

金融政策運営の改善に向けた 中央銀行改革の方向性

— 豪政府による豪中銀レビューとわが国への示唆 —

調査部 主席研究員 河村小百合

《要 点》

- ◆ 豪州ではコロナ危機後、高インフレ抑制のための金融引き締めが後手に回ったことに批判が強まり、豪政府は政権交代を機に、2022年7月以降、豪中銀（RBA）のこれまでの政策運営等に関するパフォーマンスを検証・評価し、今後の金融政策運営や中央銀行としての組織運営の在り方も見直すべく、大掛かりなレビューを実施した。去る3月31日には財務大臣に最終報告書（『将来に適したRBA』）が提出され、関連する検討ペーパーや調査結果等と合わせて4月20日に公表された。
- ◆ 一般的には政府から独立する形で位置づけられる中央銀行に対して、こうした外部の眼による客観的な評価が実施されるのは世界的にみても稀である。いかに政府から独立した立場とはいえ、最も重要な経済政策の一つである金融政策運営を専ら担う以上、“独断”や“独善”は許されず、外部の客観的な視点も入れて、徹底的に検証され、問題点があれば指摘を受け、改善を促される—これが成熟した市民社会における豪州流の中央銀行に対する統制の在り方である。
- ◆ 報告書における勧告は多岐にわたる。金融政策の枠組みとしては、“柔軟なインフレーション・ターゲティング”（目標は2～3%）が維持された一方で、金融政策の意思決定体制を強化すべく、理事会の開催間隔をのぼし、外部メンバーに求められる資質をあらかじめ明らかにして政府側が人事運営を行うべきこと、外部メンバーに対するRBAの事務方の支援を強化して、理事会での多様な見方に基づく議論の充実を図るべきこと、等が提言されている。
- ◆ また、RBAとしても非伝統的な手段を採用するようになった以上、5年に1度、RBAと財務省が共催する形で金融政策の枠組みの定期的な見直しを行うべきことも提言された。現在、RBA等において改革実施に向けての検討が進められている。
- ◆ 他方、わが国においては消費者物価上昇率が目標を大きく上回る状態が1年以上継続し、国民は重い負担を強いられている。日銀自身がこれまでの金融政策運営の結果抱えるリスクも大きくなっているにもかかわらず、植田総裁就任後も日銀の政策修正や正常化への取り組みは遅々としたものにとどまっている。
- ◆ わが国においてもいずれ、日銀の金融政策運営の在り方や制度設計について、政府側の人事運営を含めて、抜本的に見直さざるを得なくなる日が到来することになる。その際、今回の豪政府によるRBAのレビューは、わが国にとっても大いに参考になるものといえよう。

《目次》

1. はじめに

2. RBAの金融政策運営の経緯

3. 豪政府によるRBAのレビュー実施の対象と体制

- (1) レビューの対象と豪政府の問題意識
- (2) レビュー実施の体制とプロセス
- (3) 異例の“中央銀行に対する外部からの客観評価”が可能となった背景

4. 報告書『将来に適うRBA』(An RBA fit for the future)で示された検証結果と勧告

の内容

- (1) RBAのこれまでのパフォーマンスの評価
- (2) 勧告の主な内容
 - A. 金融政策の枠組み
 - B. 財政政策および政府との関係
 - C. 金融政策の意思決定体制の在り方
- (3) RBA側の反応と豪国内の反響

5. わが国における日銀の金融政策運営をめぐる課題と今後求められる改革の方向性

- (1) 日銀の金融政策運営をめぐる課題
- (2) 今後求められる改革の方向性

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・河村小百合宛にお願いいたします。

Tel : 090-9956-4503
Mail : kawamura.sayuri@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

1. はじめに

コロナ危機後の高インフレ局面への急転換を受け、日銀を除く主要中央銀行は目下のところ金融引き締めを継続している。しかしながら、長期化していた低インフレ局面から高インフレ局面への経済の転換があまりに急激で、各中央銀行の政策運営スタンスの転換は軒並み遅れ気味となってしまったこともあって、各国では高インフレ状態が長引き、結果として国民が重い負担を強いられている。

こうした足許での経験を受け、今回の局面における中央銀行の金融政策決定プロセスやその判断に問題がなかったのかどうか、さらなる改革の必要はないか、といった見地から、当事者である各中央銀行自身によるのではなく、外部の客観的な視点も入れて見直そうとする動きが複数の国で見られ始めている¹。オーストラリアはその先行事例であり、22年夏から約半年の期間をかけ、当事者である豪準備銀行（RBA: Reserve Bank of Australia）ではなく連邦政府が実施主体となり、海外当局や専門家の眼も入れつつRBAの幅広いレビューが徹底的に実施された。23年3月には、本体のみで実に282ページにも及ぶ報告書（『豪準備銀行のレビュー 将来に適うRBA』²）が財務大臣に提出され、翌4月には、報告書策定の際の参考資料とされたリサーチ・ペーパー類も合わせて、全ての資料が豪政府によって公表され、現在は、その勧告の方向性に沿った改革が、RBAおよび政府（財務省）で進められている。中央銀行が国民全体にとって最善の金融政策運営が行い得るようにするために、中央銀行の制度設計や運営にいかなる改革が求められるのか。豪における徹底的な検討結果から、わが国における日銀の金融政策運営の決定の在り方への示唆を考えることとしたい。

2. RBAの金融政策運営の経緯

RBAは、2008年のリーマン・ショック後の局面では、他の主要中央銀行のように、政策金利の引き下げ余地がなくなる“ゼロ金利制約”に直面するまでには至らず、公開市場操作による資金供給（もしくは吸収）のみで短期の政策金利を誘導できる従前通りの（“伝統的な”）金融政策運営を続けることができていた。しかしながら、2020年春以降のコロナ危機の局面においては、ついに“ゼロ金利制約”状態に陥り（図表1）、非伝統的な金融政策手段を採用することになった。

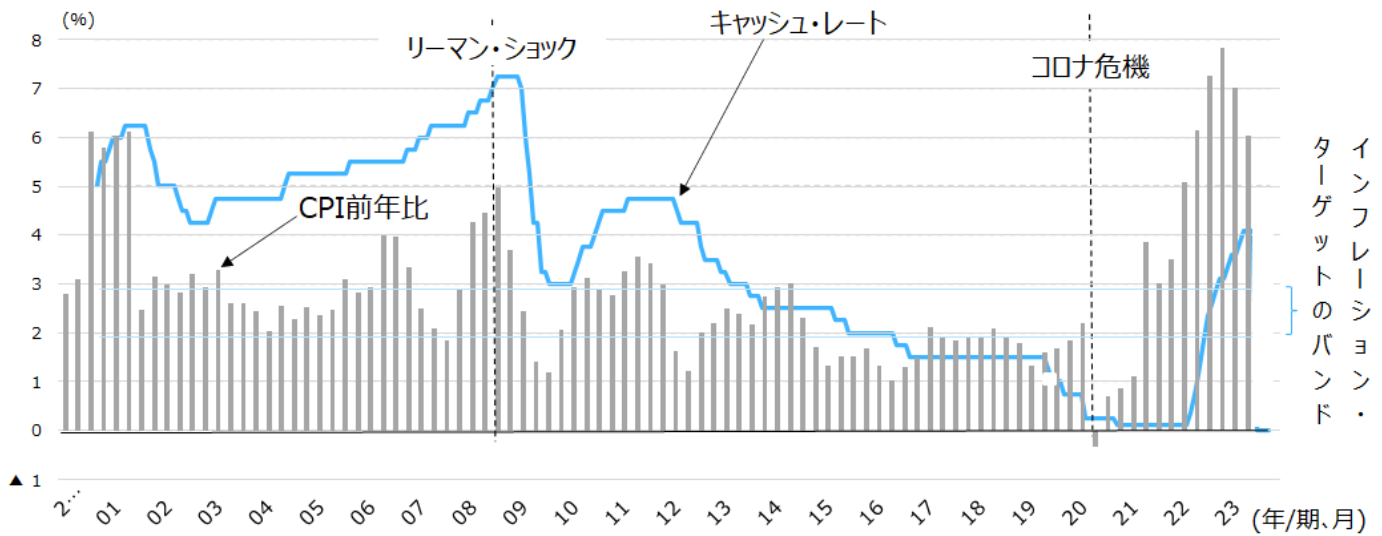
¹ 本稿でとりあげる豪政府の動きに続く形で、イギリスではイングランド銀行において2023年7月28日、同行内部で総裁や執行部に対するリスクの監視や管理の枠組みを認可する立場にあるCourtの決定として、コロナ危機後の高インフレへの急転換局面におけるBOEの予測および関連するプロセスのレビューを実施し、2024年春に結果を公表することが明らかにされている。このレビューの作業は、バーナンキ元米FRB議長が主導し、BOE内の独立評価局が作業の支援を行うとされている。

