

CARF ワーキングペーパー

CARF-J-048

『中央銀行の「静かなる革命」
——金融政策が直面する3つの課題』
アラン・ブラインダー著：解説*

東京大学大学院経済学研究科
植田和男

2008年2月

❁ 現在、CARFは第一生命、日本生命、野村ホールディングス、みずほフィナンシャルグループ、三井住友銀行、三菱東京UFJ銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARFワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARFワーキングペーパーの多くは
以下のサイトから無料で入手可能です。
http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.cgi

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複写することは差し控えて下さい。

2008年3月

『中央銀行の「静かなる革命」——金融政策が直面する3つの課題』アラン・ブラインダー著：解説*

植田和男

*本稿は **The Quiet Revolution**, Alan Blinder, Yale University Press 2004 の日本語版（日本経済新聞社より出版予定）への解説論文である。

The Quiet Revolution 解説

本書はマクロ経済学・金融論を専門とする学者であり、米国連邦準備制度の副議長も務めたアラン・ブラインダーによる最近の中央銀行制度についてのイェール大学での講演をまとめたものである。そのポイントを一言にまとめれば、中央銀行総裁が密室で一人で政策を決め、市場を煙に巻くような発言しかしない古い中央銀行モデルから、市場との緊張関係の中で透明性を重視する政策委員会によって集団で政策決定が行われる現代的な中央銀行モデルへの発展を描き、それを肯定的に捉えているということである。

透明性に関する叙述はわかりやすいものだが、透明性礼賛とも言えるほどのブラインダーの議論の展開に一部の読者は躊躇を覚えるかもしれない。集団による意思決定の優位性は経済学では十分解明されていない問題である。本書ではブラインダーは、金融政策決定に関する様々なリスクを分散する仕組みとして集団による決定を正当化している。意欲的な分析である一方、見逃されている論点もあるかもしれない。さらに、ブラインダーは中央銀行が不必要な政治の介入から独立であるべきであるとともに、市場の付和雷同的な動きにも振り回されないことの大切さを説く。こちらは多くの実務家の支持を得そうであるが、経済学の専門家からは実証的根拠不十分という批判も出るかもしれない。しかし、大学での講演という比較的自由な発言が可能な状況を利用して、ブラインダーは中央銀行論について既存の枠組みにとらわれない斬新な議論を展開している。彼の主張に賛成する人も首をかしげる人も一読して得るところは多いはずである。

以下、各章ごとに彼の論点を大まかに要約し、日本銀行政策審議委員であった筆者の経験も踏まえた若干のコメントを加える。その後、最近のサブプライム問題のような金融危機が提起する金融政策に対するインプリケーションを整理し、その上で本書全体に対する大きなコメントを一つだけ付け加えることにする。

第1章は中央銀行の透明性のメリットに関する詳細な考察である。中央銀行の政治からの独立性を高める動きの中で、その透明性をも高めて外部に対する説明責任を果たすべきだという議論が一般的である。ブラインダーはこれに加えて透明性の向上が金融政策の有効性を増大させることにもなると指摘する。例えば、次のような点である。一般に、中央銀行は短期金利を政策変数とするが、広く経済一般に影響力が強いのは長期金利である。長期金利は、第一次近似として、現在から将来にかけての短期金利の予想値の平均であるというのが標準的な理論である。将来の短期金利は将来の金融政策で決まるから、金融政策の考え方について透明性が高い国の方が、中央銀行の意図が短期金利だけでなく、長期金利、経済に及びやすいわけである。

何についての透明性かという点についても詳しい議論が展開される。まず中央銀行にと

っての目標についてであり、次にそれを達成するための方法についてであり、さらには様々な政策決定に至った議論の内容についてである。ここでもブラインダーは透明性が高いほど望ましいという立場を堅持している。目標については、明示的なインフレーション・ターゲットの採用を推奨しているし、これが本書のバックボーンでもある。金融政策手法についてはいろいろな論点があるが、少なくとも中央銀行の経済予測を公表すべきだとしている。また、政策の議論については、詳細な議事要旨を公表すべきだが、ここでは政策委員会が協調的(collegial)か、個人主義的(individualistic)かによって対応は異なると述べている。依然としてより高い透明性が望ましいが、個人主義型の場合には議論の対立をどの程度まで市場等を混乱させずに伝えることができるかという難しさがあると指摘している。

