

欧州中央銀行の政策ルールの特徴とその問題点

愛媛大学法文学部総合政策学科 松永 達

matunaga@ll.ehime-u.ac.jp

2003年7月

はじめに

EU加盟国のうち、統一通貨ユーロの導入を決定した11カ国（以下「ユーロ圏」と表記）¹における銀行間取引・為替取引・政府債の取引は、1999年1月よりユーロに移行し、同時に金融政策の決定権がそれぞれの国の中央銀行の手を離れて、欧州中央銀行（The European Central Bank; 以下 ECB と表記）に一元化された。設立以来、加盟国間の主権の共有化を進めてきた EU の歴史の中でも、金融政策という国家主権の根幹に関わる領域の共有化に至ったのは、まさしく欧州統合の歴史を画するものである。しかしながら、政治統合なしに通貨統合が先行した事例は、歴史上ほとんどないとされる。政策的な判断を討議し決定する場が不十分であるなかで、ECB は、独立性を付与され、裁量を伴う政策的配慮を排し、定められた政策目標をルールに基づいて追求することに傾注することとなった。それがゆえに、ここには様々な特徴とそれに関わる問題点が現れてきている。

ECB の金融政策の目標は物価の安定である。ECB はこの目標を追求するに当たって、物価安定に対する公衆の信認獲得という点でドイツの Bundesbank を範としているが、その政策遂行の背景にあったドイツ経済特有の制度的基盤

¹ EU加盟国のうちイギリス・デンマーク・スウェーデン・ギリシャを除いた11カ国。その後2001年1月1日よりギリシャが参加し、ユーロ圏は12カ国に及んでいる。2002年1月1日よりユーロ建紙幣と硬貨が流通を開始し、2002年2月末以降、参加国の国民通貨は法定通貨の地位を喪失した。

がユーロ圏には欠けていること、また ECB に一元化された金融政策と各国の財政政策との齟齬が生じないように、「安定と成長の協定」によってユーロ圏内各国での財政規模に関する厳格な規則が定められているが、財政政策は依然として各国の主権の領域にあり、衝突が起きる可能性があることについては、既に分析を試みた²。

本稿では、ECB の政策目標が、ルールに基づいたユーロ圏全体でのインフレ率の低位安定追求に限定され、産出や雇用の拡大のような裁量を伴う政策的配慮を一切排していることを「脱政治化」ととらえ、そこから生じる問題点を分析する。まず第一節では、産出と雇用の最大化と安定を図る裁量に基づいた金融政策を ECB が排し、物価安定を確保すれば自ずから産出と雇用が実現されるという見解に即して金融政策を遂行している点を検証する。第二節では、ECB は物価安定に傾注するために政治からの独立性を獲得しているが、それに付随して現れる透明性と説明責任の問題を検証する。中央銀行の姿勢に対する公衆からの信認の獲得が物価安定達成に必須であるとする ECB にとって、この問題は政策遂行にとっても重要になっている。第三節では、ユーロ圏内でインフレ格差が存在するなかで、インフレ率の低位安定を厳格にルール化することから生じる問題を検証する。

1 ECB の金融政策の特徴と問題点

「欧州共同体を設立する条約」第 105 条において、貨幣価値安定の維持が単一通貨の金融政策の最優先事項であることが規定されている。これに基づいて ECB は、ユーロ導入直前の 1998 年 10 月に、貨幣価値安定とはユーロ圏

² 拙稿「貨幣価値安定をいかに制度化するか：ユーロの模索」『経営と経済』（長崎大学経済学会）、第 82 巻第 1 号、2002 年 6 月。この後、2002 年の末までにポルトガルとドイツとフランスの財政赤字規模がこの規則に抵触することが明らかとなり、2003 年 1 月までに是正勧告がこの三カ国に発せられる異常事態となった。この一方で、プロディ EU 委員長がこの厳格な規則を「硬直的でばかっている」と発言したと伝えられ、規則の見直しが議論されることになった。

内の物価上昇率が中期的に見て2%未満であることと定義し、これに基づいた貨幣価値安定を金融政策の目標とすることを定めた³。この政策目標の達成にあたって、ECBは、まず第一の柱と称する貨幣集計量(M3)を重視し、M3の伸び率に4.5%という参照値を設けているが、これを直接のターゲットとしていないこと、すなわちマネタリー・ターゲットをとらないことを明言している。参照値を設けるのは、物価安定を脅かす指標として利用するためだという。そして、第二の柱と称して、様々な実物要因を考慮に入れて、目標とするインフレ率を達成するように金融政策の決定を行うという。しかしこれは、目標値からのインフレ予測値のずれを修正するために、機械的に政策を実行していく直裁的なインフレ・ターゲティングでもないという(ECB 2001 p.48)。したがって、インフレ予測値の公表は行っていない。こうしたECBの折衷的な金融政策は、インフレ・ターゲットを唱道する第一人者から、「あやふやなマネタリー・ターゲティングとはっきりしないインフレ・ターゲティングの混交(Rudebusch and Svensson 2002 p.418)」と評された⁴。

インフレ・ターゲットもマネタリー・ターゲットも、具体的な特定の名目量の伸び率を目標とする点、そして金融政策の効果が波及するまでにタイムラグがあるので、インフレの将来の見通しに依拠して金融政策が遂行される点では同様であり、両者の違いの一つは、将来のインフレ動向の判断の際に利用する様々な情報に、どのようにウェイトを付けるかにある(Haldane 1998 p.3)。すな

³ なお、インフレ率の下限をECBは公式に定めていないが、デフレは貨幣価値安定の定義と相容れないと明言されている(ECB 2001 p.39)ので、下限は0%以上であると一般に解釈されている。なお、M3の参照値の算出には、周知の数量方程式($M = Y + P - V$)に依拠していること、そしてユーロ圏の実質GDP成長率を年2~2.5%、M3の流通速度の低下を年0.5~1%と見積もっていることが公表されている(ECB 2001 p.50)。これからインフレ率を逆算すると年1~2%になる。