また、アメリカにおいては、共和党で2024年の大統領選の候補に名乗りを上げているラマズワミー氏が、Fedの見直しを公約の1つに掲げ（Vivek Ramaswamy, “Prosperity Requires a Stable Dollar”, *The Wall Street Journal*, May 2, 2023）、共和党陣営側の争点化を図る動きもみられる。

² Australian Government, *Review of the Reserve Bank of Australia An RBA fit for the future*, March 2023.



(図表1) 豪 CPI 前年比と豪中銀キャッシュ・レートの推移



(資料) Refinitiv Eikonを基に日本総合研究所作成。
(原資料) Australian Bureau of Statistics、Reserve Bank of Australia。

RBA が採用した非伝統的な手段の主なものは、① 3年物の国債金利を短期の政策金利（キャッシュ・レート）と同水準に誘導する「イールド・ターゲット（YT）政策」、②豪国債（連邦政府債）や州債等を多額に買い入れる「債券買い入れプログラム（BPP）」、③超低金利政策を一定期間継続することをあらかじめ約束する「フォワード・ガイダンス（FG）」である。なお、①の YT 政策は、RBA としては、あくまで③の FG を強化する意味合いで実施されたものであった。これらの主な非伝統的手段の実施および解除に至るまでの政策運営等の推移は図表 2 の通りである。図表 1 から明らかなように、豪においても 21 年夏頃から高インフレ基調が明確化し、それにつれて市場参加者の金利先高観が強まっていたにもかかわらず、YT 政策の解除は同年 11 月と遅れた。RBA が政策金利の引き上げに転じたのは 22 年 5 月と、引き締め転換が後手に回ったことが批判されている米連邦準備制度（Fed）よりさらに遅れること 2 カ月が経過してのことだった。

(図表 2) コロナ危機以降の豪中銀の主な非伝統的手段の実施から解除の流れ

	2020年				2021年				2022年		2023年	
	3月	9月	11月		2月	7月	9月	10月半ば以降	11月	2月	5月	8月 (直近)
キャッシュ・レートの変更 (短期の政策金利)	0.25%		0.10%								0.35%	4.10%
イールド・ターゲット政策	導入				市場混乱				解除			
3年物国債金利目標	0.25%		0.10%									
想定する実施期間	~2023年4月 ~2024年4月				延期せず (~2024年4月のまま)							
債券買い入れプログラム					導入						新規買い入れを停止 買い入れ国債の再投資や中途売却はしないと公表	
買い入れ金額の想定	1,000億ドル				【追加】1,000億ドル							
買い入れペース	50億ドル/週				50億ドル/週		40億ドル/週					
想定する実施期間	~2021年4月				2021年4月~		少なくとも2021年11月半ばまで		少なくとも2022年2月半ばまで		9月の決定を再確認 2月10日が最終買い入れ	

(資料) Reserve Bank of Australia, Review of the Yield Target, June 21, 2022, Review of the Bond Purchase Program, September 21, 2022, Review of RBA's Approach to Forward Guidance, November 15, 2022等を基に日本総合研究所作成

RBA は、これらの非伝統的な手段の解除や終了からあまり時間を置くことなく、22 年半ば以降、それぞれの非伝統的手段による金融政策運営に関する総括を相次ぎ公表している。22 年 6 月には『イールド・ターゲット政策の総括』³、9 月には『債券買い入れプログラムの総括』⁴、11 月には『RBA のフォワード・ガイダンスのアプローチに関する総括』⁵がそれぞれである⁶。これらの主な内容は図表 3 の通りであるが、いずれも各手段による効果の側面のみならず、副作用や弊害と言うべき側面も含め虚心坦懐に分析したうえで、金融経済情勢の判断や政策変更の意思決定のタイミングに関する反省を含め、今後の金融政策運営にとっての教訓を導き出し、豪国民や市場関係者に対して包み隠さず明らかにするものとなっていた。日銀が黒田前総裁体制下でこれまで公表してきた“総括”や“点検”とは、きわめて対照的な内容の総括であったといえる。

(図表 3) RBA 自身の“Review”におけるイールド・ターゲット政策、および債券買い入れプログラムに関する主な評価や教訓

<p><イールド・ターゲット (YT) 政策></p> <ul style="list-style-type: none"> ・振り返れば、理事会として経済の下方リスクに重点を置き過ぎてしまった。YTはもっとは早期に解除すべきであった。出口局面では実際に混乱が生じ、RBAの信認にも痛手を負った。 ・将来的にYTを用いる可能性は低いとみている。 ・もともと、極端な環境下では再度、YTを用いることが適当になる可能性もあるが、今回の経験からの以下の教訓を活かすべき。 ・ターゲットは維持されるという高い信認を得られるだけ十分に短いものであることが必要。 ・将来的にはYTよりもBPPの方が選好されるようになりそうで、BPPの方が出口の柔軟性は高い。 ・ただし、BPPにはコストが伴う。具体的には、①中央銀行が債券買い入れの拡大によってより大きな財務面でのリスクを被ることや、②中央銀行の債券保有の増加につれて市場機能に相当な影響を及ぼす可能性があること、である。
<p><債券買い入れプログラム(BPP)></p> <ul style="list-style-type: none"> ・BPPは長期の豪国債イールドを約30bp低下させた。この国債金利に対する効果は、BPPの最初のアナウンスの時に発生しているが、これはRBAに限らず他の中央銀行が債券買い入れを行った際の国際的な経験と首尾一貫する。 ・その結果、企業や家計の借入れコストを記録的な低さまで低下させ、為替レートをより減価させる方向に作用した。 ・他方、こうした効果と表裏一体として、豪経済がより力強く成長し、金利が上昇することになれば、かなり大きい直接的な財務面でのコストがRBA自身に発生する。RBAにとっての最終的な、直接的な財務面でのコストは、買い入れた国債が満期に至るまでの間の政策金利の道筋に依存する。 ・YTに比較して、BPPは経済環境の展開に呼応してより柔軟に対応可能。ただしそれには、財務面でのより大きなコストを伴い得る。これらのコストは、プログラムの着手時に、そして以降の情勢変化に応じて、慎重に評価される必要がある。

(資料) Reserve Bank of Australia, *Review of the Yield Target*, June 21, 2022, *Review of the Bond Purchase Program*, September 21, 2022, を基に日本総合研究所作成

3. 豪政府によるRBAのレビュー実施の対象と体制

(1) レビューの対象と豪政府の問題意識

他方、豪経済のその後の推移をみる限り、RBA は結果的に高インフレの鎮静化に時間を要している(前掲図表 1)。消費者物価の前年比は、ピーク時の 2022 年第 4 四半期には 7.8%に達するなど、

³ Reserve Bank of Australia, *Review of the Yield Target*, June 21, 2022.

⁴ Reserve Bank of Australia, *Review of the Bond Purchase Program*, September 21, 2022.

⁵ Reserve Bank of Australia, *Review of the RBA's Approach to Forward Guidance*, November 21, 2022.

