

日本銀行で三九年働いて感じたこと…経済学、政策、社会

白 川 方 明

今年のホームカミングデイは東京大学経済学部創設一〇〇周年の節目に当たる。そのような記念すべき年に講演する機会を与えられ、卒業生として大変光栄に思っている。私は昭和四三年（一九六八年）に東京大学に入学したが、大学紛争の影響で経済学部への進学は大幅に遅れた。ゼミは三年生の時は浜田先生、四年生の時は小宮先生のゼミに所属したが、特に小宮先生からは圧倒的に大きな影響を受けた。「近代経済学」という言葉は今では死語になっているが、当時はマルクス経済学の影響がまだ強い時代であり、近代経済学は少数派であった。小宮先生をはじめ多くの近代経済学者が現実の経済問題に対し様々な発言をし、今から振り返ると、近代経済学が輝いていたという時代だったという印象を持つ。学生時代の最も大きな経済政策上の論争は円切り上げ問題であり、その少し前は八幡製鉄と富士製鉄の大型合併問題であった。公害問題も深刻になりつつあった。就職先は経済学の美しさや切れ味の良さに魅力を感じたこともあって、経済学を活かしながらパブリックな仕事に従事したいという漠然と思いつから日本銀行を選んだ。

日本銀行には合計三九年間勤務し、最後の五年間は総裁を務めた。日本銀行での仕事はやりがいがあると同時に奥

が深く、そうした職場で仕事をすることが出来たことは幸運であった。そして、若い時に経済学を学んだことはつくづく幸運だったと思う。ただそれと同時に、経済理論の限界というか、既存の理論の狭さを感じることも少なくなかった。本日は自分自身の日本銀行での経験を振り返りながら、経済学や政策、社会の関係についてお話をしてみた。

一・中央銀行の役割

中央銀行の役割について皆さんはどのようなイメージを持たれているだろうか。最も標準的なイメージは、「独立性を有した中央銀行が金融政策を通じて物価安定を実現するよう努めている」というものではなからうか。キーワードを挙げるとすれば、独立性、金融政策、物価安定の三つであろう。「金融政策」という言葉は、一般には「金利の変更を通じて物価や景気に影響を与える政策」だと理解されていると思う。その理解自体には異論はないが、「中央銀行の仕事イコール金融政策」だと受け取られているとすると、そうではないことを強調したい。金融政策は非常に重要だが、現実の中央銀行の仕事はもっと幅広い。

銀行業務の重要性

このことをリーマン危機を例にとって説明しよう。二〇〇八年秋のリーマン危機は、世界経済が一九三〇年代のような大恐慌に陥る寸前までいった出来事と言っても過言ではなかった。最終的にはそうした状況に陥ることは何とか回避できたが、当時中央銀行が実行した措置の中で最も効果的であったものを挙げるとすれば、そのひとつは中央銀

行の「最後の貸し手」としての資金供給であった。危機はいつも資金繰りの困難化から顕在化する。したがって、自国通貨での資金不足に対応し、中央銀行が金融システムの崩壊を防ぐために自国通貨での資金供給を増やすことは当然であるが、リーマン危機の時は、民間経済主体は外貨であるドル資金の調達困難化に直面した。そのような時には金利の引き下げは、仮にそれが大幅なものであったとしても、切迫した事態に対する有効な処方箋ではない。必要なのはドル資金供給であった。そうした事態に対処して、日本銀行を含め主要国の中央銀行は米国のニューヨーク連邦準備銀行との間で米ドルのスワップ・ラインを締結し、自国通貨を無制限で担保として提供する代わりにドル資金を無制限で調達することにした上で、自国内でそのドル資金を無制限で供給することを行った。