⁴ 貨幣供給量と物価との関係の信頼性は低くなっているのに、ECBが第一の柱と称してM3を重視している点は批判が多い。またM3の動向が、ECB自らが設定した参照値を脅かしても、ECBはこれを必ずしも重視せずに、第二の柱の他の実物変数を重視することがままある。しかしデ・フラウエは、この所以をECBはきちんと説明できるのか、もしできなければECBの信頼性を損なうのではないかと批判している(De Grauwe 2002b pp.705-6)。スヴェンソンは、ブンデスバンクの曖昧なマネタリー・ターゲットのやり方をECBは引きずっていると批判するいっぽうで、ドイツ国民のユーロへの参加の支持を取り付けて、ユーロ導入初期の不安定な時期にその支持を維持していくためには、これが必要とされたのだろうかと思測している(Svensson 1999)。なお、注9参照。

わち、マネタリー・ターゲットでは貨幣供給量がもっぱら考慮されるが、インフレ・ターゲットでは、そのほかに様々な実物変数が考慮される。ECBの第二の柱では、名目賃金・原油価格・生鮮食料品価格や、間接的に物価安定に影響すると考えられる資産価格や為替相場、そしてユーロ圏内の財政収支や国際収支の動きまで考慮に入れるという(ECB 2001)。

しかし、インフレ動向の判断の際に、こういった実物変数にどの程度ウェイトを付けるかは難しい問題である。いったんインフレ変化との間に安定した関係を見いだせても、それが持続するとは限らない。インフレ・ターゲットを遂行する側も、こういった実物要因がどのようにインフレに作用するかについて理論的な解決は得られていない以上、両者の関係の析出は経験則に依らざるを得ない。推進論者の弁によると、様々な変数を取っ換え引っ換え選んで、これに様々なウェイトを付けてインフレ予測をするのは、でたらめで混乱しているように見えるかもしれないが、これは、中期的なインフレ動向に影響を与える様々な要因への対応を最適化しようとしていることの表れである(Haldane 1998 p.4)。ただし、政策遂行に当たって、あまりにも多大な情報の峻別が必要ではないのかという懸念は拭えない。そして政策目標は厳格に設定されるいっぽうで、政策遂行には裁量が伴う点は、透明性と説明責任の確保に耐えうるのかという懸念も存在する。この点に関しては、次節で検討する。

さて、前述のように、物価の安定が欧州中央銀行の第一の目標であることは、マーストリヒト条約に定められている。ECBは、これを盾にして、雇用や産出の安定や拡大を目的とした金融政策は、この第一の目標を阻害するので遂行することはできないとしているだけでなく、さらに踏み込んで、景気の安定や雇用の拡大は、物価安定が実現すれば、自ずから実現されるとしている。まず、貨幣価値が安定すれば、相対価格の変動が明瞭になり、企業や消費者の行動に正しい価格シグナルを送り、資源が最適に配分されることによって、生産が潜在的に可能な水準まで高まるだろうという。また、投資に際してもリスクプレミアムがなくなり、資本市場の効率性を高め、投資への誘因を高めるといふ。またインフレが高いときに発生する在庫の積み上げを防ぎ、資源が生産的に利

用されるよう促すという(ECB 2001 pp.37-8)⁵。ただ、こうした見解の妥当性は別にしても、マーストリヒト条約では、経済活動の水準維持のような他の目標も、物価安定を損なわない限り、ECB は追求すべきであると規定されており、デ・フラウエ(De Grauwe)⁶は、物価安定のみを追求しようとする ECB の姿勢は条約の歪曲であると厳しく批判している(De Grauwe 2002b)。

また、ECB の政策目標はインフレ率 2 % 未満であるが、この水準は低すぎるのではないかという批判も少なくない。高いインフレが経済活動を阻害し、ひいては社会的にも政治的にも混乱をもたらす危険があることには経済学者の見解が一致していても、望ましいインフレ率の水準については、経済学上の理論的立場によって大きく異なる⁷。ECB の立場は、可能なかぎり物価が安定するのを望ましいとする主流の見解を反映しているが、主流派でも、名目賃金の下方硬直性を重視する論者の中には、マイルドなインフレは実質賃金の弾力的な調整をもたらすため望ましいという主張も少なくない。

例えばアカロフ(Akerlof) の主張によると、企業は業績不振に陥っても名目賃金の切り下げはできない場合が多いが、インフレ率がマイルドであれば実質賃金が切り下がるので、既存の雇用水準を維持することができる。しかし、インフレ率がゼロに近ければ、実質賃金が下がらず、その結果企業はレイオフの

⁵ こうした正統派の立場に基づいた見解の背景には、中央銀行の信頼性がいったん失われたら、それを取り戻すには多大な困難とコストがかかるという、1970年代から80年代のスタグフレーションの時期の経験に基づく中央銀行家の怯えがある。いったんインフレ期待が暴走してしまうと、これが適切な水準に戻るようになるためには、信頼性が維持されていたときと比べて、余計に緊縮政策が長引くことになり、雇用にも悪影響が生じる(Issing 2000a p.319)。ECB の理事イッシング(Issing) が「新しい通貨は、それが取って代わるうとしている通貨よりも、価値の標準として不安定と見なされるようなことがあってはならなかった(Issing 2001a p.450)」と述懐しているように、この側面はユーロにとってはことのほか重要であった。

⁶ ベルギー人の国際経済学者で国会議員もつとめた。このように物価安定を最優先する ECB の金融政策の現状を批判している。2002年5月のノワイエ(Noyer; フランス人)副総裁の任期終了に伴い、後任人事は ECB の役員会にメンバーを送り込んでいない小国から選ぶことになった際、ベルギーはデ・フラウエを推したが、ギリシャの推したパパデモス(Papademos; 当時ギリシャ銀行(= 中央銀行) 総裁) が選ばれた(The Guardian 紙(イギリス)電子版 2002/3/8、3/11、4/15)。

⁷ ケインジアンやポストケインジアンの見解は、いうまでもなく理論的にこの主張と真っ向から対立する。貨幣経済では通常、先渡し契約で取引が行われる点を特にポストケインジアンは重視する。デフレは先渡し契約の債務不履行をもたらす。こうなると債権者は狼狽して債権を手放して貨幣にしがみつこうとする。新たな先渡し契約は縮小し、その結果生産も雇用も縮小する。固定資本が巨大化するにしたがって、事態は深刻になる。