ブラインダーの主張は一部極端にも聞こえるが、本書出版後彼の主張する方向へ歩を進めた中央銀行も多い。例えば、日本銀行は2006年春から、政策の目標ではないが、「物価安定の定義」を数値的に公表している。米国連邦準備制度はボードの経済予測を2007年秋から公表し始めた。

日本銀行の現状をブラインダー流の物差しで評価すれば、政策の目標についてはいまだはっきりとは数値的には定義されていないものの、それにある程度近づくための努力の結果が見える。政策決定の方法の開示という点では、政策委員会の経済予測が公表されている。政策決定に至る議論の開示という点でもかなり詳細な議事要旨が公表されているということである。政策目標を別にすれば、ブラインダーが理想とする中央銀行にかなり近づいてきたといえるのではないだろうか。ただし、2006年の量的緩和解除後の金利引き上げ局面で、政策の考え方がうまく市場に伝わらず、混乱を招いたように見える点は改善の余地がある。

第2章は、集団（政策委員会）による金融政策の決定という世界的なトレンドの要因、その是非の、これもまた詳細な分析である。ブラインダーの調べによると、2004年時点で、30程度の主要国の中央銀行のうち、総裁が独裁的に政策を決めている国は2国だけである。もちろん、独裁的な意思決定か、集団による決定かという分類は相対的なものである。例えば、米国連邦準備制度では長い間、アラン・グリーンズパン議長が実質独裁性に近い形で政策を決めていたと考えられる。

それにしても大まかには政策委員会による多数決での意思決定の方向に世界が動いているとすると、どのような利点があるのだろうか。ブラインダーの議論を要約すれば、複数の人間による意思決定が、個人によるその場合に発生しかねない様々なリスクを分散化することによって、より良い意思決定に至るということである。複数の個人の方が持ち寄る情報は多いであろう。経済を描写する唯一正しいモデルが存在しない状況では、様々な人が様々なモデルを持ち寄ったほうが良いだろう。もちろん、きわめて優れた金融政策の専門家がいればその人ひとりに任せて政策を決めたほうが効率的である。しかし、現実に

常にそういう個人が見つかるわけではないとの認識の下では、集団による意思決定が優れている。ブラインダーは、学生を被験者にしたこの点に関する実験経済学的な分析結果も紹介しており興味深い。個人と集団に金融政策ゲームを実行させ、そのパフォーマンスの差を見るのである。それによれば、集団の方が平均的に個人より優れているだけでなく、意思決定に至る早さも集団の方がやや早いという驚くべき結果が得られている。教室での実験の結果がどの程度現実の政策決定の現場にとって意味があるかは未知数だが、興味深い結果であることは間違いない。

以上の考察は、第1章でも登場した集団による意思決定の中での協調型対個人主義型の比較にも重要な含意を持っている。集団による意思決定の利点が発揮されるためには、様々な異なる情報や考え方を持ち寄る個人の意見が政策決定に十分反映されることが重要であり、これは個人主義型政策委員会をより良い組織形態とみなすことにつながる。

