

Back Number

本論文は

# 世界経済評論 2023 年 3/4 月号

(2023 年 3 月発行)

掲載の記事です



## 世界経済評論 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読  
期間中

### デジタル版バックナンバー読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。  
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp  
雑誌のオンライン書店

[特別論考]

# 中央銀行の使命と苦悶



国際経済政策研究協会会長 **重原 久美春**

しげはら くみはる 東京大学法学部卒業、ベルギー・リエージュ大学名誉経済学博士。1962年日本銀行入行、内外金融政策の企画・実践事務を担当後、金融研究所長。OECDにおいてエコノミスト、シニア・エコノミスト、金融調査課長、一般経済局次長、一般経済局長、経済総局長・チーフエコノミスト、副事務総長を歴任。

## はしがき

日本銀行第24代総裁・前川春雄氏は、行内誌「にちぎん」1982年10月号に掲載された寄稿文「日本銀行創立百周年を迎えて」のなかで、次のように述べている。

「過去を振り返り、今日の日本経済を思うとき、私は通貨価値の安定こそ国民経済の健全な発展の基盤であり、国民生活の拠りどころであることを一層強く確信する次第である。と同時に、通貨価値の安定は国民各層の理解と支持があってはじめて達成し得ることを改めて強く感じないわけには参らない。

金融政策を運営していく場合、時として厳しい、不人気な政策を実行しなければならないが、この場合、本行にとっては、国民の通貨価値安定への願いと本行に対する常日頃からの信頼なくしては、厳しい政策を実行することができない。」

日本銀行において前川氏の薫陶を受け、直接

お仕えて我が国の通貨価値の安定のために奮闘した体験を持つ者として<sup>1)</sup>、更に、金ドル固定平価制度の最終局面で同氏の命令をきっかけとした初めてのOECD勤務以来、都合4回にわたり国際公務員として中立的な見地から日本を含むOECD加盟国の経済政策運営について提言をする立場にあった者として、以下では、昨今における中央銀行の総裁以下首脳陣とスタッフの苦悶に思いを寄せながら、若干の論評と提言を行うこととしたい。

## I 通貨価値の安定か物価の安定か

前川氏の上掲寄稿文には、「物価の安定」ではなく「通貨価値の安定」という言葉が使われている。金融制度調査会が1960年にまとめた日本銀行制度に関する答申でも、「日本銀行は国民経済の健全な発展のため、通貨価値の安定をもって運営の理念にしなければならないものとする」と謳われており、「物価の安定」という言葉は見当たらない。

当時、日本は金ドル固定平価制度の下にあったから、円の対外価値の安定（円の米ドル為替

相場(の安定)が国際的な責務とされていた。一方、円の対内価値(国内物価の安定)については、当時の日本における代表的な二人のエコノミストの間で激しい論争が続いていた。1960年前半に池田内閣の国民所得倍増計画の立案にあたって重要な役割を果たした下村治氏は、経済成長を最優先の課題とし、そのためには消費者物価のある程度の上昇はやむを得ない、という立場であった<sup>2)</sup>。一方、日本銀行における最有力エコノミストであった吉野俊彦氏は、消費者物価の安定を何よりも重視しなければならない、と主張していた。

両者の間の論争の背景には、日本の高度成長期における卸売物価と消費者物価の動向に乖離があるという問題があった。労働生産性の伸びが著しかった製造業では、労働者一人当たり賃金の大幅な上昇が続いても、製品一単位当たりの労働コストに大きな上昇圧力が生じなかった。したがって、この部門の価格動向によって強い影響を受ける卸売物価は、欧米主要国などに比べても優れて安定的に推移していた。一方、製造業に比べて生産性の伸びが鈍かった農業やサービス業などの部門では、労働需給全般の引締め傾向のなかで生産性の伸びを上回る賃金コストの増加が生じ、これが消費者物価全体に対して根強い上昇圧力を及ぼしていた。

こうした状況下、「物価問題の焦点を探る」をテーマとして日本銀行政策担当部局の若手職員数名によるディスカッションが企画され、その模様が行内誌「にちぎん」(1969年5月号)に掲載された。当時、調査局外国調査課に在籍していた筆者は、「現在の国際通貨制度が固定為替相場制度であるということを考えると、世界貿易に占めるシェアの大きな日本の卸売物価、ひいては輸出物価がかなりの幅で下落する

という現象は、国際流動性の偏在ということを通じて世界経済をかく乱する要因になるから好ましくない」と述べ、「卸売物価を下げて消費者物価を安定させるという政策は、変動為替相場制度のもとでない問題が多い」と断じた<sup>3)</sup>。固定為替相場制度のもとの円切り上げ、クローリング・ペッグ制度の採用、変動相場制度への移行などを検討する動きが日本国内で殆んど見受けられなかった時期における日本銀行職員の発言としては随分大胆なものであった<sup>4)</sup>。この発言は同僚たちを驚かせたが、自由闊達な雰囲気があった当時の日本銀行調査局の上司から注意されることはなかった。