着手に迫られることになる。したがって、インフレ率がゼロの時は、マイルドなインフレ率の時と比べて、失業率が上昇する危険があることになる(Akerlof 1996)。この見解に立つと、どの程度のインフレ率までなら好ましく、どの程度を越えたら望ましくなくなるかについて経験的な証拠は得られていない現状では、あまりにも厳格なターゲットを設定することには慎重であらねばならないことになる。デ・フラウエは、ECBの金融政策はこの点で大いに問題があるとして厳しく批判している(De Grauwe 2002b p.701)⁸。

ただ、イッシングが指摘しているように、ECBが政策目標としている2%未満というインフレ率の水準は、経済通貨同盟(EMU)の第3段階に移行する前に、各国中央銀行が独自の金融政策を遂行していたとき何らかの目標としていた数値と比べて、特に低いわけではない(Issing 2001a p.450)。ドイツ連邦準備銀行のマネタリー・ターゲットに際しての1997から98年の中期的なインフレ率の想定は1.5~2%であったという⁹。また長らく景気に配慮した金融政策を重視していた国々も、政策目標を貨幣価値安定に転換してからは、低いインフレ率を目標に設定していた。フランス銀行は1998年に、物価安定とは中期的に消費者物価指数が2%を超えないことと定義した。同じ頃、イタリア銀行も同様の目標を採用した。もっとも、各国が同水準のインフレ率を何らかの政策目標に採用していても、その目標達成のための手法は多様であった。単一通貨導入後、政策目標とそれを達成するための手法が一元化されると、今度は各国間のインフレ格差が顕わになってくる。この問題については第三節で検討する。

⁸ イッシング(Issing)は、生産性の伸びがあれば、名目賃金を据え置くだけで単位労働費用を削減することができるし、また給与には残業手当や賞与などの弾力的な要素もあるので、名目賃金の切り下げなしに労働費用を下げることは可能であるから、名目賃金の下方硬直性はさほど影響しないのではないかとアカロフの主張に反駁している(Issing 2000a pp.315-6)。

⁹ スヴェンソンによると、ドイツ連邦準備銀行のマネタリー・ターゲットは独特で、秘密主義に包まれていたが、結果として出てくる統計上の数字を分析すると、しばしばインフレ率安定を優先している。スヴェンソンは、これを「偽装したインフレ・ターゲット、あるいは口先ではマネタリー・ターゲットで行いはインフレ・ターゲット(Svensson 1999 pp.86-92)」と評している。

2 ECBの透明性・説明責任の問題

こうした物価安定を政策目標とする中央銀行にとって、必要条件とされているのが政治からの独立性である¹⁰。物価安定を実現するには、景気が低迷して失業率が高まったときに現れる、金融政策に対する政治からの要求を排するのが不可欠だと考えられているわけであるが、この独立性の付与に付随して生じるのが、政策の透明性ないしは説明責任の問題である。他の公的な権限を有する機関の場合とは異なって、議会によるチェック機能が中央銀行に対して働かなければ、他の手段での民主的なチェック機能が必要となってくる。特に、マネタリー・ターゲットと比べると、物価安定を直接の政策目標とした金融政策は単純なルールに基づいておらず、裁量の余地があるだけに、金融政策の透明性を要求する立場からの批判を招きかねない。そのため、透明性、すなわち中央銀行による政策方針の明確な説明がいっそう重視されるようになっている。

しかし、公的な権限を有する独立した機関の民主的な説明責任と言った規範的な問題とは別に、説明責任は物価安定という中央銀行の政策目標実現のために必要とされている点が、問題を複雑にしている。人々が中央銀行の姿勢を信頼しなければ、インフレ期待が下がらず、政策目標が実現できなくなるとの危険をECBもことのほか抱いている。ECBの理事イッシング(Issing)も、透明性と説明の程度を高めれば、ECBの正当性を高め、物価安定という責務のECBへの委任に対する公衆の支持を強固にでき、また中央銀行業務に携わる者を陶冶し、こうしたことによって、ECBへの信頼性が高まり、金融政策の有効性も高まるだろうという(Issing 2001b p.281)。しかし、金融政策の目標実現のためには公衆の支持が必要であるから透明性を確保しなければならないというような機能主義的な論法では、この「公衆の支持」は主として金融市場の支持を意

¹⁰ 中央銀行の独立性は、行員の身分の独立性、中央銀行による政府への信用供与に関わる独立性、政策の独立性に区別される。そして政策の独立性は、政策目標設定の独立性と、政策遂行に関わる独立性に区別される。以下で論じられるのは、政策遂行に関わる独立性である。

味することになりかねない。また、透明性の確保も金融政策の目標達成に必要と考えられる範囲で行えばよいということにもなる。こうした点は、次のように、透明性確保の必要性を規範的に考える論者からの批判を招くこととなった。

この説明責任と情報開示の場として、ECB の場合、毎月初回の運営理事会 (Governing Council) のすぐあとに開く記者会見を最も重視しているという (Issing 2001b p.282)¹¹。しかし、他の先進国の独立性を有した中央銀行と比べると、運営理事会の議事録や各委員の投票結果を公表しておらず、透明性の点で見劣りするとの批判が少なくない¹²。バイター (Buiter) は、前ドイツ・ブンデスバンク理事であるイッシングの ECB 理事就任後の発言を引用したうえで、ECB には政策立案過程の公表よりも、物価安定への姿勢を示す方が人々の信任を高めるという考えが垣間見えており、こういった態度はブンデスバンクの透明性や説明責任に対する伝統的な姿勢を引きずっており、現代の民主社会での政策決定にそぐわない家父長主義であると、やや感情的なまでに批判している (Buiter 1999 p.187)¹³。

一国の機関の場合、その内部での民主的な意志決定手続きには、各国の政治文化の違いを反映してそれぞれ特徴があり、絶対的な尺度でその優劣を論じるには慎重であらねばならないだろうが、ECB のような超国家機関の場合、透明度の高い普遍的な手続きを求める声が高まってくるのは避けられない。EU の諸機関で意志決定の透明性と民主性が欠けているという批判が高まっている昨今ではことのほかそうである。ECB が透明性を標榜する以上、他の中央銀行と比べて情報公開に関して曖昧な点があれば当然批判にさらされるであろう¹⁴。