⁶ その詳細については拙論「豪中銀のコロナ危機下での非伝統的金融政策の総括—イールド・ターゲット、債券買い入れと今後の課題—」『JRI レビュー』(株)日本総合研究所、Vol. 4 No 107, 2023 年 4 月 10 日参照。

国民は重い負担を負わされることになり、とりわけ 2022 年入り後は RBA の金融引き締めへの転換が後手に回ったとして、世論からの風当たりも強まった。

そうしたなか、豪では 22 年 5 月の総選挙において、国民は保守連合から労働党への政権交代を選択し、アルバニー政権が発足した。そして早くも同年 7 月 20 日には、チャーメーズ財務大臣が、政府が主体となって、同国において 1990 年代以来となる RBA の在り方の見直しを実施することを明らかにした。今回のレビューの対象は、RBA の目的、マンドート（負託）、金融政策・財政政策・マクロプルーデンス政策の相互作用、ガバナンス、組織風土、業務運営等である。一方、RBA の決済、金融インフラ、銀行業務、および発券機能は検討対象から除外された。

同国においては、二大政党である労働党と保守連合（自由党等）との間で、中央銀行の金融政策運営や非伝統的な手段の採用の是非等をめぐって、従前から見解に大きな隔たりがあったわけではなく、また、RBA に対する与野党の姿勢に大きな差はなかった。今回の豪政府による RBA の見直し作業は、決して政争の具としてではなく、あくまで世論の RBA に対する批判の高まりを労働党政権が受け止めて、政権交代を機に本格的かつ客観的な見直し作業に着手したものとみることができよう。

(2) レビュー実施の体制とプロセス

レビューの実施主体は豪政府であり、財務大臣が所管する。レビューの作業は、RBA から財務省からも独立した立場にある豪国内外の 3 名の専門家で構成されるパネル（図表 4）が主導する。そのなかには、カナダ銀行やイングランド銀行で要職を歴任した当局者も含まれる。

(図表 4) RBA のレビューにおけるパネルのメンバーの顔ぶれ

＜パネルのメンバー＞	
Professor Carolyn Wilkins Professor Renée Fry-McKibbin Dr Gordon de Brouwer PSM	イングランド銀行金融監督政策委員会外部メンバー、元カナダ銀行上級副総裁 豪の有力なマクロ経済学者。豪国立大学 Crawford 公共政策スクール 暫定ディレクター 豪の著名なエコノミスト。豪財務省および RBA における公共政策の 35 年間にわたる経験を有する公共政策改革次官

(資料) Ministers Treasury portfolio, Review of the Reserve Bank (Hon Dr Jim Chalmers MP Media releases), 20 July 2022
<https://ministers.treasury.gov.au/ministers/jim-chalmers-2022/media-releases/review-reserve-bank>, 2023年4月20日アクセス)を基に日本総合研究所作成。

そのパネルは 2022 年 9 月、レビューの作業に着手し、豪国内外から幅広く意見を聴取・収集するのに際し、論点ペーパーを公表し、詳細な問題意識を明らかにしている（図表 5）。

レビューの作業は、当事者である RBA からは距離を置き、財務省の官房およびその他のスタッフが支援する形で実施された。なお、その際、他の中央銀行（米 Fed、カナダ銀行、ニュージーランド準備銀行、および欧州中央銀行を含む。日銀は当初から対象外）に関して先行して実施されているレビューの内容を勘案することが当初から財務大臣によって表明されていた。また、ガバナンスの在り方を検討するに際しては、RBA の現役の職員、およびすでに離職した職員らに対するアンケート調査が実施されたほか、RBA の金融政策運営に対する対外説明の実効性を測るうえでの判断材料とするため、職業エコノミストを対象とするアンケート調査も実施されるなど（図表 6）、国内の幅広い知見を収集するかたちでレビューの作業が進められた。最終報告によれば、2022 年 9 月

(図表5) パネルが豪国民に示した、RBA のレビューにおける 4 つのテーマと論点

<p>テーマ1：金融政策の取り決め</p> <p><論点></p> <ul style="list-style-type: none"> 1959年準備銀行法において打ち出された目標である通貨の安定、完全雇用の維持、および経済的な繁栄と豪州の人々の福祉、を変えろとすればどのように変えるべきか、もしくはこれらは引き続き正当な目標といえるか。 「金融政策の実行に関する声明」(引用者注)において表現されているRBAの柔軟なインフレーション・ターゲティングの取り決めに関して何らかの調整があるべきとすればどのような調整か。もしくは、現下のそして将来の課題を鑑みれば、いかなる代替的な取り決めが最も適切であるか。RBAは金融政策のアプローチにおいて、これらの目標のバランスをいかにとるべきか。 金融、財政、マクロ・ブルーデンス政策は、経済の下降局面や金利が実効的な下限に接近する局面を含めて、互いにいかに補完し合うべきか。この点から、豪の金融政策の枠組みや財政やマクロ・ブルーデンス政策の取り決めとの相互作用に対していかなる示唆が得られるか。
<p>テーマ2：目標に対するパフォーマンス</p> <p><論点></p> <ul style="list-style-type: none"> 金融政策の将来の決定や実行を強化するうえで、RBAの目標に対するパフォーマンスからいかなる教訓を引き出し得るか。 RBAの目標の中にトレード・オフが生じた場合、RBAはこれらを過去においていかにマネージしたのか。将来においてはいかにマネージすべきか。 金融政策の意思決定をサポートするうえでRBAが入手した一連のインプットには、いかなる改善の余地があるか。 金融政策の目標を追求するうえで、RBAは金融政策のいかなる手段を用いるべきか。将来的にはそれをいかにして最も効果的に用いることができるか。 コミュニケーションに関するRBAのアプローチのうちのどの側面がうまく機能し、目標の達成に資するものとなっていたか。また、コミュニケーションにはいかなる改善の余地があるか。
<p>テーマ3：ガバナンス</p> <p><論点></p> <ul style="list-style-type: none"> RBAの金融政策とコーポレート・ガバナンスの職責を果たすうえで、いかなるガバナンスの取り決めが最も適しているか。 この点を鑑み、準備銀行理事会のいかなる任命プロセス、構成、専門的な経験、資格、および在職権(テニユア)が、内部での熟考を促進し、効果的な意思決定を行ううえで最も適しているか。 いかなるコミュニケーションの慣行が、アカウンタビリティと透明性を最も促進し、RBAの政策戦略や決定に関する大衆の理解を支援することができるか。 RBAのガバナンスやアカウンタビリティの取り決めに関して、レビューが検討すべきそれ以外の観点はありますか。
<p>テーマ4：組織</p> <p><論点></p> <ul style="list-style-type: none"> RBAにおける組織的な文化はその価値をどの程度反映しているか。 高い質の意思決定が行われ、目標がより効率的に達成されるように促すうえで、RBAの文化、および(もしくは)価値に何らかの変化があるのか。 RBAにおける文化は、イノベーションと適切なリスク・テイクを促しつつ、目的の明確さや組織としてのアイデンティティ、物事に関する深い知識のバランスをとるものとなっているか。 RBAのマネジメント上のアプローチは、職員の任務や実効的な意思決定を支援するものとなっているか。 スキルや経験、ダイバーシティを含めて、RBAはどのような労働力を必要としているのか。 RBAが職員を惹きつけ、育成し、維持し、スキルと経験とダイバーシティが正しく混合された状態を達成するうえで資するように、RBAが変化するべき点はあるか。

(資料) Australian Government. *Review of the Reserve Bank of Australia Issues Paper*, September 15, 2022を基に日本総研研究所作成。訳は筆者。

(引用者注) 準備銀行法で定められたRBAの目標を達成するうえで、金融政策運営上の具体的な戦略を、RBA総裁と財務大臣との合意によって定めるもの。直近では、2016年のこの声明において、「金融政策の適切なターゲットは、時間をかけて2～3%のインフレ率を達成することである」と明記されている。

から2023年3月までの間にパネルのメンバーが直接、実施したインタビューの相手方は137名に及び、RBAの理事会メンバー(現職、元職)やRBAのスタッフに加え、豪国内外の学者、市場エコノミスト、豪の国会議員(現職、元職)から意見聴取が行われている。さらにその対象は海外主要中央銀行の総裁経験者(現職、元職)にも及び、ベイリーBOE総裁、キングBOE元総裁、カーニー元BOE総裁・元カナダ銀行総裁、マックレム・カナダ銀行総裁に加え、わが国からはただ一人、白川元日銀総裁に対するインタビューが行われている(図表7)。このほか、豪国内の一般国民からも117件の意見書が提出されている。さらに、RBAスタッフを対象とするイベントや、一般の参加者を対象とするイベントも開催された。これだけの作業が約半年という限られた時間のなか

