インフレーション」を経験したアメリカとしては、何としてもインフレーションを抑制することが、雇用以上に重要な一国経済の政策課題とみなされたのであろう。

2007 - 08 年の厳しい金融危機を経験したアメリカ議会は、一般に「ドッド＝

フランク法 (the Dodd-Frank Act)」として知られている「2010年ウォール・ストリート改革および消費者保護法 (the Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010)」を制定した。同法は Fed のガバナンスを変革し、その透明性を高め、その金融機関への規制・監督責任を拡大するなど、Fed に大幅な変革を要請した。他方、従来 Fed が担ってきた消費者保護責任の大半を新しく設置された機関である、消費者金融保護庁 (Consumer Financial Protection Bureau) に移管した。

4. 国際金融のトリレンマ (Impossible Trinity or Trilemma)

今からちょうど 70 年前の 7 月に、アメリカのニューハンプシャー州ブレトン・ウッズに 45 か国から 730 名の代表が集まり、連合国通貨金融会議を開催して第二次大戦後の世界の新しい経済秩序について協議した (図 3 を参照)。その中心的な成果は国際通貨基金 (IMF) と国際復興開発銀行 (IBRD、通称「世界銀行」) の設立であった¹⁸⁾。

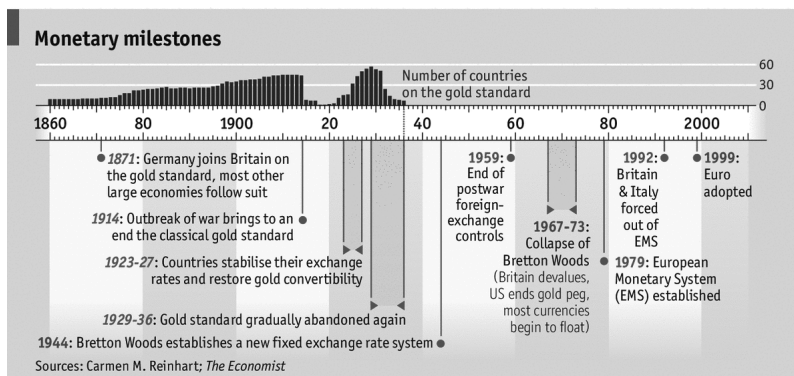
同会議は、旧来の論争を再開するためのものであった。すなわち、1929 年のニューヨーク証券取引所の株価暴落を契機とする世界金融・経済危機、いわゆる「世界大不況」により、1930 年代に各国がブロック経済圏を形成したため、為替レートの切下げ競争などにより世界貿易が急激に縮小し、各国経済も不況に陥った。その背景には、根本的な対立関係が存在すると考えられた。各国がその為替レートを安定化させる度合いを高めれば高めるほど、各国は自国内の経済問題を制御する余地がますます狭くなるという問題である。この難題に対する世界最初の挑戦は、イギリスが 1816 年金本位法によって世界で最初に確立した金本位制度であった。しかしブレトン・ウッズ会議の 30 年前の 1914 年に勃発した第一次世界大戦によってこの挑戦は終焉させられた。その後、1920 年代には各国の金本位制度を再建する動きが試みられたが、経済不振のため、世界大不況へ、さらには第二次世界大戦へと混乱は増幅していった。

18) 他方、「自由・多角・無差別」を原則とした新しい国際経済秩序の一環として、自由貿易を標榜する「関税と貿易に関する一般協定 (General Agreement of Tariffs and Trade: GATT)」も重要な組織体である。これはその後、世界貿易機構 (World Trade Organization: WTO) へと発展・解消した。

1944 年のブレトン・ウッズ会議で合意された固定為替レート制度である「調整可能な釘付け制度」も、その誕生から四半世紀後の 1971 年のアメリカによるドルの金兌換停止や 1973 年の主要国通貨の変動為替レート制度への移行によりブレトン・ウッズ体制は崩壊し、現在に至っている。ただ、1979 年に欧州通貨制度 (European Monetary System: EMS)¹⁹⁾ を確立し、1999 年に単一通貨「ユーロ」を採用するヨーロッパのユーロ圏諸国が究極の固定為替レート制度である「通貨同盟」を結成していることは、過去 150 年の貨幣制度史上の特筆すべき出来事である (図 3 を参照)。