¹¹ 運営理事会は ECB の最高意思決定機関であり、金融政策を決定する。構成員は、役員会 (executive board) を構成する ECB の総裁・副総裁および理事 4 名、およびユーロ圏内の中央銀行総裁 12 名である。決議は、原則として単純多数決によることになっている。記者会見には総裁と副総裁が出席し、メディアからの質問に直接答える。

¹² 2003 年 4 月現在、イングランド銀行の場合、金融政策委員会は毎月一回定例の会議を開催し、その議事録は二週目の水曜日に公表されることになっている。

¹³ バイターは、イギリス国籍を持つオランダ人の経済学者でユーロ推進論者であり、この論文の執筆時はイングランド銀行金融政策委員の職にあった。なお、注 9 参照。

¹⁴ 公式にインフレ・ターゲットを採用しているイングランド銀行よりも ECB の情報公開の範囲が狭い現状では、仮にイギリスがユーロへの参加を決定したとしても、この問題を指摘する声がイギリスで浮上してくるものと思われる。

ECB のジレンマは、公衆の支持を取り付けて金融政策の目標を達成する上で透明性の確保は当然必要であるが、そのいっぽうで、物価安定に関する厳格な数値目標をユーロ圏という全く新しい通貨圏で採用した以上、政策立案と実行に際して多少の試行錯誤は不可避であるのに、あまりにも透明度を高めてしまうとそのあたりが顕わとなって、中央銀行への信任が揺らぐのが懸念されること、そして運営理事会にユーロ圏の各国の中央銀行総裁 12 名が参加して投票権を持っている以上、その投票行動が公開されてしまえば、各国の総裁たちが出身国からの有形無形の圧力に抗して行動するのが困難になるといったことにあると考えられる。

運営理事会の議事録や政策決定に際しての各委員の投票結果の開示を求めるバイターに対して、イッシングは、中央銀行での意志決定の基礎にある思考や言外の動機のような、政策の背景にあるすべての情報を開示することなど論理的にも現実にも不可能であり、仮に可能な限りの情報開示を期して各委員の言動を公表しても、公衆によって各委員が色分けされ、行動が単純化されて解釈されて、勝手に予測が試みられてしまうだけで、ジョージ・オーウェルの監視社会が転倒した形態に陥りかねないと反論している (Issing 1999)。言葉が多いことが必ずしも情報が多いことにならず、そして情報が多いことが必ずしも明確さを意味しないのであって、透明性というとき大事なものは、公衆の金融政策の理解が高まるような明確さであるという。

デ・ハーンとエイフィンガーは、このバイターとイッシングの論争を評して、中央銀行業務における説明責任と透明性の望ましい程度に関する、アングロサクソンと大陸ヨーロッパとの考え方の違いが反映していると指摘している (De Haan and Eijffinger 2000 p.406)。またバイターも、ドイツだけでなくオランダやベルギーの中央銀行にも公衆に情報を知らせまいとする態度が見られ、これは大陸ヨーロッパに共通しているという (Buiter 1999 p.194)。たしかに、アングロサクソンの社会では、民間企業から公的機関に至るまで、説明責任と透明性を確保して公衆からの不断のチェックを受けることによって、組織の公正な業務の遂行を図るのが規範となっているというのは夙に指摘されている。しかし、

形式上情報開示が確保されていても、必ずしも公衆に厳格なチェックの基準が譲渡されているわけではない。

この点に関して興味深いのは、アメリカの FED の例である。FED の政策目標には、物価の安定だけでなく、最大限の雇用および適度な水準の長期利子率の維持も含まれている。場合によっては相互に衝突しうる目標であるが、どれを優先するかは定められておらず、さらに数値目標も決められていない。それが故に、FED の政策目標追求の自由度は高い¹⁵。こうした点は ECB とは対照的である。前述のように、ECB の場合は、マーストリヒト条約で物価の安定を優先することが定められ、それに基づいて ECB が政策目標を消費者物価指数が 2 % を超えないことと定めている。自然と政策達成の評価は厳格になる。

デ・フラウエは、「中央銀行の業務は、人間の技か、それとも科学の範疇にあるのか」と題した書評論文で、ECB と FED の金融政策を比較し、ECB の市場との情報伝達のやり方は、現行の FED のやり方と対照的であると指摘している (De Grauwe 2002a)。それによると、FED は、物価安定の定義どころか、何ら政策遂行にあたっての数値目標を示していないことと政策目標追求の自由度が高いことが、市場とのコミュニケーションのあり方に大きく作用している。ECB 総裁と同じくグリーンSPAN 議長も議会で説明を行うが、後者は「どちらともとれるような曖昧さに満ちたデルポイの神託のようなもの」にすぎない。しかしながら、グリーンSPAN 議長はインフレを断固として防ぐと多くの金融市場関係者は信じきっており、したがって、景気後退の時に利下げを行っても、市場のインフレ期待が高まることなく、結果として政策の効果が得られているのである¹⁶。

¹⁵ 1995 年にアメリカ上院にて「経済成長および物価安定法」法案が提出された。これは物価安定を FED の最優先の政策目標とし、さらにその数値目標の設定を義務づけようとする法案であったが、2003 年 4 月現在、成立していない。なお、1995 年 9 月 26 日の連邦公開市場委員会 (FOMC) 筆記録によると、委員会メンバーの FRB 理事や各連銀理事のほとんどが、物価安定を最優先とすることはよしとしながらも、この法案によって金融政策の柔軟性や一種の曖昧さが失われることを懸念しており、数値目標設定への賛意を示しているのは少数である (FOMC 1995)。

¹⁶ ただしデ・フラウエは、まだ任期中の人物の評価を定めることはできないことと、個人の手腕への信用に依拠することの危うさに注意を促している。なお、「経済成長および物価安定法」法案の提出者であるコニー・マック上院議員は、2000 年 2 月の議会での発

ECB の場合、目標とするインフレ率の数値を設定しているだけでなく、その目標を 2 % 未満として幅を設けているが、デフレは避けるのが常識とすれば、結局この目標の幅は狭くなり、この間にインフレ率を維持するのが難しく、かえって信頼性を損なう結果に陥る危険があるのではないとも指摘されている (De Grauwe 2002b p.702)。なお、インフレ・ターゲットを採用している中央銀行でも、例えばイングランド銀行は目標水準に幅を設けていない¹⁷。