リーマン危機時に中央銀行が果たした重要な役割として指摘したいもうひとつのことは、中央銀行が常日頃から取り組んでいる決済システムの安全性向上策の果たした役割である。リーマン危機の時、経済活動は大幅に収縮したが、外国貿易に必要な外国為替の取引自体は円滑に行われた。これは決して当然のことではない。時差の存在に伴う外国為替の決済リスク——例えば、日本時間で円を支払った後、米国時間でドルの入金がない——を考えると、これは不思議なことである。なぜ外国為替取引が平常に行われたかと言うと、ペアとなる通貨を同時に決済するCLS (Continuous Linked System) と呼ばれる仕組みがリーマン危機の数年前に導入されていたからである。もし、この時差リスク解消の努力が間に合っていなかった場合に何が起きただろうかと考えると、慄然とする。中央銀行はそうした不測の事態を想定して、こうした決済の仕組みの導入を民間に働きかけ、それが何とか間に合ったのである。

今紹介した中央銀行のふたつの取り組みは一言で言うと、中央銀行の「銀行の銀行」としての業務である。金融政

策は資金の決済、担保の評価・受払をはじめ、具体的な銀行業務、銀行実務を通じて実行される。実務の詰めを欠いた政策論は絵に描いた餅である。理念を実務に落とすためには、経済学だけでなく、法律やテクノロジーに関する知識が不可欠となる。自分自身を振り返っても、学生時代には金融政策以外については中央銀行に関する知識も関心もなかったし、残念なことに、現在でも中央銀行に関する議論は圧倒的に金融政策に集中している。金融政策以外の仕事の重要性も正しく認識して初めて、バランスのとれた形で中央銀行を議論できるというのが私の実感である。

物価安定下のバブルの発生

そのことを言ったうえで、中央銀行の仕事として金融政策が重要であることは言うまでもない。その目的は物価の安定である。私が日銀に入った頃はインフレが大きな問題であり、物価安定と言えばインフレ抑制のことであった。昭和四八、四九年の「狂乱インフレ」の時は、第一次石油ショックの影響もあり、消費者物価の前年比上昇率は二五%にも上った。これに対処して強力な金融引き締めが行われた。第二次石油ショックの時は、予防的引き締め措置が取られた。これらの措置が奏功し、日本は他の先進国に比べ、比較的早期にインフレ抑制に成功した。一九八〇年代の日本経済は、物価上昇率は低い一方、成長率は高く、国際的にみて圧倒的に良好パフォーマンスを示した。

しかし、そうした状態も長くは続かなかった。正に物価が安定していた時に、世界の経済史の中でも例を見ないような未曾有の規模のバブルが発生し拡大していった。バブル期の日本の消費者物価の前年比上昇率は平均で1%以下であり、マイナスを記録することもあった。バブルが拡大すると、やがてバブルは崩壊し金融危機に直面する。この時期に仕事をした世代の人間にとっては、一九八〇年代後半のバブルがその後の日本経済に極めて大きな影響を与え

たことは説明の必要もないし、苦い実感をもって思い出されることと思う。興味深いことは、この一連の長いマクロ経済の不安定期を振り返ってみると、大きな経済変動をもたらした不均衡は物価ではなく、資産価格の上昇、債務の増加、調達と運用の期間ミスマッチといった「金融的不均衡」であったことである。そうだとすると、一連の出来事は、物価安定は重要であるが、物価上昇率の動きだけに過度に目を奪われると経済の大きな変動の目を見逃すことになることを意味している。

日本で起きたこととほぼ同じことが、二〇年ほどの期間を経て今度は欧米諸国でも起きた。グローバル金融危機である。興味深いことは、それに先立つ二〇〇〇年代半ば頃までは、欧米諸国は物価安定と高い成長率を享受し、欧米の政策当局者やマクロ経済学者は自らの金融政策の運営の仕方に過剰なまでの自信を持つに至っていたことである。

当時の経済を指す言葉としてよく用いられたのは、「大いなる安定」(Great Moderation)であった。そうした当時の雰囲気的一端を伝えるために、元FRB副議長であり現在はプリンストン大学の教授であるアラン・ブラインダーが二〇〇五年夏に行った講演の一節を紹介したい。ブラインダーは「グリーンズパン議長は日本銀行が陥ったゼロ金利状態になることを防ぐために断固とした措置をとったこと」、「バブルが崩壊した後大量に流動性を供給する戦略はうまく行く(work pretty well)」ことを強調したが、その三年後、FRBを含め多くの先進国はゼロ金利に直面することになった。そして、前述のように、世界は一九三〇年代のような大恐慌の崖っ淵まで行くことになった。