この章の議論は金融政策の現場に通じたブラインダーならではのものとして大変興味深い。筆者なりに若干コメントしてみよう。あたりまえだが、どのような形態で金融政策の意思決定がなされるにせよ、結局はどのような能力の個人が政策委員会メンバー、あるいは総裁に選ばれるかによる違いがきわめて大きい。政策委員会メンバーの任命は、多くの国で政治家の権限である。この意味で、ほとんどの中央銀行は政治から100%の独立性を確保していないし、それはそれで当然である。民主主義の下では、本来は国民の投票で選ばれた政治家が金融政策も決めるべきだろう。しかし、そうではなく政治家は専門家に金融政策決定権限を委譲する。その理由は、金融政策決定が高度に専門的であること、政策効果発現までのラグの問題などから長期の視野で物事を見なければいけないのに対して、選挙を控えた政治家が近視眼的になりやすいことなどである。従って、政治家サイドでは金融政策を任せられる専門家を適切に選ぶ仕組みを整備する必要がある。それでも時々の政治情勢から最適な政策委員任命がなされないケースもあろう。このリスクを軽減するにはメンバーの任命時期をずらすことが一つの対応である。日本銀行の場合、執行部を除く審議委員については1998年の日銀法改正時にこうした措置がとられたが、総裁、副総裁の3人については就任時期が同じタイミングになったままである。この点の是正は日本銀行にとって大きな課題である。

もう一つ付け加えれば、政策委員会のメンバーになる専門家は生身の人間である。日本銀行の場合で言えば5年の任期を務めるわけだが、それが最後の仕事という人はどちらかといえば少数派だろう。すると、政策委員会メンバーを終えた後のことも本人の頭の中にはあるわけである。メンバーの時期に最適な金融政策運営に努力するということが、本人の将来の可能性をも拡大するというケースが望ましいが、そうでない場合もあろう。例えば、単に目立ちたいだけのための（議事要旨等に残る形での）発言をする人が出てこないといえるだろうか。こうした場合には、本書になるような個人主義型の政策委員会のメリットは大きく低下することになる。

第3章は、経済理論的には一段と未知の世界へのブラインダーの挑戦である。簡潔にまとめれば、中央銀行は市場動向を常に最新の注意を払って見守るべきだが、それに振り回されてはいけないということである。ブラインダーも言及している例を使えば、現在の長期金利には市場による将来の短期金利予想が反映されている。中央銀行が十分に透明であれば、その政策運営の考え方もわかった上で、将来の短期金利予想が形成されているはずである。従って、格段の状況の変化がない限り、こうした市場の短期金利予想に沿った政策運営を実施するのが良さそうである。しかし、ブラインダーはこの考え方に反対する。彼によれば、市場はもっとずっと近視眼的である。つまりあまり将来のことを合理的に考えずに、将来短期金利の予想を形成し、現在の長期金利を決めている。例えば、彼が以前に行った計算によると、1年物金利と30年物国債に含まれる今から29年先の先物1年物金利の相関は0.54であった。つまり29年先の金利の姿を読むのに、市場は非常に多くを現在から1年先までについての情報に依存しているのである。あるいは短期の情報に長期の資産の価格付けが過剰反応している。さらに別の専門的な表現を用いれば、市場の予想は合理的でなく適応型（現在の動きを外挿して将来を予想する）である。

ブラインダーによれば、これは市場の時間的視野の短さの証明である。また、市場を重視しすぎる中央銀行は政治の時間的視野の短さから逃れたとしても、市場のそのの虜となってしまう。そうではなく、市場と中央銀行のゲームでは、中央銀行はリーダーでなければならない。そのためには、1、2章で指摘されたように、自らの目標、それへのアプローチの仕方を丁寧に市場に説明して透明性を高めるとともに、市場の短期的な振れに惑わされることなく、自ら最適と思う政策を実行すべきである。

この章の内容はきわめて興味深く、筆者もブラインダーの主張に同情的だが、他の章ほどには同僚の経済学者の賛意を得られない面もあると見られる。実際、章の中でブラインダー自身「(この場では)同僚の経済学者の評価から逃れているので」と断っていくつかの主張を展開している。彼も自信がない最大のポイントは、市場の予想形成が必ずしも合理的でない、短期的視野に基づいたもの、あるいは付和雷同型であるという主張を現代の経済学が要求するほどには精密に根拠付けることができている点にある。