3 ユーロのインフレ率安定とユーロ圏内のインフレ格差との齟齬

(1) インフレ格差発生メカニズム

第一節の最後に述べたように、経済通貨同盟 (EMU) の第 3 段階への移行前に、各国中央銀行がほぼ同じ水準のインフレ率を目標として金融政策を遂行していたとしても、いうまでもなく、各国の政策金利は、各国のいわゆるファンダメンタルズに対するそれぞれの中央銀行の判断を反映して大きく異なっていた。第 3 段階移行後、金融政策は ECB に一元化され、政策金利は単一になったわけであるが、もし ECB がこれによって、ユーロ圏全体のインフレ率を政策目標である 0 % 以上 2 % 未満に維持できたとしても¹⁸、このインフレ率が各国のインフレ率の加重平均値である以上、ある国の数値が 2 % を超えれば、インフレ率が最も低い水準の国は、ECB の金融政策によってインフレ率を 0 % 未満に抑え込まれる危険性が出てくる。また、第一節で述べたように、低インフレ率では失業率が增大する恐れがあることをアカロフなどが主張しているが、この

言で、グリーンズパン議長を信頼しているが、彼が永久に議長を務めるわけではないことが法案再提出の理由であると述べている (Mack 2000)。

¹⁷ イングランド銀行の政策目標は大蔵大臣が決定する。目標水準は、1997年6月にインフレ率 2.5%と設定され、2003年4月現在変更はない。そしてイングランド銀行の金融政策委員会が政策目標達成のため政策金利を決定する。なお、インフレ率が政策目標より 1%以上乖離すると、イングランド銀行総裁に説明責任が生じる。なお、インフレ率算出にあたっての消費者物価指数の定義がユーロ圏と異なるので、数値の絶対的な水準の比較はできない。

¹⁸ ECB が政策目標としているインフレ率については注 3 参照。

メカニズムは、ユーロ圏内でのインフレ率格差が大きければ大きいほど、インフレ率がもともと低い国では深刻に働くことになる。

この問題に関連して、しばしば指摘されるのが、ユーロ圏内でバラッサ・サミュエルソン効果が働く可能性である(Sinn and Reutter 2001) (Canzoneri et al 2002)。相対的に労働生産性の水準の低い国でも、発展軌道に乗ると、貿易財部門で労働生産性が急速に上昇することが少なくない。こうなると当該部門で賃金が上昇するであろうが、これが生産性上昇の範囲内なら貿易財の価格には影響しない。いっぽう、サービス業が主となる非貿易財部門の生産性は、一般的にあまり上昇しない。したがって、貿易財部門の賃金水準の上昇が非貿易財部門に波及すると、非貿易財の価格は上昇し、当該国の消費者物価指数は上昇するであろう(Balassa 1964)(Samuelson 1964)。すなわち、こうした発展の余地の大きい国では、成熟した国と比べてインフレ率が高くなりがちである¹⁹。

こうすると、成熟した国とそうでない国との間に構造的なインフレ率格差が生じることになる。そして成熟した国は、ECBの金融政策によって、インフレが押し下げられて、構造的にデフレ状態に陥る可能性が生じることになる²⁰。このバラッサ・サミュエルソン効果は、自由貿易の結果もたらされる実物要因によるインフレの説明の一つとして興味深い²¹。インフレの原因を貨幣的要因

¹⁹ (Canzoneri et al 2002)によると、1973年から1991年までの間、ドイツでは貿易財部門と非貿易財部門との生産性の比率の変化はほとんどなく、そして両部門間の相対価格の変動も小さい。その上で、両者の変化率はほぼ一致している。いっぽう、イタリアやスペインでは、生産性の比率・相対価格とも変化は大きく、そして同様に両者の変化率はほぼ一致している。

²⁰ (Sinn and Reutter 2001)は、このメカニズムにより、ドイツがデフレに陥ることを懸念し、ドイツのインフレ率がマイナスとならないために必要な、ユーロ圏全体の最低インフレ率を計算し、ECBのインフレ目標値を高めるように求めている。

²¹ なお、この貿易財部門の生産性の相違がもたらすインフレについては、早くもリカードウが『経済学および課税の原理』において、「人口、それに肥沃度の等しい耕地の面積が全く同一で、農業に関する知識も同じであるような二国のうち、輸出しうる商品の製造に、より高い技能とより優れた機械が用いられている国の方が、原料の価格が高くなるであろう(Ricardo 1984 pp.87-8)」と指摘しており、ヨーロッパでは、「バラッサ・サミュエルソン効果」という術語に「リカードウ」を冠する場合もある。ただしここでリカードウが述べようとしたのは、一国の金価値を決めるのは、金地金の生産費ではなく、金を獲得する主力輸出商品の生産費であり、したがって為替相場が金を基準としていても、各国の金価値がどの国でも同じであることを必要条件とはしないし、そのようなこともあり得ないということである(本山 1994 124-5頁)。すなわち、価値標準としての金は名目化できると言うことを意味している。

か、そうでなければ市場メカニズムの機能を妨げる構造的要因に求めるのが主流派の一般的な見解であるが、これに則って物価安定を追求する中央銀行の立場からすると、この種の実物要因によるインフレの可能性はおさまりが良くないことになる。

ECB の理事であるイッシング (Issing) は、バラッサ・サミュエルソン効果がユーロ圏で働く可能性はまだ十分実証されておらず、また、政府消費が公的部門での過剰な労働力の雇用や国際競争力のない特定産業への保護などを通じて非貿易部門を膨張させているが、こうした需要側のインフレ要因を分離して検証するのは困難であると否定的である (Issing 2001a p.455) (Issing 2001b)。同様の見解は、スペイン銀行とフィンランド銀行の調査研究部門が共同で発表した論文でも表明されている (Alberola and Tyrvainen 1998)²²。もしこの種の需要側の要因が非貿易財部門におけるインフレ格差の主たる要因ならば、必要な対策は各国における保護の撤廃や公的部門の縮小と言うことになり、ECB などがかねてから主張しているユーロ圏内の構造改革によって問題は解決されることになる²³。こうした要因でインフレ格差が生まれる可能性をまったく排除することはできないだろうし、ユーロ圏内で構造改革が遅れていると目されている国でインフレ率が相対的に高くなった場合、当該国の中央銀行は、自行の欧州中央銀行制度内での立場上、この要因を強調する所以はあるかもしれない。