物価問題に関する座談会が開かれて間もなく、OECDは国際価格競争力を強めた日本で国際収支黒字が基調として定着したと判断して、貿易の自由化を迫ると共に、物価の上昇圧力に対処して金融引き締めを行うことは適当でない、という見解を1969年対日本経済審査報告書の草案に盛り込んだ。日本銀行調査局の外国調査課から内国調査課に移り、産業貿易係を経て金融財政係に在籍していた筆者は、OECDの提言に対する反論を書くよう上司から命じられたが、これを断った。日本も、西ドイツにならって、国内の金融引き締めよりもまずは通貨の切り上げによって物価の上昇圧力に対処するのが本筋であると筆者が考えていたからであった。しかしながら、OECDの1969年対日本経済審査報告書の公表が予定されていた同年9月1日、日本銀行は公定歩合を引き上げた。

## II 内外ジレンマと中央銀行の独立性

金ドル本位の固定平価制度のもとで基軸通貨国であった米国の根強いインフレーションと国

際収支赤字の拡大に面して、西ドイツや日本が通貨の対外価値と対内価値の安定の両立に苦悶する事態は、1973年の変動為替相場制度への移行によって解消されたと思われた。新しい制度の下では、海外貿易相手国におけるインフレーションの亢進に伴う自国物価の上昇圧力は自国通貨の為替相場の上昇によって自ずと吸収されると考えられた。

しかしながら、1970年代半と同年代末の二度にわたる石油危機を経て、米国経常収支の大幅赤字と日本と西ドイツの経常収支黒字が定着するなかで、赤字国だけでなく黒字国においても、国際収支の調整に重点をおいて金融政策と財政政策の組み合わせ（ポリシー・ミックス）を変更させる議論が国際的に盛んになった。主要国のなかで日本がいち早く第2次石油危機から立ち直りつつあった1982年には、日本の金融引き締めと財政拡大の組み合わせによって円高を実現し、日本の対外黒字を削減すべきであるという議論が強まり、同年のOECD閣僚会議でも論議された<sup>5)</sup>。

また、1985年9月のプラザ合意に基づくドル高是正の行き過ぎに歯止めをかけた87年2月のルーブル合意と相前後して、当時の米国連邦準備制度理事会（FRB）ポール・ボルカー議長が日本銀行理事（国際金融担当）緒方四十郎氏を通じて澄田智第25代総裁に金利引き下げを度々求めてきた。米国の掣肘は政治レベルでも行われ、こうしたなかで日本の公定歩合は86年1月以来5回の引き下げにより87年2月には前例のない低い水準（5.05から2.5%へ）になった。日本銀行の対応は、政府から独立した西ドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）とは明らかに異なっていた<sup>6)</sup>。

翌87年秋にOECD一般経済局長に就任した

筆者は、主要国の国際金融を担当する財務次官と中央銀行副総裁クラスがOECDに参集する秘密会合で、日本のマネーサプライと銀行信用の著しい加速と土地や株価の急騰に対して警告を発したが、日本の財務省代表は資産価格の上昇は高い経済成長の持続期待を反映したものでバブルとは言えないという主張を繰り返した。88年6月に発表したOECDエコノミック・アウトルックの中で、日本の短期市場金利がわずかながら上昇に転ずる前提を置いて作られた経済見通しを発表した<sup>7)</sup>。当時、日本銀行の代表はマネーサプライなどの動向に対する警戒感を表明したものの、金融政策の引き締めへの具体的な道筋を示すことはなかった。ブンデスバンクと違って政府から独立していなかった日本銀行と大蔵省との折衝の様子は、OECD在職中であった筆者が知る由もなかった<sup>8)</sup>。

バブル崩壊後の金融システムの弱体化にもかかわらず1997年に入って回復の兆しが見えてきた日本経済は、アジア通貨危機の余波による円高と橋本内閣による消費税率の引き上げなどを背景に再び下降に転じ、デフレーションの傾向を強めていった<sup>9)</sup>。1998年に日本銀行法改正によって独立性を確立した日本銀行は、当時、日本円の対内価値の安定化（デフレーションの解消）と対外価値の安定化（購買力平価を大きく上回った円高の是正）の同時達成が求められた局面、言い換えれば内外ジレンマが存在しない状態、にあった<sup>10)</sup>。

因みに、1998年の日本銀行法の改正により、日本銀行の目的は「物価の安定」と「金融システムの安定」となった。通貨の対外価値に関する日本銀行の関わり合いに関しては、「日本銀行の機能と業務」（日本銀行金融研究所編纂、2011年全面改訂）によれば、「外国為替相場の