このような経験を経て、欧米の政策当局者や学界の雰囲気も多少変化し、物価安定だけで経済の安定が保証されるわけではないことや、金融システムの安定が重要であることについて、以前に比べると意識されるようになった。私からみると、認識が変化するのに時間がかかり過ぎたという感を拭えないが、事態は少しずつ良い方向に変化しつつ

あるように思える。

金融政策の目的は？

それでは、金融政策の運営において、物価の安定と金融システムの安定はどのように位置づけるべきだろうか。グローバル金融危機前の主流派経済学者やその影響を強く受けた欧米の中央銀行の当局者は、「物価の安定は中央銀行の行う金融政策の仕事、金融システムの安定は金融規制監督の行う仕事」という、二分法で考えることが支配的であった。しかし、日本を含め各国の経験振り返ると、物価の安定と金融システムの安定がそれぞれ独立の目的であるとは思えない。低インフレの下、低金利がずっと続くという予想が広がる時には、金融機関、企業、個人という民間経済主体は債務を増やしバランスシートを拡張する。その結果、レバレッジは拡大し、資産価格も上がる。民間経済主体から見ると、仮りに資産価格が下落する時でも中央銀行が金利引き下げで対応してくれるという安心感を持つ場合には、債務を過大に増やすことになる。そのような行動が広がると、バブルと言うか、金融的不均衡が拡大し、最終的には過剰債務や期間ミスマッチの問題が顕在化し、金融危機を迎えることになる。そうなると、景気は落ち込み物価は下がる。つまり、物価の安定と金融システムの安定はやや長い目で見ると、関連しており決して独立の現象ではない。従って、金融政策の目的を物価の安定と単純に言い切ることは適切ではない。もともと伝統的な議論は物価安定を目指す政策を金融政策と定義している面もある。そう考えると、「金融政策の目的」という議論の立て方は必ずしも適切ではなく、「中央銀行の目的」という形で議論をすべきかもしれない。

中央銀行の目的は「通貨の安定」と言っても良いし、「安定定的な金融環境の実現」と言っても良いが、要は持続

的な経済の成長を支える金融的な環境、言わばインフラを維持することであると私は思っている。もう少し別の言葉で言うと、経済が持続的な成長経路から外れることを防ぐことである。経済が持続的な成長経路から外れるひとつのケースはインフレであり、もうひとつはバブルや金融危機である。

逆に言うと、中央銀行は潜在成長率を自らの力で引き上げることが出来ない。ただし、安定的な金融環境の維持という仕事に失敗すると、経済に大きなダメージを与える。その場合には、潜在成長率も低下する。その意味では、中央銀行は経済にマイナスとなることをしないということを通じて、経済が有している潜在的な力を最大限発揮することに貢献していると思うことは出来ると思う。

中央銀行の目的である通貨の安定の内容を分解すると、「物価の安定」と「金融システムの安定」に整理できるが、これまでの説明から分かるように、両者は同じコインの裏表の関係にある。私は両者の違いはタイムスパンの違いだと理解している。物価安定と言う場合のタイムスパンは通常は二、三年程度と比較的短いのに対し、金融システムの安定という場合のタイムスパンはもっと長く、場合によっては一〇年を超えることも少なくない。

二．日本銀行の金融政策に対する批判

皆さんもご存じのように、日本銀行の金融政策は一九九〇年代、特に後半以降、激しい批判を受けてきた。批判論者の議論は以下の三点に要約される。第一は、一九九〇年代以降の日本の低成長の原因はデフレ、すなわち物価の下落にある。第二は、デフレは「貨幣的現象」である。中央銀行がマネタリーベースを大幅に増やし、あるいはそうした手段の採用も含めて大胆に行動し期待に適切に働きかければ、デフレは解消する。第三は、そうした大胆な金融政