しかし、ユーロ圏の中では、スペインやアイルランドなどのように、相対的に製造業の発展水準が低くても、多国籍企業の投資によって先端的な生産設備が構築されてハイテク部門などが急成長している国が少なくない。また、周知

²² スペイン銀行もフィンランド銀行もともに、欧州中央銀行制度 (European System of Central Banks) を構成する中央銀行である。なお、(Alberola and Tyrvainen 1998) については、フィンランド銀行から発行された論文を参照したが、同様の内容のものがスペイン銀行からも発行されている。

²³ ECB 月報 2002 年 8 月号所収の「ユーロ圏における価格水準の収斂と競争」と題されたレポートには、バラッサ・サミュエルソン効果がインフレ格差をもたらす要因として言及されているが、これが働く場合にユーロ圏内全体のインフレ率の低位安定を図るとどうなるかについては全く分析されておらず、規制や保護の撤廃で市場の効率性を高めて価格の低下と安定を実現して価格水準の収斂を達成すべきだとの主張に終始している (ECB 2002b)。ECB 月報 1999 年 10 月号の「通貨同盟におけるインフレ格差」と題されたレポートも同様である (ECB 1999)。

のようにフィンランドでは携帯電話を中心とした本国資本の IT 産業が急速に成長している²⁴。このように、バラッサ・サミュエルソン効果がユーロ圏で働く環境は十分に揃っている。ユーロ圏では、途上国とは違って、生産性の低い労働力供給源が潤沢であるわけではないし、生産性の上昇した貿易財部門の賃金水準が人為的に抑制される可能性にも乏しいので、賃金水準上昇の傾向を打ち消す力は強くないであろう。ECB 総裁のダイセンベルグ (Duisenberg) 自身が、「ユーロ圏の物価変動の相違に懸念すべき根拠はあるか?」と題して 2000 年 9 月にアイルランドで行ったスピーチで、バラッサ・サミュエルソン効果がユーロ圏で働く可能性について詳細に言及しているのである (Duisenberg 2000)。

(2) インフレ格差の是正策

しかしながら、ユーロ圏内のインフレ率に差が生じても、この是正は ECB の政策目標にはなく、これによって問題が生じた場合対処すべきはそれぞれの各国政府であるという点では、ダイセンベルグとイッシングの見解に齟齬はない。イッシングの言によると、一国の中でも地域によってインフレ率の格差があり、また「同じ 20 ポンド札でもロンドンとシェトランド諸島²⁵では重みがかなり違う」ように、貨幣価値は一国内でも異なって受け取られているのだから、ユーロ圏内でこうした差異があっても当然である (Issing 2001a pp.448-9)。そして、中央銀行の目標はあくまでも通貨圏内の単一のインフレ率であり、そして ECB はインフレがユーロ圏内全体に広がるよう仕向けてはならないという。したがって、「単一の金融政策がユーロ圏全体にふさわしいのか (One size fits all?)」という、しばしば投げかけられる問いに対する答えは、「そうあらねばならない」であるという (Issing 2001a p.450)。

²⁴ (Canzoneri et al 2002)によると、1991年から1997年までの間、調査した EU 10 カ国のうちで、貿易財部門と非貿易財部門との生産性の比率の変化が最も大きかったのがフィンランドであり、これに次ぐのはユーロ未参加国であるがスウェーデンであった。なお、両部門の相対価格の変化もこれと同じ傾向を見せている。

²⁵ スコットランド北東沖の北海に浮かぶ諸島。イギリス領。

各国がとりうる選択肢として、元ドイツ連銀理事の彼がまず挙げているのは、国内の物価安定に配慮した賃上げ交渉である(Issing 2001a p.456) (Issing 2001b pp.279-80)。実質賃金の伸び率が生産性上昇の範囲内に抑えられれば、物価安定維持を容易にし、同時に雇用を促進するだろうとされる。そして物価安定維持という中央銀行の姿勢への信頼が高まれば、インフレ期待が抑えられ、その結果賃上げ要求も抑制されるだろうという。ECBはこの側面を重視しており、ECBの月報(Monthly Bulletin)において「道義的勧告ないしは、必要ならば警告」を頻繁に発して、賃金交渉での労働者側の要求が節制されるように求めるという(Issing 2002 pp.352-3)。

しかし、これではパラッサ・サミュエルソン効果により生じうるインフレの発生を抑えることはできないのは明らかである。生産性が上昇した貿易財部門の労働者が、賃上げ要求を生産性上昇の範囲内に抑えたとしても、この賃金水準の上昇は、非貿易財部門に波及するだろう。一般的に生産性の変化に乏しい非貿易財部門が、仮に生産性の伸びの範囲内に賃金上昇を抑えようとしても、ECBがかねてから求めている労働市場の弾力化は、部門間の賃金水準の波及を促進させ、同等の労働強度や熟練度の労働への報酬を平準化させるだろう。こうして非貿易財部門の賃金水準は上昇し、これは非貿易財の価格を上昇させるだろう。また、これはユーロ圏全体の物価安定維持に対するECBの信任にも影響を及ぼすかもしれない。各国にインフレ格差が存在し、そしてある特定国のインフレ率が不安定であるとすれば、他の国のインフレ率もECBの金融政策によってこの国の影響を受けて不安定になり、インフレ期待の抑制には結びつかないことも考えられる。

次に挙げられているのは、必要な場合に財政の自動安定化装置が機能するように、普段から健全財政を維持することである(Issing 2001a p.456)(ECB 2002a)。財政の自動安定化装置とは、歳入と歳出に適切なルールを定めておけば、裁量を伴わずに景気変動を自動的に財政によって調整できるとする考え方である²⁶。

²⁶ 例えば景気後退期には、累進税制を採用していれば、人々の所得が落ち込むにつれて自動的に減税となり、一方で失業手当などの給付が増える。いずれも需要喚起につながり、