安定については、財務省が所管している。日本銀行は、為替相場の安定を金融政策の直接の目的にしているわけではないが、外国為替相場が経済や物価に及ぼす影響も踏まえて、金融政策を運営している」と説明されている。一方、筆者が金融研究所長であった時代に編纂した同名書（1992年10月出版）の第1章には「中央銀行は…通貨価値の安定と信用制度の保持・育成に努める唯一の中核的な銀行である」、「変動為替相場の下で投機的な資金移動等により為替相場が乱高下し、実体経済活動や金融面に攪乱的な影響が及ばないように為替相場の安定を図ることは、日本銀行の重要な役割である」と記述されていた。

### Ⅲ ゼロ・インフレーションの得失と物価の最適上昇率

日本経済の高度成長期が終わると、卸売物価と消費者物価の大きな乖離はなくなり、通貨の対内価値をどちらの物価で捉えるかという論争もなくなった。もっとも、地価などの資産価格を通貨の対内価値との関係でどう捉えるかという問題が生じた<sup>11)</sup>。

筆者が中央銀行出身者として初めて OECD チーフエコノミストに就任した直後の 1992 年 6 月に発表したエコノミック・アウトルックの巻頭言のなかで、中央銀行の目的として物価安定の重要性を強調した。アウトルック発表のために開かれた私の記者会見で、腕利きの評判があった米国人記者から最初に「物価安定」の定義について質問があった。「物価統計に存在する計測バイアスなどを考慮すると、消費者物価で捉えた場合、国によって違いはあろうが、達観すれば年率 2% くらいまでの上昇が“物価の

安定”といえる」というのが私の即座の回答であった。物価安定を数値で説明した OECD の見解発表が以前に行われたことはなかったので、欧米の経済新聞が筆者の見解を報じた。当時、消費者物価の計測バイアスに関する研究としては、米国ではゴードンの 1.5%、ルボウ等の 1.0% などがあった。

その後エコノミック・アウトルックの 1994 年 6 月号に「インフレーションに関する中長期目標」と題した論考を掲載した<sup>12)</sup>。このなかでは、インフレーションのコストを計測した OECD 経済総局のスタッフや米国、カナダ、オーストラリアの研究者たちによる作業結果のレビューと、物価上昇率の低下（ディスインフレーション）局面におけるコスト<sup>13)</sup>を抑える方策について論じた。その上で、中長期で捉えたゼロ・インフレーションの得失と物価の最適上昇率を検討した。ゼロ・インフレーション論者（例えば、ドイツ・ブンデスバンク理事でチーフエコノミストのオトマール・イッシング）は、物価目標をプラスの物価上昇率に設定することは、どんな数値であっても所詮恣意的なものであり、目標はゼロ・インフレーションでない限り国民の信頼を得られない、と主張していた。一方、過去の物価パフォーマンスがドイツに比べて劣っていた国々を中心に、ゼロ・インフレーションの目標はあまりにも野心的であり、名目賃金・価格の下方硬直性を是正する強固な構造政策がなければ失業の増加などの社会経済面でのコストが大き過ぎる、と主張していた。

また、中央銀行の政策金利はマイナスに出来ないという前提に立って、経済の下降局面で実質金利をマイナスにする金融政策の活用余地を確保するため、中長期な物価目標は若干のプ

ラスであった方が良く、という見解<sup>14)</sup>についても検討された。この政策オプションの妥当性については、経済の下降局面における拡張的な財政政策、為替相場政策、マイナス金利政策などにどれだけ活用の余地があるかにも依存するとして、早急な結論付けを戒めた。その上で、当時、物価上昇率について最も低い数値目標を設定していたのはニュージーランドの0-2%、フィンランドが2%、スウェーデンが1995年について1-3%、カナダが1998年まで1-3%、そして英国が当面は1-4%（1997年までに1-2%）としている実情をレビューし、これらの国は「実践的物価安定」（“practical price stability”）を目指している、と解説した。

米国では、FRBの政策立案者達が消費者物価の目標値を2%とすることで1996年ころ内々に合意していたが、議長であったグリーンパンの強い要請により対外公表はされなかった<sup>15)</sup>。FRBは2012年、当時のバーナンキ議長に促され、物価上昇率2%を目標とすることを公表した。因みに、バーナンキはFRB議長退任の後、「嘗ては学者として、そしてFRB議長として、自身が物価に関する数値目標の公表を提唱したのは、このアプローチの透明性とコミュニケーション上の利点に基づくものであり、2%という数値の選択にはさほどこだわりはなかった」と述べている<sup>16)</sup>。ついで、日本銀行は、FRBの物価上昇率2%目標の公表が行われた翌2013年1月、第2次安倍政権発足直後の金融政策決定会合において、消費者物価の前年比上昇率2%を政策目標とすることを決定した。