で精力的に進められ（図表 8）、2023 年 3 月末には当初の予定通り、財務大臣に最終報告書が提出された。

（図表 6）RBA のレビューにおいて公表されたりサーチ・ペーパーおよびサーベイの内容

＜サーチ・ペーパー＞		
(執筆者) Prasanna Gai	(所属) オークランド大学	(タイトル) 金融政策のガバナンスプロセス、構成、および国際的な経験
Anil K Kashyap	シカゴ大学ブース・スクール・オブ・ビジネス NBER, CEPR	金融政策と金融の安定：ガバナンスの設計の検討
Eric M. Leeper	バージニア大学	セントラルバンカーにとっての金融－財政政策の相互作用
Andrew Levin	ダートマス大学、IMF常任客員研究員 NBER, CEPR	豪準備銀行のガバナンスとアカウンタビリティ強化に向けた原則および実務上の勧告
Athanasios Orphanides	マサチューセッツ工科大学	ゼロ政策金利近辺での金融政策：豪の経験のレビュー
＜サーベイ＞		
RBA元スタッフ RBA現役スタッフ 職業エコノミスト	(RBAのコミュニケーション戦略の認識に関する調査)	

（資料） Australian Government, Resources, Review of the Reserve Bank of Australia (<https://rbareview.gov.au/resources>, 2023年4月20日アクセス)を基に日本総合研究所作成。

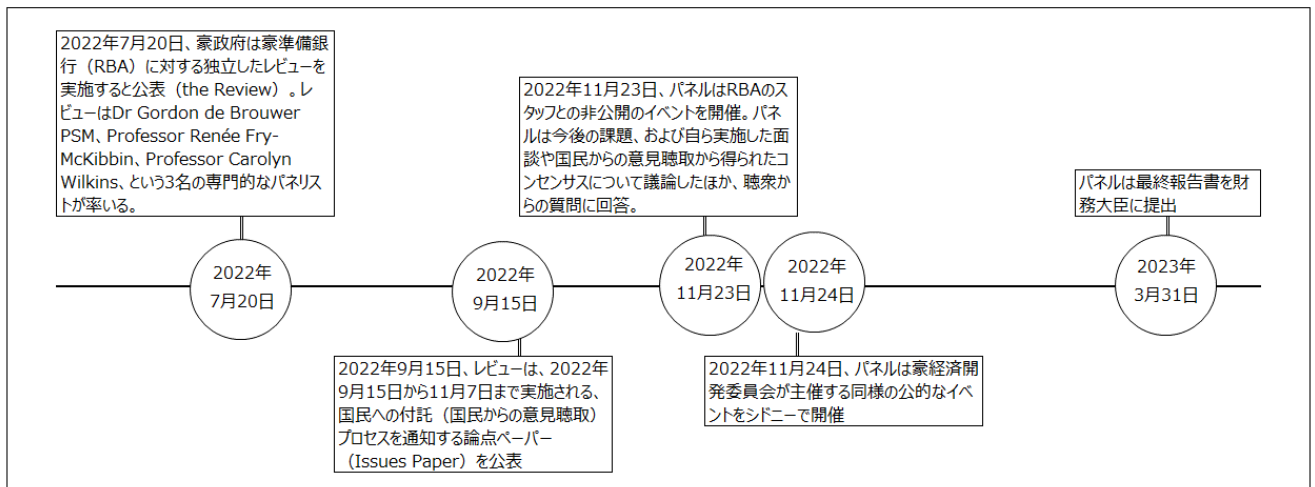
（図表 7）RBA のレビューの一環として実施された外部からの意見聴取（consultation）の実績



（資料） Australian Government, Review of the Reserve Bank of Australia An RBA fit for the future, March 2023, p257, Figure 2を基に日本総合研究所作成。

（原資料注）意見聴取への参加者が匿名扱いとすることを希望したケースは含まず。パネルが意見聴取した個人のなかには、複数のカテゴリーで重複して計上されているケースがある。

(図表8) 今回のレビューでとられた約半年間の工程



(資料) Australian Government, *Review of the Reserve Bank of Australia An RBA fit for the future*, March 2023, p2541、Figure 1を基に日本総研研究所作成。訳は筆者。

(3) 異例の“中央銀行に対する外部からの客観評価”が可能となった背景

中央銀行は今日、実際の金融政策運営を行ううえで政府から独立した立ち位置として設計されるケースが殆どである。その中央銀行に対して、中央銀行自身で行う総括等とは別に、国外を含む外部の眼による客観的な検証や評価の作業が行われることは、世界各国を見渡しても稀である。豪の場合、行財政制度や行財政政策運営の面で、1990年代からNPM (ニュー・パブリック・マネジメント) の考え方に立脚し、客観的な評価や徹底した情報開示を通じて、先進国のなかでも屈指の健全な財政運営を達成してきた土壌があり、そうした政治的・社会的な風土や国民世論が形成されているからこそ、今回のような世界各国のなかでも異例といえる“中央銀行に対する外部の眼による客観的な検証”が可能になったものとみられる。

いかに政府から独立した立場として設計される中央銀行といえ、資本主義経済、市場主義経済のもとで最も重要な経済政策の一つである金融政策運営を専ら担う以上、“独断”や“独善”が許されるものでは決してないであろう。中央銀行の政策決定や業務運営が、本当に国民生活の向上に資するものとなっている、ないしは、なっていたといえるのかどうか、その意思決定の在り方や組織運営の在り方、政府の側の対応も含めて問題がなかったのかどうか、改革すべき点はないのか、時には立ち止まって、外部の客観的な視点も入れて徹底的に検証され、問題点があれば指摘を受け、改善を促されることがあり得る—これが成熟した市民社会における豪州流の中央銀行に対する統制の在り方なのである。

4. 報告書『将来に適うRBA』(An RBA fit for the future)で示された検証結果と

勧告の内容

(1) RBAのこれまでのパフォーマンスの評価



報告書においては、まず、これまでの金融政策運営のパフォーマンスの評価が、以下のように行われている⁷。

過去 30 年を超える間にわたり、インフレーションの平均は RBA のターゲットである 2~3% の中ほど近辺であり、生産や失業率の変動幅も、それ以前の数十年間に比較すれば大きくはなかった。豪の極めて良好なパフォーマンスは、他の比較可能な経済圏に対して少なくとも同等であった。

柔軟なインフレーション・ターゲティング、および RBA のこの枠組みのもとでの行動は、全体として成功裏であった。RBA は危機の間、経済を支援し、深刻な結末から守るうえで断固として、また効果的に行動し、とりわけ重要な役割を果たした。

しかしながら近年においては、政策の意思決定にとってより多くの課題を突き付ける環境下となり、豪における金融政策の枠組みに改善の余地がある領域が脚光を浴びることになった。本レビューにおいては、意見聴取 (consultation) において最も多く提起された 3 つのエピソードである **① 2016 年から 2019 年の低インフレーション期間**、**② COVID-19 パンデミックに対する政策対応**、そして **③ 最近のインフレーションの上昇**、に焦点を当てる。

本レビューにおいては、これらのエピソードにおける金融政策のスタンスが全体として適切であったかどうかを評価するというよりもむしろ、将来への教訓を学ぶべく、**金融政策の枠組みと意思決定のプロセス**、および **RBA 内部のプロセスとガバナンス** に着目する。