策運営を実現するために、日本銀行は2%の物価目標を設定の上、期限を区切ってこの目標達成を約束しないといけない。いわゆるインフレーション・ターゲットの議論である。もともと、海外のインフレーション・ターゲットはこのような機械的な金融政策運営を主張していた訳ではないので、日本で提唱されていたのは、「日本版インフレーション・ターゲット」であったと思っっている。

しかし、日本銀行を激しく批判してきた海外の学者の論調も最近はかなり変化してきている。この点で私が最も印象深く感じているのは、米国の元財務長官で現在はハーバード大学教授であるサマーズの議論である。同教授は「物価上昇率を引き上げようとした日本銀行の大規模な努力が物価上昇率の引き上げをもたらしていない (utter failure to raise inflation) ことは、中央銀行は金融政策を通じていつでも物価上昇率を決定出来るという公理として扱われてきたが必ずしも正しくないことを示唆している」と述べるに至っている。

さらに、最近では欧米諸国の「日本化」(Japanification) が議論されることも増えている。この言葉で意味していることは、低インフレ、低成長、そして、何よりも低金利から抜け出せない状態が長く続いていることである。実際、日本の長期金利はゼロを少し下回る水準であるが、ドイツは現在、日本よりも低い状態で推移している。かつて日本だけが低金利状態にあった時、欧米諸国は「自分達は日本の経験から教訓を学んだ」と言っていた。その教訓とは、「バブルが崩壊した後は大胆に金融政策を展開することが重要である。そのようにすれば、ゼロ金利に直面することはない」というものであった。それにもかかわらず、欧米諸国が日本と同じような状態、ないしそれに近い状態になることが懸念されているというのは、考えてみると不思議なことである。

しかし、金融緩和効果が発揮されるメカニズムを考えると、実は必ずしも不思議なことではない。金融緩和効果の

出発点は、伝統的な金融政策であれ、(量的緩和政策を含め) 非伝統的金融政策であれ、金利水準の低下である。短期金利の水準がゼロとなった後は、長期金利の引き下げが残された唯一の方法であり、その手段として資産の大量買い入れやフォワードガイダンスと呼ばれる将来の短期金利に関する情報発信が挙げられる。いずれの方法をとるにせよ、金利水準全般が引き下げられ、あるいは、その結果として資産価格が引き上げられると、金融環境が改善する。その結果、いずれ支出をしようと思っていた経済主体は、緩和した金融環境を背景に、支出するのであれば今だと判断して支出を増やす。これは、本質的に支出のタイミングの繰り上げであり、言わば将来需要の前借りというメカニズムである。このような金融緩和はある程度の期間であれば有効であるが、一〇年、二〇年というタームで需要水準全体を増やすものではない。同じことは物価水準に対する影響についても言える。今期の需要が増えた分だけ今期の物価は上がるが、次期の需要が減るとすれば物価もその分下がってしまう。金融緩和を長期に続ければ、必然的に効果は低下し、金利は次第にゼロに接近することになる。

金融緩和のもうひとつのメカニズムは、自国の為替レート下落による海外からの需要の取り込みである。しかし、為替レートは複数の通貨の交換レートである以上、すべての国がこの効果を受受できる訳ではない。グローバル金融危機が発生した時、日本の短期金利は既にゼロに近く長期金利の日本が最も低かったので、日本はこの為替レートの低下による金融緩和効果を受受できる立場にはなかった。いずれにせよ、グローバルなショックに見舞われた際にどの国もが金融緩和政策を追求すると、やがてどの国もがゼロ金利に接近する。

金融緩和政策が長期に亘る場合は、中長期的な影響も無視できなくなる。例えば、上述の需要の前借りは債務の積み上がりという意味するので、長期に亘れば債務が返済能力対比で過剰になり、将来の金融危機の火種が溜まってくるこ

となる。さらに、低金利が続くと企業の倒産も減少し、通常は景気循環の過程で生じる企業の倒産という新陳代謝機能が低下し、結果として経済全体の生産性上昇率が低下することにもなりかない。