OECD経済総局が「インフレーションに関する中長期目標」と題した論考を発表してから約1年後、イングランド銀行は物価に関する数

値目標を当時採用していた同行とニュージーランド、フィンランド、スウェーデン、カナダ、スペインおよびOECD非加盟国イスラエルの中央銀行のエコノミストたちを招いた国際コンファレンスを開催し、提出論文と共に討議内容の要約をまとめて出版した<sup>17)</sup>。マネーサプライを金融政策の中間目標とした枠組みが金融自由化などに伴う通貨需要の不安定化を主因に根底から崩れて、これを採用してきた中央銀行は信認の回復に腐心していた。特に、マネーサプライ管理政策に失敗したあと、欧州通貨制度（ERM）への途中参加を一助として信認の維持に努めきたイングランド銀行は、1992年9月のポンド危機を契機に同制度から離脱を余儀なくされ、新たな枠組みを必要としていた。

この国際コンファレンス参加者による討論では、物価の数値目標をポイントとするべきか、幅をもたせるとすれば、どの程度が適当か、目標達成時期をどうするべきか、といった具体的な課題について意見が分かれた。しかし、数値目標の公表によって、中央銀行が説明責任を遵守し、外部との対話が促される効果が期待できるという点で意見がまとまった。それと同時に、金融政策の中間目標を外して物価の数値目標を設定して金融政策を運営する枠組みはまだ真の試練を経ていない、という謙虚な見解がコンセンサスであった。

イングランド銀行の国際コンファレンスから約1年後の1996年4月、健全通貨と謳われたドイツ・マルクを発行してきたブンデスバンクが欧州における金融政策運営の枠組みをテーマとするシンポジウムを、ティートマイヤー総裁やシュレージンガー前総裁などが最前列に座り、ドイツ民間金融界の重鎮たちも参列した大きな会議場で開催した。後述する筆者による基

調講演のあと、イングランド銀行のキング調査担当理事（のち副総裁、総裁）は「物価を金融政策の直接のターゲットにする枠組みは金融政策に関する基本的に新しいアプローチではない」と指摘した上で、この枠組みは金融当局のパフォーマンスに関する国民のモニターに資する点で優れていると主張すると同時に、この枠組みが成功と判断するには時期尚早であると結語した<sup>18)</sup>。

#### IV セントラル・バンキングの苦悶の克服

コロナ禍に伴う労働需給の歪み、グローバルな供給体制の逼迫、原油・穀物など国際市況の高騰とロシア・ウクライナ戦争の影響などを背景に、昨 2022 年に入って世界的な生計費危機 (cost of living crisis) が生じた。中央銀行の目標値を大きく上回る物価の高騰のなかで、その経済予測の失敗、政策対応の遅れ、対外コミュニケーションの不足などについて批判が強まった。

オーストラリアでは、チャルマーズ財務相が昨年 7 月に声明を発表し、「金融政策の枠組みを最良のものとするため、オーストラリア準備銀行の物価目標、異なる政策目的間のトレードオフ、金融政策手段、内部統治、組織の閉鎖性および説明責任の体制など、幅広い見直しを行う専門家会議」が本年 3 月に報告書を提出する運びであることを明らかにした<sup>19)</sup>。

こうした動きを見るにつけ、第二次石油ショックが発生した直後の 1979 年 9 月に当時ユーゴスラヴィアの首都であったベオグラードで開催された IMF・世銀の年次総会の際、FRB 議長の職を辞したばかりのアーサー・バーンズが「セントラル・バンキングの苦悶」

と題した講演を行ったことを想起する。森永貞一郎第 23 代日本銀行総裁のアシスタントとしてベオグラードに出張していた筆者は、この講演のなかでバーンズが「中央銀行だけでは、現在のインフレーションにほんの少ししか (only marginally) 対処できないだろう」と語ったことを鮮明に覚えている<sup>20)</sup>。

バーンズ講演からほぼ 3 年後に東京で開催された国際経済フォーラムの会合で当時日本銀行総裁であった前川氏が “The Way Back to the Growth of the World Economy” と題して行った講演のことも思い起こされる。前川氏からの直接の電話による依頼で筆者が英語で起草した講演原稿には、二回に亘った石油ショック後の急激なインフレーションに対処した経験に鑑み、「究極的には、インフレーションの制御を実際に達成することがなければ、金融政策に対する信認の獲得・保持は可能にならない」と書いた<sup>21)</sup>。