古典的な金本位制度は工業化を推進していたイギリスにおいて発展した。「世界の工場」と称されたイギリスの経済的な成功は、その他の諸国も金本位制度を採用する方向へと駆り立てた。1871 年におけるドイツの金本位制度の採用により、ヨーロッパにおける 2 大経済大国が 1 つの貨幣制度を採用したことを意味し、その他の諸国も次々とドイツに追随して金本位制度を採用した。すなわち、国際金本位制度の確立である。そして 19 世紀の後半には、イギリス

図 3 貨幣制度史上の画期的な出来事



出所: *The Economist*, July 5th 2014

19) 通貨投機に見舞われたイギリスとイタリアは EMS を離脱し、変動為替レート制度に戻った。イギリスはそのまま離脱現在に至っているが、イタリアはその後復帰し、「ユーロ圏」を構成している。

は「世界の工場」のみならず、「世界の債権国=貸し手」として国際的に資本を供給する「資本輸出国」となった²⁰⁾。

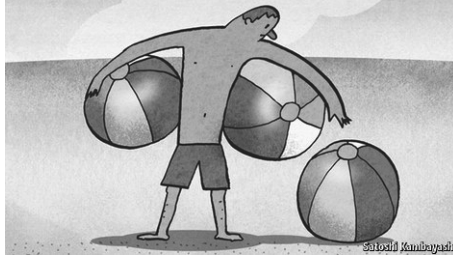
国際金本位制度の優先事項は世界貿易の円滑化である、と言える。各国間の為替レートは「金平価」を通して固定され、国際資本移動はほとんど何らの規制や障害もなく円滑に実行された。自由な国際資本移動は各国通貨を不安定化させたが、金本位制度を採用していた各国政府の金に対する強いコミットメントのおかげで、金本位制度は長期にわたって安定的に存続した。一方、その安定性の見返りとして、労働者階層の政治的発言力は比較的弱い状況に置かれ、他方で資本家や債権者たちは比較的強い政治的影響力を発揮した²¹⁾。各国の中央銀行は不安定化させるような行動を慎み、危機発生時には相互に融資を通じて支援し合った。中央銀行間の国際協調や協力である。しかし先述のとおり、第一次世界大戦は、金本位制度のみならず、中央銀行間の国際協調や協力も破壊してしまった。

もし「ジレンマ (dilemma)」が2つの (往々にして不都合な) 選択肢間の選択を意味するとすれば、トリレンマ (impossible trinity) は3つの望ましい選択肢のうち1つを犠牲にすることを不可避とするものであると定義できよう。経済問題におけるもっとも有名なトリレンマは国際金融におけるものであると言えよう。すなわち、各国は①固定為替レート制度、②国際資本移動の自由、③独立的な金融政策を獲得することができるが、3つの選択肢をすべて獲得することはできない。2つに限定される、というものである。金本位制度の下では、資本の国際移動は自由に行われており、為替レートは固定されていた。しかし金本位制度は自国通貨を金に釘付けておくために、金融政策は調整を余儀なくされた。すなわち、為替レートの安定という国際均衡を優先するために、国内均衡を図るべき金融政策が犠牲にされたのである。第二次大戦後のブレトン・ウッズ体制下では、固定為替レート制度が採用され、金融政策は国内均衡のために確保され、その独立性が保障された。その結果、国際資本移動は規制を余儀なくされた。

20) 春井 (1992) を参照。

21) 春井 (1974) および Keynes (1923) 参照。

図 4 トリレンマから生じる不安定性：3 つは多過ぎ



出所：The Economist, July 5th 2014.