裁量的な財政政策が全く否定されているわけではないが、景気調整に対する有効性については、不況時に膨張した支出を好況時に絞るのが難しく、その結果生じる財政赤字の処理のため増税が必要となり産出に悪影響が生じること、また機動性に欠けるため、景気が後退し始めているときに好況時に決定した政策を実行したりすることを挙げ、否定的である(ECB 2002a)。ここでも政策的判断を排したルールに基づいた方策が推奨されているわけであるが、財政の自動安定化装置という発想は、好況と不況が対称的な規模と期間でそれぞれ交代していくような景気循環の緩和を想定している。循環的な問題への対策は、構造的なインフレ格差から生じる問題には適切ではないであろう。

また、前出の拙稿で分析したように、健全財政と貨幣価値安定に配慮するような賃金交渉は、戦後ドイツに固有の政治文化であるが、他の多くのEU諸国にとっては異質な存在である。健全財政については、「安定と成長の協定」において各国の財政政策の自律性が制限されたことによって、強制的にルール化されたが、物価抑制に配慮するような賃上げ交渉が可能かどうかは、賃金交渉の集中度、労働組合の組織率、労使協調の文化の程度といった、国ごとに異なる制度的要因に左右される。いうまでもなく、これらは国ごとの労使関係の長い歴史の所産であり、ユーロ圏内での統一ないしは収斂は、少なくとも短中期には不可能である。

いっぽう、集団交渉による賃金交渉とは逆のベクトル、すなわち労働市場の弾力化によって、賃金の下方硬直性から生じるインフレの発生と波及を抑制し、さらにはユーロ圏内の全体または特定地域に対するショックに対する調整を円滑にしようという主張は数多い(ECB 2000)。この論理は、金融政策と財政政策はそれぞれ独立した目標を与えられ、当局者は政治的判断を退けて厳格なルールに基づいてその目標を追求するいっぽうで、物価安定に配慮した賃金交渉が

景気の落ち込みを抑える。ただし歳入は減って歳出は増えるので財政赤字は増大する。好況時にはいずれも逆となる。人々の所得が増大するにつれて税収が増大し、また失業手当などの給付も減ることによって、需要を縮小させ、景気の過熱を抑える。そして歳入は増えて歳出は減るので、好況と不況が対称的に交代していけば、不況期の赤字を縮小させ、財政を均衡させるという。

実現しなければ、賃金の決定は市場に委ねて人為性を排除することによって、物価安定と雇用水準の最適化を図るというものである。この現実性は別にしても、こうした主張に見られるように、インフレ格差のような国家間の経済構造の異質性に由来する不均衡が顕在化した場合、それを政策によって人為的に調整するのではなく、異質性をもたらす制度上の固有性を除去し、不均衡が市場で粛々と調整されると想定されている均質な空間を作り出そうとするベクトルが強まっている。そして、金融政策や財政政策のように、当局者による人為的ないしは政治的判断が介入する余地のある領域では、インフレ率の政策目標や「安定と成長の協定」における規定のように、厳格にルール化されて、いわば脱政治化されているのが特徴である²⁷。

むすびにかえて - 経済政策の脱政治化の行方 -

市場メカニズムが想定された通り機能するような均質な空間は仮説上の存在であり、まして労使慣行から生産構造まで国によって違いが大きい EU 内ではこのような空間の出現はありえないとしても、市場の効率性を阻害されると目される諸制度を撤廃していこうという動きは、ユーロ圏内各国の福祉国家の固

²⁷ 2003年5月8日、ECBは発足以来初めて、金融政策のルールの一部変更を運営理事会で決定し、同日の記者会見でこれを発表した。主要な変更は次の二点である(ECB 2003)(Duisenberg, Papademos and Issing, 2003)。

まず、インフレ率2%未満という物価安定の定義は変更しないが、金融政策の目標は「2%に近いインフレ率を中期的に維持」とする。これはデフレのリスクを警戒して安全のために十分な余地をとるためであり、これによって、消費者物価指数の算出の際に生じる偏りと、ユーロ圏内のインフレ率格差がもたらす結果に対応することができるという。この政策変更は、本稿で指摘した、目標とするインフレ率が低すぎるのでないかという問題に対応している。

つぎに、これまで、まず「第一の柱」と称して、M3の伸び率に参照値を設け、この動向を物価安定へのリスクの指標とし、ついで「第二の柱」と称して、その他の様々な実物要因を考慮に入れて金融政策を決定していたのを改めて、まず「経済分析」と称して、実物要因の動きを監視して短中期の物価安定へのリスクを見極め、そして「貨幣分析」と称して、M3のほか信用供給の動きや流動性構成の変化を考慮に入れて金融政策の決定を行うという。また毎年のM3の参照値の検証はやめるといふ。この政策変更も本稿で言及した、「第一の柱」は曖昧なマネタリー・ターゲットで妥当性が疑わしいという批判に対応している。

い殻をさらに崩していくこととなる。各国単位での旧来の需要管理政策は既に70年代から80年代始めにかけて有効性を喪失していったが、今後、産出と雇用の拡大は市場の効率性に委ねる動きが持続していくのか、それとも新たにEU規模での産出と雇用の安定を直接目標とする何らかの政策が再構築されていくのかについては、現時点ではいうまでもなく判断できない。ただ後者の遂行には、何を問題とし、どのように問題の解決を図るかについての合意形成が要請されるため、一定の政治統合が必要条件となるであろう。

政治統合の今後については本稿の対象ではないが、ここで指摘できるのは、政治統合の見通しが不明確であることが、経済通貨統合における経済政策の脱政治化傾向を固定化させる可能性である。たしかにイッシングが述べているように、「加盟国の数が増えるに従って、EU内の不均質性は、EU全体としての野心的な政治面での構想すべてを幻想としてしまうほど高まってしまう(Issing 2000b p.37)」だろうし、今後予想されるユーロ参加の拡大によって、裁量による政策調整はますます現実的ではなくなるだろう。通貨統合は政治統合への触媒となるという当初の楽観的な見方は、EU拡大が現実の日程となるに伴って、影を潜めてきている。