前川講演から 2 年後の 1985 年、米国の金融学者ケネス・ロゴフがマクロ理論モデルによって中央銀行の政府からの独立性が物価安定目標に対する国民の信認につながることを示した。その後、これを支持する実証研究も 90 年代初めまでにかなり進んだ<sup>22)</sup>。

一方、グローバル化のなかでの中央銀行の役割が世界の政治リーダーたちの間でも関心を呼ぶようになった。元西ドイツ首相シュミットと元フランス大統領ジスカールデスタンが中心となって 1983 年に作った OB サミットは毎年 G7 サミットの前に会合を開き、政策提言を発表していたが、91 年 5 月末にプラハにおける OB サミットでは「金融グローバル化のなかでの中央銀行の役割」が重要テーマの一つになった。これに先立って、ジスカールデスタンを議長と

して、主要国の金融政策専門家として米国からボルカー FRB 議長時代にその右腕であったスティーブン・アキシルロッド、日本からは OB サミット名誉議長の福田赳夫氏の依頼で日本銀行金融研究所長であった筆者、など数名が招かれ、ロシアや東欧諸国から中央銀行総裁・副総裁が加わるという、異例の国際会議がパリで開かれた。その討議内容をまとめた高級金融専門家グループ報告書は、G7 サミットの本会議で承認されたあと公表された。この報告書は、欧州中央銀行設立の動きを念頭におきながら、同時に、OECD 加盟国以外の諸国における政治リーダーたちにとっても参考になるように作成されたもので、10 項目にわたる提言の第一は「中央銀行の独立性確保」と題されていた<sup>23)</sup>。

新しい通貨ユーロの導入の準備が進むなか、前述したように、ドイツ・ブンデスバンクが欧州における金融政策運営の枠組みをテーマとしたシンポジウムを 1996 年に開催した。OECD チーフエコノミストであった筆者は基調講演を依頼され、先ず OECD 主要国における 60 年代以降の金融政策運営を概観した後、マネーサプライ目標、物価の数値目標、アンカー通貨に対する為替相場バグ、名目 GDP 目標、などのオプションの一つ一つについてコメントした。その上で、これらのルールに従った金融政策運営のいずれも、金融面と実体経済面の双方における不測の事態に面して物価安定という金融政策の最終目的を実現するために万全な枠組みとは言えない、如何なるルールを採用するにしてもある程度の恣意 (a certain degree of discretion) をもちながら中長期的な観点に立って金融政策を運営すべきであり、その際には、政府から独立した中央銀行の政策決定に関する国民の支持を得るために不可欠である透明性と説明

責任の貫徹が重要である、と強調した<sup>24)</sup>。

## V 日本銀行、物価目標の見直しと透明性・説明責任の貫徹が必要

昨年 4 月に IMF 理事会で行われた協定第 4 条に基づく対日審査にあたって IMF スタッフが提示した日本経済の中期見通しに注目しよう<sup>25)</sup>。これによれば、GDP ギャップが 2024 年に解消し、25 年から 27 年にかけてゼロ、失業率は 2.4% で推移するなかで、この 3 年間の消費者物価上昇率は毎年 1.0% 程度にとどまり、日本国民一人当たり実質 GDP 成長率は年平均 1.2% 内外のプラスで推移するとされている。これより高いグリーン経済成長と所得分配の公正化は、構造政策、環境保全政策、財政政策などの組み合わせで目指すべきものであり、金融政策の主目的ではない。

この IMF 中期見通しが正しいとすれば、日本で消費者物価上昇率 2% を持続的に引き上げるには、金融面から刺激策を更に強化する必要があることになる。もし日本銀行が IMF 中期見通しを妥当でないと考えるのであれば、財政政策や資源価格など外生変数に関する前提条件を明示した上で、消費者物価上昇率 2% の持続的達成と整合性のある主要なマクロ経済指標と政策金利を含む金融指標の組み合わせに関する先行き 5 年程度の期間の見通しなしシナリオを提示することが望まれる。

ところで、欧州中央銀行は消費者物価上昇率 2% の数値目標を選定した理由として以下の 3 つを列挙している。

(1) ユーロ圏諸国間のマクロ経済の不均衡がより円滑に調整され、個々の国のインフレ率が持続的にマイナス領域に陥ることが回避されるこ



と。

(2) 賃金の下方硬直性のため、あまり低いインフレ率を目標にすると失業を過度に増加させる危険性があること。

(3) 物価指数に正の測定バイアスがあり、真の物価上昇率は測定された水準より低い可能性があること。

日本では、(1) は理由にならない。(2) で指摘されている賃金の下方硬直性は日本では顕著ではない<sup>26)</sup>。(3) については、日本の消費者物価に2%も正の測定バイアスがあるとは見られない。また、本稿の「ゼロ・インフレーションの得失と物価の最適上昇率」の箇所で述べたとおり、経済の下降局面では拡張的な財政政策や為替相場政策など、中央銀行の金利政策以外の方策の活用余地が全くないわけではない。日本の物価目標値が他の主要国と異なると円相場が攪乱するリスクが高まるという議論もあるが、為替相場の変動要因としては諸国間の実質金利差の予想の変化の方が重要であろう。そもそも、日本経済のバブル形成期にあった消費者物価は1987年0.1%、88年0.7%、99年にいたっても2.3%にとどまっていた。この時期に消費者物価上昇率2%が金融政策の目標であったならば、日本の金融政策は実際より更に拡張的に運営され、バブル崩壊後の経済の下降は現実より更に急角度のものになったであろう。