三. 意見対立は何故生じるか？

金融政策の運営を巡る近年の論争は非常に激しいものであった。経済政策を巡る論争はかつてもあったが、近年のような刻々しい対立はなかった。意見の対立は何故生じるのであろうか。私の恩師の小宮先生は意見対立の源泉について、自著で次のように書いている。

「①経済哲学の違い、②理論・モデル・コトバの違い、③関連する経済変数の量・規模、政策効果の大きさについての認識の違い、④経済政策を制約している法的・制度的（プラス国際的）枠組みの理解の違い、⑤経済の現状認識、政策目標の優先順位、視野の広狭」を挙げている。その上で、「理論が（中略）全体の中で占めるウェイトは四分の一か三分の一ぐらいであり、全体としてバランスのとれた総合判断ができないと、経済政策に携わる実務家としてはもとより、経済政策を論じるものとしても不適格である」。

理論・モデル・コトバの違い

私の実感も小宮先生が述べている感覚に近い。多くの人がまず考えるのは理論上の違いである。理論のウェイトは政策分野によって異なるだろうが、金融政策について言うと、半分以下だと思う。理論は複雑な現実のなかで、本質的に重要な部分を残しそれ以外を捨象することによって成立することも忘れてはいけない。政策論議において重要な

ことは、議論しようとしている問題との関連で、何が本質的に重要であるかの見極めである。本質的に重要な現象を無視した理論モデルによって、政策のあり方を議論すると、当然、政策論議も的外れなものとなってくる。例えば、日本の低成長の問題を議論する時に、過去二〇年位の日本経済で起きた最も大きな変化である急速な労働人口の減少を抜きにした理論モデルに基づいて議論してもほとんど意味をなさない。緩やかな日本の物価の下落の問題を議論する時に、これまでの日本の労働市場の大きな特色である賃金の伸縮性を抜きにして、デフレの原因の議論は完結しない。結局、何を重要な現実と考えるか、何を重要な要素として取り込むかは、分析を行う人のセンスが問われる。そのセンスは、経済や社会に対する注意深い観察の中から生まれるものだと思う。

経済の現状認識の違い

経済の現状認識も重要である。一九九〇年代後半以降、日本の金融政策論議で最も頻繁に議論されたのは「デフレ」であった。デフレについても色々な定義はあり得ると思うが、政府が二〇〇一年に採用し現在まで続けている定義は、「景気の如何にかかわらず」物価が継続的に下落する状態」とされている。定義である以上、そのような定義もあり得ると思うが、経済学者がデフレという名前で心配する状態は、一九三〇年代に内外で経験したような、僅か数年間に二〇〜三〇%も物価が下落する事態である。このような状況の中で、経済活動は急激かつ大幅に縮小した。一方、日本のデフレは一五年間で四%弱、年率にすると〇・三%弱の物価の下落であった。

一九三〇年代のデフレが何故生じたかと言うと、最大の理由は金融システムが崩壊するような事態に陥ったことに求められる。その下で、金融不安、経済活動の収縮、物価の下落が生じ、それがさらにスパイラル的に拡大した。エ

コノミストの言葉を借りると、デフレ・スパイラルが発生した。他方、一九九〇年代後半以降の日本ではデフレ・スパイラルは生じなかった。その最大の理由は、金融システムの崩壊という事態だけは何とか回避できたからである。私にとっては、デフレを防ぐとは、金融システムの安定を守り抜くということとほぼ同義である。

翻って二〇〇〇年以降の日本経済をみると、GDPの成長率は先進国の下位グループであるが、生産年齢人口一人当たりのGDP成長率では日本は先進国の中では最も高く、米国よりも高い。このことは改めて生産年齢人口減少の影響の大きさを如実に物語っている。重要なことはこのような状況の下で労働力を増やす努力と、生産性を高めていく努力である。言い換えると、日本経済が直面している課題は、物価が上がっても解決しない。それにもかかわらず、「デフレ脱却が日本経済の直面する最大の課題である」ということがほぼ常套句のように言われてきた。「ナラティブ」や「ストーリー」の怖さを感じる。金融政策を含め、マクロ経済運営の失敗は、多くの場合、短期的な景気判断の誤りによって生じているというより、経済の直面する問題についての基本的な判断の誤りによって生じているというのが私の実感である。