レビューはこれらの評価から、以下のような 3 つの鍵となる教訓を引き出した。

- 2016 年から 2019 年の間の低インフレーション期間に関しては、金融政策の決定がなぜとられたのか、そのアプローチはインフレーション・ターゲティングの枠組みと首尾一貫するものであったのかに関して、ステークホルダーの間での見解はバラバラである。この点は、**枠組みの一部の観点や RBA の通常のコミュニケーションが必ずしも明快ではなく十分に詳しくもなかった点**を浮かび上がらせている。
- COVID-19 の期間における追加的な金融政策手段の実行に関する決定は、**よりすぐれた専門家によって行われ、支援が受けられ、提案された政策を完全に試す時間があれば、準備銀行理事会はもっと恩恵を受けることができた**であろう。COVID-19 の初期における RBA の断固たる行動は、危機を通じて豪を支援するうえで決定的に重要であった。同時に、**より強い意思決定の調整ができていれば、RBA の FG、YT、ターム・ファンディング・ファシリティ、および BPP の結果的な難点を緩和することができた**であろう。
- RBA は他の中央銀行と同様、2022 年のインフレーション上昇への対応が当初は遅れた。**持続的なインフレーションの原動力としての賃金を過度に強調し過ぎたこと、経済の供給サイドに対する限られた知見しか提供しない予測やモデル・ツールに依存したこと、FG や YT の設計のされ方や活用のされ方、これらがすべて、対応の遅れの原因となった。**

(2) 勧告の主な内容

今回の報告書においては、豪政府に対する RBA の改革の方向性に関する勧告内容は、最終的に

⁷ 本節における記述は、最終報告書 pp2~3 における “1. Monetary Policy Performance” の記述に基づく (訳は筆者)。

は 14 本の形にまとめられており、各勧告には、さらにブレイク・ダウンした詳細な勧告が含まれている。その内容はきわめて多岐にわたるものであるが、今回、対象となった RBA にとってのみならず、日銀やわが国をはじめとする他の中央銀行や政府にとっても大いに示唆に富むものになっている。本稿ではそのうち、①金融政策の枠組み、②財政政策および政府との関係、③金融政策の意思決定体制の在り方、に焦点を絞り、以下にその内容を紹介する（いずれも訳出は筆者）。

A. 金融政策の枠組み

今回のレビューにおいては、金融政策の枠組みに関して、インフレーション・ターゲティング以外の他の枠組み（①平均インフレーション・ターゲティング、②物価水準ターゲティング、③名目所得成長ターゲティング、④名目所得水準ターゲティング）に関しても検討が行われた。それぞれについて利点もあるものの、①や②に関しては実際のインフレ率が目標を上回ったり下回ったりした場合の金融政策運営の判断が難しいことや、③や④に関しては、一般の理解が難しいこと等の理由から退けられ、以下のような勧告がなされている。

【勧告 1】 RBA の独立性を確約し、規程上の金融政策の目標を明確化すべき

【勧告 2】 柔軟なインフレーション・ターゲティングの枠組みを維持（2～3%という物価目標は適切）しつつも、いかにそれを運営するかを明確化すべき

RBA の場合、金融政策運営上の具体的な戦略は、RBA 総裁と財務大臣との合意によって定められる「金融政策の実行に関する声明」（現時点では 2016 年に策定されたものが最新）において定められることになっているが、報告書は同声明における詳細な規定の在り方に関して、とりわけ、物価の安定と完全雇用との“二兎を追う”際のバランスのとり方や具体的な金融政策運営の在り方に関して、以下のように詳細な勧告を行っている。

《勧告 2.1》 RBA の金融政策理事会（勧告 8 参照）と政府は、「金融政策の実行に関する声明」のなかで、以下の点について合意すべき

- 金融政策を設定するうえで、物価の安定と完全雇用について、同等の考慮が払われるべきこと
- 2～3%の柔軟なインフレーション・ターゲットを設定すべき
- 金融政策理事会は、ターゲットが充足される可能性を最大化できるように、また、インフレ期待を最もうまくアンカーできるように、インフレーション・ターゲットの中間点を目標とすべき
- 金融政策理事会は、労働市場の条件に関連する一連の指標を反映しながら、完全雇用という目標の評価を打ち出すべき
- 金融政策理事会は、完全雇用の目標について相当な乖離が生じた際には（この目標を）考慮しつつ、インフレーションをターゲットの中間点近辺に回帰させることを狙ううえでの時間軸を柔軟に変化させることができる

《勧告 2.2》「金融政策の実行に関する声明」は、RBA の金融政策理事会が枠組みの柔軟性を活用するかをいかに伝えるのかについて、通常のコミュニケーションにおいて RBA が望む期待を含め、その概要を示すべき

- インフレーションは、ターゲットの中間点から相当に乖離した状態がどの程度長く続くと想定されるのか、労働市場の条件はどの程度長く完全雇用状態乖離すると想定されるのか、また、その2つの目的をいかにバランスさせるのかについて、説明すべき
- 意思決定に影響を及ぼす鍵となる要因について説明すべき。例えば金融の安定にかかるリスクで、これは、物価の安定と完全雇用という目標に影響を及ぼすかもしれない範囲内で、金融政策の決定において考慮されるべきものである

B. 財政政策および政府との関係

さらに今回の報告書において注目されるのは、RBA の金融政策と財政政策および政府との関係の側面に関する勧告である。RBA はコロナ危機下において初めて“ゼロ金利制約”に直面するに至ったが、伝統的な金融政策運営手段（政策金利である短期のキャッシュ・レートの上げ下げ）の活用が大きな制約を受けざるを得なくなったもて、危機時に経済を下支えするうえで、金融政策のみに過度に負担がかからないよう、財務省との間で財政政策との協調をいかに効果的に進めるべきか、以下のような勧告がなされている。

【勧告 3】 財政政策と金融政策の相対的な役割に関する理解がより深まるよう促すべき

《勧告 3.1》「金融政策の実行に関する声明」は、マクロ経済の結果にとって、金融政策と財政政策の両方が重要であることを認めるべき。政府（とりわけ財務省）と RBA は、以下の点にコミットすべき

- 経済の見通しとリスク、政策の制約について、定期的に情報を共有することを継続すべき
- 金融政策の決定が財政政策に与えるインパクトの分析を協働して実施すべき
- 金融政策の独立性を損なわない方法で、経済の課題に対する政策対応のベストの組み合わせを特定するためのシナリオ分析を協働して開発すべき
- RBA の金融政策の枠組みと政府の財政アプローチを合わせて、いかにしてもっともうまく経済の結果を支援することができるのかを特定すべき。また、一定の状況下、例えばキャッシュ・レートが実効的な下限にあるときには、財政政策がより大きい役割を担い得ることを認めるべき

《勧告 3.2》RBA と財務省は、豪の金融（通貨）政策、財政政策、金融監督政策に関する応用的な調査および分析を推進すべく、豪マクロ経済政策調査プログラムを、そうしたプログラムを有する大学やシンクタンクと協働しつつ、立ち上げるべき。

RBA が“ゼロ金利制約”に直面したもて導入した非伝統的な手段は、先述の RBA 自身の総括にもあるように、危機時には一定の効果が認められた一方で、とりわけ YT には出口局面での政策運営の難しさや、BPP には①正常化局面で RBA 自身にかなり重い財務運営上の負担がかかることや、②RBA による債券買い入れの進展につれて市場機能が大きく阻害されかねない、といった難点

も存在する。このため今回の報告書では、こうした非伝統的な手段に関して、その活用に関する枠組みについて、RBA 自身としてのみならず、政府（財務省）側もかかわる形であらかじめ明らかにしておくことを求めるとともに、5年ごとにRBAと財務省とで、定期的な検証を実施することを促している。いかに中央銀行の金融政策運営上の独立性が保障されるべきといえども、事後的にこれだけ大きな財政負担が国の側に及んだり、市場金利の形成に影響が及びかねない以上、政府（財務省）側も一定の関与をすることが求められている。

《勧告 3.3》RBA は将来における追加的な金融政策手段の活用に関する枠組みを公表すべき。「金融政策の実行に関する声明」は、以下の点に関する政府やRBAの金融政策理事会の期待を含めて、その枠組みがカバーする範囲を打ち出すべき

- 透明性
- コストと利益の評価
- リスクの管理
- 異なるシナリオが表面化した際における出口戦略の検討
- 代替的な政策のてこととしての財政政策の適切性に関する議論