それにもかかわらず、この章の重要性は過小評価できない。ブラインダーはアカデミックなタッチでこの章を記述しているが、現実には中央銀行が市場に対するリーダーでなく、フォロアーになってしまうことは悪夢である。市場が要求する金融政策を実行しないと、市場は反乱する(例えば株価が下がる)。しかし市場の要求どおりに政策を実行しても市場は好感せずに一段の政策実行を催促する。ただ、こうした現象は市場における予想の短期バイアスだけで発生するとは限らない。中央銀行側が適切なタイミングで適切な政策を実行しなければ、市場は反乱するのである。

経済学の観点からも、金利の期間構造の議論と市場における予想のあり方についてのブラインダーの見方はやはり興味深い。ここ20年ほど学界では、リスク・プレミアムが一定、予想は合理的とする利子率に関する期間構造の理論は、現実の市場金利を十分説明できな

いことが様々な形で立証されてきている。含意としては、リスク・プレミアムが複雑な動きをしているか、市場の予想が何らかの意味で合理的でないかである。金融論、金融政策の理論にとっては重大なブレイクスルーが求められているといえよう。その一方で、優秀な中央銀行家は、自らの経験に基づいて、市場はきわめて重要な情報をもたらしてくれるものの、決して心中することはできない対象であることを知っているものである。

最後に以上のような本書の論点についてやや別の観点から検討を加えておきたい。それはいわゆるサブプライム問題によって例示されているような現象の金融政策運営へのインプリケーションに関連する点である。

本書で議論されたような中央銀行周りの制度的工夫もあって、主要国では深刻なインフレーションはここ20年前後、あまり観察されていない。その中で目立ってきたのが、資産価格の不安定な動きである。これは今回の米国に限らない。遡れば、1980年代後半の日本ではインフレ率が比較的低位安定し、金利も低水準に抑えられる中での好景気に伴って、地価・株価のバブルが発生した。多少のインフレ率の上昇に伴って政策金利は引き上げられたものの、深刻なインフレ期のような引き締めではなかった。それでも株価・地価は暴落し、その後の対応のまずさもあって日本の金融システムは10年以上にわたってその機能を著しく低下させた。

次の分かりやすい例は1990年代末のいわゆるITバブルとその崩壊である。1998年のLTCM危機もあって低金利が長引いた米国・欧州では、やはり深刻なインフレには至らなかったものの、IT関連の株価と一部設備投資の行き過ぎが発生した。このITバブルは多少の金利引き上げの中で2000年後半には崩壊し、2001年—2002年の不況を招いた。

ある意味では、その後遺症が今回のサブプライム問題である。2001年以降急速に引き下げられた金利は、米国・欧州を中心に住宅投資の急回復をもたらした。1990年ごろまでの米国では好況時にインフレが進行、金利が大幅に引き上げられたため、それによって住宅投資が大きく落ち込むことが多かった。インフレが収まると、金利引下げで住宅投資は回復するのだが、大幅な行き過ぎになる前に次のインフレ率上昇と金利引き上げが到来したのである。2001年以降は、低金利と相対的に堅調な不動産市場が続いた後での一段の金利引下げであったため、住宅投資の回復力は強かった。2004年以降米国連邦準備制度は連続的な金利引き上げに動いたものの、住宅投資、あるいは住宅ローン証券化商品に対する投資は行き過ぎの感を呈し、2006年後半以降始まったその修正は、2007年夏からの深刻な金融危機につながった。これに対応して米国連邦準備制度は2007年9月から2008年3月の間に政策金利を3%も引き下げた。それも米国のインフレ率にはっきりとした下落の兆しが見えない中でのことである。

このように各国がおおむねインフレ抑制に成功する中で、好況期には資産価格が急上昇し、その後本格的ともいえない引き締めの中で急落する。すると、金融政策は緩和に転じ

るとともに、また資産価格が上昇に転じるというサイクルが繰り返されている。最近では、商品価格が資産価格と似たような動きを見せ始めている。資産価格の下落がある程度以上に達したケースでは、金融システムの安定性に黄色ないし赤信号が点灯する場合が少くない。

