

日銀の Sturm und Drang な 10 年

上智大学・藤井良広

改正日本銀行法下での日銀の金融政策運営を一言で表すと、**Strum und Drang** といえる。金融危機の顕在化とデフレ深化の懸念台頭の中で、金融政策運営の明確な目標も、手段も用意しないまま、日銀法で新たに担保された独立性を踏まえた政策責任を求められた。そこで採用したゼロ金利政策も量的緩和策も、練り上げられた上での選択ではなく、手持ちカード不足を見透かされた中で、一か八かで切ったカードだったといえる。ただ、こうした混乱の中での金融政策運営は、結果として今後の 10 年に資する **implication** も提起した。

その一つは、流動性のワナから脱する政策組み合わせである。[Svensson] はワナから離脱する最適政策(**Foolproof Way**)として、ゼロ金利とインフレ・ターゲット (**Price-level target path**)、通貨安の 3 手法の組み合わせを **first-best** と位置づける¹。このうち日銀はゼロ金利しか実践しなかったが、[浜田]は、2003-04 年に財務省が実施した円売りドル買い介入を、時差を伴った 3 番目の手法とみなし、当時の日銀が介入是認のスタンスをとったと評価する²。今日、サブプライム・リスクと資源インフレが共存する中で、FRB も金利と為替、市場と中央銀行の期待インフレ観の整合という複合政策を求められている。

[Friedman]は「現代の金融政策レジーム」を **Mandate, Independence, Accountability** の 3 本の柱としてとらえる。市場・国民の負託を受けた政策運営においては、日銀が避けてきたインフレ・ターゲットの是非が問われる。独立性については政治・政府の短期的視点による金融政策への介入阻止が注目される。それはもちろんだが、それだけではなく、インフレ・バイアスを避け、長期的な政策運営を実践し、政策運営の負託に応えるために独立性の確保が求められる。さらに、**Functional, Institutional, Personal, Financial** な各独立性があつてこそ、**Mandate** を完遂できる。

[Blinder]は、独立性は同時に **Accountability** を要求し、**Accountability** は **Transparency** を要求すると指摘する。この点で、2000 年 8 月のゼロ金利解除を巡る政府委員の議決延期請求問題が論点になる。独立性は貫いたが、結果として **Mandate** を果たせず、事後の **Accountability** も **Transparency** を欠いたと言わざるを得ない。重要なのは、そこで浮上した課題の克服を、政府・日銀がともに手を付けないままにしていることだ。[白川]は金融政策の失敗の原因として、短期・長期の利害対立で短期利害が優先されるタイプと、金融政策に関する知識不足のタイプとを指摘する³。日銀自身が **Strum und Drang** の 10 年の政策検証と、失敗の **Accountable** な分析をする必要がある。

¹ Lars E.O. Svensson “Monetary Policy and Japan’s Liquidity Trap”, January 2006

² 浜田宏一「90年代日銀の教訓今こそ」：日本経済新聞「経済教室」2008年6月17日

³ 白川方明「現代の金融政策」日本経済新聞社、2008年3月