合意された枠組みのなかで、RBA は金融政策手段の独立性を保持すべき

【勧告 4】金融政策の枠組みと手段の定期的なレビューを制度化すべき

《勧告 4.1》政府とRBAの金融政策理事会が主宰する形で、5年ごとに金融政策の枠組みと手段の正式なレビューを、幅広い視点を有する国内および国際的な、独立した専門家からの正式で透明なインプットを含め、RBAと財務省が共同で主導し、実施すべき。レビューの目的は、金融政策の枠組みと手段が適切であることを確実にすることであるべきで、「金融政策の実行に関する声明」の見直しにつながるものであるべき

C. 金融政策の意思決定体制の在り方

先述のように、本報告書の冒頭でなされたRBAのこれまでのパフォーマンスの評価において、とりわけ、コロナ危機下での非伝統的な手段も含めた政策運営の意思決定や、その後の高インフレ局面での政策対応の遅れの背景には、いずれも意思決定体制に問題があった、との教訓が導き出されたことを鑑み、RBAの金融政策理事会の、とりわけ外部メンバーに期待される資質について、具体的な考え方を含めて指摘されているほか、外部メンバーの人事運営が、その時どきの政権の恣意に過度に振り回されてしまうことのないよう、選定プロセスが客観的なものとなるよう、いかに明確化しておくべきかについても提言が行われている。RBAの場合、外部メンバーの顔ぶれは従来から、ともすれば“各界の代表”的な色彩が濃く（図表9）、その点は日銀の政策委員会にも通じる部分がある。RBAの金融政策運営が、単なる政策金利の上げ下げにとどまらず、非伝統的な手段も選択肢に含まれ、また、経済の実情からは物価の安定のみならず雇用情勢との関係でも、経済の供給サイドの分析を含め、難しい判断を迫られるようになったこと等を鑑み、外部メンバーに期待される資質のマトリックスについても、具体的な考え方を含めて例示されている（図表10）。さらに、政府側から唯一、理事会に参加する財務次官が理事会においてよるべき立場（政府や財務省の立場



ではなく、あくまで財政運営や経済に精通した“個人としての立場”)の明確化の必要性も含め、具体的な勧告がなされている。

【勧告 8】 専門家による金融政策理事会を、より多様な視点と知見の持ち主で構成すべき

《勧告 8.1》政府は金融政策理事会を、金融政策の決定、および金融システムの安定（決済システム政策を除く）について責任を負うものとして、幅広いコーポレート・ガバナンスについては責任を負わないものとして構成すべき

《勧告 8.2》金融政策理事会は総裁、副総裁、財務次官および6名の外部メンバーから成り、総裁が議長を務める

《勧告 8.3》政府は1959年準備銀行法において、財務次官は金融政策理事会において個人の資格（立場）で行動し、財務大臣の指示に従うことはない、とされていることを明確化すべき。「金融政策の実行に関する声明」においては、財務次官は経済にとって、および財政政策にとっての見通しに関する知見を供する責任があることを明記すべき

《勧告 8.4》金融政策理事会の外部メンバーは、例えば開放経済のマクロ経済学や金融システム、労働市場、ないしは経済の供給サイドといった分野における専門性を通じて、また、不確実性下での意思決定という文脈において、金融政策の設定に相当な貢献をなし得るようにすべき

《勧告 8.5》金融政策理事会の外部メンバーは、透明なプロセスを経て任命されるべき。ポジションは、必要とされるスキルや経験のマトリックスの形から引き出される、関心事項の表現 (EoI: *expressions of interest*) の形で公示されるべき。財務次官、総裁および第三者から構成されるパネルが、ふさわしい候補者の選択肢を財務大臣に推薦すべき

《勧告 8.6》金融政策理事会の外部メンバーは、5年の任期で任命され、もし柔軟性が必要であれば、1年までに限って再任され得るようにすべき。任期末は各メンバーごとにずらすようにすべき

(図表 9) RBA の準備銀行理事会メンバーの現在の顔ぶれ

(*は女性)

(役職)	(名前)	(主な経歴、専門分野等)
<職権上の (ex officio) メンバー>		
総裁	Philip Lowe	RBA生え抜き。MIT Ph.D
副総裁	Michele Bullock (*)	RBA生え抜き。LSE MSc。2023/9月に次期総裁就任予定
財務次官	Steven Kennedy	
<非執行 (non executive) メンバー>		
	Mark Barnaba	投資銀行家
	Ian Harper	大学教授。Melbourne Business Schoolディレクター
	Carolyn Hewson (*)	実業家
	Iain Ross	連邦裁判所判事
	Carol Schwartz (*)	企業役員、地域活動家
	Alison Watkins (*)	大学総長

(資料) RBA, Reserve Bank Board (<https://www.rba.gov.au/about-rba/boards/rba-board.html>, 2023年8月3日アクセス) 等を基に日本総合研究所作成。

(図表 10) 金融政策理事会メンバーに求められるスキル・マトリックスの例

スキルおよび経験	内容
経済の専門	以下の分野の1つについて、有意義な実務上の経験ないし資格があること ：オープン・エコミー・マクロ経済学、金融システム、労働市場、およびサプライ・サイド経済
分析能力	大量の情報を十分に理解し、かつ/または、合理的な見解を素早くサーチし形成できる能力が実証されていること
戦略的な視点	不確実性が高い状況下において複雑なビジネス・プランを決定し、実行でき、先行き現れるであろう問題を予想でき、リスクのバランスをとる能力が実証されていること
コミュニケーション	複雑な問題を、完璧な信認をもって、また理想的には多様な聴衆に対して、伝えられる経験があること
リーダーシップと法人組織での経験	委員会や理事会という文脈を含め、建設的な熟考を必要とする環境下で協働するシニア・レベルでの経験があること

(資料) Australian Government, *Review of the Reserve Bank of Australia An RBA fit for the future*, March 2023, p131, Box 3.2を基に日本総合研究所作成。訳は筆者。

加えて今回の報告書では、金融政策理事会の各回における検討や議論の質をさらに向上させるべきであるとの見地から、各回の開催間隔をより長めに設定することや、外部メンバーに対するRBAスタッフの支援の在り方を強化すべきこと(図表11)、理事会としてもっと外部の経済予測や意見を傾聴する機会を確保すべき点などが提言されている。さらに、金融政策運営の透明性をさらに向上させ、対外説明を一段と充実させるために、金融政策理事会における決定内容のリリースの仕方や、総裁、副総裁ら執行部にとどまらず、外部メンバーにも対外説明を行ううえで一定の役割を果たすことが求められている。

【勧告9】金融政策の決定、戦略および調査をより深く検討できるよう支援すべく、プロセスを改善すべき

《勧告9.1》金融政策理事会は、予測、戦略、金融政策に関するその他の論点を含め、より深く議論できるように、年11回よりもむしろ8回開催することとすべきである。会合のサイクルは、

- 理事会メンバーにとって、論点に関する最初の議論と、最終的な意思決定の間で、論点に関して熟考し必要であればフォローアップの分析を要請する十分な時間が確保できるようにすること
- 決定につながる論点に関して、RBAスタッフの幅広い見解を理事会が聴取する機会を確保できるようにすること

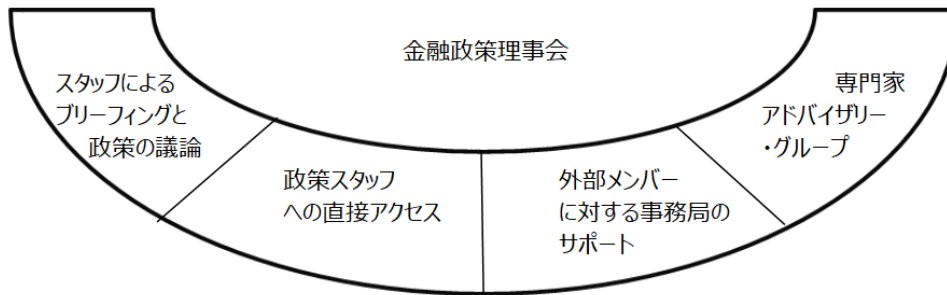
《勧告9.2》金融政策理事会の6名の外部メンバーは、テクニカルな事柄や、必要に応じ追加的な分析に関して支援を得るために、RBAのスタッフに直接アクセスできるようにすべき