多くの中央銀行で資産価格の安定化は政策の目標に含まれてはいない。他方、明示的に法律にそう書かれているかどうかは別として、金融システムを安定な状態に保つことは、多かれ少なかれ自らの責任の一端だと考えている中央銀行は多い。（日本銀行法の場合は、第一条第二項に「日本銀行は。銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資する」という記述がある。）従って、今回の米国のケースもそうだが、金融システムに重大な問題が発生した場合には、それへの対応を実行するケースが多い。この場合、インフレ率の動向はいわば二の次にしてということになる。

明らかに以上のような対応は、狭い意味のインフレーション・ターゲティングとは多少なりとも異なった行動といえよう。ここでは最近になって財・サービス価格に対する資産価格の不安定性が目立つようになったという面を強調したが、いざとなれば金融システム不安への対応を優先するという中央銀行の行動パターンは昔から良く知られている。たとえば、バーナンキ・ミシキン（1992）は、主要6カ国の中央銀行の行動パターンを分析し、大まかにはそれがその時々で最も重要と思われる課題への対応という特徴を示していると結論付けた。そうはいっても平時の課題の多くは、インフレ、景気の安定化である。しかし、しばしば金融システムの不安定性への対応が中央銀行の行動を決める第一の要因になるという。

非常時の金融システム不安対応優先をインフレーション・ターゲティングの言葉で説明することは不可能ではない。現在の金融不安を放置すると、かなりの確率で将来のどこかで景気的大幅な悪化、デフレのリスクがあると主張するわけである。この議論を一步進めれば、バブル的な資産価格の動き、その後の急落による金融システムの動揺を防ごうとして、インフレ率が上昇の気配を見せる前から引き締め気味の政策運営をすることが考えられる。この場合は、低金利を長く続けるとバブルになり、それが崩壊すると金融システムの動揺が生じる、さらにその後デフレにつながるという理屈立てである。実際、2006年以降の金利引き上げ局面での日本銀行の説明振りはこれに近い。¹ より技術的には、前もって決まった年数後のインフレ率の安定性を目指すというよりは、現在からかなり遠い将来にかけてのインフレ率動向を見通し、その「平均的」、あるいは「持続的」な安定性を志向するという説明振りになる。

以上は一部の専門家には十分受け入れられる説明だろうが、十分な透明性を備えているかというとなかなか難しい。何年先くらいのインフレ率を念頭においてそのときの政策金利が決められているかが、可変的なわけである。裏返せば、1年先のインフレ率、2年先のそれ、3年先のそれ。。と複数の目標があることになる。さらに言い換えれば、少し先

¹ たとえば、日本銀行（2006）第4項、参照。

のインフレ率と金融システムの安定性と複数の目標があるわけである。複数の目標があつてその重要性が時とともに変化するというような状況下では政策運営の透明性を担保することは必ずしも容易ではない。経済予測の公表にしても何年先までを公表すべきか。さらには金融システムが下手をすると大混乱に陥るというような可能性を予測に取り込むことはなかなか難しい。

もちろん、経済予測が上下方向に外れるリスクについての言及等を通じて上記の問題への対応は不可能ではないと思われる。しかし、そもそも金融システム不安にどの程度本格的に対応すべきか決めかねている中央銀行も多いと思われる。インフレ率が当面相対的に安定を続ける中で、資産価格や金融システムの動揺が頻繁に起こるとすると、それにどう対応するか、その上で透明性を維持するための説明振りはどのようなものが最適か、理想の中央銀行像までの道のりはまだまだ長いように思われる。

参考文献

日本銀行（2006）『金融市場調節方針の変更について』7月14日。

Bernanke, Ben S., and Mishkin, Frederic S. (1992) "Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries." In Olivier Blanchard and Stanley Fischer, eds. NBER Macroeconomics Annual, Cambridge, MA: MIT Press, 183-238.