実務家・政策当局者と理論家の違い

政策論議を巡って意見が大きく対立する時、中央銀行はどう行動すべきだろうか。先ほども触れたが、日本銀行は両サイドからの批判に晒された。いわゆる「リフレ派」からは、「マネタリーベースを大幅に増やせ」と、また私が「期待派」と名付けるグループからは「期待に働きかけろ」と言われた。他方、反対サイドから、「マネタリーベースの拡大は意味のないことであり一切やるべきではない」と批判された。

私自身は大胆な金融緩和政策の効果は限定的である一方、長期的には副作用も存在すると考えていた。ただ、非伝統的金融政策の効果について十分な知識がない中で、経済の状況が厳しくなっていく時に、中央銀行がそうした政策にトライすることは許されると考えていたし、現にそうした政策を実行した。その場合に難しいのは、どこまで実験が許されるかである。政策当局者である実務家は後で述べるように、数%の成功確率に賭けることは出来ない。通貨や金融システムは経済や社会の基盤であり、基盤が損なわれると、人々の生活も損なわれる。その意味で、取り返しのつかないような大きな失敗は許されない。したがって、中央銀行は非伝統的金融政策の便益とコスト、副作用を比較考量し、それらについて丁寧に説明しながら政策を遂行すべきだというのが私の考えであった。

これに対し、学者は新たな理論を構築することに大きな存在意義がある。一〇〇の理論が生まれる中で一つでも二つでも将来の人類の知的道具に入るものを提供できれば、それは大きな財産となる。しかしながら、このような政策当局者と学者、理論家の行動原理の違いはなかなか理解されない。実務家と理論家は立場や役割期待の違いを理解した上で、相互に敬意を払う必要があると思う。

それでは、経済学は役に立つかと現在問われれば、私の答えは間違いなくイエスである。経済の大きな流れを理解し、政策のあり方を考える上で、経済学は有用な枠組みを提供してくれる。その意味で、冒頭で述べたとおり、大学で経済学を学んだことは非常に幸運だったと思っている。同時に、経済理論にも流行り廃りがあり、支配的な知的モデルが随分変遷してきたことにも驚く。このように言う自分自身も振り返ってみると、現実の様々な経済現象に直面する中で考え方が変化していることに驚く。若い時には全く気付いていなかったことも多い。その意味では、知的に謙虚な姿勢が必要であることを強く感じる。そのことを忘れてしまうと、下手をすると自分が用いている知的モデル

というレンズでしか物が見えなくなってしまうことになる。最初の方で触れた「日本化」を回避する教訓を学んだと言っていた国で、「日本化」が生じているのは正にその一例である。

翻って日本の政策論議を振り返ってみると、米国で支配的な議論に基づいて日本の政策が議論される傾向が強かったと思う。そうした議論を振り返ると、正しいと思う議論もあったが、違和感を抱く議論も少なかった。ただ、違和感を抱く場合でも、米国で支配的な議論に対し説得的な形で批判しない限り、批判は相手には届かない。その意味では、共通の言語、すなわち、英語と普遍的なロジックである経済学の枠組に基づいて説明の努力を重ねる必要があると強く思っている。

四、中央銀行の独立性

中央銀行の独立性は金融政策が短期的な視野で影響されるのを防ぐための仕組みである。独立性が議論される際は、そこで取り上げられるのは専ら政治・政府からの独立である。政治が短期的な視野で動きやすいことを考えると、この議論の構図はわかりやすい。しかし、この視点でのみ、中央銀行の独立性の問題を考えるのは必ずしも現実の状況を正しく捉えていないというのが私の実感である。もちろん、金融政策が政府の意向で歪められるという古典的なケースは存在する。財政ファイナンス、金融政策が財政支配 (fiscal dominance) に陥る状態というのは正にそのようなケースである。