デフレーションが持続してきた環境において、いきなり2%の消費者物価上昇率を日本銀行の政策目標としても、ドイツより物価上昇率が高い欧州諸国の中央銀行が突然ゼロ・インフレーションを目標に設定した場合と同様、国民の信認を得ることは極めて難しかった。日本銀行の物価目標については、本稿でレビューした物価の最適上昇率に関する議論などを踏まえて

再検討する必要がある。

IMF 理事会对日審査報告書には、各国代表が「明確なコミュニケーションが金融政策の効果を強化するのに役立つと強調した」と記載されていることも注目される<sup>27)</sup>。

そもそも、日本銀行の「経済・物価情勢の展望」レポートでは、先行き2年間の経済成長率と消費者物価の見通しは示されているが、物価の基調に重要な影響を及ぼすマクロ的な需給ギャップなどの見通しは示されていないことが気になる。

日本銀行のレポートに比べると、イングランド銀行の金融政策報告書（四半期報）は、実質GDP成長率と消費者物価上昇率のほか、GDPギャップ率、失業率の4つのマクロ経済指標に関して先行き3年間の見通しを掲載するなど、格段に透明性の高いものになっている。例えば2022年11月号では、政策金利が23年に5.2%にまで引き上げられたあと25年に4.0%へ引き下げられることなどを前提条件とした場合に、(1) 消費者物価が22年第4四半期の10.9%から25年第4四半期の0%に低下する、(2) 失業率は22年の3.25%から25年には6.5%に上昇する、という組み合わせが基本見通しとして提示されている。更に、物価目標達成の蓋然性に関する国民の理解に役立つよう、資源価格の将来の推移に関して基本見通しとは異なる代替シナリオを想定した場合に見通される上掲の4つのマクロ経済指標の数値も発表されている。また、イングランド銀行は昨年10月19~21日に、政策金利の水準（先行き3年間）とピーク時期、10年物国債利回りと英ポンド相場（2023年末まで）、経済成長率（2024年第4四半期の前年同期比まで）、消費者物価上昇率（先行き5年間）などの見通しに関するアン

ケート調査を行い、45名の市場関係者から得た回答を金融政策会合に提出したあと、直ちにオンラインで公表した<sup>28)</sup>。

日本銀行は、こうしたイングランド銀行その他の海外中央銀行における先進的な作業やIMFスタッフの中期見通し作業なども参考にして、金融・実体経済・物価の動向に関する分析と予測作業をより緻密なものとし、その成果を「経済・物価情勢の展望」レポートのほか各種の調査物を通じて国民に開示するなど、透明性・説明責任の貫徹に努め、嘗てバーンズが語った「セントラル・バンキングの苦悶」を広く国民と共有することが望まれる。

(2022年12月12日 記)

【注】

- 1) 重原久美春, 『日本銀行と OECD : 実録と考察～内外経済の安定と発展を求めて』(中央公論事業出版, 2019年12月), 第8章「内外金融政策の企画部門の兼務」のうち「前川総裁の下での円防衛」。
- 2) 経済企画庁総合計画局編集「物価安定と所得政策」(1968年, 経済企画協会), 「通貨価値の安定と国際収支」の項(56ページ)には、「(昭和)30年代をつうずる経済の高度成長を背景に、経済成長率が高く、実質所得・実質賃金が上昇しさえすれば、ある程度物価が上昇し、通貨価値の安定が損なわれても国民経済に与える影響は無視できる、という考えがかなり多くの人々によって支持されている」と書かれている。
- 3) 日本銀行, 「物価問題の焦点を探る」, 行内誌「にちぎん」, 1969年5月号, 14ページ。
- 4) 重原久美春, 上掲書, 第2章「考察: 固定平価制度における日本の物価安定」。
- 5) 日本の金融引き締めと財政拡大の組み合わせによって円高を実現させる意見に関して、当時 OECD 一般経済局次長であった筆者が行った反論については、重原久美春, 上掲書, 第9章「米国高金利と日本円安～OECD 第三作業部会の検討」。
- 6) 重原久美春, 上掲書, 第11章「ブラザ合意・ルーブル合意後の地方経済」。
- 7) 重原久美春, 上掲書, 第13章「OECD 一般経済局長としての活動～OECD 第三作業部会の立て直し」の「日本の行き過ぎた金融緩和と資産価格の上昇」の項。
- 8) 松下茂・竹中治堅, 「政策当局者達の証言—『日本経済の記録: バブル・デフレ期の経済政策に関する意思決定プロセス』(内閣府経済社会総合研究所, 2011年3月), 重原久美春ほかの証言。
- 9) 鈴木淑夫, 『訓練と挑戦の戦後金融経済史』(岩波書店, 2016年5月), 119～121ページ。