《勧告9.3》RBAは、例えばサプライサイド経済や財政政策周りで、予測やマクロ計量経済的なモデル構築能力を向上させるべきであり、新たなデータ・セットの活用を引き続き積み上げていくべき。これは、不確実性下での金融政策戦略をよりよく検討するうえで資することになる

《勧告9.4》金融政策理事会は、金融政策に関する専門家のアドバイザー・グループと会合をもったりかかわったりすべき

《勧告9.5》金融政策理事会は、金融政策戦略に関してより徹底的に検討したり、代替的な政策オプション、コスト、利益とリスクに関するブリーフィングを受けたり、必要に応じて要請したりすべき

(図表 11) 金融政策の意思決定者への支援の在り方



(資料) Australian Government, *Review of the Reserve Bank of Australia An RBA fit for the future*, March 2023, p140、Figure 3.2を基に日本総合研究所作成。訳は筆者。

【勧告 10】 金融政策の透明性とアカウンタビリティを強化すべき

《勧告 10.1》 総裁は、各決定会合後に記者会見を開催し、金融政策理事会の政策や経済の展開に関する見方を説明すべき

《勧告 10.2》 金融政策理事会の外部メンバーは、少なくとも年1回、スピーチや公務を通じて、理事会の決定や思考に関して、公的に議論することが期待される

《勧告 10.3》 各理事会後に公表する声明は、理事会によってリリースされるべきで、また、決定および議論について公正に反映したものとして、メンバーによって認可されるべき。声明には、投票メンバーの情報を含まない投票結果のみを記載すべき。

《勧告 10.4》 RBA は、金融政策理事会の決定の背景にあるより多くの情報を公表すべき。それには詳細な予測データや前提、企業やコミュニティとの連携から得られた知見が含まれる。理事会ペーパーは5年経過後に公表されるべき

《勧告 10.5》 RBA は金融政策理事会およびRBA 役員の支援のため、戦略的なコミュニケーションにおける専門的な能力を強化すべき

《勧告 10.6》 RBA は理事会メンバーに関する利益相反ポリシーを強化し、金融取引に関する追加的で適切な制約を設けるべき

(3) RBA 側の反応と豪国内の反響

豪政府によるRBAのレビューの最終報告書の公表を受けたRBA側の反応や対応をみてみよう。

RBAのロウ総裁は、豪政府による最終報告書が4月20日に対外公表されてから間もない5月2日、金融政策理事会後の会合において、「全体として勧告には意味があり、RBAが、われわれが暮らしている以前にも増して複雑な世界に対処するうえで助けとなるだろう」と述べている⁸。

ロウ総裁はそれから約2カ月が経過した7月12日、豪国内の経済団体の会合でのスピーチにおいて、今回のレビューにおける勧告の内容は、①RBAが業務運営を行ううえで服する立法措置、②RBA

⁸ Phillip Lowe, *Remarks at the Reserve Bank Board Dinner*, Reserve Bank of Australia, May 2, 2023.

の金融政策のプロセスとコミュニケーション、③組織としての RBA の運営方法、という 3つの側面に分けられる、という認識をまず示している。そのうえで、①は豪政府や議会の問題である一方、②および③は RBA の理事会やマネージメントが検討しなければならない問題であり、この②および③の側面に関して、RBA の理事会において、以下の改革を実施することを決定したと明らかにしている。これらの変化は相当なものであり、レビューの勧告に対し RBA として相当な対応を行っていることを表すものである、と述べている⁹。

1. 2024 年より、理事会は現行の年 11 回ではなく、年 8 回、開催することとする。4 回の理事会は、2 月、5 月、8 月、11 月の第 1 火曜日に開催する。他の 4 回の理事会は、これらの理事会のちょうど中間時点で開催する。2024 年の正確な日程は近々公表され¹⁰、将来年における日程は十分に前もって公表される。
2. 理事会の会合の時間は現行よりも長くなる。典型的には月曜日の午後に開始され、火曜日の午前中にかけて継続されることになる。会合の結果は 2 日目、現行での典型的には火曜日の午後 2 時 30 分に公表される。
3. 全ての理事会メンバーは、理事会の会合の一定時間前に開催される内部のスタッフ・ミーティングに出席する機会を有する。それによって理事会メンバーは、幅広いスタッフから直接、話を聴いたり質問したりすることができるようになる。
4. 決定を公表する会合後の声明は、現在は総裁から発出されているが、理事会によって発出されることになる。
5. 総裁は、各理事会後に決定について説明するメディア会見を開催する。メディア会見は午後 3 時 30 分に開催されることが期待される。
6. 四半期ごとの「金融政策に関する声明」は、現行では会合後の金曜日に公表されているが、(2 月、5 月、8 月、11 月の) 理事会の結果と同時にリリースされる。この点、およびその他の変更を鑑み、われわれはこの文書の構成の見直し作業を行っている。
7. RBA と豪政府との間での金融政策に関する共通の理解の記録する文書である「金融政策の実行に関する声明」について、総裁のみではなく、理事会がその署名者 (signatory) となる。この新たな声明は、本年後半に最終決定されることが期待される。
8. 理事会は、RBA のリサーチの題目が金融政策および金融の安定の観点に関連する場合、それを統括する。
9. RBA は気候変動分析に関する現行のアプローチを継続し、気候変動による経済、インフレーションおよび金融システムに対するインプリケーションに焦点を当てる。
10. 理事会は金融政策の枠組みの 5 年ごとのオープンで透明なレビューを実施するうえで、財務省と協働する。

豪政府がこのような形で進めている RBA の見直しに関して、豪国内からは「金融政策理事会に

⁹ Phillip Lowe, “The Reserve Bank Review and Monetary Policy”, *Address at the Economic Society of Australia (Qld) Business Lunch, Reserve Bank of Australia, July 12, 2023*. 訳出は筆者。

¹⁰ 本スピーチが行われた後の 2023 年 7 月 25 日に、RBA から 2024 年中の金融政策理事会の正確な日程が公表されている。

労働者の代表を送り込むことになり、完全雇用とインフレ抑制に焦点が当てられることになる」と前向きに評価する声がある¹¹一方で、「今回の見直しは中央銀行にとって“カルチャー・ショック”になるであろうが、一般の平均的な預金者や借入先にとっての金利面での影響は限定的なものにとどまるであろう」という冷めた見方¹²も存在している。

豪においてはその後7月19日、チャーメーズ財務大臣が、来たる9月に任期満了を迎えるロウRBA 総裁の後任に、バロック副総裁を昇格させる人事を決定し、公表している。ロウ現総裁もバロック次期総裁もともにRBAの生え抜きであるが、RBAにおいては初の女性総裁が誕生することになる。豪国内においてはこうした人事運営も含めて、RBAの改革が今後、実際にどのような形で進められ、結実していくのかを世論が見守っている状況にある。

5. わが国における日銀の金融政策運営をめぐる課題と今後求められる改革の方向性

(1)日銀の金融政策運営をめぐる課題

ひるがえって、日銀のこれまでの金融政策運営をみれば、RBAのみならず他の主要中央銀行が高インフレ抑制のために金融引き締めを進め、合わせて中央銀行自身の財務の悪化を食い止める意味合いもあって、資産縮減による正常化を急いでいるのとは対照的に、世界の中央銀行のなかで唯一、未だにマイナス金利政策を続行している。植田新総裁の就任後3カ月あまりが経過した23年7月、日銀は「イールド・カーブ・コントロール政策の運用の柔軟化」と称して、10年国債金利の上限を事実上1%に引き上げた。しかしながら、新体制に移行しても、日銀自身が抱える先行きの財務運営上の深刻な問題に植田総裁が言及することはなく、日銀自身、そして国の財政運営を巻き込む形でわが国全体が抱える先行きのリスクの大きさを鑑みれば、日銀の政策修正や正常化への取り組みは遅々としたものにとどまっている。この間、わが国の消費者物価指数前年比は、2022年4月以降一貫して目標の2%を上回り、足許の23年7月まで3%を上回る状態が継続している。今回のRBAのレビューの最終報告書においては、先述のように、RBAが高インフレ局面への対応が遅れる結果になった理由の一つとして、「持続的なインフレーションの原動力としての賃金を過度に強調し過ぎたこと」が指摘されている。ところが日銀の場合は“持続的な賃金上昇の必要性”を声高に唱え続けており、引き締めへの転換を遅らせる“言い訳”とされている感すらある。