金融市場の有する短期バイアス

しかし、それがすべてではない。これを端的に表しているのが、中央銀行と市場との関係である。ブラインダーは著書でこのことを的確に指摘している。少し長くなるが、引用したい。「皮肉なものである。中央銀行が選挙で選ばれた政治家たちから独立性を与えられているのは、おそらく、政治プロセスが近視眼的になりがちだからだろう。それがわかっていいるから、政治家たちは賢明にも、金融政策をめぐる日常的な権限を独立した中央銀行に快く委譲し、インフレ監視を続けるように命じた。しかし、中央銀行がマーケットのご機嫌とりに注ぎすぎると、マーケットの持つ極端な短期的視野を暗黙のうちに採用してしまう可能性が高い。」「中央銀行員たちは『マーケットに追随する』誘惑に陥りやすい。(中略) 中央銀行員たちも所詮は人の子なのである。誰からであろうと、成績をもらうときにはよい点をもらいたいの、彼らも同じである。本当に重要な評決は歴史の審判だけであるが、その審判が下されるのを待つには驚くほど強靱な精神力を必要とする。」

ブラインダーのこの指摘は実面的確であり、その観察に脱帽せざるを得ない。金融政策を巡っては、よく「市場の声」を聴く必要がある、「『市場との対話』が大事である」と言われるが、私自身はそうした議論の背後にある短期バイアスに違和感を抱くことが少なくなかった。

金融政策のロジックの重要性

ただ、市場の短期バイアスだけを批判するのはフェアではない。市場参加者は結局、中央銀行の言動をみて将来の政策運営を予想し、市場で取引をしているからである。それだけに、中央銀行の行動の背後にある金融政策の基本的

なロジックは非常に重要である。その場、その場の市場の反応だけを考えれば望ましい結果をもたらすと思われる政策も、少し時間が経つと、その政策の依拠するロジックに縛られる結果、より長い目で見て望ましい政策の実行を難しくしてしまうことも少なくない。映画に喩えると、金融政策の運営は一つひとつの画面が独立しているのではなく、連続した画面のようなものであり、すべては繋がっていることを忘れてはならない。ここで言うロジックとは、中央銀行が対外的に述べているロジックだけでなく、中央銀行の行動を貫いている何らかの原理、原則である。中央銀行はロジックを大事にしなければならない。

私の総裁在任中、最も難しい判断を要したのは二〇一三年一月の政府・日本銀行の「共同声明」である。この文書は二%の物価目標を定めたものと捉えられることも多いが、そうした捉え方は不正確である。確かに二%を目標としているが、機械的に期限を区切って二%の実現を図るのではなく、金融的な不均衡にも十分留意して金融政策を運営することの必要性を強調した文書でもある。私はそうした日本銀行として譲れない金融政策の基本的なロジックを書き込むことに全精力を注いだ。

中央銀行という組織を考える

独立性を有した中央銀行が適切に金融政策を遂行するためには、言うまでもなく、中央銀行が信頼されていることが不可欠である。信頼ということの中身はふたつある。ひとつは、専門家として十分な能力を備えていなければならぬ。経済が持続的な成長経路から外れていないかどうかを的確に認識しなければならない。経済、金融は常に変化していく。それだけに、中央銀行はあらゆる触角を働かし、「永続的に学習する組織」でなければならぬというの

が私の信念である。もうひとつは、中央銀行は使命に対し誠実に行動することに対する信頼である。たとえ不人気であつても、そうした政策が必要な理由を説明し、実行に移す誠実さである。国民全員のサポートを得ることはもとより不可能であるが、ある程度のサポートや共感をどのようにして得るかが極めて重要である。

もちろん、この両方とも容易なことではない。どの組織もそうであるが、結局のところ、中央銀行という組織にとつてもそこで働く人が大事であり、働く人の意識を大きく左右する組織文化が大事である。社会として中央銀行のあり方に止まらず、政策形成を担う公的機関のあり方を議論する時には、組織やそこで働く人のモラルといったことも真剣に考える必要があると思う。