- 10) 重原久美春, 上掲書, 第18章「OECD 副事務総長としての活動」の「日本の経済政策に関する論議」。
- 11) 重原久美春, 『経済の安定成長と金融政策』(東洋経済新報社, 1991年12月), 第3章「資産価格の変動とインフレーション」。
- 12) OECD, “Inflation Objectives in the Medium to Long Term”, *Economic Outlook* 55, June 1994, pp. 31-36.
- 13) 重原久美春, 『経済の安定成長と金融政策』(東洋経済新報社, 1991年12月), 第2章「インフレーションと物価安定策」, 第3項「ディスインフレーションのコスト」, 27～30ページ。同項では、「一般物価の下落」として定義されたデフレーションのコストについても論じられている。
- 14) Lawrence Summers, “How should long-term monetary policy be determined?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 23, No. 3, Part 2, August 1991, pp. 625-631.
- 15) Alan Greenspan, “The Problem of Price Measurement”, Remarks at the Annual Meeting of the American Economic Association and the American Finance Association, 3 January 1998.
- 16) David Wessel, “Alternatives to the Fed’s 2 percent inflation target”, *Brookings Report*, June 7, 2018.
- 17) Bank of England, “Targeting Inflation”, edited by Andrew Haldane, 1995.
- 18) Mervyn King, “Direct Inflation Targets” in *Deutsche Bundesbank*, “Monetary Policy Strategies in Europe. A Symposium at the Deutsche Bundesbank”, Vahlen Verlag, München, 1996.
- 19) The Hon Dr Jim Chalmers MP, Treasurer of the Commonwealth of Australia, “Review of the Reserve Bank”, July 20, 2022.
- 20) Arthur Burns, “The Anguish of Central Banking”, The 1979 Per Jacobsson Lecture, The Per Jacobsson Foundation, 30 September 1979.
- 21) Haruo Mayekawa, “The Way Back to the Growth of the World Economy”, a speech at the International Economic Forum, 21 April 1983, Bank of Japan Monetary and Economic Studies, Vol. 1, No. 1, June 1983. 1982年末に OECD 一般経済局次長から日本銀行に復帰し、創立百周年事業の一環として設立された金融研究所の研究第一課長として立ち上げに専念した筆者は、自ら書き下ろした前川講演の英文原稿を金融研究所の英語版機関誌 “*Monetary and Economic Studies*” の第1巻第1号に掲載することにした。金融研究所が毎年開催する国際コンファレンスのプログラムには「前川講演」と題したセッションが設けられている。なお付言すれば、物価形成に重要な影響を及ぼす労働市場など実体経済面の研究も金融研究所にとって重要である、という筆者の考えから、日本語版機関誌名「金融研究」(筆者の金融研究所着任前に決定)と異なり、英語版名には “and Economic” を追加した(重原久美春, 上掲書, 第10章「日本銀行金融研究所の立ち上げ」)。
- 22) 重原久美春, 『金融理論と金融政策の新展開』(有斐閣シリーズ現代金融・第1巻, 1992年3月), 第3章「金融政策の運営」の「むすび」および参考文献(81～84ページ)参照。
- 23) 重原久美春, 『経済の安定成長と金融政策』(東洋経済新報社, 1991年12月), 付属資料「金融自由化の中での中央銀行の役割」, 192～207ページ。
- 24) Kumiharu Shigehara, “The Options Regarding the Concept of Monetary Policy Strategy” in *Deutsche Bundesbank*, “Mon-

etary Policy Strategies in Europe. A Symposium at the Deutsche Bundesbank”, Vahlen Verlag, München, 1996.

- 25) IMF, “Japan: 2022 Article IV Consultation — Press Release: Staff Report; and Statement by the Executive Director for Japan”, IMF Country Report No. 22/99, April 2022.
- 26) 山本勲は、「日本の近年のフルタイム労働者の名目賃金は、所定内給与は下方硬直的であるものの、残業手当や賞与による調整幅が大きいと、それらを合わせた年間給与であれば、国際的に大きな伸縮性をもっていると評価できる」と指

摘している（「デフレ脱却期における賃金の伸縮性：国際比較の観点から」、三田商学研究、2007年12月、Vol. 50, No. 5、第1～14ページ）。

- 27) IMF Executive Board Assessment: “Directors emphasized that clear communication would help to enhance monetary policy effectiveness.” 前掲 IMF 資料 2 ページ。
- 28) Bank of England, “Market Participants Survey Results — November 2022, Expectations for monetary policy from experts in UK rates markets”, 4 November 2022.