先に述べた 1970 年代のアメリカ・ドルの金兌換停止や変動為替レート制度への移行により、1980 年代以降、国際資本移動はふたたび自由化され、またグローバル化の進展により、国際資本移動は極めて膨大な金額となり、かつ ICT 技術の進歩によりその移動のスピードも格段に高まった。そのため、世界中の金融市場（通貨・株式・債券・コモディティなど）がほぼ 1 つの統合された市場となることが可能な状況へと変化してきた。その結果、世界の一隅で生じた金融的不均衡は一瞬のうちに世界を駆け巡り、グローバルな金融危機や経済危機を引き起こす危険性も大幅に高まってきた。

IV おわりに

伝統的な金融論の教科書では、金融政策は引締めには効果的だが、緩和には効果がないと説明されてきた。いわゆる「ひもの理論 (string theory)」である。ひものは引っ張ることはできるが、押すことはできないからである²²⁾。既述のとおり、1980 年代前半の P・ボルカーはアメリカのインフレーションを強引な手段で抑制することに成功した。しかしその副作用（コスト）として、失業率が高騰したため、アメリカのマクロ経済全体として、「大成功」であったと評価できるかには疑問が呈されるであろう。他方、1930 年代のスウェー

22) Angrist, Jorda and Kuersteiner (2013) を参照。

デンの経験も物価安定政策がデフレ下のインフレ目標政策の成功例として評価することは適切ではない、とされている。

それでは、上述したような世界中の金融市場がグローバル・ネットワークで密接に結びつけられている今日の下で、「2年で2%のインフレ目標」の達成を標榜する《クロダノミクス》は、果たして、その期待通りの成果をあげることができるのであろうか。そして将来、金融論の教科書が書き換えられることになるのであろうか。世界の中央銀行の金融政策の日々の運営から目を離すことのできない日々が今後とも継続していくのであろう。そして2014年度の完了（2015年3月31日）後、すなわち2013年4月発表の「異次元緩和」から2年が経過した後の2015年のわが国のインフレーションの状況を世界中が凝視することになるのは必至であろう。

また、小論の冒頭で指摘したように、『ザ・バンカー』誌が選出した「2014年中央銀行総裁賞」を受賞した黒田東彦日本銀行総裁は、その面目躍如となるのであろうか。セントラル・バンキングの研究者はもとより、中央銀行ウォッチャーや投資家たちにとって、滅多に遭遇することのない興味津々たる時期が間もなく到来することだけは確実なのである。

参考文献

- 伊藤隆敏（2001）『インフレ・ターゲティング』日本経済新聞社。
- 春井久志（1974）「J・M・ケインズの貨幣理論——『貨幣改革論』を中心に——」『名古屋学院大学論集（社会科学編）』、第11巻、第2号、12月
- 春井久志（1992）『金本位制度の経済学——イギリス金本位制度の理論と歴史・政策——』ミネルヴァ書房。
- 春井久志（2013）『中央銀行の経済分析』東洋経済新報社。
- 黒田晁生（2011）『入門 金融』（第5版）、東洋経済新報社。
- 北岡孝義（2009）「1930年代のスウェーデンの物価安定政策」『社会科学研究紀要』、3月。
- 白川方明（2002）「1930年代の経験に学ぶ「デフレ脱却」の歴史的教訓」『週刊ダイヤモンド』、4月13日号。

- Angrist, J.D., O. Jorda and G. Kuersteiner (2013) ‘Semiparametric Estimates of Monetary Policy Effects: String Theory Revisited’, NEBR Working Paper No. 19355, August.
- Bank for International Settlements (2014) *84th Annual Report*, 29 June.
- Blair, M. QC, Ross Cranston MP, Christopher Ryan and Michael Taylor (1998) *Blackstone’s Guide to the Bank of England Act 1998*, Blackstone Press Limited.
- Goodhart, C. (1988) *The Evolution of Central Banks*, The MIT Press.
- Keynes, J.M. (1923) *A Tract on Monetary Reform, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 4, 1971. (中内恒夫訳『貨幣改革論』東洋経済新報社、1978年)。
- MacFarlane, H. and P. Mortimer-Lee (1994) “Inflation over 300 years”, *Bank of England Quarterly Review*, May.
- Meltzer, A. (2003) *A History of Federal Reserve*, Vol. 1, University of Chicago Press.
- Musson, A.E. (1959) “The Great Depression in Britain, 1873-1896: Reappraisal”, *Journal of Economic History*, June.
- Pringle, R. and A.A. Mahate(1993) *Central Banking Directory*, Central Banking Publications
- Thornton, D.L. (2012) “The Dual Mandate: Has the Fed Changed Its Objective?”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April.
- Woodford (2003) *Interest and Prices*, Princeton University Press.