また、日銀は植田総裁のもと、過去25年間という長期間を対象とするレビューを、日銀自身が実施主体となって行うとしている。しかしながら、リーマン・ショック後に活用が進んだ非伝統的手段の効果や副作用等の総括に関しては、日銀も参加していたBIS（国際決済銀行）のグローバル金融システム委員会（CGFS: Committee on the Global Financial System。議長はRBAのロウ総

¹¹ 例えば、The Guardian Australia, “RBA shake-up promises board representation for workers, with focus on full employment and fighting inflation”, April 20, 2023

(<https://www.theguardian.com/business/2023/apr/20/rba-shakeup-to-target-full-employment-as-well-as-fighting-inflation>) .

¹² 例えば、The Guardian Australia, “A singular focus on interest rates, fresher board, fewer meetings – but what else could change at the RBA?”, April 20, 2023

(<https://www.theguardian.com/australia-news/2023/apr/20/a-singular-focus-on-interest-rates-fresher-board-fewer-meetings-but-what-else-could-change-at-the-rba>) .

裁)は2019年10月に、『非伝統的金融政策の手段：各国横断的分析』と題する報告書¹³をすでにまとめて公表している。これは、日銀のみならず多くの中央銀行が非伝統的な手段を用いて金融政策を実践した結果のデータを持ち寄り、分析を進めたうえでまとめられたものであり、すでにこうした形で国際的な意味で一定の結論が共有されている。にもかかわらず、今になって日銀が自身の25年間の効果を振り返る分析を行うことにどれほどの意味があるのか、疑問なしとしない。そうした日銀単独の分析に意味があるとするれば、これほどまでに深刻な“事実上の財政ファイナンス”に相当する国債買入れを実施した中央銀行は他にないため、それが当該中央銀行にとって、また当該国の財政運営にとってどのような結果を先行きもたらすことになるのかを分析することであろう。しかしながら、今回のレビューの実施主体は、そうした金融政策運営を展開してきた日銀自身であり、そうした客観性の高い意味のある分析に、そもそも手を付けることができるのかも大いに疑問といわざるを得ない。

(2) 今後求められる改革の方向性

日銀がこうした金融政策運営を続けている限り、事態は一向に改善には向かわず、わが国の将来に禍根を残す結果につながりかねないことが強く懸念される状況になりつつある。

折しも去る7月、日銀は2013年上半期の金融政策決定会合の詳細な議事録や提出資料を公表した。そこからは、2013年4月の黒田総裁就任直後の会合で、金融政策運営の操作対象を短期の政策金利からマネーの供給量(マネタリーベース)に転換するという、他の中央銀行であれば年単位の時間をかけて慎重に検討するであろう重大な決定が、複数の審議委員の懸念の指摘を振り切り、掘り下げた討議もなされることなく、わずか1回の会合でいともたやすく決定されていた事実が明らかにされ、波紋を拡げている。

金融政策運営の操作対象を何に置くかは、中央銀行にとっては金融政策運営を進めていくうえでの極めて重要な問題である。例えばECB(欧州中央銀行)においては、1998年の同行発足および99年の単一通貨ユーロ導入直後の数年間に政策委員会において真剣に議論が重ねられた結果、2003年5月の政策委員会において「安定志向の2本柱¹⁴アプローチ」が採用され、その後も基本的にこの考え方が維持されている。ECBはこの決定の際、代替的な選択肢として検討しながら却下した金融政策運営戦略として、①マネタリー・ターゲティング、②直接的なインフレーション・ターゲティング、③為替レート・ターゲティングを挙げている。日銀が黒田総裁就任直後に導入したのはまさに、ECBにおいては明確に否定されている①マネタリー・ターゲティング、および②直接的なインフレーション・ターゲティングに相当する考え方であった。しかもマネタリーベース・ターゲティングは、リーマン・ショック直後の米Fed(連邦準備制度)においても、2008年12月のFOMC(連邦公開市場委員会)において、これを明確に否定する議論が行われている¹⁵ものでもある。こうした欧米の主力中央銀行でとられている考え方を真っ向から覆す決定を日銀として行うのであれ

¹³ Committee on the Global Financial System, “Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis”, *Report prepared by a Working Group chaired by Simon M Potter (Federal Reserve Bank of New York) and Frank Smets (European Central Bank)*, CGFS Papers No 63, Bank for International Settlements, October 2019.

¹⁴ 経済分析および金融分析、の意味。

¹⁵ 例えばイエレン・サンフランシスコ連銀総裁(後のFRB議長)はこのFOMCにおいて、「ゼロ金利下で政策手段としてマネタリーベースを採用することは不適切である」と述べている。

ば、相応の分析や議論の積み重ねがあつて然るべきはずであるが、そもそも、こうした事実を、2013年4月の金融政策決定会合に参加したメンバーは果たして十分に認識していたのかどうか。

RBAのロウ総裁は、先述の2023年7月のスピーチ（脚注9参照）において、金融政策理事会のメンバー構成に関して、他の主要中央銀行では中央銀行の生え抜きの人材が多くを占めるケースが多いのに対して、RBAの場合は外部のメンバーが参画するいわば「豪モデル」となっている、と指摘している。「豪モデル」には国内の多様な見方を中央銀行の政策決定に反映させることができるというメリットがある一方で、レビューの報告書が指摘したように、必ずしも金融政策や経済がもとの専門ではないメンバーが入る場合には、そのメンバーをいかに中央銀行の事務方が支援するかも課題となろう。そして日銀の政策委員会の構成をみれば、「豪モデル」に近いのが事実である。かつてのように、中央銀行の金融政策運営の手段がもっぱら短期の政策金利上げ下げのみだった時代においては、各界の代表を政策委員に選ぶ形で、その“政策金利の上げ下げ”のタイミングの判断に、国内の多様な見方を反映させればよかつたのであろうが、現実の金融政策運営には非伝統的な手段も多く加わり、政策委員会が検討しなければならない論点は、はるかに多岐にわたり複雑になりつつある。外部から就任する政策委員に対する日銀の事務方の支援体制は十分なものと言えるのかどうか、政策委員会において多様な意見をもとに活発な議論が行われることに資する運営が日銀内部において行われているのか、当事者である日銀任せにしてしまわず、わが国としても客観的な視点を取り入れた見直しに取り組む必要があるのではないか。政府との関係についても同様で、政府側の出席者に、単に議決の延期請求権を認めれば済むような事態では到底なくなりつつある。他の中央銀行や国が今まさに経験しているように、日銀の金融政策運営の結果、わが国においても今後、日銀自身の財務運営が悪化することを通じて、結果的に政府の財政運営へ深刻な影響が及ぶであろうことは間違いなく、そうした事態への対応を含めて、豪と同様、非伝統的な手段による金融政策運営に関して、完全に中央銀行の判断に委ねてしまうことなく、政府の側にも一定の関与が求められることになろう。

今後、年月の経過につれて、金融政策決定会合の詳細な資料がさらに公表され、“異次元緩和”導入から現在に続く一連の金融政策運営について、日銀がその副作用や自らの財務運営上の負担、国の財政運営への悪影響を含めてどこまで議論していたのか、していなかったのかが白日の下にさらされることになる。わが国においてもいずれ、日銀の金融政策運営の在り方や制度設計について、政府側の人事運営を含めて、抜本的に見直しざるを得なくなる日が遠からず到来することになろう。その際、今回、豪政府が実施したRBAの見直しは、わが国にとっても大いに参考になるものといえよう。

以 上