この悲観的な見解の一方で、イッシングは楽観的ともいえる将来像を提示している。彼は、「ヨーロッパは今、未知の『ヨーロッパの構成に関する解決策』に向かって、ハイエク的な探索過程の真っ直中にある(Issing 2001a p.459)」という。その解決策とは、今まで歴史上存在した決着に似たものとなるよう事前に制約されてはならず、その過程を遮るものがなければ、ひょっとすると斬新な結果へと進んでいくこともあるはずだという。人為的な設計を排し、人々の自由な活動を通じて生成される、制度の自生的な進化に将来を委ねようとするこのオーストリア学派的な見解は、将来の環境が不透明な現状に適合しているのかもしれない。

しかしながら、自由な活動の彼方に調和的世界が待っているとは限らない。これまで、他の地域経済統合とは異なるEU統合の特徴となってきたのは、国家間の経済的な軋轢を主権の共有を通じて抑止し調和させようとする制度の設

計であった。ただ、市場統合が進展し、単一市場の完成に近づいた現在、国家間に発生する経済問題の性格も変容してきている。過去に EU が取り組み、そして統合を進展させる触媒ともなってきたのは、エネルギー問題、農業問題、通貨の対外価値の不安定性といった、問題の所在や国家間の調整の必要性が明示的な領域が中心であった。しかし、単一通貨が導入された現在、ユーロ圏内のインフレ率格差やインフレ率の水準のごとく、過去にも劣らず生産や分配に国家を超えて影響を及ぼす問題が生じながら、いずれも過去の問題のような明示性に欠け、どこか学術的で、それだけ政治化しにくくなっているのである。

参考文献・資料

Duisenberg, Willem, 'Are different price developments in the euro area a cause for concern?', Speech at the Financial Services Industry Association, Dublin, 6 September 2000.

Duisenberg, Willem F., Lucas Papademos and Otmar Issing, 'Press seminar on the evaluation of the ECB's monetary policy strategy', ECB PRESS CONFERENCE, 8 May 2003.

European Central Bank, 'Inflation differentials in a monetary union', *ECB Monthly Bulletin*, October, 1999.

European Central Bank, 'Developments in and structural features of the euro area labour markets', *ECB Monthly Bulletin*, May, 2000.

European Central Bank, *The Monetary Policy of the ECB*, 2001.

European Central Bank, 'The operation of automatic fiscal stabilisers in the euro area', *ECB Monthly Bulletin*, April, 2002a.

European Central Bank, 'Price level convergence and competition in the euro area', *ECB Monthly Bulletin*, August, 2002b.

European Central Bank, 'The ECB's monetary policy strategy', ECB PRESS RELEASE, 8 May 2003, 2003.

* All the materials above were available at <<http://www.ecb.int/>>. Accessed in 2002 and 2003.

Federal Open Market Committee (FOMC), Meeting Transcripts, Meeting of the Federal Open Market Committee, September 26, 1995. (available at <<http://www.federalreserve.gov/>>. Accessed in 2003.)

Mack, Connie, Opening Statement of Senator Connie Mack, The Federal Reserve's First Monetary Policy Report to Congress for 2000. (available at <<http://banking.senate.gov/>>. Accessed in 2003.)

参考文献・研究論文

Akerlof, G. A., W. T. Dickens and G. L. Perry, 'The macroeconomics of low inflation', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1996.

Alberola, Enrique, and Timo Tyrvainen, 'Is there scope for inflation differentials in EMU?: an empirical evaluation of the Balassa-Samuelson model in EMU countries', *Bank of Finland Discussion Papers*, 15/98, 1998.

Balassa, Bela, 'The purchasing-power parity doctrine: a reappraisal', *The Journal of Political Economy*, Vol. 72, No. 6, 1964.

Beber, Massimo, 'One careful driver from new': earning the European Central Bank's no-claims bonus', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40. Annual Review, 2002.

Buiter, Willem H., 'Alice in Euroland', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37, No. 2, 1999.

Canzoneri, Matthew et al, 'Productivity trends in Europe: implications for real exchange rates, real interest rates, and inflation', *Review of International Economics*, Vol. 10, No. 3, 2002.

De Grauwe, Paul, 'Central banking as art or science?: Lessons from the Fed and the

ECB', *International Finance*, Vol. 5, No. 1, 2002a.

De Grauwe, Paul, 'Challenges for monetary policy in Euroland', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40, No. 4, 2002b.

De Haan, Jakob and Fabian Amtenbrink, 'Democratic accountability and central bank independence: A response to Elgie', *West European Politics*, Vol. 23, No. 3, 2000.

De Haan, Jakob and Sylvester C.W. Eijffinger, 'The democratic accountability of the European Central Bank: a comment on two fairy-tales', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 38, No. 3, 2000.

Haldane, Andrew G., 'On inflation targeting in the United Kingdom', *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 45, No. 1, February 1998.

Issing, Otmar, 'The Eurosystem: Transparent and Accountable or 'Willem in Euroland'', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37, No. 3, 1999.

Issing, Otmar, 'How to promote growth in the Euro area: the contribution of monetary policy', *International Finance*, Vol. 3, Issue 2, 2000a.

Issing, Otmar, 'Europe: common money – political union?', *Economic Affairs*, Vol. 20 No. 1, 2000b.

Issing, Otmar, 'The Single Monetary Policy of the European Central Bank: One Size Fits All', *International Finance*, Vol. 4, Issue 3, 2001a.

Issing, Otmar, 'The euro area and the single monetary policy', *International Journal of Finance & Economics*, Volume 6, Issue 4, 2001b.

Issing, Otmar, 'On macroeconomic policy co-ordination in EMU', *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40, No. 4, 2002.

本山美彦、「貨幣制度論」、『貨幣論の再発見』、三嶺書房、1994年。

Ricardo, David, *The Principles of Political Economy and Taxation*, J. M. Dent & Sons, 1984.

Rudebusch, Glenn D. and Lars E.O. Svensson, 'Eurosystem monetary targeting: Lessons from U.S. data', *European Economic Review*, Vol. 46, Issue 3, 2002.

Samuelson, Paul A., 'Theoretical notes on trade problems', *The Review of Economics*

and Statistics, Vol. 46, No. 2, 1964.

Sinn, Hans-Werner and Michael Reutter, 'The minimum inflation rate for Euroland',
NBER Working Paper 8085, National Bureau of Economic Research, 2001.

Svensson, Lars E.O., 'Monetary policy issues for the Eurosystem',
Carnegie-Rochester Conference Series On Public Policy, Volume 51, Issue 1, 1999.