## 世界でも例をみない諸外国の直接投資統計を調べる統計年鑑

### 世界主要国の直接投資統計集 (2022年版) I. 概況編—CD-ROM版—

※印刷イメージの PDF 版と EXCEL 形式のデータ編で構成。 発行：2022年10月 / 価格：25,000円

日本で唯一の直接投資統計の年鑑。1997年以來毎年発行

- ・日本企業の進出が多い国・地域だけでなく、世界の202か国・地域の対内および対外直接投資額、直接投資残高、直接投資収益等を収録し、国際比較ができる
- ・国別に投資形態別（クロスボーダー M&A、グリーンフィールド型投資）データおよび多国籍企業上位ランキングを掲載
- ・直接投資の分析に必要な不可欠な各種指標（対 GDP 比）、貿易収支、サービス貿易収支等の対 GDP 比、テレコミュニケーション・コンピュータ情報提供サービス収支、技術・貿易関連等のサービス個人間送金、観光、知的財産使用料等の直接投資関連データの国際比較データを収録
- ・見本 [https://www.iti.or.jp/report\\_122.pdf](https://www.iti.or.jp/report_122.pdf) をご参照ください。

### 世界主要国の直接投資統計集 (2022年版) II. 国別編—CD-ROM版—

※印刷イメージの PDF 版と EXCEL 形式のデータ編で構成。 発行：2022年6月 / 価格：70,000円

※米ドル建に換算した数値データが利用できます（自国通貨建と米ドル建の2種類の表で構成）

日本で唯一の直接投資統計の年鑑。1997年以來毎年発行し25回目／日本企業の進出が多い国・地域を中心に、対内および対外直接投資統計を収録。収録国数：59か国（日本を含む）／各国・地域の中央統計局、中央銀行、外国企業誘致促進機関等が作成する直接投資統計をもとに最新時点までの時系列データを掲載

【収録国・地域】アジア・太平洋地域 [中国、香港、韓国、台湾、フィリピン、タイ、シンガポール、ベトナム、ラオス、カンボジア、ブルネイ、マレーシア、ミャンマー、インド、バングラデシュ、パキスタン、オーストラリア、ニュージーランド]／米州 [米国、カナダ、メキシコ、ブラジル、チリ、ペルー]／欧州 [英国、ドイツ、フランス、アイルランド、ベルギー、オランダ、ルクセンブルク、ノルウェー、スウェーデン、フィンランド、デンマーク、オーストリア、スイス、スペイン、ポルトガル、ポーランド、チェコ、ハンガリー、ルーマニア、ブルガリア、エストニア、ラトビア、リトアニア、クロアチア、スロベニア、キプロス、ギリシャ]／その他 [ロシア、イスラエル、南アフリカ、トルコ]

- ・見本 [https://www.iti.or.jp/report\\_119.pdf](https://www.iti.or.jp/report_119.pdf) をご参照ください。
- ・姉妹統計年鑑の「世界主要国の直接投資統計集 I. 概況編」を併用してお使いになると便利です。

### ITI 国際直接投資マトリックス (2022年版) —CD-ROM版—

※印刷イメージの PDF 版と EXCEL 形式のデータ編で構成。 発行：2022年10月 / 価格：20,000円

1998年以來毎年発行し18回目／OECD加盟国と諸外国との直接投資額の表／対内直接投資および対外直接投資について、フロー表とストック表を作成／2005年から2019年までの表が利用可能／非製造業種（金融・保険等の各種サービス）の直接投資額の表が利用可能／直接投資の分析に役立つ関連統計の2019年データまでをあわせて収録／見本 [https://www.iti.or.jp/report\\_123.pdf](https://www.iti.or.jp/report_123.pdf) をご参照ください／姉妹統計年鑑の「世界主要国の直接投資統計集」I. 概況編 および II. 国別編」を併用してお使いになると便利です。

※お問合せ、ご購入をご希望の方は下記までご連絡ください。

一般財団法人 国際貿易投資研究所 (ITI)

TEL : 03(5148)2601 / FAX : 03(5148)2677

〒104-0045 東京都中央区築地1丁目4番5号 第37興和ビル3階

E-Mail : [jimukyoku@iti.or.jp](mailto:jimukyoku@iti.or.jp) / URL : <https://www.iti.or.jp/>