五. 中央銀行の直面する様々な挑戦課題

中央銀行はいつの時代もそうだが、現在も多くの挑戦課題に直面している。過去の歴史が示すように、通貨制度は常に変化を遂げてきている。どこかの時点で最適な通貨制度を発見し、その通貨制度が永続するということはない。技術の変化に伴い従来の制度や運営が問題を生み、その中で新たな最適通貨制度が生れるが、今度はそれを前提に経済主体の行動が変化する結果、最適な制度や運営も再び変化する。その意味で、通貨制度や金融政策の運営は最適を求めて常に模索するプロセスが続くという宿命にあるように思う。

現在、中央銀行は様々な課題に直面している。その最たるものはテクノロジーの発達である。経済活動それ自体に大きな変化をもたらしているが、通貨という中央銀行に最も近い分野で言うくと、デジタル通貨を巡る問題である。ポピュリズムの台頭も中央銀行の金融政策運営に必要とされる中央銀行の独立性という面で難しい問題を投げかけてい

る。独立性が意図している中長期的な安定という思想とポピュリズムの短期的な人気取りとは対極的な位置にある。

時間の関係でこれらについて詳しく触れることはしないが、過去三〇年近く世界の中央銀行の金融政策運営の枠組みであったインフレーション・ターゲットイングについて見直しの必要があることを簡単に指摘したい。この枠組みを支える経済理論モデルは以下の四つの前提に依拠しているが、その前提は徐々に妥当性を失いつつある。第一の前提は、不均衡は物価に表れるというものであったが、既に述べたとおり、内外のバブルの経験が示すように、この前提は妥当しなくなってきた。第二の前提は、物価を正確に測定できるといふものであるが、これも次第に怪しくなってきた。物価指数は同じ品質の財・サービスの価格をフォローすることによって上昇率を計算する。もちろん現実には品質は絶えず変化しているので、指数作成上は品質の変化率を計算することが前提となっているが、スマホひとつをとっても、品質変化率を正確に計算することは難しくなってきた。デジタル革命の進行につれて、ポイント制やダイナミック・プライシング（需給の繁閑に応じたきめ細かな価格調整）は今後さらに進展すると予想されるだけに、僅かな物価上昇率の違いを自信を持って識別出来るだろうか。第三の前提は、物価は国内の需給ギャップで決まるといふものであるが、物価変動に影響する需給ギャップとしては、国内というより世界全体の需給ギャップの影響が高まる方向にある。第四の前提は、自国の金融環境は自国の中央銀行の金融政策が左右するといふものであるが、次第にグローバルな金融環境の影響が大きくなっている。そして、特に米国の金融政策の影響が大きくなっている。以上の変化は、自国の金融政策↓自国の金融環境↓自国の需給ギャップ↓自国の物価という関係を前提に金融政策を判断し説明することが次第に難しくなることを意味する。

近年、これらの「不適合」は次第に明らかになってきているが、将来を展望すると、もっと拡大していくと思われる

る。現状は、代替するモデルや枠組みがないために現在のモデルや枠組みから離れられないというメカニズムが働いているようにみえる。あるいは、離れることに伴い経済や金融市場に大きな混乱が生じるから離れられないという側面もあるかもしれない。しかし、何らかの不均衡が拡大すると、経済や社会には「均衡」を回復させるメカニズムが働くというのが、通貨の歴史から得られる教訓である。どんなに困難であっても、「不適合」に向き合い、新たな知的モデルや金融政策の枠組みと、それに基づく運営が必要になってくると思う。その場合も、経済学は有用な材料を提供すると信じているし、経済学の成果も活用しながら望ましい政策や制度を考える中央銀行の仕事は重要であり続けると思う。

(二〇一九年十月十九日)

(昭和四十七年経済学科卒、青山学院大学国際政治経済学部特別招聘教授・元日本銀行総裁・経友会会長)